

牧高笛 (603908.SH)

2023 年品牌业务引领增长，2024 年一季度代工业务回暖

增持

核心观点

2023 年收入小幅增长 1.4%，费用率增加致净利率下降。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。2023 年收入增长 1.4% 至 14.6 亿元，主要受到自有品牌业务，尤其是大牧品牌装备业务带动。虽然毛利率较高的品牌业务收入占比提升，但品牌业务自身毛利率下降，总体毛利率同比基本持平。费用率合计上升 2.1 个百分点至 17.5%，主要系自主品牌营销投入加大导致销售费用率上升 1.8 个百分点。归母净利润同比下降 24.1% 至 1.1 亿元，净利率同比下降 2.5 个百分点至 7.3%。现金流大幅好转，经营性现金流同比增长 234 倍至 2.8 亿元。

2024 年一季度代工业务回暖，毛利率净利率提升。一季度收入同比+3.7% 至 3.6 亿元，主要受益于 OEM/ODM 业务回暖；毛利率同比上升 1.2 个百分点至 27.7%。销售费用率同比下降 1.7 个百分点；管理费用率因人才引进以及管理系统升级上升 2.1 个百分点，整体费用率同比持平。归母净利润同比+9.3% 至 0.3 亿元，归母净利率同比上升 0.4 个百分点至 8.9%。

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，2023 年自主品牌收入同比+31.3% 至 9.3 亿元。毛利率和产品单价有所下降，自主品牌毛利率同比下降 5.2 个百分点至 29.0%；一方面由于市场竞争加剧、价格竞争激烈，另一方面由于品类拓展、价格带拓宽、入门级产品占比提升。

OEM/ODM 业务：代工业务以海外客户为主，受海外市场环境较差影响，2023 年收入同比下滑 26.2% 至 5.3 亿元，2024 年第一季度有所回暖，预计主要受益于海外客户去库逐渐完成、需求回升，订单量同比增加。伴随客户进入补库周期，以及公司通过新客户拓展、新品开发有望迎来代工业务新一轮成长。

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：看好代工业务回暖，品牌业务收入及盈利短期承压。2024 年一季度代工业务回暖，我们预计随下游客户进入补库周期，2024 年代工业务有望实现稳健增长；一季度受整体消费需求疲软、行业景气度较差影响，品牌业务收入下滑，同时由于行业价格竞争仍较激烈，2024 年品牌业务及公司整体利润率预计持续承压。因此我们下调 2024-2025 年盈利预测，预计 2024-2026 年净利润为 1.3/1.5/1.8 亿元（2024-2025 年前值为 1.7/2.0 亿元），同比 +20.2%/17.0%/16.5%。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 34.7-36.6 元（前值为 40.4-42.9 元），对应 2024 年 18-19xPE，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,436	1,456	1,635	1,814	2,000
(+/-%)	55.5%	1.4%	12.3%	10.9%	10.3%
净利润(百万元)	141	107	128	150	175
(+/-%)	78.9%	-24.1%	20.2%	17.0%	16.5%
每股收益(元)	2.11	1.60	1.93	2.25	2.62
EBIT Margin	12.8%	10.5%	10.8%	11.3%	11.9%
净资产收益率 (ROE)	26.3%	18.8%	20.3%	21.3%	22.0%
市盈率 (PE)	16.2	21.4	17.8	15.2	13.0
EV/EBITDA	16.1	18.2	16.3	13.9	12.3
市净率 (PB)	4.28	4.03	3.62	3.23	2.88

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

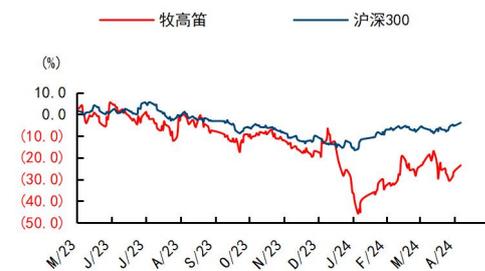
纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	34.70 - 36.60 元
收盘价	34.24 元
总市值/流通市值	2283/2283 百万元
52 周最高价/最低价	51.00/22.51 元
近 3 个月日均成交额	67.33 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) - 第三季度自主品牌持续增长，代工业务承压》——2023-11-05
- 《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

