

牧高笛(603908)

报告日期: 2023年02月27日

## 户外品牌开年销售靓丽, 看好旺季后表现

### ——牧高笛点评报告

#### 投资要点

□ **报告导读:** 露营作为“长途游”替代方案而出圈, 疫情之后能否维持热度是市场的主要分歧之一。结合年初以来的线上高频数据及滑雪热度观察, 我们认为: 国内户外参与率仍处于快速上升期, 供给侧的完善有望释放更大消费潜力, 旺季在即, 提示关注露营装备龙头【牧高笛】

□ **年初以来, 重点户外品牌天猫销售额增幅亮眼**

- 根据第三方数据平台(炼丹炉), 年初以来(1.1-2.26), “牧高笛”天猫旗舰店销售额同比增长111%;
- 其他头部露营装备品牌“原始人”同比增长384%, “探险者”同比增长158%, “挪客”同比下滑2%, 整体延续22年的高增趋势;
- 以鞋服为主的户外品牌亦呈现高增态势, “骆驼”同比增长232%, “探路者”同比增长293%, “北面”同比增长15%, “可隆”同比增长51%。

□ **疫后户外热度并未消退, 预计23年仍为户外大年**

理由1: 滑雪场迎来“最忙”雪季, 客群与露营接近

- 据官方媒体调查统计: 春节期间, 新疆5S级滑雪场接待游客数同比+5%, 旅游收入同比+80%, 其中白云滑雪场客流量是平时3倍, 天山托峰滑雪场接待游客数同比+25%; 济南市滑雪场接待游客数同比+41%。
- 我们认为: 不同细分户外运动的客群具有同质性, 均为高线城市、经济实力良好、热衷尝试新鲜事物的中青年, 今年1-2月雪季的火热印证了疫情之后我国户外参与热情依旧持续高涨, 随着天气转暖, 露营、骑行、垂钓、桨板等有望依次迎来高峰。

理由2: 户外供给侧较去年明显改善, 承接能力更强

- 22年4月后露营需求侧的爆发式增长, 导致部分露营装备“卖断货”、营地周末及节假日“一票难求、票价虚高”现象层出不穷, 粗放式增长的营地导致用户“体验感”难以保障; 此外, 政策的尚不完善导致户外场地供给不够充足(部分公园、水域限制户外活动), 上海等一线城市的疫情导致部分重要市场缺席。
- 经过一年的高速发展, 目前户外装备供应链更加充足、相关支持政策频出、营地、俱乐部、培训机构等主体的数量及服务质量明显提升, 我们认为23年户外活动承接能力明显优于去年, 户外消费需求有望得到更充分释放。

□ **盈利预测及投资建议:**

牧高笛作为国内露营装备代工及品牌龙头, 尽管23年外销业务受海外库存影响预计下滑, 但内销方面, 公司将围绕品牌建设20周年加大营销宣传力度, 同时将进一步拓展产品系列, 市场份额有望进一步提升。结合行业依旧高涨的β, 公司业绩有望超预期。

预计22-24年实现收入14.5/18.4/23.6亿元, 同比增长57%/27%/28%; 实现归母净利润1.41/1.85/2.46亿元, 同比增长79%/31%/33%, 对应PE为36/27/21倍, 预计公司1-2月内销品牌业务流水增速持续靓丽, 随着天气转暖, 3-6月户外热度将显著提升, 公司行业稀缺性显著, 维持“买入”评级。

□ **风险提示:** 露营参与热度回落; 盈利能力下降; 外销订单进一步下滑

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉  
执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨  
执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理: 邹国强  
zouguoqiang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥75.92
总市值(百万元)	5,063.10
总股本(百万股)	66.69

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《大促导致Q4净利率承压, 内销收入高增趋势延续》2023.01.18
- 2 《内销业务持续高增, 费用增厚导致净利波动——牧高笛点评报告》2022.10.31
- 3 《Q3内销持续高景气, 利润端短期波动——牧高笛点评报告》2022.10.18

## 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	923	1451	1841	2365
(+/-) (%)	43.6%	57.2%	26.9%	28.4%
归母净利润	79	141	184	246
(+/-) (%)	71.0%	78.8%	31.2%	33.1%
每股收益(元)	1.18	2.11	2.77	3.68
P/E	64.4	36.0	27.4	20.6

