

# 定位“大众化”，加大渠道拓展力度

探路者（300005.SZ）

**谨慎推荐**

分析师：马 莉 电话：(8610) 6656 8489 邮箱：mali\_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130210060022

联系人：李佳嘉 电话：(8610) 6656 8098 邮箱：lijiajia@chinastock.com.cn

## 1. 事件

公司近期举行投资者见面会，就发展战略和订货会情况与投资者进行沟通。在此基础上，我们对公司的基本面进行跟踪。

## 2. 我们的分析与判断

### （一）市场环境处于最佳发展期，行业增速约 50%

在中国大国崛起、消费升级的经济背景下，户外行业迎来了高速成长的阶段。至 2010 年，户外用品行业出货总额达 32.1 亿元，零售总额达 71.3 亿元；相较于 2000 年 10 年复合增长率分别为 43.29%、47.33%；其中，2008-2010 年两年间的零售额复合增长率仍高达 40%。

结合 2011 年国内主要户外品牌订货额及 2012 年目标规划，预计户外行业未来三年复合增长率将高达 50%；2011 年零售额有望超过 100 亿，2012 年超过 150 亿。探路者作为户外行业中的龙头企业，良好的市场环境为公司高增长奠定基础。

### （二）定位“泛户外”，加大渠道拓展及区域开拓力度

与强调专业功能化的高端户外品牌相比，探路者定位于大众化户外运动品牌。与此同时，公司的产品战略、渠道和市场战略均较好的支撑了这一定位，即产品强调性价比，渠道加大二级市场开拓。

在产品战略方面，在拥有代表品牌科技的高端专业功能类产品系列同时，公司大力发展以户外设计风格为主的泛户外产品以满足大众市场的购买需求。与此对应，公司的产品在强调专业性的同时，主力产品价格更注重性价比。

渠道和区域战略方面，也体现了探路者未来三年较为激进的开拓策略。在区域战略方面，公司集中资源保持北方市场优势同时，重点推动华东和西南地区发展；在巩固核心和以及城市一级渗透率的同时，加大二级市场的拓展。在渠道策略方面，积极扶持快速增长客户，薄弱地区借助专业零售商资源；同时提高二级分销商占比。

在此基础上，我们预计未来三年公司渠道数量有望维持 50% 的增速，即到 2013 年终端渠道数量有望达到 2500 家左右。

### （三）积极扩张的同时，加大精细化管理

商品开发：公司已投资 6000 万建立研发中心，从以下四方面提高产品适销性，（1）加强核心技术研发与控制，（2）提升检测和品质控制能力，推动户外行业标准建设，（3）逐步提升外包设计比重，引入国际视野及创新元素，（4）适当减少功能性的同时，增强产品时尚性，让户外走进大众生活。

ERP 覆盖率：公司将加大终端渠道的 ERP 覆盖率，预计 2011 年底信息化店铺的覆盖率 85%，2012 年 ERP 终端渠道覆盖率达到 95%，2013 年做到终端 100% 的覆盖。在 ERP 系统有效使用下，增强客户产品分析和运营能力；同时引入终端买手制度，以提高单店销售额。

供应链整合：通过广泛的合格供应商遴选，充分利用供应商研发能力，以及通过长期战略合作伙伴关系的建立，实现控制成本及缩短供货时间的目标。

### 3、投资建议

我们预计 2011-2013 年终端渠道数量分别达到 1086、1726、2476 家，销售收入分别为 7.25 亿、12.08 亿、19.33 亿，净利润分别为 0.90、1.55、2.56 亿，EPS 分别为 0.34、0.58、0.96 元，销售收入、净利润三年复合增长率分别为 63.3%、68.1%。因此，应给予较高的估值。但目前 50 倍的 2011PE 估值水平已经反映了公司高成长，给予“谨慎推荐”评级。

表 1 探路者 (300005.sz) 财务报表预测 (百万元、百分比)

资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	379.4	584.7	672.1	911.3	营业收入	434.1	725.4	1208.0	1933.9
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	221.2	366.3	604.0	957.3
应收账款	7.7	13.7	22.0	35.2	营业税金及附加	2.3	2.3	3.8	6.1
预付款项	4.4	12.8	21.1	33.5	销售费用	92.3	158.1	263.4	421.6
其他应收款	5.7	9.6	15.9	25.5	管理费用	53.8	87.0	145.0	232.1
存货	89.2	111.5	219.5	305.1	财务费用	-3.7	-1.7	-2.2	-2.8
其他流动资产	2.5	2.5	2.5	2.5	资产减值损失	3.3	5.4	9.0	14.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	109.1	162.2	200.0	245.3	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	19.5	19.5	19.5	19.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	65.0	107.9	185.1	305.2
无形资产	1.6	4.3	3.5	2.7	营业外收支净额	-0.8	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	6.0	7.0	7.0	6.0	税前利润	64.2	107.9	185.1	305.2
资产总计	626.2	927.7	1183.1	1586.4	减: 所得税	10.3	17.3	29.7	48.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	53.9	90.6	155.4	256.2
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	53.9	90.6	155.4	256.2
应付账款	57.4	80.3	132.4	209.8	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	30.4	99.6	165.8	265.4	基本每股收益	0.40	0.34	0.58	0.96
应付职工薪酬	8.0	8.0	8.0	8.0	稀释每股收益	0.40	0.34	0.58	0.96
应交税费	12.7	12.7	12.7	12.7	<b>财务指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
其他应付款	19.0	19.0	19.0	19.0	<b>成长性</b>				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	47.9%	67.1%	66.5%	60.1%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	29.2%	72.9%	71.9%	65.1%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	22.4%	68.0%	71.6%	64.9%
负债合计	127.4	217.8	333.3	506.1	<b>盈利性</b>				
股东权益合计	498.7	709.9	849.7	1080.3	销售毛利率	49.0%	49.5%	50.0%	50.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	销售净利率	12.4%	12.5%	12.9%	13.2%
净利润	54	91	155	256	ROE	11.3%	15.0%	19.9%	26.6%
折旧与摊销	5	9	16	20	ROIC	65.02%	76.64%	106.39%	153.48%
经营活动现金流	84	149	154	325	<b>估值倍数</b>				
投资活动现金流	-100	-66	-53	-63	PE	42.0	50.0	29.1	17.7
融资活动现金流	-12	122	-13	-23	P/S	5.2	6.2	3.7	2.3
现金净变动	-28	205	87	239	P/B	4.5	6.4	5.3	4.2
期初现金余额	410	379	585	672	股息收益率	0.6%	0.3%	0.3%	0.6%
期末现金余额	381	585	672	911	EV/EBITDA	27.0	32.8	18.5	10.7

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**马莉，纺织服装行业证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。

### 纺织行业分析师覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六(002291.sz)、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰(002563.sz)、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究部**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908