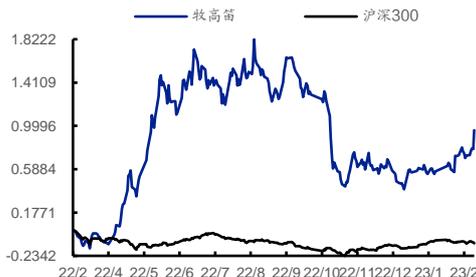


研究所  
 证券分析师： 杨仁文 S0350521120001  
 yangrw@ghzq.com.cn  
 联系人： 马川琪 S0350121090021  
 macq@ghzq.com.cn

## 重视春季行情，关注户外装备销售旺季

### ——牧高笛（603908）点评报告

#### 最近一年走势



相对沪深300表现		2023/02/24		
表现	1M	3M	12M	
牧高笛	24.9%	20.6%	94.4%	
沪深300	-2.9%	8.1%	-10.3%	

市场数据		2023/02/24
当前价格(元)		76.57
52周价格区间(元)		31.52-112.94
总市值(百万)		5,106.45
流通市值(百万)		5,106.45
总股本(万股)		6,669.00
流通股本(万股)		6,669.00
日均成交额(百万)		343.10
近一月换手(%)		3.64

#### 事件：

**牧高笛：**春季到来下，气温回暖，公园、露营地等户外活动增加，根据炼丹炉大数据，截至2023年2月24日，淘宝牧高笛旗舰店销售额为701万元（月份结束后仍有可能新增），销售额同比增加150.53%，销售额环比增加39.11%，需重视户外用品销售旺季。

#### 投资要点：

- **公司主营业务包括自有品牌运营业务与露营帐篷 OEM/ODM 业务两大板块。**品牌业务以国内市场为主，创立于2003年。作为新生活方式的倡导者，旗下拥有露营装备品牌——牧高笛 MOBI GARDEN、城市轻户外服饰品牌——MOBI GARDEN URBAN、山系服装品牌——MOBI VILLA，牧高笛秉持「亲近自然，探索自然，保护自然，人与自然的和谐共生」的品牌价值观，多维度推动精致露营融入大众生活。近年来，公司品牌业务占比不断提升，品牌业务占主营业务收入比重从2020H1的18%提升至2022H1的40%。
- **主品牌 MOBI GARDEN（牧高笛山标）——自然界移动的花园，致力于「打造自在精致的家，把舒适带去自然，把自然带回生活」，以小自在，开启大自然。**品牌主张“露营专业主义”内核，将高海拔露营这种严酷环境下的装备品质要求，带到精致露营、精致徒步、精致野餐、居家露营等场景下。凭借更高颜值和更加人性化的设计，以及更加人文的品牌张力，赢得了广大露营爱好者的青睐。
- **子品牌布局户外服饰，覆盖多个户外场景。**子品牌 MOBI GARDEN URBAN（牧高笛鹿标），延续牧高笛 MOBI GARDEN 的专业户外基因，从城市轻生活角度出发，致力于打造一个懂城市、懂自然、有品位的高性能出行服饰品牌。MOBI GARDEN URBAN 将户外科技融合时尚风格，以通勤、旅行、慢跑、露营、徒步登山等多场景穿着为开发理念，提供“都市·山野，一衣穿行”的舒适体验，让都市人都能热爱来自山野的户外科技。子品牌 MOBI VILLA，是牧高笛 MOBI GARDEN 旗下独立运营的山系潮流露营服装品牌，产品于2022年上市销售，致力于让潮流文化爱好者都能喜爱植根旷野的山系风格。MOBI VILLA 始终关注精致露营的生活方式，应用轻机能的演绎手法，阐述“BE WILD, BE MILD”穿衣美学，用风格集结潮流年轻世代，用功能呈现更具设计感的前卫穿搭。OEM/ODM 业务为全球客户提供高品质帐篷

