

牧高笛 (603908.SH)

第三季度收入下降 17%，品牌业务压力加大

中性

核心观点

第三季度收入下降 17%，非经项收益增加致净利润增加。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。2024 第三季度收入同比下降 16.8% 至 2.5 亿元，主要受自有品牌业务下滑，尤其是大牧品牌业务影响。毛利率同比小幅提升 0.2 百分点至 28.3%。费用率合计增加 8.0 百分点至 27.9%，主要系公司为提升产品力、品牌力、渠道力、运营力及组织力加大投入，以及销售下滑刚性费用占比提升，销售/管理/研发费用率分别同比上升 2.1/3.7/1.9 百分点至 11.5%/11.8%/3.7%。主要受费用率提升影响，剔除非经项影响后净亏损 0.06 亿元，同比下降 151.6%；扣非归母净利率同比 -6.9 百分点至 -2.6%。由于期内政府补贴、处置固定资产、以及理财产品和远期合约等非经项收益增加，归母净利润实现同比增长 2.1% 至 0.13 亿元，净利率同比 +1.0 百分点至 5.4%。库存方面，存货金额同比 -5.6% 至 5.3 亿元，库存周转效率略提升，存货周转天数同比 -8 天至 196 天。经营性现金流净额同比 +114.2% 至 0.8 亿元。

前三季度品牌与代工业务收入均有下滑，品牌业务跌幅更深。1) **自主品牌业务：**随着国内露营市场回归理性，整体消费环境相对疲软，公司自有品牌收入下滑幅度加深，前三季度收入同比 -8.9%，单三季度 -17.9% 至 2.0 亿元。分品牌看，大牧主要经营户外装备业务，第三季度收入下滑 18% 至 1.8 亿元，其中线上/线下渠道收入分别同比下降 16%/20% 至 0.6/1.2 亿元。小牧经营户外鞋服业务，第三季度收入下滑 13% 至 0.2 亿元，其中直营/加盟渠道收入分别同比 -27%/-12%，直营较年初净关 8 家门店，加盟渠道仍保持净开店 19 家。2) **OEM/ODM 业务：**代工业务以海外客户为主，受海外市场环境需求较弱影响，前三季度收入同比下降 3.1%，单三季度收入同比 -11.8% 至 0.5 亿元。

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：代工业务预期表现稳健，品牌业务收入及盈利短期承压。代工业务第三季度预计有出货节奏影响，全年预计表现相对稳健；品牌业务受国内整体消费需求疲软、行业竞争激烈影响，收入增长和盈利水平短期承压。但公司持续为提升综合竞争实力加大投入，看好公司作为户外产品龙头的中长期竞争力。主要由于收入下滑以及费用投放增加，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.9/1.1/1.3 亿元（前值为 1.3/1.5/1.7 亿元）。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 23.4-24.6 元（前值为 34.7-36.6 元），对应 2025 年 19-20x PE，下调至“中性”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	1,351	1,494	1,643
(+/-%)	55.5%	1.4%	-7.2%	10.6%	10.0%
净利润(百万元)	141	107	93	115	133
(+/-%)	78.9%	-24.1%	-12.6%	22.9%	16.0%
每股收益(元)	2.11	1.60	1.00	1.23	1.43
EBIT Margin	12.8%	10.5%	8.3%	10.3%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	26.3%	18.8%	15.2%	17.1%	18.0%
市盈率 (PE)	10.4	13.6	21.8	17.8	15.3
EV/EBITDA	11.8	13.1	21.1	15.8	14.1
市净率 (PB)	2.73	2.57	3.32	3.04	2.76

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

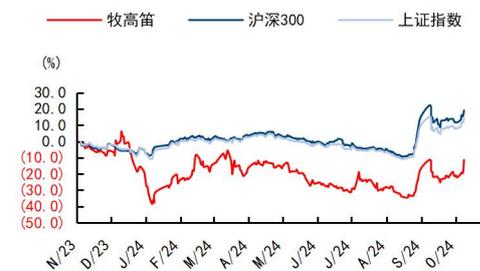
liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	中性(下调)
合理估值	23.40 - 24.60 元
收盘价	24.01 元
总市值/流通市值	2242/2242 百万元
52 周最高价/最低价	43.45/17.50 元
近 3 个月日均成交额	33.27 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) -2023 年品牌业务引领增长，2024 年一季度代工业务回暖》——2024-05-07
- 《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

