

### 其他服装

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 石颖

S0960111080509

0755-82026844

shiyi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 23.10 元

当前股价: 20.76 元

评级调整: 首次

### 基本资料

上证综合指数	2334.99
总股本(百万)	268
流通股本(百万)	116
流通市值(亿)	24
EPS	0.40
每股净资产(元)	2.26
资产负债率	28.32%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
探路者	6.85	26.91	19.75
纺织服装	0.59	13.55	-9.76
沪深 300 指数	-0.44	7.51	-3.00



### 相关报告

## 探路者

300005

强烈推荐

## 品牌领先、渠道发力，探求户外高增长之路

报告独特之处: (1) 指出收入水平提升+自然资源丰富+休闲假日增加共筑中国巨大的户外用品市场空间; (2) 从竞争格局来看, 阐明性价比高、渠道拓展能力强助力国内品牌份额超越国外品牌; (3) 剖析国外主要品牌发展关键, 全面分析了探路者在户外行业的品牌、产品和渠道优势。

### 投资要点:

- **探路者是高增长的国内户外用品行业领军者。**2011 年公司营收 7.5 亿, 终端销售在国内户外行业市占率 18%, 位列首位。2006-2011 年, 公司营收 CAGR 达 59%, 净利 CAGR 达 104%。
- **“泛户外”趋势扩大消费群体, 户外行业至少有 5 倍+提升空间。**“泛户外”趋势促使更多普通消费群体购买功能强大的户外产品, 收入水平提升+自然资源丰富+休闲假日增加共筑巨大的户外市场空间。2011 年我国户外用品零售额仅 107.6 亿元, 2004-2011 年 CAGR 达 49.32%。未来我国户外行业仍有望继续保持 40-50% 的增长。
- **塑造品牌优势是关键, 渠道下沉是必然趋势。**户外商场店因投入小、人流大, 培育期短, 户外行业商场店销售额占比攀升至 63.3%, 且增速远超专卖店; 而品牌知名度决定进驻商场能力强弱, 优势品牌集中度有望持续提升。户外产业在二三线城市潜力巨大, 渠道下沉是必然趋势, 未来渠道下沉力度将决定品牌整体的市场份额。
- **公司率先形成三品牌架构, 区隔产品的品牌、价格定位。**公司产品涵盖中高端 Discovery 品牌, 中端主品牌探路者及电子商务品牌 ACANU, 三大品牌价格定位渠道各有区分, 覆盖更广消费群。公司营销一是跟南极科考团合作彰显专业型, 二是创造性建立参与互动式营销。2012 年公司将加大营销支出, 持续强化品牌知名度。
- **渠道下沉力度大、高增长持续, 团购+电子商务皆为增长亮点。**2006-2011 年店数 CAGR 达 41%, 2011 年渠道增 56%, 加盟店数增 58%, 占比 86%。预计 2012 年在低折扣率+高信用额度支持+道具补贴三重作用支持下, 渠道仍保持~45% 的增速, 达~1500 家, 2012 年产品价格下调 15-20%, 加宽价格带助力渠道下沉; 2011 年团购、电子商务皆发力, 分别增 173%、437%, 2012 年电子商务营收有望突破亿元。
- **研发投入维持高比例保障产品功能性, 供应链结构调整提升补货比例。**研发投入维持在 3% 以上, 2012 年针对南方市场特点, 开发了更具针对性产品; ERP 覆盖门店占比提升至 92%; 公司调整供应链结构, 建立畅销款补货通道, 提升同店收入。
- **股权激励计划捆绑中高层利益, 促进内部管理提升。**公司两次向业务骨干和高管授予股票期权共计 615.29 万份, 股权激励尤其向能力强的高层倾斜, 有力促进管理团队稳定高效。2012 年 6 月第一批股票期权将可行权。
- **给予公司“强烈推荐”。**预测 12-14 年 EPS 为 0.66、0.97、1.32 元, 相对 2012 年 EPS 给予 35 倍估值, 对应股价 23.1 元。一季度业绩保持同比~100% 的增长。

**风险提示:** 渠道扩张速度不达预期、所得税率优惠到期、国外品牌渠道下沉加剧竞争

### 主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	754	1222	1794	2436
收入同比(%)	73.6%	62.2%	46.7%	35.8%
归属母公司净利润	107	178	259	353
净利润同比(%)	98.8%	65.7%	45.8%	36.3%
毛利率(%)	47.5%	48.0%	48.5%	49.0%
ROE(%)	17.7%	22.7%	25.5%	26.3%
每股收益(元)	0.40	0.66	0.97	1.32
P/E	47.37	28.58	19.60	14.38
P/B	8.38	6.48	5.00	3.78
EV/EBITDA	37	20	14	10

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、公司简介：最具成长性的户外行业领军者	5
1.1 公司简介：不断开拓、品类丰富的户外行业领军者	5
1.2 “哑铃型”的轻资产业务模式	6
1.3 股权激励到位；高管期权份额高、动力足	6
1.4 管理团队人员结构合理、经验丰富	8
二、行业分析：“泛户外化”铸就较大行业成长空间；加速渠道下沉是竞争关键	8
2.1 需求分析：收入水平提升+自然资源丰富+休闲假日增加共筑中国巨大的户外用品市场空间	10
2.2 供给分析：性价比高、渠道拓展能力强助力国内品牌份额超越国外品牌	12
2.2.1 新增品牌不断，但未来行业集中度提升仍是大势所趋	12
2.2.2 性价比高、渠道拓展能力强助力国内品牌份额超越国外品牌	13
2.3 渠道分析：商场店数量节节攀高、渠道向二三线市场下沉是趋势	17
2.3.1 商场店模式因投入小、人流量大而迅速扩张	17
2.3.2 二、三线市场空白区域大、渠道下沉是必然趋势	18
2.4 国外主要品牌发展关键：注重研发创新、迎合“泛户外趋势”、满足大众需求	19
2.4.1 注重研发投入和技术创新，产品设计精益求精	19
2.4.2 户外服装收入占比最高，迎合大众需求最为关键	20
2.4.3 引导消费者的户外生活理念，推动品牌成长	22
三、公司分析：品牌、渠道与管理彰显竞争优势	22
3.1 品牌先发优势明显，搭乘行业东风快速成长	22
3.1.1 布局三品牌架构体系、拓宽产品价格带	22
3.1.2 主品牌探路者多系列运行	23
3.1.3 品牌营销战略注重户外体验、讲求与消费者互动	24
3.2 外延扩张：积极拓展二三线城市渠道，合理布局销售区域	25
3.2.1 渠道模式多元化、配合多品牌架构体系	25
3.2.2 直营布局核心销售市场，加强户外形象店的建设	27
3.2.3 低折扣+长信用期助力加盟高速扩张，优质大加盟商占比高	27
3.2.4 商场店占比较高，电子商务是增长亮点	28
3.2.5 各大区域销售涨势迅猛，北方市场依旧是销售主战场	28
3.3 内部提升：注重产品功能性与时尚性，实行精细供应链管理	29
3.3.1 研发投入持续加强，产品功能性与时尚性兼顾	29
3.3.2 公司信息化建设不断完善，增强客户分析和运营能力	30
3.3.3 优化原料供应结构、提升补货比例	31
四、盈利预测及投资建议：强烈推荐	31

