



渠道扩张加速驱动业绩高增长

增持首次

目标价格：22 元

投资要点：

- 上半年业绩快速增长，符合预期。
- 渠道扩张加速，驱动业绩高增长。
- 电子商务增长强劲。

报告摘要：

- 上半年业绩快速增长。**报告期内公司实现营业收入 2.49 亿元，比去年同期增长 61.89%，实现营业利润 0.51 亿元，比去年同期增长 86.39%，归属母公司净利润 0.43 亿元，比去年同期增长 72.37%。基本每股收益 0.16 元。
- 渠道扩张加速，驱动业绩高增长。**公司加速渠道扩张，并注重精细化和一体化的营销管理，上半年公司净新开店 183 家，店铺总数已达 849 家。在渠道类型方面，公司加强了街边地铺和大型商场租金区的扩张。公司直营业务和加盟业务同比分别增长了 83.01%、70.52%。
- 电子商务增长强劲。**上半年电子商务业务同比增长 420.34%，公司报告期内新设电子商务公司，在与京东网、好乐买、卓越等电子商务网站战略合作的基础上将逐步打造自有商务平台，未来也将探索设立线上户外子品牌进一步加强电子商务领域的拓展。在网上购物高速发展的态势下，我们预计公司电子商务业务有望成为一个强劲的利润增长点。
- 毛利率提升，期间费用控制良好。**上半年公司毛利率提升 1.77%，毛利率达到 49.85%。期间费用率同比下降 0.83%，降至 28.81%。这主要受益于公司改善和整合供应链资源，强化产品成本及供应链效率控制。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万 元)	293.55	434.06	736.79	1,153.53	1,738.86
增长率(%)	38.46	47.86	69.74	56.56	50.74
净利润(百万元)	44.03	53.9	93.26	147.97	229.72
增长率(%)	72.2	22.39	73.03	58.67	55.25
EPS (元)	0.16	0.20	0.35	0.55	0.86
PE	118.31	94.65	54.08	34.41	22.01

中小市值上市公司研究组

纺织服装行业

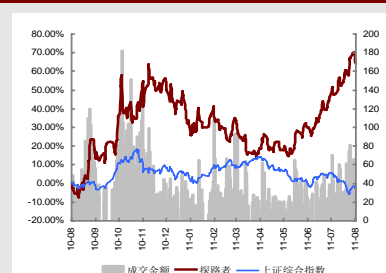
高级分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：wind

公司 2011 中报数据

基本每股收益 (元)	0.16
稀释每股收益 (元)	0.16
每股净资产 (元)	2.00
加权平均净资产收益率	8.44%
净利润增长率	72.37%
8月22日收盘价 (元)	18.93

数据来源：公司中报

渠道扩张、精细化营销管理驱动业绩高增长

上半年公司净新开店 183 家，其中净新开直营店 35 家，加盟店 148 家，店铺总数已达 849 家。加速店铺渠道扩张的同时，公司注重精细化和一体化的营销管理，充分发挥七大销售区域的落地式服务职能，使渠道管理和服务更加贴近加盟商和消费者。

上半年公司实现营业收入 2.49 亿元，同比增长 61.89%，实现营业利润 0.51 亿元，同比增长 86.39%，归属母公司净利润 0.43 亿元，同比增长 72.37%。

分产品看，户外服装收入占比较大，同比增加 65.77%，户外鞋品收入同比增加 49.61%，户外装备收入同比增加 49.55%。

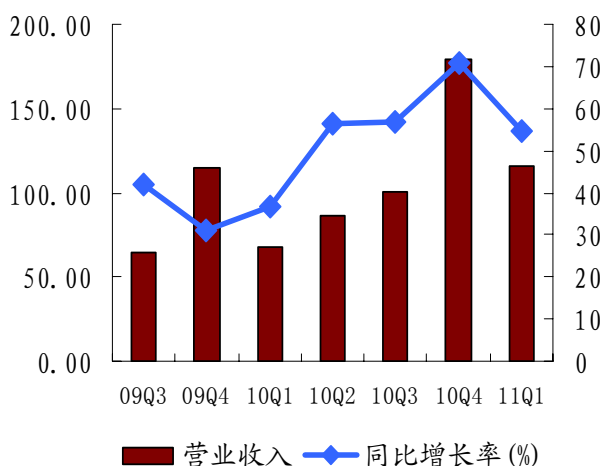
分区域看，由于公司加大南方研发设计分部投入，改善产品在南方的适销性，华南地区营业收入比去年同期增加 134.84%。电子商务收入同比增长 420.34%，受益于公司对电子商务业务的重视和投入。营业收入占比较多的华北地区、东北地区、西北地区、华东地区同比分别增长 34.07%、86.71%、91.80%、46.32%，但海外市场开拓不理想，营业收入同比下降 63.61%。

