

## 国内露营装备龙头，第二增长引擎加速启动中

证券研究报告

2024年06月30日

## ——牧高笛（603908.SH）首次覆盖深度报告

## 核心结论

**牧高笛：从代工到自主品牌接替增长。**公司作为露营装备产业链龙头，主营业务包括 OEM/ODM 与自主品牌。2020 年前，OEM 拉动业绩增长，自有品牌贡献平平；2020 年后，露营经济兴起带来的催化，自有品牌销售高速增长。疫情三年 2020-2023 年营业收入 CAGR=31.3%，净利润 CAGR=32.4%。**露营行业：高景气赛道空间广。**1) 国内户外行业迎来大发展期。相比于欧美等发达国家，我国户外运动起步晚，发展快。人均 GDP 破万叠加疫情影响，2020 年后我国进入户外运动发展新高潮。2) 露营赛道已强势兴起。2014 年至 2020 年中国露营地市场规模从 77.1 亿元增至 168.0 亿元，复合增长率 13.9%，预计 2025 年市场规模达 562.1 亿元。

**自主品牌：进而有为，增长动能十足。**2023 年牧高笛自主品牌业务实现营收 9.3 亿元，2019-2023 年营收 CAGR=56.3%。自主品牌占比已超代工业务，成为第二增长引擎。1) 大牧品牌（山标 MOBI GARDEN）定位于专业露营，持续打造露营新场景。大牧品牌线下销售以 KA 团购及经销模式为主，2018-2023 年团购及经销收入 CAGR=58.7%，电商直收入 CAGR=55.0%。2) 小牧品牌（鹿标 MOBI GARDEN URBAN）定位大众户外，发力鞋服等户外时尚赛道。截至 2023 年底，小牧品牌直营和加盟店数量分别为 20 家及 190 家，直营和加盟收入分别为 1,892 万元和 6,689 万元。

**代工业务：行稳致远，供需持续向好。**1) 需求侧：主力市场需求支撑强，绑定优质客户订单结构稳定。量：全球露营及房车市场规模至 2030 年有望实现 1,176 亿美元，预计 2023-2030 年 CAGR=10.4%。价：2023 年美国平均单次普通露营要花费 332 美元，豪华露营要花费 393 美元（高于酒店/度假村平均单次费用）。2) 供给侧：中、越、孟三地产能布局，供应链极具优势。国内设有衢州天野、龙游勤达、鄞阳天野和常山天野四大生产基地，海外设有孟加拉天野和越南天野两大生产基地，目前海外产能占比较高。

**投资建议：**公司作为帐篷及户外用品产业链龙头，一方面，代工业务行稳致远，产能供给不断优化，需求稳步复苏，持续维持公司业绩韧性。另一方面，自主品牌进而有为，专业户外加休闲户外的品牌加速布局，有望在户外运动高景气赛道带来业绩增长弹性。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 16.03 亿元/17.95 亿元/20.26 亿元，同比+10.1%/+12.0%/+12.9%；归母净利润分别为 1.29 亿元/1.46 亿元/1.74 亿元，同比+20.9%/+13.2%/+19.3%。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧，新产品销售不及预期，宏观经济影响

## 核心数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,436	1,456	1,603	1,795	2,026
增长率	55.5%	1.4%	10.1%	12.0%	12.9%
归母净利润（百万元）	141	107	129	146	174
增长率	78.9%	-24.1%	20.9%	13.2%	19.3%
每股收益（EPS）	1.51	1.14	1.38	1.57	1.87
市盈率（P/E）	13.3	17.5	14.5	12.8	10.7
市净率（P/B）	3.5	3.3	2.7	2.2	1.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

## 公司评级 增持

股票代码 603908.SH

前次评级 --

评级变动 首次

当前价格 20.06

## 近一年股价走势



## 分析师

李雯 S0800523020002

13418643430

liwen1@research.xbmail.com.cn

## 联系人

徐乙苒

13011191527

xuyiran@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 索引

## 内容目录

投资要点 .....	5
关键假设 .....	5
区别于市场的观点 .....	5
股价上涨催化剂 .....	5
投资建议 .....	5
牧高笛核心指标概览 .....	6
一、 牧高笛：从代工到自主品牌的接替增长 .....	7
1.1 牧高笛：二十年深耕户外用品 .....	7
1.2 股权集中，管理层稳定 .....	9
1.3 股价复盘，双引擎交替增长 .....	9
二、 露营行业：高景气赛道空间广 .....	10
2.1 国内户外行业迎来大发展期 .....	10
2.2 露营赛道已强势兴起 .....	13
三、 自主品牌：进而有为，增长动能十足 .....	15
3.1 大牧品牌：聚焦专业，引领露营生活方式 .....	15
3.2 小牧品牌：定位大众，把握户外服饰风口 .....	19
四、 代工业务：行稳致远，供需持续向好 .....	21
4.1 需求侧：主力市场需求支撑强，绑定优质客户订单结构稳定 .....	21
4.2 供给侧：全球三地产能布局，供应链极具优势 .....	23
五、 盈利预测与估值 .....	24
5.1 关键假设及盈利预测 .....	24
5.2 投资建议 .....	25
六、 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1：牧高笛核心指标概览图 .....	6
图 2：牧高笛主营业务结构 .....	7
图 3：牧高笛发展历程 .....	8
图 4：2019-2023 年营收及增速 .....	8
图 5：2019-2023 年归母净利润及增速 .....	8
图 6：2019-2023 年 OEM/ODM 与自主品牌业务营收及增速 .....	9
图 7：2019-2023 年 OEM/ODM 与自主品牌业务收入占比及变动 .....	9
图 8：股权结构（截至 2023 年年报） .....	9

图 9: 牧高笛收盘价及 PE .....	10
图 10: 中、日、美三国人均 GDP 与运动类型变化历史回顾 .....	11
图 11: 美国人均 GDP (美元) .....	11
图 12: 美国户外运动参与率 .....	11
图 13: 我国冰雪运动产业链及市场规模 .....	12
图 14: 户外用品产业链 .....	12
图 15: 我国露营发展历史 .....	13
图 16: 2014-2025 年中国露营地市场规模及预测 .....	13
图 17: 2015-2019 年中国露营地数量 .....	14
图 18: 2018-2022 年中国露营相关企业注册量 .....	14
图 19: 京东线上露营用户年龄分布 .....	14
图 20: 京东线上露营用户城市分布 .....	14
图 21: 选择精致露营的原因 .....	15
图 22: 人均单次露营可接受的消费区间 .....	15
图 23: 自主品牌业务营收、利润及 YoY .....	15
图 24: 自主品牌业务毛利率及变动 .....	15
图 25: 大牧品牌线下团购/经销和线上电商收入及 YoY .....	16
图 26: 沐雪 3PLUS 帐篷助力北京大学山鹰社勇攀高峰 .....	16
图 27: 黑化露营场景图 .....	16
图 28: 牧高笛水系露营装备: 皮划艇 .....	18
图 29: 牧高笛天猫热销 TOP6: 山涧铝合金蛋卷桌 .....	18
图 30: 大牧服装系列: 雪燕山地羽绒服 .....	19
图 31: 大牧服装系列: 冷山软猬甲冲锋衣 .....	19
图 32: 牧高笛 x 综艺《一起露营吧》 .....	19
图 33: 牧高笛 x 京东 MOBI 自在露营节 .....	19
图 34: 小牧品牌直营和加盟渠道收入及 YoY .....	20
图 35: 小牧品牌直营和加盟门店数 .....	20
图 36: 安云系列羽绒 .....	20
图 37: 全气候洋葱系列 .....	20
图 38: Mobi Villa 山系国潮 x 美拉德风 .....	21
图 39: B20 服装系列-春夏秋 .....	21
图 40: 全球露营和房车市场规模预测 .....	21
图 41: 2014-2022 年美国参与露营的家庭占比 .....	21
图 42: 欧洲露营和房车市场规模 .....	22
图 43: 2023 年美国平均每场旅行平均日花费 .....	22
图 44: 海外营业收入及占比 .....	22
图 45: 前五大客户销售额及占比 .....	23
图 46: 研发费用及占比 .....	24

表 1: 牧高笛帐篷系列及露营场景 .....	17
表 2: 公司产能分布情况 .....	23
表 3: 2022-2026E 营业收入拆分预测 .....	24
表 4: 可比公司估值 (更新至 2024.6.28) .....	25

## 投资要点

### 关键假设

**自主品牌业务：**自主品牌将成为公司第二增长引擎。随着户外服饰赛道热度持续提升，公司正在充分布局自主品牌业务，自主品牌业务占比增长迅猛。公司旗下大牧及小牧两大品牌兼顾专业户外及休闲户外两大主线，随着产品矩阵的持续完善，后续将有序扩张渠道规模，有望打开业绩上升的第二条通道。我们预计公司大牧品牌 2024-2026 年收入为 9.3 亿元/10.4 亿元/11.7 亿元，同比+10.4%/+11.8%/+12.5%，小牧品牌 2024-2026 年收入为 1.0 亿元/1.1 亿元/1.3 亿元，同比+13.7%/+13.5%/+15.7%。我们预计公司 2024-2026 年自主品牌整体营收为 10.3 亿元/11.5 亿元/12.9 亿元，同比+10.7%/+11.9%/+12.8%。

**OEM/ODM 业务：**OEM/ODM 为公司的业务基石。短期看海外需求虽仍然承压，但公司作为帐篷及户外用品出口龙头地位稳健，随着海外去库进入尾声，外需进一步恢复有望带来代工业务的业绩弹性。同时，公司积极推进新客户开发，提升市场份额，持续巩固自身的竞争优势和市场地位。我们预计公司 2024-2026 年 OEM/ODM 业务营收为 5.8 亿元/6.5 亿元/7.3 亿元，同比+9.1%/+12.0%/+13.0%。

### 区别于市场的观点

市场担心代工业务下降影响公司业绩增速。我们认为经过去年库存去化，海外终端库存已经来到底部，今年订单有望持续修复。此外，公司正积极拓展新客户补充订单。

市场担心大牧销售不佳影响公司整体业绩。我们认为大牧品牌虽然占公司收入比重较高，但随着终端需求逐步复苏且公司持续在产品端的投入，大牧品牌的产品仍具有较强竞争力，有望在景气度上行的户外品类赛道持续受益。

### 股价上涨催化剂

若公司新客户开发进度超预期，一方面，代工业务将有增量订单；另一方面，北美客户订单有望填补公司全年产能空缺，提升产能利用率。

若终端需求持续复苏，大牧品牌有望维持高速增长。目前大牧品牌受制于终端需求疲弱，增速较几年前有所放缓。若终端需求复苏超预期，大牧品牌有望凭借出色的产品力维持高速增长态势。

