

牧高笛 (603908)

证券研究报告

2022 年 03 月 10 日

露营热度持续，代工订单充沛，品牌销售快速增长

2021 年营收 9 亿元同增 44%，归母净利高增 70%

公司发布业绩快报，2021 年营收 9.23 亿元同增 43.6%，21Q1-4 总营收及增速分别为 2.1 亿 (+25.7%)、3.3 亿 (+58.4%)、1.9 亿 (+36.4%)、2.0 亿 (+51.1%)，增长主要系国内外露营及周边市场需求增长，带动公司 ODM、OEM 业务与自主品牌收入增长所致。

21 年归母净利 0.78 亿元同增 69.9%，其中 21Q1-4 分别为 0.2 亿 (+70.3%)、0.3 亿 (+27.8%)、0.2 亿 (+51.8%)、0.07 亿 (扭亏)，利润增速超过营收增速主要因为：1) 公司经营管理效率提升，费用管理见效提升主营业务利润率；2) 子公司获评高新技术企业，受益于相应税收优惠政策。

露营热度持续，代工订单充足，品牌推新反馈良好

代工业务方面，公司多年来凭借工艺设计、材料品质、生产效率、附加服务等积累良好口碑，与海外客户建立稳定业务关系形成无形品牌优势，有望承接需求增长下的行业订单增量。

自主品牌方面，公司持续投入研发提升产品力，2 月初推出揽盛系列轻奢帐篷，定价 3000 元以上，自上线后近一个月以来在天猫平台售出超 200 顶，市场反馈良好，推动未来价格持续向上；大牧旗下推出山系机能服装 MOBIVILLA，线上单独开店，结合城市与露营风格，拓宽应用场景，完善由服装至装备的消费者引导链条，目前天猫旗舰店已上线，静待发力增量可期。

跨界联名提高品牌声量，多渠道共同发力触及终端消费者

公司持续与各界品牌联动，比如与劳斯莱斯、小鹏等汽车品牌跨界合作办展，与大热荒野、野邻、美帆等营地或露营平台深度合作，增加品牌曝光度与影响力；参与日本艺术家奈良美智首次国际巡展陈列布置，引导品牌格调向上，提高品牌溢价。

渠道管理体系成熟，公司营销网络涵盖购物中心店、综合街边店、电商等各种形式，实现线上和线下从不同层面贴近目标消费群体；同时，加强经销各环节互联互通，强化公司与渠道客户间优势互补，从顶层设计到渠道落实，快速反应公司最新政策及理念调整，实现资源整合优化，形成经销商和公司合作共赢局面。

维持盈利预测，维持买入评级。

公司深耕高景气户外赛道，露营热度持续带动露营及周边产品需求增长，代工端供应链份额有望增长，品牌端新品销售喜人，增量可期。我们预计公司 21-23 年营收分别为 9.2 亿、11.9 亿、14.4 亿元，归母净利分别为 0.8 亿、1.2 亿、1.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.2 元、1.8 元、2.4 元，PE 分别为 29x、19x、14x。

风险提示：户外行业增速放缓，原材料价格波动风险，产品和技术落后风险等。业绩快报仅为初步核算结果，具体财务数据请以年报为准。

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	33.97 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)	2,265.46
流通 A 股市值(百万元)	2,265.46
每股净资产(元)	6.92
资产负债率(%)	52.57
一年内最高/最低(元)	49.50/21.04

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:Q4 淡季不淡，代工稳健品牌放量》 2022-01-25
- 2 《牧高笛-公司点评: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》 2022-01-13
- 3 《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

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	529.39	642.74	923.26	1,187.05	1,443.28
增长率(%)	(3.97)	21.41	43.64	28.57	21.59
EBITDA(百万元)	69.14	112.63	125.09	185.94	228.21
净利润(百万元)	40.79	45.97	78.09	122.17	157.10
增长率(%)	(0.98)	12.72	69.85	56.45	28.60
EPS(元/股)	0.61	0.69	1.17	1.83	2.36
市盈率(P/E)	55.54	49.28	29.01	18.54	14.42
市净率(P/B)	5.10	5.15	5.32	5.58	5.90
市销率(P/S)	4.28	3.52	2.45	1.91	1.57
EV/EBITDA	20.23	11.64	18.18	12.26	10.85

