

品牌业务延续高增，代工业务短期承压

核心观点

- 公司发布 2022 年报/2023 年一季报，2022 年实现收入和归母净利润 14.4 亿和 1.41 亿，同比+55.5%和+78.9%；其中 22Q4 收入和归母净利润分别+39.4%和+44.2%。23Q1 公司实现收入 3.4 亿元（+4.8%），归母净利润 0.29 亿元（-21.5%）。
- **2022 年品牌业务高增，代工业务 22Q4 起收入下滑。**1) 品牌业务 2022 年实现 7.05 亿元（+130.5%），受益于国内户外露营快速增长。其中直营/加盟/电商/其他分别实现收入 0.21/0.52/3.2/3.1 亿元，同比分别-23.6%/-20.02%/+185.7%/+209.3%。毛利率方面，品牌业务全年毛利率为 34.3%，同比+0.31pct，其中直营/加盟/电商/其他毛利率分别为 53.3%/34.5%/37.9%/29.2%，同比分别+5.04/1.83/+2.06pct/+0.48pct。2) OEM/ODM 业务：2022 年实现 7.16 亿元（+16.4%），毛利率为 23.2%，其中单 Q4 实现收入 0.85 亿元(-13.5%)，主要受海外需求扰动影响。
- **23Q1 品牌业务在高基数上持续快速增长，代工业务仍然承压。**1) 23Q1 公司自主品牌业务实现收入 1.5 亿元（+65.83%），其中小牧高直营/小牧加盟/电商/大牧线下同比增速分别为-25%/+11%/+90%/+78%，毛利率分别同比+8.2/-1.9/-5.1/-4.8pct，电商渠道和大牧线下毛利率下滑主要系公司增加了入门级产品的供给。2) 23 年一季度 OEM/ODM 实现收入 1.9 亿元，同比下降 19.6%。
- 展望 2023 年，我们认为：1) 品牌业务方面，尽管疫情放开对露营活动可能有一定分流，但考虑到国内露营行业的低渗透率、以及年轻群体消费习惯的仍在逐步养成过程中，我们认为公司大牧品牌在 2023 年仍有望维持高增，全年公司将从扩品类、扩人群、扩渠道三个方面驱动增长。2) 代工业务方面，预计 23H1 仍将受到主要客户去库存的影响，收入端将继续承压，下半年受益于新客户开拓将环比改善，全年预计下降 15%-20%左右。未来公司将进一步扩充产品品类，除传统的帐篷外，未来将推进打猎帐篷，充气帐篷等品类的营销，带来新的业务增长点。

盈利预测与投资建议

- 我们调整 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测（考虑到海外代工业务承压下调了收入、毛利率），预计 23-25 年每股收益为 2.34/2.99/3.71 元（原 2023-2024 年为 2.77 和 3.85 元），参照可比公司，并考虑到赛道的高景气和公司高增速维持 30% 估值溢价，对应 26 倍 PE 估值，目标价 60.80 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争激烈，时尚潮流的快速变化，其他户外运动对露营的分流等。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	923	1,436	1,652	2,063	2,508
同比增长(%)	43.6%	55.5%	15.0%	24.9%	21.6%
营业利润(百万元)	93	174	189	241	300
同比增长(%)	58.6%	86.9%	8.3%	27.9%	24.4%
归属母公司净利润(百万元)	79	141	156	199	247
同比增长(%)	71.0%	78.9%	10.9%	27.7%	24.3%
每股收益(元)	1.18	2.11	2.34	2.99	3.71
毛利率(%)	24.8%	28.3%	28.0%	28.3%	28.4%
净利率(%)	8.5%	9.8%	9.4%	9.7%	9.9%
净资产收益率(%)	17.3%	28.1%	25.2%	26.5%	29.1%
市盈率	45.6	25.5	23.0	18.0	14.5
市净率	7.6	6.7	5.1	4.5	4.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月28日）	53.7 元
目标价格	60.80 元
52 周最高价/最低价	112.94/51.22 元
总股本/流通 A 股（万股）	6,669/6,669
A 股市值（百万元）	3,581
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2023 年 05 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-7.89	-15.66	-12.41	-7.52
相对表现	-7.8	-16.4	-8.76	-10.27
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044
杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523030001

相关报告

内销业务维持高增，代工业务暂时承压	2023-01-21
Q3 盈利出现波动，仍看好未来露营行业持续高景气	2022-10-30
露营行业高景气延续，行业龙头顺势而上	2022-10-09

我们调整 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测（考虑到海外代工业务承压下调了收入、毛利率），预计 23-25 年每股收益为 2.34/2.99/3.71 元（原 2023-2024 年为 2.77 和 3.85 元），参照可比公司，给予 2023 年 26 倍 PE 估值，对应目标价 60.80 元，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2023 年 4 月 28 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
浙江自然	605080	44.70	2.17	2.11	2.43	2.95	20.59	21.22	18.40	15.13
李宁	02331	48.21	1.52	1.54	1.89	2.30	31.68	31.27	25.51	20.94
安踏体育	02020	82.84	2.73	2.68	3.34	4.03	30.40	30.92	24.80	20.55
特步国际	01368	7.91	0.34	0.35	0.44	0.55	22.95	22.61	18.01	14.49
ON RUNNING	ONON US Equity	31.81	-0.59	0.27	0.34	0.51	-53.92	117.81	93.56	62.37
露露柠檬	LULU US EQUITY	380.75	7.79	9.92	11.32	13.23	48.88	38.38	33.64	28.78
调整后平均								31.00	26.00	21.00