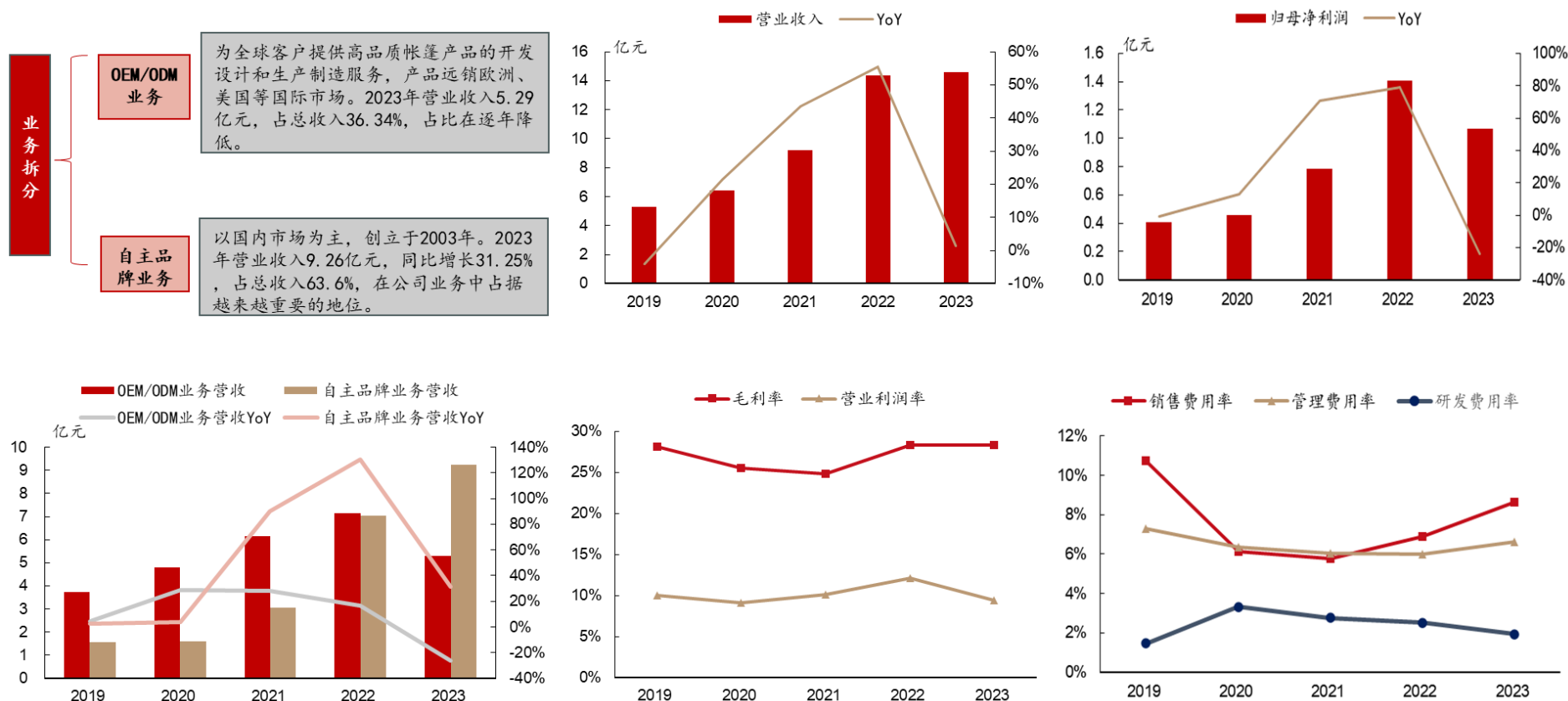
若小牧品牌推广超预期，将迅速提升对集团收入贡献，拉动业绩增长。

### 投资建议

公司作为帐篷及户外用品产业链龙头，一方面，代工业务行稳致远，产能供给不断优化，需求稳步复苏，维持公司业绩韧性。另一方面，自主品牌进而有为，专业户外加休闲户外的品牌加速布局，有望在户外运动高景气赛道带来业绩增长弹性。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 16.03 亿元/17.95 亿元/20.26 亿元，同比+10.1%/+12.0%/+12.9%；归母净利润分别为 1.29 亿元/1.46 亿元/1.74 亿元，同比+20.9%/+13.2%/+19.3%。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 牧高笛核心指标概览

图1：牧高笛核心指标概览图





资料来源：2019-2023年公司年报，Wind，西部证券研发中心

## 一、牧高笛：从代工到自主品牌的接替增长

### 1.1 牧高笛：二十年深耕户外用品

牧高笛品牌成立于2003年，专业从事露营帐篷、户外服饰等户外用品的研发、设计、生产与销售。目前公司的主营业务包括OEM/ODM与自主品牌两类。**1) OEM/ODM业务：**主要为全球客户提供高品质露营帐篷的开发设计与生产制造服务，客户涵盖迪卡侬、Go outdoors、Halfords等专业零售商，Mountainsmith等自主品牌商及Kmart、Home Retail等综合性生活用品零售商。OEM/ODM业务一直是公司收入的主要来源，收入增速保持稳定。**2) 自主品牌业务：**公司扎根国内市场，根据不同目标客户与产品特性自主培育了大牧、小牧两大品牌。其中大牧主打户外露营装备系列，定位专业户外人群；小牧以高性能出行服饰为主要产品，覆盖泛户外人群。自主品牌业务是公司未来的主要增长点，有望打开业绩增长天花板。

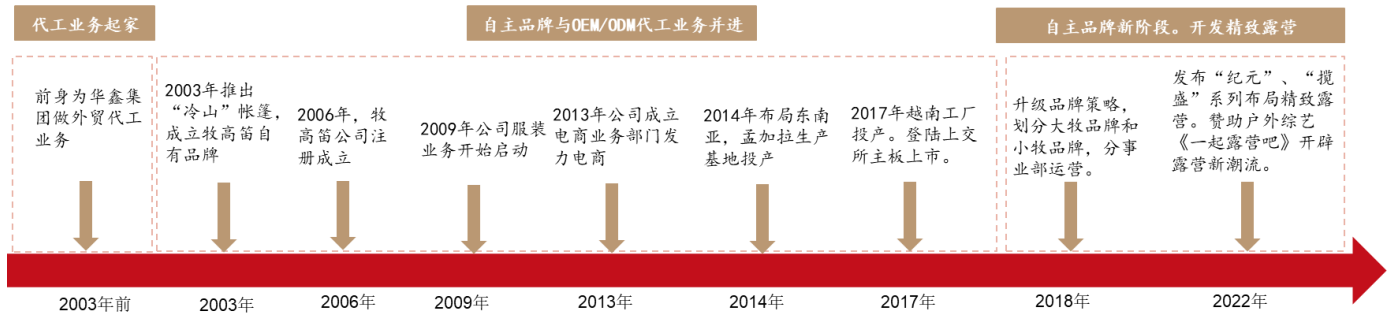
图2：牧高笛主营业务结构

业务结构	产品	市场	渠道/客户	收入贡献 (2023年)	收入增速 (2023年)
OEM/ODM业务	高品质露营帐篷	国际市场	户外运动品牌：迪卡侬、Go outdoors、Kathmandu等 零售商：Kmart、Home Retail Group等	36.33%	-26.15%
自主品牌业务	大牧 	国内市场	户外露营装备	63.60%	31.25%
	小牧 		高性能出行服饰		
			线上渠道：天猫、京东、抖音等 线下销售：直营店、经销商加盟店、户外装备分销商与大客户采购模式		

资料来源：2023年公司年报，牧高笛招股说明书，西部证券研发中心

以代工业务起家的牧高笛已在户外赛道深耕二十余年，回顾其发展历程大致可以划分为三个阶段。**1) 立足海外市场，发展代工业务。**牧高笛的创始人陆瞰华在早期就依托华鑫集团的外贸业务为迪卡侬等国际户外品牌做代工服务，以此积累了成熟的代工经验，为后续发展自主品牌打下坚实基础。**2) 推出自主品牌，培育盈利新增长点。**以代工起家的牧高笛很快转向毛利更高的自主品牌运营。2003年冷山系列帐篷面世，牧高笛迅速打开国内市场，随后相继启动服装业务板块、电子商务板块。2017年公司上市后进行品牌策略升级，划分大牧与小牧，进一步细化品牌定位，自主品牌业务不断趋向成熟。**3) 顺势而为，加大精致露营布局。**2020年精致露营元年开启，牧高笛顺应形势，由专业露营向精致露营领域扩张。产品方面，公司相继推出“纪元”、“揽胜”系列帐篷，打造精致露营产品线。品牌营销方面，与户外综艺进行IP授权合作，宣传精致露营概念。

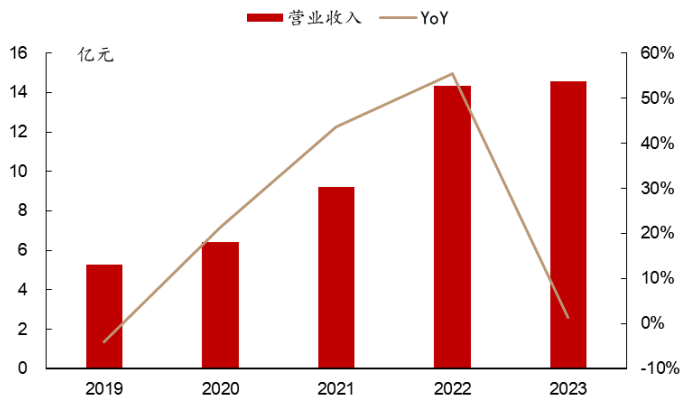
图3：牧高笛发展历程



资料来源：公司官网，牧高笛招股说明书，wind，2017-2018年公司年报，牧高笛官方微博，西部证券研发中心

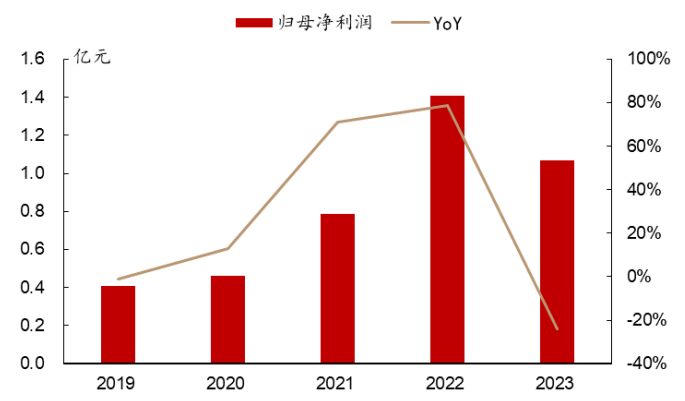
疫情下整体业绩高速增长，自主品牌表现更为迅猛。2021年疫情促使户外露营进入爆发期，也给牧高笛带来业绩成长的良好契机。疫情三年2020-2023年营业收入CAGR=31.3%，净利润CAGR=32.4%。2023年公司实现营收14.6亿元，同比增长1.4%，归母净利润1.1亿元，同比下滑24.1%。从业务结构来看，OEM/ODM业务实现收入5.3亿元，同比下滑26.2%，收入占比达36.3%，仍然是公司营收的重要来源。自主品牌业务收入9.3亿元，增速高达31.3%，收入占比提升至63.6%，已超越代工业务成为公司未来发展的强劲驱动力。

图4：2019-2023年营收及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

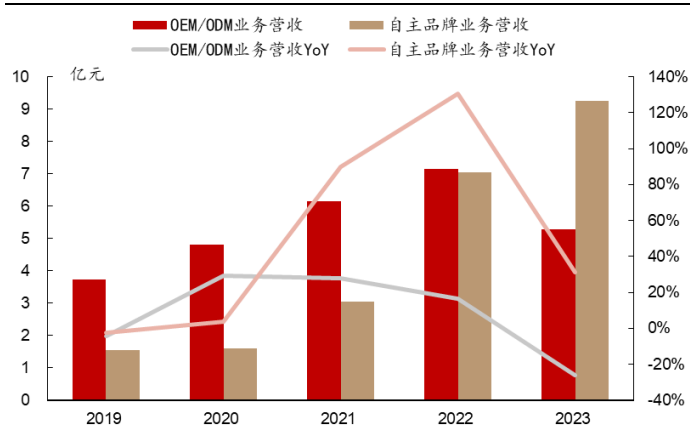
图5：2019-2023年归母净利润及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