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,077</b>	<b>1,347</b>	<b>1,540</b>	<b>1,989</b>
现金	171	172	211	311
交易性金融资产	244	234	252	243
应收账款	85	122	157	209
其它应收款	5	5	4	4
预付账款	21	40	47	34
存货	531	759	851	1,170
其他	20	15	18	18
<b>非流动资产</b>	<b>109</b>	<b>74</b>	<b>76</b>	<b>79</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10
固定资产	39	37	35	33
无形资产	11	11	11	10
在建工程	0	0	0	0
其他	49	16	20	25
<b>资产总计</b>	<b>1,186</b>	<b>1,421</b>	<b>1,616</b>	<b>2,068</b>
<b>流动负债</b>	<b>690</b>	<b>815</b>	<b>844</b>	<b>1,076</b>
短期借款	324	306	315	311
应付款项	194	407	426	654
预收账款	0	0	0	0
其他	172	102	103	111
<b>非流动负债</b>	<b>28</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	28	4	5	4
<b>负债合计</b>	<b>718</b>	<b>819</b>	<b>849</b>	<b>1,080</b>
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	469	602	767	988
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,186</b>	<b>1,421</b>	<b>1,616</b>	<b>2,068</b>

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>923</b>	<b>1,451</b>	<b>1,841</b>	<b>2,365</b>
营业成本	694	1,051	1,293	1,653
营业税金及附加	3	6	7	8
营业费用	53	101	147	187
管理费用	56	89	115	147
研发费用	25	40	54	67
财务费用	8	3	16	18
资产减值损失	(12)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	2	2	3	4
投资净收益	17	(5)	0	0
其他经营收益	3	5	5	4
<b>营业利润</b>	<b>93</b>	<b>172</b>	<b>227</b>	<b>303</b>
营业外收支	0	1	1	0
<b>利润总额</b>	<b>93</b>	<b>174</b>	<b>228</b>	<b>303</b>
所得税	15	33	43	58
<b>净利润</b>	<b>79</b>	<b>141</b>	<b>184</b>	<b>246</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>79</b>	<b>141</b>	<b>184</b>	<b>246</b>
EBITDA	562	821	975	1,249
EPS (最新摊薄)	1.18	2.11	2.77	3.68

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	43.64%	57.17%	26.90%	28.41%
营业利润	58.60%	84.88%	31.68%	33.30%
归属母公司净利润	70.99%	78.82%	31.24%	33.09%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.83%	27.58%	29.81%	30.12%
净利率	8.51%	9.69%	10.02%	10.38%
ROE	17.31%	26.25%	26.94%	27.97%
ROIC	59.16%	72.67%	72.52%	77.53%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.51%	57.61%	52.52%	52.21%
净负债比率	153.22%	135.88%	110.60%	109.26%
流动比率	1.56	1.65	1.82	1.85
速动比率	0.76	0.67	0.76	0.73
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.85	1.11	1.21	1.28
应收账款周转率	12.09	14.00	13.18	12.89
应付账款周转率	2.79	2.71	2.67	2.71
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.18	2.11	2.77	3.68
每股经营现金	-0.12	-0.27	0.08	-0.10
每股净资产	7.03	9.03	11.51	14.82
<b>估值比率</b>				
P/E	64.40	36.02	27.44	20.62
P/B	10.81	8.40	6.60	5.12
EV/EBITDA	9.28	6.33	5.20	3.78

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>(55)</b>	<b>(165)</b>	<b>61</b>	<b>(103)</b>
净利润	79	141	184	246
折旧摊销	6	6	6	6
财务费用	13	3	16	18
投资损失	(17)	5	0	0
营运资金变动	(161)	(304)	(132)	(357)
其它	24	(16)	(13)	(15)
<b>投资活动现金流</b>	<b>25</b>	<b>173</b>	<b>(3)</b>	<b>227</b>
资本支出	14	11	3	3
长期投资	10	0	0	0
其他	2	162	(6)	224
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(37)</b>	<b>(7)</b>	<b>(20)</b>	<b>(25)</b>
短期借款	324	306	315	311
长期借款	0	0	0	0
其他	(361)	(313)	(334)	(335)
<b>现金净增加额</b>	<b>(69)</b>	<b>1</b>	<b>38</b>	<b>100</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>