## 图形目录

图 1 公司发展历史沿革.....	5
图 2 公司历年分产品收入占比.....	6
图 3 2011 年公司分区域收入占比.....	6
图 4 公司业务模式“微笑”曲线.....	6
图 5 公司业务模式流程图.....	6
图 6 公司股权结构.....	7
图 7 公司历年销售收入变动.....	8
图 8 公司历年净利润变动.....	8
图 9 户外行业产品品类.....	9
图 10 公司发展历史沿革.....	9
图 11 欧美户外用品市场产值与中国对比(2010 年).....	10
图 12 2010 年中美户外运动参与人口对比.....	10
图 13 城镇居民人均收入及增长速度.....	11
图 14 农村居民人均收入及增长速度.....	11
图 15 中国户外行业增长速度.....	12
图 16 2011 年中国户外用品市场占有率.....	12
图 17 主要行业市场集中度 (TOP10).....	13
图 18 国内外品牌出货总额 (单位: 亿元).....	17
图 19 各销售渠道数量变动情况.....	18
图 20 商场店与专卖店零售总额变化(亿元).....	18
图 21 各渠道零售总额占比.....	18
图 22 主要区域品牌数量情况比较.....	19
图 23 主要区域零售额增速及新增品牌情况.....	19
图 24 2010 年户外用品各线城市品牌集中度 (TOP10).....	19
图 25 哥伦比亚 (Columbia) 研究发展历程.....	20
图 26 Columbia 公司历年分类产品收入 (单位: 百万美元).....	21
图 27 TNF 全球销售收入及利润率 (销售收入单位: 亿美元).....	21
图 28 国内户外用品分类收入占比.....	22
图 29 Columbia 主要产品收入占比.....	22
图 30 电子商务平台股权结构.....	23
图 31 EX-HERO 巅峰英雄南极系列.....	24
图 32 TRAVELAX 旅行生活系列.....	24
图 33 VINTAGE 功能休闲系列.....	24
图 34 公司的多品牌渠道架构图.....	26
图 35 公司各渠道收入占比 (2011 年).....	26
图 36 公司收入和渠道数量增速.....	27
图 37 公司直营店和加盟店增速.....	27
图 38 形象店内攀岩体验.....	27
图 39 形象店内风雨无测试.....	27
图 40 公司历年研发费用占销售收入比重.....	29
图 41 2009-2011 完成信息化建设的门店占比.....	31

**表格目录**

表 1 公司主要产品 .....	5
表 2 公司股权激励计划 .....	7
表 3 商场店户外产品购买者类型占比 .....	10
表 4 我国不同区域户外资源 .....	10
表 5 中国市场户外品牌数量变动 .....	12
表 6 户外市场品牌年度出货额情况（2008-2011） .....	13
表 7 国内市场主要户外品牌一览 .....	14
表 8 百货商场店和户外专卖店的区别 .....	17
表 9 公司的三品牌结构体系 .....	22
表 10 公司主要产品 .....	23
表 11 分品类营业收入 .....	24
表 12 探路者品牌宣传模式 .....	24
表 13 公司主要销售渠道数量比较 .....	28
表 14 分地区营业收入 .....	29
表 15 公司获得专利情况 .....	30
表 16 公司设计产品获设计红星奖情况 .....	30
表 17 盈利预测 .....	32

# 一、公司简介：最具成长性的户外行业领军者

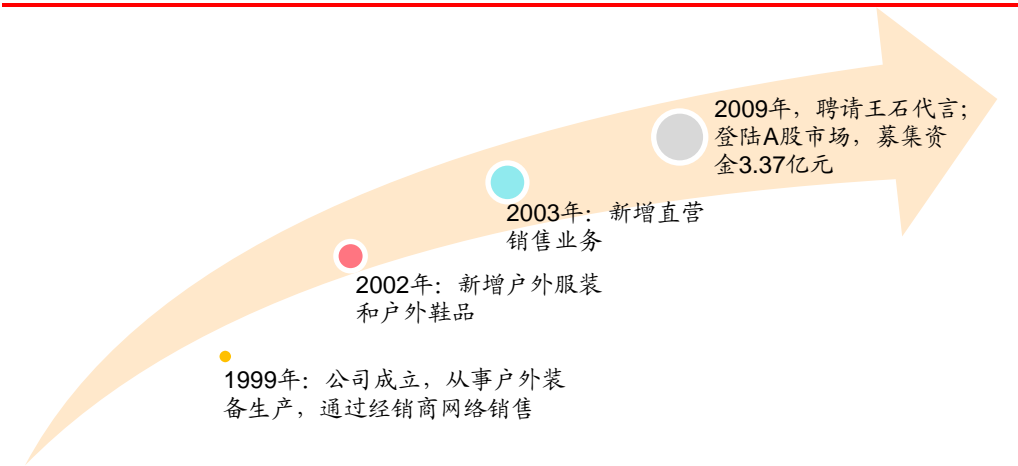
北京探路者户外用品股份有限公司成立于 1999 年，主要从事户外服饰的品牌运营，是国内户外用品行业的龙头。公司采用“哑铃式”轻资产模式，主要关注户外用品研发设计、品牌运营和终端零售管理，产品生产和物流运输环节外包，渠道以加盟为主。

公司 2011 年营业收入 7.5 亿元，同比增 74%；净利 1.1 亿元，同比增 99%。据中国行业企业信息发布中心统计，探路者终端销售额在户外用品行业的市场份额达 18%，超越哥伦比亚的 14%和乐斯菲斯的 12%，是国内户外用品第一大品牌。截至 2011 年末，探路者终端门店数量达 1041 家，其中加盟店数占比 86%，商场店数占比 81%。

## 1.1 公司简介：不断开拓、品类丰富的户外行业领军者

自 1999 年公司成立以来，公司由帐篷、睡袋、防潮垫等户外装备产品的外包生产，逐步拓展到户外服装、鞋品领域，并于 2003 年新增了直营销售，形成了直营和加盟店相结合的销售模式。2009 年聘请企业家王石代言，并于 A 股中小板上市，成为 A 股首家户外用品行业的上市公司。

图 1 公司发展历史沿革



资料来源：公司网站、中投证券研究所

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，细分为 500 多个品种。

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、中投证券研究所

分产品看，自 2006 年至 2011 年公司户外服装收入占比逐渐提高，由 2006 年的 41.1%升至 2011 年的 68.8%；户外装备收入占比逐年下降，由 2006 年的 36.0%降至 2011 年的 9.1%。户外休闲服装销售比例的提升体现了户外用品行业“泛户外”的发展趋势。



分区域看，公司在北方市场优势明显，2011 年华北、东北及西北地区销售收入占总收入的 69%；南方市场则相对薄弱。为此公司设立了南方研发分部，以进一步开拓南方市场。

图 2 公司历年分产品收入占比

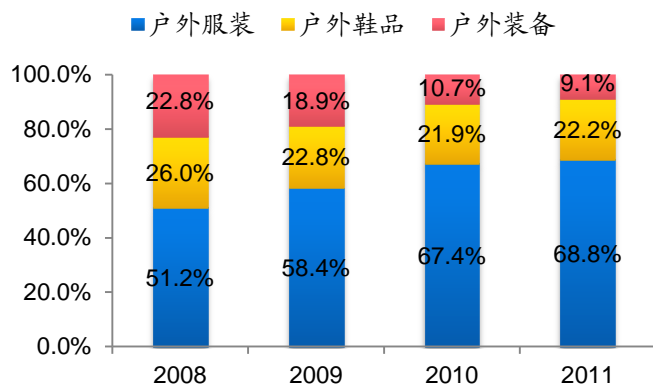
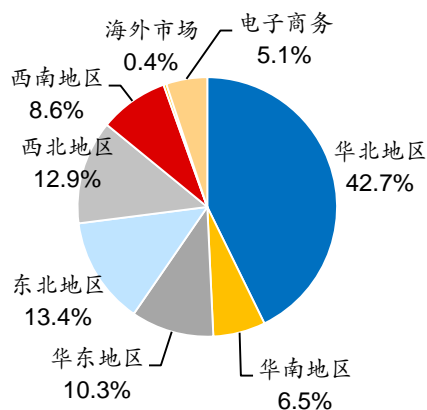


图 3 2011 年公司分区域收入占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 1.2 “哑铃型”的轻资产业务模式

