

# 牧高笛 (603908)

证券研究报告

2023年05月02日

## 外销短期承压，品牌方向明确

公司 23Q1 营收 3.4 亿同增 4.8%，归母净利 0.3 亿同减 21%

公司 23Q1 营收 3.4 亿同增 4.8%，归母净利 0.3 亿同减 21%。其中，外销业务（即 OEM/ODM 业务，下同）营收 1.9 亿同减 19.6%，品牌业务 1.5 亿同增 65.8%。品牌业务中，线上营收 0.56 亿同增 89.9%，线下 0.98 亿同增 54.6%；线下小牧直营 0.05 亿同减 25%，小牧加盟 0.13 亿同增 11%，大牧线下 0.8 亿同增 78%。

23Q1 毛利率 26.5%同增 1pct，归母净利率 8.4%同减 2.8pct。其中 23Q1 品牌业务毛利率 31%同减 4.6pct；品牌业务中，线上毛利率 36.1%同减 5.1pct，小牧直营 56.7%同增 8.2pct，小牧加盟 31.9%同减 1.9pct，大牧线下 25.8%同减 4.8pct。

22 年营收 14.4 亿同增 56%，归母净利 1.4 亿同增 79%

22 年营收 14.4 亿同增 56%，主要系自主品牌业务装备市场增长迅猛及 OEM/ODM 业务增长而致销售额增长，归母净利 1.4 亿同增 79%。分季度，22Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 3.3/5.4/2.9/2.8 亿元，同增 56%/65%/56%/39%。

分业务，22 年外销收入 7.2 亿同增 16.4%；品牌业务收入 7.05 亿同增 130.5%，主要系国内户外露营迅速增长，叠加公司在产品力、品牌力、渠道力上持续发力等原因所致。品牌业务中，直营店收入 0.21 亿同减 23.6%，加盟店 0.52 亿同减 20%，电商 3.2 亿同增 186%，其他 3.1 亿同增 209%。

22 年毛利率 28.3%同增 3.5pct，归母净利率 9.8%同增 1.3pct。其中 22 年品牌业务毛利率 34.25%同增 0.3pct；品牌业务中，直营店毛利率 53.3%同增 5pct，加盟店 34.5%同增 1.8pct，电商 37.85%同增 2.1pct，其他 29.2%同增 0.5pct。

公司预计 23 年主营收入 15.5 亿同增 9%，净利润 1.45 亿同增 3.1%

公司发布 23 年财务预算报告，预计 23 年主营收入 15.5 亿同增 9%，净利润 1.45 亿同增 3.1%，其中品牌业务收入 9.45 亿同增 34%，外销收入 6.05 亿同减 15.6%。

**产品坚持原创，坚持全品类拓展与产品共创。**设计团队自主迭代创新，目前已升级至第五代“冷山”，创造 80 多万顶销量传奇；推出纪元、揽盛、指挥官等系列，赢得良好口碑。不断扩充产品线，使牧高笛成为品类齐全的精致露营生活方式品牌。注重产品和用户共同开发理念，通过多种渠道和方式保持与消费者沟通。

**整合线上线下资源，积极探索创新渠道。**以一站式户外体验店为线下载体，整合线上线下资源，积极探索新的销售模式。线上与天猫、京东、唯品会等建立深度合作关系，开拓直播、抖音、小红书等新媒体平台，抖音等新兴渠道增长迅速。线下包括户外分销、大客户渠道、KA 卖场、装备线下体验店等，从不同层面贴近目标消费群体。

**探索多种品牌创新思路，实现品牌破圈。**公司致力于推动露营文化和多元文化的结合，围绕生活方式露营+的概念，多维度触达和吸引年轻一代的消费人群。赞助一起露营吧，结合小红书大热户外生活趋势，推出小红书全明星露营季；携手 LINEFRIENDS、魅族、摇曳露营等异业伙伴推出主打年轻消费群体的联名产品。

### 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	53.7 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)	3,581.25
流通 A 股市值(百万元)	3,581.25
每股净资产(元)	8.44
资产负债率(%)	56.44
一年内最高/最低(元)	112.94/51.22

### 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

- 1 《牧高笛-公司点评:数据向上旺季将至，露营景气延续》 2023-02-27
- 2 《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
- 3 《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

