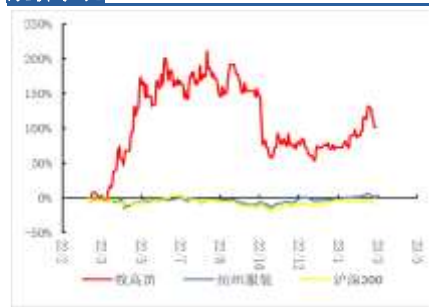


投资评级：买入（首次）
报告日期：2023年03月13日
市场数据

目前股价	71.48
总市值(亿元)	47.67
流通市值(亿元)	47.67
总股本(万股)	6,669
流通股本(万股)	6,669
12个月最高/最低	110.34/33.02

分析师

分析师：
 黄淑妍 S1070514080003
 ☎ 021-31829709
 ✉ huangsy@cgws.com

股价表现


数据来源：同花顺

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

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	643	923	1441	1865	2361
(+/-%)	21.4%	43.6%	56.1%	29.4%	26.6%
归母净利润(百万元)	46	79	141	191	244
(+/-%)	12.7%	71.0%	79.2%	35.4%	27.6%
摊薄EPS(元/股)	0.69	1.18	2.11	2.86	3.65
PE	104	61	34	25	20

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 户外露营装备龙头，产品热销国内外市场：**牧高笛品牌创立于2003年，以冷山2Air帐篷迅速切入市场。公司董事长陆瞰华深耕户外行业多年，2020年荣获“浙江省体育产业领军人物”称号。公司主营业务包括品牌运营业务与露营帐篷OEM/ODM业务两大板块：（1）品牌业务以国内市场为主，主品牌大牧从“冷山”帐篷开始，核心主打产品的户外露营装备系列，子品牌小牧是延续专业户外基因的高性能出行服饰品牌，为消费者提供外保护、内舒适的穿着体验；（2）OEM/ODM业务为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务，产品远销国际市场，迪卡侬、Go outdoors、Kmart等知名品牌均为公司客户。同时，公司积极构建全球产能战略布局，目前已拥有越南、孟加拉两个海外生产基地，产能处于国内领先地位。
- 国内户外露营持续火热，行业步入发展红利期：**中国自2009年以来，中共中央办公厅、国务院办公厅等相关部门围绕户外运动产业发布一系列支持政策，为我国户外产业增长奠定良好基础。根据COCA数据，露营已成热门休闲生活方式，2019年中国户外用品零售/出货总额分别达到250.2/141.6亿元，2012-2019年我国户外用品市场零售/出货总额CAGR分别为5.59%/6.54%，预计中国到2027年露营设备市场将达到159亿美元规模，复合年增长率为9.1%。国内户外运动及相关产业的市场规模及渗透率对标发达国家增长潜力较大。
- 代工业务方面，随国内市场持续向好占比有所下降，持续深度绑定大客户迪卡侬：**公司在生产上，采取自主生产和外协加工相结合的方式，代工业务占公司收入占比较高，从2014年的60.70%提升到2020年的74.81%。2021年以来，随着国内市场持续向好，公司自有品牌运营业务强劲增长，代工业务占比逐步下降。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，与国外客户建立了稳定的业务合作关系，形成了无形的品牌优势。公司目前共有OEM/ODM业务客户三十余家，包括普通零售商、专业零售商和品牌商三大类。公司深度绑定第一大客户迪卡侬，销售额占外销收入比重2021年达51.36%，预计随着露营行业的持续火热，第一大客户迪卡侬营收仍将实现增长，对公司外销业务产生持续积极影响。
- 自有品牌方面，抓住精致露营机遇，品牌影响力持续增强：**一、品牌上，公司与山系文化Mounster、理想汽车、小鹏汽车、劳斯莱斯等进行品牌互动，通过多元化产品联名等合作形式快速触达新用户，增加了品

牌曝光率与影响力，自主品牌建设效果显著，经过多年的经营积累和品牌建设，公司品牌在全国户外用品市场取得广泛的认可。二、产品上，围绕精致露营打造多场景矩阵，从产品风格上丰富场景，从产品线上细化产品，分事业部运营推动品牌策略升级，通过细分使用场景实现消费客群的精准营销，多维度推动精致露营融入大众生活。三、渠道上，抓住线上消费增长、直播流量增长机遇，提升线上流量获取能力。公司品牌运营中心对国内线下渠道进行梳理调整，加强加盟店管理优化，关停部分位置较差或运营业绩、效率低的门店；大牧装备首家线下旗舰店在宁波华侨城开业，消费者体验进一步提升。同时，公司积极开拓新的销售渠道，入驻山姆会员店、麦德龙，加强渠道营销，持续扩大品牌影响力。

- **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，公司凭借领先的品牌影响力、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 2022-2024 年 EPS 分别为 2.11 元、2.86 元、3.65 元，对应 PE 分别为 34X、25X、20X，首次覆盖给予“买入”的投资评级。
- **风险提示：**国际政治经济环境的变化风险，市场竞争加剧的风险，疫情持续、反复的风险，原材料价格上涨风险，客户集中度较高带来的经营风险。

目录

1. 公司概况：户外露营装备龙头，业绩增长势头强劲	6
1.1 发展历程：产品热销国内外市场，董事长荣获“浙江省体育产业领军人物”	6
1.2 股权结构：股权较为集中，管理层经验丰富	7
1.3 财务概况：公司业绩显著提升，费用率持续下降	8
2. 户外行业：国内发展起步较晚，近年来形成热潮	10
2.1 海外：欧美地区户外运动发展历史悠久，美国露营人群与参与率持续提升	10
2.2 国内：国内露营持续火热，行业步入发展红利期	12
3. 代工业务：境外营收占比较大，深度绑定大客户迪卡侬	16
3.1 产能概况：海外产能布局早，帐篷类产品维持高产销率	17
3.2 客户情况：深度绑定大客户迪卡侬，大客户营收稳步增长	18
4. 自有品牌：抓住精致露营机遇，品牌影响力持续增强	21
4.1 品牌情况：品牌建设效果显著，跨界活动提升公司影响力	21
4.2 产品情况：兼具高颜值和实用功能，细分市场实现精准营销	23
4.3 渠道情况：线上渠道持续发力，线下渠道优化管理	25
5. 盈利预测与投资建议	27
5.1 相对估值	27
5.2 盈利预测	27
5.3 投资建议	28
5.4 风险提示	29
附：盈利预测表	30

图表目录

图 1:	主品牌大牧（牧高笛山标）宣传图	6
图 2:	子品牌小牧（牧高笛鹿标）宣传图	6
图 3:	公司发展历程	7
图 4:	公司股权结构（截止 2022 年 10 月 27 日）	7
图 5:	2017-2022 前三季度公司总营收及其增速	9
图 6:	2017-2022 前三季度公司归母净利润及其增速	9
图 7:	2017-2022 前三季度公司毛利率及净利率	9
图 8:	2017-2022 前三季度公司费用率	9
图 9:	2017-2022H1 年公司资产减值损失与汇兑损益	10
图 10:	2014-2022H1 年存货、原材料数量及原材料占比	10
图 11:	2000-2020 年欧美地区人均 GDP	11
图 12:	欧洲户外露营地形地貌示例	11
图 13:	美国户外运动参与情况	11
图 14:	美国露营活动参与情况	11
图 15:	2007-2027E 中国人均 GDP（单位：美元）	12
图 16:	2013-2019 年中国户外用品零售/出货总额及其 yoy	13
图 17:	牧高笛城市露营宣传图	15
图 18:	牧高笛露营相关产品宣传图	15
图 19:	2014-2022H1 年公司代工业务和品牌业务收入对比	16
图 20:	2014-2022H1 年代工业务收入（百万）	17
图 21:	2021 年各地区营业收入分布	17
图 22:	2014-2021 年公司帐篷产销量及相关数据	18
图 23:	2017-2021 年公司各产品产量情况（单位：万）	18
图 24:	2017-2021 年公司各产品产销率	18
图 25:	2017-2021 年前五大客户销售额/yoy/占比	20
图 26:	对客户迪卡侬销售额及其占外销业务比重	20
图 27:	2017-2021 年迪卡侬用户数量及增速	20
图 28:	2017-2021 年迪卡侬用户数量及增速	20
图 29:	迪卡侬上海环球港概念店宣传图	20
图 30:	迪卡侬部分帐篷产品宣传图	20
图 31:	2015-2019 年以出货额度划分的品牌数量	21
图 32:	2015-2019 年出货额≥1 亿品牌出货额占比	21
图 33:	牧高笛品牌互动宣传图	23
图 34:	牧高笛&LINE FRIENDS 联名产品宣传图	23
图 35:	冷山系列部分产品宣传图	24
图 36:	纪元系列部分产品宣传图	24
图 37:	公司多种产品以及配件宣传图	24
图 38:	2017-2022 前三季度线上渠道营收及 yoy	25
图 39:	2017-2022 前三季度线上渠道营收占比及毛利率	25
图 40:	2017-2022 前三季度线下渠道营收及 yoy	26
图 41:	2017-2022 三季度末直营店/加盟店数量	26
图 42:	牧高笛首家线下旗舰店门面展示图	26

图 43:	牧高笛首家线下旗舰店内部场景布置图	26
图 44:	山姆会员店售卖牧高笛产品宣传图	27
图 45:	麦德龙售卖牧高笛产品宣传图	27
表 1:	管理层主要成员介绍	8
表 2:	经营过程中涉及的主要产业政策	13
表 3:	近年来各网络平台有关于露营的数据	15
表 4:	产能建设过程概览	17
表 5:	OEM/ODM 部分业务客户介绍	19
表 6:	部分常见国产品牌介绍	21
表 7:	2022 淘宝天猫露营行业品牌榜单	22
表 8:	牧高笛旗下各品牌及其定位	25
表 9:	相关上市公司估值比较	27

1. 公司概况：户外露营装备龙头，业绩增长势头强劲

1.1 发展历程：产品热销国内外市场，董事长荣获“浙江省体育产业领军人物”

公司主营业务包括品牌运营业务与露营帐篷 OEM/ODM 业务两大板块，分别深耕国内、国外市场。（1）品牌业务以国内市场为主，主品牌大牧从 2003 年的“冷山”帐篷开始，核心主打产品的户外露营装备系列，满足各场景下的专业装备和服装需求，为专业人群、户外爱好者打造舒适、安全、精致的可移动空间，子品牌小牧是延续专业户外基因的高性能出行服饰品牌，以“科技、时尚、舒适”为产品特性，为大众消费者提供外保护、内舒适的穿着体验。（2）OEM/ODM 业务为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务，产品远销欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲和美国等国际市场，迪卡侬、Go outdoors、Kmart、Home Retail Group、Kathmandu 等知名品牌均为公司客户。

图 1：主品牌大牧（牧高笛山标）宣传图



资料来源：公司官网，长城证券研究院

图 2：子品牌小牧（牧高笛鹿标）宣传图



资料来源：公司官网，长城证券研究院

产品种类逐步拓展，董事长荣获“浙江省体育产业领军人物”称号。2003 年，牧高笛品牌创立，适合中国市场的冷山 2Air 帐篷面世。2006 年，公司前身“浙江来飞户外用品股份有限公司”注册成立。2009 年，公司推出牧高笛品牌服装，使用鹿标 logo。2011 年，签约被誉为“亚洲人气偶像”的知名演员何润东。2012 年，在品牌创立十周年之际，推出“行无界-户外爱好者的世界旅行”品牌主题活动，首站位于尼泊尔。2014 年，孟加拉生产基地投产，同年公司名称变更为“牧高笛户外用品股份公司”。2017 年，公司在上交所主板上市，代码 603908，简称“牧高笛”，同年越南生产基地投入运营。2018 年，产品划分为大牧品牌与小牧品牌，分事业部运营提升效率。2020 年，董事长陆瞰华荣获“浙江省体育产业领军人物”称号。2022 年，牧高笛 MOBI GARDEN 旗下独立运营的山系潮流露营服装子品牌 MOBI VILLA，产品上市销售。

