

# 牧高笛 (603908)

证券研究报告

2022 年 01 月 13 日

## 变更募投资向为智能装配仓储，优化供应链未来增长预期乐观

### 公司拟变更募集资金投资项目，新项目为智能装配仓储一体化

1 月 8 日，公司发布变更募投项目公告，将原项目“全渠道营销网络建设项目”专户余额（1.71 亿元）投入新项目“智能装配仓储一体化项目”（预计总投资 2.1 亿元），新项目预计 2022 年 3 月开工，建设期为两年，分两期进行，2024 年 12 月投产。

新项目一期建设期 1 年、投入 1.4 亿元，购入智能装配生产线、智能化仓储设备设施和 CMMS 设备管理系统，实现设备 AI 管理与运维，将新建一栋 4 层厂房，建面 4.48 万平；二期投入 6584.83 万元，将新建一栋 4 层厂房，建面 2.14 万平，建设期 1 年；

本次变更原因主要为：（1）疫情常态化防控使原项目实施过渡期延长，影响资金使用效率；（2）转变效率缓慢的募投项目资金投入“智能装配仓储一体化项目”，以满足业务增长导致的仓储面积新增需求。

具体来看，一方面，预计 2022 年疫情常态化防控仍将持续，公司为保障项目效益仍将继续实施审慎的线下开店策略，若继续延长原项目的实施过渡期，会降低募集资金使用效率；

另一方面，因露营装备及周边产品较鞋服产品体积更大、形状多样，所需的仓储空间更多、打包更复杂，故 2021 年以来公司新增仓库租赁 2.41 万平，新增租赁面积较 2020 年初租赁面积增长 60%（2020 年初时公司租赁有 1.5 万平仓库，2021 年底到期后不再续租）。

在公司业务快速增长形势下，仓储瓶颈限制开始显现。目前公司衢州单层仓库主要用于原材料仓储，配套生产所需，而目前品牌业务的成品仓库全部向外部租赁。根据公司业务增长与规划，预计未来五年内还需新增 3 万 m<sup>2</sup> 的仓储需求。

租赁仓库租金支出将吞噬公司部分利润；同时衢州适合公司用于仓储的面积均较小，不利于快速响应。因此，转变效率缓慢的募投项目资金投入即将开工的“智能装配仓储一体化项目”，可以提升自动化包装与智能化仓储水平，提高业务配套及保障能力，减少多处租赁仓库以降低仓库租金与物流管理难度。

## 国内户外用品市场增量潜力较大，欧美市场增长稳健保证外销增长空间

中国户外活动渗透率远低于发达国家，但随国民收入与健康意识不断增长，未来户外活动参与人群上升空间较大，户外用品需求市场的增量潜力较大。据 Report Linker 数据，预计中国 2027 年露营设备市场规模将达 159 亿美元，CAGR+9.1%。国内产业政策持续加码，为国内户外产业步入新增长通道奠定良好基础，普及推广冰雪、山地户外、航空等户外运动项目，建设完善相关设施，拓展体育旅游产品与服务供给，为国内户外产业步入新增长通道夯实基础。

**维持盈利预测，维持买入评级。**公司深耕户外露营赛道，高景气且长期增长空间大；国家产业政策持续加码夯实增长基础；露营热度持续高增带动公司露营及周边产品需求持续增长，新项目智能装配仓有效提升业务配套及保障能力，我们预计 22-23 年营收分别为 11.9、14.4 亿，归母净利润分别为 1.2、1.6 亿，对应 EPS 分别为 1.8、2.4 元/股，PE 分别为 24、19X。

**风险提示：**市场风险分析及控制措施，原材料价格波动的风险，管理风险分析及控制措施，产品和技术落后风险及控制措施等。

## 投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	44 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)	2,934.36
流通 A 股市值(百万元)	2,934.36
每股净资产(元)	6.92
资产负债率(%)	52.57
一年内最高/最低(元)	45.80/18.99