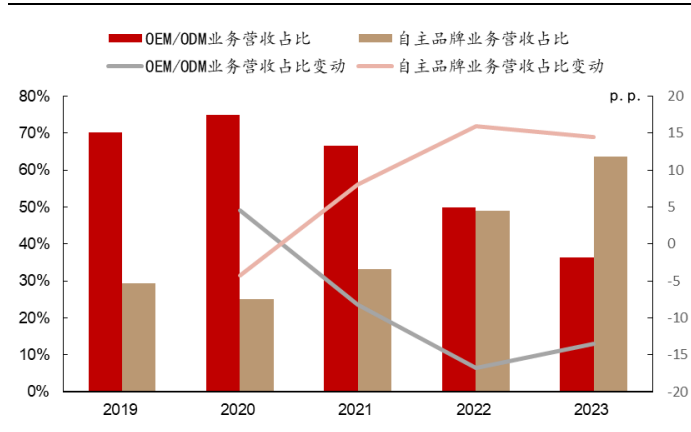


图 6：2019-2023 年 OEM/ODM 与自主品牌业务营收及增速



资料来源：2019-2023 年公司年报，西部证券研发中心

图 7：2019-2023 年 OEM/ODM 与自主品牌业务收入占比及变动

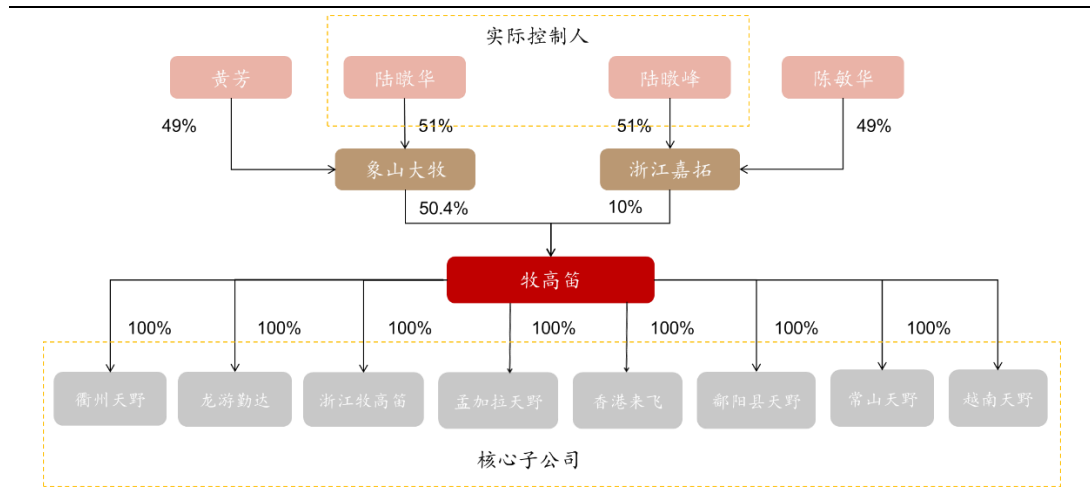


资料来源：2019-2023 年公司年报，西部证券研发中心

## 1.2 股权集中，管理层稳定

公司股权结构稳定，管理团队经验丰富。截至 2023 年 12 月 31 日，象山大牧为公司第一大股东，持股 50.4%；浙江嘉拓为公司第二大股东，持股 10%。董事长兼总经理陆瞰华及其弟弟陆瞰峰同为公司实际控制人，二人分别通过象山大牧和浙江嘉拓控制公司 60.4% 的股份，股权较为集中。公司高管层均具有丰富的户外露营行业相关经验，具备丰富的户外运动领域知识以及管理经验。公司董事徐静、杜素珍分别担任公司外销事业部总经理和财务总监，监事鲍晓飞担任产品部装备开发经理，马其刚担任制造总监，业务分工明确。

图 8：股权结构（截至 2023 年年报）



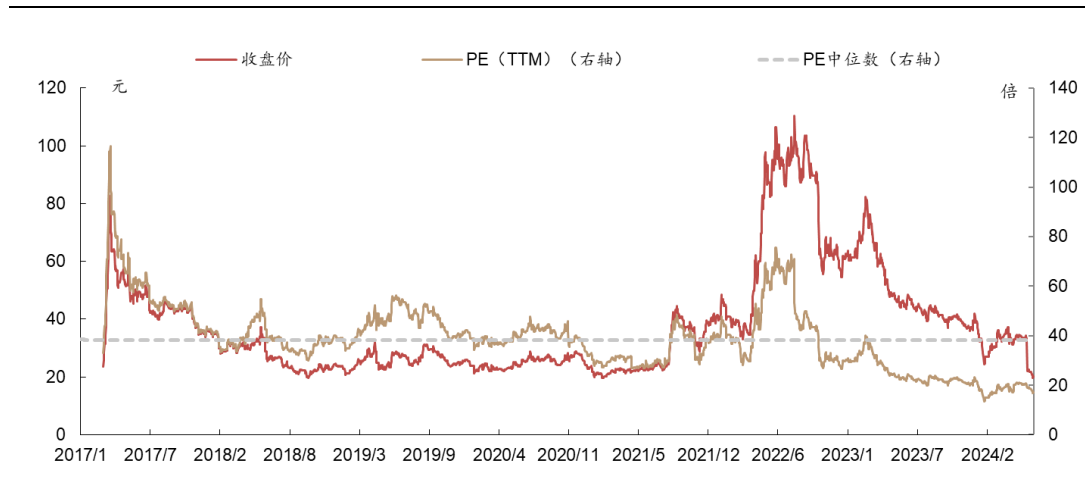
资料来源：2023 年公司年报，西部证券研发中心

## 1.3 股价复盘，双引擎交替增长

双引擎交替增长，当前股价筑底。2020 年前，OEM 拉动业绩增长，自有品牌贡献平平；2020 年后，露营经济兴起带来的催化，自有品牌销售高速增长，2022 年上半年公司股价经历了一轮大幅上涨，估值上涨最高至 75x。随后进入估值修复期，于 2024 年 2 月来到

阶段性底部（13.5x 左右）。当前公司股价处于底部震荡期，估值在 17x（TTM）左右，相较于历史估值中枢（38x）较低。

图 9：牧高笛收盘价及 PE



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 二、露营行业：高景气赛道空间广

### 2.1 国内户外行业迎来大发展期

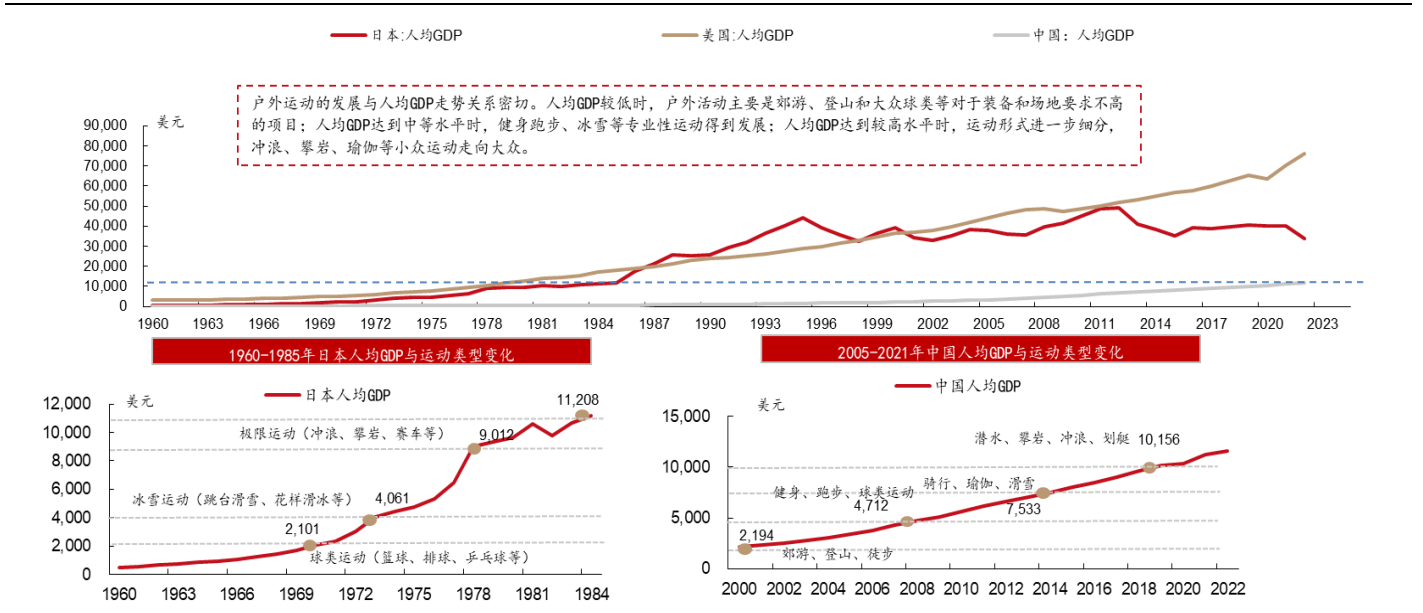
**户外运动大众化，景气度不断攀升。**户外运动诞生于 18 世纪的欧洲，最早以探险和科学考察的形式存在，现在户外运动主要包括露营、冰雪、骑行、垂钓、徒步、水上、飞盘、骑马、伞类运动等。随着人们消费升级叠加对体育锻炼及亲近自然的需求，户外运动逐渐大众化。近年来，滑雪、露营、飞盘等活动的兴起，推动户外运动景气度不断攀升。后文我们通过类比发达国家户外运动发展历程，研究我国户外运动行业的空间及发展方向。

#### ● 海外户外运动发展历程

**人均 GDP 破万叠加疫情影响，2020 年后我国进入户外运动发展新高潮。**研究显示，一国人均 GDP 达到 6,000-10,000 美元时，户外运动以跑步、骑行等为主，人均 GDP 突破 10,000 美元时户外运动将进一步细分，潜水、冲浪等运动形式将得到发展<sup>1</sup>。2019 年我国人均 GDP 正式突破 10,000 美元大关，已具备高级户外运动发展的经济条件。同时，2020 年疫情导致居民远途出行受限，户外运动满足了人们亲近自然和外出社交的需求，热度迅速上升。我们认为随着疫后出行及社交的恢复，2022 年后户外运动进入热潮。

<sup>1</sup> 胡佳澍,黄海燕.运动项目产业发展潜力的特征、来源及显化动力[J].体育学刊,2021,28(06):59-66.