图 3: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

2021 年国内产能 239 万件, 于越南及孟加拉投资设立子公司, 产能布局日益完善。公司产能处于国内领先地位, 2021 年生产帐篷 239 万件, 同比增长 37.96%。同时, 公司积极全球战略布局, 目前已拥有越南、孟加拉两个海外生产基地。公司境外子公司数目较多, 均为公司投资设立的控股子公司, 其中, 越南天野户外用品有限公司、兴安天野户外用品有限公司位于越南生产基地, 天野户外(孟加拉)有限公司、勤达户外(孟加拉)有限公司位于孟加拉生产基地。

1.2 股权结构: 股权较为集中, 管理层经验丰富

公司股权较为集中, 实际控制人合计控股 30.82%。截至 2022 年 10 月 27 日, 公司 2022 年发布的减持计划均已实施完毕, 目前前两大股东分别为宁波大牧投资有限公司 (50.44%)、浙江嘉拓投资管理有限公司 (10.00%)。宁波大牧控股股东系陆瞰华先生 (51%) 和黄芳女士 (49%); 浙江嘉拓控股股东系陆瞰峰先生和陈敏华女士 (49%)。陆瞰华、陆瞰峰两人为兄弟关系并签署《一致行动协议》, 同为公司实际控制人, 通过间接持股方式合计持有公司 30.82% 的股份, 股权与管理权集中有利于公司战略迅速落地。

图 4: 公司股权结构 (截止 2022 年 10 月 27 日)



资料来源: 公司年报, 同花顺, 长城证券研究院

公司管理层工作经历丰富, 利益与公司高度绑定。公司高管均具有丰富行业工作经验, 董事长陆瞰华最近 5 年一直担任公司董事长、总经理职位, 深耕行业多年, 在公司任职时间长, 了解且熟悉公司发展历程及未来业务规划。除实控人陆瞰华、陆瞰峰外, 核心高管大部分持有公司股份, 激励充分, 利益与公司高度绑定, 对公司未来发展具有积极意义。

表 1: 管理层主要成员介绍

姓名	性别	职务	主要工作经历
陆瞰华	男	董事长、总经理	最近 5 年一直担任牧高笛户外用品股份有限公司（以下简称“公司”）董事长、总经理；现任公司董事长、总经理，公司下属子公司浙江牧高笛、宁波牧高笛、上海牧高笛执行董事，海口牧高笛投资、宁波大榭开发区牧高笛贸易执行董事兼总经理；同时还担任宁波大牧投资有限公司执行董事、上海汉灯堂商务咨询有限公司执行董事、腓德烈斯哈芬展览（上海）有限公司董事、武汉大热荒野科技有限公司董事。
陆瞰峰	男	副董事长、副总经理	最近 5 年一直担任公司副董事长、副总经理；现任公司副董事长、副总经理，同时还担任浙江嘉拓投资管理有限公司执行董事、浙江中体拓投资管理股份有限公司董事，巢峰汇（宁波）餐饮文化管理有限公司、巢栖（宁波）餐饮文化管理有限公司执行董事兼总经理。
徐静	女	董事、外销业务总监	最近 5 年一直担任公司董事、外销业务总监；现任本公司董事、外销事业部总经理。
杜素珍	女	董事、财务总监	历任建设银行衢州市柯城支行开发区办事处储蓄员，衢州市世纪龙有限公司主办会计，来飞股份董事、财务经理；现任本公司董事、财务总监、浙江牧高笛监事、衢州牧高笛监事、常山天野执行董事。
罗杰	男	董事	曾任北京体育科学研究所干部、国家体委体育装备处干部、国家体育总局体育器材装备中心发展部、采购部、会展部主任、中国体育用品业联合会秘书长；现任中国体育用品业联合会副主席兼秘书长、全国体育用品标准化技术委员会主任委员、江苏康力源体育科技股份有限公司独立董事、浙江力玄运动科技股份有限公司独立董事，公司独董董事。
马其刚	男	制造总监	历任厦门进雄有限公司生产经理，厦门进民有限公司生产经理，来飞野营生产经理，来飞股份生产经理、制造总监，天野旅游执行董事；现任本公司制造总监、衢州天野执行董事、孟加拉天野董事、衢州名墅执行董事、经理、龙游勤达经理。

资料来源：公司年报，长城证券研究院

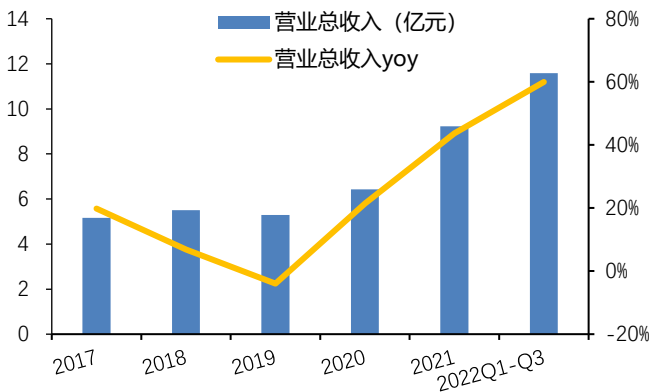
1.3 财务概况：公司业绩显著提升，费用率持续下降

2017~2021 年，营收及归母净利润下降后明显提升，增长势头强劲。公司通过战略规划精准把握国内外露营市场需求增长机遇，同时通过管理项目落地提升经营效率，使得公司营业收入与净利润保持较好增长。2017~2019 年，公司营收由 5.16 亿元平稳提升至 5.29 亿元；2017~2019 年，公司归母净利润由 0.50 亿元下降至 0.41 亿元。国内从 2020 年开始在疫情催化下，人们对身体健康更加重视，露营产业迎来快速发展。同时，在中国国民收入稳步增长的大环境下，人们对生活质量与户外活动的需求逐年上涨，户外露营作为兼具社交与私密性的旅游出行方式，行业持续保持快速增长。2020、2021、2022 前三季度公司营收分别达 6.43 亿元、9.23 亿元、11.58 亿元，同比增长分别为 21.41%、43.64%、59.96%，增长强劲；2020、2021、2022 前三季度公司归母净利润分别达 0.46 亿元、0.79 亿元、1.30 亿元，同比增长分别为 12.72%、70.99%、82.35%，呈现加速增长趋势。

2022 年，国内户外露营行业呈现爆发式增长，精致露营已成为年轻一代最热门的休闲生活方式之一。公司作为国内精致露营生活方式的倡导者，有能力抓住行业机会乘势而上。受益于终端需求的提升，叠加公司自主品牌业务在产品力、品牌力、渠道力上的持续发力，公司实现了收入和净利润的快速增长。公司预告，预计 2022 年度公司归母净利润为

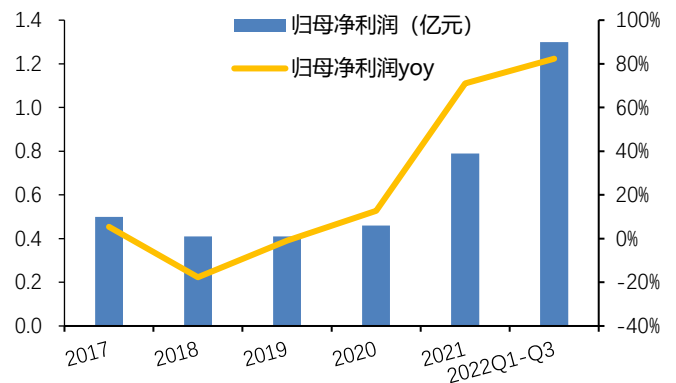
1.33-1.45 亿元，同比大幅增长 69.18-84.45%；扣非净利润为 1.33-1.4 亿元，同比大幅增长 115.80-127.16%。

图 5：2017-2022 前三季度公司总营收及其增速



资料来源：同花顺，长城证券研究院

图 6：2017-2022 前三季度公司归母净利润及其增速

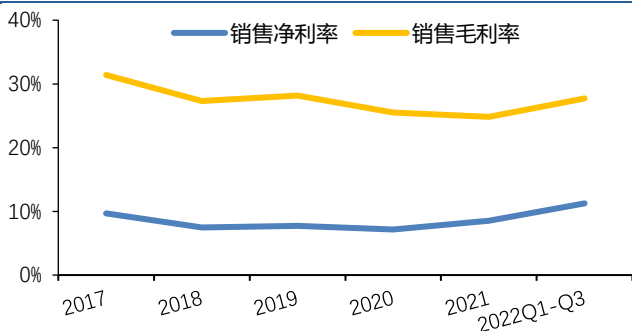


资料来源：同花顺，长城证券研究院

公司毛利率、净利率保持稳定，2022 前三季度有所提升。2017~2020 年，公司毛利率由 31.40% 下降至 25.49%，净利率保持由 9.70% 下降至 7.15%，利润率下降主要系代工业务净利率/毛利率有所下降所致。2020 年以来市场持续向好，公司充分把握机会并不断提升经营效率，实现毛利率与净利率水平显著提升。2021 年毛利率/净利率分别达到 24.83%/8.51%，分别同比-0.66pct/+1.36pct，2022 前三季度毛利率/净利率分别达到 27.70%/11.25%，分别同比+3.33pct/+1.38pct，公司盈利能力有所提升。

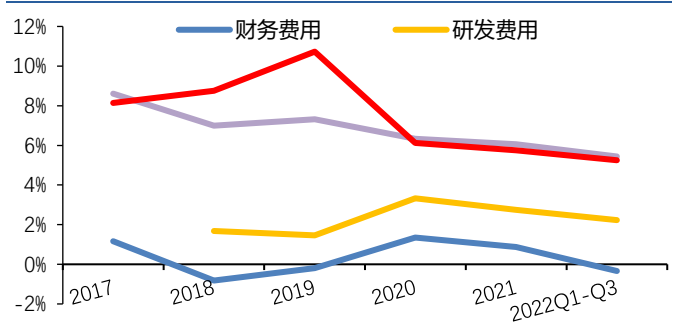
近年来公司费用率逐步下降，2022 前三季度仍保持下降趋势。公司 2017~2021 年费用率逐步下降，其中：销售费用率由 8.14% 波动下降至 5.75%、在 2019 年提升至 10.73% 主要系自主品牌业务营销渠道建设使费用同比增加所致；管理费用率由 8.61% 下降至 6.05%；财务费用率由 1.16% 下降至 0.87%；2017~2021 年费用率总和由 17.91% 逐步下降到 15.42%。2022 年前三季度仍然保持下降趋势，费用率总和同比下降 0.21pct 至 12.58%，其中财务费用率同比下降 0.90pct 至 -0.34%，主要因汇率变动增加汇兑收益影响所致。

图 7：2017-2022 前三季度公司毛利率及净利率



资料来源：同花顺，长城证券研究院

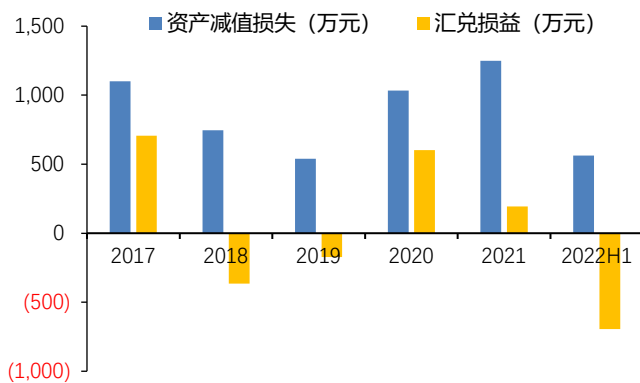
图 8：2017-2022 前三季度公司费用率



资料来源：同花顺，长城证券研究院

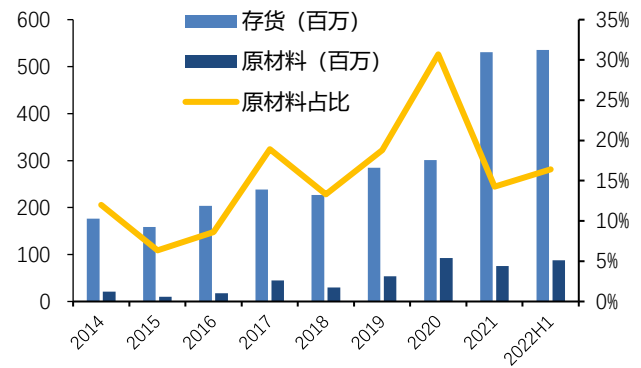
存货金额提升，原材料金额占比波动明显，2022H1 年资产减值损失及汇兑损失增加明显。2014~2021 年，随着公司销售规模持续扩大，公司存货金额由 1.76 亿元增长至 5.31 亿元，2022H1 年存货金额 5.35 亿元；存货中原材料占比波动明显，2014~2020 年占比由 12.00% 上升到 30.69%，2021 年占比下降至 14.26%。此外，2022H1 年资产减值损失同比下降 33.18% 至 561.91 万元，上半年人民币贬值致使汇兑损益由往年同期 98.31 万元下降至 -695.48 万元。

