

探路者 (300005.SZ) 服装行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价 (人民币): 17.41 元

会议既要: 运动品牌当年的辉煌能复制吗?

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	112.95
总市值(百万元)	4,665.88
年内股价最高最低(元)	19.40/9.53
沪深 300 指数	3128.89



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.657	0.402	0.323	0.463	0.627
每股净资产(元)	6.82	3.72	4.17	4.81	5.86
每股经营性现金流(元)	0.73	0.63	0.48	1.00	1.38
市盈率(倍)	65.69	85.21	93.64	65.18	48.18
行业优化市盈率(倍)	27.78	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率(%)	72.92%	22.39%	60.37%	43.66%	35.27%
净资产收益率(%)	9.64%	10.81%	15.48%	19.28%	21.40%
总股本(百万股)	67.00	134.00	268.00	268.00	268.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司上周三在北京召开投资者见面会, 会上新任总经理彭昕详细介绍了户外用品市场的高速发展历史, 对户外用品市场的未来充满信心, 认为户外与运动行业只是所处行业发展阶段不同, 实质是一样的。彭总认为通过扶持加盟商和引进专业零售商快速开店、提高探路者产品品质、加强科研推广、加强单店内生增长, 公司有望再现当年运动品牌在 02-07 年的辉煌, 其中快速开店成为重中之重。
- 我们认为当前的户外和当年的运动一样处于高速增长期, 而且产品功能性较强, 渠道扩张方式和市场营销方式接近。公司借鉴运动的成功经验、凭借先发优势, 是有可能取得高速增长, 成为国内户外第一品牌的;
- 我们也注意到, 当前的户外, 经营成本远高于当年的运动企业, 而且竞争环境也不可同日而语, 特别是需要直面国外品牌的竞争, 我们认为忽视成本和竞争环境的差异, 就认定公司采取的高速发展策略一定能够成功是值得商榷的。我们在看好公司未来的同时, 将密切关注终端销售和库存情况, 渠道扩张关键之处在于产品热销。

投资建议

- 我们基本维持之前的盈利预测不变, 即 11-13 年净利润增速分别为 60.4%、43.7% 和 35.3%, EPS 分别为 0.323 元、0.463 元和 0.627 元。考虑到公司未来的高增长, 和发展前景, 给予 55 倍估值, 合理价格在 17.74 元。维持买入建议。

风险

- 高速扩张, 如果产品销售不如预期, 可能面临终端库存激增;
- 不能忽视国内外市场竞争对手的是压力。

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

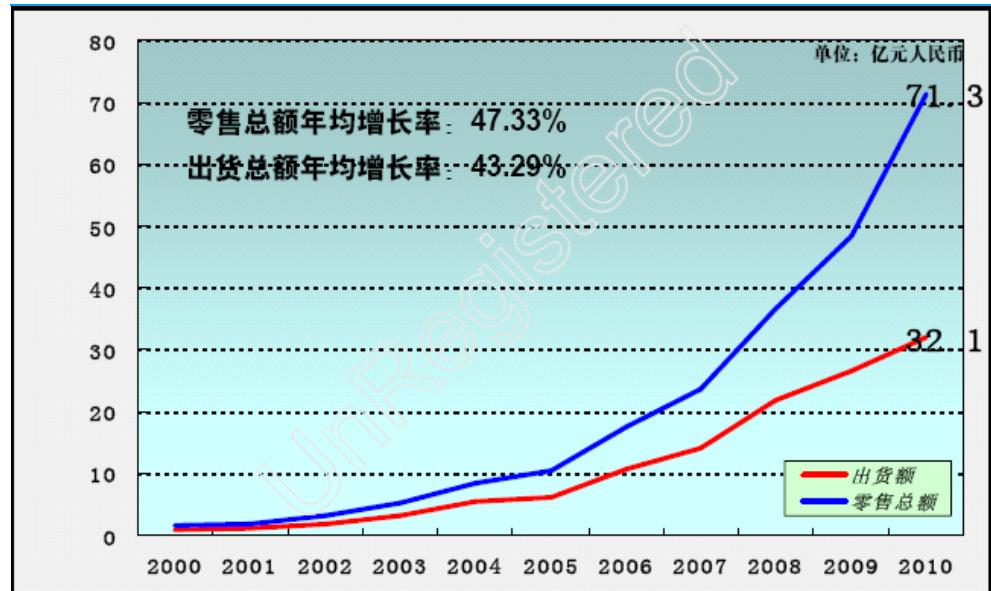
公司上周三在北京召开投资者见面会，会上新任总经理彭昕、董秘兼财务总监张成与会。彭总详细介绍了户外用品市场的高速发展历史，对户外用品市场的未来充满信心，认为户外与运动行业只是所处行业发展阶段不同，实质是一样的。彭总认为通过扶持加盟商和引进专业零售商快速开店、提高探路者产品品质、加强科研推广、加强单店内生增长，公司有望再现当年运动品牌在02-07年的辉煌，其中快速开店成为重中之重。