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 4 公司业务模式“微笑”曲线

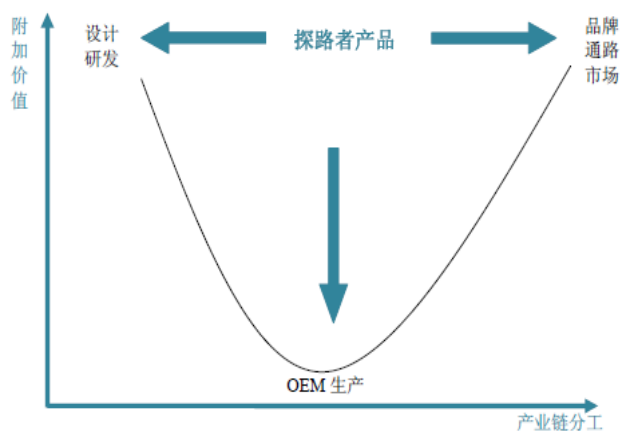
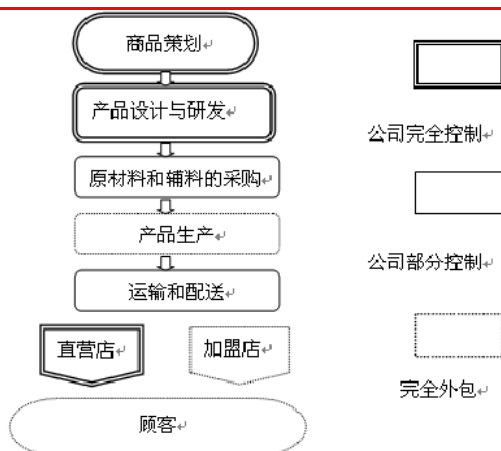


图 5 公司业务模式流程图

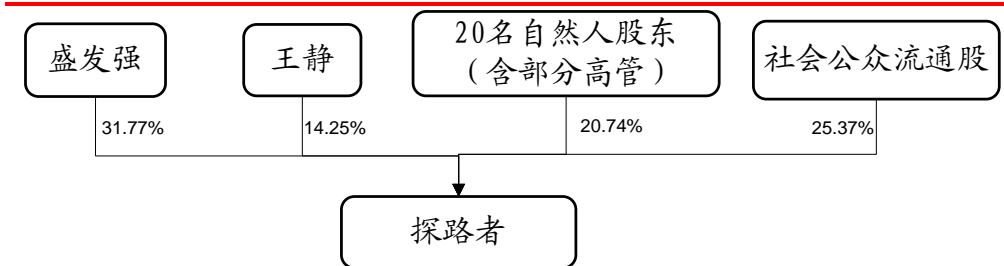


资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 1.3 股权激励到位；高管期权份额高、动力足

公司的发起人为盛发强、王静、蒋中富等 22 名自然人和力鼎投资。上市时总股本 6700 万股，经过两次转增后，股本增至 2.68 亿股。2012 年 4 月 10 日公布 2011 年年报分红预案方案为 10 转 3 股派 1 元（含税）。之前的大股东力鼎投资于 2010 年 11 月 15 日、2011 年 1 月 27 日和 2011 年 2 月 15 日分三次减持探路者，实现全部套现。公司控股股东及实际控制人为盛发强和王静夫妇，合计持有公司 46.02% 的股份，大非将于 2012 年 10 月底解禁。

图 6 公司股权结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司的两期股权激励计划，显示出了管理层对公司未来的信心，并能够激发中高层管理人员的工作积极性，有利于公司业绩的高速增长。其中第二期股权激励计划含限制性期权计划，授予 4 名重要高管共 250 万份股权，且行权价格仅 8.36 元，不到普通股权计划的一半，极大刺激了这些高管的积极性。公司的第一期股权将于 2012 年 6 月解除锁定。

表 2 公司股权激励计划

	第一期股权激励计划	第二期股权激励计划	
		股票期权激励计划	限制性股票激励计划
股票期权数	向 82 名业务骨干授予股权 398.86 万份，占总股本 1.49%，预留股份为 53 万份	向 33 名业务骨干授予 100 万份股权（占总股本的 0.37%），其中首次授予 90.25 万份，预留 9.75 万份	向 4 名高管授予 250 万份（占总股本的 0.93%）限制性股票，其中首次授 225 万份，预留 25 万份
首次授予日	2010 年 12 月 21 日	待定	
行权价格	11.125 元	17.37 元	8.36 元
行权比例	激励对象可按获授股权总量的 30%、30%、40% 分三期行权	激励对象可按获授股权总量的 30%、30%、40% 分三期行权	
行权期	自股权授权日起 4.5 年，等待期为 1.5 年	行权期为自股票期权授予日起 4 年，等待期 1 年	
可行权日	2012 年 6 月 22 日	待定	
行权条件	以 2009 年净利为基数，2011-2013 年相对 2009 年的净利润增长率分别不低于 30%、70%、120%；2011-2013 年净资产收益率分别不低于 10%、11%、12%	以 2011 年净利为基础，12、13 和 14 年净利同比增长不低于 40%、90%和 150%（即 11-14 年复合增速不低于 35.72%），加权平均净资产收益率均不低于 20%	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2006-2011 年，公司近五年的营业收入复合增长率达 59%，净利润复合增长率达到 104%。高速增长的驱动因素主要源于以下两点：1、随着居民生活水平的提高以及人们对健康生活的诉求，户外用品行业蓬勃发展，而公司作为行业龙头，享受行业规模增长及品牌优势所带来的机会；2、公司的品牌优势、产品创新、渠道外延以及优秀的管理团队使得公司有实力获得超过行业平均水平的增长。

图 7 公司历年销售收入变动

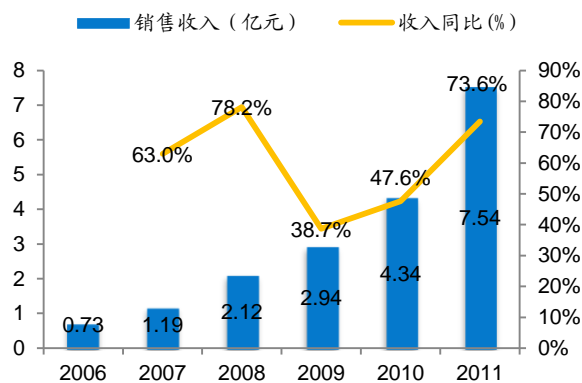
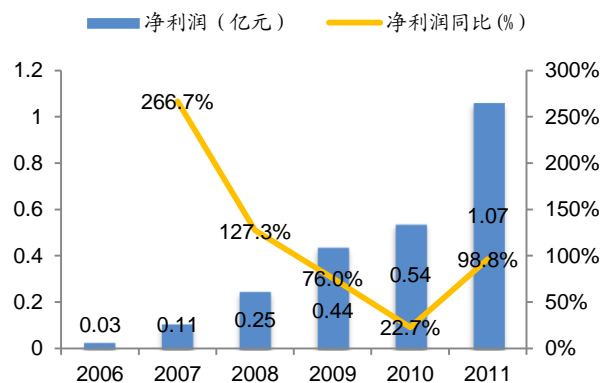


图 8 公司历年净利润变动



资料来源：公司公告、中投证券研究所

#### 1.4 管理团队人员结构合理、经验丰富

公司管理层团队经验丰富，多位高管都在服饰领域有十多年经验。且管理层团队结构合理，涵盖品牌、营销、设计、供应链、财务等各方面的优秀人士。值得一提的是公司董事长注重人才、愿意与高管团队分享股权，确保公司能留住业内优秀人才。

## 二、行业分析：“泛户外化”铸就较大行业成长空间；加速渠道下沉是竞争关键

户外运动（Outdoor Sports），即走出家门的运动，包括登山、攀岩、野营、远足、探洞、漂流、滑雪、骑马、自行车、背包自助旅行等。近几年，随着人们对健康生活的追求，户外运动在中国的许多城市悄然兴起，户外用品也蓬勃发展起来，户外用品包括服装、鞋、帐篷、睡袋、垫子、登山旅行包、登山攀岩用品、工具刀具、锹具、炉具餐具、照明用品等。