图 9: 2017-2022H1 年公司资产减值损失与汇兑损益



资料来源: 同花顺, 公司年报, 长城证券研究院

图 10: 2014-2022H1 年存货、原材料数量及原材料占比



资料来源: 同花顺, 长城证券研究院

2. 户外行业：国内发展起步较晚，近年来形成热潮

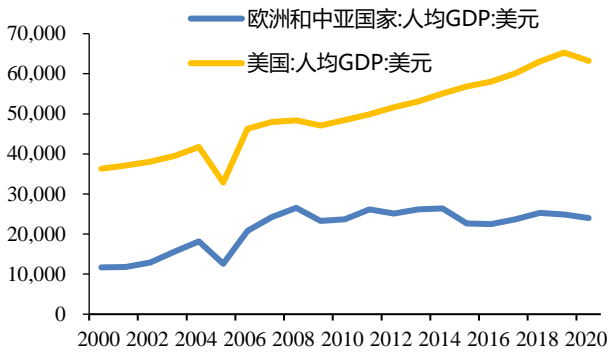
2.1 海外：欧美地区户外运动发展历史悠久，美国露营人群与参与率持续提升

欧美地区户外运动历史悠久，具有良好用户基础。发达国家户外运动发展历史较为悠久，户外运动的文化底蕴较为深厚，户外运动将旅游休闲、强身健体、人际交往紧密结合，逐步成为各国人民平日休闲、节日度假以及外出旅游主要的选择之一。从全球范围来看，欧洲、美国地区的户外运动市场规模中处于领先地位。

欧洲户外运动的发展有着得天独厚的优势：其一，欧洲大部分地区气候温和湿润、温带海洋性气候分布广，户外气候条件宜人；其二，欧洲地形地貌资源丰富，地形以平原为主且冰川地貌分布较广，拥有峭壁、雪峰、草甸、森林、湖泊、峡谷等丰富的户外资源；其三，欧洲户外运动起源较早且经济发达、人口数量众多，民众具有户外运动的良好基础和氛围，因此欧洲户外运动具有庞大的用户基础。

美国户外运动及相关产业具有庞大的市场基础和良好的发展前景：美国地区经济发达、社会经济发展程度较高且面积较大、人口数量较多，因此相关户外活动的参与人次和参与频率较高，与户外运动有关的服装、器材、用品、饮品均有较大的市场需求，户外运动产业已经成为了美国最大的经济产业之一。

图 11: 2000-2020 年欧美地区人均 GDP



资料来源: 世界银行, 同花顺, 长城证券研究院

图 12: 欧洲户外露营地形地貌示例

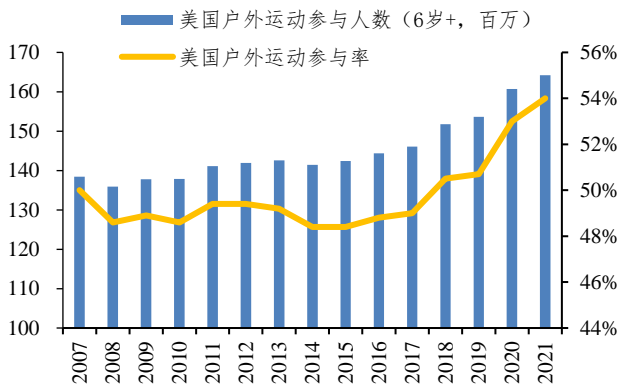


资料来源: 牧高笛微信官方公众号, 长城证券研究院

美国户外运动人群与参与率持续提升, 露营活动参与率取得突破。据美国户外基金会 Outdoor Foundation 报告, 美国户外休闲活动参与人数和参与率呈现明显的上升态势, 其中参与人数从 2014 年的 1.41 亿人上升至 2020 年的 1.61 亿人, 参与率从 48.40% 上升至 52.90%。自 2020 年初新冠疫情开始以来, 尽管美国政府对餐厅、酒吧和体育赛事等室内娱乐活动的许多限制已结束, 但户外娱乐活动的参与仍在继续增长。2021 年延续增长势头, 参与人数上升至 1.64 亿人, 参与率上升至 54.00%, 户外休闲活动发展高度成熟。

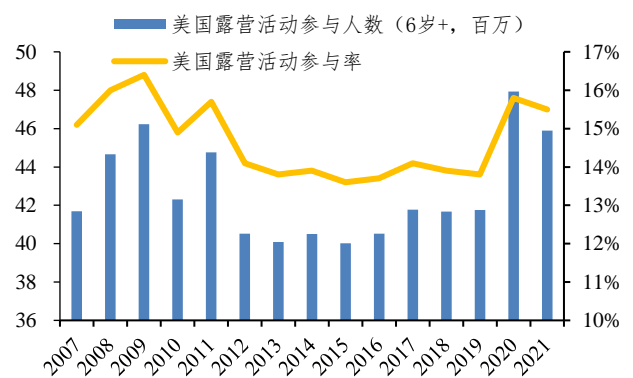
与此同时, 露营活动参与率突破多年瓶颈, 再创新高。据 Outdoor Foundation 报告, 2012-2019 年美国露营活动参与率始终维持在 14% 左右, 2020、2021 年参与人数分别达到 4790、4590 万人, 参与率分别达到 15.80%、15.50%, 预计未来随着户外休闲活动进一步发展, 露营活动将能够保持较高参与率。

图 13: 美国户外运动参与情况



资料来源: Outdoor Foundation, 长城证券研究院

图 14: 美国露营活动参与情况



资料来源: Outdoor Foundation, 长城证券研究院

国外成熟市场露营人群数增长, 预期可以带动露营装备需求新增量。近两年在疫情反复的大环境下, 更多人们参与户外露营这种短途的、安全的、私密兼顾社交的户外休闲活动, 带动了露营装备市场需求增长, 欧美日韩等经济发达国家作为露营市场大国, 露营市场的需求新增量保持较好增长。

据美国野营协会 Kampgrounds 《2022 年北美露营报告》, 5700 万家庭称 2021 年至少有 1 次露营旅行, 同比增加 18%, 接受调查的家庭中 48% 参加露营和其他休闲旅行形式, 约 5% 的家庭将露营作为唯一的休闲旅行形式。Cotswold Outdoor 表示英国露营设备的销售额在 2020 年同比增长 60%, 韩国贸易统计振兴院公布数据显示, 韩国 2021 年上半年

露营产品出口额 1.02 亿美元，同比增长 84.7%，同期露营用品的进口额为 1.91 亿美元，同比增长 105.1%。

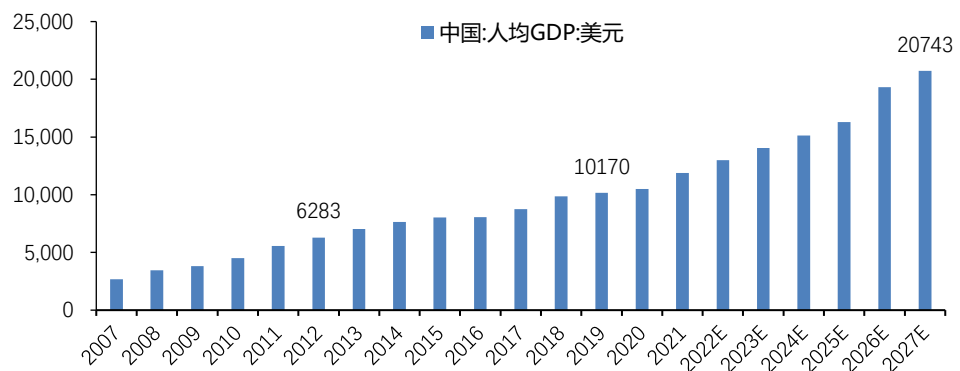
海外疫情放松管控后，户外出行热潮并未减退。随着感染普遍发生以及疫苗接种率的上升，2021 年英国、美国等海外各国逐步放开防疫管控，人们对户外休闲活动的热情并未消退。根据美国商务部经济分析局报告，2021 年美国户外休闲经济产值增长了 18.9%，是当年美国整体经济增速三倍有余，对国民经济的贡献超过了 500 亿美元。

2.2 国内：国内露营持续火热，行业步入发展红利期

人均 GDP 和户外运动流行相关联，我国人均 GDP 不断提升或可带来户外运动参与率和参与人数进一步提高。目前，国内户外运动及相关产业的市场规模及渗透率对标发达国家增长潜力较大。据公司 2020 年年报，根据发达国家以往经验，人均 GDP 和户外运动流行关联，人均 GDP 超过 6000 美元时大众化户外运动开始流行；人均 GDP 达到 10000 美元标准后，具备一定专业度、多样化的户外运动开始流行。2012 年中国人均 GDP 达到 6283 美元，路跑开始流行；2019 年中国人均 GDP 达到 10170 美元，超过经验数据当中 10000 美元标准。

据中国户外联盟 COCA 统计数据显示，2019 年我国约有 1.3 亿人口参与户外休闲活动，有 6000 万人热衷参与徒步、登山、露营等户外运动。未来几年随着人均收入的不断提升户外运动或可更加流行，参与人数和参与率或将进一步提高。

图 15：2007-2027E 中国人均 GDP（单位：美元）

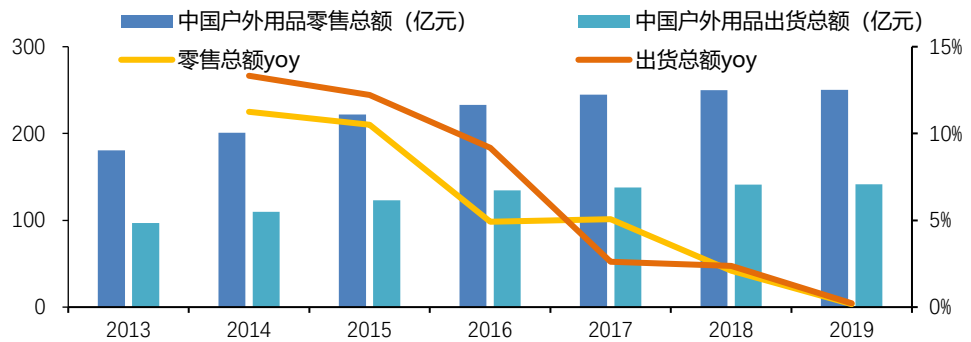


资料来源：国际货币基金组织，同花顺，长城证券研究院

户外用品市场随户外运动的兴起而蓬勃发展，2019 年中国户外用品零售/出货总额分别达到 250.2/141.6 亿元。我国户外用品行业经历了三个主要发展阶段：（1）上世纪 90 年代至 2005 年，我国沿海地区出现了少量户外用品的代工企业，户外用品行业在我国开始萌芽，消费者主要以专业用户为主；（2）2006 年至 2011 年，我国户外用品市场规模从 20 亿元左右快速增长至 100 亿元左右，年增长率超过 35%，高于同期服装行业增速，用户开始向大众消费者领域延伸；（3）2012 年以来，受国内外消费环境变化的影响，行业进入平稳发展阶段。

我国户外用品市场随着近年来户外运动的兴起而蓬勃发展。自二十世纪以来，我国户外用品市场经历了一段高速发展期，根据 COCA 数据，2019 年度我国户外用品市场零售/出货总额分别达到 250.2/141.6 亿元，2012~2019 年我国户外用品市场零售/出货总额 CAGR 分别为 5.59%/ 6.54%，预计未来市场仍然将保持平稳增长。