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	73.86	94.96	115.46
应收票据及应收账款	37.04	67.41	61.17	47.49	84.62
预付账款	8.24	11.76	19.72	19.81	26.55
存货	284.52	300.75	552.84	554.87	750.75
其他	190.87	298.24	394.35	363.99	402.63
流动资产合计	595.85	917.67	1,101.94	1,081.12	1,380.01
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	33.05	33.12	51.57	89.85	127.02
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
非流动资产合计	54.82	58.38	108.54	178.58	216.94
资产总计	650.67	976.05	1,210.48	1,259.69	1,596.96
短期借款	0.00	288.89	391.83	443.04	669.68
应付票据及应付账款	166.85	195.71	317.26	348.33	442.30
其他	39.17	35.50	72.37	58.95	90.25
流动负债合计	206.02	520.10	781.47	850.32	1,202.23
长期借款	0.00	0.00	0.39	0.00	6.91
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
非流动负债合计	0.67	6.38	2.83	3.16	10.90
负债合计	206.69	536.11	784.30	853.48	1,213.14
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	148.01	143.96	130.21	110.23	87.84
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	443.98	439.94	426.18	406.21	383.82
负债和股东权益总计	650.67	976.05	1,210.48	1,259.69	1,596.96

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	40.79	45.97	78.09	122.17	157.10
折旧摊销	7.37	6.89	7.00	9.34	11.74
财务费用	(1.72)	10.75	9.54	14.40	19.50
投资损失	(5.03)	(7.13)	(7.42)	(7.42)	(7.42)
营运资金变动	182.37	(46.05)	(180.24)	86.30	(137.40)
其它	(195.81)	7.32	23.56	24.61	15.00
经营活动现金流	27.95	17.75	(69.46)	249.40	58.52
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)
投资活动现金流	19.77	(90.91)	(98.13)	(122.58)	(72.58)
债权融资	1.01	280.22	93.79	36.42	214.05
股权融资	(50.02)	(50.02)	(91.85)	(142.14)	(179.50)
其他	(1.01)	3.94	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(50.02)	234.14	1.95	(105.72)	34.55
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2.29)	160.98	(165.65)	21.10	20.50

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
营业收入	529.39	642.74	923.26	1,187.05	1,443.28
营业成本	380.24	478.90	687.32	872.67	1,046.68
营业税金及附加	2.46	2.65	5.07	5.64	6.91
销售费用	56.78	39.31	55.67	58.17	67.83
管理费用	38.70	40.68	63.89	82.50	101.03
研发费用	7.71	21.39	26.96	29.68	33.20
财务费用	(1.01)	8.66	9.54	14.40	19.50
资产/信用减值损失	(5.89)	(11.85)	(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	(8.98)	(11.16)	0.00	0.00	0.00
营业利润	52.82	58.82	103.03	149.87	184.13
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
利润总额	54.55	58.57	104.43	150.82	184.83
所得税	13.76	12.60	26.34	28.66	27.72
净利润	40.79	45.97	78.09	122.17	157.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	40.79	45.97	78.09	122.17	157.10
每股收益（元）	0.61	0.69	1.17	1.83	2.36

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-3.97%	21.41%	43.64%	28.57%	21.59%
营业利润	-6.68%	11.35%	75.16%	45.46%	22.86%
归属于母公司净利润	-0.98%	12.72%	69.85%	56.45%	28.60%
获利能力					
毛利率	28.17%	25.49%	25.55%	26.48%	27.48%
净利率	7.70%	7.15%	8.46%	10.29%	10.89%
ROE	9.19%	10.45%	18.32%	30.07%	40.93%
ROIC	10.71%	29.78%	42.26%	30.62%	41.23%
偿债能力					
资产负债率	31.77%	54.93%	64.79%	67.75%	75.97%
净负债率	-16.93%	11.22%	74.70%	85.69%	146.20%
流动比率	2.89	1.73	1.41	1.27	1.15
速动比率	1.51	1.16	0.70	0.62	0.52
营运能力					
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	2.14	2.21
总资产周转率	0.83	0.79	0.84	0.96	1.01
每股指标（元）					
每股收益	0.61	0.69	1.17	1.83	2.36
每股经营现金流	0.42	0.27	-1.04	3.74	0.88
每股净资产	6.66	6.60	6.39	6.09	5.76
估值比率					
市盈率	55.54	49.28	29.01	18.54	14.42
市净率	5.10	5.15	5.32	5.58	5.90
EV/EBITDA	20.23	11.64	18.18	12.26	10.85
EV/EBIT	22.13	12.27	19.25	12.91	11.44

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