## 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：贝格数据

## 相关报告

- 《牧高笛-首次覆盖报告:深耕户外露营景气细分赛道，内销放量外销稳健成长可期》2021-12-13
- 《牧高笛-新股报告:国内知名户外用品供应商，营销渠道建设稳步推进》2017-03-10

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	529.39	642.74	918.52	1,187.05	1,443.28
增长率(%)	(3.97)	21.41	42.91	29.24	21.59
EBITDA(百万元)	69.14	112.63	124.75	170.99	212.98
净利润(百万元)	40.79	45.97	84.29	122.14	157.07
增长率(%)	(0.98)	12.72	83.34	44.90	28.60
EPS(元/股)	0.61	0.69	1.26	1.83	2.36
市盈率(P/E)	78.14	69.32	37.81	26.09	20.29
市净率(P/B)	7.18	7.24	7.50	7.87	8.33
市销率(P/S)	6.02	4.96	3.47	2.68	2.21
EV/EBITDA	20.23	11.64	25.67	18.88	16.05

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	75.18	239.51	73.48	94.96	115.46
应收票据及应收账款	37.04	67.41	60.51	48.15	83.96
预付账款	8.24	11.76	19.67	20.28	26.60
存货	284.52	300.75	551.36	568.16	752.38
其他	190.87	298.24	394.25	364.09	402.53
<b>流动资产合计</b>	<b>595.85</b>	<b>917.67</b>	<b>1,099.27</b>	<b>1,095.64</b>	<b>1,380.94</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	33.05	33.12	54.84	96.39	136.82
在建工程	0.00	1.52	36.91	70.15	72.09
无形资产	10.83	10.84	9.99	9.14	8.29
其他	10.94	12.90	10.06	9.44	9.55
<b>非流动资产合计</b>	<b>54.82</b>	<b>58.38</b>	<b>111.81</b>	<b>185.11</b>	<b>226.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>650.67</b>	<b>976.05</b>	<b>1,211.08</b>	<b>1,280.75</b>	<b>1,607.69</b>
短期借款	0.00	288.89	398.86	470.39	690.44
应付票据及应付账款	166.85	195.71	316.37	356.31	443.35
其他	39.17	45.13	68.03	45.76	82.12
<b>流动负债合计</b>	<b>206.02</b>	<b>529.73</b>	<b>783.26</b>	<b>872.47</b>	<b>1,215.91</b>
长期借款	0.00	0.00	0.29	0.00	5.05
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.67	6.38	2.44	3.16	3.99
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.67</b>	<b>6.38</b>	<b>2.73</b>	<b>3.16</b>	<b>9.04</b>
<b>负债合计</b>	<b>206.69</b>	<b>536.11</b>	<b>785.99</b>	<b>875.63</b>	<b>1,224.95</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	377.29	373.25	358.40	338.43	316.05
其他	(229.29)	(229.29)	(229.29)	(229.29)	(229.29)
<b>股东权益合计</b>	<b>443.98</b>	<b>439.94</b>	<b>425.09</b>	<b>405.12</b>	<b>382.74</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>650.67</b>	<b>976.05</b>	<b>1,211.08</b>	<b>1,280.75</b>	<b>1,607.69</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	40.79	45.97	84.29	122.14	157.07
折旧摊销	7.37	6.89	3.73	6.07	8.48
财务费用	(1.72)	10.75	9.69	15.09	20.42
投资损失	(5.03)	(7.13)	(7.42)	(7.42)	(7.42)
营运资金变动	182.37	(36.42)	(183.18)	69.52	(125.69)
其它	(195.81)	(2.32)	23.56	24.61	15.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>27.95</b>	<b>17.75</b>	<b>(69.33)</b>	<b>230.00</b>	<b>67.85</b>
资本支出	1.09	1.66	63.93	79.28	49.17
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.68	(92.57)	(162.07)	(201.86)	(121.74)
<b>投资活动现金流</b>	<b>19.77</b>	<b>(90.91)</b>	<b>(98.13)</b>	<b>(122.58)</b>	<b>(72.58)</b>
债权融资	0.00	288.89	399.15	470.39	695.49
股权融资	1.01	(8.66)	(9.69)	(15.09)	(20.42)
其他	(51.03)	(46.08)	(388.03)	(541.25)	(649.84)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(50.02)</b>	<b>234.14</b>	<b>1.43</b>	<b>(85.95)</b>	<b>25.23</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>(2.29)</b>	<b>160.98</b>	<b>(166.03)</b>	<b>21.48</b>	<b>20.50</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>529.39</b>	<b>642.74</b>	<b>918.52</b>	<b>1,187.05</b>	<b>1,443.28</b>
营业成本	380.24	478.90	686.13	881.98	1,058.65
营业税金及附加	2.46	2.65	5.04	5.64	6.91
营业费用	56.78	39.31	47.76	58.17	67.83
管理费用	38.70	40.68	67.51	84.87	101.03
研发费用	7.71	21.39	24.80	29.68	33.20
财务费用	(1.01)	8.66	9.69	15.09	20.42
资产减值损失	(5.40)	(10.33)	(2.76)	(6.16)	(6.42)
公允价值变动收益	1.53	8.20	23.56	24.61	15.00
投资净收益	5.03	7.13	7.42	7.42	7.42
其他	(9.47)	(12.68)	(61.98)	(64.08)	(44.84)
<b>营业利润</b>	<b>52.82</b>	<b>58.82</b>	<b>111.33</b>	<b>149.83</b>	<b>184.08</b>
营业外收入	1.90	0.56	1.85	1.44	1.28
营业外支出	0.18	0.81	0.45	0.48	0.58
<b>利润总额</b>	<b>54.55</b>	<b>58.57</b>	<b>112.73</b>	<b>150.79</b>	<b>184.78</b>
所得税	13.76	12.60	28.44	28.65	27.72
<b>净利润</b>	<b>40.79</b>	<b>45.97</b>	<b>84.29</b>	<b>122.14</b>	<b>157.07</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>40.79</b>	<b>45.97</b>	<b>84.29</b>	<b>122.14</b>	<b>157.07</b>
每股收益（元）	0.61	0.69	1.26	1.83	2.36

