

# 追随行业一路快跑

## 投资要点:

- 中国户外行业处于高速增长期,作为龙头公司复合增速高达60%。
- 公司将继续加快拓展二线市场,扩大品牌渗透率。
- 公司加强拓展电子商务领域,适时将推出子品牌。

## 报告摘要:

- 中国户外用品行业处于高速增长期。**2010年,中国户外用品零售总额达到71.3亿元,较2009年增长47.01%,从2000年到2010年中国户外用品市场零售总额以年均47.33%的速度增长。2010年美国的户外市场规模达到150亿美元左右,欧盟则达到了140亿欧元。比较而言,中国户外用品市场未来增长空间巨大。
- 户外用品行业“泛户外化”发展趋势更加明显。**随着户外运动这种健康生活方式的广泛传播和户外产业的发展,户外已经成为一种生活符号、一种时尚的标志,而不仅仅限于探险,“泛户外化”发展趋势愈加明显,带动户外用品行业的市场需求不断的扩大。
- 公司在国内户外用品行业中竞争优势凸显。**品牌方面,“探路者”是国内认知度最高的户外运动品牌,按销售量计算,“探路者”市场占有率为连续三年位居行业首位。营销网络方面,探索者在店铺规模上远远超过主要竞争对手,为未来进一步扩大市场份额打下坚实基础。研发方面,公司的研发设计中心是国内户外用品企业中规模最大,创新能力最强的产品研发设计中心之一。管理团队方面,公司管理团队已开始职业化变革,提升公司内部管理和业务运营的规范化。
- 盈利预测与估值。**根据我们的预测模型,2011-2013年的EPS分别为0.38、0.65、1.03元,按2011年9月28日的收盘价17.64元计算,对应2011-13年的市盈率分别为46.42/27.14/17.13倍。按2012年35倍的市盈率来估值,未来6个月目标价为22.8元,我们给予公司“增持”投资评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	293.55	434	751	1,247	1,895
增长率(%)	38	48	73	66	52
净利润(百万元)	44	54	101	175	277
增长率(%)	72	22	87	74	59
每股收益(元)	0.16	0.20	0.38	0.65	1.03
市盈率	110.25	88.2	46.42	22.8	17.13

\*2011年9月22日的收盘价17.64元

## 增持 首次

目标价格: 22.8元

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



## 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110630	12053	非常集中
20110331	6090	非常集中
20101231	8666	非常集中

数据来源: 港澳资讯

## 机构持股汇总

报告日期	20110630	20110331
基金持股	2797万股	975万股
占流通A股比	24.76%	17.30%
持股家数及进 出情况	14(增持4家) (家)	5(增持1家) (家)

数据来源: 港澳资讯

## 相关研究

《探路者:渠道扩张加速驱动业绩高增长—探路者中报简评—王凤华》2011年8月22日

## 目录

一、公司概况 .....	4
(一) 公司主营业务 .....	4
(二) 公司业务模式 .....	5
二、行业分析 .....	5
(一) 我国户外用品市场处于成长期,发展潜力巨大 .....	5
(二) “泛户外化”发展趋势更加明显 .....	7
(三) 行业竞争加剧,集中度日益提高 .....	7
三、公司竞争优势 .....	8
(一) 品牌优势 .....	8
(二) 营销网络优势 .....	9
(三) 研发优势 .....	10
(四) 管理团队优势 .....	12
四、在行业高速增长的背景下,公司业绩快速增长 .....	12
五、未来展望 .....	13
(一) 巩固一线城市,提升二级市场覆盖率 .....	13
(二) 加强拓展电子商务领域,探索新的利润增长点 .....	14
(三) 将推自主品牌,满足消费者多层次需求 .....	14
六、盈利预测与估值 .....	15

## 插图

图 1: 分产品收入占比.....	4
图 2: 分区域收入占比.....	4
图 3: 公司业务模式曲线.....	5
图 4: 公司业务模式流程.....	5
图 5: 2000-2010 年中国户外用品产业规模发展概况 (单位: 亿元) .....	6
图 6: 中美欧户外用品市场零售额.....	7
图 7: 我国户外用品市场品牌数.....	8
图 8: 2010 年全国户外时尚运动市场销售份额前十位品牌 .....	8
图 9: 户外品牌认知度.....	9
图 10: 户外品牌购买率.....	9
图 11: 探路者店铺数量.....	10
图 12: 公司近年研发费用情况.....	11
图 13: 公司近年收入情况.....	12
图 14: 公司近年净利润情况.....	12
图 15: 毛利率.....	13
图 16: 期间费用率.....	13
图 17: 各线城市户外用品零售额增速.....	14
图 18: 探路者 PE-Bands 图 .....	15
图 19: 探路者 PB-Bands 图 .....	15

## 表格

表 1: 公司主要产品.....	4
表 2: 公司产品系列.....	5
表 3: 公司获奖产品情况.....	11
表 4: 2010 年各线城市户外用品销售前 3 位品牌 .....	13

## 一、公司概况

北京探路者户外用品股份有限公司成立于1999年,是国内户外用品的领军企业。2010年,探路者的销售额在国内品牌的户外用品中排名第一,市场份额9%,在整体户外用品市场中位列第三,仅次于哥伦比亚的17%和乐斯菲斯的14%,2008-2010年,探路者品牌销量连续3年荣列全国市场同类产品销量第一名。

### (一) 公司主营业务

公司主要产品覆盖户外生活的各个领域,分为户外服装、户外鞋品、户外装备三大类别,包括户外服装、鞋、背包、帐篷、睡袋、登山装备等500多个品种,为人们参加户外运动提供舒适安全、全天候、立体的保护。

**表1: 公司主要产品**

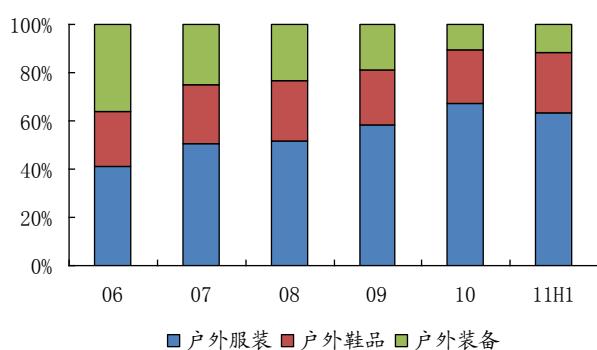
产品品类	主要产品
户外服装	冲锋衣裤、速干衣裤、滑雪服、抓绒衣、羽绒服等
户外鞋品	徒步鞋、登山鞋、溯溪鞋、穿越鞋、沙滩鞋、营地鞋等
户外装备	背包、帐篷、睡袋、防潮垫、眼镜、水壶、登山杖、折叠系列、野炊用具等

