

2022年报&2023年一季报点评:22年业绩保持高增,23Q1 品牌收入延续高增、代工业务承压

买入(维持)

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,436 | 1,664 | 2,054 | 2,392 |
| 同比 | 56% | 16% | 23% | 16% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 141 | 162 | 226 | 272 |
| 同比 | 79% | 15% | 40% | 20% |
| 每股收益-最新股本摊薄(元/股) | 2.11 | 2.43 | 3.39 | 4.07 |
| P/E(现价&最新股本摊薄) | 27.05 | 23.49 | 16.82 | 14.01 |

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **公司公布2022年报&2023年一季报: 1) 22年: 营收14.36亿元/yoY+55.52%、归母净利1.41亿元/yoY+78.88%、扣非归母净利1.39亿元/yoY+125.6%, 收入在露营热潮带动下保持高增、净利增速高于收入主因毛利率提升。分季度看, 22Q1-Q4 营收分别同比+56.1%/+64.2%/+56%/+39.4%、归母净利分别同比+73.4%/137.1%/-5%/+44.2%、扣非归母净利分别同比+77%/+176.1%/+45.8%/+1780%。2) 23Q1: 营收3.43亿元/yoY+4.81%、归母净利2888万元/yoY-21.47%、扣非归母净利2563万元/yoY-18.7%, 收入受外销代工业务下滑影响增速放缓、净利承压主因品牌业务毛利率下降、整体费用率提升。**
- **品牌业务: 22年保持高增、但22Q3-23Q1增速逐季放缓。1) 22年: 品牌业务收入7.05亿元/yoY+130.5%/占比49%(同比+16pct), 受益国内露营爆发式增长、品牌业务收入保持高增、在21年同比+90%基础上进一步提速。其中: ①分季度看, 22Q1-Q4 品牌业务收入分别同比+98%/+234%/+107%/+86%, Q2 在疫情催化下露营需求爆发、收入大增, Q3-Q4 有所放缓、仍保持高增。②分渠道看, 22年直营/加盟/电商/其他收入分别同比-24%/-20%/+186%/+209%、分别占比1.5%/3.6%/22.2%/21.8%, 直营/加盟主要销售小牧服装业务、受疫情影响&净关店影响收入下滑, 电商/其他主要销售大牧帐篷装备等业务、直接受益于露营热潮、实现翻两番左右增长。截至22年末直营/加盟门店分别25/186家、分别净关5/10家、对应同比-17%/-5%。③分品类看, 22年大牧装备收入6.3亿元/yoY+196%、估算小牧+山系收入7549万元/yoY-19%。2) 23Q1: 品牌业务收入1.54亿元/yoY+65.83%/占比45%(同比+17pct), 保持高增、但增速环比继续放缓, 其中大牧装备收入1.35亿元/yoY+82%、估算小牧+山系收入1881万元/yoY+1.2%。**
