

牧高笛 (603908.SH)

第三季度自主品牌持续增长，代工业务承压

增持

核心观点

第三季度自主品牌业务增长带动收入同比小幅提升，代工业务下滑，净利润承压。公司主营业务包括户外产品的自主品牌业务与 OEM/ODM 业务两大板块。第三季度收入同比+1.6%至 2.95 亿元，主要受到自主品牌业务增长带动，尤其线下渠道同比增速快，大牧/小牧品牌线下渠道分别同比增长 89%/28%。代工业务收入持续下滑，下滑幅度相比二季度扩大。

毛利率同比下降 0.9 个百分点至 28.1%，主要受自主品牌大牧毛利率下滑影响；代工业务毛利率预计受汇率波动影响有所提升，对整体毛利率有正向作用。销售费用率延续上升趋势，主要因自主品牌业务占比提升、营销投入加大；归母净利润同比-24.0%至 0.13 亿元；净利率下降 1.5 个百分点。经营性现金流净额同比+522.9%至 0.38 亿元。

自主品牌业务：随着国内露营市场回归理性、增速放缓，公司自有品牌收入仍实现稳健增长。主要基于公司把握行业从精致露营到多样化应用场景的变化，制定了扩品类、扩人群、扩渠道、扩产品的发展战略，在新品类、新渠道的带动下，前三季度自主品牌收入同比+29.3%，单三季度收入同比+40.5%至 2.4 亿元，预计未来仍有望保持较快的增速。毛利率有所下降，主要由于品类拓展、价格带拓展、入门级产品占比提升。

OEM/ODM 业务：代工业务以海外客户为主，前三季度收入同比下滑 23.3%，单三季度收入同比下滑 55.9%至 0.52 亿元，我们预计一方面由于海外终端需求疲软，同时客户库存水位较高；另一方面部分订单存在延期交货。我们预计未来海外市场环境仍不容乐观，公司有望通过新客户拓展，以及新品开发一定程度上抵御海外市场下滑。预计主要受汇率波动影响毛利率有所提升。

风险提示：品牌形象受损；海外市场波动；市场竞争加剧。

投资建议：看好公司自主品牌长期成长空间。今年公司面临海外市场环境差、通胀压力大、出口疲软，以及国内露营市场增速放缓的双重压力，但在公司积极把握行业趋势，通过自主品牌扩品类、扩渠道，实现了自主品牌的快速增长和公司整体较为稳健的业绩。我们预计未来海外市场仍存在较大压力，国内市场较为乐观，公司自主品牌仍处于快速成长期，我们看好公司自主品牌未来长期成长空间。考虑到海外市场环境不确定性较大，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 1.3/1.7/2.0 亿元（前值为 1.4/1.9/2.3 亿元），同比-5.8%/27.0%/17.0%。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 40.4-42.9 元（前值为 46.5-49.0 元），对应 2024 年 16-17xPE，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	923	1,436	1,513	1,757	2,012
(+/-%)	43.6%	55.5%	5.4%	16.1%	14.5%
净利润(百万元)	79	141	133	168	197
(+/-%)	71.0%	78.9%	-5.8%	27.0%	17.0%
每股收益(元)	1.18	2.11	1.99	2.52	2.95
EBIT Margin	10.0%	12.8%	11.5%	12.4%	12.6%
净资产收益率(ROE)	16.8%	26.3%	22.1%	24.6%	25.2%
市盈率(PE)	33.8	18.9	20.0	15.8	13.5
EV/EBITDA	34.3	18.1	19.2	15.8	13.6
市净率(PB)	5.67	4.97	4.42	3.88	3.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

S0980523070003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	40.40 - 42.90 元
收盘价	39.80 元
总市值/流通市值	2654/2654 百万元
52 周最高价/最低价	85.98/36.46 元
近 3 个月日均成交额	33.85 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

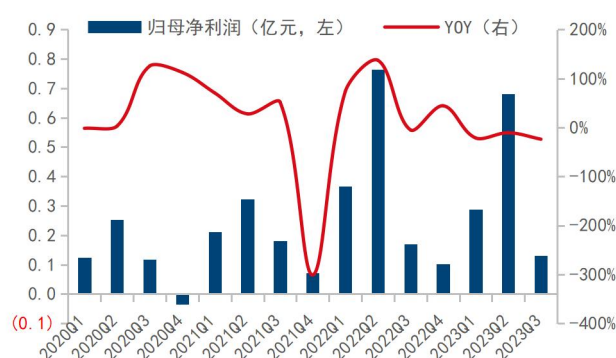
- 《牧高笛 (603908.SH) - 上半年收入基本持平，自主品牌业务增长 24%》——2023-08-31
- 《牧高笛 (603908.SH) - 期内利润短期受损，品牌业务仍具增长前景》——2022-10-28
- 《牧高笛 (603908.SH) - 产品与渠道联动策略延续，大牧驱动增收增利》——2022-08-10
- 《牧高笛 (603908.SH) - 产品体系与渠道持续拓展，带动品牌高速增长》——2022-07-15
- 《牧高笛 (603908.SH) - 露营产品销售收入快速增长，品牌结构优化提高盈利能力》——2022-05-03