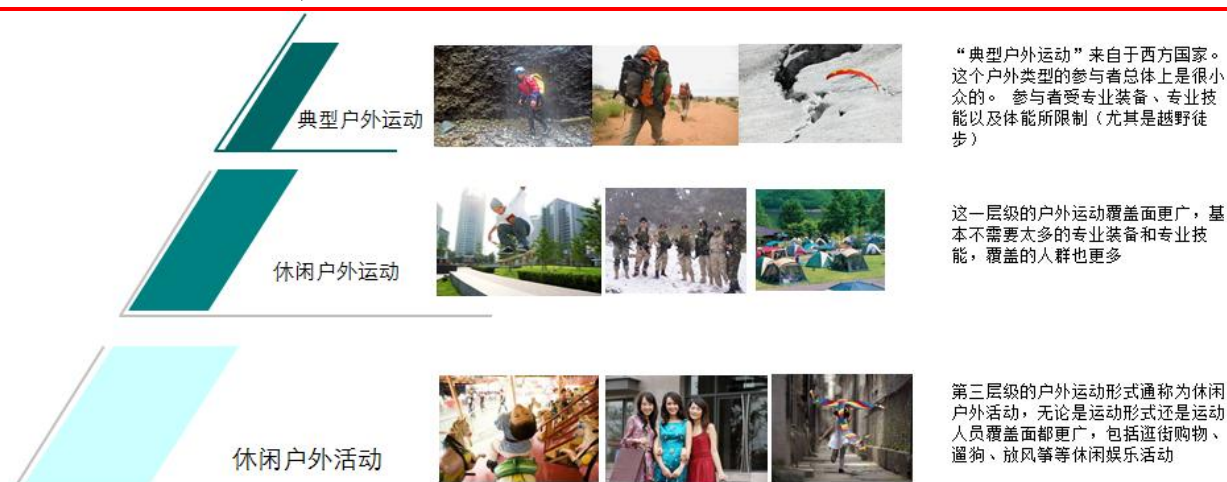
图 9 户外行业产品品类



资料来源：《中国户外用品行业分析》、中投证券研究所

根据消费群体的特征及活动形式的不同,可以将户外运动分为“典型户外运动”、“休闲户外运动”和“休闲户外活动”三类:

图 10 公司发展历史沿革



资料来源：《中国户外用品行业分析》、中投证券研究所

从世界其他发达国家户外运动行业发展规律来看，“典型的户外运动”的专业型或半专业型人群毕竟是少数，这个领域市场空间有限；而面向“休闲户外运动”和“休闲户外活动”（特别是后者）的消费群体广阔，随着收入水平的提升和消费观念的改变，越来越多消费者开始购买功能性良好的户外产品来参与户外活动，“泛户外”时代已经到来。据统计，目前 50%以上的商场户外产品购买者所消费的是休闲户外产品和初级入门产品，而专业类产品占比相对较小。专业运动员对户外产品的功能性要求极高，而普通的消费者更注重产品的性价比和舒适休闲性。

表 3 商场店户外产品购买者类型占比

	商场店购买者类型占比
重度专业	2%-8%
一般专业	10%-15%
初级入门	20%-40%
休闲户外	30%-40%

资料来源：户外资料网、中投证券研究所

下文将从中国户外用品的需求、供给和渠道三方面入手，结合国外户外用品市场发展历程以及对国内市场的发展动向，对户外用品行业进行综合分析。

## 2.1 需求分析：收入水平提升+自然资源丰富+休闲假日增加共筑中国巨大的户外用品市场空间

户外用品行业是随着人们对亲近自然的健康生活诉求而发展起来的朝阳产业，在中国还是一个比较新兴的行业。1995 年中国第一家户外店开业，这一年也被公认为中国户外用品行业的起始元年。由于起步较晚，中国户外用品市场与欧美相比还有很大的差距。

从产值上看，2010 中国户外产业零售总额仅为 71 亿元人民币，为美国的 10%，欧洲的 6%，2011 年国内户外产业零售总额也仅为 107.6 亿；从参与人口上看，中国户外运动人数约为 7000 万，占总人口的 5.2%；2010 年，美国就有 1.38 亿人口参加户外运动，占到总人口的 48.9%。

图 11 欧美户外用品市场产值与中国对比(2010 年)

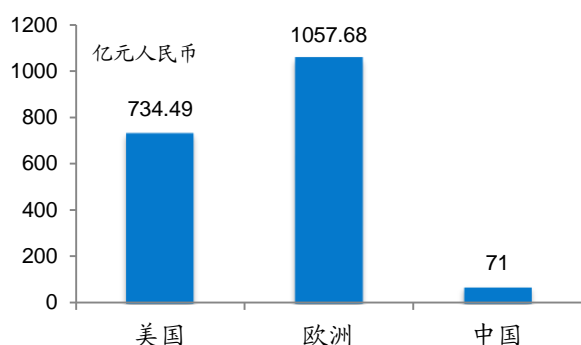
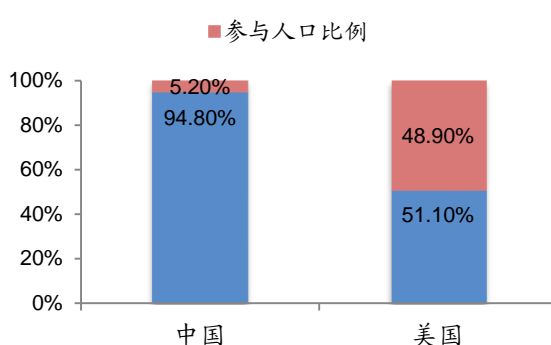


图 12 2010 年中美户外运动参与人口对比



资料来源：户外资料网、中投证券研究所

户外运动的发展主要受到三个因素的影响：自然资源、收入水平和休闲时间。

**自然资源方面**，我国是一个自然资源十分丰富的国家，960 余万平方公里的国土面积，地形复杂多变，湖泊岛屿众多，气候多样，民族文化丰富多彩。广阔的地理区域和丰富的自然风光为户外运动提供了无限的活动空间。目前越来越多的自然资源和旅游景区也不断地被开发出来，刺激了户外用品行业的发展。

表 4 我国不同区域户外资源

地区	森林覆盖率(2008 年, %)	山地面积占比 (%)	自然保护区	
			(个)	占各省面积比率 (%)
国家	20.36	69	2,531	16
广东	49.44	62	347	19.3
福建	63.1	90	92	4.22
浙江	57.41	70.4	31	6.01

请务必阅读正文之后的免责条款部分

四川	34.31	93	163	18.69
湖南	44.76	51.22	95	5.24
云南	47.5	85	198	10.73
黑龙江	42.39	25	186	13.07
辽宁	35.13	59.8	96	18.25
重庆	34.85	95	50	10.89
北京	31.72	62	20	7.97
江苏	10.48		53	2.55
山东	16.72		75	6.98
内蒙古	20	20.9	192	11.47
河北	22.29	56.6	34	2.98
上海	9.41		4	14.8
天津	8.24		8	14.4
吉林	42.5	53	34	12.05

资料来源：统计年鉴、中投证券研究所

**收入水平方面**，据国家统计局统计，我国城镇居民的可支配收入由 2002 年的 7703 元增长到 2011 年的 23979 元，年复合增长率为 13.4%；农村居民人均纯收入从 2002 年的 2476 元增长至 2011 年的 6977 元，年复合增长率为 12.2%。同时，我国城镇人口在急剧增加，城镇人口占比由 2002 年的 39.09% 增长到了 2011 年的 51.27%。