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元）



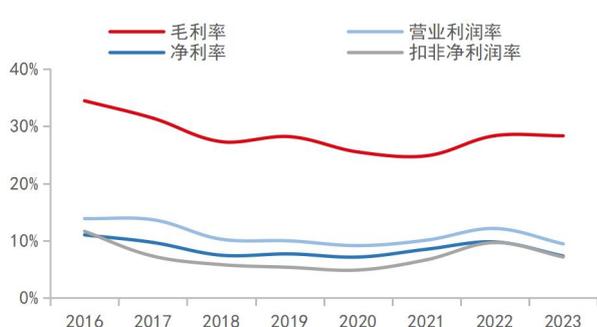
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元）



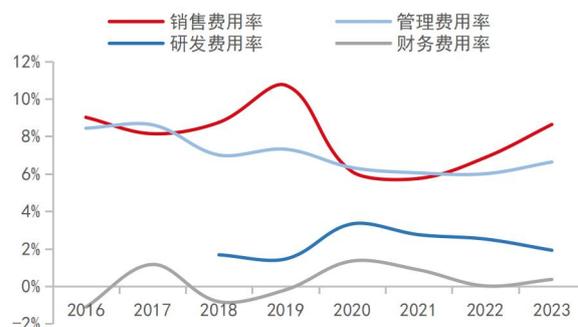
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司年度利润率（%）



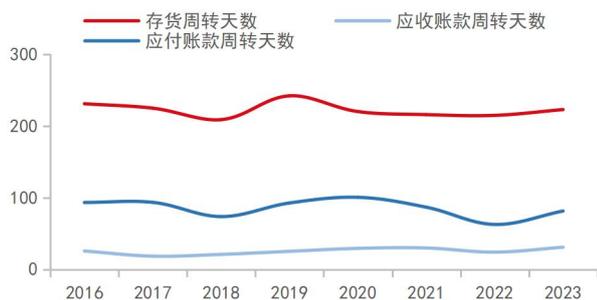
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司年度费用率（%）



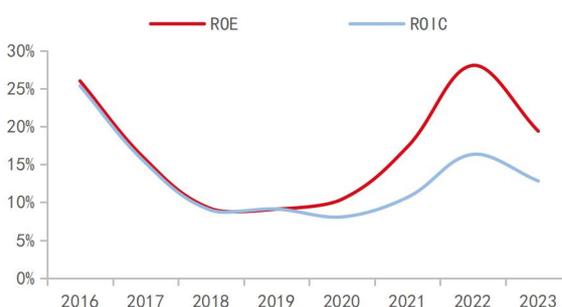
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司年度营运资金周转天数（天）



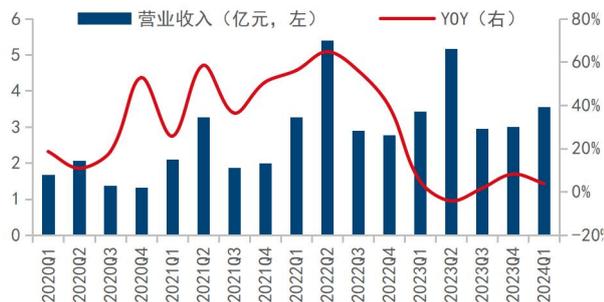
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司年度ROE/ROIC



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司分季度营业收入及增速（单位：亿元）



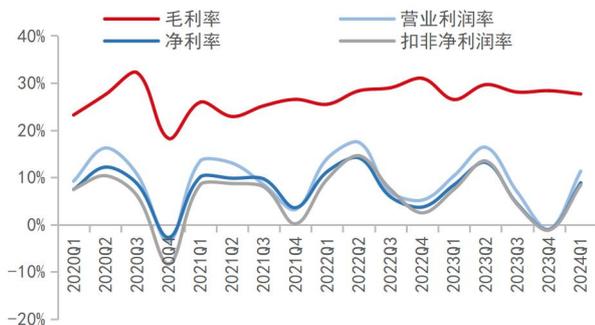
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司分季度归母净利润及增速（单位：亿元）



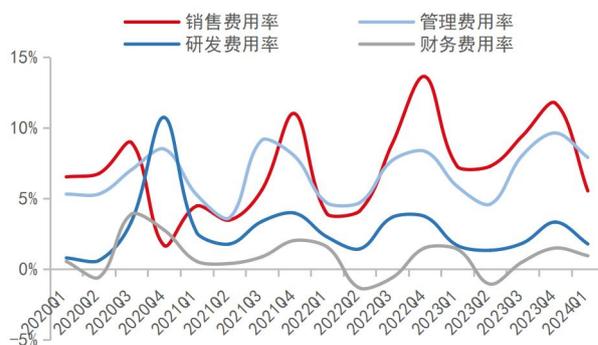
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：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10：公司分季度费用率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：牧高笛一图业绩概览