资料来源:公司网站、宏源证券

分产品类别看,从2006年到2010年,户外服装收入占比逐年提高,由2006年的41.13%升至2010年的63.29%;户外装备收入占比逐年下降,由2006年的36.02%降至2010年的10.75%。这主要由于“泛户外化”趋势发展所致,同时越来越多的消费者由于户外服装的优良性能及时尚度而选择购买户外服装。2011年上半年各类产品收入占比较2010年变化相对稳定,其中户外服装、户外鞋品、户外装备分别占比63.29%、24.84%、11.87%。

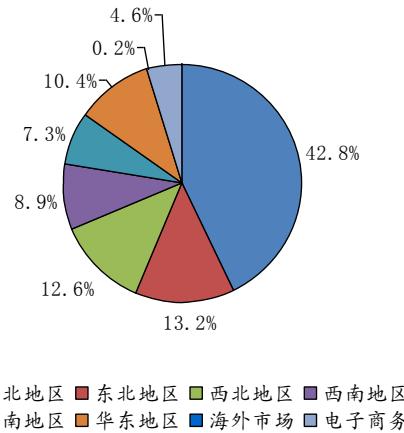
分区域看,由于公司位于北京,非常熟悉北方消费者需求和习惯,能够利用区域优势快速的打开北部市场,所以北方市场的销售收入占公司总收入近70%。相对而言,南方市场则比较薄弱,为改变这种局面,公司在南方设立了研发分部,改善产品的适销性,并取得了初步成效,2011年上半年华南地区营业收入同比增长134.84%。

**图1: 分产品收入占比**



资料来源:公司公告、宏源证券

**图2: 分区域收入占比**



资料来源:公司公告、宏源证券

在国际户外行业产品逐渐细分的趋势下，公司将产品系列整合为 EX-HERO（巅峰英雄系列）、TRAVELEX（旅行生活系列）、VINTAGE（功能休闲系列），分别针对专业户外运动人士、普通户外爱好者。

**表 2：公司产品系列**

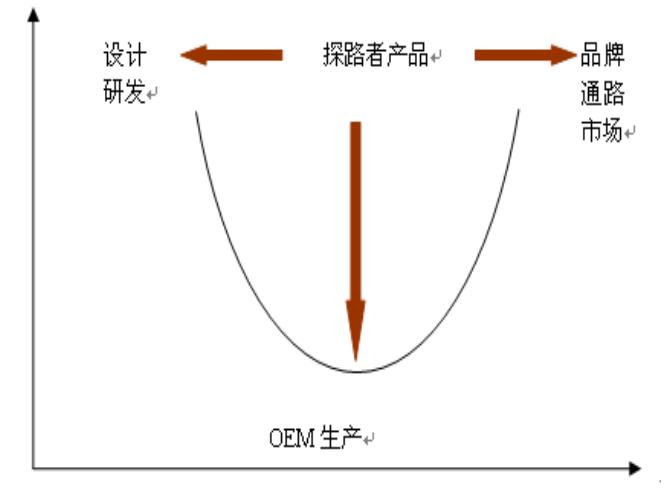
系列	目标客户	产品特色
EX-HERO 巅峰英雄系列	专业户外运动爱好者、极限环境工作者、渴望拥有专业保护装备的消费人群	能够最大化满足户外探险、登山、滑雪、徒步、越野等极限户外运动的要求
TRAVELAX 旅游生活系列	普通户外旅行、户外休闲生活	以功能性材料和多功能设计 满足人们崇尚自然 享受户外阳光生活的追求
VINTAGE 功能休闲系列	都市精英、有独特品味和追求高品质休闲生活的人群	运用高级功能性材料 将都市特征与户外有机结合 风格内敛而典雅 不仅满足户外休闲度假 也适应多场合的商旅活动

资料来源：公司网站、宏源证券

## （二）公司业务模式

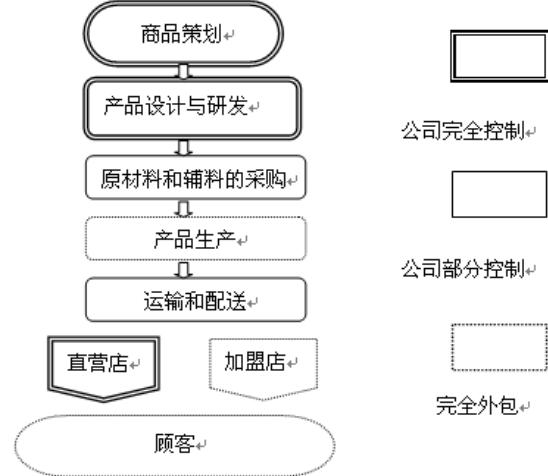
公司采用“哑铃型”的业务模式，致力于附加值较高的业务链上游的设计、研发和业务链下游的品牌运营和销售渠道建设，产品生产业务外包给生产商。

**图 3：公司业务模式曲线**



资料来源：公司招股说明书、宏源证券

**图 4：公司业务模式流程**



资料来源：公司招股说明书、宏源证券

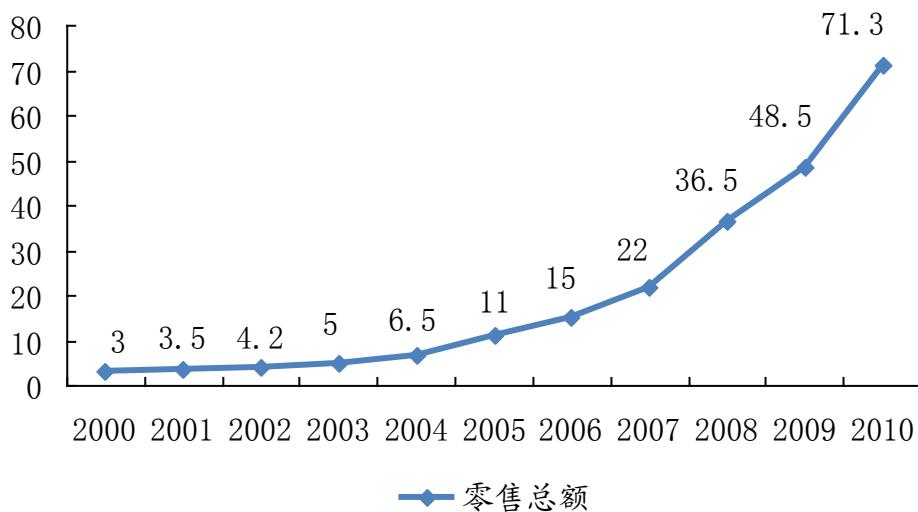
## 二、行业分析

### （一）我国户外用品市场处于成长期，发展潜力巨大

我国户外运动从上世纪 90 年代在北京、上海、昆明等城市开始起步。伴随着户外运动的发展，户外用品行业逐步发展起来，根据中纺协户外用品分会的《中国户外用品 2010 年度调查报告》，2010 年，中国户外用品零售总额达到 71.3 亿元，较 2009 年增长 47.01%。从 2000 年到 2010 年中国户外用品市场零售总额以年均 47.33% 的速度增长。未来 5 年，

