

2023年三季报点评: Q3自有品牌增速靓丽,代工业务仍承压增持(下调)

2023年11月03日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 郁越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,436	1,466	1,788	2,108
同比	56%	2%	22%	18%
归属母公司净利润(百万元)	141	134	168	200
同比	79%	-5%	26%	19%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	2.11	2.01	2.52	3.00
P/E(现价&最新股本摊薄)	18.88	19.80	15.77	13.24

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- 公司公布2023年三季报:** 2023前三季度营收11.55亿元/yoY-0.23%、归母净利1.10亿元/yoY-15.55%、扣非归母净利1.08亿元/yoY-18.39%，归母净利增速低于收入主要由于期间费用率提升。分季度看，23Q1/Q2/Q3 营收分别同比+4.81%/-4.27%/+1.61%、归母净利分别同比-21.47%/-10.81%/-23.96%、扣非净利同比分别-18.70%/-11.69%/-42.26%，国内品牌业务增长提速拉动Q3收入增速回正，归母净利下滑较多主要系毛利率降低导致，扣非净利降幅超归母净利主因汇率变动导致的公允价值变动损失减少。
- 自有品牌增长提速，外销代工业务承压。** 1)自有品牌: 23年前三季度收入6.71亿元/yoY+29.3%/占比58%，分季度看23Q1/Q2/Q3销售同比分别+66%/+8%/+41%，增速波动主要系基数变动所致，具体看: ①大牧: 23年前三季度收入6.08亿元/yoY+31%/占比53%，其中电商/线下渠道收入分别为2.45/3.63亿元、同比分别+13%/+47%。分季度看23Q1/Q2/Q3大牧收入分别同比+82%/+7%/+43%，Q3线上同比-8%、下滑主因行业竞争较为激烈，线下同比+89%、主要为大客户开拓顺利及跨境渠道增长较快。②小牧: 23年前三季度收入6089万元/yoY+16%/占比5%，分季度看23Q1/Q2/Q3收入分别同比-1.5%/+20%/+28%，增速逐季回升。小牧中直营/加盟收入分别为1287/4802万元、分别同比-17%/+30%，截至23Q3末小牧门店共210家(直营24+加盟186家)、同比净关16家(直营/加盟分别-6/-10家、yoY分别-20%/-5%)，收入增长主要系线下场景修复后单店店效提升贡献。3)外销: 23年前三季度外销收入4.85亿元/yoY-24%/占比42%，分季度看23Q1/Q2/Q3外销收入分别同比-20%/-14%/-54%，Q3代工业务回落较大主要受外需降温、下游客户库存高企及部分订单延期交付影响。
- Q3毛利率有所回落、费用率增长，净利率承压。** 1)毛利率: 23年前三季度毛利率同比+0.6pct至28.31%、同比小幅上升。23Q3毛利率同比-0.91pct至28.08%，Q3毛利率下滑主要系毛利率较低的大牧线下占比提升所致。
- 2)期间费用率: 23年前三季度期间费用率同比+2.72pct至15.30%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.58%/+0.41%/-0.67%/+0.41pct，销售费用率提升主因公司加大自有品牌宣传。单Q3期间费用率同比+0.25pct至19.87%，同比基本稳定。
- 3)归母净利率: 结合毛利率、费用率变动，23年前三季度归母净利率同比-1.73pct至9.52%。单Q3归母净利率同比-1.48pct至4.11%，非经损益(政府补助增加、汇率变动所致的公允价值变动损失减少)同增约350万元增厚利润。
- 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。23年以来，国内自有品牌业务在经历前期爆发式增长后增速有所放缓，但公司持续丰富产品矩阵，布局汽车露营、水系露营等产品，拓展露营场景，仍维持正增长；代工业务受外需降温影响较大、订单压力预计在年内仍延续，但受益于人民币贬值盈利能力有所提升。长期看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。2023/8/11公司发布股权激励计划草案，23-25年考核目标分别为：大牧品牌收入同增分别为30%/23%/19%或大牧品牌净利率不低于8%/9%/9%。考虑到外销代工订单仍承压，我们下调23-25年归母净利润预测1.5/1.8/2.2亿元至1.34/1.68/2.0亿元、对应PE为20/16/13X，下调至“增持”评级。
- 风险提示:** 需求疲软，汇率波动，露营热度降温等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.80
一年最低/最高价	36.46/85.98
市净率(倍)	4.70
流通A股市值(百万元)	2,654.26
总市值(百万元)	2,654.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.46
资产负债率(% ,LF)	52.47
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): 2023年中报点评: 高基数下品牌增速放缓,代工业务仍承压、但汇率贬值促毛利率提升》