### 代工保供应抢订单，新市场开发初见成效

OEM/ODM 订单需求持续增长，同时原材料供应及生产能力受到挑战。公司加大供应商开发力度，确保同品类原材料在不同区域有合格供应商可选择，增加供应敏捷性；同时积极扩大自有产能，寻找优质认证厂商，以提高制造能力。

公司做大做强现有市场和客户的同时，积极开拓新市场。把美洲作为重点开拓区域并已初见成效，已成功和美国目标客户建立合作，同时与美国加拿大主要户外零售商建立密切业务联系。

**调整盈利预测，维持“买入”评级。**露营旺季来临，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。考虑到消费热度与环境持续变化下我们调整盈利预测，预计公司 23-25 年收入分别为 16.3、19.6、23.9 亿元（23-24 年原值分别为 21、28 亿），归母净利分别为 1.6、1.9、2.4 亿元（23-24 年原值分别为 1.9、2.6 亿），对应 EPS 分别为 2.4、2.9、3.6 元/股，PE 分别为 22/18/15x。

**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。公司财务预算不代表盈利预测，能否实现存在不确定性。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	923.26	1,435.83	1,625.50	1,964.91	2,394.24
增长率(%)	43.64	55.52	13.21	20.88	21.85
EBITDA(百万元)	155.23	228.03	235.86	282.14	345.59
归属母公司净利润(百万元)	78.61	140.62	160.15	193.96	236.83
增长率(%)	70.99	78.88	13.89	21.11	22.10
EPS(元/股)	1.18	2.11	2.40	2.91	3.55
市盈率(P/E)	45.55	25.47	22.36	18.46	15.12
市净率(P/B)	7.64	6.71	5.92	6.26	6.68
市销率(P/S)	3.88	2.49	2.20	1.82	1.50
EV/EBITDA	16.97	17.80	14.56	13.76	11.12