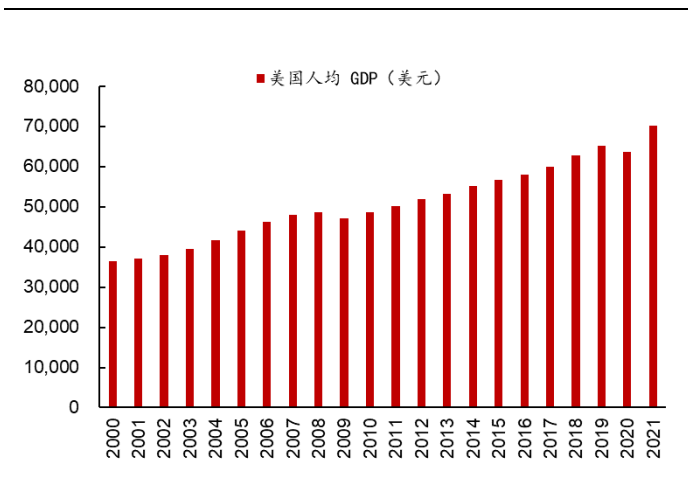
图 10：中、日、美三国人均 GDP 与运动类型变化历史回顾



资料来源：Wind，胡佳澍,黄海燕,运动项目产业发展潜力的特征、来源及显化动力[J].体育学刊,2021,28(06):59-66., 西部证券研发中心

**美国：人均 GDP 提升和疫情带来美国两次户外运动发展高峰。** 1) 上世纪 60 年代首次兴起。二战以后，美国经济快速发展，叠加交通和休假政策的完善，大众开始参与户外运动。上世纪 70 年代，美国人均 GDP 突破 10,000 美元，户外运动也迅速发展。2) 21 世纪初进入发展成熟期。根据 Outdoor Industry Association 的数据，美国户外运动参与率自 2008 年起稳定在 49%左右。3) 2020 年后，受疫情影响美国再掀户外热潮。2022 年户外运动参与人数从 2019 年的 1.5 亿人增至 2022 年的 1.7 亿人，参与率从 2019 年的 51%增长至 2022 年的 55%。

图 11：美国人均 GDP (美元)



资料来源：世界银行，西部证券研发中心

图 12：美国户外运动参与率



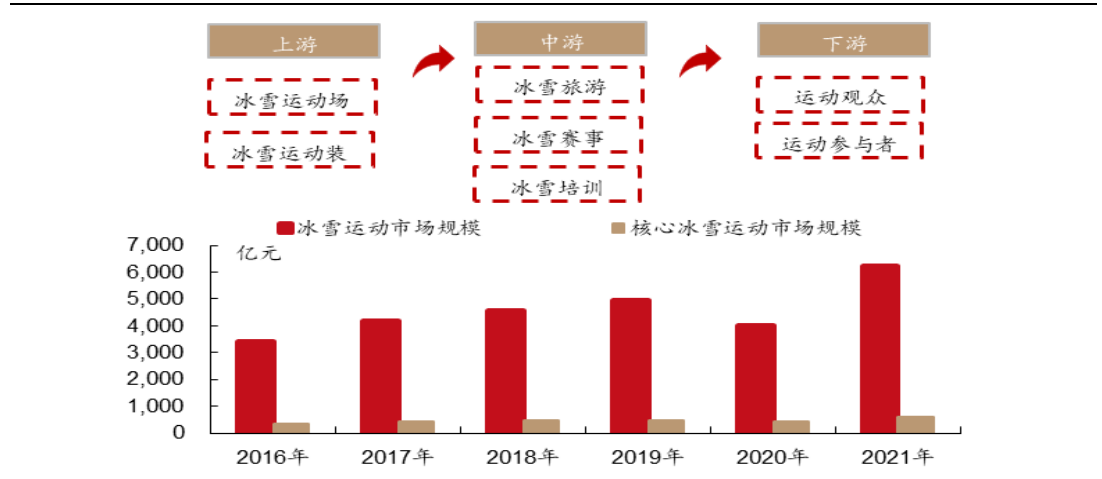
资料来源：Outdoor Industry Association，西部证券研发中心

● 我国户外行业发展情况

我国户外运动起步晚，发展快。相比于欧美等发达国家，我国户外运动行业从 21 世纪初才开始兴起，起步较晚。我国户外行业特点：细分赛道发展不均衡，行业竞争集中在中低端。

各细分赛道发展不均衡，滑雪、露营等项目引领行业发展。我国户外行业发展历程短，多数户外项目仍属于小众领域，仅滑雪和露营项目初具行业规模。随着北京冬奥会成功举办及近两年政策的扶持，冰雪运动产业迅速发展。我国已实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标，截至2021年10月，全国冰雪运动参与人数达到3.5亿人，居民参与率达到24.6%。

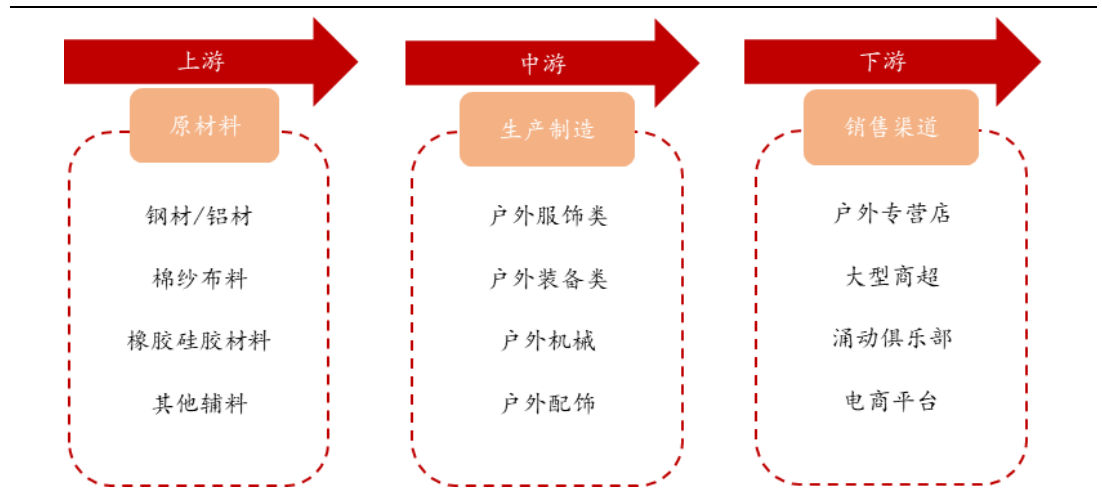
图 13：我国冰雪运动产业链及市场规模



资料来源：华经产业研究院，西部证券研发中心

我国户外企业主要集中在上游加工生产。户外用品产业链主要包括原材料生产、生产制造和终端销售环节。我国户外企业主要集中在原材料跟生产制造端，主要为面料、辅料制造以及 OEM/ODM 代工为主。上游制造端国产企业有：牧高笛、扬州金泉、浙江自然、浙江永强、天津环球休闲用品有限公司、上海洋帆实业有限公司等。但在产业链下游的品牌端和零售端，主要以国际品牌为主。下游零售端国外品牌有：Columbia 哥伦比亚、The NorthFace、JackWolfskin 狼爪、KAILAS 凯乐石等。国产品牌有：牧高笛、探路者、骆驼。国产品牌从数量和知名度上均与国际品牌存在一定差距。

图 14：户外用品产业链



资料来源：华经产业研究院，西部证券研发中心

## 2.2 露营赛道已强势兴起

**2020年迎来中国露营元年。**过去几年，疫情使长途出游受到限制，城市郊区的山野和乡村等短途出游成为热门选择，露营也逐渐走入大众视野。自2020年起，各大平台对露营讨论热度、搜索热度及相关产品销量暴涨，中国露营进入新的发展爆发期，精致露营进入大众的视野并在年轻人群中持续走热。

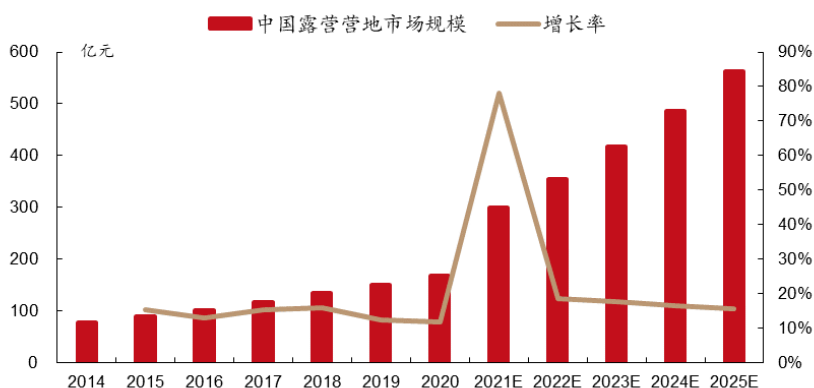
图 15：我国露营发展历史



资料来源：淘宝&天猫&清渠数智《2022 露营行业趋势白皮书》，《2021 精致露营行业概览》，西部证券研发中心

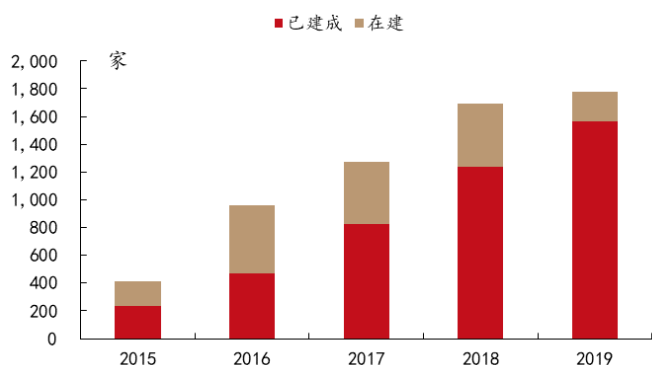
**疫情过后露营地市场规模增长迅速，预计未来将持续稳步增长。**艾媒咨询数据显示，2014年至2020年中国露营地市场规模从77.1亿元增至168.0亿元，复合增长率13.9%，疫后或将持续维持高速增长，预计2025年市场规模达562.1亿元。截至2023年8月底，我国营数量共6,527个，较疫情前（2019年）的1,778个有大幅增长。我国露营地相关企业注册量逐年上升，2022年我国露营地新增相关企业19,779家，疫情前（2019年）仅3,915家。我们认为，露营地市场规模受到整体旅游市场增长带动，以及消费者对短途旅游和更贴近体验自然的倾向催化，预计未来将持续增长。

图 16：2014-2025 年中国露营地市场规模及预测



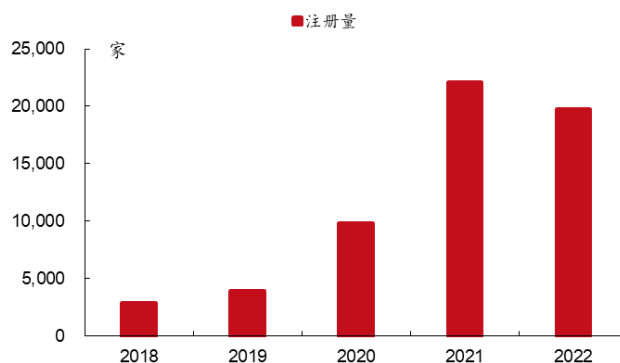
资料来源：艾媒咨询，西部证券研发中心

图 17：2015-2019 年中国露营地数量



资料来源：华经产业研究院，西部证券研发中心

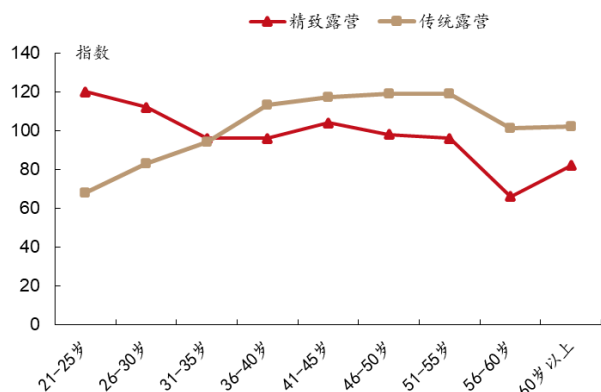
图 18：2018-2022 年中国露营相关企业注册量



资料来源：《2022 露营品质研究报告》，企查查，西部证券研发中心

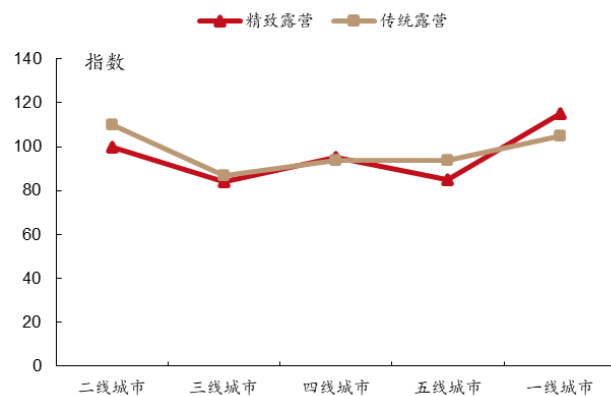
**高品质精致露营快速发展，并占据重要的市场地位。**自 2020 年以来，露营行业得到较快发展，衍生出了精致露营这一新兴赛道。为更好地服务于消费者多样化的露营需求，露营设施设备也设计得更加特色化、多元化，其中帐篷、天幕是精致露营必需品的典型代表。与传统露营相比，精致露营的特点较为明显：(1) 强调休闲放松、舒适便利，更注重提供接近家庭生活的户外体验；(2) 主要面向的是 21-35 岁的 Z 世代年轻用户；(3) 核心消费人群为分布在一线城市、新一线城市的中国新中产人群。