图1: 公司收入与变化情况



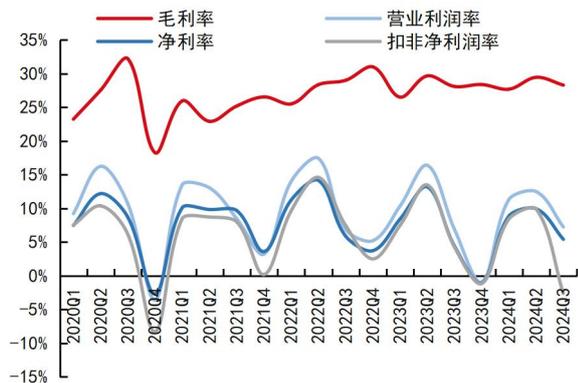
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润与变化情况



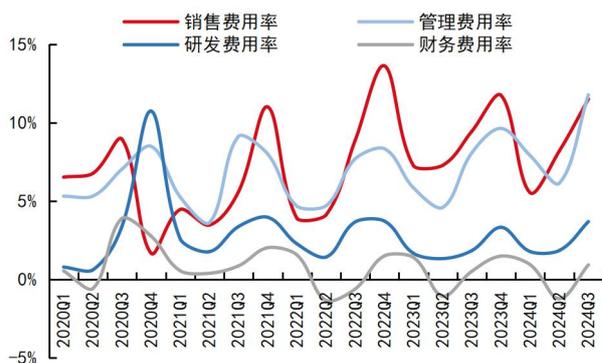
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率、经营利润率与归母净利率



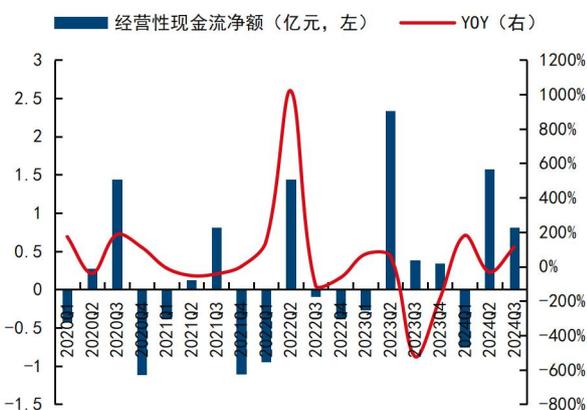
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司四项费用率



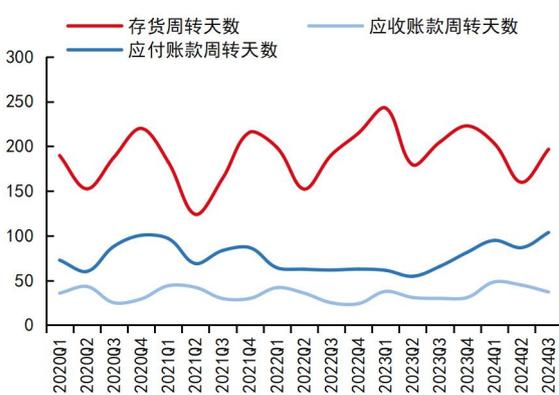
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司经营性现金流净额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司营运资金周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.9/1.1/1.3 亿元（前值为 1.3/1.5/1.7 亿元），同比-12.6%/+22.9%/+16.0%，盈利预测下调主要因品牌与代工业务收入增长不及预期，尤其品牌业务受宏观消费需求疲软影响较大；同时由于费用开支加大、叠加收入下滑，刚性成本费用占比提升，上调销售、管理、研发费用率。具体调整细节如下：

1、收入：预计 2024-2026 年收入分别为 13.5/14.9/16.4 亿元（前值为 16.4/18.1/20.0 亿元），同比-7.2%/10.6%/10.0%。主要根据今年前三季度情况对 2024 年品牌和代工业务收入增速进行下调。

2、毛利率：预计 2024-2026 年毛利率分别为 28.6%/28.4%/28.2%（前值为 27.8%/27.8%/27.8%）。上调毛利率主要基于今年毛利率较高的小牧品牌业务表现好于其他业务。

3、费用率：预计 2024-2026 年期间费用率分别为 20.0%/17.8%/17.1%（前值为 16.8%/16.3%/15.7%）。基于公司投入加大、同时刚性费用占比提升，销售、管理、研发费用率均有上调。