会上张总也详细介绍了刚刚结束的明年春夏装订货会结果（见7月5日公司公告）：期货订单金额累计达4.82亿元（其中加盟商订单金额累计为3.80亿元，公司各直营大区、集团客户、电子商务等业务单元的订单金额累计为1.02亿元），较2011年春夏季产品期货订货会订单金额增长了约66%（公司订货金额约占总收入的85%）。该订货结果即是彭总新经营策略的具体体现。

户外用品市场与当年的运动有相似之处，成本和竞争环境是最大不同，能否复制运动当年的辉煌有待观察

市场处于高速发展期是当前户外和当年运动的最大相似之处

图表1：近年户外用品市场高速发展



来源：中纺协户外用品分会、公司投资者见面会资料

图表2：户外与当年运动相似之处

户外与运动相似之处	
市场	户外正处于高速发展期，而运动曾经经历过高速发展期
产品	都强调功能性，时尚性较弱
市场营销	都是通过赞助体育明星或者比赛或者活动进行
渠道建设	商场、专卖店、商超皆可。大部分都通过代理商进行

来源：国金证券研究所

进入21世纪，在奥运精神的鼓舞下，随着宏观经济高速发展、人民生活水平提高，运动日益成为消费者关注的领域，01年7月中国申奥成功，成为运动品牌高速发展的发展令枪。运动品牌通过集中在2/3/4线城市高速开店、与体育明星合作和各类体育比赛赞助的密集广告营销、与耐克阿迪价格形成明显差距的价格体系，掀起了一波发展狂飙，其中李宁、安踏、361度、匹克、特步等国内领先品牌10年销售额都超过40亿元，其中李宁01年收入只有7.35亿元，而10年达到94.8亿元，增长11.9倍。而户外由于起步晚，需求旺，近10年年均增长47.3%，足可与运动相媲美。

我们认为公司利用户外市场的高速发展带来的机会，凭借国内第一品牌的先发优势，和上市优势获得高增长是很有可能的。

成本和竞争环境是两个子行业最大不同

图表3：当年的运动与当前的户外不同之处

		当年的运动	当前的户外
消费群体	全民参与运动	主要是白领，集中在1/2线城市和部分3线城市	
整体市场	运动市场空间非常大	与运动相比，空间小许多	
成本	生产成本	很低，02-08年棉价大部分时间在1.4万元左右波动，其它助剂、能耗、水电等价格都较低	较高，在面前棉价暴跌情况下，未来棉价可能在2万元左右波动。其它生产成本都高于07年前
	租金	05年后商铺租金逐年上升，09年后出现飙升	
	劳动力成本	09年前劳动力成本一直保持相对稳定，08年后，年增速大约在20%左右	
竞争环境	国外竞争对手	耐克阿迪主要在1/2线城市经营	哥伦比亚、northface等已经在1/2线城市扎根，由于户外的消费者大多是白领，难以采取运动当年“农村包围城市”的策略，只能直面国外品牌的竞争
	国内竞争对手	国内品牌成为主要竞争对手，基本在2/3/4线城市发展，用“农村包围城市”的方式避开和国外品牌的直接竞争	国内竞争对手较多，与当年运动相似，而且经营策略也相似，即快开店、密集广告影响，产品同质性强