图 19：京东线上露营用户年龄分布



资料来源：京东《2022 户外露营消费趋势洞察报告》，西部证券研发中心

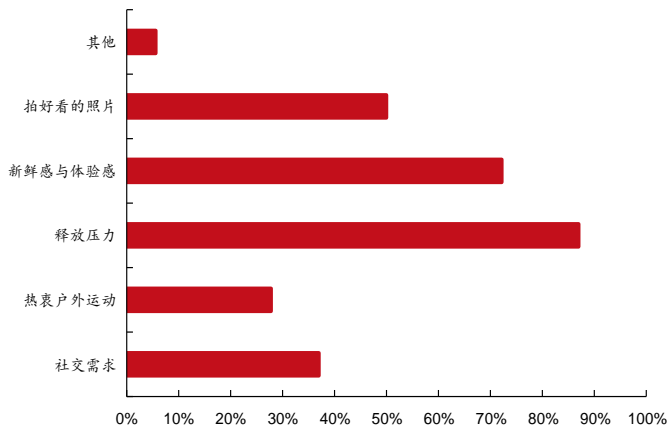
图 20：京东线上露营用户城市分布



资料来源：京东《2022 户外露营消费趋势洞察报告》，西部证券研发中心

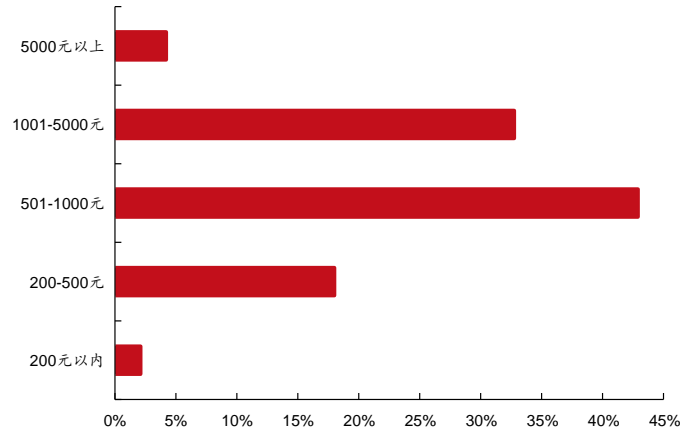
**精致露营需求旺盛，市场空间面临新的蓝海。**首先，有一半以上的人选择精致露营是为了释放压力、获取新鲜感与体验感以及满足社交需求等，只有少部分人会因为单纯热衷于户外运动而选择精致露营。因此精致露营的社交属性更强，参与人次更多。其次，精致露营的消费群体消费水平总体较高，人均单次露营可接受的消费区间在 500-5000 元的人数占比超过七成。因此精致露营的花费更高，露营用品的单价也更高。综上，相较传统露营，精致露营量价层面支撑性更强，为优质蓝海市场且空间广阔。

图 21：选择精致露营的原因



资料来源：头豹研究院《2021 精致露营行业概览》，西部证券研发中心

图 22：人均单次露营可接受的消费区间

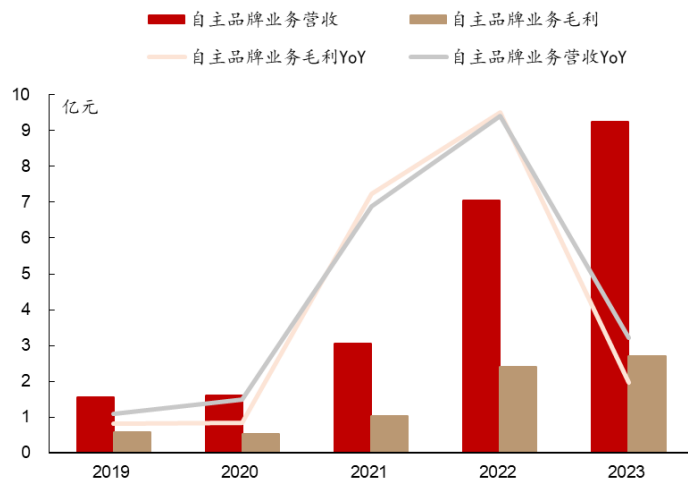


资料来源：问道网络《2022 精致露营行业市场洞察》，西部证券研发中心

### 三、自主品牌：进而有为，增长动能十足

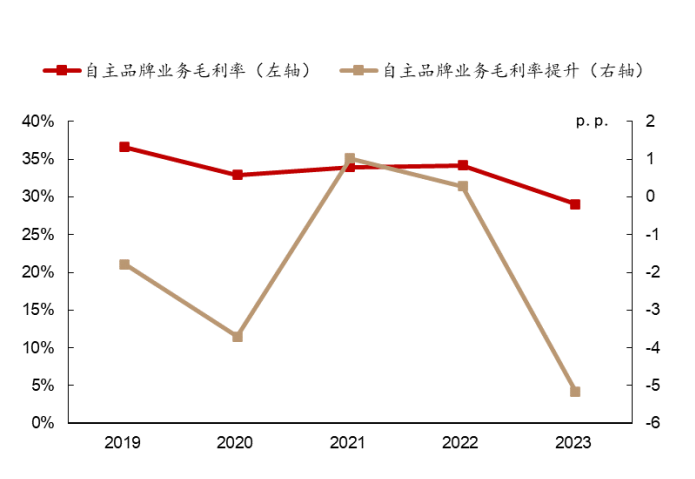
自主品牌占比已超代工业务，成为第二增长引擎。2023 年牧高笛自主品牌业务实现营收 9.3 亿元，2019-2023 年营收 CAGR=56.3%。自主品牌毛利率相较代工业务更高，但受终端需求疲弱影响 23 年毛利率下降 5.2p.p. 至 29.0%。自主品牌业务在 2023 年实现营收首年超越、利润连续第二年超越 OEM/ODM 业务。我们认为随着公司在服饰品类上的持续发力叠加户外服饰景气度的提升，自主品牌业务将进一步打开业绩空间，维持较快增长。

图 23：自主品牌业务营收、利润及 YoY



资料来源：2019-2023 年年报，西部证券研发中心

图 24：自主品牌业务毛利率及变动



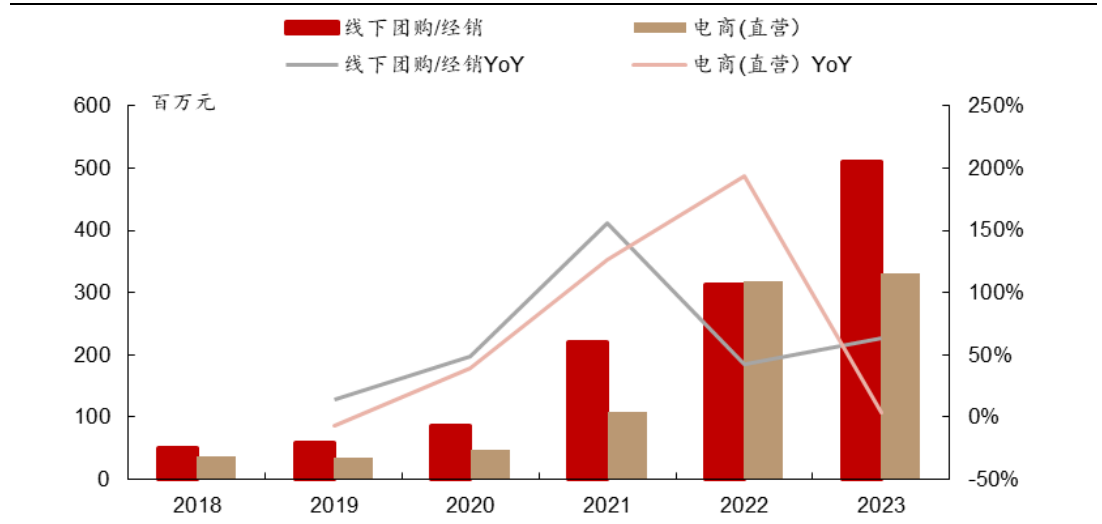
资料来源：2019-2023 年年报，西部证券研发中心

#### 3.1 大牧品牌：聚焦专业，引领露营生活方式

大牧品牌 (MOBI GARDEN) 定位于专业露营，持续打造露营新场景。产品品类覆盖专业装备和专业服装，专业装备包含帐篷、气垫、地席、登山杖、灯具、睡袋、家具、炊具、背包、推车，专业服装包含羽绒服和冲锋衣。

1) 销售渠道层面：线下+线上增长稳健。大牧品牌线下销售以KA团购及经销模式为主，2018-2023年收入CAGR=58.7%；大牧品牌线上销售主要通过电商直营，2018-2023年收入CAGR=55.0%。我们认为，随着公司在产品端的持续发力，大牧品牌未来仍将保持高速增长。

图 25：大牧品牌线下团购/经销和线上电商收入及 YoY



资料来源：2018-2023 年公司年报，西部证券研发中心

2) 产品层面：推陈出新，走在行业前沿。专业露营方面，2003 年，牧高笛行业标杆徒步冷山帐篷首次亮相，至今已升级至第五代；2019 年至 2023 年，高海拔露营帐篷系列沐雪 3PLUS 助力北京大学山鹰社成功登顶海拔 6,178 米的玉珠峰、6,282 米的阿尼玛卿山主峰等五座山峰，支持攀登域登顶珠峰等。露营新场景方面，2022 年，牧高笛推出全气候营地露营产品线（指挥官、假日星空、揽盛）；2023 年，牧高笛推出假日山居新系列，优化城市露营装备，同时拓展露营新场景，包括黑化露营，水系露营及汽车露营等系列。牧高笛始终以露营爱好者为突破口，持续丰富产品矩阵。

图 26：沐雪 3PLUS 帐篷助力北京大学山鹰社勇攀高峰



资料来源：牧高笛知乎官方账号，西部证券研发中心

图 27：黑化露营场景图



资料来源：牧高笛官方微博，西部证券研发中心

✓ 帐篷系列：从专业露营拓展至精致露营，实现露营多场景覆盖

随着徒步露营的兴起，冷山专业露营帐篷系列如今已拓展至山地露营场景，形成



了经典款、Plus款、AIR前厅版、UL轻量化帐篷等多款式覆盖的冷山系列产品矩阵，加之沐雪Plus高海拔露营帐篷的推出，更为专业登山者提供了更高专业质量保证，同时初阶徒步晴日系列帐篷也为徒步爱好者提供了更高性价比的选择。在精致露营方面，牧高笛推出不同系列帐篷构建城市、营地、风格、汽车、水系露营等多场景：选择17.6m<sup>2</sup>+的揽盛系列、一室一厅的纪元系列帐篷、半球形的指挥官系列或19m<sup>2</sup>+的假日星空系列，搭配牧高笛热销款天幕，构成了适宜家庭、团体出行游玩的营地露营场景；自动速开零动系列、大空间的假日山居系列，同样搭配上天幕，构建成轻松愉快的公园露营、居家露营等城市露营场景；牧高笛还与理想等车企联名，推出创意充气车尾帐篷，可与车尾紧密贴合连通，形成汽车露营新场景。