我们预计我国户外用品市场仍保持不低于 40% 的年均增长速度。

图 5: 2000-2010 年中国户外用品产业规模发展概况 (单位: 亿元)



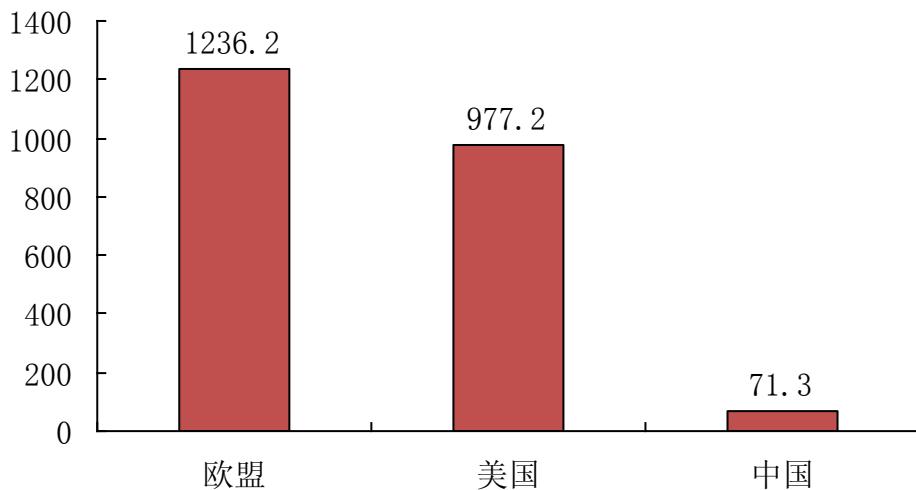
资料来源: COCA: 《中国户外用品市场 2010 年度调查报告》 宏源证券

虽然近年中国户外用品市场增长迅猛,但市场容量与欧美发达国家相比还有很大的差距。据 2010 年的数据显示: 美国的户外市场规模达到 150 亿美元左右,欧盟则达到了 140 亿欧元。比较而言,中国户外用品市场未来增长空间巨大,同时中国户外用品市场还具备以下潜在优势:

首先,城市的拥挤与喧嚣,事业的繁忙与压力,人类亲近自然、热爱自由、挑战自我的本性发现,注定了城市人有户外运动的消费需求;生活水准的不断提高,城市人追求舒适与安全性,使得城市人的消费能力日渐提升;汽车行业的不断发展,扩大了城市人的行动半径;国家推行的黄金周及白领阶层的年假制度,为出游提供了时间可能。这些因素构成了户外运动兴起的助推器,进而催生了户外运动品市场的繁荣。

其次,我国有着丰富的自然旅游资源,各式各样的户外运动资源可以利用和开发,这是中国户外运动发展绝佳的先天基础。

第三,我国拥有庞大的消费人群。根据中华人民共和国国家统计局 2006 公布的《2005 年全国 1% 人口抽样调查主要数据公报》,在全国人口中,居住在城镇的人口为 56157 万人,其中年龄在 15-40 岁之间的人群约占人口总数的 40%,即 22463 万。巨大的人口基数预示着庞大的户外运动市场。

**图 6：中美欧户外用品市场零售额**

资料来源：公司网站 宏源证券

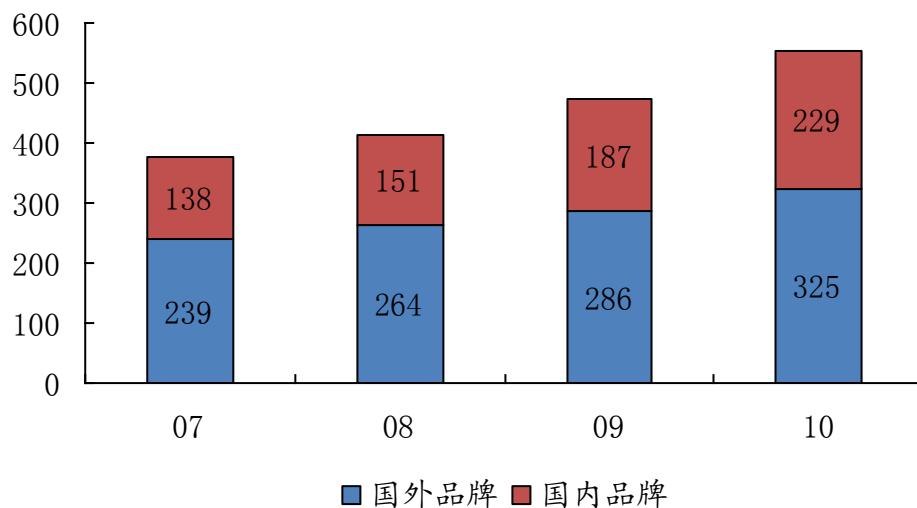
## （二）“泛户外化”发展趋势更加明显

户外用品一开始被看成是只有参加户外运动才需要的消费品，其初衷也是专为户外运动提供全方位的立体保护，所以一开始的户外用品缺乏大众基础，款式和颜色都较单一，受众面的狭小使行业的发展速度和发展前景受到很大限制。但是随着户外这种健康生活方式的广泛传播和户外产业的发展，户外运动已经成为一种生活符号、一种时尚的标志，户外服装既轻薄又保温，既防水又透气等优良性能也越来越被消费者所认知和喜爱。未来的户外运动将是以大众参与为主的一种生活方式，户外运动的概念也被描绘成“与城市生活相补充的一种生活形态，而不仅仅是一种探险和挑战”，户外运动的目的是放松、归宁、驱散疲劳，释放生活和工作压力。