图 13 城镇居民人均收入及增长速度

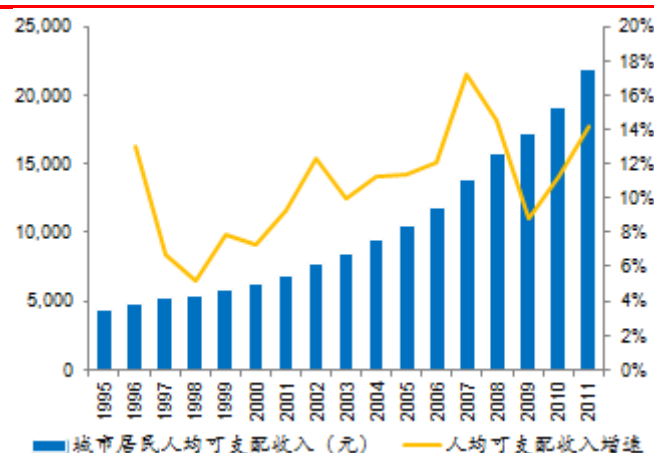
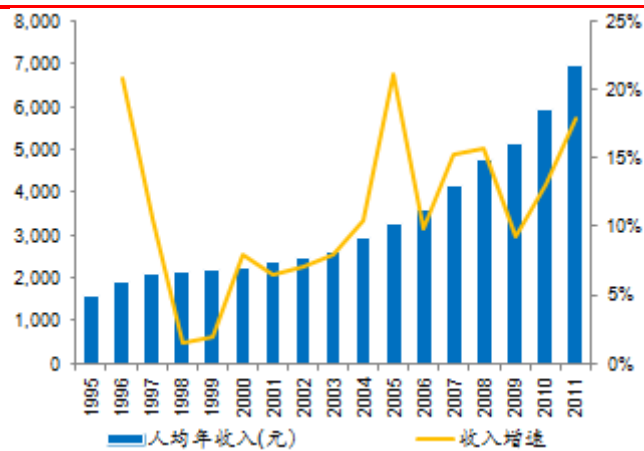


图 14 农村居民人均收入及增长速度

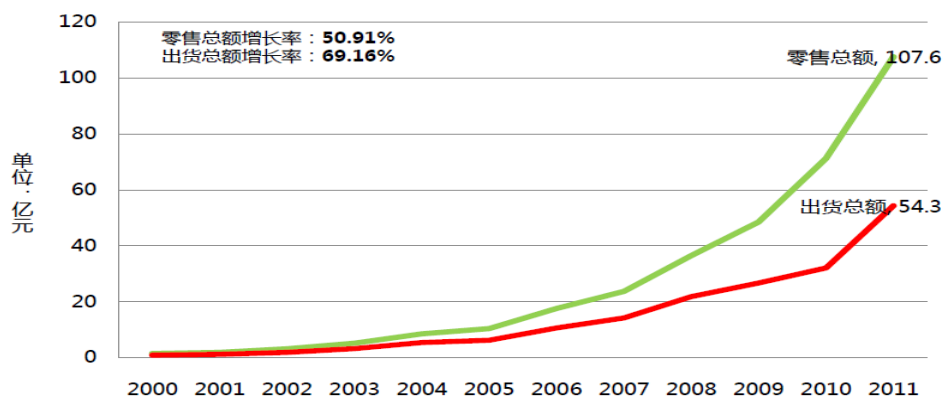


资料来源：国家统计局、中投证券研究所

**休闲时间方面**，随着人们休闲假日的增多和健康生活理念的盛行，更多的大众消费者追求自由健康的生活，对户外运动产品需求就越来越强烈。

由于上述三方面因素的影响，近年我国户外行业高速增长，零售总额由 2004 年的 6.5 亿元迅速升至 2011 年的 107.6 亿元，年复合增速高达 50.91%。受益于人们对休闲、自然和健康生活的追求，我国户外行业未来仍然有望继续保持 40-50% 的增长速度。

图 15 中国户外行业增长速度



资料来源：中纺协《2011 年度户外产业调研报告》、中投证券研究所

## 2.2 供给分析：性价比高、渠道拓展能力强助力国内品牌份额超越国外品牌

### 2.2.1 新增品牌不断，但未来行业集中度提升仍是大势所趋

近年来，国内户外市场发展势头迅猛，中国市场户外品牌总量由 2007 年的 377 个迅速飙升 2011 年的 717 个，平均每年新增 68 个品牌。而 2011 年国内户外行业零售总额仅 108 亿，这意味着平均每个品牌的零售额仅 1506 万。很多新增的品牌都是单线品牌，只经营户外行业中的一个品类，收入、利润都较小。

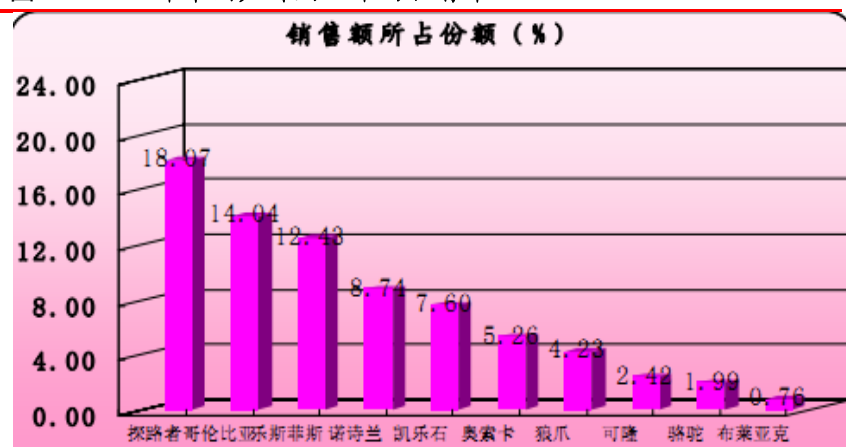
表 5 中国市场户外品牌数量变动

单位 (个)	2010	2011	同比增长
总数量	554	717	29.42%
国内品牌	229	334	45.85%
国外品牌	325	367	12.92%

资料来源：《中国户外用品 2011 年度调查报告》、中投证券研究所

目前，探路者市占率最高，达 18%，较早进入我国的国外品牌哥伦比亚和乐斯菲斯市占率分列二、三位，市场份额分别为 14%和 12%。前十大品牌市场份额合计为 75.54%，其中前三名的市占率合计为 44.54%，市场集中度较高。

图 16 2011 年中国户外用品市场占有率



资料来源：《中国户外用品市场调查报告》、中投证券研究所

未来随着优势品牌运作能力增强、渠道下沉，行业集中度将进一步提升。从品牌年度出货额来看，大品牌数量明显提升，2011年出货额超过1亿的品牌数量增加到13个，占据市场总出货额的53.22%，未来优势品牌将凭借其品牌知名度和渠道扩张优势，占据更高的份额，呈现出“强者愈强”的特征。

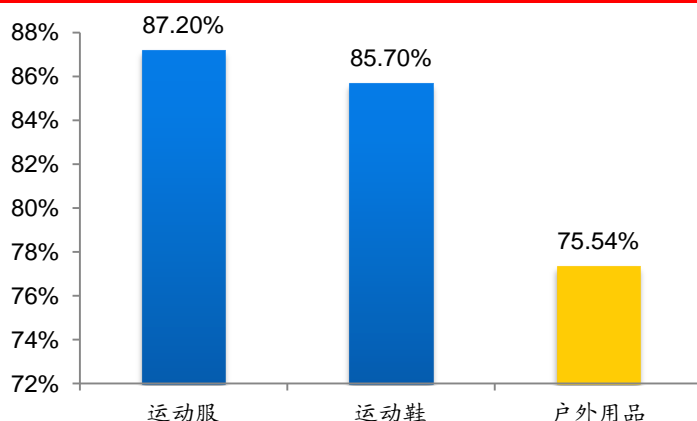
表 6 户外市场品牌年度出货额情况（2008-2011）

年出货额度	品牌数量				占年度出货额比例			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
≥ 1000 万的品牌数	30	33	41	52	77.80%	79.03%	76.95%	79.74%
≥ 3000 万的品牌数	12	14	16	40	64.90%	68.54%	55.76%	75.88%
≥ 5000 万的品牌数	9	12	10	23	60.10%	62.92%	48.91%	65.19%
≥ 1 亿的品牌数	6	7	9	13	51.40%	55.81%	47.35%	53.22%

资料来源：COCA《中国户外用品市场 2009 年度调查报告》、中投证券研究所

而从行业集中度来看，户外用品市场前 10 位的企业市场占有率为 75.54%，尚低于比较成熟的运动服（87.2%）和运动鞋市场（85.7%），户外用品行业市场集中度还有进一步提升空间。在未来的激烈的竞争格局中，树立品牌优势、提升产品附加值成为户外用品企业成功的关键。

