

牧高笛（603908）

证券研究报告

2025 年 02 月 22 日

全国首家旗舰店全新启幕，关注户外新品变化

MOBI GARDEN 全国首家旗舰店于上海港汇恒隆广场试营业

牧高笛 MOBI GARDEN 全国首家旗舰店于上海港汇恒隆广场开启试营业。作为中国山地运动和户外生活方式领军品牌，牧高笛秉承“向野而生”品牌理念，打造城市户外生活方式新地标。

牧高笛以“荒野横断”计划打造冷山山地系列，与全球领先的科技面料品牌 PERTEX、Dyneema 合作，专为横断探索场景而设计的服装，全系产品覆盖露营、徒步登山、城市穿搭等场景。

全新推出的科技纤维和天然纤维服饰，如美利奴羊毛打底、羊毛冲锋衣，呈现兼具耐用性和轻量化的城市山系穿搭。2025 全新春夏色系搭配简约剪裁兼具抗风、防雨、透气等高性能，诠释轻盈、自在出行的女性新风潮。

“向野而生”品牌焕新升级，发布“荒野横断”计划

公司“向野而生”全新品牌形象惊艳亮相，引领中国露营和徒步登山文化的全新潮流。秉承“以人为本”的理念，致力于为消费者提供舒适、高品质和高性能的户外产品，推出性能卓越的超级品类，并不断推动创新，打造户外全场景解决方案，以实现商业化和大众化普及。

作为全新户外生活方式的倡导者，“向野而生”代表公司对于户外坚定热情和对于挑战和探索自我渴望，并以此激励当代年轻人探索山野，寻找自我成长的力量。

在追求自由与向野而生的品牌精神指引下，公司发布“荒野横断”计划（A Journey Beyond the Edge），以中国横断山脉为依托打造属于中国的硬核户外品牌，展示公司深厚户外品牌基因。

“beyond the edge”不仅指是地理意义上山峰边缘，更是与横断契约，坚持环保友好可持续，参与保护珍稀动物保护。另一方面，亦指向内心世界自我边界，是一场超越自我，突破固有边界探险。

冷山基因再升级，实现专业露营与徒步登山装备与服装全品类覆盖

公司启动“荒野横断”计划推动冷山基因再次升级，实现徒步登山场景全覆盖与产品矩阵全覆盖，收获市场的认可和消费者的好评。

场景升级：从低海拔到高海拔徒步登山等场景全覆盖。基于对市场及用户需求深度洞察，牧高笛产品线迎来全面升级，从低海拔到高海拔徒步登山等全场景下的高性能户外产品。针对“一日徒步”、“高海拔营地”、“高海拔雪线徒步”及“轻量化长距离徒步”等不同户外场景，推出以“冷山”为核心的“雪翼”、“轻翼”及“UL”等系列徒步登山产品。

公司以横断山脉作为主要产品研发和测试场景，深入探索冲锋衣、羽绒服、功能棉服、抓绒、软壳等户外服饰的新材料、新工艺，以轻量化的设计，兼具防风拒水、动态保暖、动态透湿等多功能，确保高海拔级别极端环境下的高性能表现，为专业的户外玩家提供全方位的保障。

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计公司 24-26 年 EPS 分别为 1.05 元/股、1.21 元/股、1.44 元/股，对应 PE 为 22x、20x、16x。

风险提示：营收结构单一；拓品能力风险；市场竞争加剧。

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.56 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	93.37
流通 A 股股本(百万股)	93.37
A 股总市值(百万元)	2,199.70
流通 A 股市值(百万元)	2,199.70
每股净资产(元)	6.18
资产负债率(%)	48.87
一年内最高/最低(元)	38.47/17.50

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《牧高笛-季报点评:静待市场回暖》 2024-11-04
- 《牧高笛-半年报点评:品牌业务焕新升级》 2024-09-03
- 《牧高笛-公司点评:24Q1 代工回暖，看好品牌成长》 2024-05-31

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,435.83	1,455.87	1,426.75	1,599.39	1,847.29
增长率(%)	55.52	1.40	(2.00)	12.10	15.50
EBITDA(百万元)	228.03	202.71	168.88	189.52	225.19
归属母公司净利润(百万元)	140.62	106.80	97.83	112.75	134.01
增长率(%)	78.88	(24.05)	(8.40)	15.25	18.85
EPS(元/股)	1.51	1.14	1.05	1.21	1.44
市盈率(P/E)	15.64	20.60	22.48	19.51	16.41
市净率(P/B)	4.12	3.88	3.55	3.67	3.78
市销率(P/S)	1.53	1.51	1.54	1.38	1.19
EV/EBITDA	17.80	11.67	13.58	10.79	11.37

