

牧高笛 (603908.SH)

22年营收同比增加55.52%，23Q1利润承压

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	923	1,436	1,624	2,004	2,438
增长率 yoy (%)	43.6	55.5	13.1	23.3	21.6
归母净利润(百万元)	79	141	152	187	240
增长率 yoy (%)	71.0	78.9	7.7	23.6	28.4
ROE (%)	16.8	26.3	25.0	26.3	27.5
EPS 最新摊薄 (元)	1.18	2.11	2.27	2.81	3.60
P/E (倍)	48.4	27.1	25.1	20.3	15.8
P/B (倍)	8.1	7.1	6.3	5.3	4.4

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为2023年4月26日收盘价

2022年营收同比增加55.52%，23Q1净利润承压。2022年公司营业收入为14.36亿元，同比+55.52%；归母净利润1.41亿元，同比+78.88%；扣非后净利润1.39亿元，同比+125.60%；基本每股收益为2.11元，去年同期为1.18元。分季度来看，公司2022Q4实现营业收入2.78亿元，同比+39.39%，归母净利润0.10亿元，同比+44.24%；扣非后净利润0.07亿元，同比+1799.78%。同时，公司公告一季度业绩，2023Q1实现营业收入3.43亿元，同比+4.81%，归母净利润0.29亿元，同比-21.47%；扣非后净利润0.26亿元，同比-18.70%。

22年毛利率、净利率上升，23Q1净利率同比下滑。公司2022年毛利率为28.33%，同比+3.50pct。费用端，公司2022年期间费用率为15.41%，同比-0.02pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为6.87%/6.00%/2.52%/0.02%，分别同比+1.12pct/-0.05pct/-0.23pct/-0.85pct。销售费用增长85.77%，主要系主营业务增长而增加人工成本、推广费等增加所致；管理费用增长54.33%，主要系本期主营业务增长而增加人工成本、租赁费等所致；研发费用增长42.31%，主要系公司增加帐篷、装备及鞋服新产品研发投入力度而增加所致；财务费用减少96.83%，主要系本期汇率上涨引起的汇兑收益增加所致。公司2022年净利率为9.79%，同比+1.58pct。分季度来看，公司2022Q4净利率为3.72%，同比+0.12pct；2023Q1净利率为8.42%，同比-2.81pct。

自主品牌业务业绩亮眼，经销渠道营收大幅增长。分业务来看，OEM/ODM业务实现收入7.16亿元，同比增长16.4%；自主品牌业务受益于国内户外露营爆发式增长，叠加公司在产品力、品牌力、渠道力上持续发力，实现收入7.05亿元，同比增幅达130.50%，成为公司经营业绩亮点。分渠道来看，公司直销/经销分别实现营收10.57亿元/3.65亿元，同比+39.95%/+119.30%；毛利率为28.21%/29.99%，同比+4.48pct/-0.31pct。

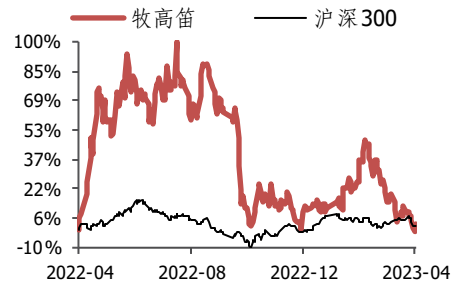
经营活动现金流量净额增加102.15%，应收账款周转率加快。现金流方面，2022年公司经营活动产生的现金流量净额为0.01亿元，同比增加102.15%，主要系因业务增长货款收回金额较采购商品支付金额增加所致。由于自主品牌业务装备随着市场增量备货以及OME/ODM业务2023年在手订单备货，

买入 (维持评级)

股票信息

行业	纺织服装
2023年4月26日收盘价(元)	57.04
总市值(百万元)	3,804.00
流通市值(百万元)	3,804.00
总股本(百万股)	66.69
流通股本(百万股)	66.69
近3月日均成交额(百万元)	154.94

股价走势



作者

分析师 黄淑妍

执业证书编号: S1070514080003

邮箱: huangsy@cgws.com

相关研究

- 1、《把握精致露营热潮，户外龙头乘风而起—牧高笛(603908)公司深度报告》2023-03-15

2022年公司存货为 6.96 亿元，同比+31.10%；存货周转天数为 214.67 天，同比减少 1.07 天，存货周转速度微增。应收账款周转天数为 24.01 天，同比减少 5.77 天，应收账款周转率加快。

持续品类创新，丰富全品类矩阵。公司坚持“以人为本”的产品开发理念，坚持中高端的产品定位，以露营爱好者为突破口，快速构建产品品类矩阵。公司推出露营纪元、揽盛、假日星空等系列，注重产品研发设计，兼顾潮流与实用，在市场上赢得了消费者良好的口碑。此外，公司打造高海拔、精致徒步、精致野餐等场景矩阵，开发睡眠系统、厨房系统、收纳系统、客厅系统等产品矩阵，从产品风格上丰富场景，从产品线上细化产品。未来公司将持续品类创新，进一步丰富全品类矩阵，聚焦产品功能性、轻量化、个性化，解锁更多露营新场景。