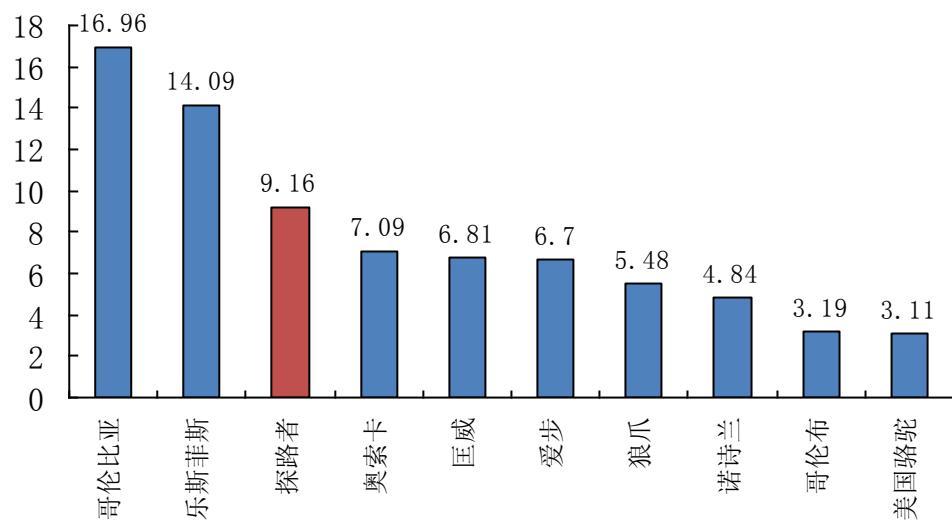
因此，户外用品企业为了抢占更多的市场份额，突出自己品牌的内涵，在产品设计研发方面，从原来只考虑户外专业性的基础上，加入了很多流行的元素，“泛户外化”的设计将迎合更多消费者的心理，这就使户外用品的受众人群大大地提高，使户外用品的市场更加广大。

## （三）行业竞争加剧，集中度日益提高

国内外户外用品市场品牌众多，根据 COCA 的数据统计，2010 年品牌总数达到 554 个，同比增长 17%，其中国外品牌数量占了 50%以上。在激烈的市场中，大品牌渐渐占了上风，户外用品市场集中度较高，2010 年前 10 大户外品牌市场份额达到 77%，略低于运动服和运动鞋市场。在前十大品牌中，国际品牌占了 6 席。公司作为国内户外行业的龙头企业，将充分分享行业市场格局变化所带来的良好机遇。

**图 7：我国户外用品市场品牌数**


资料来源：COCA 宏源证券

**图 8：2010 年全国户外时尚运动市场销售份额前十位品牌**


资料来源：ISPO、中华全国商业信息中心 宏源证券

### 三、公司竞争优势

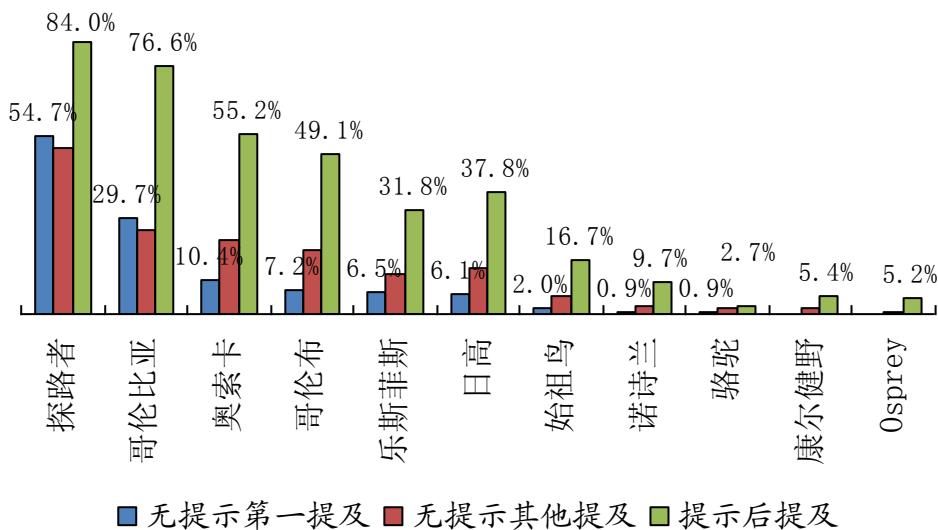
#### (一) 品牌优势

“探路者”品牌定位于户外运动与旅游休闲交集的细分市场，品牌风格是户外功能与时尚品味的结合，产品既能满足高山探险的极限要求，更面向大众倡导积极健康的户外休闲生活方式，使消费者获得安全舒适的保障，在户外体验自由翱翔的快乐。经过 10 余年的发展，“探路者”品牌在户外行业享有很高的声誉，通过聘请王石担任品牌形象代言人，

有力推动了“探路者”品牌勇于探索的高端形象在白领知识阶层和大众人群的有效传播。

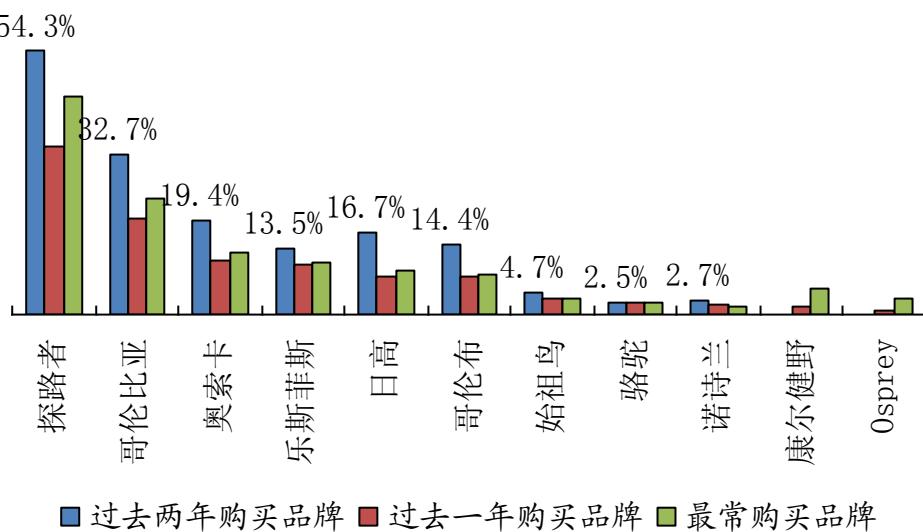
根据联恒市场研究公司于2009年所作的户外用品市场调研报告，“探路者”品牌在品牌认知度和购买率上均高于其他竞争对手。根据国家统计局下属的中国行业企业信息发布中心对2008年度、2009年度、2010年度全国户外品牌调查汇总结果，按销售量计算，“探路者”品牌产品市场占有率已连续三年位居行业首位。