数据来源：wind, Bloomberg, 东方证券研究所（注：ON RUNNING、露露柠檬单位为美元）

表 2：主要财务数据变动分析表

主要财务信息	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,719	2,188	1,652	2,063	2,508
变动幅度			-3.9%	-5.7%	
营业利润(百万元)	228	317	189	241	300
变动幅度			-40.4%	27.9%	
归属母公司净利润(百万元)	185	257	156	199	247
变动幅度			-15.5%	-22.4%	
每股收益(元)	2.77	3.85	2.34	2.99	3.71
变动幅度			-15.5%	-22.4%	
毛利率(%)	29.0%	30.1%	28.0%	28.3%	28.4%
变动幅度			-1.0%	-1.8%	
净利率(%)	10.7%	11.7%	9.4%	9.7%	9.9%
变动幅度			-1.3%	-2.1%	
销售费用率	6.8%	6.7%	7.5%	8.0%	8.0%
变动幅度			0.7%	1.3%	
管理费用率	5.7%	5.7%	6.0%	5.9%	5.8%
变动幅度			0.3%	0.2%	
研发费用率	2.6%	2.6%	1.8%	2.0%	2.0%
变动幅度			-0.8%	-0.6%	

数据来源：wind, 东方证券研究所

风险提示：行业竞争激烈，时尚潮流的快速变化，其他户外运动对露营的分流等。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	171	132	236	198	231	营业收入	923	1,436	1,652	2,063	2,508
应收票据、账款及款项融资	85	106	122	153	185	营业成本	694	1,029	1,190	1,480	1,796
预付账款	21	24	28	35	42	营业税金及附加	3	3	3	4	5
存货	531	696	714	814	898	销售费用	53	99	124	165	201
其他	269	213	214	215	217	管理费用及研发费用	81	122	129	163	196
流动资产合计	1,077	1,172	1,314	1,414	1,573	财务费用	8	0	13	13	14
长期股权投资	10	10	10	10	10	资产、信用减值损失	13	9	5	5	5
固定资产	39	41	104	170	233	公允价值变动收益	2	(7)	(6)	1	1
在建工程	0	45	73	86	93	投资净收益	17	(1)	(1)	(1)	(1)
无形资产	11	10	10	9	9	其他	4	9	9	9	9
其他	49	63	43	41	41	营业利润	93	174	189	241	300
非流动资产合计	109	169	239	317	385	营业外收入	1	3	3	3	3
资产总计	1,186	1,341	1,553	1,731	1,958	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	324	387	387	387	409	利润总额	93	176	190	243	302
应付票据及应付账款	301	297	344	428	519	所得税	15	35	34	44	54
其他	65	88	86	91	96	净利润	79	141	156	199	247
流动负债合计	690	772	817	906	1,025	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	79	141	156	199	247
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.18	2.11	2.34	2.99	3.71
其他	28	35	31	31	31						
非流动负债合计	28	35	31	31	31	主要财务比率					
负债合计	718	807	848	936	1,055		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	67	67	67	67	67	营业收入	43.6%	55.5%	15.0%	24.9%	21.6%
资本公积	229	214	229	229	229	营业利润	58.6%	86.9%	8.3%	27.9%	24.4%
留存收益	173	253	409	499	607	归属于母公司净利润	71.0%	78.9%	10.9%	27.7%	24.3%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	469	534	705	795	903	毛利率	24.8%	28.3%	28.0%	28.3%	28.4%
负债和股东权益总计	1,186	1,341	1,553	1,731	1,958	净利率	8.5%	9.8%	9.4%	9.7%	9.9%
						ROE	17.3%	28.1%	25.2%	26.5%	29.1%
						ROIC	11.2%	16.1%	16.3%	18.2%	20.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	60.5%	60.2%	54.6%	54.1%	53.9%
净利润	79	141	156	199	247	净负债率	34.3%	49.5%	22.7%	25.0%	20.8%
折旧摊销	6	9	12	22	32	流动比率	1.56	1.52	1.61	1.56	1.54
财务费用	8	0	13	13	14	速动比率	0.77	0.62	0.73	0.66	0.66
投资损失	(17)	1	1	1	1	营运能力					
营运资金变动	(140)	(152)	11	(50)	(29)	应收账款周转率	12.1	15.0	14.5	15.0	14.8
其它	10	3	20	(1)	(1)	存货周转率	1.6	1.7	1.7	1.9	2.1
经营活动现金流	(55)	1	214	184	264	总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.3	1.4
资本支出	(8)	(54)	(100)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	(10)	0	0	0	0	每股收益	1.18	2.11	2.34	2.99	3.71
其他	43	30	(11)	(0)	(0)	每股经营现金流	-0.83	0.02	3.20	2.76	3.96
投资活动现金流	25	(23)	(111)	(100)	(100)	每股净资产	7.03	8.01	10.57	11.92	13.54
债权融资	8	1	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	(15)	15	0	0	市盈率	45.6	25.5	23.0	18.0	14.5
其他	(45)	(19)	(13)	(122)	(131)	市净率	7.6	6.7	5.1	4.5	4.0
筹资活动现金流	(37)	(33)	2	(122)	(131)	EV/EBITDA	32.8	19.2	16.4	12.7	10.2
汇率变动影响	(1)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	34.7	20.1	17.4	13.8	11.2
现金净增加额	(69)	(55)	104	(38)	33						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。