- **代工业务: 22年保持双位数增长、但趋势上逐季转弱、22Q4-23Q1收入下滑。1) 22年: ODM/OEM业务收入7.16亿元/yoY+16.4%/占比50%, 分季度看22Q1-Q4外销收入分别同比+44%/+12%/+11%/-13%, 受海外经济及露营景气度降温影响Q4收入下滑。2) 23Q1: ODM/OEM业务收入1.89亿元/yoY-19.56%/占比55%, 降幅较22Q4有所扩大, 结合外需订单情况, 我们判断这一趋势可能在年内延续、根据公司预算报告23年外销收入预计下滑幅度在15%左右。**
- **22年毛利率&净利率提升, 23Q1费用率提升&净利率下降。1) 毛利率: 22年同比+3.5pct至28.33%, 主因产品结构优化驱动帐篷装备产品毛利率提升、同时高毛利品牌业务占比提升(22年品牌/代工毛利率分别为34.25%/23.17%); 23Q1同比+1pct至26.5%、主因高毛利品牌业务占比提升, 其中品牌业务毛利率同比-4.58pct至31.04%、主因增加入门露营产品比重, 代工毛利率同比+1.36pct至22.84%、主因针对需求转弱及时进行成本控制。2) 期间费用率: 22年同比-0.02pct至15.41%, 其中销售/管理/财务费用率分别同比+1.12pct/-0.05pct/-0.86pct至6.87%/6%/0.02%, 销售费用率提升主因大牧增加营销推广费用, 财务费用率下降主因人民币汇率带来汇兑收益, 整体费用率持平略降。23Q1同比+3.74pct至16.16%, 主因人工成本、推广费用、租赁费用增加。3) 净利率: 综合毛利率、费用率变化, 以及22年投资收益-119万元(21年+1719万元)、公允价值变动-719万元(21年+169万元), 22年净利率同比+1.28pct至9.79%; 23Q1同比-2.82pct至8.42%、主因费用率提升幅度超过毛利率。4) 现金流: 22年经营活动现金流净额119万元/21年为-5527万元, 现金流状况有所改善; 23Q1为-2694万元/22Q1为-9471万元、因推广费/人工成本等现金支出超过货款收回金额。截至23Q1末货币资金1.97亿元。**
- **盈利预测与投资评级: 公司为国内露营装备生产和品牌商, 20年以来在疫情影响长途出行、露营热度大涨下业绩快速增长, 20-22年营收/归母净利CAGR分别为49%/75%。进入23Q1, 品牌业务在经历前期爆发式增长后增速有所放缓、但仍保持较快增长, 盈利水平受入门级产品比重提升影响有所下降; 代工业务受外需降温影响、收入承压下滑但利润率稳中有升、订单压力预计在年内仍延续。国内露营行业渗透率仍具较大提升空间, 公司作为行业龙头具备品牌、产品、渠道优势, 有望持续分享行业红利。考虑品牌增长放缓及外销订单压力, 我们将23-24年归母净利润从2.27/2.91亿元下调至1.62/2.26亿元、增加25年预测值2.72亿元, 对应23-25年PE为23/17/14X, 维持“买入”评级。**
- **风险提示: 汇率波动, 露营热度降温等。**