图9：户外品牌认知度



资料来源：招股说明书、宏源证券

图10：户外品牌购买率



资料来源：公司招股说明书、宏源证券

## （二）营销网络优势

公司采取加盟与直营相结合的混合销售模式，其中加盟实现的销售收入占到公司全部销售收入的70%以上。公司上市后加快了线下连锁经营渠道的扩张，并注重将渠道的广度和深度相结合，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，持续提

升二级市场覆盖率。

截止到 2011 年上半年，公司店铺总数已达 849 家，其中加盟店 716 家，直营店 133 家，公司在店铺规模上远远超过主要竞争对手，为未来进一步扩大市场份额打下坚实基础。

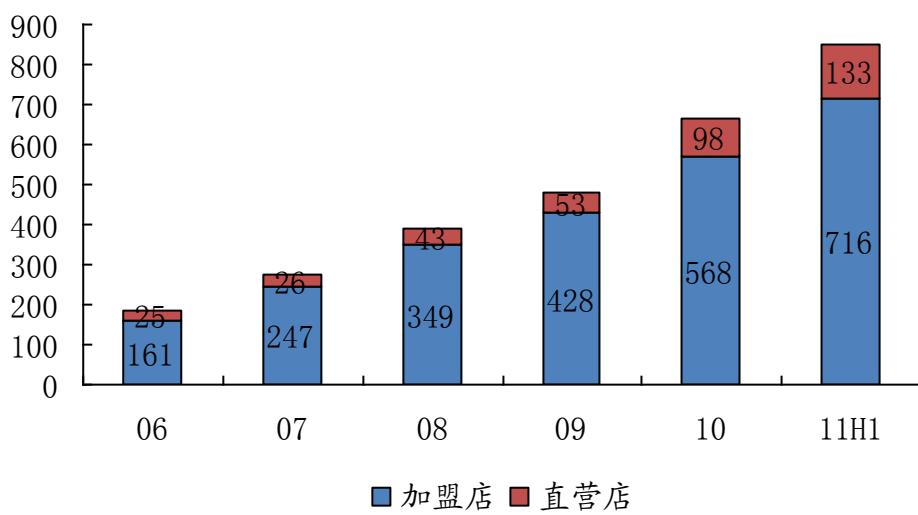
加盟渠道的发展有利于公司在资金实力有限的情况下实现营销网络的快速扩张和对各地市场的快速渗透；直营店的建设有利于在重点区域扩大品牌影响力和知名度。公司通过直营店和加盟店的数量和销售面积上的合理配比，达到了提升销售业绩与拓展销售渠道的有效平衡。

渠道类型方面，公司商场店数量 705 家，专卖店数量 144 家。公司加强了以街边地铺和大型商超租金区为主的专卖店的扩张，专卖店占总体店铺的比重由 2010 年底的 14.71% 提升到了 2011 年 6 月底的 16.96%，公司计划 2013 年将这一比重提升至 30%。专卖店相对于其他渠道而言有专业优势，户外特色，产品齐全，可以买到各种各样的装备。商场渠道的优势在于人流量大，位置好，经销商资金力量雄厚，随着越来越多的消费者因为户外服饰的优良性能和时尚度而购买户外产品，商场销售状况越来越好，销售额所占比率逐步上升。

在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，公司将全国营销业务分设为北京、华北、东北、西北、西南、华东、华南等七大销售区域，由七个大区直接负责所在区域的经营管理以及对区域内加盟商的管理服务工作。扁平化的销售渠道使渠道管理和服务更加贴近加盟商和终端消费者，有利促进了各区域内优质加盟商发展壮大。

另外，公司也积极开拓网络销售渠道，设立了电子商务分公司，通过与电子商务网站的合作，2011 年上半年，公司电子商务业务实现销售收入 1143 万元。

**图 11：探路者店铺数量**



资料来源：公司公告，宏源证券

### （三）研发优势

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，公司的研发设计中心为国内户外用品企业规模最

大，创新能力最强的产品研发设计中心之一。为突破南方市场薄弱的局面，公司在广州成立了南方研发设计分部，改善公司产品在南方地区的适销性。

公司的研发设计人员大多在 20-40 岁之间，大多数是户外运动的爱好者，对市场感知度较高、对流动性时尚触觉敏锐、创新能力强，同时公司定期组织研发人员参与户外体验，保持创新动力，这样研发的产品更能贴近目标消费者的需求，使产品更具人性化，大大增加了产品被消费者接受和喜爱的程度。

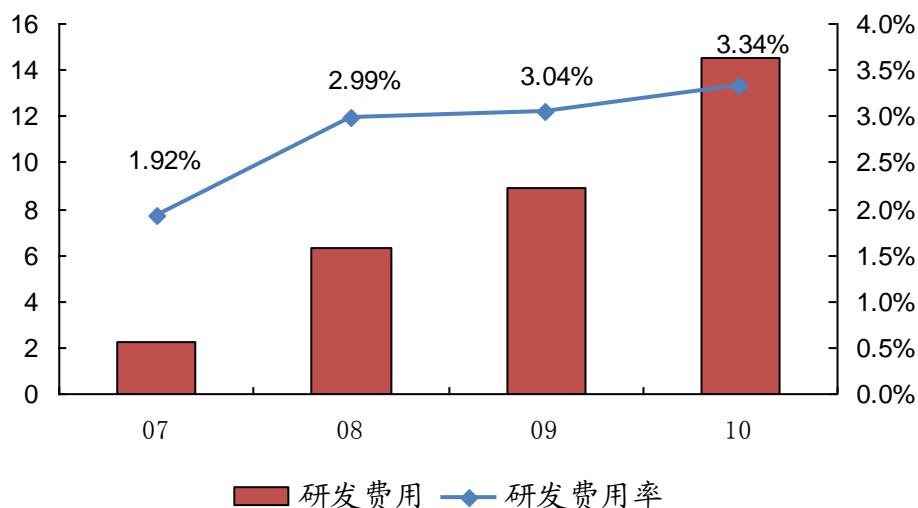
公司近几年研发费用占收入比重逐年上升，2010 年达到 3.3%，充足的研发投入保障公司自主创新能力和发展产品数量不断提升，自主研发设计的产品屡获殊荣。