表 1：公司 2011 上半年分产品经营情况（单位：人民币/万元）

分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比增减	营业成本同比增减	毛利率同比增减
户外服装	15,780.54	7,890.60	50.00%	65.77%	58.66%	2.24%
户外鞋品	6,192.97	3,120.81	49.61%	72.28%	64.04%	2.54%
户外装备	2,959.66	1,493.20	49.55%	29.41%	33.18%	-1.43%

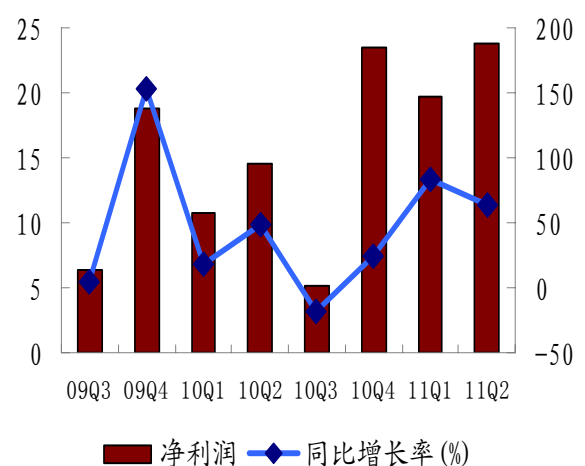
资料来源：公司公告，宏源证券

图 1：分季度营业收入变动情况（单位：百万元）



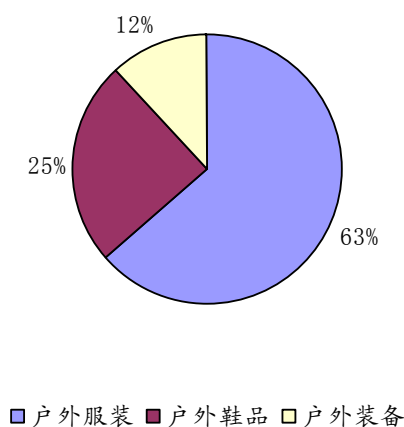
资料来源：Wind，宏源证券

图 2：分季度净利润变动情况（单位：百万元）



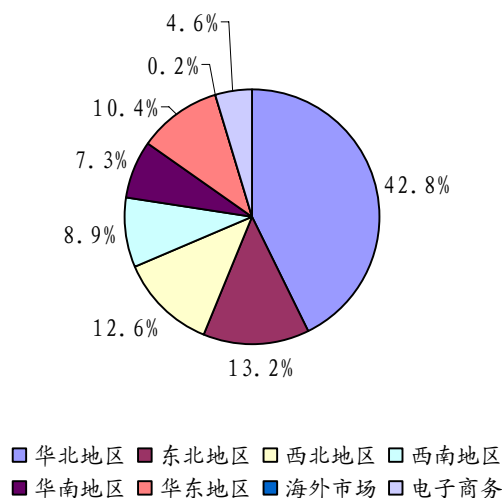
资料来源：Wind，宏源证券

图 3：产品收入占比图



资料来源：公司公告，宏源证券

图 4：区域收入占比图

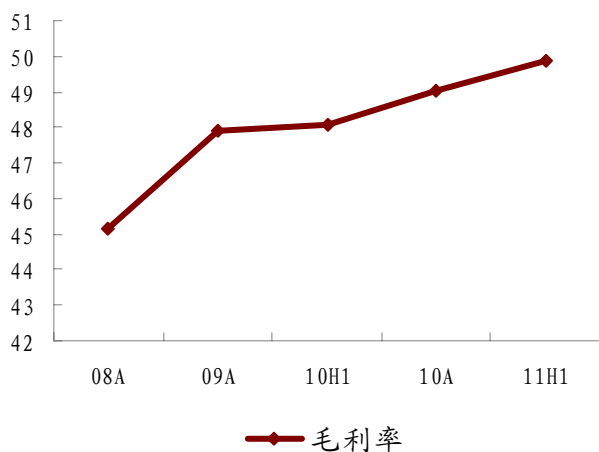