表 1：牧高笛帐篷系列及露营场景

露营场景	山地露营			城市露营	
帐篷系列	冷山	沐雪3PLUS	晴日	假日山居	零动
产品介绍	徒步或徒步轻量化帐	高海拔露营帐，外骨骼支	初阶徒步帐篷，价格区间	牧高笛天猫旗舰店热销TOP1，含全套自动帐篷，牧高笛天	幕可拓展大空间，仿荷叶拒水，猫旗舰店热销TOP3。3
产品介绍	元。	撑可快速搭建，抗低温抗	为369-499元。	使用150D牛津布，价格区间为	秒速开，价格区间为
产品介绍		风雪，价格为2999元。		1499-2999元。	429-899元。
产品图					
产品图	冷山2PLUS: 红灰色 帐篷尺寸: 210 x 140 x 105cm 收纳尺寸: 39 x 16 x 15cm 重量: 12.62kg	沐雪3Plus: 旭日红 帐篷尺寸: (75+70+220+45) * 190 * 115CM 收纳尺寸: 46*23*23CM 重量: 6.28KG	初阶徒步帐篷(晴日2) 帐篷尺寸: (40+140+40) * 121 * 100CM 收纳尺寸: 40*19*10CM 重量: 4.05KG	假日山居13 展开尺寸: 430x300x210cm 收纳尺寸: 100x50x15cm 重量: 11.5kg	零动空间版145(不含地席) 展开尺寸: 330 x 230 x 140CM 收纳尺寸: 100 x 50 x 15CM 重量: 4.11KG
露营场景	营地露营				
帐篷系列	揽盛	纪元	假日星空	指挥官	
产品介绍	大面积大空间帐篷，采用150D	金字塔帐篷，一室一厅型，	三室一厅大面积帐篷，采用	半球形露营帐篷，采用20D透气布	
产品介绍	加密牛津布，可选充气型，价格	价格区间为999-5299元。	150D牛津布，价格为4999元。	内帐面料，三棱内旋地钉，价格区间为	
产品介绍	区间为3399-5599元。			1999-3599元。	
产品图					
产品图	揽盛3杆帐篷(含1个内帐 不含顶棚/内帐地席) 展开尺寸: 330 x 240 x 210CM 收纳尺寸: 80 x 20 x 15CM 重量: 10.5KG	纪元-屋260(营地版) 展开尺寸: 130 x 100 x 210CM 收纳尺寸: 77 x 48 x 42CM 重量: 10.2KG	假日星空帐篷(不含地席/顶棚) 展开尺寸: 430 x 300 x 210CM 收纳尺寸: 100 x 50 x 15CM 重量: 11.5KG	指挥官185(不含内帐, 需单独购买) 展开尺寸: 200*120*185CM 收纳尺寸: 42*12*15CM 重量: 4.11KG	
露营场景	风格露营	汽车露营		营地露营、城市露营等多露营场景搭配	
帐篷系列	黑化露营	IP联名	充气车尾帐篷	天幕	
产品介绍	牧高笛X王略联名系列，搭载揽	牧高笛XBDuck小黄鸭、	2023年7月牧高笛X理	蝶形或方形遮阳天幕，牧高笛天猫旗舰店热销	
产品介绍	盛、假日星空、指挥官等原系列	LINE FRIENDS等联名帐	想联名充气车尾帐篷上TOP4。超大投影面积，多场景适用，采用150D	帐篷，全套酷黑，硬核黑化风。	
产品介绍	篷，搭载后室等原系列帐篷	篷，搭载后室等原系列帐篷	线，占地13m <sup>2</sup> ，3分钟	加密牛津布或210T涤纶防水面料，表层荷叶拒	
产品介绍		和天幕。	充气，价格为2699元。	水科技，价格区间为299-749元。	
产品图					
产品图		后室(牛津版)B.DUCK款 展开尺寸: 120*140*160cm 收纳尺寸: 70*20*15cm 重量: 11.5kg	理想 展开尺寸: 130*100*210cm 收纳尺寸: 77*48*42cm 重量: 10.2kg	俊庭530牛津布黑版(含杆子) 展开尺寸: 330*240*210cm 收纳尺寸: 80*20*15cm 重量: 10.5kg	

资料来源：牧高笛天猫旗舰店，牧高笛官方微博，西部证券研发中心

✓ **装备系列：持续丰富多场景产品矩阵**

紧密围绕核心帐篷产品，多类型持续完善露营装备，搭建多场景精致露营模式。为更好完善牧高笛产品生态，牧高笛推出多种类的露营配套装备，包括户外照明装备、户外餐饮装备（炉具、餐具、保温箱、收纳袋、营地车）、户外休憩装备（吊床、野餐垫、桌椅）、户外睡眠装备（床垫、充气枕、充气泵、睡袋、防潮垫）、户外徒步装备（登山杖、登山包）、水系露营装备（浆板、皮划艇、防水背包、溯溪鞋、浮力背心、漂浮气囊）等，与牧高笛帐篷产品系列搭配，搭建出更多精致露营场景，更细化出过夜精致露营、居家露营、公园野餐露营、徒步露营、水系露营等露营场景。2022年6月，牧高笛开设全国首家装备线下一站式户外体验店，为精准细分定位露营场景提供了现实载体，能够让用户更加真实地体验露营文化，优化用户露营装备选择，满足不同消费群体露营需求，不断提升用户产品体验感，扩大品牌影响力。

图 28：牧高笛水系露营装备：皮划艇



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，西部证券研发中心

图 29：牧高笛天猫热销 TOP6：山涧铝合金蛋卷桌



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，西部证券研发中心

✓ **服装系列：以专业为锚，兼具美观与实用性**

大牧服装系列专注于冲锋衣和羽绒服领域，致力于打造专业与美学相结合的自主服装品牌。大牧产品主要包括冲锋衣和羽绒服，其中雪燕山地羽绒服采用银离子聚热科技、新型锁绒工艺，售价为 1699 元；岩羊山地冲锋衣运用 3D 立体剪裁，采用尼龙空气变异纱线，专为户外耐磨设计，售价为 1399 元；专业，是徒步爱好者跋涉严寒风雪地区的安全保障。2019 年 10 月，牧高笛的一支队伍跟随《徒步中国》踏上 70 多公里的经典徒步路线——洛克线，队员们身穿雪燕山地羽绒服，在大横断高山峡谷中徒步，即使面对雨加冰雹的突发天气时也无需雨披，轻松应对高海拔恶劣气候。2020 年，牧高笛再次携手《徒步中国》，成功踏足南极大陆。美学，是专业实用性与时尚感碰撞出的火花。牧高笛的雪燕山地羽绒服采用 3D 立体剪裁，色彩可选简约纯色、拼接撞色和时尚迷彩，轻松穿出时尚感。岩羊山地冲锋衣对经典款冲锋衣再次升级，全能防水透气，户外体验感提升，采用城市简约风格设计，时尚感满满。

图 30：大牧服装系列：雪燕山地羽绒服



资料来源：牧高笛官方微博，西部证券研发中心

图 31：大牧服装系列：冷山软猬甲冲锋衣



资料来源：牧高笛官方微博，西部证券研发中心

**多平台精准营销，持续扩大品牌专业影响力。**牧高笛通过品牌联名、跨界赞助、社媒合作等形式，精准触及目标客群，提升品牌知名度。**品牌联名方面**，牧高笛于 2021 年 2 月与 Line Friends 联名，2023 年 3 月再次推出 B.Duck 小黄鸭联名，打破传统单调的帐篷形象，意在吸引年轻客群及亲子家庭，扩大客户圈；2022 年 5 月，牧高笛与综艺《一起露营吧》合作，带领观众一起体验露营的乐趣；**跨界赞助方面**，牧高笛曾冠名赞助《徒步中国》第二届尼泊尔徒步大会、四明山户外运动挑战赛等专业户外活动，强化品牌的专业形象。**社媒合作方面**，牧高笛充分利用小红书、微博等社交平台，积极进行“种草营销”，不断扩大新用户，同时也通过社群等渠道维护已有客群。

图 32：牧高笛×综艺《一起露营吧》



资料来源：牧高笛官方微博，西部证券研发中心

图 33：牧高笛×京东 MOBI 自在露营节



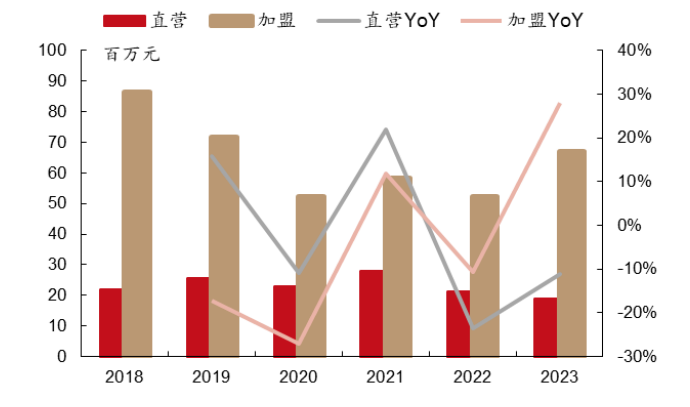
资料来源：牧高笛官方微博，西部证券研发中心

### 3.2 小牧品牌：定位大众，把握户外服饰风口

**定位大众户外，发力鞋服等户外时尚赛道。**牧高笛于 2009 年推出麋鹿 Logo，2018 年对品牌进行战略升级，划分出小牧品牌（鹿标 MOBI GARDEN URBAN）。小牧品牌以成为大众户外出行的首选品牌作为发展战略。小牧品牌主要通过线下渠道销售，目前涵盖加盟和直营。因 2021 年后终端消费需求疲弱，小牧收入表现略有承压，截至 2023 年底，小

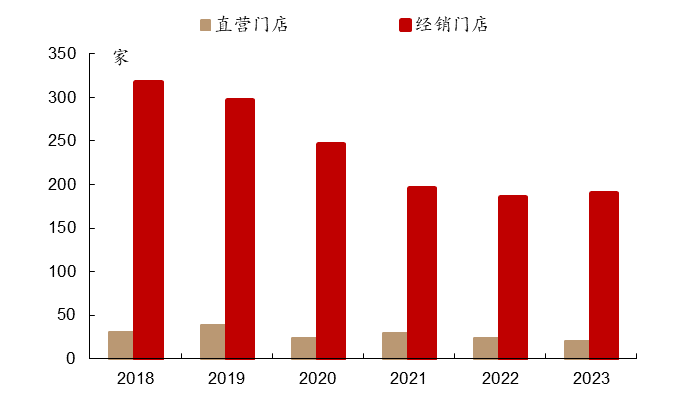
牧品牌直营和加盟店数量分别为 20 家及 190 家，直营和加盟收入分别为 1,892 万元和 6,689 万元。我们认为，随着终端需求的恢复以及公司在品牌和产品上的逐步完善，后续渠道或将加速扩张，未来有望贡献更高营收。

图 34：小牧品牌直营和加盟渠道收入及 YoY



资料来源：2018-2023 年年报，西部证券研发中心

图 35：小牧品牌直营和加盟门店数



资料来源：2018-2023 年年报，西部证券研发中心

以户外功能为主，融合时尚设计，不止为专业露营，更为打造精致户外生活方式。小牧品牌以高性能出行服饰为定位，既延续了大牧品牌的专业户外属性，也与大牧品牌近年来推出的精致露营系列联动，将时尚性融入专业性，打造通勤、旅行、轻运动等多场景服饰产品系列。2023 年，牧高笛鹿标旗下新推出的产品有：安云系列羽绒、全气候洋葱系列、S-LIGHT 皮肤衣等。