**表 3：公司获奖产品情况**

序号	时间	获奖产品名称	获奖名称
1	2010 年	博蒙特 1200g 羽绒睡袋	中国创新设计红星奖金奖
2	2010 年	据比三代 60 升背包	中国创新设计红星奖
3	2010 年	四方位透气可脱卸冲锋衣	中国创新设计红星奖
4	2010 年	尼尔徒步鞋	亚洲户外展银奖
5	2009 年	帝力可加热冲锋衣	中国创新设计红星奖
6	2009 年	马里可加热冲锋裤	中国创新设计红星奖
7	2009 年	尼尔徒步鞋	中国创新设计红星奖
8	2009 年	明斯克 40 升背包	中国创新设计红星奖
9	2008 年	亚穆纳海湾徒步鞋	中国创新设计红星奖
10	2008 年	乾亨男式速干 T 恤	中国创新设计红星奖
11	2008 年	据比 60 升背囊	中国创新设计红星奖最具创意奖
12	2005 年	XCR 飞越徒步鞋 TF3335	中国国际体育用品博览会 2005 年度外观设计奖
13	2005 年	乔戈里冲锋衣	中国国际体育用品博览会 2005 年度体育用品评选畅销人气奖

资料来源：公司公告，宏源证券

**图 12：公司近年研发费用情况**



资料来源：公司公告、宏源证券

#### (四) 管理团队优势

经过十余年的发展，公司在供应链管理方面已经形成了一套比较系统的供应链整合管理体系和办法，对加盟商从审批流程到店铺开立都有一套独特的流程和制度。公司在各个部分运营的衔接协调上也积累了丰富的经验，并能对快速变化的市场行情做出反应。在店铺拓展和管理方面，公司积累了丰富的店铺拓展经验和管理经验，形成了一整套较成熟的店面拓展机制以及较为完善的店铺管理制度。

2011年6月公司总经理完成了由创始人向职业经理人的过度，原营销副总经理，曾任安踏（中国）有限公司东区销售总监，阿迪达斯（苏州）有限公司北方大区经理的彭昕先生担任公司总经理，全面主持日常经营管理工作，充分体现出公司“职业化、专业化”的人才导向。常务副总经理蒋中富先生有超过10年的本行业运营管理经验，对野外环境下的户外用品有着深刻的体验和认知，其他高管人员均为具有丰富的营销、研发、供应链管理、综合管理等专业经验的职业经理人。我们认为，公司总经理由创始人向职业经理人的转变将有效提升公司内部管理和业务运营的规范化，推动公司职业化变革和管理水平的持续提升。

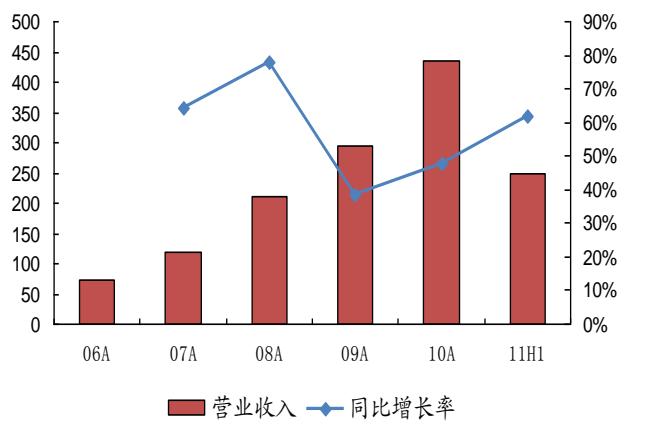
### 四、在行业高速增长的背景下，公司业绩快速增长

在国内户外用品行业高速增长的背景下，公司上市后品牌知名度迅速提升，扩大了探路者在户外用品市场的份额。营销网络的积极扩张有力的抢占了二三线城市的开拓先机，使得销售收入快速增长。另外，领先的研发水平与高效的精细化管理加强了公司的盈利能力，营业利润得以实现与收入同步高增长。

公司毛利率水平持续提升，我们认为主要得益于这几个方面：领先的研发水平以及品牌知名度的提升使得公司产品的附加值不断提高；公司供应链整合管理的水平不断提升，对产品生产各环节的成本控制能力增强；店铺信息化建设有效降低了公司营运成本。

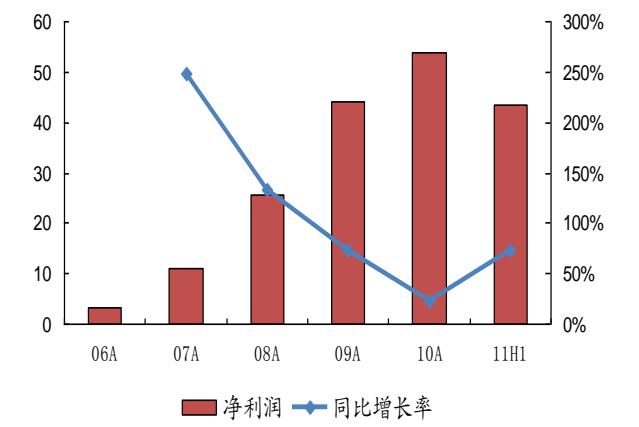
2011年上半年公司实现营业收入2.49亿元，同比增长61.89%，实现营业利润0.51亿元，同比增长86.39%，归属母公司净利润0.43亿元，同比增长72.37%。毛利率创历史新高达到了49.85%。