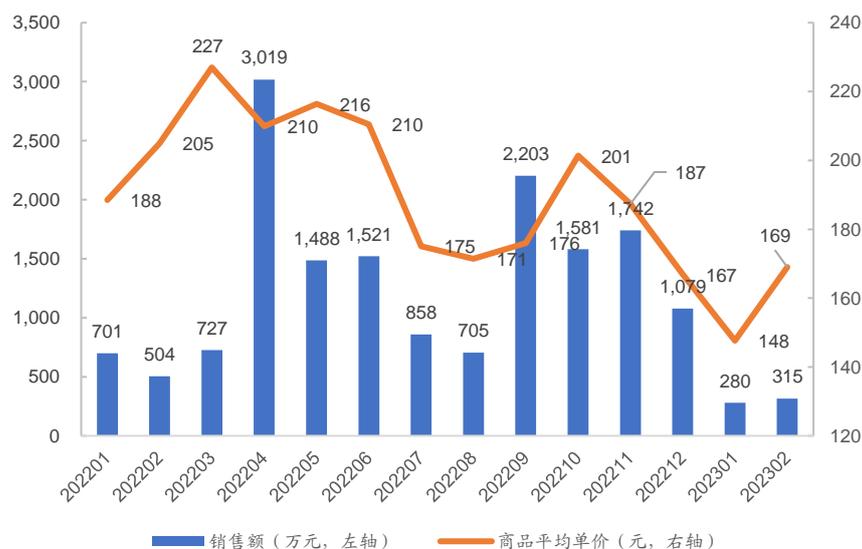
产品的开发设计和生产制造服务，产品远销欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲和美国等国际市场。2021年，牧高笛前五名客户销售额4.81亿元，占年度销售总额52.15%。其中迪卡侬下属企业DESIPRO PTE, LTD销售额达3.16亿元，占比34.30%。

- **2022年，国内户外露营行业呈现爆发式增长，精致露营已成为年轻一代最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的倡导者，抓住行业机会乘势向上。报告期内，受益于终端需求的提升，叠加公司自主品牌业务在产品力、品牌力、渠道力上的持续发力，公司实现了收入和净利润的快速增长。
- **户外支持政策颁布，驱动产业发展和基建发力。**近年来，我国相继颁布《全民健身计划（2021-2025）》、《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》、《户外运动产业发展规划（2022-2025年）》等政策，并提出“到2025年，户外运动产业高质量发展成效显著，基本形成供给与需求有效对接、产业与生态协调发展、产品与服务品牌彰显、业态与模式持续创新的发展格局。户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长，户外运动产业总规模超过3万亿元”的目标。在人均GDP水平提升、政策支持与基建完善的背景下，我们看好户外行业小众运动未来市场发展空间。
- **春季天气回暖下户外活动增加，重视户外用品销售旺季。**春季到来下，气温回暖，各地公园、露营地等户外活动增加，根据炼丹炉大数据，截至2023年2月24日，淘宝牧高笛旗舰店销售额为701万元（月份结束后仍有可能新增），销售额同比增加150.53%，销售额环比增加39.11%，近一月销量前列的产品主要有户外椅凳、野餐垫、防潮垫、营地车、天幕、帐篷等。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司2022-2024年实现收入14.25/18.49/22.28亿元人民币，同比+54%/30%/20%；归母净利润1.38/1.92/2.53亿元人民币，同比+75%/+39%/+32%；实现EPS 2.07/2.87/3.80元人民币，2023年2月24日收盘价76.57元，对应2022-2024年PE估值为37.03/26.65/20.17X。长期我们看好户外行业的蓬勃发展，以及公司产品力、品牌力、渠道力的不断增强，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动引致的风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；产品推出不及预期风险；突发公共卫生事件影响风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	923	1425	1849	2228
增长率(%)	44	54	30	20
归母净利润(百万元)	79	138	192	253
增长率(%)	71	75	39	32
摊薄每股收益(元)	1.18	2.07	2.87	3.80
ROE(%)	17	23	24	24
P/E	35.17	37.03	26.65	20.17
P/B	5.91	8.38	6.36	4.83
P/S	3.00	3.58	2.76	2.29
EV/EBITDA	29.74	29.45	23.35	18.21