来源：国金证券研究所

面对运动品牌近期的覆辙，考虑到两者成本和竞争环境差异，我们对公司未来的发展同样也有担心

运动品牌在经历了02-08年高速发展后，由于经营模式雷同、产品同质化强，09年后增速逐渐下降，10年下半年以来，龙头企业李宁的订货会金额不断下降，预示着运动品牌前期的过度发展使得行业整合提前到来。而耐克和阿迪在经历了08-09年的镇痛后，10年恢复增长。国内外品牌的差异主要在于国内品牌前期过于注重渠道建设，对产品重视不够，而产品功能性的提升又绝非一日之功，需要多年甚至上十年的培育和发展。

我们认为忽视成本和竞争环境的差异，就认定公司采取的高速发展策略一定能够成功是值得商榷的，在强化渠道同时提升产品功能，实际操作中，可能难以两全其美。我们在看好公司未来的同时，将密切关注终端销售和库存情况，渠道扩张关键之处在于产品热销。

估值

公司处于创业板，公司上市后，新的创业板上市指导意见出台，今后纺织服装零售类公司不在创业板列出的可上市行业，因此公司是唯一一家创业板纺织服装零售企业。当前中小板的纺织服装零售类公司动态市盈率在30倍左右，创业板平均市盈率在48倍左右。考虑到公司今年60%、甚至可能更高的业绩增速，以及未来可能成为国内户外行业第一品牌的前景，我们给予公司55倍估值，考虑到公司11年0.323元的业绩预期，未来合理价格在17.74元，继续给予买入建议。