图 36：安云系列羽绒



资料来源：牧高笛官方微博，西部证券研发中心

图 37：全气候洋葱系列



资料来源：牧高笛官方微博，西部证券研发中心

三大系列书写户外时尚基因。目前，小牧品牌下主要有三个系列：Mobi Villa 系列、City Walk 系列及 BACK TO ZERO (B20) 系列。Mobi Villa 系列也称为山系，用风格不限的山系穿搭来打造自然系生活方式，于 2023 年 10 月推出 23AW 山系国潮胶囊系列，以露营文化为底，融入盛唐胡服等传统服饰元素，打造独特的山系文化。B20 系列是一个可持续时尚服饰系列，于 2022 年推出，是牧高笛继 2021 年联合发起国内首份无痕露营倡议后，又一坚定贯彻无痕露营、自然为上理念的行动。B20 系列秉持可持续发展理念，全系列皆使用环保面料。City Walk 系列是牧高笛小牧品牌下产品品类最多的系列，在山系和 B20 系列产品之外，增加了功能 POLO、多款皮肤衣、马甲等产品，为多场景出行提供了更加

广泛的选择。

图 38: Mobi Villa 山系国潮×美拉德风



资料来源: 牧高笛官方微博, 西部证券研发中心

图 39: B20 服装系列-春夏秋



资料来源: 牧高笛官方微博, 西部证券研发中心

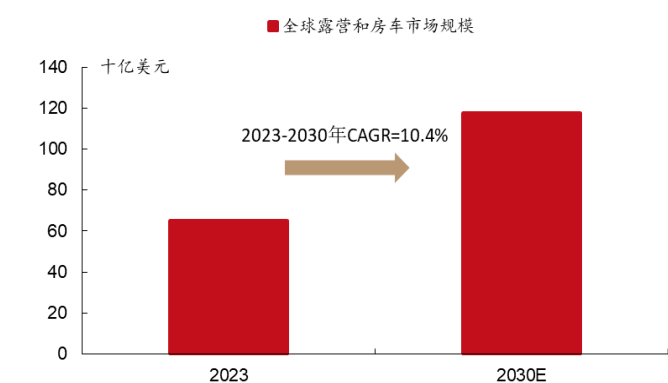
## 四、代工业务：行稳致远，供需持续向好

### 4.1 需求侧：主力市场需求支撑强，绑定优质客户订单结构稳定

#### ● 海外露营需求仍然旺盛，主力市场空间可期

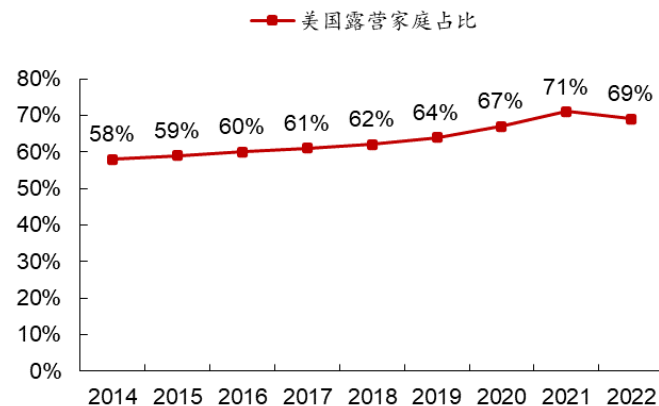
未来 7 年全球露营市场仍将高速增长，美、欧、澳地区为露营主力市场。根据 Grand view research 机构的测算，2023 年全球露营和房车的市场规模 651 亿美元。其中，美国、欧洲、澳大利亚等发达国家和地区是露营及房车的主要消费市场。以美国为例，参与露营的家庭占比以高达 69%，已经成为较为普及的旅行方式。从量上看空间广阔：全球露营及房车市场规模至 2030 年有望实现 1,176 亿美元，预计 2023-2030 年 CAGR=10.4%。其中欧洲市场，预计 2029 年露营和房车市场规模实现 236 亿美元，2024-2029 年 CAGR=7.2%，未来空间广阔。从价上看支撑较强：2023 年美国平均单次普通露营要花费 332 美元，豪华露营要花费 393 美元（高于酒店/度假村平均单次费用）。

图 40: 全球露营和房车市场规模预测



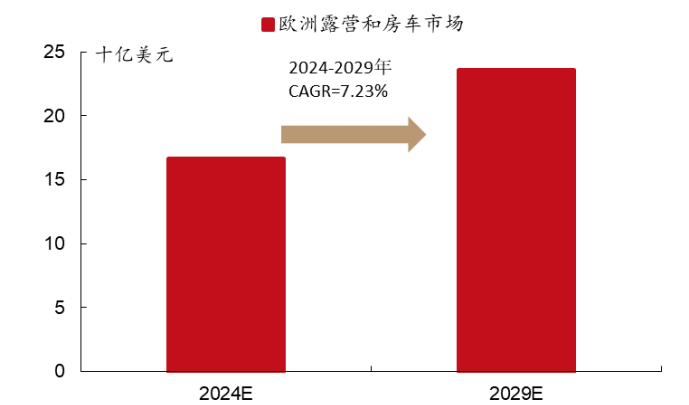
资料来源: Grand view research, 西部证券研发中心

图 41: 2014-2022 年美国参与露营的家庭占比



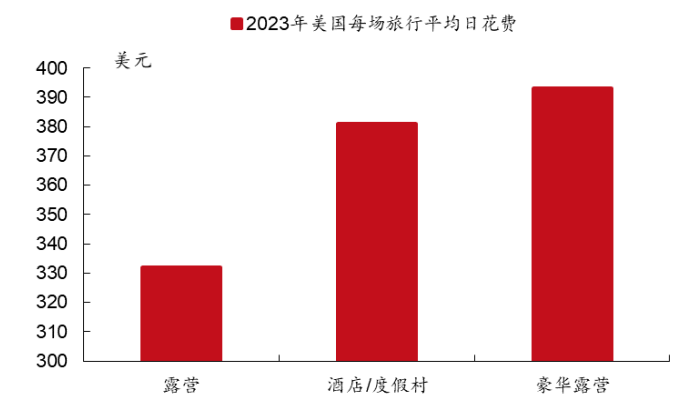
资料来源: KOA, 西部证券研发中心

图 42：欧洲露营和房车市场规模



资料来源：Motor intelligence, 西部证券研发中心

图 43：2023 年美国平均每场旅行平均日花费

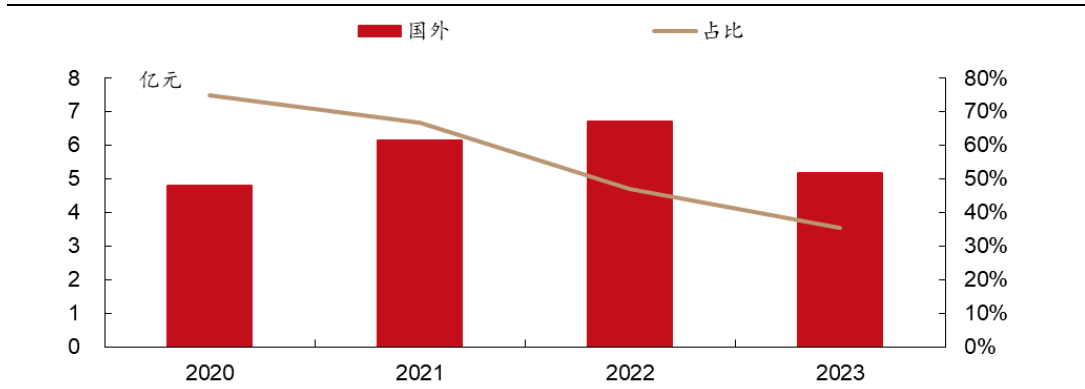


资料来源：KOA, 西部证券研发中心

● 深度绑定优质客户，新客户开拓有序进行

欧洲市场销售占比较高，与大客户深度绑定。公司 OEM/OEM 业务主要为外销，2023 年外销收入达 5.2 亿元，占比达 35.5%。外销客户中，欧洲市场占比较多，其次分别是大洋洲/亚洲地区，而北美洲收入占比则相对较低。欧洲市场收入占比高的原因是公司大客户均在欧洲，如迪卡侬、Go outdoors 等。

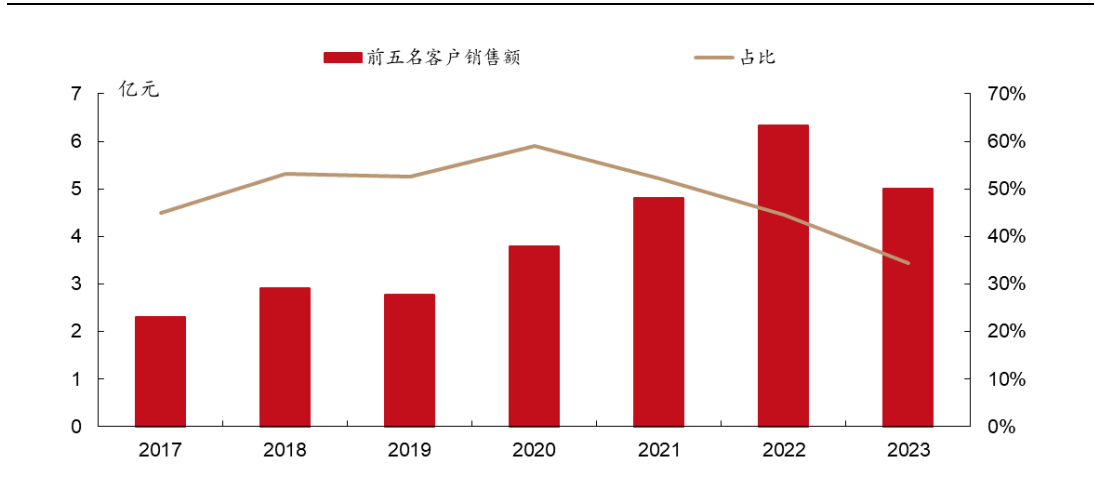
图 44：海外营业收入及占比



资料来源：2020-2023 年公司年报, 西部证券研发中心

积极开拓美洲市场新客户。近年来公司持续拓展新客户，通过优化全球订单结构来平衡全年产能利用率。2023 年公司前五大客户销售收入为 5 亿元，占比 34.4%，相较 2017 年 44.9% 的占比有明显下滑。目前，公司正积极开拓北美客户，现已与美国、加拿大等目标客户建立合作，随着后续合作加深，订单有望持续放量。

图 45: 前五大客户销售额及占比



资料来源: 2017-2023 年公司年报, 西部证券研发中心

#### 4.2 供给侧: 全球三地产能布局, 供应链极具优势

中、越、孟三地产能, 供应链响应能力强。作为国内帐篷及户外用品代工龙头, 公司在国内、越南、孟加拉均有产能基地, 通过全球化产能布局更好的服务全球客户的同时持续优化代工业务成本。在产能分布上, 国内设有衢州天野、龙游勤达、鄱阳天野和常山天野四大生产基地, 海外设有孟加拉天野和越南天野两大生产基地, 目前海外产能占比约较高。海外产能主要负责 OEM/ODM 代工业务出货, 国内产能较小, 目前主要负责供应自主品牌的出货。