图 16: 2013-2019 年中国户外用品零售/出货总额及其 yoy



资料来源: coca, 牧高笛招股说明书, 长城证券研究院

国内相关政策支持，为户外产业增长奠定良好基础。虽然我国户外运动与产业市场起步较晚，但自 2009 年以来，国家体育总局、中共中央办公厅、国务院办公厅等相关部门围绕体育、户外运动产业发布了一系列支持政策，国内徒步健身步道、骑行大道、露营基地等基础设施建设逐步增加完善。

2021 年 6 月《商务部等 17 部门关于加强县域商业体系建设促进农村消费的意见》提到，发展乡村民宿、自驾车旅居车营地、木屋营地、帐篷营地等，完善生活服务配套设施；2021 年 7 月国务院颁布的《全民健身计划（2021-2025 年）》指出，通过普及推广冰雪、山地户外、航空、水上、马拉松、自行车、汽车摩托车等户外运动项目，建设完善相关设施，拓展体育旅游产品和服务供给；2022 年 11 月体育总局等多部门印发的《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》指出，到 2025 年户外运动产业高质量发展成效显著，基本形成供给与需求有效对接。户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长，户外运动产业总规模超过 3 万亿元。

在相关政策支持户外活动设施建设的趋势下，国内户外产业步入新增长通道奠定了良好基础，使得露营逐步成为大众户外生活休闲方式之一。

表 2: 经营过程中涉及的主要产业政策

政策出台时间	政策出台主体	政策文件名称	相关内容
2009 年 9 月	商务部、国家发展和改革委员会等	《关于加快推进服装家纺自主品牌建设的指导意见》	提出推进服装自主品牌建设的运行机制，营造良好的市场环境，建立和完善公共服务体系，加快实现我国服装、家纺自主品牌国际化，增强服装、家纺行业的综合竞争力。
2009 年 12 月	国务院	《关于加快发展旅游的意见》	明确提出了要推动旅游产品多样化发展，积极发展休闲度假旅游，把旅游房车、邮轮游艇、景区索道、游乐设施和数字导览设施等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录。我国旅游产业在顶层设计下开始向休闲时代转型升级。
2011 年 4 月	国家体育总局	《体育产业“十二五”规划》	以体育健身休闲业、体育竞赛表演业为先导，带动体育用品业、体育中介业等业态的联动发展，加大扶持力度，完善产业政策体系，实现可持续发展。广泛开展群众喜闻乐见的体育健身休闲项目，积极稳妥开展新兴的户外运动等项目，加强对民族民间传统体育项目的市场开发。
2012 年 1 月	工业和信息化部	《轻工业“十二五”发展规划》	将采取继续落实扩大消费需求、支持技术

	部	划》	创新和技术改造、大力实施品牌战略、营造有利于中小企业发展的外部环境等政策措施，指导未来五年轻工业发展方式转变和产业结构调整，推动我国由“轻工大国”向“轻工强国”迈进。加大新材料、新技术、新工艺在户外装备、休闲帐篷、流行饰品、画相框中的应用，提高产品附加值。
2012年1月	工业和信息化部	《纺织工业“十二五”发展规划》	提出发展的指导思想、发展目标、重点任务和政策措施，突出结构调整、自主创新、品牌建设和可持续发展等重点内容，并且是未来五年纺织工业发展的指导性文件和实现纺织强国目标的行动纲领。
2014年10月	国务院	《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	到2025年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过5万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。在有条件的地方制定专项规划，引导发展户外营地、徒步骑行服务站、汽车露营地、航空飞行营地、船艇码头等设施。
2019年1月	体育总局、国家发展和改革委员会	《进一步促进体育消费的行动计划(2019-2020年)》	大力发展健身休闲消费。重点支持消费引领性强的健身休闲项目发展，推动水上运动、山地户外、航空运动、汽摩运动、马拉松、自行车、击剑等运动项目产业发展的细化落实，形成新的体育消费热点。
2021年6月	商务部等部门	《商务部等17部门关于加强县域商业体系建设促进农村消费的意见》	发展乡村民宿、自驾车旅居车营地、木屋营地、帐篷营地等，完善生活服务配套设施。
2021年7月	国务院	《全民健身计划（2021-2025年）》	通过普及推广冰雪、山地户外、航空、水上、马拉松、自行车、汽车摩托车等户外运动项目，建设完善相关设施，拓展体育旅游产品和服务供给。 到2025年，户外运动产业高质量发展成效显著，基本形成供给与需求有效对接、产业与生态协调发展、产品与服务品牌彰显、业态与模式持续创新的发展格局。户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长，户外运动产业总规模超过3万亿元。
2022年11月	体育总局、国家发展和改革委员会等多部门	《户外运动产业发展规划（2022—2025年）》	到2035年，户外运动产业规模更大、质量更优、动力更强、活力更足、发展更安全，成为促进人民群众身心健康、提升获得感和幸福感、推进体育产业高质量发展和体育强国建设的重要力量。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府网站，长城证券研究院

据市场调研公司 Report Linker 数据，露营已成热门休闲生活方式，预计到 2027 年露营设备市场规模达 159 亿美元，复合年增长率 9.1%。随着网络的普及以及大众休闲方式的

改变，“露营”越发频繁的出现在公众视线面前，逐步变成热门词语，露营已成为当下国民喜爱的、热门的假日与周末休闲生活方式。

2022年国庆期间，露营体验的火热再次刷屏朋友圈等社交媒体，根据相关平台数据，飞猪平台上国庆期间露营订单量较节前增长1.3倍，“露营+飞盘”“露营+骑行”“露营+烧烤”“露营+自然写生”“露营+昆虫探秘”等个性化玩法倍受欢迎；国庆期间携程露营旅游订单量较同期增长超过10倍，人均露营花费650元左右，相较中秋人均花费增长30%左右。据市场调研公司 Report Linker 数据，中国作为世界第二大经济体，预计到2027年露营设备市场将达到159亿美元的规模，复合年增长率为9.1%。

图 17: 牧高笛城市露营宣传图



资料来源：牧高笛小红书官方账号，长城证券研究院

图 18: 牧高笛露营相关产品宣传图



资料来源：牧高笛官方微信公众号，长城证券研究院

表 3: 近年来各网络平台有关于露营的数据

平台名称	相关数据
抖音	《2022 抖音电商十大潮流生活趋势报告》显示，过去一年，42.4%的抖音平台用户将户外休闲运动作为重要的娱乐放松方式；有 38.5%的用户表示一年会安排 6 次以上，在周末或闲暇时会参加徒步、爬山、露营等户外活动；每年都会参加户外活动的人中，16.8%会选择搭帐篷露营
小红书	2020-2022 年五一期间，“露营”搜索量同比分别增长 290%/230%/746% 2021 年国庆期间，小红书上的露营笔记同比增长了 1116% 《2020 小红书端午旅游报告》显示，与去年同期相比小红书用户的露营意愿翻了近三倍，野餐意愿翻了超过两倍，自驾游的意愿也增长近 50%
携程	2022 年国庆期间，携程的露营旅游订单量较同期增长超过 10 倍，人均露营花费 650 元左右，相较中秋人均花费贵 30%左右 2022 年五一期间，携程的露营搜索热度环比上周增长 90% 2021 年以来包含“露营、野炊、野营”相关内容的发布量同比去年上涨逾 400%，阅读量增长超 11 倍 《2021 年中秋假期旅游数据报告》显示，中秋期间露营产品订单量相较端午假期增长近 50%
飞猪	2022 年国庆期间，飞猪的露营订单量较节前增长 1.3 倍，“露营+飞盘”“露营+骑行”“露营+烧烤”“露营+自然写生”“露营+昆虫探秘”等个性玩法受欢迎 2022 年五一期间，飞猪的露营 2022 年半年度报告订单量环比上月增长超 350%
天猫	《天猫 2022 年五一消费趋势报告》显示，4 月 20 日-5 月 4 日期间，天幕、户外营地车在天猫的销售额同比增长分别超 2100%/1400%，户外咖啡壶、户外桌椅与烧烤盘在天猫的销售额同比增长分别超 460%/400%/310% 2021 年双 11 度假野营类目成交金额同比增长 98.6% 2021 年上半年国货露营装备的销售额同比增长超过 100%

百度	2022年“露营野餐”相关内容搜索热度同比上涨121% 2022年《百度×京东 618 消费趋势洞察报告》显示，便携桌椅床、帐篷/垫子、野餐用品成交额同比增长分别达541%/165%/142%
同城	2022年五一期间，同城的露营相关旅游搜索热度环比上涨117%
马蜂窝	2022年五一期间，马蜂窝的各地露营相关搜索热度平均涨幅超过130% 2021年国庆期间，马蜂窝平台上“露营”的搜索热度上涨了200%

资料来源：各平台公开数据，牧高笛年度报告，长城证券研究院

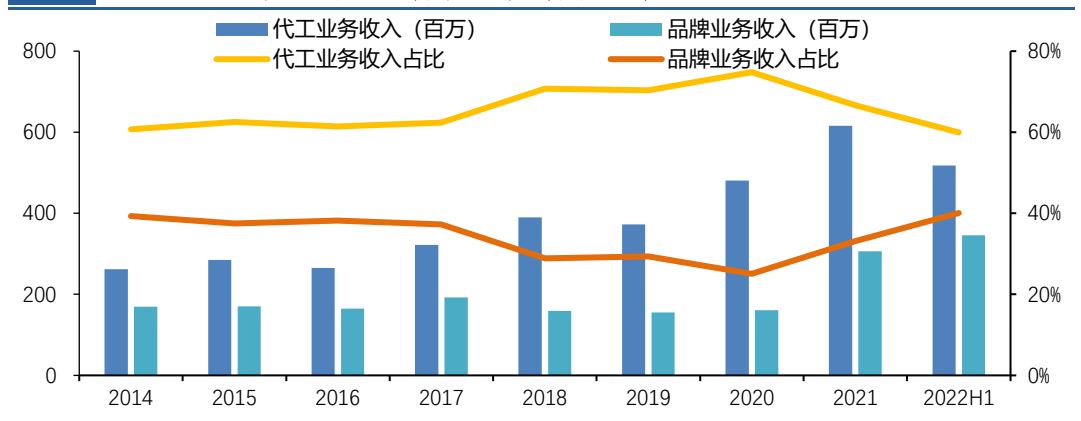
国内疫情逐渐消退后，户外行业有望继续保持较高热度。户外运动项目带较强的季节性，人们在不同的时间段会有不同的消费需求。随着气温回暖，新一年的露营季回归，“露营+”场景不断丰富，借助餐吧、现场演出、轰趴馆等实现服务延展和消费场景优化。长线旅行逐渐恢复，或将助推徒步旅行这类户外活动的发展。通过第三方旅游统计大数据平台和抽样调查综合测算，今年春节假期期间新疆5S级滑雪场累计接待游客12.18万人次，同比增长4.94%，实现旅游收入1995.65万元，同比增长80.16%。京东运动消费数据显示，近年来冰雪运动相关商品成交总额呈明显上升趋势，2022年同比增长114%；线上冰雪运动购买用户逐年增加，今年京东年货节期间，滑雪鞋服、单双滑雪板、滑雪头盔、滑雪镜的销量均继续保持良好的增长势头。根据中国旅游研究院发布的《中国冰雪旅游消费大数据报告（2023）》预计，“十四五”末期我国冰雪休闲旅游人数有望达到5.2亿人次，我国冰雪休闲旅游收入将达到7200亿元。

3. 代工业务：境外营收占比较大，深度绑定大客户迪卡侬

公司代工业务营收占比较高，近年来品牌业务占比提升明显。公司主营业务包括品牌运营业务（自有品牌牧高笛 MOBI GARDEN）与露营帐篷 OEM/ODM 业务两大板块。其中，品牌业务以国内市场为主，OEM/ODM 业务以“成为全球帐篷生产精益制造典范企业”为愿景，为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务。