2023年04月27日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|--------------|
| 收盘价(元) | 57.04 |
| 一年最低/最高价 | 53.80/112.94 |
| 市净率(倍) | 6.76 |
| 流通A股市值(百万元) | 3,804.00 |
| 总市值(百万元) | 3,804.00 |

基础数据

| | |
|--------------|-------|
| 每股净资产(元,LF) | 8.44 |
| 资产负债率(% ,LF) | 56.44 |
| 总股本(百万股) | 66.69 |
| 流通A股(百万股) | 66.69 |

相关研究

《牧高笛(603908): 2022年三季报点评: Q3 营收延续高增, 净利受短期因素拖累小幅下滑》

2022-10-29

《牧高笛(603908): 22年中报点评: 高盈利大牧成为主要增长引擎》

2022-08-10

表1：22年公司收入/门店/毛利率按产品、地区、业务划分情况

| | 22年收入 (百万元) | 收入 YOY | 占总营收 比重 | 门店数 (家) | 门店净变动 (家) | 毛利率 | 毛利 YOY (+/-) |
|-----------|----------------|-----------|------------|------------|--------------|--------|-----------------|
| 整体 | 1435.83 | 55.52% | 100.0% | 211 | -15 | 28.33% | 3.50pct |
| 分产品 | | | | | | | |
| 帐篷及装备 | 1254.19 | 62.62% | 87.3% | / | / | 27.87% | 4.94pct |
| 服装及鞋子 | 74.53 | -28.29% | 5.2% | / | / | 35.18% | 0.48pct |
| 配件及其他 | 93.17 | 101.03% | 6.5% | / | / | 34.15% | -1.70pct |
| 分地区 | | | | | | | |
| 国外 | 670.93 | 14.27% | 46.7% | / | / | 23.69% | 3.25pct |
| 国内 | 750.95 | 124.57% | 52.3% | 211 | -15 | 33.11% | 0.34pct |
| 分业务 | | | | | | | |
| OEM/OEM | 716.40 | 16.40% | 49.9% | / | / | 23.17% | 2.75pct |
| 自主品牌 | 705.49 | 130.50% | 49.1% | / | / | 34.25% | 0.31pct |
| 自主品牌分渠道 | | | | | | | |
| 线上销售 | 318.83 | 185.65% | 22.2% | / | / | 37.85% | 2.06pct |
| 线下销售 | 386.66 | 98.85% | 26.9% | 211 | -15 | 31.28% | -1.60pct |
| 自主品牌分模式 | | | | | | | |
| 直营 | 21.28 | -23.57% | 1.5% | 25 | -5 | 53.30% | 5.04pct |
| 加盟 | 52.30 | -20.02% | 3.6% | 186 | -10 | 34.52% | 1.83pct |
| 电商 | 318.83 | 185.65% | 22.2% | / | / | 37.85% | 2.06pct |
| 其他 | 313.08 | 209.30% | 21.8% | / | / | 29.24% | 0.48pct |
| 自主品牌分品类 | | | | | | | |
| 其中：大牧装备合计 | 630.00 | 196.00% | 43.9% | 1 | 1 | 33.56% | 1.10pct |
| 电商 | 317.00 | 173.00% | 22.1% | / | / | 37.83% | 4.92pct |
| 线下 | 313.00 | 224.00% | 21.8% | 1 | 1 | 29.24% | 0.07pct |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2: 23Q1 公司收入/门店/毛利率按业务划分情况

| | 23Q1 收入 (百万元) | 收入 YOY | 占总营收比重 | 门店数 (家) | 门店同比净变动 (家) | 门店环比净变动 (家) | 毛利率 | 毛利率 YOY (+/-) |
|----------------|---------------|---------|--------|---------|-------------|-------------|--------|---------------|
| 整体 | 343.14 | 4.81% | 100.0% | 210 | -7 | -1 | 26.50% | 1.00pct |
| 分业务 | | | | | | | | |
| OEM/OEM | 188.55 | -19.56% | 54.9% | / | / | / | 22.84% | 1.36pct |
| 自主品牌 | 154.08 | 65.83% | 44.9% | / | / | / | 31.04% | -4.58pct |
| 自主品牌分渠道 | | | | | | | | |
| 线上销售 | 56.08 | 89.90% | 16.3% | / | / | / | 36.11% | -5.06pct |
| 线下销售 | 98.00 | 54.61% | 28.6% | 210 | -7 | -1 | 28.14% | -4.89pct |
| 自主品牌分模式 | | | | | | | | |
| 直营 | 4.82 | -24.91% | 1.4% | 24 | -4 | -1 | 56.73% | 8.19pct |
| 加盟 | 13.41 | 10.99% | 3.9% | 186 | -3 | 0 | 31.92% | -1.86pct |
| 电商 | 56.08 | 89.90% | 16.3% | / | / | / | 36.11% | -5.06pct |
| 其他 | 79.77 | 77.73% | 23.2% | / | / | / | 25.78% | -4.83pct |
| 自主品牌分品类 | | | | | | | | |
| 其中: 大牧装备合计 | 135.27 | 82.00% | 39.4% | 1 | 1 | 0 | 29.96% | -4.83pct |
| 电商 | 55.50 | 89.00% | 16.2% | / | / | / | 35.97% | -5.20pct |
| 线下 | 79.77 | 78.00% | 23.2% | 1 | 1 | 0 | 25.78% | -4.83pct |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