2023-08-30

《牧高笛(603908): 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》

2023-04-27

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
流动资产	1,172	1,506	1,533	2,013	营业总收入	1,436	1,466	1,788	2,108
货币资金及交易性金融资产	332	535	330	694	营业成本(含金融类)	1,029	1,047	1,264	1,474
经营性应收款项	130	194	203	265	税金及附加	3	3	4	4
存货	696	758	983	1,030	销售费用	99	114	143	175
合同资产	0	0	0	0	管理费用	86	85	113	133
其他流动资产	14	20	17	24	研发费用	36	32	38	46
非流动资产	169	208	245	282	财务费用	0	15	11	15
长期股权投资	10	10	10	10	加:其他收益	9	6	7	8
固定资产及使用权资产	81	120	157	194	投资净收益	(1)	7	8	8
在建工程	45	45	45	45	公允价值变动	(7)	(8)	0	0
无形资产	10	10	10	10	减值损失	(9)	(10)	(25)	(30)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	174	165	206	247
其他非流动资产	19	19	19	19	营业外净收支	1	1	2	0
资产总计	1,341	1,714	1,779	2,295	利润总额	176	166	208	247
流动负债	772	1,090	987	1,303	减:所得税	35	31	39	47
短期借款及一年内到期的非流动负债	396	396	396	396	净利润	141	134	168	200
经营性应付款项	297	604	485	785	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	17	16	19	22	归属母公司净利润	141	134	168	200
其他流动负债	61	75	87	99	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.11	2.01	2.52	3.00
非流动负债	35	35	35	35	EBIT	183	190	234	284
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	205	212	256	307
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.33	28.58	29.31	30.06
租赁负债	31	31	31	31	归母净利率(%)	9.79	9.15	9.41	9.51
其他非流动负债	5	5	5	5	收入增长率(%)	55.52	2.07	22.01	17.90
负债合计	807	1,126	1,022	1,338	归母净利润增长率(%)	78.88	(4.66)	25.56	19.04
所有者权益合计	534	588	757	957					
负债和股东权益	1,341	1,714	1,779	2,295					

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	370	(127)	443	每股净资产(元)	8.01	8.82	11.35	14.35
投资活动现金流	(23)	(62)	(60)	(62)	最新发行在外股份(百万股)	67	67	67	67
筹资活动现金流	(33)	(97)	(18)	(18)	ROIC(%)	16.40	15.59	17.21	17.91
现金净增加额	(55)	211	(204)	364	ROE-摊薄(%)	26.33	22.79	22.25	20.94
折旧和摊销	22	22	23	24	资产负债率(%)	60.18	65.67	57.46	58.29
资本开支	(50)	(69)	(68)	(70)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.88	19.80	15.77	13.24
营运资本变动	(181)	187	(350)	180	P/B(现价)	4.97	4.51	3.51	2.77

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

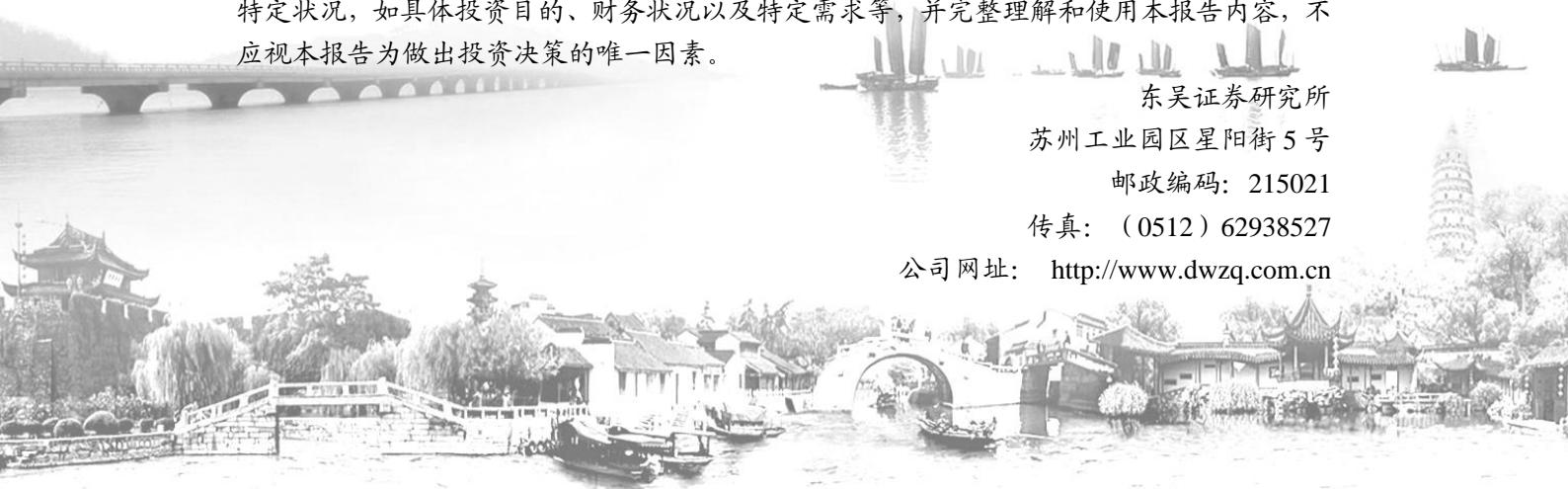
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 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>