公司代工业务占比较高，2014~2020年，占比从60.70%提升到74.81%。2021年以来，随着国内市场持续向好，公司自有品牌运营业务呈现强劲增长，2021年/2022H1年营收分别为3.06/3.46亿元，同比+90.03%/+182.25%，占比达33.15%/40.06%，代工业务占比下降。

图 19：2014-2022H1 年公司代工业务和品牌业务收入对比

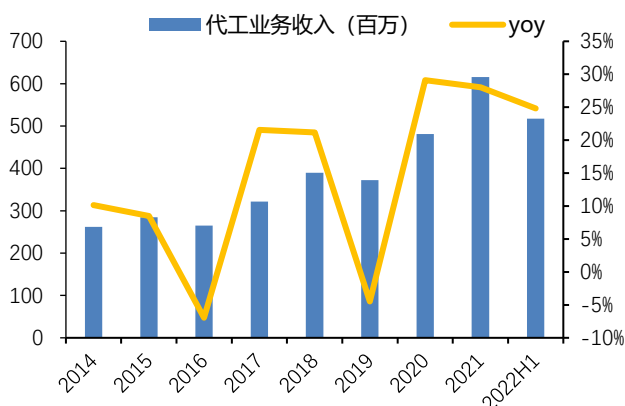


资料来源：同花顺，公司年报，长城证券研究院

3.1 产能概况：海外产能布局早，帐篷类产品维持高产销率

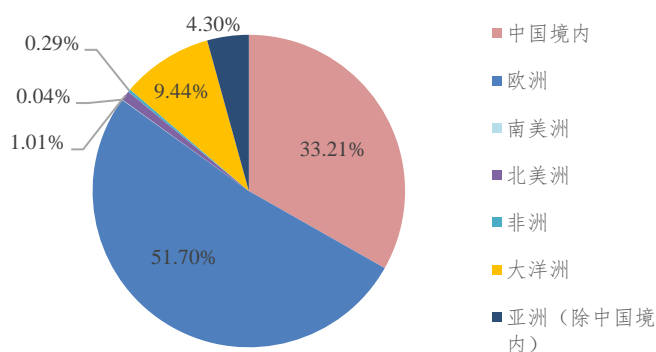
行业热潮下代工业务营收增速明显，欧洲地区营收占比较大。近年来行业持续火热，公司代工业务营业收入迅速提升，2020、2021、2022H1 年营收分别达到 4.81、6.15、5.18 亿，增速分别达到 29.10%、28.00%、24.81%。公司代工业务产品远销欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲和美国等国际市场。2021 年境外营收占比 66.79%，其中欧洲、大洋洲地区营收占比较大，分别达 51.70%、9.44%，营收同比+23.30%、+21.61%。

图 20: 2014-2022H1 年代工业务收入 (百万)



资料来源: 同花顺, 长城证券研究院

图 21: 2021 年各地区营业收入分布



资料来源: 牧高笛公司年报, 长城证券研究院

海外产能布局早，2014 年新建海外生产基地孟加拉天野，2018 年完成越南新厂建设。

公司早在 2012 年决定新建生产基地，提高帐篷产品的自主生产能力。2014 年 1 月孟加拉天野基本完成流水线安装，进入工厂试生产阶段，当年生产内篷 7.14 万件、外篷 8.60 万件、外袋 7.99 万件，实现销售收入 245 万元。2017 年 8 月公司在越南投资设立全资子公司越南天野；2018 年陆续完成孟加拉老厂扩建、越南新厂建设，产能逐步释放的同时生产效率也步入稳定成熟期。

表 4: 产能建设过程概览

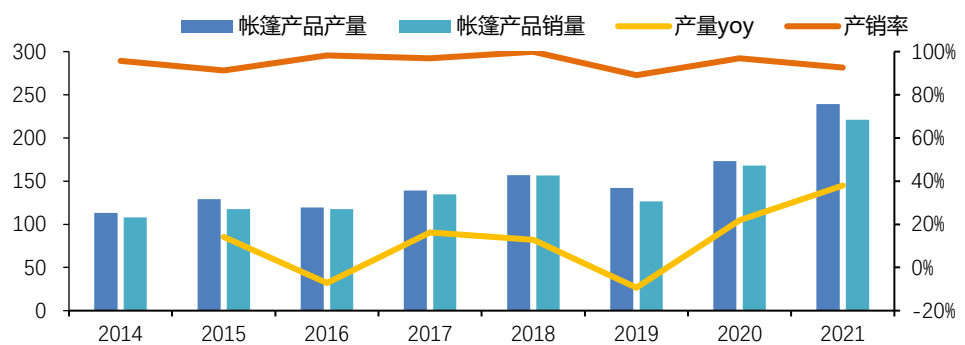
时间	建设事件
2012 年	公司决定新建生产基地，提高帐篷产品的自主生产能力。经过多次国内外考察，公司决定在孟加拉人民共和国的伊苏瓦迪出口加工区 (EPZ-Ishwardi) 新建海外生产基地孟加拉天野。
2014 年	孟加拉天野基本完成流水线安装，员工培训，进入工厂试生产阶段，产品主要销往发达国家与地区。
2015 年	自产帐篷产能大幅上升约 22 万顶，主要是因为全资子公司龙游勤达收购惠君帐篷、泰来帐篷与户外用品生产相关的经营性资产，增加公司当年产能约 10.4 万顶；全资子公司常山天野作为收购拓金帐篷与户外用品生产相关的经营性资产，增加当年产能约 3.6 万顶；鄱阳天野当年新增产能约 8.0 万顶。
2016 年	公司共有衢州天野、龙游勤达、鄱阳天野、孟加拉天野和常山天野五个生产基地，年产能约 111 万顶帐篷。
2017 年	在孟加拉 Ishwardi 出口加工区及江西鄱阳扩建生产基地，8 月在越南投资设立越南天野户外用品有限公司；10 月，子公司衢州天野户外用品有限公司在衢州市衢江区投资设立衢州名墅户外用品有限公司
2018 年	孟加拉老厂扩建、越南新厂建设陆续完成，产能逐步释放的同时生产效率也将步入稳定成熟期，公司海外产能达到 1600 万美元，同比增长 63.33%。

2019年	通过对现有制造基地产能整合与升级，实现降本增效；外销业务营业成本比上年下降 6.78%，使外销业务毛利率增加 1.85%；同年整合供应商资源打造柔性供应链，以快速响应客户订单变化，实现帐篷 ODM/OEM 业务渠道稳定，保持市场占有率。
2020年	年生产帐篷 173.28 万顶，同比增长 21.92%
2021年	年生产帐篷 239.06 万顶，同比增长 37.96%

资料来源：公司招股说明书，公司年报，长城证券研究院

公司帐篷产品产量稳步增长，产销率基本维持 95%左右水平。公司在生产上，采取自主生产和外协加工相结合的方式。2014 年以来，公司核心产品帐篷类产品产量稳步增长，2020 年/2021 年产量分别为 173.28/239.06 万顶，同比+21.92%/+37.96%。2014~2021 年，除个别年份外，产销率基本维持在 95%左右。

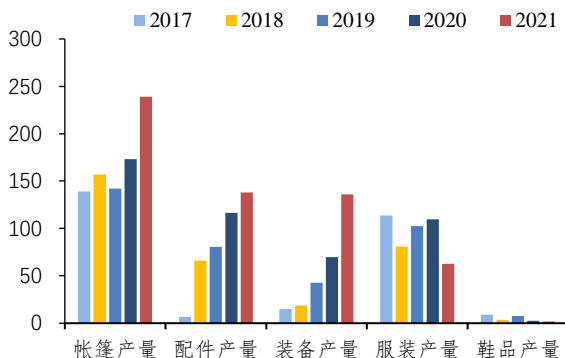
图 22：2014-2021 年公司帐篷产销量及相关数据



资料来源：coca，牧高笛招股说明书，长城证券研究院

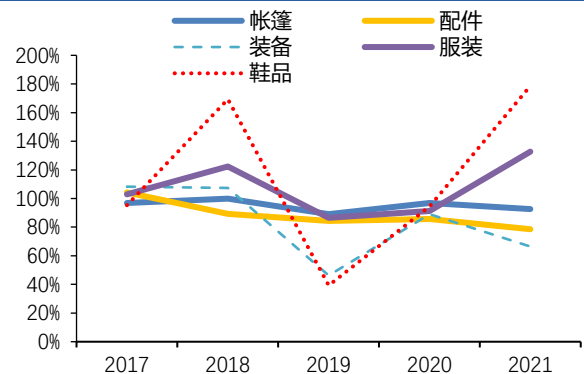
公司不同产品类别产量及产销率区别明显。2017~2021 年公司配件类产品、装备类产品产量增长迅速，分别从 6.49/15.11 万件增长至 138.06/135.83 万件，复合增长率分别达到 114.78%/73.15%；服装类产品、鞋类产品呈现波动下降趋势，分别从 113.55/8.99 万件下降至 62.73/1.95 万件。同时，公司鞋类产品、装备类产品产销率波动较大，其他品类产品产销率较为稳定。

图 23：2017-2021 年公司各产品产量情况（单位：万）



资料来源：同花顺，长城证券研究院

图 24：2017-2021 年公司各产品产销率



资料来源：牧高笛公司年报，长城证券研究院

3.2 客户情况：深度绑定大客户迪卡侬，大客户营收稳步增长

共有 OEM/ODM 业务客户三十余家，包括普通零售商、专业零售商和品牌商三大类。公司重视与国外客户的交流合作，加强自主研发能力，为客户提供更高附加值的产品和服务，经过多年的发展，共有 OEM/ODM 业务客户三十余家。业务客户可以大致分为普通零售商、专业零售商和品牌商三大类，普通零售商经营综合性的生活用品，如 Kmart、Home Retail 等；专业零售商主营体育运动用品和户外用品，如迪卡侬、Go outdoors 等；品牌商主营自有品牌户外产品，如 Mountainsmith、Kathmandu 等。

表 5: OEM/ODM 部分业务客户介绍

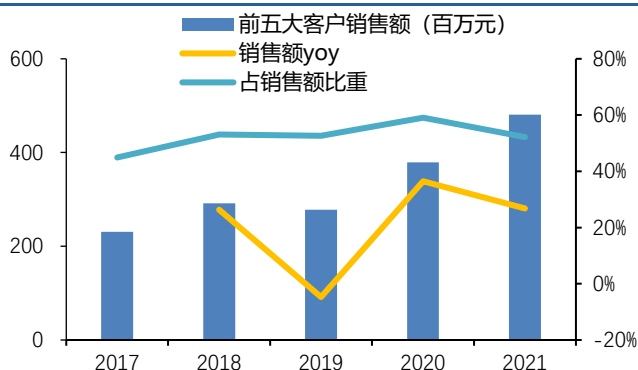
名称	国家	客户简介	类型
Desipro Pte. Ltd.(迪卡侬)	法国	全球知名的体育用品零售商之一，成立于 1976 年，目前在全球已拥有超 1600 家商场，员工超过 90000 人。截止 2020 年 1 月底，在中国已经有 308 家商场实体店遍布全国 116 个城市。	专业零售商
Go outdoors Ltd.	英国	英国户外用品销售品牌，在英国拥有 41 家超级零售店，旗下产品包括野营设备、户外服饰、登山、滑雪、骑马、钓鱼等装备	专业零售商
Halfords Limited	英国	英国非食品零售企业之一，在整个英格兰、威尔士和北爱尔兰设有近 400 家零售店。公司有 100 多年的历史，经营约 1 万种商品，年营业额超过 5 亿英镑	专业零售商
Malacca Sourcing Pte.Ltd. (Sportmaster Ltd.)	俄罗斯	全球排名前列的体育用品零售品牌，拥有超过 130 家零售店，超过 1 万多名员工	专业零售商
Kmart Australia Limited (Coles Group Asia Pty Ltd)	澳大利亚	成立于 1969 年，如今在澳大利亚和新西兰有 300 多家门店，每年为数百万顾客提供零售服务	普通零售商
Home Retail Group(Asia) Limited	英国	英国领先的家庭和一般商品的零售商	普通零售商
Mountainsmith LLC	美国	美国知名户外品牌商，尤以户外包具出名	品牌商
Kathmandu LLC	新西兰	创立于 1987 年，经营冲锋衣、防水衣裤、保暖衣裤、登山户外鞋、帐篷以及各种登山运动附属物品，是新西兰热门户外运动品牌	品牌商