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-3.97%	21.41%	42.91%	29.24%	21.59%
营业利润	-6.68%	11.35%	89.26%	34.59%	22.86%
归属于母公司净利润	-0.98%	12.72%	83.34%	44.90%	28.60%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.17%	25.49%	25.30%	25.70%	26.65%
净利率	7.70%	7.15%	9.18%	10.29%	10.88%
ROE	9.19%	10.45%	19.83%	30.15%	41.04%
ROIC	10.71%	29.78%	45.43%	30.31%	38.96%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.77%	54.93%	64.90%	68.37%	76.19%
净负债率	-16.93%	11.22%	76.61%	92.67%	151.55%
流动比率	2.89	1.73	1.40	1.26	1.14
速动比率	1.51	1.16	0.70	0.60	0.52
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	14.34	12.31	14.36	21.85	21.85
存货周转率	2.07	2.20	2.16	2.12	2.19
总资产周转率	0.83	0.79	0.84	0.95	1.00
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.61	0.69	1.26	1.83	2.36
每股经营现金流	0.42	0.27	-1.04	3.45	1.02
每股净资产	6.66	6.60	6.37	6.07	5.74
<b>估值比率</b>					
市盈率	78.14	69.32	37.81	26.09	20.29
市净率	7.18	7.24	7.50	7.87	8.33
EV/EBITDA	20.23	11.64	25.67	18.88	16.05
EV/EBIT	22.13	12.27	26.47	19.57	16.71

## 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中北路	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	217 号天风大厦 2 号楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430062	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com