图 13：公司近年收入情况

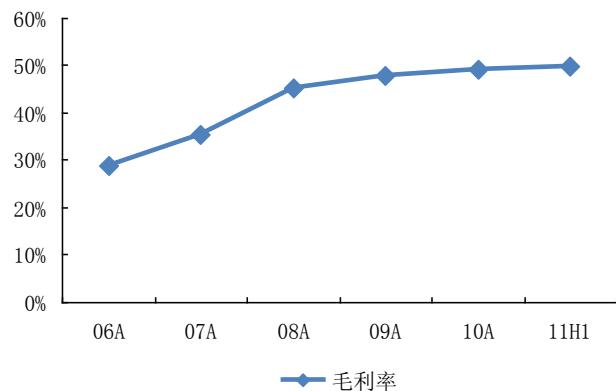


资料来源：Wind、宏源证券

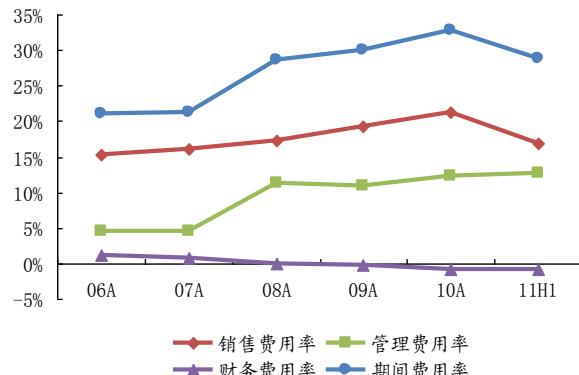
图 14：公司近年净利润情况



资料来源：Wind、宏源证券

**图 15: 毛利率**


资料来源: Wind、宏源证券

**图 16: 期间费用率**


资料来源: Wind、宏源证券

## 五、未来展望

### (一) 巩固一线城市, 提升二级市场覆盖率

公司的主要竞争对手是哥伦比亚、乐斯菲斯等国际知名品牌。国际知名户外品牌在一线市场知名度很高, 渠道也基本以一线城市为主, 主要原因是其专业性有利于一线市场的拓展。探路者与国际品牌差异化竞争, 注重专业性的同时定位于泛户外, 这样更能契合国内大多数消费者的需求。探路者在占领一线市场的同时, 也积极开拓二级市场。公司未来的渠道发展目标为: 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, 持续提升二级市场覆盖率。目前公司渠道在二线市场的覆盖率已达到 70% 左右, 但渗透率还很低, 未来发展空间还很大。

我们看好公司的渠道发展战略, 主要理由有:

与国际户外品牌相比, 探路者更具价格优势。

中华全国商业信息中心的数据显示, 户外用品在二三线城市的消费额增速也要高于一线城市。

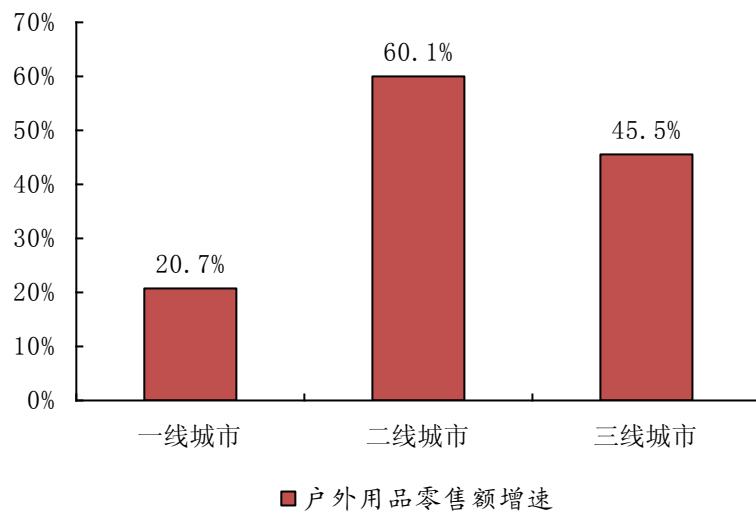
公司在二级市场的开拓卓有成效, 市场占有率位居前列。

**表 4: 2010 年各线城市户外用品销售前 3 位品牌**

排序	一线城市		二线城市		三线城市	
	品牌名称	销售份额	品牌名称	销售份额	品牌名称	销售份额
1	哥伦比亚	15.10%	哥伦比亚	18.40%	哥伦比亚	15.57%
2	奥索卡	13.27%	乐斯菲斯	15.60%	匡威	15.15%
3	乐斯菲斯	11.60%	探路者	10.99%	乐斯菲斯	14.75%

资料来源: ISPO、中华全国商业信息中心 宏源证券

图 17: 各线城市户外用品零售额增速



资料来源: ISPO、中华全国商业信息中心 宏源证券

## (二) 加强拓展电子商务领域, 探索新的利润增长点

网上购物成为日益重要的消费渠道并呈进一步加速发展态势, 预计未来将会有20%-30%消费品零售额通过互联网实现。公司高度重视电子商务市场发展, 持续加强电子商务领域业务的投入和开拓。公司设立了电子商务分公司, 产品已在淘宝、拍拍网、京东、好乐买、卓越等电子商务平台销售, 2011年上半年电子商务实现销售收入1143万元, 同比增长420.34%。

公司将逐步打造自有电子商务平台, 并构建完善的后台支持系统, 实现对电子商务业务的精细化管控, 并计划有效利用公司遍布全国各地区的加盟商资源, 让当地的加盟商就近送货, 节约物流成本, 并与加盟商分成。

## (三) 将推子品牌, 满足消费者多层次需求

近几年, 随着户外运动的蓬勃兴起, 消费者对户外用品的需求也出现了多层次的特点。公司认识到在登山、徒步、自行车、滑雪、露营、自驾等相对专业领域之外, 轻专业级的垂钓、摄影、旅游等活动也持续蓬勃发展, 并日益大众化, 普及化, “户外生活”的概念不断升温。公司将适时推出户外生活的子品牌, 以丰富产品系列, 满足多层次需求, 专项分类开发, 满足不同种类户外活动的需求, 实现“深度营销”。

我们预计子品牌建设早期渠道将采用电子商务平台。公司成熟的品牌管理经验及“探路者”品牌的知名度将有利于子品牌的建设, 子品牌的推出既有利于强化“探路者”品牌的专业性, 同时又满足了“泛户外”运动的各个细分市场。

## 六、盈利预测与估值

### 核心假设

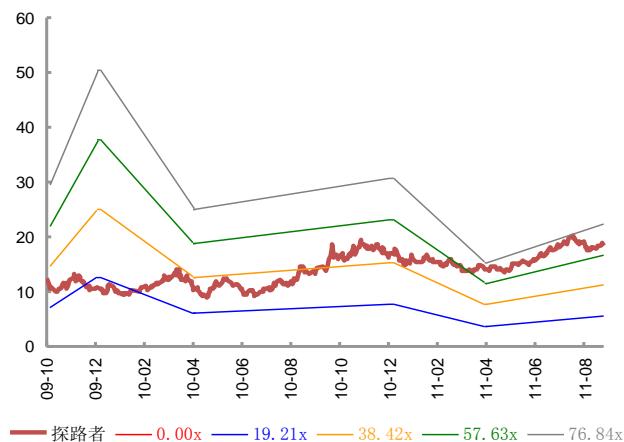
1、公司2011年春夏订货会订单金额同比增长52%，2011秋冬订货会订单金额同比增长93%，2012年春夏订货会订单金额同比增加66%。公司近年来85%以上的销售收入由订货会订单决定。我们预计2011、2012、2013年的收入增长率分别为73%、66%、52%，2011-2013年的复合增长率为64%。