图1：公司分季度营业收入及增速（单位：亿元）



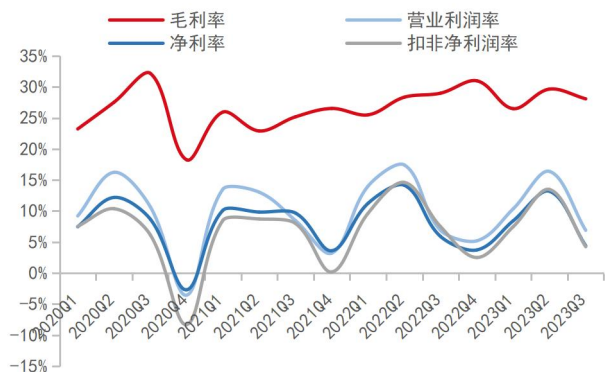
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度归母净利润及增速（单位：亿元）



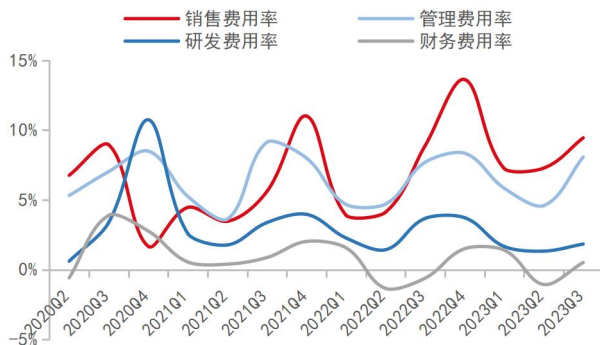
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司分季度利润率变化情况



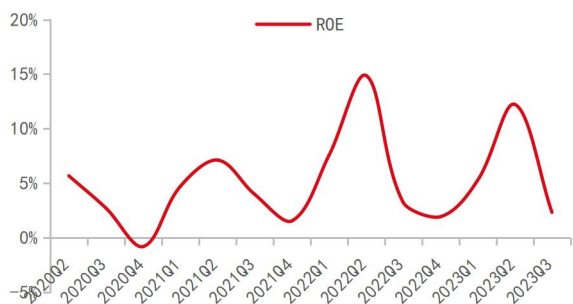
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度四项费用率变化情况



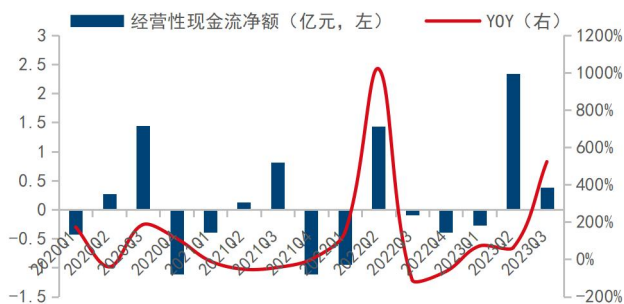
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司分季度ROE变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司分季度经营性现金流净额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司自主品牌长期成长空间

今年公司面临海外市场环境差、通胀压力大、出口疲软，以及国内露营市场增速放缓的双重压力，但在公司积极把握行业趋势，通过自主品牌扩品类、扩渠道，实现了自主品牌的快速增长和公司整体较为稳健的业绩。我们预计未来海外市场仍存在较大压力，国内市场较为乐观，公司自主品牌仍处于快速成长期，我们看好公司自主品牌未来长期成长空间。考虑到海外市场环境不确定性较大，我们下调盈利预测，预计2023-2025年净利润为1.3/1.7/2.0亿元（前值为1.4/1.9/2.3亿元），同比-5.8%/27.0%/17.0%。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至40.4-42.9元（前值为46.5-49.0元），对应2024年16-17xPE，维持“增持”评级。