图 17 主要行业市场集中度（TOP10）



资料来源：《中国户外用品行业分析》、中投证券研究所

综合国际品牌和国内品牌来看，目前“探路者”品牌的主要竞争对手有哥伦比亚（Columbia）、乐斯菲斯（TNF）、诺诗兰（Northland）和奥索卡（Ozark）等；而由于中档市场的定位，探路者的产品价格低于这些品牌（公司出货价格为国外同类品牌的七成，今年还会采取降价策略）。目前户外市场远远没有达到饱和状态，探路者 2011 年的营业收入为 7.5 亿元，在未来三至五年内还有很大的成长空间。

### 2.2.2 性价比高、渠道拓展能力强助力国内品牌份额超越国外品牌

通过多方整理国内户外市场主要品牌的资料，我们认为国内外户外品牌有以下两个特征：

1) 国际品牌多为高端或中高端：高端品牌专业性强，口碑好，但价格昂贵；中高端品牌兼具专业性和休闲性，价格明显高于国内品牌。专业性的户外运动对



户外产品的性能要求极高,国际品牌的先进技术和优良做工是专业户外运动者的首选。

2) 国内品牌众多,产品较为中端,性价比高、渠道拓展能力强。从竞争优势上看,有的品牌依赖于加工外单和做 OEM 的技术优势及经验积累(如奥索卡、极星、凯梦来等),有的依托强大的品牌优势和销售渠道(如探路者),有的采取低价竞争策略(如雪狼)。

表 7 国内市场主要户外品牌一览

	品牌名称	标志	所属国家	主要产品及特点
高端品牌	始祖鸟 ( ARC TERYX )	 ARC'TERYX	加拿大	生产服装和背包,是北美乃至全球的绝对领导型户外品牌,在材料选择和做工技术上都极尽完美。
	土拨鼠 ( Marmot )	 Marmot FOR LIFE	美国	主要生产高山装备,广泛使用当今世界上最新科技的布料、材料和生产技术,比较高端。
	MHW ( Mountain Hard Wear )		美国	主要生产服装和帐篷及睡袋,以顶级材质、创新设计和科技含量著称。
	Patagonia		美国	只生产服装,包括户外专业服装和休闲系列。产品设计合体,做工精细。
中高端品牌	乐斯菲斯 ( The North Face )		美国	生产范围涵盖外套、滑雪服、背包、帐篷等,是在中国影响面最广的国际品牌。
	哥伦比亚 ( Columbia )	 Columbia Sportswear Company	美国	以雨衣、雨具起家,逐渐扩展到户外服装、鞋、背包等全天候户外用品,拥有独家研发的经典布料。哥伦比亚产品专业性不强,但产品线很全,多为大众化的休闲产品



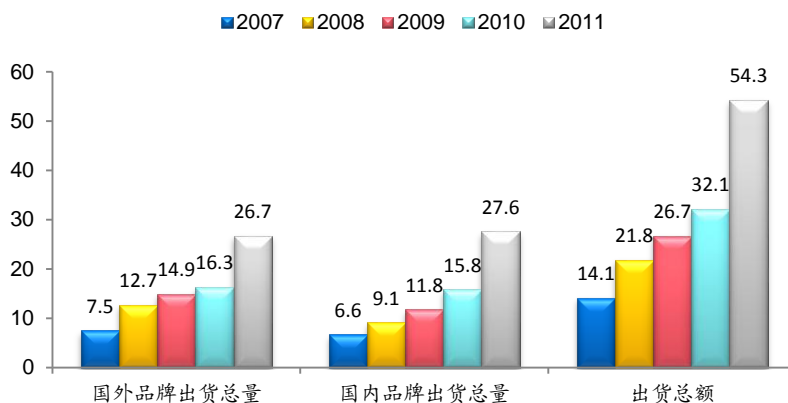
	布莱亚克 ( Black Yak )		韩国	产品线很全，几乎囊括了所有类型的装备，以服装为主。用料扎实，品质精良，价位较高。
	沙乐华 ( Salewa )		德国	欧洲的中高档品牌，产品系列齐全，包括服装、背包和攀登器材等，在欧洲知名度较高。在中国主推采用较好材料和工艺的产品，价格略偏高，知名度不大。
	飞鹰 ( AIGLE )		法国	源自 1853 年，精于提供具有时尚感的功能性休闲外套和时尚胶靴，设计新颖简洁，注重时尚，风格比较休闲。
	乐飞叶 ( LAFUMA )		法国	休闲及专业户外产品兼有，实力雄厚。但因为主力销售的产品以休闲为主，价格偏高，在中国市场份额不大。
	猛犸象 ( MAMMUT )		瑞士	以服装为主，尤其是高山、攀岩装备。品质较高。
	沃德 ( VAUDE )		德国	以生产背包闻名，产品线包括登山包、睡袋、帐篷以及各种功能性服装。VAUDE 研发的全新恒温材料 Outlast 倍受欢迎。
	Bergans		挪威	以背包和服装为主。服装工艺很好，价格较高，在中国市场份额不大。
中端 品牌	探路者 ( Toroad )		中国	性价比高，专业性适中，销售渠道非常好。随着与高档材料商的合作以及高价位产品的

			生产，品牌形象逐渐提升。
奥索卡 ( OZARK )		中国	依托国内最大的压胶衣生产厂之一，利用多年加工外单的经验，进入户外运动业较早。产品线较全，以服装为主，兼具功能性和时尚化。
极星 ( SHEHE )		中国	曾经为 MARMOT 做 OEM，积累了大量经验，做工比较精细。
雪狼 ( Snow Wolf )		中国	主要生产冲锋衣和帐篷，采取低价竞争策略。
阿尼玛卿 ( Anemaqen )		中国	三夫户外旗下品牌，从渠道到品牌博采众家长，针对市场开发产品，注重品牌声誉。
凯梦来 ( Campland )		中国	长期做国际品牌的 OEM，做工精细，产品成熟，口碑良好。
龙鸟 ( Sin Teryx )		中国	长期做国际品牌的 OEM，以服装和睡袋为主，在材料和做工上都力求高档，价格中档，不追求过多的款式和颜色，性价比较高。
慕士塔格 ( Muztaga )		中国	主要产品是服装，注重细节方面的设计和改进
卡纳斯 ( KAILAS )		中国	中档品牌，依靠常年为外单加工的技术优势，针对中国市场开发产品。是国内专业渠道销量最多的品牌。

资料来源：户外资料网、中投证券研究所

据中纺协户外分会统计，2011 年户外用品出货总额达到 54.3 亿元，其中国外品牌出货总量为 26.7 亿元，占比为 49.17%，国内品牌出货总额 27.6 亿元，首次跃居国外品牌之前。

图 18 国内外品牌出货总额（单位：亿元）



资料来源：中纺协户外分会、中投证券研究所

我们认为，从未来“泛户外”趋势的兴起以及渠道的下沉，国内品牌以其高性价比以及更强大的经销商支持和渠道开拓能力将占据更多的市场份额。从未来发展趋势来看，国内品牌有望获得更高的增速：

- 1、国内品牌性价比高，渠道下沉空间大，能获取更广阔的消费群体，成长空间更大；
- 2、国外品牌多采用代理经销制，经销商买断品牌一定时间的在国内的销售时间，如果买断时间较短，如 5-10 年，将不利于经销商的长期开拓。同时国外品牌经销商的拿货折扣在 5 折以上，产品单价更高，导致初始投入也更高，这也将制约国外品牌的发展速度。

## 2.3 渠道分析：商场店数量节节攀高、渠道向二三线市场下沉是趋势

### 2.3.1 商场店模式因投入小、人流量大而迅速扩张

户外用品的销售渠道主要有两种，一是百货商场店，二是户外专卖店，其他模式如网购、团购等渠道规模尚小。相较之下：商场店依托百货商业平台，客流量较多，消费人群更为大众，且投资较小，容易培育，通常情况下商场采取扣点的模式，风险相对较小，是目前增速最高的渠道模式；而户外专卖店则更强调专业性，客流量相对较小。

