

# 牧高笛 (603908.SH)

## 自有品牌景气持续，外销承压

**2022 年收入+56%，业绩+79%。**1) 2022 年公司收入/业绩分别同比高速增长 55.5%/78.9%至 14.4/1.4 亿元，我们判断主要系国内自有品牌业务收入快速增长带动。2) 盈利质量：毛利率+3.5pct 至 28.3%，我们判断主要系规模效应得以体现；销售费用率同比+1.1pct 至 6.9%，主要系推广费及人工成本增加；管理费用率同比基本持平为 6.0%；财务费用率分别同比-0.9pct 至 0.02%，主要系汇兑收益增加；净利率同比+1.3pct 至 9.8%。

**2023Q1 收入同增 5%，业绩同降 22%，我们判断主要系代工业务拖累。**1) 2023Q1 公司收入/业绩分别同比+4.8%/-21.5%至 3.4/0.3 亿元，我们判断整体表现走弱主要系代工出口业务拖累，而国内业务收入在 2023Q1 依然同比高速增长。2) 盈利质量：毛利率同比+1.0pct 至 26.5%，销售/管理费用率分别同比+3.4/+1.2pct 至 7.3%/5.8%，净利率-2.8pct 至 8.4%。

**国内自有品牌持续高速增长，2023 全年精致露营景气有望持续。**2022 年以来至国内露营行业景气持续高涨，2022 年/2023Q1 公司自有品牌收入分别同增 130.5%/65.8%至 7.1/1.5 亿元，我们判断 2023 全年自有品牌业务收入仍有望快速增长。1) 产品：精致露营场景相关产品销售高速增长，通过联名、跨界合作、借助社交媒体等方式助力产品及品牌破圈。2) 渠道：大牧仍为业务增长的贡献主力，小牧品牌则仍在调整阶段。①大牧：2022 年/2023Q1 电商收入同比分别+186%/+90%至 3.2/0.6 亿元，其他渠道（包括专业装备分销、大客户等渠道）收入同比分别+209%/+78%至 3.1/0.8 亿元；②小牧：2022 年/2023Q1 直营收入同比分别-24%/-25%至 0.2/0.05 亿元，加盟收入同比分别-20%/+11%至 0.5/0.1 亿元。

**代工业务 2022 年稳健增长，目前订单承压、后续有望改善。**1) 公司代工业务（OEM/ODM 业务，出口海外）2022 年/2023Q1 销售同比分别+16.4%/-19.6%至 7.2/1.9 亿元，我们判断 2023Q2 公司代工业务订单需求仍较为平淡（主要系下游客户仍在去化库存中）、预计 2023H2 订单表现有望出现环比改善。据公司公告我们判断 2023 全年代工业务收入同比预计下滑 16%左右。2) 中长期来看，公司帐篷产能规模位于国内前列（2022 年帐篷产量 279 万件），合作海外户外头部品牌、美洲市场开拓已见成效，我们判断代工业务经历 2023 年的调整后有望步入稳健增长。

**存货周转及现金流管理有待改善。**1) 存货：2023Q1 末公司存货同比+22%至 6.6 亿元（主要系公司两大业务备货所致，我们据行业情况估计其中自有品牌、代工业务存货占比各约 50%），2022 年/2023Q1 存货周转天数同比分别-1/+44 天至 215/243 天，后续随着业务正常进行、我们预计公司营运周转有望改善。2) 2022 年/2023Q1 公司经营现金流量净额分别 0.01/-0.27 亿元，我们判断后续有望改善。

**我们估计 2023 年公司收入及业绩仍有望稳健增长。**1) 公司发布 2023 年财务预算：估计主营业务收入+9%至 15.5 亿元（其中自有品牌收入预计+34%，代工业务收入预计下滑 16%），估计净利润+3%至 1.45 亿元。2) 考虑国内行业较高的景气度、结合公司目前实际运营情况，我们基于公司财务预算略有调整、综合预计 2023 年公司收入有望增长 12%至 16.1 亿元/业绩有望增长 8%至 1.52 亿元。

**投资建议：**我们预测 2023~2025 年公司归母净利润为 1.52/1.84/2.2 亿元，同比分别增长 8%/21%/19%。当前股价对应 2023 年 PE 为 25 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业景气波动风险；原材料价格波动风险；大客户订单波动风险；汇率波动风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	923	1,436	1,611	1,977	2,389
增长率 yoy (%)	43.6	55.5	12.2	22.7	20.9
归母净利润 (百万元)	79	141	152	184	219
增长率 yoy (%)	71.0	78.9	8.3	20.6	19.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.18	2.11	2.28	2.75	3.29
净资产收益率 (%)	16.8	26.3	25.1	25.2	24.7
P/E (倍)	48.4	27.1	25.0	20.7	17.4
P/B (倍)	8.1	7.1	6.3	5.2	4.3

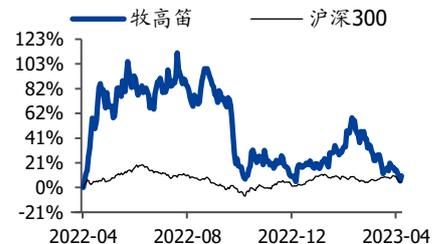
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

### 增持 (维持)

#### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	增持
4 月 26 日收盘价(元)	57.04
总市值(百万元)	3,804.00
总股本(百万股)	66.69
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	1.84

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

##### 研究助理 侯子夜

执业证书编号：S0680121070015

邮箱：houziye@gszq.com

##### 研究助理 王佳伟

执业证书编号：S0680122060018

邮箱：wangjiawei@gszq.com

#### 相关研究

- 《牧高笛 (603908.SH)：自有品牌高速增长，代工业务订单承压》2023-01-18
- 《牧高笛 (603908.SH)：Q3 品牌业务翻倍增长，业绩短暂承压》2022-10-27
- 《牧高笛 (603908.SH)：露营赛道佼佼者，迎户外景气腾飞》2022-09-15





### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com