资料来源：公司招股说明书，同花顺，长城证券研究院

公司客户集中度较高，第一大客户迪卡侬占外销业务比重达到 51%。OEM/ODM 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，积累的良好口碑，与国外客户建立了稳定的业务合作关系，形成了无形的品牌优势。公司客户集中度高，2017~2021 年，前五大客户销售额由 2.31 亿元增长至 4.81 亿元，复合增长率达 20.12%，前五大客户销售额占总额比重维持在 50% 以上。

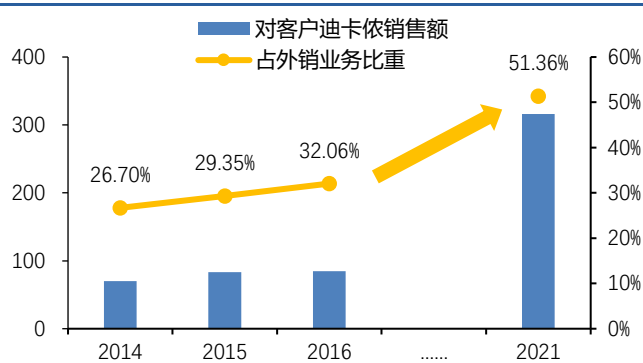
公司第一大客户为 Desipro Pte. Ltd，系迪卡侬负责对牧高笛产品进行采购的全资子公司。2014 年至今，对迪卡侬客户销售额由 0.70 亿元明显提升到 3.16 亿元，复合增长率达 24.03%，同时其占外销收入比重逐步增加，2021 年达到 51.36%。

图 25: 2017-2021 年前五大客户销售额/yoy/占比



资料来源: 牧高笛公司年报, 长城证券研究院

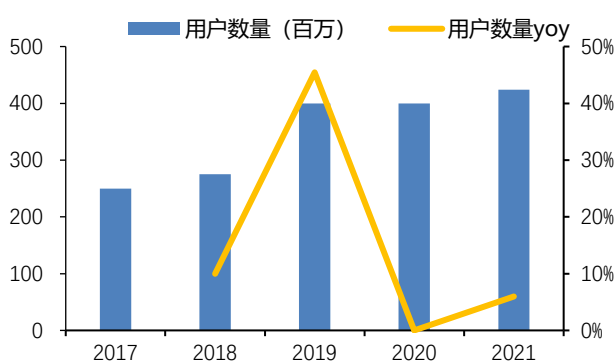
图 26: 对客户迪卡侬销售额及其占外销业务比重



资料来源: 牧高笛公司年报, 长城证券研究院

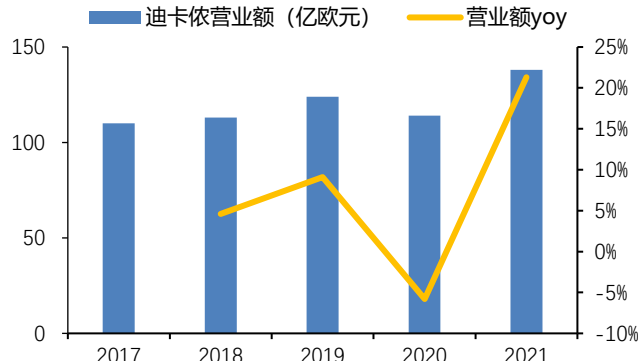
公司第一大客户迪卡侬用户数量增长迅速，营业收入增速较好。据迪卡侬公司财报显示，2017~2021 年，迪卡侬用户数量由 2.50 亿增长到 4.24 亿，越来越多的户外运动爱好者把迪卡侬作为首选品牌。作为全球知名的体育用品零售商之一，迪卡侬 2021 年净增加 50 家店铺，共计已经在 60 个国家内开设 1747 家店铺，营业额实现 138 亿欧元，同比增加 21.30%。预计随着露营行业的持续热潮，第一大客户迪卡侬营收仍将实现增长，对公司外销业务产生持续积极影响。

图 27: 2017-2021 年迪卡侬用户数量及增速



资料来源: 迪卡侬历年财报, 长城证券研究院

图 28: 2017-2021 年迪卡侬用户数量及增速



资料来源: 迪卡侬历年财报, 长城证券研究院

图 29: 迪卡侬上海环球港概念店宣传图



资料来源: 迪卡侬小红书官方账号, 长城证券研究院

图 30: 迪卡侬部分帐篷产品宣传图



资料来源: 迪卡侬淘宝店铺, 长城证券研究院

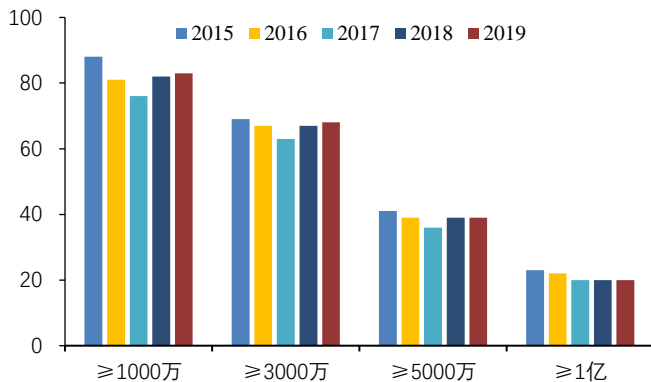
4. 自有品牌：抓住精致露营机遇，品牌影响力持续增强

4.1 品牌情况：品牌建设效果显著，跨界活动提升公司影响力

户外用品行业国产品牌众多，大品牌市场占有率逐步提升。近年来我国户外用品行业蓬勃发展，促进一大批品牌的出现与发展，我国已成为国内外知名户外运动品牌竞相争夺的重要市场。据 COCA 发布的 2019 年度调查报告显示，我国户外品牌总数量达到 939 个，其中国内品牌为 492 个，同比增长 4.08%；国外品牌为 447 个，同比增长 4.49%。

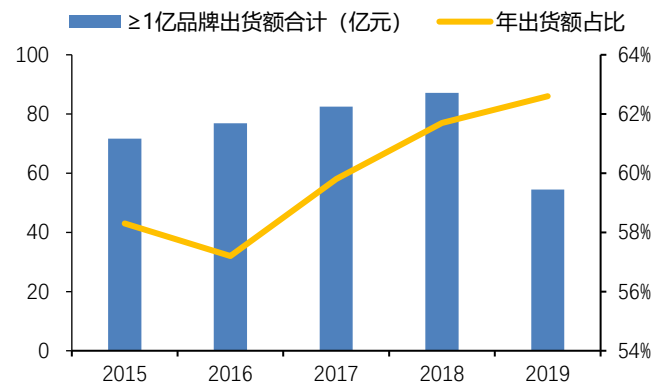
在激烈的市场竞争中，大品牌渐渐占据上风，年度出货量以及市场占有率远高于中小品牌。2019 年，年出货额超过 1 亿元的品牌的市场占有率合计达到 62.60%。在多数国内品牌徘徊在中低端户外用品市场的情况下，牧高笛作为行业龙头，利用自身知名度和品牌竞争力有望进一步提升自身市场份额。

图 31: 2015-2019 年以出货额度划分的品牌数量



资料来源: coca, 长城证券研究院

图 32: 2015-2019 年出货额 > 1 亿品牌出货额占比



资料来源: coca, 长城证券研究院

表 6: 部分常见国产品牌介绍

品牌名称	品牌 logo	创立时间	简介
牧高笛 MobiGarden		2003 年	牧高笛是牧高笛户外用品股份有限公司旗下专业户外运动品牌，专业从事户外运动服饰和装备的设计、生产和销售。
探路者 TOREAD		1999 年	国内知名户外装备品牌，专注于为广大户外运动爱好者提供安全舒适的户外装备，包括户外运动鞋服、露营装备和登山器材等。

凯乐石 KAILAS		2003 年	凯乐石是湛江市玛雅旅游用品有限公司旗下的户外运动装备品牌，经营的产品包括登山、攀岩、跑山等多种类型。
骆驼 CAMEL		2000 年	国内知名户外运动休闲品牌，其提供的产品包括户外服装、鞋类和箱包等。
KingCamp		2002 年	KingCamp 是北京康尔健野旅游用品有限公司旗下的户外装备品牌，经营的产品包括多个系列和品种。
思凯乐 SCALER		2003 年	思凯乐是北京思凯乐户外用品有限公司旗下的户外用品品牌，专注于户外用品的研发、设计、生产和销售，产品涵盖户外运动的多个领域。
悠度 Yodo		1996 年	国内知名户外休闲装备品牌，凭借其生产的多功能野餐包而闻名，旗下产品包括休闲包袋、户外垫等多个品种和系列。
北山狼 BSWolf		2008 年	北山狼是浙江北山狼户外用品有限公司旗下知名户外用品品牌，专注于各类户外运动装备的设计、生产和销售，包括帐篷、睡袋、背包等。
棕榈滩 PalmBeach		1998 年	深圳市棕榈滩露营用品有限公司旗下的户外用品品牌，专注于帐篷、睡袋、背包、冲锋衣等户外用品的设计生产和销售。

资料来源：各品牌网站&公众号，长城证券研究院

公司通过多年经营积累，自主品牌建设效果显著，**天猫淘宝品牌榜排名靠前**。自主品牌方面，牧高笛 Mobi Garden 为大众消费者提供户外运动和生活方式所需的专业和时尚的服装和装备，经过多年的经营积累和品牌建设，公司品牌在全国户外用品市场取得广泛的认可。据《2022 淘宝天猫露营行业趋势白皮书》报告显示，按照 2021 年各帐篷类型消费金额排序，公司产品在精致露营帐篷、徒步帐篷品牌榜中均处于排名前列。

表 7: 2022 淘宝天猫露营行业品牌榜单

排名	精致露营帐篷 TOP 品牌榜	徒步帐篷 TOP 品牌榜	公园帐篷 TOP 品牌榜	BC 帐篷 TOP 品牌榜	车顶帐篷 TOP 品牌榜
TOP1	Naturehike	三峰出	探险者	OneTigris	捷速亚
TOP2	Mobi Garden/ 牧高笛	Mobi Garden/ 牧高笛	Camel/骆驼	green heron	韦帕（汽配）
TOP3	vidalido	Naturehike	南极人	AISHIFA	wildland/秋野地

TOP4	自由之魂	MSR	The Primitive/ 原始人	Vidalido	拓派客
TOP5	blackdeer/黑 鹿	SnowPeak	Decathlon/迪 卡侬	Under the weather	保润（运动户 外）

资料来源：2022 淘宝天猫露营行业趋势白皮书，长城证券研究院

开展跨界活动快速触达新用户，提升品牌曝光率与影响力。牧高笛专业装备除了支援北大山鹰社玉珠峰科考、徒步中国南极科考、加拿大落基山脉徒步、秦岭太白山徒步等专业活动；更多产品与山系文化 Mounster、一帐 Camplus、野邻 Xcamping、摇曳露营、GO OUT、理想汽车、小鹏汽车、劳斯莱斯等进行品牌互动，同时还推出 LINE FRIENDS 联名款、王略艺术家联名款户外产品。通过多元化产品联名、传播联动、活动共创等合作形式快速触达新用户，互补优势，共享资源，增加了品牌曝光率与影响力。

图 33: 牧高笛品牌互动宣传图



资料来源：小红书，微信官方公众号，长城证券研究院

图 34: 牧高笛&LINE FRIENDS 联名产品宣传图



资料来源：微信官方公众号，长城证券研究院

4.2 产品情况：兼具高颜值和实用功能，细分市场实现精准营销

把握精致露营风向，产品兼具颜值和实用功能。从高海拔露营、徒步露营再到休闲露营，户外露营已不再只属于专业运动。近年以来，随着人们生活观念的转变，更多的追求兼具回归自然与轻松舒适的生活方式时，精致露营（Glamping）这种符合年轻人审美的休闲活动迅速崛起，是 2020 年以来户外运动发展的一大趋势。