	2019	2020	2021	2022	2023
收入（百万元）	529.39	642.74	923.26	1,435.83	1,455.87
OEM/ODM	372.45	480.83	615.46	716.39	529.09
自主品牌：	155.18	161.07	306.07	705.49	925.94
大牧（帐篷装备）	57.98	85.94	219.77	631.91	840.13
大牧-电商	34.35	47.86	108.50	318.83	329.99
大牧-线下	23.63	38.08	111.27	313.08	510.14
小牧（鞋服）	97.19	75.13	86.29	73.58	85.81
小牧-直营	25.62	22.85	27.84	21.28	18.92
小牧-经销	71.57	52.27	58.45	52.30	66.89
收入YOY	-4.0%	21.4%	43.6%	55.5%	1.4%
OEM/ODM	-4.5%	29.1%	28.0%	16.4%	-26.1%
自主品牌：	-2.5%	3.8%	90.0%	130.5%	31.2%
大牧（帐篷装备）	14.6%	48.2%	155.7%	187.5%	33.0%
大牧-电商	-6.8%	39.3%	126.7%	193.8%	3.5%
大牧-线下	71.8%	61.1%	192.2%	181.4%	62.9%
小牧（鞋服）	-10.5%	-22.7%	14.9%	-14.7%	16.6%
小牧-直营	15.9%	-10.8%	21.8%	-23.6%	-11.1%
小牧-经销	-17.2%	-27.0%	11.8%	-10.5%	27.9%
毛利率	28.2%	25.5%	24.8%	28.3%	28.3%
OEM/ODM	24.7%	23.0%	20.4%	23.2%	27.2%
自主品牌：	36.7%	32.9%	33.9%	34.2%	29.0%
大牧（帐篷装备）	28.2%	26.1%	31.8%	33.6%	28.1%
大牧-电商	34.7%	30.3%	39.9%	37.9%	35.1%
大牧-线下	18.6%	20.9%	23.9%	29.2%	23.6%
小牧（鞋服）	41.8%	40.7%	39.5%	40.0%	38.1%
小牧-直营	50.5%	50.8%	50.1%	53.3%	54.5%
小牧-经销	38.6%	36.3%	34.4%	34.5%	33.4%
费用率					
销售费用率	10.7%	6.1%	5.8%	6.9%	8.6%
管理费用率	7.3%	6.3%	6.0%	6.0%	6.6%
研发费用率	1.5%	3.3%	2.8%	2.5%	1.9%
财务费用率	-0.2%	1.3%	0.9%	0.0%	0.4%
所得税率	25.2%	21.5%	15.8%	20.0%	22.1%
归母净利润（百万）	40.79	45.97	78.61	140.62	106.80
YOY	-1.0%	12.7%	71.0%	78.9%	-24.1%
归母净利率	7.7%	7.2%	8.5%	9.8%	7.3%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好代工业务回暖，品牌业务收入及盈利短期承压

2023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收入增速，由于价格竞争激烈销售费用率增加较多致净利率下滑。2024年一季度代工业务回暖，我们预计随下游客户进入补库周期，2024年代工业务有望实现稳健增长；2024年一季度受整体消费需求疲软、行业

景气度较差影响，品牌业务收入下滑，2024 年品牌业务收入增长预计承压，同时由于行业价格竞争仍较激烈，品牌业务及公司整体利润率预计持续承压。因此我们下调 2024-2025 年盈利预测，预计 2024-2026 年净利润为 1.3/1.5/1.8 亿元（2024-2025 年前值为 1.7/2.0 亿元），同比+20.2%/17.0%/16.5%。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 34.7-36.6 元（前值为 40.4-42.9 元），对应 2024 年 18-19xPE，维持“增持”评级。