资料来源：公司公告，宏源证券

毛利率提升，期间费用控制良好

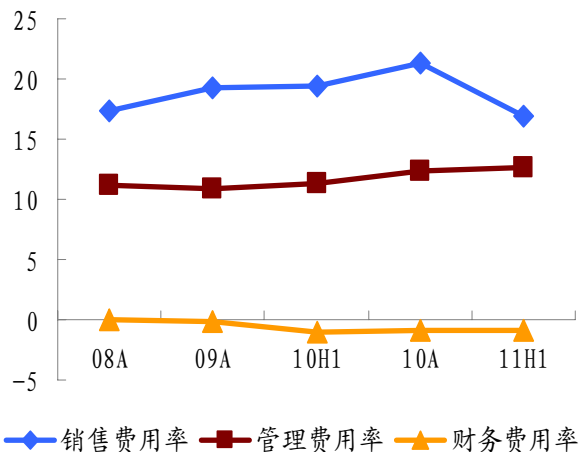
上半年公司毛利率同比提升 1.77%，毛利率达到 49.85%，得益于公司对供应链的整合管理以及产品生产各环节的成本控制。期间费用率下降 0.83%，其中销售费用率下降 2.41%，主要是广告宣传费的大幅减少所致，同时也受益于公司店铺的信息化建设。

图 5：毛利率



资料来源：Wind，宏源证券

图 6：期间费用率

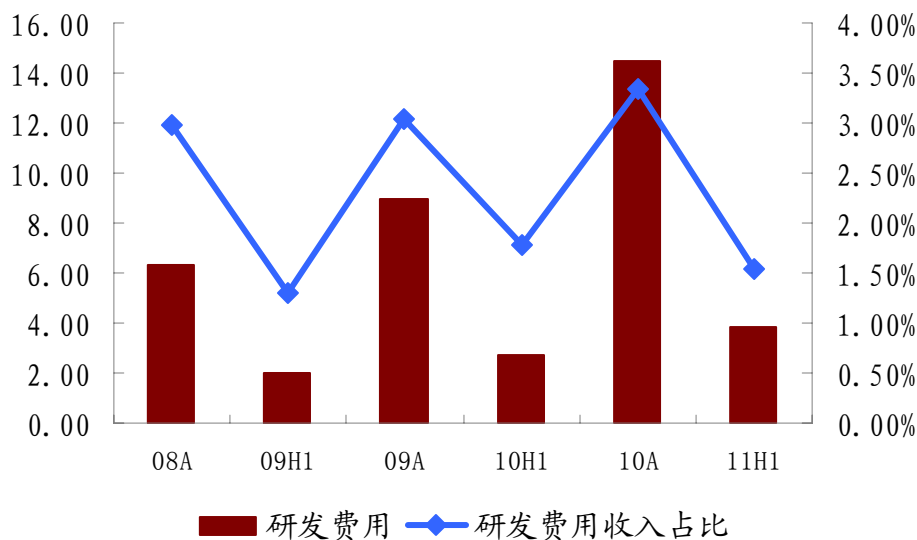


资料来源：Wind，宏源证券

重视研发，提升产品适销性

户外产品与普通服装产品不同，消费者更注重其产品的功能性，舒适性。技术研发与产品设计是探路者产品生命力的源泉，公司一直重视产品的研发和设计，近 3 年研发费用占收入比重逐年上升。为突破南方市场薄弱的局面，报告期内进一步加大了南方研发设计分部的投入，改善公司产品在南方地区的适销性。报告期内，公司研发费用为 385.54 万元，同比增加 40.97%。

图 7: 研发费用情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

预测与估值:

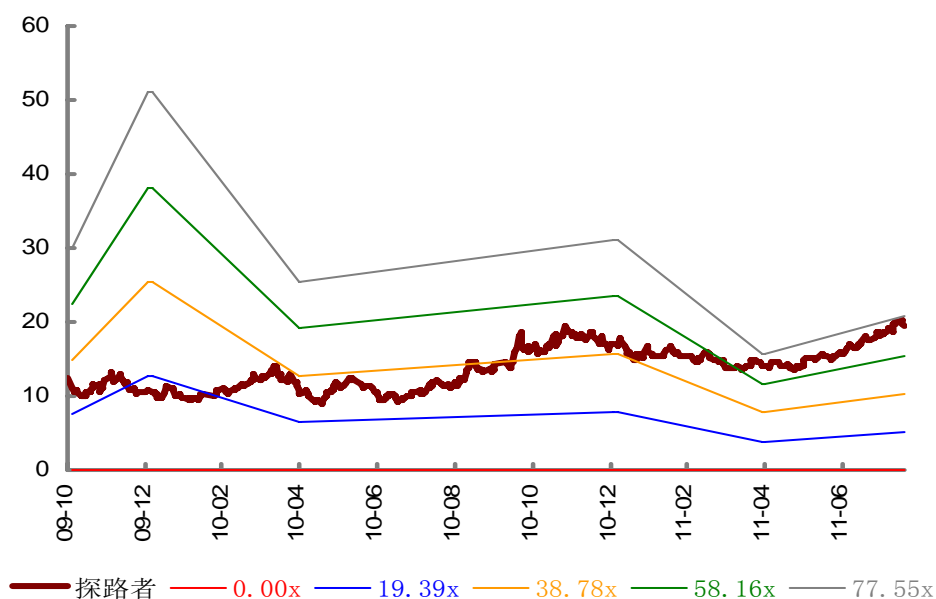
根据我们的业绩预测模型, 我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.35、0.55、0.86 元, 对应 2011-13 年的市盈率分别为 54.08/34.41/22.01 倍; 我们给予公司“增持”投资评级。由于公司是具备品牌优势的消费品, 我们按 2012 年盈利预测 40 倍的市盈率来估值, 公司未来 6 个月目标价为 22 元。

表 2: 公司盈利预测表:

盈利预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	293.55	434.06	736.79	1,153.53	1,738.86
增长率(%)	38.46	47.86	69.74	56.56	50.74
归属母公司股东的净利润(百万元)	44.03	53.9	93.26	147.97	229.72
增长率(%)	72.92	22.39	73.03	58.67	55.25
每股收益-摊薄(元)	0.16	0.20	0.35	0.55	0.86
市盈率	118.31	94.65	54.08	34.41	22.01

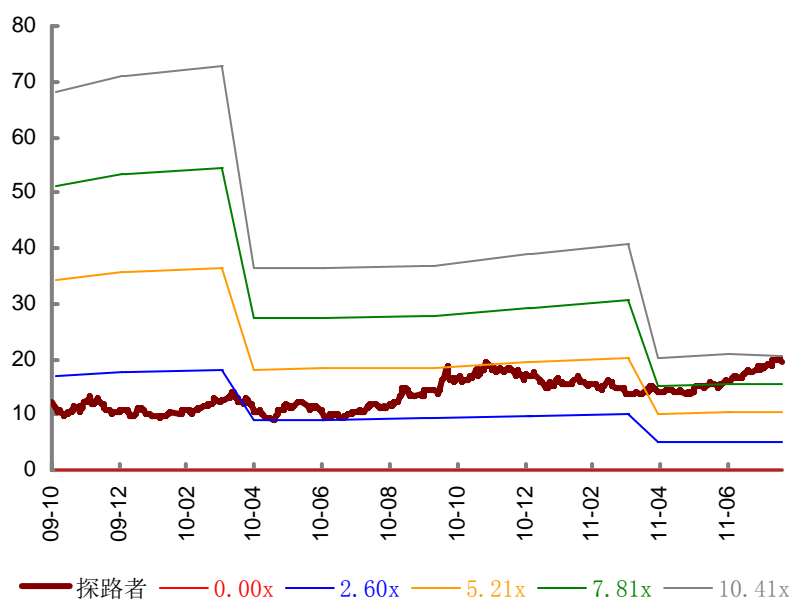
资料来源: Wind 宏源证券

图 8: 历史 PE-Bands



资料来源: wind 宏源证券

图 9: 历史 PB-Bands



资料来源: wind 宏源证券

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。