主品牌 MOBI GARDEN（牧高笛山标）主张“露营专业主义”内核，将高海拔露营这种严酷环境下的装备品质要求，带到精致露营、精致徒步、精致野餐、居家露营等场景下。2003 年以来推出的冷山系列自上市以来，不断追求功能和材料上的突破，目前为止已经推出了五代冷山。2020 年以来推出的“Mobi Villa”家庭露营系列运用极简主义的户外美学，打造颜值与实用功能兼具的优质户外帐篷，适用于多场景的户外露营体验。凭借其更高颜值和更加人性化的设计，以及更加人文的品牌张力，赢得广大露营爱好者的青睐。

图 35: 冷山系列部分产品宣传图



资料来源: 淘宝牧高笛官方旗舰店, 微信官方公众号, 长城证券研究院

图 36: 纪元系列部分产品宣传图



资料来源: 淘宝牧高笛官方旗舰店, 微信官方公众号, 长城证券研究院

坚持产品创新，未来产品持续迭代空间广阔。2022 年牧高笛推出新品自充气帐篷“纪元·栖·260（充气版）”，只需打气两次便可轻松完成搭建。该产品采用充气外框架搭配 33MM 加粗航空铝杆稳固支撑，便捷性和安全性兼具，即便是露营新手，也能惬意享受山野乐趣。

产品风格上丰富场景，产品线上细化产品，公司产品品类齐全。随着运动户外行业的多样化蓬勃发展，消费者的需求日趋多元和高涨，更青睐差异化的高品质产品及服务。牧高笛围绕精致露营，打造高海拔、精致徒步、精致露营、精致野餐场景矩阵，开发睡眠系统、厨房系统、收纳系统、客厅系统的产品矩阵，从产品风格上丰富场景，从产品线上细化产品，使牧高笛成为品类齐全的精致露营生活方式品牌。

图 37: 公司多种产品以及配件宣传图



资料来源: 淘宝牧高笛官方旗舰店, 长城证券研究院

不断推动公司品牌策略升级，细分市场实现精准营销。公司 2018 年推动品牌策略升级，划分大牧与小牧品牌分事业部运营。2022 年，牧高笛旗下独立运营的山系潮流露营服装子品牌 MOBI VILLA 产品上市销售，共享大牧市场资源，以“露营场景+ MOBI VILLA 山系服装”开拓山系和轻机能服装细分市场。作为新生活方式的倡导者，牧高笛旗下拥有露营装备品牌（大牧）、城市轻户外服饰品牌（小牧）、山系服装品牌（MOBI VILLA），通过细分使用场景实现消费客群的精准营销，多维度推动精致露营融入大众

生活。

分品牌来看，2022 年前三季度小牧实现营收 0.53 亿元，毛利率达到 34.25%。其中，小牧直营店/加盟店分别实现营收 0.16/0.37 亿元，同比-3.41%/-22.73%，毛利率分别达 52.25%/26.69%，同比+1.32pct/-6.28pct；2022 年前三季度大牧实现营收 4.66 亿元，毛利率 35.94%。其中，大牧电商实现营收 2.19 亿元，同比+185.84%，毛利率达 39.78%，同比+3.30pct。大牧线下包括专业装备分销渠道、大客户渠道（含团购）、装备直营大店渠道，实现营收 2.47 亿元，同比+279.56%，毛利率分别达到 32.53%，同比+3.78pct。

表 8: 牧高笛旗下各品牌及其定位

名称	标志	品牌定位	品牌愿景
MOBI GARDEN (主品牌 大牧)		露营装备	推动精致露营融入大众生活
MOBI GARDEN URBAN (子品牌 小牧)		城市轻户外服饰	让都市人都能热爱来自山野的户外科技
MOBI VILLA (子品牌)		潮流露营服装	让潮流文化爱好者都能喜爱植根旷野的山系风格

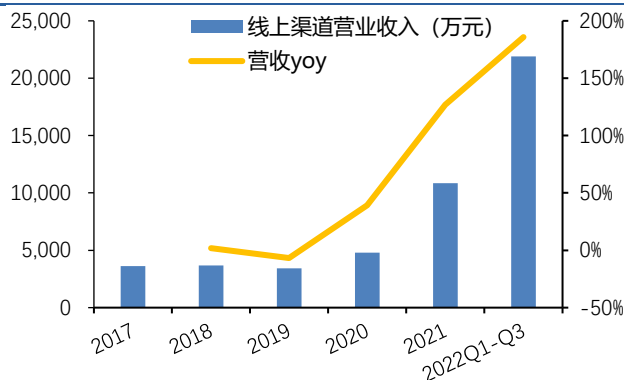
资料来源：牧高笛公司年报，长城证券研究院

4.3 渠道情况：线上渠道持续发力，线下渠道优化管理

自主品牌业务销售渠道包括分为线上渠道和线下渠道，线上渠道主要与天猫、京东等建立深度合作关系，公司还积极开拓抖音等社交电商销售平台；线下销售，采取直营门店、经销商加盟店、户外装备分销商与大客户采购模式。公司自主品牌业务 2021 年/2022 年前三季度分别实现营收 3.06 亿元/5.19 亿元，分别同比+90%/+152%，增长势头强劲。

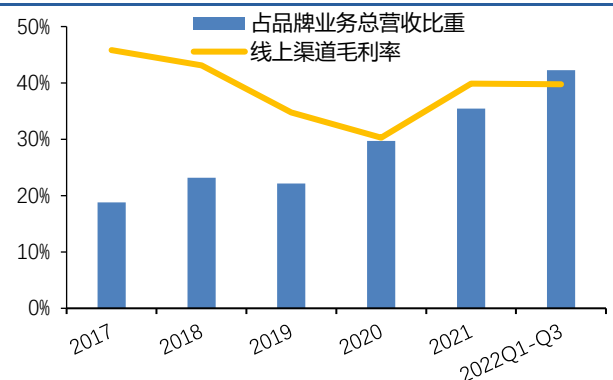
线上渠道持续发力，营收增长迅速，占比提升明显。公司抓住线上消费增长、直播流量增长机遇，电商事业部通过多露营场景呈现、流量动线布局、核心卖点聚焦等视觉优化以及露营装备品类扩充，提升了线上流量获取能力。2022 年前三季度公司品牌线上渠道实现营业收入 2.19 亿元，同比增长 185.84%。同时，线上渠道营收占比提升明显，毛利率有所回升。2017~2022 年前三季度，线上渠道营收占比由 18.81%提升至 42.25%，毛利率回升到 39.78%。

图 38: 2017-2022 前三季度线上渠道营收及 yoy



资料来源：牧高笛公司年报，长城证券研究院

图 39: 2017-2022 前三季度线上渠道营收占比及毛利率

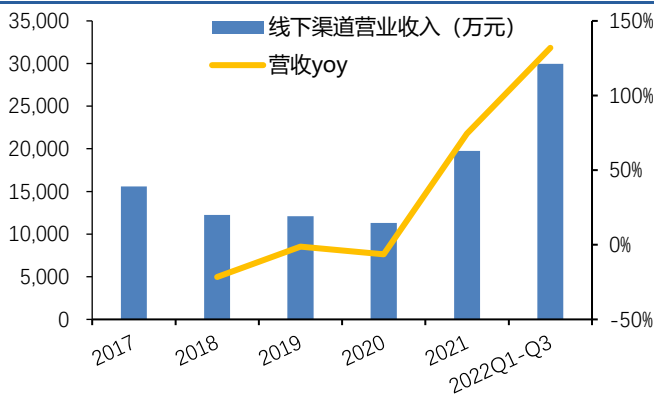


资料来源：牧高笛公司年报，长城证券研究院

线下渠道优化管理，加盟店数量减少，直营店数量增加。2017年以来，公司品牌运营中心对国内线下渠道进行梳理调整，加强加盟店管理优化，关停部分位置较差或运营业绩、效率低的门店。2017~2022年三季度末，加盟店数量从367家下降到184家；同时公司加大直营开店规模，加快自有品牌线下自营门店开设与加盟区域拓展，以提升自有品牌渠道力与品牌影响力，2017~2022年三季度末，直营店数量从22家增加到25家。

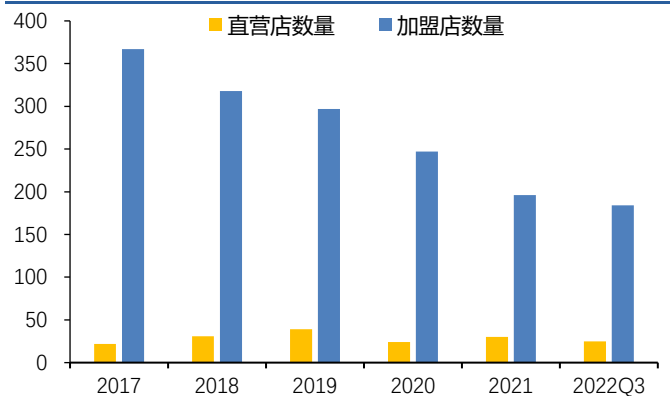
2017~2020年，公司线下渠道营收下滑，从1.56亿元下降到1.13亿元。2021年以来国内露营市场需求增长，大牧事业部积极新渠道新业务，活跃客户数增长迅速。小牧事业部调整策略优化渠道结构，稳健市场拓展，直营店入驻优质商场，2021年/2022年前三季度线下渠道实现分别营业收入1.98/3.00亿元，同比增长74.51%/131.95%。

图 40: 2017-2022 前三季度线下渠道营收及 yoy



资料来源：牧高笛公司年报，长城证券研究院

图 41: 2017-2022 三季度末直营店/加盟店数量



资料来源：牧高笛公司年报，长城证券研究院

首家线下旗舰店在宁波华侨城开业，消费者体验进一步提升。线下旗舰店既可以扩大品牌知名度，也可以进一步提升消费者体验，牧高笛坚持打造有内涵、有温度，能够提升生活状态的露营生活馆。2022年6月1日，全国首家线下旗舰店在宁波华侨城欢乐海岸试营开业。店铺中不仅包括牧高笛2022精致露营系列装备，还配备可以现场感受的手作咖啡机器。预计随着消费者对户外用品需求的提升及公司业务的持续增长，旗舰店数量将持续增加，品牌知名度进一步扩大。

图 42: 牧高笛首家线下旗舰店门面展示图



资料来源：牧高笛小红书官方账号，长城证券研究院

图 43: 牧高笛首家线下旗舰店内部场景布置图

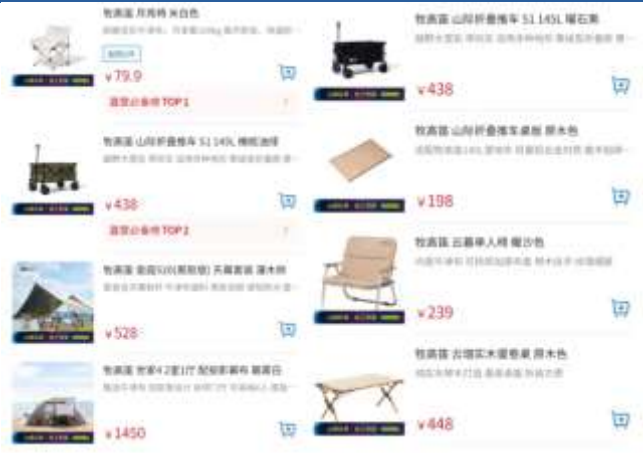


资料来源：牧高笛小红书官方账号，长城证券研究院

入驻山姆会员店 Sums Club、麦德龙 METRO，加强渠道营销，持续扩大品牌影响力。牧高笛强化客户管理，积极开拓新的销售渠道，2022年3月18日，牧高笛正式入驻山姆会员商店。山姆会员商店是沃尔玛旗下的高端会员制商店，在全球已拥有800多家门店，

为 5000 多万个人与商业会员提供优质的购物体验；麦德龙自 1996 年进入中国，迄今为止足迹已遍布中国 60 多个城市，拥有 100 多家门店，深耕中国市场超过 25 年。牧高笛有望借助山姆以及麦德龙渠道，持续扩大品牌影响力。

