

浙商证券股份有限公司马莉近期对牧高笛进行研究并发布了研究报告《牧高笛深度报告：精致露营乘风而起，“移动花园”精准卡位》，本报告对牧高笛给出买入评级，当前股价为98.12元。

牧高笛(603908)

投资要点

国内露营装备龙头，品牌业务高速增长

牧高笛成立于2003年，同时经营OEM/ODM及自主品牌业务：OEM/ODM方面，主要为迪卡侬、GOOutdoors等户外运动品牌及Kmart、HomeRetail等零售商提供露营帐篷的研发设计及生产；自主品牌分为主打专业露营装备的大牧及主打泛户外鞋服的小牧。

22H1实现收入/归母净利8.6/1.1亿元，同增61%/112%。2011-2019年公司收入从3.2亿元增长至5.3亿元，CAGR为6.4%；2020年后疫情带动户外露营参与人次及频次增长，步入加速成长期，OEM/ODM收入保持25%以上增速，自主品牌收入2021/22H1分别爆发式增长90%/182%。

露营行业：量价齐升趋势显著，看好本土品牌

国内露营较欧美起步晚，疫情之下快速出圈。目前美国露营参与率已达19%，市场规模超300亿美元，而我国户外运动从2003年非典后才开始向大众化发展。2020年后，露营行业成为疫情下难得的高景气赛道，其中“精致露营”的兴起在本轮热潮中发挥了重要推动作用。

露营大发展要素已具，有望步入黄金十年。由疫情助推的井喷式增长或难以为继，但长期来看，中国人均GDP、城镇化率、汽车保有量等指标均显示露营在我国已具备从“小众爱好”向“大众化生活方式”转变的基本要素，有望迎来“新十年”。

市场格局高度分散，本土品牌充满机遇。目前国内市场的户外品牌有900-1000个，但海外品牌进入中国市场较晚，尚未占领消费者心智；本土品牌在性价比、供应链还是电商平台运营能力上更具优势，若能抓住行业机遇，有望走出若干个行业巨头。

OEM/ODM：供需两侧稳健，可见度高

绑定优质零售和品牌商，迪卡侬占比过半。2021年前五大客户销售额占外销业务比

重达78%，其中第一大客户迪卡侬3.16亿元，占外销业务比重51%；其他核心客户均为全球优质的零售商或品牌商。

全球化、轻资产生产布局，供应链灵活稳健。公司早在2012年即开始布局东南亚产能，目前孟加拉/越南产能占比约40%；公司的国内产能则主要位于浙江衢州。此外，公司还保持15%左右的外协产能。柔性供应链使公司在疫情之下能够灵活调配产能快速响应市场需求，增强了客户粘性。

自主品牌：量增价升有活力，想象空间广阔

疫情下大牧爆发式增长，下半年同样可期。大牧品牌2021年收入2.20亿元（+156%），2022年在疫情反复的催化下，单Q2线上/分销渠道分别增长307%/340%。由于双十一拉动及秋冬款产品单价较高，自主品牌销售从Q1至Q4逐季走旺，下半年自主品牌业绩值得期待。

公司持续提升产品力与品牌力，打造自身阿尔法：1) 产品力：成功抓住“精致露营”趋势，2020/2021年分别推出“纪元”、“揽盛”系列帐篷，上市后始终占据销量前列；同时开发睡眠、厨房、收纳、客厅系列的产品矩阵，提升连带率和客单价。2) 品牌力：与LineFriends、摇曳露营、电小二、小红书等品牌/IP联名推出系列产品，还与汽车品牌、综艺等跨界合作，增强在目标客群中的品牌曝光度。

盈利预测及估值

公司作为国内露营帐篷装备的代工龙头以及头部品牌商，充分受益于露营热潮的红利，同时公司持续提升产品力和品牌调性，抢占国内消费者心智，有望持续高速增长。预计公司2022-2024年实现归母净利润1.80/2.66/3.64亿元，同比增长129%/48%/37%，对应PE为36/24/18倍，给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复程度超过预期，露营行业增长不及预期，市场竞争加剧风险

证券之星数据中心根据近三年发布的研报数据计算，天风证券孙海洋研究员团队对该股研究较为深入，近三年预测准确度均值高达96.46%，其预测2022年度归属净利润为盈利1.8亿，根据现价换算的预测PE为35.61。

最新盈利预测明细如下：