我们基本维持之前10年年报点评中的盈利预测不变。

图表4：公司产品盈利预测

项 目	2006	2007	2008	1H09	2009	1H10	2010	2011E	2012E	2013E
服装类										
销售收入 (百万元)	29.89	58.80	108.27	60.37	171.41	95.20	291.28	500.00	700.00	945.00
增长率 (YOY)		96.75%	84.12%		58.32%	57.70%	69.93%	71.66%	40.00%	35.00%
毛利率	20.90%	32.33%	44.88%	46.39%	48.26%	47.76%	48.75%	48.00%	48.00%	48.00%
销售成本 (百万元)	23.64	39.79	59.68	32.36	88.69	49.73	149.28	260.00	364.00	491.40
增长率 (YOY)		68.32%	49.99%		48.61%	53.68%	68.32%	74.17%	40.00%	35.00%
毛利 (百万元)	6.25	19.01	48.59	28.01	82.72	45.47	142.00	240.00	336.00	453.60
增长率 (YOY)		204.38%	155.56%		70.25%	62.35%	71.66%	69.01%	40.00%	35.00%
占总销售额比重	41.14%	50.44%	51.92%	52.56%	58.39%	61.81%	67.39%	71.43%	72.92%	52.01%
占主营业务利润比重	29.80%	47.74%	52.63%	53.54%	58.85%	61.40%	67.27%	71.34%	72.89%	53.13%
鞋类										
销售收入 (百万元)	16.60	28.40	52.02	28.28	66.78	35.95	94.51	140.00	190.00	250.00
增长率 (YOY)		71.07%	83.19%		28.38%	27.14%	41.52%	48.13%	35.71%	31.58%
毛利率	20.84%	29.00%	42.44%	44.12%	46.12%	47.07%	47.63%	47.00%	47.00%	47.00%
销售成本 (百万元)	13.14	20.16	29.94	15.80	35.98	19.03	49.49	74.20	100.70	132.50
增长率 (YOY)		53.42%	48.51%		20.18%	20.44%	37.56%	49.91%	35.71%	31.58%
毛利 (百万元)	3.46	8.24	22.08	12.48	30.80	16.92	45.02	65.80	89.30	117.50
增长率 (YOY)		138.09%	168.08%		39.50%	35.63%	46.16%	46.17%	35.71%	31.58%
占总销售额比重	22.85%	24.36%	24.95%	24.62%	22.75%	23.34%	21.87%	20.00%	19.79%	25.61%
占主营业务利润比重	16.50%	20.68%	23.92%	23.85%	21.91%	22.85%	21.33%	19.56%	19.37%	24.75%
装备类										
销售收入 (百万元)	26.16	29.38	48.24	26.22	55.36	22.87	46.45	60.00	70.00	80.00
增长率 (YOY)		12.30%	64.19%		14.76%	-12.76%	-16.09%	29.17%	16.67%	14.29%
毛利率	43.01%	42.82%	44.88%	45.11%	48.87%	50.98%	51.82%	51.00%	51.00%	51.00%
销售成本 (百万元)	14.91	16.80	26.59	14.39	28.31	11.21	22.38	29.40	34.30	39.20
增长率 (YOY)		12.68%	58.27%		6.45%	-22.10%	-20.94%	31.37%	16.67%	14.29%
毛利 (百万元)	11.25	12.58	21.65	11.83	27.05	11.66	24.07	30.60	35.70	40.80
增长率 (YOY)		11.79%	72.10%		24.95%	-1.40%	-11.03%	27.13%	16.67%	14.29%
占总销售额比重	36.01%	25.20%	23.13%	22.82%	18.86%	14.85%	10.75%	8.57%	7.29%	22.38%
占主营业务利润比重	53.69%	31.59%	23.45%	22.61%	19.25%	15.75%	11.40%	9.10%	7.74%	22.12%
销售总收入 (百万元)	72.65	116.58	208.53	114.86	293.55	154.02	432.24	700.00	960.00	1275.00
销售总成本 (百万元)	51.69	76.75	116.21	62.55	152.97	79.97	221.15	363.60	499.00	663.10
毛利 (百万元)	20.96	39.83	92.32	52.31	140.58	74.05	211.09	336.40	461.00	611.90
平均毛利率	28.85%	34.17%	44.27%	45.54%	47.89%	48.08%	48.84%	48.06%	48.02%	47.99%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	212	294	434	700	960	1,275	货币资金	64	410	379	346	400	500
增长率	38.5%	47.9%	47.9%	61.3%	37.1%	32.8%	应收款项	6	11	13	21	29	38
主营业务成本	-116	-153	-221	-364	-499	-663	存货	54	71	89	139	191	254
%销售收入	54.8%	52.1%	51.0%	51.9%	52.0%	52.0%	其他流动资产	3	1	7	9	12	15
毛利	96	141	213	336	461	612	流动资产	127	492	489	516	632	808
%销售收入	45.2%	47.9%	49.0%	48.1%	48.0%	48.0%	%总资产	77.5%	92.6%	78.1%	69.5%	66.8%	67.0%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-4	-5	-7	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	36	37	129	222	311	395
营业费用	-37	-57	-92	-147	-197	-259	%总资产	22.0%	6.9%	20.5%	29.9%	32.8%	32.7%
%销售收入	17.3%	19.3%	21.3%	21.0%	20.5%	20.3%	无形资产	1	4	8	1	1	1