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所(股价更新日期为 2 月 24 日)

图: 牧高笛旗舰店近一年月销售额(万元)及平均单价(元)跟踪



注: 二月数据截至 2 月 24 日, 月份结束后仍有可能新增。

资料来源: 炼丹炉大数据, 国海证券研究所

附表：牧高笛盈利预测表

证券代码:	603908				股价:	76.57		投资评级:	买入		日期:	2023/02/24	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	17%	23%	24%	24%	EPS	1.18	2.07	2.87	3.80				
毛利率	25%	27%	28%	29%	BVPS	7.03	9.14	12.04	15.85				
期间费率	13%	12%	11%	11%	<b>估值</b>								
销售净利率	9%	10%	10%	11%	P/E	35.17	37.03	26.65	20.17				
<b>成长能力</b>					P/B	5.91	8.38	6.36	4.83				
收入增长率	44%	54%	30%	20%	P/S	3.00	3.58	2.76	2.29				
利润增长率	71%	75%	39%	32%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
总资产周转率	0.78	1.18	1.18	1.12	营业收入	923	1425	1849	2228				
应收账款周转率	10.82	10.85	10.59	10.68	营业成本	694	1036	1334	1593				
存货周转率	1.74	1.92	1.93	1.93	营业税金及附加	3	9	11	13				
<b>偿债能力</b>					销售费用	53	97	129	151				
资产负债率	61%	49%	49%	47%	管理费用	56	81	107	127				
流动比	1.56	1.95	2.01	2.15	财务费用	8	-2	-24	-41				
速动比	0.76	0.55	0.59	0.71	其他费用/(-收入)	25	33	52	67				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业利润	93	181	255	338				
现金及现金等价物	415	120	163	287	营业外净收支	0	0	0	0				
应收款项	85	131	175	209	利润总额	93	181	255	338				
存货净额	531	742	958	1156	所得税费用	15	44	64	84				
其他流动资产	46	76	106	136	净利润	79	138	192	253				
<b>流动资产合计</b>	<b>1077</b>	<b>1069</b>	<b>1402</b>	<b>1787</b>	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	39	41	44	47	归属于母公司净利润	79	138	192	253				
在建工程	0	1	2	2	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
无形资产及其他	60	80	104	130	经营活动现金流	-55	46	55	131				
长期股权投资	10	15	21	27	净利润	79	138	192	253				
<b>资产总计</b>	<b>1186</b>	<b>1206</b>	<b>1573</b>	<b>1991</b>	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	324	0	0	0	折旧摊销	17	11	12	13				
应付款项	301	442	568	681	公允价值变动	-2	-6	-8	-9				
预收帐款	0	1	1	1	营运资金变动	-161	-107	-141	-127				
其他流动负债	65	105	128	150	投资活动现金流	25	-65	-70	-70				
<b>流动负债合计</b>	<b>690</b>	<b>548</b>	<b>697</b>	<b>832</b>	资本支出	-13	-26	-30	-30				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	37	-43	-46	-47				
其他长期负债	28	49	73	103	其他	1	4	6	7				
<b>长期负债合计</b>	<b>28</b>	<b>49</b>	<b>73</b>	<b>103</b>	筹资活动现金流	-37	-311	24	30				
<b>负债合计</b>	<b>718</b>	<b>596</b>	<b>769</b>	<b>935</b>	债务融资	35	-303	24	30				
股本	67	67	67	67	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	469	610	803	1057	其它	-72	-9	0	0				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1186</b>	<b>1206</b>	<b>1573</b>	<b>1991</b>	现金净增加额	-69	-327	11	91				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【海外消费&纺织服装小组介绍】

杨仁文：国海证券总裁助理兼研究所所长，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND 等最佳分析师第一名。

马川琪：美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

## 【分析师承诺】

杨仁文，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本

公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。