图 44: 山姆会员店售卖牧高笛产品宣传图



资料来源：牧高笛小红书官方账号，长城证券研究院

图 45: 麦德龙售卖牧高笛产品宣传图



资料来源：牧高笛小红书官方账号，长城证券研究院

5. 盈利预测与投资建议

5.1 相对估值

户外行业可比公司包括探路者等；纺织制造行业可比公司包括开润股份、浙江自然等，可比公司 2022-2024 年对应 PE 平均值分别为 58.80X、29.76X、23.30X，牧高笛 2022-2024 年对应 PE 分别为 33.84X、24.99X、19.58X，公司目前估值水平低于行业水平。

表 9: 相关上市公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价	总市值	流通市值	EPS			PE			
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	
300005.SZ	探路者	8.15	72.02	72.02	0.07	0.15	0.19	116.43	55.56	42.16	116.89
300577.SZ	开润股份	15.03	36.04	19.43	0.35	0.76	0.92	42.52	19.83	16.41	25.66
605080.SH	浙江自然	43.5	43.99	14.63	2.49	3.13	3.84	17.45	13.88	11.34	52.17
	平均值							58.80	29.76	23.30	215.05
603908.SH	牧高笛	71.48	47.67	47.67	2.11	2.86	3.65	33.84	24.99	19.58	

资料来源：同花顺，长城证券研究院

5.2 盈利预测

盈利预测重要假设：

■ **收入增速及毛利率假设：**预计公司外销业务保持平稳增长，内销业务随着国内户外运动行业快速发展，保持快速增长趋势；随着毛利率相对较高的自有品牌业务占比不断提升，公司整体毛利率整体保持平稳。

■ **费用率假设：**预计公司费用率总体保持平稳；随着自有品牌业务占比提升，销售费用率有所提升；随着公司规模效应不断提升，管理费用率略有下降；研发费用率、财务费用率保持平稳。

■ **税率假设：**预计公司税率保持平稳，取近三年税率平均水平。

5.3 投资建议

户外露营装备龙头，产品热销国内外市场：牧高笛品牌创立于 2003 年，以冷山 2Air 帐篷迅速切入市场。公司董事长陆瞰华深耕户外行业多年，2020 年荣获“浙江省体育产业领军人物”称号。公司主营业务包括品牌运营业务与露营帐篷 OEM/ODM 业务两大板块：

（1）品牌业务以国内市场为主，主品牌大牧从“冷山”帐篷开始，核心主打产品的户外露营装备系列，子品牌小牧是延续专业户外基因的高性能出行服饰品牌，为消费者提供外保护、内舒适的穿着体验；（2）OEM/ODM 业务为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务，产品远销国际市场，迪卡侬、Go outdoors、Kmart 等知名品牌均为公司客户。同时，公司积极全球产能战略布局，目前已拥有越南、孟加拉两个海外生产基地，产能处于国内领先地位。

国内户外露营持续火热，行业步入发展红利期：中国自 2009 年以来，中共中央办公厅、国务院办公厅等相关部门围绕户外运动产业发布一系列支持政策，为我国户外产业增长奠定良好基础。根据 COCA 数据，露营已成热门休闲生活方式，2019 年中国户外用品零售/出货总额分别达到 250.2/141.6 亿元，2012~2019 年我国户外用品市场零售/出货总额 CAGR 分别为 5.59%/6.54%，预计中国到 2027 年露营设备市场将达到 159 亿美元规模，复合年增长率为 9.1%。国内户外运动及相关产业的市场规模及渗透率对标发达国家增长潜力较大。

代工业务方面，随国内市场持续向好占比有所下降，持续深度绑定大客户迪卡侬：公司在生产上，采取自主生产和外协加工相结合的方式，代工业务占公司收入占比较高，从 2014 年的 60.70% 提升到 2020 年的 74.81%。2021 年以来，随着国内市场持续向好，公司自有品牌运营业务强劲增长，代工业务占比逐步下降。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，与国外客户建立了稳定的业务合作关系，形成了无形的品牌优势。公司目前共有 OEM/ODM 业务客户三十余家，包括普通零售商、专业零售商和品牌商三大类。公司深度绑定第一大客户迪卡侬，销售额占外销收入比重 2021 年达 51.36%，预计随着露营行业的持续火热，第一大客户迪卡侬营收仍将实现增长，对公司外销业务产生持续积极影响。

自有品牌方面，抓住精致露营机遇，品牌影响力持续增强：一、品牌上，公司与山系文化 Mounster、理想汽车、小鹏汽车、劳斯莱斯等进行品牌互动，通过多元化产品联名等合作形式快速触达新用户，增加了品牌曝光率与影响力，自主品牌建设效果显著，经过多年的经营积累和品牌建设，公司品牌在全国户外用品市场取得广泛的认可。二、产品上，围绕精致露营打造多场景矩阵，从产品风格上丰富场景，从产品线上细化产品，分事业部运营推动品牌策略升级，通过细分使用场景实现消费客群的精准营销，多维度推动精致露营融入大众生活。三、渠道上，抓住线上消费增长、直播流量增长机遇，提升线上流量获取能力。公司品牌运营中心对国内线下渠道进行梳理调整，加强加盟店管理优化，关停部分位置较差或运营业绩、效率低的门店；大牧装备首家线下旗舰店在宁波华侨城开业，消费者体验进一步提升。同时，公司积极开拓新的销售渠道，入驻山姆会员店、麦德龙，加强渠道营销，持续扩大品牌影响力。

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，公司凭借领先的品牌影响力、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 2022-2024 年 EPS 分别为 2.11 元、2.86 元、3.65 元，对应 PE 分别为 34X、25X、20X，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

5.4 风险提示

国际政治经济环境的变化风险。公司海外业务分布在六大洲的 20 余个国家及地区，在与公司产品相关的产业政策、贸易政策或一定程度的外汇管制发生不利变化时，将影响公司产品的出口，从而给公司业绩带来较大影响。

市场竞争加剧的风险。随着国内露营参与人群的增加，户外装备市场需求与规模的高速增长，户外装备行业的新进入企业将增加，未来可能出现市场竞争加剧的风险。

疫情持续、反复的风险。新冠疫情在全球持续影响延续至今，对国内外经济发展都带来了严峻挑战和不利影响，对公司市场拓展、线下销售、物流运输等方面带来短期影响。国外疫情的不确定性，也将使出口业务存在订单取消的风险。

原材料价格上涨的风险。露营帐篷的原材料主要是聚酯纤维，是石油经过一定的工艺过程生产、提炼、加工而来。如果未来原油的价格上涨，公司可能会面临成本上升的风险。

客户集中度较高带来的经营风险。公司 OEM/ODM 业务客户集中度较高，如果未来大客户的经营状况发生不利变化或公司与大客户的合作关系终止，公司会面临潜在的经营风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	642.74	923.26	1,441.20	1,864.92	2,360.99	成长性					
营业成本	478.90	693.98	1,044.87	1,348.34	1,704.63	营业收入增长	21.41%	43.64%	56.10%	29.40%	26.60%
营业税金及附加	2.65	2.97	5.76	7.04	8.64	营业成本增长	25.95%	44.91%	50.56%	29.04%	26.42%
销售费用	39.31	53.09	77.83	104.44	134.58	营业利润增长	11.35%	58.60%	90.21%	35.76%	27.60%
管理费用	40.68	55.84	83.59	106.30	132.22	利润总额增长	7.38%	59.45%	90.58%	35.43%	27.64%
研发费用	21.39	25.40	39.66	51.32	64.97	归母净利润增长	12.72%	70.99%	79.19%	35.43%	27.64%
财务费用	8.66	8.08	9.76	12.63	15.99	盈利能力					
其他收益	4.10	3.15	4.96	4.07	4.06	毛利率	25.49%	24.83%	27.50%	27.70%	27.80%
投资净收益	7.13	17.19	9.79	11.37	12.78	销售净利率	9.15%	10.10%	12.31%	12.92%	13.02%
营业利润	58.82	93.29	177.46	240.91	307.40	ROE	10.45%	16.78%	30.30%	40.36%	47.79%
营业外收支	-0.25	0.10	0.52	0.12	0.25	ROIC	261.44%	42.84%	44.14%	38.39%	46.19%
利润总额	58.57	93.39	177.98	241.03	307.65	营运效率					
所得税	12.60	14.77	37.11	50.26	64.15	销售费用/营业收入	6.12%	5.75%	5.40%	5.60%	5.70%
少数股东损益	-	-	-	-	-	管理费用/营业收入	6.33%	6.05%	5.80%	5.70%	5.60%
归母净利润	45.97	78.61	140.87	190.78	243.50	研发费用/营业收入	3.33%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%
资产负债表 (百万)						财务费用/营业收入	1.35%	0.87%	0.68%	0.68%	0.68%
流动资产	917.67	1,077.20	1,058.59	1,205.79	1,650.68	投资收益/营业利润	12.13%	18.42%	5.51%	4.72%	4.16%
货币资金	239.51	170.95	88.92	115.07	145.67	所得税/利润总额	21.51%	15.82%	20.85%	20.85%	20.85%
应收票据及应收账款合计	67.41	85.34	139.22	161.51	218.23	应收账款周转率	12.31	12.09	12.84	12.40	12.43
其他应收款	2.58	5.47	4.03	4.75	4.39	存货周转率	2.20	2.22	2.20	2.26	2.26
存货	300.75	531.02	780.16	871.79	1,218.43	流动资产周转率	0.85	0.93	1.35	1.65	1.65
非流动资产	58.38	109.21	92.91	106.02	107.03	总资产周转率	0.79	0.85	1.23	1.51	1.54
固定资产	33.12	38.93	43.24	49.31	56.24	偿债能力					
资产总计	976.05	1,186.41	1,151.50	1,311.81	1,757.71	资产负债率	54.93%	60.51%	59.63%	63.97%	71.01%
流动负债	529.73	690.07	669.53	816.68	1,228.40	流动比率	1.73	1.56	1.58	1.48	1.34
短期借款	288.89	323.56	172.73	228.61	485.13	速动比率	1.16	0.79	0.42	0.41	0.35
应付款项	144.61	199.08	289.39	363.08	450.11	每股指标 (元)					
非流动负债	6.38	27.80	17.09	22.44	19.76	EPS	0.69	1.18	2.11	2.86	3.65
长期借款	-	-	-	-	-	每股净资产	6.60	7.03	6.97	7.09	7.64
负债合计	536.11	717.87	686.62	839.12	1,248.16	每股经营现金流	0.27	-0.83	-0.33	2.39	-0.14
股东权益	439.94	468.54	464.89	472.69	509.55	每股经营现金/EPS	0.39	-0.70	-0.16	0.83	-0.04
股本	66.69	66.69	66.69	66.69	66.69	估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	373.25	401.85	398.20	406.00	442.86	PE	103.59	60.58	33.84	24.99	19.58
少数股东权益	-	-	-	-	-	PEG	1.71	1.32	0.66	0.41	0.43
负债和权益总计	976.05	1,186.41	1,151.50	1,311.81	1,757.71	PB	10.84	10.17	10.25	10.08	9.36
现金流量表 (百万)						EV/EBITDA	17.56	26.73	26.03	19.27	15.82
经营活动现金流	17.75	-55.27	-22.34	159.23	-9.37	EV/SALES	2.04	2.85	3.35	2.60	2.15
其中营运资本减少	-36.42	-165.58	-164.27	-34.43	-256.20	EV/IC	6.58	7.85	9.23	8.75	6.19
投资活动现金流	-90.91	25.14	249.41	4.65	7.08	ROIC/WACC	3.08	4.43	4.57	3.97	4.78
其中资本支出	1.39	-1.42	0.53	2.20	1.88	REP	2.13	1.77	2.02	2.20	1.29
融资活动现金流	234.14	-37.42	-309.09	-137.74	32.90						
净现金总变化	160.98	-67.54	-82.02	26.14	30.61						

研究员承诺

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。

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。

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金融研究院，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。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上
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
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
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：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

北京办公地址：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

上海办公地址：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>

