

2023年04月28日

证券研究报告·2022年报及2023一季报点评

牧高笛 (603908) 纺织服饰

持有 (维持)

当前价: 53.70元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

外销承压，品牌业务增长动能持续释放

投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营收 14.4 亿元，同比增长 55.5%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 78.9%。其中单 Q4 实现营收 2.8 亿元，同比增长 39.4%，实现净利润 0.1 亿元，同比增长 44.2%。2023 年一季度公司实现营收 3.4 亿元，同比增长 4.8%；实现归母净利润 0.3 亿元，同比下滑 21.5%。
- **毛利率持续提升，费控变动合理。** 2022 年公司毛利率达 28.3%，同比上升 3.5pp，主要受益于毛利率更高的自主品牌业务销售占比提升。分业务来看，自主品牌业务/OEM&ODM 业务毛利率分别为 34.3% (+0.3pp)/23.2% (+2.8pp)；分产品来看，公司主营产品帐篷及装备/配件及其他/服装及鞋子的毛利率分别为 27.9% (+4.9pp)/34.2% (-1.7pp)/35.2% (+0.5pp)；分渠道来看，线上/线下销售毛利率分别为 37.9% (+2.1pp)/31.3% (-1.6pp)。费用率方面，公司总费用率为 15.4%，与上一年基本持平。分拆来看，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.9% (+1.1pp)/6% (-0.1pp)/2.5% (-0.3pp)/0.02% (-1pp)。综合来看，2022 年公司净利率为 9.8%，同比上升 1.3pp。2023 年一季度公司毛利率为 26.5%，同比提升 1pp，主要受益于高毛利率的品牌业务销售占比提升；总费用率为 16.2%，同比提升 3.7pp，主要受销售费用率增加带动，具体来看销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 7.3% (+3.4pp)/5.8% (+1.2pp)/1.7% (-0.6pp)/1.4% (-0.2pp)；净利率为 8.4%，同比下降 2.8pp。
- **露营需求旺盛驱动自主品牌业务高增长。** 2022 年公司自主品牌业务实现营收 7.1 亿元，同比增长 130.5%，营收占比达 49.6%，提升 16.4pp。自主品牌业务表现亮眼主要受益于国内露营需求旺盛，大牧业绩高增长带动。2022 年大牧业务实现营收 6.3 亿元，同比增长 196%；大牧主要渠道电商/分销分别贡献营收 2.1 亿元/3.1 亿元，分别同比增长 185.7%/209.3%。小牧业务实现营收 0.7 亿元，同比下降 14.7%。小牧主要渠道直营/加盟分别实现营收 0.2 亿元/0.5 亿元，分别同比 -23.6%/-20%，2022 年小牧直营/加盟门店分别为 25 家/186 家，较 2021 年底分别净减少 5 家/10 家。2023Q1 公司自主品牌业务实现营收 1.5 亿元，同比增长 65.8%，营收占比同比提升 16.6pp 至 45%，延续强劲增长动能。
- **受海外经济疲弱扰动，代工业务边际承压。** 2022 年 OEM/ODM 业务实现营收 7.2 亿元，同比增长 16.4%，营收占比达 50.4%。2022 年受俄乌冲突叠加海外高通胀等因素影响，业绩逐渐承压。2023Q1 OEM/ODM 业务实现营收 1.9 亿元，同比下滑 19.6%，降幅较 22Q4 有所扩大。考虑到海外通胀影响需求及下游去库存等因素影响，代工业务仍有压力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.40 元、3.22 元、4.36 元，对应 PE 分别为 22 倍、17 倍、12 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示:** 露营渗透率提升不及预期风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1435.83	1668.94	2160.99	2655.26
增长率	55.52%	16.24%	29.48%	22.87%
归属母公司净利润 (百万元)	140.62	160.17	215.04	290.96
增长率	78.88%	13.90%	34.26%	35.30%
每股收益 EPS (元)	2.11	2.40	3.22	4.36
净资产收益率 ROE	26.33%	26.69%	29.78%	32.49%
PE	25	22	17	12
PB	6.71	5.97	4.96	4.00