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	132.15	167.31	114.14	127.95	147.78
应收票据及应收账款	106.17	143.16	80.41	165.54	131.09
预付账款	24.23	11.00	31.96	14.16	37.32
存货	696.15	595.45	664.39	622.47	898.13
其他	213.11	99.43	99.74	98.07	101.02
流动资产合计	1,171.82	1,016.34	990.65	1,028.19	1,315.34
长期股权投资	9.52	6.58	6.58	6.58	6.58
固定资产	40.50	139.84	148.29	165.41	186.75
在建工程	45.48	0.00	36.00	51.60	60.96
无形资产	10.47	26.16	24.49	22.82	21.15
其他	63.34	63.23	57.27	58.05	57.47
非流动资产合计	169.32	235.82	272.63	304.47	332.91
资产总计	1,341.14	1,252.16	1,263.28	1,332.66	1,648.26
短期借款	386.92	185.23	316.50	102.31	562.25
应付票据及应付账款	297.42	390.90	197.72	517.26	308.54
其他	70.48	70.98	81.29	84.42	91.99
流动负债合计	754.83	647.11	595.51	703.99	962.78
长期借款	0.00	0.00	19.51	0.00	74.88
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	35.18	25.11	29.36	29.88	28.12
非流动负债合计	35.18	25.11	48.88	29.88	103.00
负债合计	807.09	684.91	644.38	733.87	1,065.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	66.69	66.69	93.37	93.37	93.37
资本公积	229.29	220.33	220.33	220.33	220.33
留存收益	253.16	280.22	310.23	291.80	272.70
其他	(15.09)	0.00	(5.03)	(6.71)	(3.91)
股东权益合计	534.05	567.25	618.90	598.79	582.48
负债和股东权益总计	1,341.14	1,252.16	1,263.28	1,332.66	1,648.26

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	140.62	106.80	97.83	112.75	134.01
折旧摊销	9.79	12.49	17.22	18.94	20.98
财务费用	2.42	7.54	6.27	5.22	10.12
投资损失	1.19	0.03	(5.32)	(1.37)	(2.22)
营运资金变动	(164.81)	118.99	(212.06)	298.31	(469.67)
其它	11.98	32.79	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	1.19	278.64	(96.06)	433.86	(306.78)
资本支出	47.23	87.10	55.75	49.48	51.76
长期投资	(0.34)	(2.94)	0.00	0.00	0.00
其他	(70.21)	(36.53)	(110.43)	(98.11)	(99.55)
投资活动现金流	(23.31)	47.63	(54.68)	(48.63)	(47.78)
债权融资	64.54	(206.56)	143.75	(238.56)	524.71
股权融资	(94.83)	(73.89)	(46.18)	(132.86)	(150.31)
其他	(2.43)	(14.47)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(32.71)	(294.92)	97.57	(371.42)	374.39
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(54.84)	31.35	(53.17)	13.81	19.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,435.83	1,455.87	1,426.75	1,599.39	1,847.29
营业成本	1,029.00	1,043.56	1,041.53	1,167.55	1,348.52
营业税金及附加	2.77	9.10	6.42	6.76	9.22
销售费用	98.63	125.68	118.42	131.15	147.78
管理费用	86.18	96.53	89.89	95.96	105.30
研发费用	36.15	27.98	35.95	40.30	46.94
财务费用	0.26	5.30	6.27	5.22	10.12
资产/信用减值损失	(8.99)	(15.60)	(12.52)	(12.37)	(13.50)
公允价值变动收益	(7.19)	(2.73)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.19)	(0.03)	5.32	1.37	2.22
其他	25.84	28.39	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	174.35	137.69	121.07	141.44	168.13
营业外收入	2.65	0.37	1.56	1.52	1.88
营业外支出	1.26	0.99	1.41	1.22	1.20
利润总额	175.75	137.07	121.22	141.74	168.80
所得税	35.12	30.27	23.39	28.99	34.79
净利润	140.62	106.80	97.83	112.75	134.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	140.62	106.80	97.83	112.75	134.01
每股收益（元）	1.51	1.14	1.05	1.21	1.44

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	55.52%	1.40%	-2.00%	12.10%	15.50%
营业利润	86.89%	-21.03%	-12.07%	16.82%	18.87%
归属于母公司净利润	78.88%	-24.05%	-8.40%	15.25%	18.85%
获利能力					
毛利率	28.33%	28.32%	27.00%	27.00%	27.00%
净利率	9.79%	7.34%	6.86%	7.05%	7.25%
ROE	26.33%	18.83%	15.81%	18.83%	23.01%
ROIC	41.62%	20.81%	22.73%	16.36%	31.81%
偿债能力					
资产负债率	60.18%	54.70%	51.01%	55.07%	64.66%
净负债率	49.46%	4.89%	37.31%	-2.71%	85.63%
流动比率	1.52	1.54	1.66	1.46	1.37
速动比率	0.62	0.64	0.55	0.58	0.43
营运能力					
应收账款周转率	14.99	11.68	12.76	13.01	12.46
存货周转率	2.34	2.25	2.26	2.49	2.43
总资产周转率	1.14	1.12	1.13	1.23	1.24
每股指标（元）					
每股收益	1.51	1.14	1.05	1.21	1.44
每股经营现金流	0.01	2.98	-1.03	4.65	-3.29
每股净资产	5.72	6.08	6.63	6.41	6.24
估值比率					
市盈率	15.64	20.60	22.48	19.51	16.41
市净率	4.12	3.88	3.55	3.67	3.78
EV/EBITDA	17.80	11.67	13.58	10.79	11.37
EV/EBIT	18.48	12.31	15.13	11.99	12.54

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com