投资建议：公司主要从事露营帐篷、户外服饰及其他户外用品的设计、研发、生产和销售，拥有越南、孟加拉两个海外生产基地，产能处于国内领先地位，目前国内外产能已经充分理顺，有能力抓住行业快速发展机遇。代工业务方面，公司凭借在工艺设计、材料品质、生产效率和附加服务等方面优势，积累的良好口碑，深度绑定多家户外行业头部客户。自有品牌方面，随着国民经济的快速发展、户外运动行业政策持续落实、消费者注重健康观念不断提升，国内迎来精致露营行业的快速发展，公司凭借领先的 brand 影响力、不断创新的高质量产品、广泛的多渠道布局，抓住行业机遇，推动内销业务持续快速增长。预测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.27 元、2.81 元、3.60 元，对应 PE 分别为 25X、20X、16X，维持“买入”的投资评级。

风险提示：海外需求下行风险，户外露营行业增速放缓及竞争加剧风险，汇率波动风险，内部管理风险，国际政治经济环境的变化风险，原材料价格上涨风险，客户集中度较高带来的经营风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1077	1172	1319	1617	1768
现金	171	132	286	184	309
应收票据及应收账款	85	106	111	157	168
其他应收款	5	5	7	8	10
预付账款	21	24	26	36	40
存货	531	696	680	1024	1033
其他流动资产	264	208	208	208	208
非流动资产	109	169	172	183	193
长期投资	10	10	9	8	8
固定资产	39	41	54	71	86
无形资产	11	10	9	9	8
其他非流动资产	50	109	100	95	91
资产总计	1186	1341	1491	1799	1961
流动负债	690	772	840	1029	1015
短期借款	324	387	387	491	387
应付票据及应付账款	301	297	374	457	546
其他流动负债	65	88	79	81	82
非流动负债	28	35	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	35	35	35	35
负债合计	718	807	875	1064	1050
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	67	67	67	67	67
资本公积	229	229	229	229	229
留存收益	173	253	318	399	503
归属母公司股东权益	469	534	616	735	910
负债和股东权益	1186	1341	1491	1799	1961

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-55	1	273	-86	348
净利润	79	141	152	187	240
折旧摊销	8	10	7	10	13
财务费用	8	0	11	11	9
投资损失	-17	1	1	1	1
营运资金变动	-161	-181	85	-315	63
其他经营现金流	28	30	17	20	22
投资活动现金流	25	-23	-18	-28	-31
资本支出	14	51	11	21	23
长期投资	47	35	1	1	1
其他投资现金流	-9	-8	-8	-8	-8
筹资活动现金流	-37	-33	-100	-92	-89
短期借款	35	63	0	104	-104
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-72	-96	-100	-196	15
现金净增加额	-69	-55	154	-206	228

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	923	1436	1624	2004	2438
营业成本	694	1029	1154	1429	1724
营业税金及附加	3	3	3	4	5
销售费用	53	99	120	144	178
管理费用	56	86	98	120	146
研发费用	25	36	41	50	61
财务费用	8	0	11	11	9
资产和信用减值损失	-13	-9	-10	-13	-15
其他收益	3	9	9	9	9
公允价值变动收益	2	-7	-7	-7	-7
投资净收益	17	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	93	174	188	233	299
营业外收入	1	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	93	176	189	234	300
所得税	15	35	38	47	60
净利润	79	141	152	187	240
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	79	141	152	187	240
EBITDA	106	192	215	264	333
EPS (元/股)	1.18	2.11	2.27	2.81	3.60

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	43.6	55.5	13.1	23.3	21.6
营业利润 (%)	58.6	86.9	7.8	23.8	28.5
归属母公司净利润 (%)	71.0	78.9	7.7	23.6	28.4
获利能力					
毛利率 (%)	24.8	28.3	28.9	28.7	29.3
净利率 (%)	8.5	9.8	9.3	9.3	9.9
ROE (%)	16.8	26.3	25.0	26.3	27.5
ROIC (%)	10.3	15.7	16.7	16.9	20.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.5	60.2	58.7	59.2	53.6
净负债比率 (%)	34.3	49.5	16.6	43.0	9.0
流动比率	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	12.1	15.0	15.0	15.0	15.0
应付账款周转率	4.2	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.18	2.11	2.27	2.81	3.60
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.83	0.02	4.09	-1.29	5.23
每股净资产 (最新摊薄)	7.03	8.01	9.08	10.69	13.09
估值比率					
P/E	48.4	27.1	25.1	20.3	15.8
P/B	8.1	7.1	6.3	5.3	4.4
EV/EBITDA	35.1	20.1	17.3	14.8	11.1

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686