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 周铁

电话: 18798688288

邮箱: zhoutyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.67
流通 A 股(亿股)	0.67
52 周内股价区间(元)	51.82-110.34
总市值(亿元)	35.81
总资产(亿元)	13.93
每股净资产(元)	7.58

相关研究

1. 牧高笛 (603908): 露营高景气度延续, 大牧业绩亮眼 (2022-11-01)
2. 牧高笛 (603908): 露营高景气度延续, 22H1 业绩亮眼 (2022-08-11)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到俄乌冲突叠加海外通胀等扰动因素，预计 23 年外销仍会承压，但 24 年起业绩会逐步改善，2023-2025 年外销业务增速分别为-15%、+20%、+15%。

假设 2：考虑到小牧经过调整后 23 年开始会逐步拓店，预计 2023-2025 年分别净开店 25 家、20 家、15 家；

假设 3：随着毛利率更高的自主品牌业务占比提升叠加公司产品迭代毛利率不断增强，预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 30%、30.5%、31.1%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	1,435.83	1668.9	2161.0	2655.3
yoy	55.52%	16.2%	29.5%	22.9%
营业成本	1,029.00	1168.8	1500.9	1828.4
毛利率	28.3%	30.0%	30.5%	31.1%
外销				
收入	716.40	608.9	730.7	840.3
Yoy	16.40%	-15.0%	20.0%	15.0%
成本	550.41	465.8	556.8	637.0
毛利率	23.2%	23.5%	23.8%	24.2%
内销				
收入	705.49	1041.9	1404.9	1782.4
Yoy	90.0%	47.7%	34.8%	26.9%
成本	463.90	685.0	919.5	1160.6
毛利率	34.2%	34.3%	34.5%	34.9%
一线上				
收入	318.83	471.9	627.6	790.8
Yoy	126.7%	48.0%	33.0%	26.0%
成本	198.17	292.6	386.6	483.9
毛利率	37.8%	38.0%	38.4%	38.8%
一线下				
收入	386.7	570.0	777.3	991.7
yoy	74.5%	47.4%	36.4%	27.6%
成本	265.73	392.4	532.9	676.6
毛利率	31.3%	31.2%	31.4%	31.8%
——直营				

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	21.28	25.1	30.1	34.7
yoy	-23.57%	18.00%	20.00%	15.00%
成本	9.94	11.7	13.9	15.9
毛利率	53.3%	53.60%	54.00%	54.20%
——加盟				
收入	52.30	62.8	72.2	79.5
yoy	-10.52%	20.00%	15.00%	10.20%
成本	34.25	40.9	46.6	50.9
毛利率	34.5%	34.90%	35.50%	36.00%
——团购				
收入	313.1	482.1	675.0	877.5
yoy	181.35%	54.00%	40.00%	30.00%
成本	221.5	339.9	472.5	609.9
毛利率	29.24%	29.50%	30.00%	30.50%
其他				
收入	13.9	18.1	25.4	32.5
yoy	705.78%	30.00%	40.00%	28.00%
成本	14.7	17.9	24.6	30.9
毛利率	-5.38%	1.00%	3.00%	5.00%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以同类型业态的浙江自然、探路者、扬州金泉作为可比公司，考虑到公司作为国内深耕露营装备制造的行业龙头，近年来自有品牌业务持续快速增长，未来有望充分受益于露营渗透率提升，参考可比公司估值，维持“持有”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价 (2023.4.27)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
605080.SH	浙江自然	43.73	2.55	3.11	3.48	17.14	14.07	12.55
603307.SH	扬州金泉	46.21	3.88	4.54	5.15	11.92	10.18	8.96
300005.SZ	探路者	8.04	0.12	0.19	0.24	67.03	43.15	33.2
平均值						32.03	22.47	18.24
603908.SH	牧高笛	51.82	2.40	3.22	4.36	22	16	12

