

牧高笛 (603908.SH)

自有品牌建设持续投入，期待长期竞争力提升

2024Q1~Q3: 收入同比-6%/归母净利润同比-16%。2024Q1~Q3 公司收入为 10.8 亿元，同比-6%；归母净利润为 0.9 亿元，同比-16%；扣非归母净利润为 0.7 亿元，同比-34%。盈利质量方面，2024Q1~Q3 公司毛利率同比+0.3pct 至 28.6%；销售/管理/财务费用率同比分别+0.2/+2.2/-0.1pct 至 8.1%/8.0%/0.0%；综合以上，2024Q1~Q3 净利率同比-1.0pct 至 8.6%。

2024Q3: 收入同比-17%/归母净利润同比+2%，单季度盈利表现仍然较弱。2024Q3 公司收入为 2.5 亿元，同比-17%；归母净利润为 0.1 亿元，同比+2%；扣非归母净利润为亏损 0.1 亿元，同比-152%。盈利质量方面，2024Q3 公司毛利率同比+0.2pct 至 28.3%；销售/管理/财务费用率同比分别+2.1/+3.7/+0.4pct 至 11.5%/11.8%/0.9%。我们判断费用率上升主要系为提升品牌力及运营能力，公司坚持增加投入；综合以上，2024Q3 净利率同比+1.0pct 至 5.4%。

国内自有品牌：大牧线下表现好于线上，品牌投入持续推进。国内露营赛道稳健发展，2024Q1~Q3 自有品牌业务收入同比-9%至 6.11 亿元（其中 H1 同比-4%至 4.11 亿元，Q3 同比-18%至 2.00 亿元），毛利率同比-0.3pct 至 29.35%。1）产品：坚持产品创新，冷山基因再次升级，针对不同客群、不同户外场景开发差异化产品，围绕户外生活方式进行跨领域宣传并实现品牌破圈。2）渠道：大牧装备品牌线上销售短期波动、线下表现相对较好（我们判断系持续开拓线下渠道大客户），未来趋势或将持续。①大牧：2024Q1~Q3 线上/线下销售收入分别 2.08/3.43 亿元，同比分别-15%/-6%（其中 H1 同比分别-15%/+4%，Q3 同比分别-16%/-20%）；②小牧：2024Q1~Q3 直营/加盟销售收入分别 0.09/0.51 亿元，同比分别-27%/+6%，户外服装行业景气旺盛，2024 年以来公司发力培育小牧品牌，调整直营门店、拓展加盟渠道，产品货盘丰富有望驱动长期业务表现。

代工出口业务：短期出货表现承压，盈利质量保持在较高水平。1）伴随着海外下游库存的健康化，2024 年以来公司代工业务（出口）订单需求逐步改善。2024Q1~Q3 代工收入同比-3%至 4.69 亿元（其中 H1 同比-2%至 4.23 亿元，Q3 同比-12%至 0.46 亿元），毛利率为 27.6%，业务盈利质量整体处于较高水平。2）长期来看，公司帐篷产能规模位于国内前列（2023 全年帐篷产量 174 万件）合作核心全球户外头部品牌，持续提升产品创新能力，长期业务规模有望稳健增长。

库存周转略有优化，现金流管理基本正常。营运方面，2024Q1~Q3 公司存货周转天数同比-8.0 天至 196.7 天，期末存货同比-5.6%至 5.3 亿元。现金流方面，公司 2024Q1~Q3 经营性现金流量净额 1.6 亿元（约为同期归母净利润的 1.8 倍），应收账款周转天数同比+7.2 天至 37.0 天。

2024 年公司利润端同比或有压力，期待中长期竞争力持续提升。我们根据行业情况判断当前代工业务短期出货节奏有波动；自有品牌业务持续推出优质新品，长期品牌力及行业地位有望进一步得到优化。

投资建议：考虑公司近期业务经营表现，我们调整盈利预测，预计 2024~2026 年公司归母净利润为 0.90/1.00/1.14 亿元，对应 2024 年 PE 为 22 倍，维持“增持”评级。

风险提示：行业景气波动风险；原材料价格波动风险；大客户订单波动风险；汇率波动风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,436	1,456	1,383	1,517	1,679
增长率 yoy (%)	55.5	1.4	-5.0	9.7	10.7
归母净利润（百万元）	141	107	90	100	114
增长率 yoy (%)	78.9	-24.1	-15.5	10.4	14.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.51	1.14	0.97	1.07	1.22
净资产收益率 (%)	26.3	18.8	15.6	17.1	19.1
P/E (倍)	14.2	18.7	22.1	20.1	17.6
P/B (倍)	3.7	3.5	3.5	3.4	3.4

