

# 牧高笛 (603908)

证券研究报告

2023年02月27日

## 数据向上旺季将至，露营景气延续

据燃数科技跟踪，牧高笛品牌近30日线上GMV同增120%+，即将迎来4-5月露营旺季，热度延续品牌增长潜力可观，全年预期乐观。

近日户外装备 OEM/ODM 扬州金泉上市，板块效应显现，带动户外 OEM 价值重估。扬州金泉为多个国际著名户外品牌代工帐篷、睡袋、户外服装等产品，90%以上出口至欧美等地；我们预计22年收入11亿同增40%+，净利2.4亿同增139%，有望带动户外 OEM 价值重估。

2022年国内户外露营行业快速成长，露营已成为当下国民喜爱、热门的休闲生活方式之一。公司作为国内精致露营生活方式倡导者，把握行业机会顺势向上。受益于终端需求提升，叠加公司在产品、品牌、渠道等方面的优势，公司实现收入和净利润的快速增长。

牧高笛 2023 新品首发，北京 ISPO 户外展人气较高，公司继续丰富产品矩阵，扩充系列阵容。分别推出双室帐篷、后室、车尾帐和天幕等产品，实用性强，搭建便捷，针对不同场景满足消费者需求有望提高复购连带；围绕年轻客群推出更多入门级产品，一体充式帐篷成趋势，提供便捷轻松的露营体验，有望收获新客群扩大市场空间。

发力 KA 卖场，布局跨境电商打开海外蓬勃市场。布局 KA 渠道（盒马山姆麦德龙等）面向多元化消费者，同时深化与车企联动，伴随自驾露营模式渗透有望协同增长。同时布局跨境电商，依托亚马逊等主流渠道，面向海外市场。

品牌营销持续发力，围绕品牌 20 周年举办系列活动提高品牌影响力，加强 IP 联名、异业合作破圈，触达更多重点用户圈层，提高品牌认知；产品原创性强，注重与消费者互动与设计共创，提升品牌互动体验与消费粘性。

持续投入巩固研发优势，潜心打造专业户外产品。公司设立产品研发中心，联合国际资深户外用品设计研发团队，同时听取业内意见领袖 KOL 产品设计意见，广泛收集国内外用品发展趋势，及时获取终端销售市场的产品需求变化；以“产品+场景”的设计理念，产品在具备专业性能的基础上，兼具实用性和体验感。

垂直整合产业链降本增效。公司业务范围涉及研发、设计、生产、物流到销售，在上游布局生产基地，向下游搭建稳定的销售网络，极大程度控制了生产周期及生产成本。垂直整合的模式使公司在原有产业的基础上，进一步加强产业链的完善，围绕建链补链强链的目标，提升公司整体价值。

调整盈利预测，维持“买入”评级。露营旺季将至，我们持续看好头部露营品牌对于精致户外生活方式的定义及美好健康生活理念的诠释；考虑到消费环境持续变化下我们调整盈利预测，预计公司 22-24 年收入分别为 15.9、21.3、27.7 亿，归母净利润分别为 1.4、1.9、2.6 亿（原值分别为 1.6、2.3、3.1 亿），EPS 分别为 2.1、2.9、3.9 元/股（原值分别为 2.4、3.4、4.6 元/股）。

**风险提示：**户外行业增速放缓，海外需求波动，原材料价格波动风险等。

### 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	75.92 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	66.69
流通 A 股股本(百万股)	66.69
A 股总市值(百万元)	5,063.10
流通 A 股市值(百万元)	5,063.10
每股净资产(元)	8.08
资产负债率(%)	59.25
一年内最高/最低(元)	112.94/31.52

### 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:Q3 大牧收入同增146%符合预期，深练内功抓住行业机遇》2022-10-29
- 《牧高笛-公司点评:增持+提前结束减持；行业景气环比向好，调整回归价值区间》2022-10-25
- 《牧高笛-公司点评:露营景气延续，加速向生活方式渗透，Q3 有望顺利收官》2022-10-10

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	642.74	923.26	1,588.46	2,132.20	2,773.99
增长率(%)	21.41	43.64	72.05	34.23	30.10
EBITDA(百万元)	112.63	155.23	205.34	286.90	374.39
归属母公司净利润(百万元)	45.97	78.61	140.65	193.69	258.83
增长率(%)	12.72	70.99	78.91	37.71	33.63
EPS(元/股)	0.69	1.18	2.11	2.90	3.88
市盈率(P/E)	110.13	64.40	36.00	26.14	19.56
市净率(P/B)	11.51	10.81	10.89	11.69	12.77
市销率(P/S)	7.88	5.48	3.19	2.37	1.83
EV/EBITDA	11.64	16.97	25.34	18.69	15.31