数据来源：Wind，西南证券整理

风险提示

露营渗透率提升不及预期的风险；汇率波动的风险；行业竞争加剧的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1435.83	1668.94	2160.99	2655.26	净利润	140.62	160.17	215.04	290.96
营业成本	1029.00	1168.76	1500.93	1828.41	折旧与摊销	9.79	12.53	16.07	20.08
营业税金及附加	2.77	3.94	4.79	6.01	财务费用	0.26	14.82	16.98	18.78
销售费用	98.63	125.17	168.56	193.83	资产减值损失	-8.81	0.00	0.00	0.00
管理费用	86.18	151.87	195.57	238.97	经营营运资本变动	-146.18	-26.21	-176.89	-133.60
财务费用	0.26	14.82	16.98	18.78	其他	5.50	12.42	1.66	8.78
资产减值损失	-8.81	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1.19	173.73	72.85	204.99
投资收益	-1.19	-1.13	-1.07	-1.02	资本支出	-47.91	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	-7.19	-1.66	-2.95	-3.23	其他	24.59	-2.79	-4.02	-4.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-23.31	-42.79	-44.02	-49.24
营业利润	174.35	201.59	270.15	365.01	短期借款	63.36	14.62	130.86	30.32
其他非经营损益	1.39	-1.42	-1.40	-1.38	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	175.75	200.17	268.75	363.63	股权融资	0.00	-0.32	0.00	0.00
所得税	35.12	40.00	53.71	72.67	支付股利	-60.02	-93.80	-93.14	-117.51
净利润	140.62	160.17	215.04	290.96	其他	-36.05	-16.70	-17.35	-19.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-32.71	-96.20	20.37	-106.32
归属母公司股东净利润	140.62	160.17	215.04	290.96	现金流量净额	-54.71	34.74	49.20	49.43
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	132.15	166.89	216.10	265.53	成长能力				
应收和预付款项	135.28	172.26	215.83	267.88	销售收入增长率	55.52%	16.24%	29.48%	22.87%
存货	696.15	784.65	1012.40	1232.44	营业利润增长率	86.89%	15.62%	34.01%	35.11%
其他流动资产	208.24	222.65	221.04	231.13	净利润增长率	78.88%	13.90%	34.26%	35.30%
长期股权投资	9.52	9.52	9.52	9.52	EBITDA 增长率	69.06%	24.16%	32.43%	33.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	85.98	97.55	107.48	115.77	毛利率	28.33%	29.97%	30.54%	31.14%
无形资产和开发支出	10.47	26.73	41.09	58.07	三费率	12.89%	17.49%	17.64%	17.01%
其他非流动资产	63.34	62.99	62.63	62.28	净利率	9.79%	9.60%	9.95%	10.96%
资产总计	1341.14	1543.25	1886.09	2242.61	ROE	26.33%	26.69%	29.78%	32.49%
短期借款	386.92	401.54	532.40	562.71	ROA	10.49%	10.38%	11.40%	12.97%
应付和预收款项	338.48	476.17	560.16	706.89	ROIC	25.55%	24.50%	26.50%	28.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.84%	13.72%	14.03%	15.21%
其他负债	81.69	65.44	71.53	77.55	营运能力				
负债合计	807.09	943.15	1164.09	1347.15	总资产周转率	1.14	1.16	1.26	1.29
股本	66.69	66.69	66.69	66.69	固定资产周转率	36.15	36.06	37.89	40.14
资本公积	229.29	228.97	228.97	228.97	应收账款周转率	14.29	13.29	13.64	13.42
留存收益	253.16	319.53	441.43	614.89	存货周转率	1.66	1.57	1.66	1.62
归属母公司股东权益	534.05	600.10	722.00	895.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.43%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	534.05	600.10	722.00	895.46	资产负债率	60.18%	61.11%	61.72%	60.07%
负债和股东权益合计	1341.14	1543.25	1886.09	2242.61	带息债务/总负债	47.94%	42.57%	45.74%	41.77%
					流动比率	1.52	1.48	1.48	1.52
					速动比率	0.62	0.62	0.58	0.58
					股利支付率	42.68%	58.56%	43.31%	40.39%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	184.40	228.95	303.20	403.87	每股收益	2.11	2.40	3.22	4.36
PE	25.47	22.36	16.65	12.31	每股净资产	8.01	9.00	10.83	13.43
PB	6.71	5.97	4.96	4.00	每股经营现金	0.02	2.61	1.09	3.07
PS	2.49	2.15	1.66	1.35	每股股利	0.90	1.41	1.40	1.76
EV/EBITDA	19.45	15.57	12.02	8.98					
股息率	1.68%	2.62%	2.60%	3.28%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn