



外延式驱动下持续高增长

——探路者（300005）调研快报

2011 年 8 月 24 日

推荐/首次

纺织服装

调研快报

谭可 纺织服装行业分析师

执业证书编号：S1480209100080

010-6655 4011

事件：

近日我参加公司投资者见面会，与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

观点：

1. 加盟模式为主，加速二线城市渗透。

公司未来核心战略为快速开店，结合渠道的广度和深度，在巩固和提高核心和一级市场渗透率的同时，加快拓展二级市场，提升二线城市覆盖率。公司目前在“北上广”及部分省会城市布点较充分，未来的渠道拓展重心将放在二级及以下城市，公司在全国特设 7 大销售区域，由总部渠道拓展部整体规划，再由各销售区域落地式服务寻找意向店铺，交由总部考察批核。公司会参照当地经济水平、户外氛围等指标选取目标区域积极渗透。按照公司年初指引，2011 年新增店铺 300 家，半年报公布已完成 185 家新增店铺铺设，全年完成目标计划几无悬念。

公司向二级市场渗透的渠道方式主要还是依赖加盟，未来将适度加大对加盟商的支持力度。除给予加盟商开店建议、店内陈设指导、店长培训、一定比例的广告费用报销、延期贷款支付等常规支持，公司的一些较好的店址资源将优先满足加盟商。对于订货金额超过 100 万元的加盟商，公司不预收保证金，待实际提取货品时公司收款发货，帮助优质加盟商获得更充裕的资金循环。在加大向优势加盟商资源倾斜力度的同时，公司将对加盟渠道体系进一步优化，对加盟商提出“库销比”的考核指标，要求加盟商订货额不得超过库存增长的平均值，以保证库存持续健康。

2. 区域上，重点突破南方市场。

从区域上来看，包括北京的华北地区、东北地区以及近几年兴起西北地区等北方市场是公司的强势市场。公司起家于北京，谙熟北方市场，对以上区域消费需求、当地习惯都有深刻认识，北方市场销售收入占到总收入的 70% 左右。相比而言，公司对华东、华南及西南等南方市场的覆盖力度偏弱，对当地的熟悉程度和渗透率都不及北方市场。

南方市场消费水平高，但领先户外品牌进驻力度均偏弱，市场空白巨大，是公司下一步外延拓展的重点突破区域。针对产品诉求差异化问题，公司于 2010 年成立南方研发设计分部，并增强对南方研发设计分部的资源配备和政策支持，扩大南方本地设计师的招聘，采取有效措施提升产品在面料、加工厂资源方面的匹配，全面改善公司产品在南方地区的适销性。

南方户外产品已在 2011 年 1 月举办的 2011 年秋冬产品订货会暨新品发布会上正式推出，市场反响良好，产品的设计改良、品类增加将有效配合公司在南方市场的渠道拓张。

3. 业态方面，线下更倾向于专卖店，线上销售比重将继续提高。

终端类型方面，由于公司的产品特殊性，如装备需要有更大的空间进行陈列，多数商场店面有限无法全面展示各品类商品，公司在终端选择上将更倾向于开设街边商铺或大型商超租金区专卖店。公司自 2011 年开始有意识在终端选择上向专卖店倾斜，截止 6 月底，商场店数量 705 家，专卖店数量 144 家，分别较 2010 年年底增加 137 家和 46 家，专卖店占总体店铺的比重由 2010 年底的 14.71%到 2011 年 6 月末增加至 16.96%。此外，公司在江苏、安徽等相对薄弱市场将引入金冠、宝盛等体育行业专业零售商。

公司于 2011 年上半年成立电子商务分公司，上半年线上收入已占到总收入的 4.58%。线上销售目前只针对探路者主品牌，所销售产品与线下销售基本没有重合，主要是特供商品和库存特销品，因此不会分流线下销售。公司目前主要借助京东、好乐买、卓越等第三方平台进行线上销售，未来也将建立自己的专属线上平台，但仍然以线下探路者主品牌销售为主，线上投入不会太大。未来公司将成立专门针对线上销售的子品牌，该品牌将适应线上销售模式，差异于探路者主品牌，公司将逐步加大线上销售比重，未来可占到总收入的 10% 以上。

结论：

公司所处的户外市场近十年复合增长率 40%以上，公司是高速成长行业的国内龙头。国内该市场上能与公司抗衡的仅有 Northface、哥伦比亚等国际知名品牌，除去本土文化方面的劣势，国际化路线也决定了海外品牌在渗透中国市场时纵深度难以超越本土企业。

行业高增速是投资公司的最核心逻辑，公司目前高速外延拓张的主战略适应当前行业发展现状，策略性差异化的重点突破战术也适应当前公司自身在国内市场发展现状。

我们认为户外用品行业的高速增长还将持续数年，只要公司在管理、运营等软性能力上不出现偏差，延续目前的主战略方向不变，未来 2-3 年的高增速基本没有悬念。

我们对公司盈利预测假设（表 1）：

1) 公司积极外延拓张，2011-2013 年，新增直营终端 60、60 和 80 家，新增加盟终端 240、330 和 450 家；

2) 公司产品品类、系列增多，终端渠道中单店面积更大的专卖店占比加大，2011-2013 年，直营体系单店收入分别增长 12.46%、9.09%和 8.33%，加盟体系单店收入分别增长 15.00%、10.00%和 10.00%；

3) 其他收入中，电子商务销售保持高速增长，2011 年销售收入达到 2500 万元，2012-2013 年增速保持 50% 的增速；集团客户，2011 年收入为 2700 万元，2012-2013 年增速保持 10%；

4) 公司产品采用成本加成法, 未来毛利率与历史中值基本持平。

表 1: 公司 2011-2013 年盈利预测假设

直营	2009	2010	2011E	2012E	2013E
直营店数量 (家)	53	98	158	218	298
新增数量 (家)	11	45	60	60	80
YOY	26.19%	84.91%	61.22%	37.97%	36.70%
单店收入 (万元)	101.23	97.82	110.00	120.00	130.00
YOY	2.69%	-3.37%	12.46%	9.09%	8.33%
直营收入 (万元)	4696.86	6944.91	13420.00	21840.00	32500.00
YOY	47.07%	47.86%	93.23%	62.74%	48.81%
直营收入占比	16.00%	16.00%	18.53%	19.46%	19.08%
加盟	2009	2010	2011E	2012E	2013E
加盟店数量 (家)	428	568	808	1,138	1,588
新增数量 (家)	81	140	240	330	450
YOY	23.34%	32.71%	42.25%	40.84%	39.54%
单店收入 (万元)	59.09	67.98	78.18	86.00	94.60
YOY	11.77%	15.05%	15.00%	10.00%	10.00%
加盟收入 (万元)	22897.20	33856.45	53789.61	83678.81	128941.05
YOY	45.83%	47.86%	58.88%	55.57%	54.09%
加盟收入占比	78.00%	78.00%	74.29%	74.55%	75.70%
其他	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电子商务收入 (万元)	—	—	2500.00	3750.00	5625.00
YOY	—	—	249.16%	50.00%	50.00%
电商收入占比	—	—	3.45%	3.34%	3.30%
集团客户收入 (万元)	—	—	2700.00	2970.00	3267.00
YOY	—	—	—	10.00%	10.00%
集团客户收入占比	—	—	3.73%	2.65%	1.92%
合计	2009	2010	2011E	2012E	2013E
店铺数量 (家)	481	666	966	1,356	1,886
	23.65%	38.46%	45.05%	40.37%	39.09%
	92	185	300	390	530
总收入	29355.39	43405.71	72409.61	112238.81	170333.05
YOY	38.46%	47.86%	66.82%	55.01%	51.76%

资料来源: 东兴证券研究所

基于以上假设, 我们预测公司 2011-2013 年净利润分别为 0.94、1.48 和 2.27 亿元, 同比增速分别为 75.17%、57.03%和 52.83%, EPS 分别为 0.35、0.55 和 0.85 元, 对应动态 PE53.08、33.81 和 22.12 倍。公司受益高增长行业成长性确定, 但考虑到公司自 5 月以来股价涨幅较大接近 50%, 目前估值不仅远高于其他服装上

市公司 30 倍市盈率的估值中枢，同时也高于创业板 48 倍整体市盈率水平，因此我们暂时给予公司“推荐”评级，并将其作为优质长期投资标的的密切跟踪。

表 2：公司 2011-2013 年盈利预测结果

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	293.55	434.06	724.10	1,122.39	1,703.33
营业收入增长率	38.46%	47.86%	66.82%	55.01%	51.76%
EBITDA（百万元）	47.65	64.77	127.99	204.42	307.65
EBITDA 增长率	39.74%	35.91%	97.61%	59.73%	50.50%
净利润（百万元）	44.03	53.90	94.41	148.25	226.57
净利润增长率	72.92%	22.39%	75.17%	57.03%	52.83%
ROE	9.64%	10.81%	13.88%	18.23%	22.27%
EPS（元）	0.81	0.40	0.35	0.55	0.85
P/E	23.09	46.75	53.08	33.81	22.12
P/B	2.74	5.02	7.37	6.16	4.93
EV/EBITDA	17.70	32.83	35.69	22.10	14.29

资料来源：东兴证券研究所

风险提示：

1. 公司战略在执行过程中发生重大偏差；
2. 公司在不熟悉市场开拓过程中遭遇的不确定性。

分析师简介

谭可

英国 Durham 大学硕士，2010 年外派香港研究港股消费板块，现从事纺织服装行业研究，07 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。