4、归母净利率：预计 2024-2026 年归母净利率分别为 6.9%/7.7%/8.1%（前值为 7.8%/8.3%/8.7%）。

图7：盈利预测假设拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
收入（百万元）	1,435.83	1,455.87	1,350.77	1,493.51	1,642.55	859.99	595.88	834.63	516.14
OEM/ODM	716.39	529.09	513.42	542.01	569.67	432.48	97.45	423.35	90.07
自主品牌：	705.49	925.94	837.35	951.51	1,072.88	427.51	498.43	411.28	426.07
大牧（帐篷装备）	631.91	840.13	746.52	854.25	968.72	394.27	445.86	374.75	371.77
大牧-电商	318.83	329.99	277.19	291.05	304.15	180.90	149.09	152.40	124.79
大牧-线下	313.08	510.14	469.33	563.20	664.57	213.36	296.78	222.35	246.98
小牧（鞋服）	73.58	85.81	90.83	97.26	104.16	33.25	52.56	36.53	54.30
小牧-直营	21.28	18.92	13.91	14.19	14.44	9.78	9.14	7.16	6.74
小牧-经销	52.30	66.89	76.92	83.07	89.72	23.47	43.42	29.36	47.56
收入 YOY	55.5%	1.40%	-7.22%	10.57%	9.98%	-0.84%	4.81%	-2.95%	-13.38%
OEM/ODM	16.4%	-26.14%	-2.96%	5.57%	5.10%	-17.05%	-53.36%	-2.11%	-7.58%
自主品牌：	130.5%	31.25%	-9.57%	13.63%	12.76%	23.59%	38.62%	-3.80%	-14.52%
大牧（帐篷装备）	187.5%	32.95%	-11.14%	14.43%	13.40%	25.21%	40.64%	-4.95%	-16.62%
大牧-电商	193.8%	3.50%	-16.00%	5.00%	4.50%	22.68%	-13.01%	-15.76%	-16.30%
大牧-线下	181.4%	62.94%	-8.00%	20.00%	18.00%	27.43%	103.76%	4.21%	-16.78%
小牧（鞋服）	-14.7%	16.62%	5.85%	7.08%	7.10%	7.13%	23.54%	9.86%	3.31%
小牧-直营	-23.6%	-11.08%	-26.50%	2.00%	1.80%	-17.31%	-3.30%	-26.75%	-26.23%
小牧-经销	-10.5%	27.90%	15.00%	8.00%	8.00%	22.18%	31.21%	25.12%	9.53%
毛利率	28.3%	28.32%	28.63%	28.40%	28.21%	28.39%	28.22%	28.68%	28.54%
OEM/ODM	23.2%	27.20%	28.12%	28.17%	28.08%	26.57%	29.20%	27.81%	29.61%
自主品牌：	34.2%	29.04%	28.94%	28.54%	28.28%	30.23%	28.03%	29.58%	28.32%
大牧（帐篷装备）	33.6%	28.12%	27.90%	27.58%	27.45%	29.55%	26.85%	29.20%	26.58%
大牧-电商	37.9%	35.14%	34.50%	34.50%	35.00%	34.95%	35.37%	36.27%	32.34%
大牧-线下	29.2%	23.58%	24.00%	24.00%	24.00%	24.98%	22.57%	24.36%	23.68%
小牧（鞋服）	40.0%	38.09%	37.48%	36.99%	35.98%	38.20%	38.02%	33.45%	40.19%
小牧-直营	53.3%	54.53%	54.50%	54.50%	54.50%	55.82%	53.15%	55.16%	53.80%
小牧-经销	34.5%	33.44%	34.40%	34.00%	33.00%	30.85%	34.84%	28.15%	38.26%
费用率									
销售费用率	6.9%	8.63%	8.80%	7.50%	7.00%	7.27%	10.61%	7.05%	11.62%
管理费用率	6.0%	6.63%	8.40%	8.00%	7.80%	5.09%	8.86%	6.89%	10.84%
研发费用率	2.5%	1.92%	2.50%	2.00%	1.98%	1.46%	2.59%	1.82%	3.61%
财务费用率	0.0%	0.36%	0.28%	0.28%	0.28%	-0.08%	1.01%	-0.30%	1.22%
其他收益率	-0.6%	-0.7%	0.8%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-1.1%	-0.9%	3.6%
所得税率	20.0%	22%	22%	22%	22%	19%	43%	21%	24%
归母净利润（百万）	140.62	106.80	93.36	114.74	133.08	97.01	9.79	79.14	14.22
YOY	78.9%	-24.05%	-12.58%	22.90%	15.98%	-14.28%	-64.35%	-18.42%	45.30%
归母净利率	9.8%	7.34%	6.91%	7.68%	8.10%	11.28%	1.64%	9.48%	2.76%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：代工业务预期表现稳健，品牌业务收入及盈利短期承压