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)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	239.51	170.95	127.08	170.58	221.92	营业收入	642.74	923.26	1,588.46	2,132.20	2,773.99
应收票据及应收账款	67.41	85.34	162.17	181.67	264.50	营业成本	478.90	693.98	1,177.05	1,578.89	2,047.20
预付账款	11.76	20.52	33.07	37.34	55.90	营业税金及附加	2.65	2.97	5.55	7.70	9.54
存货	300.75	531.02	946.03	988.39	1,521.88	销售费用	39.31	53.09	87.76	118.34	157.01
其他	298.24	269.37	270.98	277.74	312.91	管理费用	40.68	55.84	95.31	129.85	167.83
<b>流动资产合计</b>	<b>917.67</b>	<b>1,077.20</b>	<b>1,539.32</b>	<b>1,655.72</b>	<b>2,377.12</b>	研发费用	21.39	25.40	39.71	57.57	71.57
长期股权投资	0.00	9.86	9.86	9.86	9.86	财务费用	8.66	8.08	10.93	18.72	29.42
固定资产	33.12	38.93	55.75	92.64	128.56	资产/信用减值损失	(11.85)	(12.98)	(10.24)	(11.69)	(11.64)
在建工程	1.52	0.08	36.05	69.63	71.78	公允价值变动收益	8.20	1.69	(5.07)	14.48	17.04
无形资产	10.84	10.85	9.93	9.01	8.08	投资净收益	7.13	17.19	9.79	11.37	12.78
其他	12.90	49.49	23.18	26.58	31.92	其他	(11.16)	(15.30)	0.00	0.00	(0.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>58.38</b>	<b>109.21</b>	<b>134.76</b>	<b>207.71</b>	<b>250.20</b>	<b>营业利润</b>	<b>58.82</b>	<b>93.29</b>	<b>166.62</b>	<b>235.29</b>	<b>309.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>976.05</b>	<b>1,186.41</b>	<b>1,674.09</b>	<b>1,863.43</b>	<b>2,627.32</b>	营业外收入	0.56	1.48	1.31	1.12	1.30
短期借款	288.89	323.56	517.30	746.14	1,164.77	营业外支出	0.81	1.38	0.79	0.99	1.06
应付票据及应付账款	195.71	301.28	584.61	586.85	921.76	<b>利润总额</b>	<b>58.57</b>	<b>93.39</b>	<b>167.14</b>	<b>235.41</b>	<b>309.85</b>
其他	35.50	54.77	87.36	81.96	102.57	所得税	12.60	14.77	26.49	41.73	51.02
<b>流动负债合计</b>	<b>520.10</b>	<b>679.60</b>	<b>1,189.28</b>	<b>1,414.94</b>	<b>2,189.09</b>	<b>净利润</b>	<b>45.97</b>	<b>78.61</b>	<b>140.65</b>	<b>193.69</b>	<b>258.83</b>
长期借款	0.00	0.00	8.30	0.00	23.67	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>45.97</b>	<b>78.61</b>	<b>140.65</b>	<b>193.69</b>	<b>258.83</b>
其他	6.38	27.80	11.61	15.26	18.22	每股收益(元)	0.69	1.18	2.11	2.90	3.88
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.38</b>	<b>27.80</b>	<b>19.92</b>	<b>15.26</b>	<b>41.89</b>						
<b>负债合计</b>	<b>536.11</b>	<b>717.87</b>	<b>1,209.20</b>	<b>1,430.20</b>	<b>2,230.98</b>	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	66.69	66.69	66.69	66.69	66.69	<b>成长能力</b>					
资本公积	229.29	229.29	229.29	229.29	229.29	营业收入	21.41%	43.64%	72.05%	34.23%	30.10%
留存收益	143.96	172.56	168.91	137.25	100.36	营业利润	11.35%	58.60%	78.59%	41.22%	31.58%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	12.72%	70.99%	78.91%	37.71%	33.63%
<b>股东权益合计</b>	<b>439.94</b>	<b>468.54</b>	<b>464.89</b>	<b>433.23</b>	<b>396.34</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>976.05</b>	<b>1,186.41</b>	<b>1,674.09</b>	<b>1,863.43</b>	<b>2,627.32</b>	毛利率	25.49%	24.83%	25.90%	25.95%	26.20%
						净利率	7.15%	8.51%	8.85%	9.08%	9.33%
						ROE	10.45%	16.78%	30.25%	44.71%	65.30%
						ROIC	29.78%	42.84%	44.51%	34.59%	38.66%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	54.93%	60.51%	72.23%	76.75%	84.91%
						净负债率	11.22%	34.27%	86.30%	133.67%	245.05%
						流动比率	1.73	1.56	1.29	1.17	1.09
						速动比率	1.16	0.79	0.50	0.47	0.39
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	12.31	12.09	12.84	12.40	12.43
						存货周转率	2.20	2.22	2.15	2.20	2.21
						总资产周转率	0.79	0.85	1.11	1.21	1.24
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.69	1.18	2.11	2.90	3.88
						每股经营现金流	0.27	-0.83	-0.68	2.46	0.06
						每股净资产	6.60	7.03	6.97	6.50	5.94
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	110.13	64.40	36.00	26.14	19.56
						市净率	11.51	10.81	10.89	11.69	12.77
						EV/EBITDA	11.64	16.97	25.34	18.69	15.31
						EV/EBIT	12.27	17.71	26.38	19.40	15.85

  

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	45.97	78.61	140.65	193.69	258.83
折旧摊销	6.89	7.70	8.13	10.46	12.85
财务费用	10.75	13.20	10.93	18.72	29.42
投资损失	(7.13)	(17.19)	(9.79)	(11.37)	(12.78)
营运资金变动	(46.05)	(166.41)	(190.44)	(62.05)	(301.08)
其它	7.32	28.82	(5.07)	14.48	17.04
<b>经营活动现金流</b>	<b>17.75</b>	<b>(55.27)</b>	<b>(45.59)</b>	<b>163.92</b>	<b>4.27</b>
资本支出	1.66	(0.70)	76.18	76.35	47.04
长期投资	0.00	9.86	0.00	0.00	0.00
其他	(92.57)	15.99	(115.98)	(174.13)	(118.30)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(90.91)</b>	<b>25.14</b>	<b>(39.79)</b>	<b>(97.77)</b>	<b>(71.26)</b>
债权融资	280.22	34.56	185.81	202.70	414.05
股权融资	(50.02)	(60.02)	(144.29)	(225.35)	(295.72)
其他	3.94	(11.96)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>234.14</b>	<b>(37.42)</b>	<b>41.51</b>	<b>(22.65)</b>	<b>118.33</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>160.98</b>	<b>(67.54)</b>	<b>(43.87)</b>	<b>43.50</b>	<b>51.34</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com