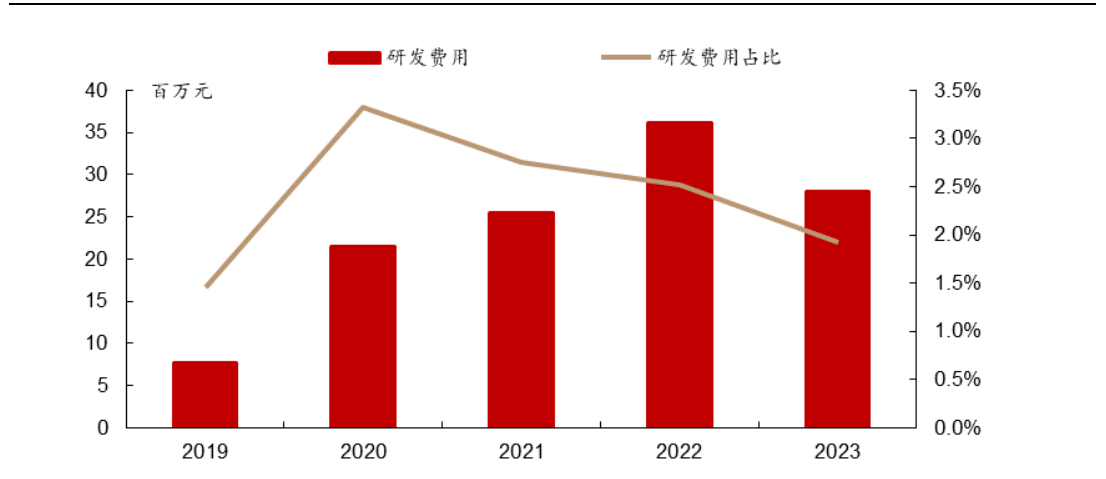
表 2: 公司产能分布情况

分类	地址	名称	介绍
国内	浙江衢州市	衢州天野	2007 年设立。
	浙江龙游县	龙游勤达	2004 年设立, 2015 年收购惠君帐篷、泰来帐篷, 新增有效产能 10.4 万顶。
	江西鄱阳县	鄱阳天野	2014 年 10 月投产, 当年新增产能 2 万顶, 2015 年产能爬坡新增 8 万顶。
	浙江常山县	常山天野	2015 年收购拓金帐篷, 当年新增产能 3.6 万顶。2016 年实际有效产能新增 5 万顶。
海外	孟加拉	孟加拉天野	2014 年 1 月投产, 当年增加产能 12 万顶。
	越南	越南天野	2017 年设立, 2018 年扩建产能。

资料来源: 牧高笛招股说明书, 西部证券研发中心

重视研发投入, 持续优化供应链体系。为了更好满足客户需求, 开发更具竞争力的产品, 公司重视研发投入并持续优化供应链体系。2023 年, 公司研发费用 2,798 万元, 占营收的 1.9%, 近五年平均占比为 2.4%。公司持续进行供应链优化, 推进供应链数字化建设。2022 年建成智能整理加工中心项目。2023 年建成智能装配仓储一体化项目并投入使用, 降低仓储成本, 提升仓储效率。同年, 公司上线 SAP-ERP 系统、仓库管理系统 WMS 并升级 MES 系统, 进一步提升了公司精细化管理程度。

图 46：研发费用及占比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 五、盈利预测与估值

### 5.1 关键假设及盈利预测

**自主品牌业务：**自主品牌将成为公司第二增长引擎。随着户外服饰赛道热度持续提升，公司正在充分布局自主品牌业务，自主品牌业务占比增长迅猛。公司旗下大牧及小牧两大品牌兼顾专业户外及休闲户外两大主线，随着产品矩阵的持续完善，后续将有序扩张渠道规模，有望打开业绩上升的第二条通道。我们预计公司大牧品牌 2024-2026 年收入为 9.3 亿元/10.4 亿元/11.7 亿元，同比+10.4%/+11.8%/+12.5%，小牧品牌 2024-2026 年收入为 1.0 亿元/1.1 亿元/1.3 亿元，同比+13.7%/+13.5%/+15.7%。我们预计公司 2024-2026 年自主品牌整体营收为 10.3 亿元/11.5 亿元/12.9 亿元，同比+10.7%/+11.9%/+12.8%。

**OEM/ODM 业务：**OEM/ODM 为公司的业务基石。短期看海外需求虽仍然承压，但公司作为帐篷及户外用品出口龙头地位稳健，随着海外去库进入尾声，外需进一步恢复有望带来代工业务的业绩弹性。同时，公司积极推进新客户开发，提升市场份额，持续巩固自身的竞争优势和市场地位。我们预计公司 2024-2026 年 OEM/ODM 业务营收为 5.8 亿元/6.5 亿元/7.3 亿元，同比+9.1%/+12.0%/+13.0%。

#### 收入及盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 16.03 亿元/17.95 亿元/20.26 亿元，同比+10.1%/+12.0%/+12.9%；归母净利润分别为 1.29 亿元/1.46 亿元/1.74 亿元，同比+20.9%/+13.2%/+19.3%。

表 3：2022-2026E 营业收入拆分预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>OEM/ODM 代工业务 (百万元)</b>	<b>716.39</b>	<b>529.05</b>	<b>577.39</b>	<b>646.67</b>	<b>730.74</b>
增长率	16.40%	-26.15%	9.14%	12.00%	13.00%
<b>自主品牌业务 (百万元)</b>	<b>705.48</b>	<b>925.94</b>	<b>1025.05</b>	<b>1147.32</b>	<b>1293.99</b>
增长率	70.17%	31.25%	10.70%	11.93%	12.78%



	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>小牧 (百万元)</b>	<b>73.57</b>	<b>85.81</b>	<b>97.59</b>	<b>110.80</b>	<b>128.18</b>
增长率	-14.75%	16.64%	13.73%	13.54%	15.69%
——直营	21.28	18.92	19.07	19.71	20.70
增长率	-23.57%	-11.09%	0.78%	3.40%	5.00%
——加盟	52.29	66.89	78.52	91.09	107.48
增长率	-10.54%	27.92%	17.39%	16.00%	18.00%
<b>大牧 (百万元)</b>	<b>631.91</b>	<b>840.13</b>	<b>927.46</b>	<b>1036.52</b>	<b>1165.80</b>
增长率	92.49%	32.95%	10.39%	11.76%	12.47%
线下团购/经销	313.08	510.14	581.02	662.36	761.71
增长率	42.46%	62.94%	13.89%	14.00%	15.00%
电商(直营)	318.83	329.99	346.44	374.16	404.09
增长率	193.84%	3.50%	4.99%	8.00%	8.00%
<b>其他业务 (百万元)</b>	<b>14.83</b>	<b>0.87</b>	<b>0.96</b>	<b>1.15</b>	<b>1.24</b>
增长率	556.96%	-94.14%	10.00%	20.00%	30.00%
<b>营收合计 (百万元)</b>	<b>1436.71</b>	<b>1455.86</b>	<b>1603.39</b>	<b>1795.14</b>	<b>2025.97</b>
增长率	55.52%	1.40%	10.13%	11.96%	12.86%
毛利率	28.38%	28.32%	29.17%	29.43%	31.35%

资料来源：2022-2023 年公司年报，西部证券研发中心预测

## 5.2 投资建议

公司作为帐篷及户外用品产业链龙头，一方面，代工业务行稳致远，产能供给不断优化，需求稳步复苏，维持公司业绩韧性。另一方面，自主品牌进而有为，专业户外加休闲户外的品牌加速布局，有望在户外运动高景气赛道带来业绩增长弹性。根据公司主营的户外用品代工和销售业务，选择浙江自然、扬州金泉两家户外用品代工公司及探路者、三夫户外两家户外用品零售公司作为可比公司。参考行业环境及可比公司经营情况，我们认为牧高笛兼具制造公司的估值安全性及零售公司的业绩成长性，考虑到海外需求承压及终端消费复苏节奏平稳，审慎估值。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 16.03 亿元/17.95 亿元/20.26 亿元，同比+10.1%/+12.0%/+12.9%；归母净利润分别为 1.29 亿元/1.46 亿元/1.74 亿元，同比+20.9%/+13.2%/+19.3%。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值（更新至 2024.6.28）

分类	代码	市值		P/E	
		(亿元)	TTM	2024E	2025E
代工企业	浙江自然	22.40	21.93	12.74	10.70
	扬州金泉	21.06	9.98	7.79	6.76
品牌企业	探路者	44.27	35.54	23.38	19.50
	三夫户外	14.23	49.63	24.53	16.23
	<b>均值</b>		29.27	17.11	13.30
	<b>牧高笛</b>	<b>18.73</b>	<b>17.11</b>	<b>14.50</b>	<b>12.81</b>

资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 六、风险提示

- 1) **行业竞争加剧。**代工业务行业壁垒较低，行业内存在大量竞争。若竞争进一步加剧，或将影响公司利润。
- 2) **新产品销售不及预期。**公司小牧品牌目前正在推出新产品以拓宽产品矩阵，若产品销售不及预期，或将拖累公司自主品牌业务业绩。
- 3) **宏观经济影响。**经济复苏周期疲弱等宏观因素或将对公司业绩造成不良影响。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	132	167	344	433	543	营业收入	1,436	1,456	1,603	1,795	2,026
应收款项	135	159	151	139	130	营业成本	1,029	1,044	1,136	1,267	1,391
存货净额	696	595	762	810	872	营业税金及附加	3	9	10	12	14
其他流动资产	208	94	14	13	14	销售费用	99	126	130	148	173
<b>流动资产合计</b>	<b>1,172</b>	<b>1,016</b>	<b>1,271</b>	<b>1,395</b>	<b>1,558</b>	管理费用	122	125	143	156	183
固定资产及在建工程	86	140	166	199	243	财务费用	0	5	7	7	11
长期股权投资	10	7	7	7	7	其他费用/(-收入)	8	10	15	19	33
无形资产	10	26	30	36	44	<b>营业利润</b>	<b>174</b>	<b>138</b>	<b>163</b>	<b>186</b>	<b>222</b>
其他非流动资产	63	63	58	59	57	营业外净收支	1	(1)	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>169</b>	<b>236</b>	<b>260</b>	<b>300</b>	<b>351</b>	<b>利润总额</b>	<b>176</b>	<b>137</b>	<b>164</b>	<b>186</b>	<b>222</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,341</b>	<b>1,252</b>	<b>1,532</b>	<b>1,695</b>	<b>1,909</b>	所得税费用	35	30	34	40	47
短期借款	387	185	299	290	258	<b>净利润</b>	<b>141</b>	<b>107</b>	<b>129</b>	<b>146</b>	<b>174</b>
应付款项	370	470	499	523	598	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	15	5	8	9	8	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>141</b>	<b>107</b>	<b>129</b>	<b>146</b>	<b>174</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>772</b>	<b>660</b>	<b>806</b>	<b>823</b>	<b>864</b>	<b>财务指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	35	25	29	30	28	ROE	28.1%	19.4%	20.4%	19.0%	18.8%
<b>长期负债合计</b>	<b>35</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>28</b>	毛利率	28.3%	28.3%	29.2%	29.4%	31.3%
<b>负债合计</b>	<b>807</b>	<b>685</b>	<b>835</b>	<b>852</b>	<b>892</b>	营业利润率	12.1%	9.5%	10.2%	10.4%	10.9%
股本	67	67	67	67	67	销售净利率	9.8%	7.3%	8.1%	8.1%	8.6%
股东权益	534	567	696	843	1,017	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,341</b>	<b>1,252</b>	<b>1,532</b>	<b>1,695</b>	<b>1,909</b>	营业收入增长率	55.5%	1.4%	10.1%	12.0%	12.9%
						营业利润增长率	86.9%	-21.0%	18.6%	13.9%	19.1%
						归母净利润增长率	78.9%	-24.1%	20.9%	13.2%	19.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	60.2%	54.7%	54.5%	50.3%	46.7%
						流动比	1.52	1.54	1.58	1.70	1.80
						速动比	0.62	0.64	0.63	0.71	0.79
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	1.51	1.14	1.38	1.57	1.87
						BVPS	5.72	6.08	7.46	9.02	10.89
						<b>估值</b>					
						P/E	13.3	17.5	14.5	12.8	10.7
						P/B	3.5	3.3	2.7	2.2	1.8
						P/S	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—投资评级说明

行业评级	<b>超配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	<b>中配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	<b>低配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	<b>买入:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	<b>增持:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	<b>中性:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	<b>卖出:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。