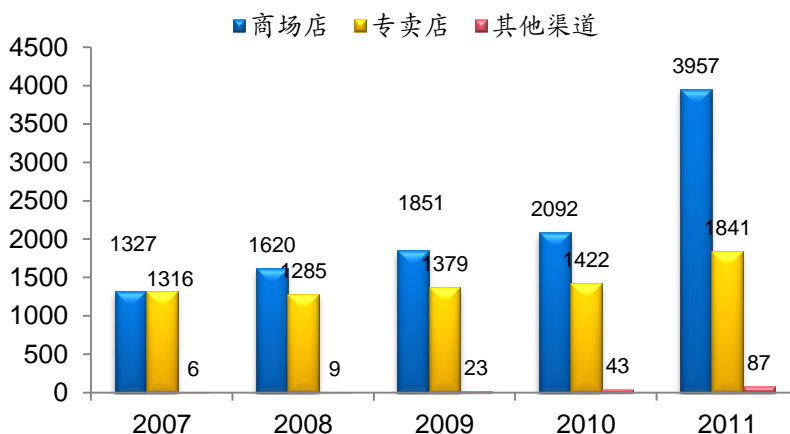
表 8 百货商场店和户外专卖店的区别

	百货商场店	户外专卖店
消费人群	普通大众消费者	专业户外爱好者居多
产品结构	产品多元化、休闲时尚化	产品专业性要求较高
盈利模式	扣点，单店业绩成长快	业绩增长较慢，成长空间大

资料来源：中投证券研究所

2011 年全国商场店数量增至 3957 家，较 2010 年增长 89.1%；专卖店数量为 1841 家，较 2010 年增长 29.5%。各个户外品牌都在进行积极的渠道扩张、跑马圈地。

图 19 各销售渠道数量变动情况



资料来源：《中国户外用品行业分析》、中投证券研究所

2011 年商场店销售收入占比高达 63.3%。同时，电子商务零售额占比也在逐渐上涨，2011 年占比达到 8.3%。

图 20 商场店与专卖店零售总额变化(亿元)

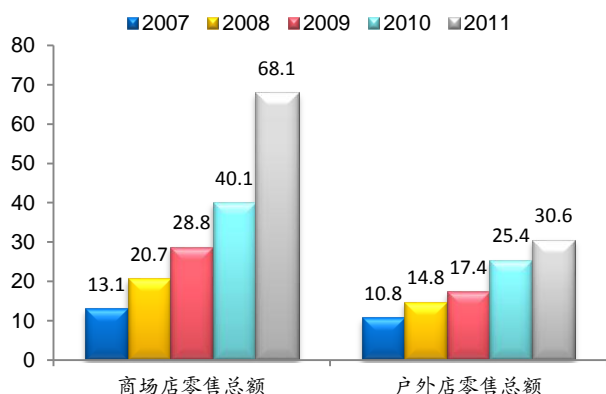
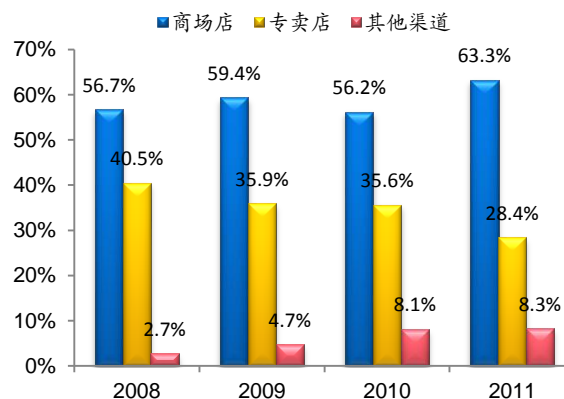


图 21 各渠道零售总额占比



资料来源：中纺协户外分会、中投证券研究所

### 2.3.2 二、三线市场空白区域大、渠道下沉是必然趋势

随着国内主要一线城市户外市场的逐渐趋于饱和,随着居民生活水平的提高带来的对健康户外生活理念的普遍诉求,户外品牌销售渠道由一线城市逐渐渗透下移到二三线城市。

二三线城市户外品牌覆盖率较低,户外产业在二、三线市场潜力巨大。据中华商业信息中心统计,三线城市中户外品牌数量大于 10 家的区域仅占 7.7%,远低于一线城市的 50%;而三线城市中尚没有户外品牌的区域占到 15.4%。这说明我国的二三线城市,户外品牌还有极大的拓展空间。

图 22 主要区域品牌数量情况比较

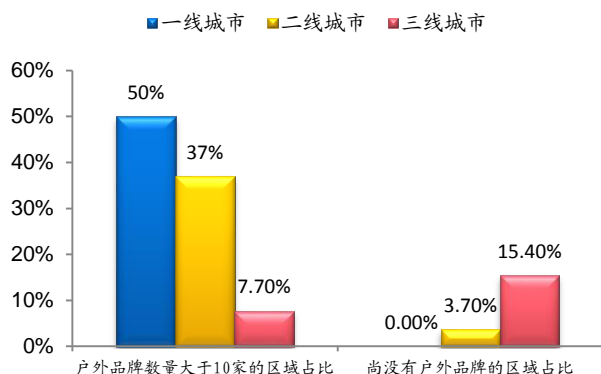
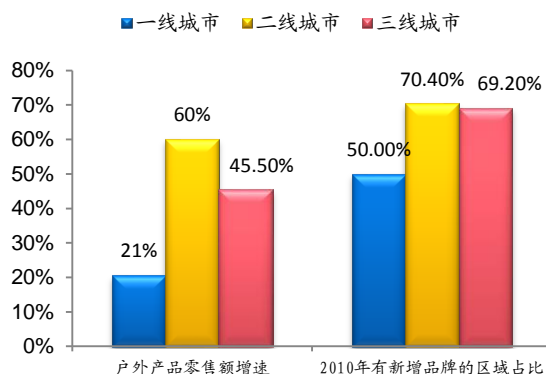


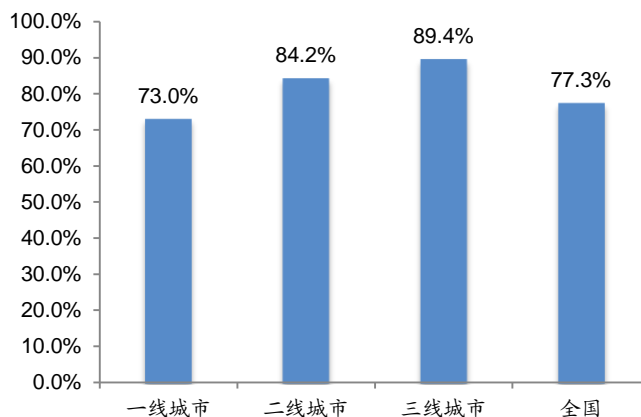
图 23 主要区域零售额增速及新增品牌情况



资料来源：中华商业信息中心、中投证券研究所

2010 年的统计数据显示，全国重点大型零售企业户外用品前十位品牌销售额为 77.34%，而一线城市品牌集中度较于二三线城市略低，为 73.44%，二线城市和三线城市的品牌集中度分别为 84.22%和 89.44%。这是由于一线城市品牌数量较大，而不少国际品牌尚未深入布局二三线城市所致。