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	170.95	132.15	130.04	157.19	191.54
应收票据及应收账款	85.34	106.17	143.80	152.64	196.94
预付账款	20.52	24.23	26.71	35.81	39.12
存货	531.02	696.15	700.92	977.71	1,062.52
其他	269.37	213.11	225.43	222.09	226.84
<b>流动资产合计</b>	<b>1,077.20</b>	<b>1,171.82</b>	<b>1,226.90</b>	<b>1,545.45</b>	<b>1,716.96</b>
长期股权投资	9.86	9.52	9.52	9.52	9.52
固定资产	38.93	40.50	72.99	117.72	156.82
在建工程	0.08	45.48	63.29	85.97	81.58
无形资产	10.85	10.47	9.58	8.70	7.81
其他	49.49	63.34	40.98	48.79	49.22
<b>非流动资产合计</b>	<b>109.21</b>	<b>169.32</b>	<b>196.36</b>	<b>270.71</b>	<b>304.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,186.41</b>	<b>1,341.14</b>	<b>1,423.26</b>	<b>1,816.15</b>	<b>2,021.91</b>
短期借款	323.56	386.92	217.51	650.22	696.70
应付票据及应付账款	301.28	297.42	497.17	428.61	665.31
其他	54.77	70.48	80.05	87.29	94.86
<b>流动负债合计</b>	<b>679.60</b>	<b>754.83</b>	<b>794.72</b>	<b>1,166.12</b>	<b>1,456.87</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	49.30	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27.80	35.18	23.12	28.70	29.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>27.80</b>	<b>35.18</b>	<b>23.12</b>	<b>77.99</b>	<b>29.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>717.87</b>	<b>807.09</b>	<b>817.84</b>	<b>1,244.12</b>	<b>1,485.87</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	66.69	66.69	66.69	66.69	66.69
资本公积	229.29	229.29	229.29	229.29	229.29
留存收益	172.56	253.16	314.48	282.77	249.01
其他	0.00	(15.09)	(5.03)	(6.71)	(8.94)
<b>股东权益合计</b>	<b>468.54</b>	<b>534.05</b>	<b>605.42</b>	<b>572.04</b>	<b>536.05</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,186.41</b>	<b>1,341.14</b>	<b>1,423.26</b>	<b>1,816.15</b>	<b>2,021.91</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	78.61	140.62	160.15	193.96	236.83
折旧摊销	7.70	9.79	10.60	13.46	16.18
财务费用	13.20	2.42	5.62	10.11	16.65
投资损失	(17.19)	1.19	(7.71)	(7.90)	(4.81)
营运资金变动	(166.41)	(164.81)	152.18	(356.95)	107.04
其它	28.82	11.98	(1.89)	0.77	1.12
<b>经营活动现金流</b>	<b>(55.27)</b>	<b>1.19</b>	<b>318.95</b>	<b>(146.55)</b>	<b>373.01</b>
资本支出	(0.70)	47.23	72.06	74.42	49.70
长期投资	9.86	(0.34)	0.00	0.00	0.00
其他	15.99	(70.21)	(125.70)	(147.19)	(95.99)
<b>投资活动现金流</b>	<b>25.14</b>	<b>(23.31)</b>	<b>(53.64)</b>	<b>(72.78)</b>	<b>(46.29)</b>
债权融资	34.56	64.54	(178.64)	473.83	(19.55)
股权融资	(60.02)	(15.09)	(88.77)	(227.35)	(272.83)
其他	(11.96)	(82.16)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(37.42)</b>	<b>(32.71)</b>	<b>(267.42)</b>	<b>246.48</b>	<b>(292.38)</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>(67.54)</b>	<b>(54.84)</b>	<b>(2.11)</b>	<b>27.15</b>	<b>34.35</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>923.26</b>	<b>1,435.83</b>	<b>1,625.50</b>	<b>1,964.91</b>	<b>2,394.24</b>
营业成本	693.98	1,029.00	1,159.96	1,400.59	1,702.31
营业税金及附加	2.97	2.77	4.21	5.07	5.66
销售费用	53.09	98.63	115.09	139.51	167.60
管理费用	55.84	86.18	96.72	117.31	143.65
研发费用	25.40	36.15	40.64	53.05	61.53
财务费用	8.08	0.26	5.62	10.11	16.65
资产/信用减值损失	(12.98)	(8.99)	(11.28)	(11.08)	(10.45)
公允价值变动收益	1.69	(7.19)	(1.89)	0.77	1.12
投资净收益	17.19	(1.19)	7.71	7.90	4.81
其他	(15.30)	25.84	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>93.29</b>	<b>174.35</b>	<b>197.82</b>	<b>236.87</b>	<b>292.32</b>
营业外收入	1.48	2.65	1.56	1.90	1.88
营业外支出	1.38	1.26	1.41	1.35	1.34
<b>利润总额</b>	<b>93.39</b>	<b>175.75</b>	<b>197.97</b>	<b>237.42</b>	<b>292.86</b>
所得税	14.77	35.12	37.82	43.46	56.03
<b>净利润</b>	<b>78.61</b>	<b>140.62</b>	<b>160.15</b>	<b>193.96</b>	<b>236.83</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>78.61</b>	<b>140.62</b>	<b>160.15</b>	<b>193.96</b>	<b>236.83</b>
每股收益(元)	1.18	2.11	2.40	2.91	3.55

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	43.64%	55.52%	13.21%	20.88%	21.85%
营业利润	58.60%	86.89%	13.46%	19.74%	23.41%
归属于母公司净利润	70.99%	78.88%	13.89%	21.11%	22.10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.83%	28.33%	28.64%	28.72%	28.90%
净利率	8.51%	9.79%	9.85%	9.87%	9.89%
ROE	16.78%	26.33%	26.45%	33.91%	44.18%
ROIC	42.84%	41.62%	30.74%	44.11%	28.63%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.51%	60.18%	57.46%	68.50%	73.49%
净负债率	34.27%	49.46%	15.40%	96.15%	95.66%
流动比率	1.56	1.52	1.54	1.33	1.18
速动比率	0.79	0.62	0.66	0.49	0.45
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	12.09	14.99	13.01	13.26	13.70
存货周转率	2.22	2.34	2.33	2.34	2.35
总资产周转率	0.85	1.14	1.18	1.21	1.25
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.18	2.11	2.40	2.91	3.55
每股经营现金流	-0.83	0.02	4.78	-2.20	5.59
每股净资产	7.03	8.01	9.08	8.58	8.04
<b>估值比率</b>					
市盈率	45.55	25.47	22.36	18.46	15.12
市净率	7.64	6.71	5.92	6.26	6.68
EV/EBITDA	16.97	17.80	14.56	13.76	11.12
EV/EBIT	17.71	18.48	15.24	14.45	11.67

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