2、公司近年来毛利率稳步提升，考虑未来3年公司仍处于快速扩张阶段，在南方地区引入专业零售商将提高加盟占比，我们预计公司2011-2013年的毛利率维持在49.3%左右。

3、公司未来仍将加大对供应链的整合管理力度和信息化建设的稳步推进，我们预计2011-2013年的销售费用率在19.30%左右。考虑到期权费用我们预计2011、2012年的管理费用率为13.70%、12.70%，2013年的管理费用率下降至12%。

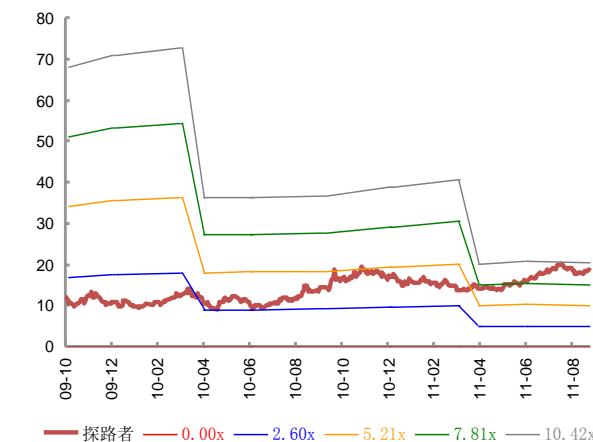
根据我们的业绩预测模型，我们预计2011-2013年的EPS分别为0.38、0.65、1.03元，按2011年9月28日的收盘价17.64元计算，对应2011-13年的市盈率分别为46.42/27.14/17.13倍。按2012年35倍的市盈率来估值，未来6个月目标价为22.8元，我们给予公司“增持”投资评级。

图18：探路者PE-Bands图



资料来源：Wind、宏源证券

图19：探路者PB-Bands图



资料来源：Wind、宏源证券

**利润表**

项目 (百万元)	资产负债表				项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	434	751	1,247	1,895	货币资金	379	367	447	587
减：营业成本	221	381	632	961	应收票据	0	0	0	0
营业税金及附加	2	4	7	10	应收账款	8	13	22	33
销售费用	92	145	243	369	预付账款	4	8	12	19
管理费用	54	103	158	227	其他应收款	6	10	17	26
财务费用	(4)	(3)	(3)	(4)	存货	89	152	253	384
资产减值损失	0	4	5	6	其他流动资产	2	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	489	550	751	1,049
二、营业利润	65	117	204	325	长期股权投资	0	0	0	0
加：营业外收支净额	0	1	1	1	固定资产	109	186	201	223
三、利润总额	64	118	205	326	在建工程	19	24	29	34
减：所得税费用	10	18	31	49	无形资产	2	1	1	1
四、净利润	54	101	175	277	其他非流动资产	7	10	13	16
归属于母公司的利润	54	101	175	277	非流动资产合计	137	222	244	274
<b>五、基本每股收益 (元</b>	<b>0.20</b>	<b>0.38</b>	<b>0.65</b>	<b>1.03</b>	<b>资产总计</b>	<b>626</b>	<b>772</b>	<b>995</b>	<b>1,323</b>

**主要财务指标**

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表				
					短期借款	应付票据	应付账款	预收账款	其他应付款
EV/EBITDA		18.0	10.6	6.7			57	95	158
<b>成长能力:</b>							240		
营业收入同比	47.9%	73.0%	66.0%	52.0%	其他应付款	19	19	20	20
营业利润同比	40.4%	80.5%	74.3%	58.9%	应交税费	13	22	36	54
净利润同比	22.4%	86.6%	73.7%	58.6%	其他流动负债	8	0	0	0
<b>营运能力:</b>					流动负债合计	127	189	267	368
应收账款周转率	67.61	71.70	70.92	68.54	长期借款	0	0	0	0
存货周转率	2.77	3.15	3.12	3.02	其他非流动负债	0	0	0	0
总资产周转率	0.75	1.07	1.41	1.63	非流动负债合计	127	189	267	368
<b>盈利能力与收益质量:</b>					负债合计	127	189	267	368
毛利率	49.1%	49.3%	49.3%	49.3%	股本	134	268	268	268
净利率	12.4%	13.4%	14.0%	14.6%	资本公积	264	130	130	130
总资产净利率ROA	8.6%	13.0%	17.6%	20.9%	留存收益	12	92	232	454
净资产收益率ROE	13.2%	20.5%	27.7%	32.5%	少数股东权益	0	0	0	0
<b>资本结构与偿债能力:</b>					所有者权益合计	410	490	630	851
流动比率	3.84	2.91	2.81	2.85	负债和股东权益合计	626	679	897	1,219
资产负债率	20.4%	24.5%	26.8%	27.8%					
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金流量表				
<b>每股指标:</b>					经营活动现金流量	84	103	149	240
每股收益	0.20	0.38	0.65	1.03	投资活动现金流量	(100)	(98)	(38)	(48)
每股经营现金流量	0.31	0.39	0.56	0.89	筹资活动现金流量	(14)	(17)	(32)	(52)
每股净资产	1.53	1.83	2.35	3.18	现金及等价物净增加	(30)	(12)	79	140

资料来源：公司报表、宏源证券

**分析师简介:**

**王凤华:** 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, 富安娜、罗莱家纺、梦洁家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特、星期六等。

**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	郭振举	张珺	崔秀红
010-88085790	010-88085798	010-88085978	010-88085788
zenglijie@hysec.com	guozhenju@hysec.com	zhangjun3@hysec.com	cuixiuhong@hysec.com
贾浩森	牟晓凤	王俊伟	雷增明
010-88085279	010-88085111	021-51782236	010-88085989
jiahaosen@hysec.com	muxiaofeng@hysec.com	wangjunwei@hysec.com	leizengming@hysec.com
	孙利群	赵佳	罗云
	010-88085756	010-88085291	010-88085760
	sunliqun@hysec.com	zhaojia@hysec.com	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。