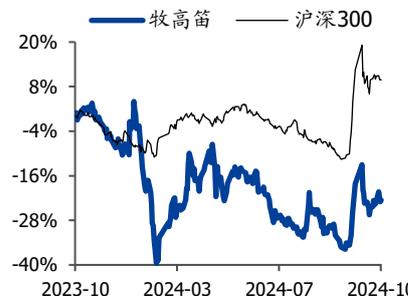
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	增持
10月31日收盘价（元）	21.41
总市值（百万元）	1,998.97
总股本（百万股）	93.37
其中自由流通股（%）	100.00
30日日均成交量（百万股）	1.57

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号	S0680520070003
邮箱	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号	S0680523080004
邮箱	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《牧高笛 (603908.SH)：2024Q2 代工出货节奏或扰动收入，利润短期承压》 2024-08-30
- 《牧高笛 (603908.SH)：代工业务订单环比改善，自有品牌健康发展》 2024-04-30
- 《牧高笛 (603908.SH)：自有品牌快速增长，代工业务订单承压》 2023-11-01

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1172	1016	1057	1221	1214
现金	132	167	330	362	401
应收票据及应收账款	106	143	94	166	121
其他应收款	5	5	5	6	6
预付账款	24	11	22	14	26
存货	696	595	511	578	564
其他流动资产	208	94	94	94	94
非流动资产	169	236	216	203	196
长期投资	10	7	3	-1	-5
固定资产	41	140	121	113	107
无形资产	10	26	27	28	30
其他非流动资产	109	63	65	62	64
资产总计	1341	1252	1273	1424	1410
流动负债	772	660	671	816	789
短期借款	387	185	333	288	378
应付票据及应付账款	297	391	266	452	339
其他流动负债	88	84	71	75	72
非流动负债	35	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	25	25	25	25
负债合计	807	685	696	841	815
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	67	67	93	93	93
资本公积	229	220	194	194	194
留存收益	253	280	303	328	356
归属母公司股东权益	534	567	577	583	596
负债和股东权益	1341	1252	1273	1424	1410

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1	279	113	187	72
净利润	141	107	90	100	114
折旧摊销	10	12	19	20	19
财务费用	0	5	8	8	9
投资损失	1	0	1	1	1
营运资金变动	-181	132	-5	59	-71
其他经营现金流	30	22	0	0	0
投资活动现金流	-23	48	0	-7	-13
资本支出	51	75	-20	-7	-4
长期投资	35	116	4	4	4
其他投资现金流	63	238	-16	-11	-13
筹资活动现金流	-33	-295	-98	-103	-109
短期借款	63	-202	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	27	0	0
资本公积增加	0	-9	-27	0	0
其他筹资现金流	-96	-84	-98	-103	-109
现金净增加额	-55	32	15	77	-51

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1436	1456	1383	1517	1679
营业成本	1029	1044	996	1089	1199
营业税金及附加	3	9	9	9	10
营业费用	99	126	119	134	148
管理费用	86	97	101	111	125
研发费用	36	28	27	29	32
财务费用	0	5	8	8	9
资产减值损失	-9	-14	14	15	17
其他收益	9	8	8	8	8
公允价值变动收益	-7	-3	0	0	0
投资净收益	-1	0	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	174	138	116	128	146
营业外收入	3	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	176	137	116	128	146
所得税	35	30	26	28	32
净利润	141	107	90	100	114
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	141	107	90	100	114
EBITDA	205	156	143	156	174
EPS (元)	1.51	1.14	0.97	1.07	1.22

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	55.5	1.4	-5.0	9.7	10.7
营业利润(%)	86.9	-21.0	-16.0	10.3	14.1
归属于母公司净利润(%)	78.9	-24.1	-15.5	10.4	14.1
获利能力					
毛利率(%)	28.3	28.3	27.9	28.2	28.6
净利率(%)	9.8	7.3	6.5	6.6	6.8
ROE(%)	26.3	18.8	15.6	17.1	19.1
ROIC(%)	16.3	14.2	10.4	11.9	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	60.2	54.7	54.6	59.1	57.8
净负债比率(%)	55.2	9.1	4.6	-8.7	0.2
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	15.0	11.7	11.7	11.7	11.7
应付账款周转率	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.14	0.97	1.07	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	2.98	1.21	2.00	0.77
每股净资产(最新摊薄)	5.72	6.08	6.19	6.24	6.38
估值比率					
P/E	14.2	18.7	22.1	20.1	17.6
P/B	3.7	3.5	3.5	3.4	3.4
EV/EBITDA	10.2	12.7	13.6	12.0	11.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com