牧高笛三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 1,172 | 1,759 | 1,758 | 2,420 | | 营业总收入 | 1,436 | 1,664 | 2,054 |
| 流动资产 | | | | | 营业成本(含金融类) | 1,029 | 1,203 | 1,471 | 1,704 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 332 | 528 | 449 | 784 | 税金及附加 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 经营性应收款项 | 130 | 235 | 222 | 312 | 销售费用 | 99 | 113 | 140 | 163 |
| 存货 | 696 | 974 | 1,069 | 1,298 | 管理费用 | 86 | 90 | 111 | 129 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 36 | 37 | 45 | 53 |
| 其他流动资产 | 14 | 22 | 18 | 26 | 财务费用 | 0 | 15 | 11 | 12 |
| 非流动资产 | 169 | 208 | 245 | 282 | 加:其他收益 | 9 | 7 | 8 | 10 |
| 长期股权投资 | 10 | 10 | 10 | 10 | 投资净收益 | -1 | 8 | 9 | 10 |
| 固定资产及使用权资产 | 81 | 120 | 157 | 194 | 公允价值变动 | -7 | -8 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 45 | 45 | 45 | 45 | 减值损失 | -9 | -10 | -10 | -10 |
| 无形资产 | 10 | 10 | 10 | 10 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 174 | 200 | 279 | 335 |
| 长期待摊费用 | 4 | 4 | 4 | 4 | 营业外净收支 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 19 | 19 | 19 | 19 | 利润总额 | 176 | 200 | 279 | 335 |
| 资产总计 | 1,341 | 1,967 | 2,003 | 2,702 | 减:所得税 | 35 | 38 | 53 | 64 |
| 流动负债 | 772 | 1,236 | 1,046 | 1,473 | 净利润 | 141 | 162 | 226 | 272 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 396 | 396 | 396 | 396 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营性应付款项 | 297 | 738 | 529 | 939 | 归属母公司净利润 | 141 | 162 | 226 | 272 |
| 合同负债 | 17 | 18 | 22 | 26 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 2.11 | 2.43 | 3.39 | 4.07 |
| 其他流动负债 | 61 | 83 | 99 | 112 | EBIT | 200 | 225 | 291 | 348 |
| 非流动负债 | 35 | 35 | 35 | 35 | EBITDA | 223 | 246 | 313 | 372 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 28.33 | 27.70 | 28.36 | 28.76 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | 9.79 | 9.74 | 11.01 | 11.35 |
| 租赁负债 | 31 | 31 | 31 | 31 | 收入增长率(%) | 55.52 | 15.86 | 23.44 | 16.48 |
| 其他非流动负债 | 5 | 5 | 5 | 5 | 归母净利润增长率(%) | 78.88 | 15.18 | 39.61 | 20.10 |
| 负债合计 | 807 | 1,271 | 1,081 | 1,508 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 534 | 696 | 922 | 1,194 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 534 | 696 | 922 | 1,194 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 1,341 | 1,967 | 2,003 | 2,702 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 重要财务与估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1 | 283 | 0 | 413 | 每股净资产(元) | 8.01 | 10.44 | 13.83 | 17.90 |
| 投资活动现金流 | -23 | -62 | -61 | -60 | 最新发行在外股份 (百万股) | 67 | 67 | 67 | 67 |
| 筹资活动现金流 | -33 | -18 | -18 | -18 | ROIC(%) | 17.98 | 17.46 | 19.06 | 18.99 |
| 现金净增加额 | -55 | 204 | -79 | 335 | ROE-摊薄(%) | 26.33 | 23.27 | 24.52 | 22.75 |
| 折旧和摊销 | 22 | 22 | 23 | 24 | 资产负债率(%) | 60.18 | 64.62 | 53.96 | 55.82 |
| 资本开支 | -50 | -70 | -70 | -70 | P/E (现价&最新股本摊薄) | 27.05 | 23.49 | 16.82 | 14.01 |
| 营运资本变动 | -181 | 73 | -267 | 100 | P/B (现价) | 7.12 | 5.47 | 4.13 | 3.19 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>