管理费用	-24	-32	-54	-84	-110	-143	非流动资产	38	41	137	227	314	398
%销售收入	11.2%	11.0%	12.4%	12.0%	11.5%	11.2%	%总资产	23.1%	7.8%	21.9%	30.5%	33.2%	33.0%
息税前利润 (EBIT)	34	50	65	102	149	203	资产总计	163	531	626	743	946	1,206
%销售收入	16.1%	17.0%	14.9%	14.5%	15.5%	15.9%	短期借款	0	0	0	0	60	106
财务费用	0	0	4	3	1	-1	应付款项	48	68	107	133	181	241
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.9%	-0.4%	-0.1%	0.1%	其他流动负债	7	9	21	52	61	72
资产减值损失	-1	-4	-3	0	0	0	流动负债	55	77	127	184	302	419
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	15	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	1	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	70	77	127	184	302	420
营业利润	33	46	65	104	150	202	普通股股东权益	91	457	499	558	644	785
营业利润率	15.7%	15.8%	15.0%	14.9%	15.6%	15.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	5	-1	0	0	0	负债股东权益合计	161	534	626	743	946	1,206
税前利润	34	52	64	104	150	202							
利润率	16.0%	17.6%	14.8%	14.9%	15.6%	15.9%							
所得税	-8	-8	-10	-18	-25	-34							
所得税率	25.0%	14.9%	16.0%	17.0%	17.0%	17.0%							
净利润	26	44	54	86	124	168							
净利润率	12.0%	15.0%	12.4%	12.3%	12.9%	13.2%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	26	44	54	86	124	168	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.509	0.657	0.402	0.323	0.463	0.627
非现金支出	3	7	9	7	12	16	每股净资产	1.825	6.819	3.722	4.167	4.805	5.859
非经营收益	1	0	0	0	2	5	每股经营现金净流	0.647	0.727	0.627	0.483	0.998	1.378
营运资金变动	3	-3	22	-29	-4	-5	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200
经营活动现金净流	32	49	84	65	134	185	回报率						
资本开支	-20	-8	-98	-97	-99	-100	净资产收益率	27.91%	9.64%	10.81%	15.48%	19.28%	21.40%
投资	1	0	0	-1	0	0	总资产收益率	15.78%	8.24%	8.61%	11.64%	13.12%	13.93%
其他	0	-1	-2	0	0	0	投入资本收益率	24.06%	9.31%	10.86%	15.10%	17.52%	18.90%
投资活动现金净流	-19	-9	-100	-98	-99	-100	增长率						
股权募资	45	327	1	0	-12	0	主营业务收入增长率	77.91%	38.46%	47.86%	61.27%	37.14%	32.81%
债权募资	5	-15	0	0	60	48	EBIT增长率	96.69%	46.22%	29.20%	57.35%	46.25%	36.86%
其他	-28	13	-15	0	-29	-32	净利润增长率	132.36%	72.92%	22.39%	60.37%	43.66%	35.27%
筹资活动现金净流	23	324	-14	0	19	15	总资产增长率	95.40%	231.08%	17.20%	18.60%	27.41%	27.41%
现金净流量	36	363	-30	-33	54	100	资产管理能力						
							应收账款周转天数	6.5	6.0	5.4	6.0	6.0	6.0
							存货周转天数	143.7	148.2	131.8	140.0	140.0	140.0
							应付账款周转天数	34.0	59.2	74.1	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	61.9	45.4	91.8	105.3	110.4	107.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-52.92%	-89.64%	-76.07%	-61.99%	-52.83%	-50.01%
							EBIT利息保障倍数	382.8	-115.5	-17.3	-37.6	-132.0	242.9
							资产负债率	43.45%	14.48%	20.35%	24.81%	31.94%	34.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	4	8	16
买入	0	0	0	2	12
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.11	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-09-27	减持	4.91	N/A
2 2010-07-26	买入	10.11	20.38 ~ 24.09
3 2010-08-15	买入	11.87	N/A
4 2010-10-26	买入	16.63	N/A
5 2011-02-15	买入	16.78	35.18 ~ 38.38
6 2011-03-20	买入	15.04	32.30 ~ 38.70

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8792
传真: (8610)-61038200
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100032
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-33089915
传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室