表 1：盈利预测和估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,436	1,456	1,635	1,814	2,000
(+/-%)	55.5%	1.4%	12.3%	10.9%	10.3%
净利润(百万元)	141	107	128	150	175
(+/-%)	78.9%	-24.1%	20.2%	17.0%	16.5%
每股收益(元)	2.11	1.60	1.93	2.25	2.62
EBIT Margin	12.8%	10.5%	10.8%	11.3%	11.9%
净资产收益率 (ROE)	26.3%	18.8%	20.3%	21.3%	22.0%
市盈率 (PE)	16.2	21.4	17.8	15.2	13.0
EV/EBITDA	16.1	18.2	16.3	13.9	12.3
市净率 (PB)	4.28	4.03	3.62	3.23	2.88

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 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
牧高笛	增持	34.24	2.11	1.93	2.25	2.62	16.2	17.8	15.2	13.0	16.8%	0.91
可比公司												
浙江自然	买入	18.66	2.11	0.92	1.21	1.39	8.8	20.3	15.4	13.4	22.9%	0.67
伟星股份	买入	12.15	0.47	0.48	0.56	0.64	25.8	25.5	21.8	18.9	16.0%	1.36
开润股份	增持	22.61	0.20	0.48	1.03	1.26	113.1	47.1	22.0	17.9	62.0%	0.35

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	132	167	167	167	210	营业收入	1436	1456	1635	1814	2000
应收款项	111	148	147	163	187	营业成本	1029	1044	1181	1309	1444
存货净额	696	595	791	834	901	营业税金及附加	3	9	10	11	12
其他流动资产	33	26	46	42	46	销售费用	99	126	131	136	140
流动资产合计	1172	1016	1230	1285	1424	管理费用	87	98	107	119	130
固定资产	86	140	152	170	185	研发费用	36	28	31	35	38
无形资产及其他	10	26	25	24	23	财务费用	0	5	5	6	7
投资性房地产	63	63	63	63	63	投资收益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	10	7	9	8	8	资产减值及公允价值变动	(4)	(11)	(16)	(18)	(19)
资产总计	1341	1252	1479	1551	1704	其他收入	(10)	(20)	(24)	(28)	(29)
短期借款及交易性金融负债	396	195	280	235	200	营业利润	174	138	161	189	220
应付款项	297	391	431	448	519	营业外净收支	1	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	78	74	92	97	105	利润总额	176	137	161	188	219
流动负债合计	772	660	803	780	824	所得税费用	35	30	32	38	44
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	35	25	45	65	85	归属于母公司净利润	141	107	128	150	175
长期负债合计	35	25	45	65	85	现金流量表 (百万元)					
负债合计	807	685	848	845	910	净利润	141	107	128	150	175
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	8	(7)	0	0	0
股东权益	534	567	631	707	794	折旧摊销	8	10	17	19	23
负债和股东权益总计	1341	1252	1479	1551	1704	公允价值变动损失	(2)	17	19	21	23
关键财务与估值指标						财务费用	0	5	5	6	7
每股收益	2.11	1.60	1.93	2.25	2.62	营运资本变动	(159)	143	(136)	(13)	4
每股红利	1.01	1.34	0.96	1.13	1.31	其它	(8)	7	(0)	(0)	(0)
每股净资产	8.01	8.51	9.47	10.60	11.91	经营活动现金流	(12)	277	28	178	224
ROIC	28%	20%	22%	23%	26%	资本开支	0	(39)	(46)	(57)	(59)
ROE	26%	19%	20%	21%	22%	其它投资现金流	44	120	0	0	0
毛利率	28%	28%	28%	28%	28%	投资活动现金流	45	84	(49)	(57)	(59)
EBIT Margin	13%	11%	11%	11%	12%	权益性融资	0	5	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	12%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	56%	1%	12%	11%	10%	支付股利、利息	(67)	(89)	(64)	(75)	(88)
净利润增长率	79%	-24%	20%	17%	16%	其它融资现金流	63	(152)	85	(45)	(35)
资产负债率	60%	55%	57%	54%	53%	融资活动现金流	(72)	(325)	21	(121)	(122)
息率	3.0%	3.9%	2.8%	3.3%	3.8%	现金净变动	(39)	35	0	0	43
P/E	16.2	21.4	17.8	15.2	13.0	货币资金的期初余额	171	132	167	167	167
P/B	4.3	4.0	3.6	3.2	2.9	货币资金的期末余额	132	167	167	167	210
EV/EBITDA	16.1	18.2	16.3	13.9	12.3	企业自由现金流	0	233	(25)	113	157
						权益自由现金流	0	81	56	64	120

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提及的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