

短期因素导致净利承压，Q4 有望重归高增轨道

2022 年 10 月 28 日

➤ **牧高笛发布 2022 年三季度业绩报告。**2022Q1-Q3 公司实现收入 11.58 亿元/yoy+59.96%；实现归母净利润 1.30 亿元/yoy+82.35%，业绩持续高质量增长。2022Q1-Q3 外销/内销品牌业务分别实现收入 6.31/5.19 亿元，同比分别增长 21.98%/152.02%。分单季度来看，2022 年 Q3 公司实现收入 2.91 亿元/yoy+55.98%；实现归母净利润 0.17 亿元/yoy-5.00%。

➤ **内销业务：大牧略受极端气温影响但高增速不改，小牧降幅环比明显缩窄。**2022 年 Q1-Q3 大牧实现收入 4.66 亿元/yoy+228.86%，小牧实现收入 0.53 亿元/yoy-17.87%。①**大牧依然保持翻倍以上增长。**分渠道看，2022 年 Q1-Q3 大牧线下/电商渠道分别实现收入 2.47/2.19 亿元，同比分别+280%/+186%；分季度看，大牧 Q1/Q2/Q3 分别实现收入 0.74/2.40/1.51 亿元，同比分别增长 184%/345%/146%，Q3 增速环比有所放缓，我们考虑可能源于本年夏季极端高温天气频发，影响露营消费需求。②**小牧受疫情&净关店影响，但已出现边际好转。**分经营模式看，2022Q1-Q3 小牧直营/加盟分别实现收入 0.16/0.37 亿元，同比分别-3%/-23%，直营/加盟门店今年分别净闭店 6/12 家；分季度看，小牧 2022Q1/Q2/Q3 分别实现收入 0.19/0.13/0.22 亿元，同比分别-11%/-42%/-1%，环比降幅收窄，疫情缓解带来线下业务边际好转机会。

➤ **外销业务：进入销售淡季增速有所放缓。**2022Q1-Q3 外销 (OEM/ODM) 实现收入 6.31 亿元，同比增长 21.98%，分季度看，2022Q1/Q2/Q3 分别实现收入 2.34/2.83/1.14 亿元，同比分别增长 44%/12%/11%，公司出口业务季节性较为明显，下半年进入销售淡季，增速环比有所放缓。

➤ **盈利端：短期因素叠加影响 Q3 净利端表现。**①**大牧：**Q4 大促的虹吸效应或对 Q3 大牧线上销售产生一定影响，公司为提前布局“双十一”导致 Q3 市场推广费用同比增长。②**小牧：**公司在 Q3 对于小牧库存进行两年一次的清理导致一定亏损，鉴于清库存的频率较低，该因素不具备持续影响力。③**外销：**Q3 受外汇远期合约、运费同比增长影响净利润表现，相关影响因素在 Q4 或有所缓解。综上，待以上短期因素于 Q4 消除、轻装上阵，净利润或可重新回归高增长趋势。

➤ **Q3 线上数据略有波动，看好 Q4 大促销售表现。**牧高笛品牌 7-9 月淘系平台 (淘宝+天猫) 销售额增速分别为 154%/89%/64%，8-9 月极端气温对于出行的热度的影响较为显著，且大促虹吸效应对 9 月的销售或产生一定影响，我们认为可期待“双十一”大促公司销售放量。根据魔镜数据，在“露营/野炊装备”类目下，截至 10 月 27 日牧高笛品牌预售额达 262 万元、排名第三，公司于露营赛道中的品牌力可见一斑。

➤ **投资建议：**牧高笛为国内露营龙头品牌，疫情冲击背景下收入高增验证露营热度持续，公司品牌力不断加强，公司董事长提议回购股份用于持股计划或股权激励，短期波动不改长期发展信心。我们预测 2022-2024 年归母净利润分别 1.39/2.25/3.01 亿元，分别同增 77.4%/61.3%/33.6%，对应 PE 分别 28/17/13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情反复影响出行、露营热度回落、品牌力建设不及预期、海外消费不佳影响出口。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	923	1451	2066	2750
增长率 (%)	43.6	57.1	42.4	33.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	79	139	225	301
增长率 (%)	71.0	77.4	61.3	33.6
每股收益 (元)	1.18	2.09	3.37	4.51
PE	49	28	17	13
PB	8.3	7.1	5.5	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

58.33 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 辛泽熙

执业证书：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

相关研究

1. 牧高笛 (603908.SH) 2022 年半年报点评：
露营之星持续璀璨，期待秋季远足出游旺季到来-2022/08/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	923	1451	2066	2750
营业成本	694	1058	1487	1988
营业税金及附加	3	5	7	10
销售费用	53	84	118	157
管理费用	56	89	126	168
研发费用	25	36	54	72
EBIT	82	178	274	357
财务费用	8	3	5	3
资产减值损失	-12	-13	-10	-8
投资收益	17	3	10	14
营业利润	93	174	281	375
营业外收支	0	1	1	1
利润总额	93	174	281	376
所得税	15	35	56	75
净利润	79	139	225	301
归属于母公司净利润	79	139	225	301
EBITDA	99	185	282	366

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	171	138	124	182
应收账款及票据	85	123	163	203
预付款项	21	32	46	64
存货	531	770	1078	1408
其他流动资产	269	238	210	187
流动资产合计	1077	1300	1621	2044
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	39	44	49	54
无形资产	11	11	11	11
非流动资产合计	109	114	119	125
资产合计	1186	1414	1741	2169
短期借款	324	320	313	300
应付账款及票据	301	432	582	762
其他流动负债	65	88	118	151
流动负债合计	690	840	1014	1214
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	28	26	24	22
非流动负债合计	28	26	24	22
负债合计	718	866	1038	1236
股本	67	67	67	67
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	469	548	703	933
负债和股东权益合计	1186	1414	1741	2169

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	43.64	57.15	42.38	33.15
EBIT 增长率	57.81	117.20	53.72	30.20
净利润增长率	70.99	77.41	61.32	33.57
盈利能力 (%)				
毛利率	24.83	27.05	28.03	27.73
净利率	8.51	9.61	10.89	10.93
总资产收益率 ROA	6.63	9.86	12.93	13.85
净资产收益率 ROE	16.78	25.45	32.01	32.19
偿债能力				
流动比率	1.56	1.55	1.60	1.68
速动比率	0.76	0.59	0.49	0.47
现金比率	0.25	0.16	0.12	0.15
资产负债率 (%)	60.51	61.25	59.62	56.97
经营效率				
应收账款周转天数	33.74	31.00	29.00	27.00
存货周转天数	279.29	270.00	267.00	260.00
总资产周转率	0.78	1.03	1.19	1.27
每股指标 (元)				
每股收益	1.18	2.09	3.37	4.51
每股净资产	7.03	8.22	10.54	14.00
每股经营现金流	-0.83	0.18	0.66	1.85
每股股利	0.90	0.90	1.04	1.04
估值分析				
PE	49	28	17	13
PB	8.3	7.1	5.5	4.2
EV/EBITDA	41.04	22.12	14.56	11.03
股息收益率 (%)	1.54	1.54	1.79	1.79

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	79	139	225	301
折旧和摊销	17	7	8	9
营运资金变动	-161	-155	-199	-189
经营活动现金流	-55	12	44	124
资本开支	-13	-11	-12	-13
投资	37	40	35	30
投资活动现金流	25	32	33	31
股权募资	0	0	0	0
债务募资	35	-6	-9	-15
筹资活动现金流	-37	-78	-91	-96
现金净流量	-69	-33	-13	58

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026