2024 年前三季度品牌和代工业务收入分别下滑 8.9%/3.1%，第三季度跌幅相较上半年均有加深，其中代工业务预计有出货节奏影响，全年预计表现相对稳健；品牌业务受国内整体消费需求疲软、行业竞争激烈影响，收入增长和盈利水平短期承压。但公司持续为提升产品力、品牌力、渠道力、运营力及组织力加大投入，看好公司作为户外产品龙头的中长期竞争实力。主要由于收入下滑以及费用投放增加，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.9/1.1/1.3 亿元（前值为 1.3/1.5/1.7 亿元），同比-12.6%/+22.9%/+16.0%。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 23.4-24.6 元（前值为 34.7-36.6 元），对应 2025 年 19-20xPE，下调至“中性”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	1,351	1,494	1,643
(+/-%)	55.5%	1.4%	-7.2%	10.6%	10.0%
净利润(百万元)	141	107	93	115	133
(+/-%)	78.9%	-24.1%	-12.6%	22.9%	16.0%
每股收益(元)	2.11	1.60	1.00	1.23	1.43
EBIT Margin	12.8%	10.5%	8.3%	10.3%	10.8%
净资产收益率(ROE)	26.3%	18.8%	15.2%	17.1%	18.0%
市盈率(PE)	10.4	13.6	21.8	17.8	15.3
EV/EBITDA	11.8	13.1	21.1	15.8	14.1
市净率(PB)	2.73	2.57	3.32	3.04	2.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g	PEG
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
牧高笛	中性	21.83	1.61	1.00	1.23	13.6	21.8	17.7	-12.6%	-1.73
可比公司										
浙江自然	优于大市	18.85	0.92	1.28	1.47	20.5	14.7	12.8	26.4%	0.56
伟星股份	优于大市	12.86	0.48	0.61	0.69	26.8	21.1	18.6	19.9%	1.06
开润股份	优于大市	21.75	0.48	1.61	1.45	45.3	13.5	15.0	73.8%	0.18
盛泰集团	优于大市	5.77	0.19	0.13	0.30	30.4	44.4	19.2	25.7%	1.73

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

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	246	营业收入	1436	1456	1351	1494	1643
应收款项	111	148	121	134	154	营业成本	1029	1044	964	1069	1179
存货净额	696	595	644	680	733	营业税金及附加	3	9	8	9	10
其他流动资产	33	26	38	34	38	销售费用	99	126	119	112	115
流动资产合计	1172	1016	1050	1095	1251	管理费用	87	98	115	121	129
固定资产	86	140	148	169	188	研发费用	36	28	34	30	33
无形资产及其他	10	26	25	24	23	财务费用	0	5	4	4	5
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)	(23)
资产总计	1341	1252	1295	1360	1533	其他收入	(10)	(20)	(4)	(20)	(24)
短期借款及交易性金融负债	396	195	208	178	200	营业利润	174	138	120	147	170
应付款项	297	391	351	365	422	营业外净收支	1	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	78	74	77	81	87	利润总额	176	137	119	146	170
流动负债合计	772	660	636	623	710	所得税费用	35	30	26	31	36
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	93	115	133
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	681	688	795	净利润	141	107	93	115	133
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	614	671	738	折旧摊销	8	10	17	19	23
负债和股东权益总计	1341	1252	1295	1360	1533	公允价值变动损失	(2)	17	23	18	19
关键财务与估值指标						财务费用	0	5	4	4	5
每股收益	2.11	1.60	1.00	1.23	1.43	营运资本变动	(159)	143	(50)	(7)	7
每股红利	1.01	1.34	0.50	0.61	0.71	其它	(8)	7	(0)	(0)	(0)
每股净资产	8.01	8.51	6.58	7.19	7.90	经营活动现金流	(12)	277	83	144	182
ROIC	28%	20%	16%	19%	22%	资本开支	0	(39)	(46)	(57)	(59)
ROE	26%	19%	15%	17%	18%	其它投资现金流	44	120	0	0	0
毛利率	28%	28%	29%	28%	28%	投资活动现金流	45	84	(49)	(57)	(59)
EBIT Margin	13%	11%	8%	10%	11%	权益性融资	0	5	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	10%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	56%	1%	-7%	11%	10%	支付股利、利息	(67)	(89)	(47)	(57)	(67)
净利润增长率	79%	-24%	-13%	23%	16%	其它融资现金流	63	(152)	13	(30)	22
资产负债率	60%	55%	53%	51%	52%	融资活动现金流	(72)	(325)	(34)	(87)	(44)
息率	4.6%	6.1%	3.2%	3.9%	4.6%	现金净变动	(39)	35	0	0	79
P/E	10.4	13.6	21.8	17.8	15.3	货币资金的期初余额	171	132	167	167	167
P/B	2.7	2.6	3.3	3.0	2.8	货币资金的期末余额	132	167	167	167	246
EV/EBITDA	11.8	13.1	21.1	15.8	14.1	企业自由现金流	0	233	8	75	110
						权益自由现金流	0	81	18	43	130

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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