表1：盈利预测和估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	923	1,436	1,513	1,757	2,012
(+/-%)	43.6%	55.5%	5.4%	16.1%	14.5%
净利润(百万元)	79	141	133	168	197
(+/-%)	71.0%	78.9%	-5.8%	27.0%	17.0%
每股收益(元)	1.18	2.11	1.99	2.52	2.95
EBIT Margin	10.0%	12.8%	11.5%	12.4%	12.6%
净资产收益率(ROE)	16.8%	26.3%	22.1%	24.6%	25.2%
市盈率(PE)	33.8	18.9	20.0	15.8	13.5
EV/EBITDA	34.3	18.1	19.2	15.8	13.6
市净率(PB)	5.67	4.97	4.42	3.88	3.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司	投资	收盘价	EPS				PE				g	PEG
名称	评级	人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022-2024	2023
牧高笛	增持	39.80	2.11	1.99	2.52	2.95	18.9	20.0	15.8	13.5	9.4%	2.14
可比公司												
浙江自然	买入	23.10	2.11	1.28	1.49	1.64	10.9	18.0	15.5	14.1	-16.0%	-1.13
伟星股份	买入	10.33	0.47	0.50	0.61	0.71	22.0	20.7	16.9	14.5	13.9%	1.48
开润股份	增持	15.52	0.20	0.67	0.92	1.09	77.6	23.2	16.9	14.2	114.5%	0.20

资料来源：wind，国信证券经济研究所

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	171	132	132	132	132	营业收入	923	1436	1513	1757	2012
应收款项	91	111	133	154	170	营业成本	694	1029	1083	1255	1432
存货净额	531	696	747	891	990	营业税金及附加	3	3	3	3	4
其他流动资产	40	33	57	61	64	销售费用	53	99	124	132	151
流动资产合计	1077	1172	1269	1438	1556	管理费用	57	87	91	106	121
固定资产	39	86	83	89	97	研发费用	25	36	38	44	50
无形资产及其他	11	10	10	10	9	财务费用	8	0	0	0	0
投资性房地产	49	63	63	63	63	投资收益	17	(1)	0	0	0
长期股权投资	10	10	13	17	19	资产减值及公允价值变动	(4)	(11)	(16)	(13)	(12)
资产总计	1186	1341	1438	1617	1744	其他收入	(10)	(17)	(25)	(20)	(20)
短期借款及交易性金融负债	332	396	280	294	257	营业利润	93	174	165	210	246
应付款项	301	297	409	460	493	营业外净收支	0	1	0	0	0
其他流动负债	57	78	94	103	117	利润总额	93	176	166	210	246
流动负债合计	690	772	783	857	866	所得税费用	15	35	33	42	49
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	35	55	75	95	归属于母公司净利润	79	141	133	168	197
长期负债合计	28	35	55	75	95	现金流量表（百万元）					
负债合计	718	807	838	932	961	净利润	79	141	133	168	197
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(10)	8	7	1	1
股东权益	469	534	600	684	783	折旧摊销	6	8	7	10	12
负债和股东权益总计	1186	1341	1438	1617	1744	公允价值变动损失	(14)	16	13	12	14
关键财务与估值指标						财务费用	8	0	0	0	0
每股收益	1.18	2.11	1.99	2.52	2.95	营运资本变动	(169)	(159)	56	(87)	(50)
每股红利	0.90	1.01	0.99	1.26	1.48	其它	10	(8)	(7)	(1)	(1)
每股净资产	7.03	8.01	9.00	10.26	11.74	经营活动现金流	(98)	6	210	104	173
ROIC	20%	28%	24%	29%	31%	资本开支	0	(47)	(24)	(29)	(35)
ROE	17%	26%	22%	25%	25%	其它投资现金流	33	44	0	0	0
毛利率	25%	28%	28%	29%	29%	投资活动现金流	23	(2)	(27)	(34)	(37)
EBIT Margin	10%	13%	12%	12%	13%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	12%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	44%	56%	5%	16%	15%	支付股利、利息	(60)	(67)	(66)	(84)	(99)
净利润增长率	71%	79%	-6%	27%	17%	其它融资现金流	127	92	(116)	14	(37)
资产负债率	61%	60%	58%	58%	55%	融资活动现金流	6	(43)	(182)	(70)	(136)
息率	2.3%	2.5%	2.5%	3.2%	3.7%	现金净变动	(69)	(39)	0	0	0
P/E	33.8	18.9	20.0	15.8	13.5	货币资金的期初余额	240	171	132	132	132
P/B	5.7	5.0	4.4	3.9	3.4	货币资金的期末余额	171	132	132	132	132
EV/EBITDA	34.3	18.1	19.2	15.8	13.6	企业自由现金流	0	(51)	179	68	131
						权益自由现金流	0	41	57	77	88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032