图 24 2010 年户外用品各线城市品牌集中度（TOP10）



资料来源：《中国户外用品行业分析》、中投证券研究所

## 2.4 国外主要品牌发展关键：注重研发创新、迎合“泛户外趋势”、满足大众需求

户外用品行业在欧美市场起步较早，目前的发展已经比较成熟。综合分析目前国际主要户外品牌的发展情况，可以为我国户外市场的成长预测提供一定的借鉴。

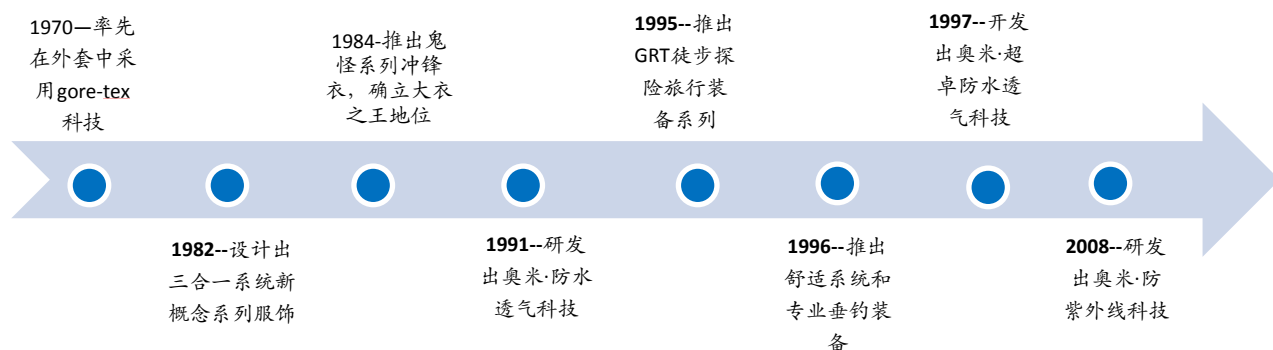
### 2.4.1 注重研发投入和技术创新，产品设计精益求精

户外用品与普通服饰、鞋类等产品的最大区别，就在于产品对性能的要求很高。知名户外品牌运营商通常把产品的加工生产及物流运输等低附加值的环节委托给第三方，自己集中精力于品牌建设、产品的研发设计环节。纵观国际著名品牌的发展历程，可以看到技术创新几乎一直伴随着这些品牌的成长。

1982 年，哥伦比亚率先提出 Interchange System 三合一新概念，开发了外套的内里可以拆卸的新颖设计，不但获得了业界认同，而且取得了巨大的市场反响。当年哥伦比亚推出的 Bugaboo Parka 外套成了公司发展的转折点。1991 年，哥伦

比亚研发了全天候户外科技专利布料奥米·防水透气科技，具有强大的防水防风功能。随后又开发了奥米·速干布料，能帮助运动者在排汗后迅速挥发水分，做到品质超越考验。这一系列科技的开发，使哥伦比亚成为受到户外运动者推崇的品牌。

图 25 哥伦比亚（Columbia）研究发展历程



资料来源：哥伦比亚官方网站，中投证券研究所

在中国户外市场占据第二位的乐斯菲斯（The North Face，以下简称TNF）也同样以技术研发见长。TNF的服装类科技包括VaporWick（速干面料）、UPF（防紫外线面料）、Gore-Tex（防水透气面料）等一系列技术，充分考虑到户外运动的功能性需求；鞋类科技则包括防水、透气、耐磨、防滑、减压、防震等十余种技术；配件类科技中的X-支架背负系统和E-VAP背负系统则考虑到轻便、结实、舒适等要素，颇受用户青睐。

在户外用品市场中，更为专业化的尖端品牌如始祖鸟（ARCTERYX）、土拨鼠（Marmot）等更加注重技术创新和品质。1989年创立于加拿大的始祖鸟为例，以对新工艺和新技术的“疯狂”追求，在短短十几年时间内成长为公认的北美乃至全球领导型的户外品牌，其做工精细、注重细节、质量过硬闻名世界。

相比较之下，多数国内的户外品牌技术研发实力相对比较薄弱，同时制作工艺尚不够精良，专业化程度难以达到国外大品牌的水准。我们认为，加大研发投入，注重产品品质是我国本土户外品牌获得发展的关键。

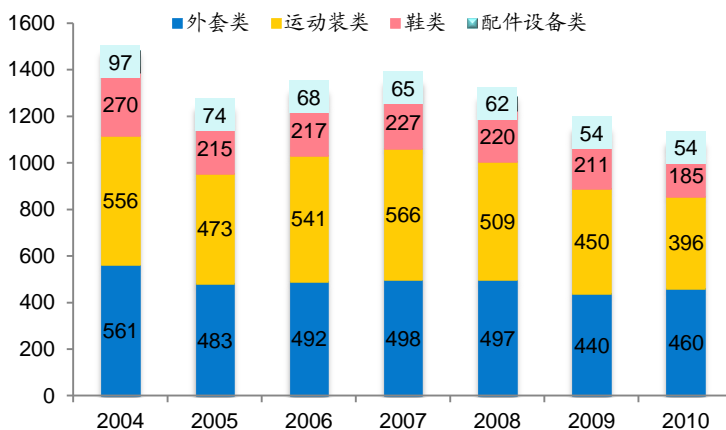
#### 2.4.2 户外服装收入占比最高，迎合大众需求最为关键

哥伦比亚（Columbia）公司的主营产品分为四大类：外套类（Outerwear）、运动装类（Sportswear）、鞋类（Footwear）及配件设备类（Accessories and equipment）。产品的主要目标群体是进行户外运动的各年龄阶段消费者，也有相当一部分产品适合在休闲场合穿着。Columbia公司生产的服装以耐穿、功能性强而著称。

从Columbia产品分类收入数据来看，外套和运动装类产品收入占总收入比重维持在75%以上，2004年-2010年平均占比为77.46%。这充分体现户外产品市场中，户外服装是收入的主要来源，其中专业化的产品占比并不高，因此抓住“泛户外”的发展命脉，迎合普通大众的需求，是户外企业实现增长的最关键因素。



图 26 Columbia 公司历年分类产品收入（单位：百万美元）

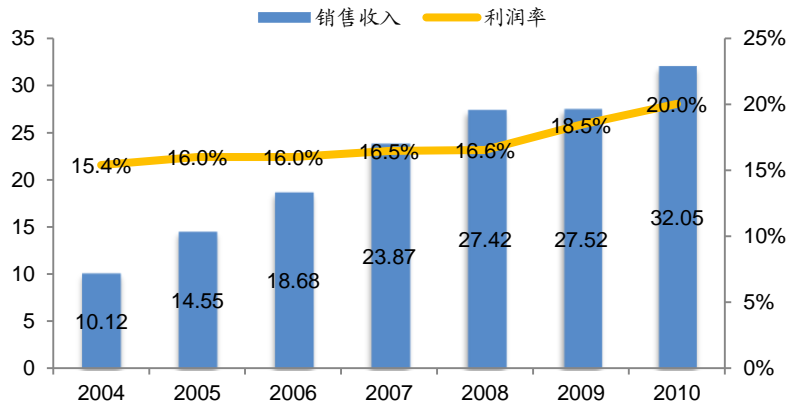


资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

VF 公司把旗下超过 30 种产品划分为 Outdoor & Action Sports, Jeanswear, Imagewear, Sportswear 和 Contemporary Brands 六大类，其中 Outdoor & Action Sports 类为 VF 公司最大的产品线，销售额增速也最快。2010 年，Outdoor & Action Sports 品牌线为 VF 公司带来 32.05 亿美元的销售收入，占整体销售收入的 42%，同比增长 16.46%。

TNF 是 VF 公司产品线 Outdoor & Action Sports 品牌收入的最主要来源。可以看到，该产品线的销售收入和利润率都在稳步上升。

图 27 TNF 全球销售收入及利润率（销售收入单位：亿美元）



资料来源：《中国户外用品行业分析》、中投证券研究所

从国内户外用品分类收入组成上可以看出，户外服装和鞋类产品占据 70% 以上，而户外装备仅占 6.4%。借鉴发达的国外市场，著名国际品牌哥伦比亚 (Columbia) 的主要产品收入分类中，服装和鞋类产品收入占比更是高达 93.5%，户外装备仅占其总收入的 6.5%，充分体现了泛户外是一个必然的发展趋势，户外服装和鞋类产品是户外用品企业收入的重要来源。

图 28 国内户外用品分类收入占比

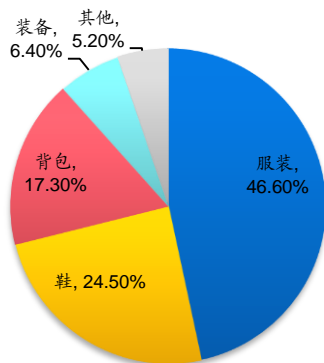
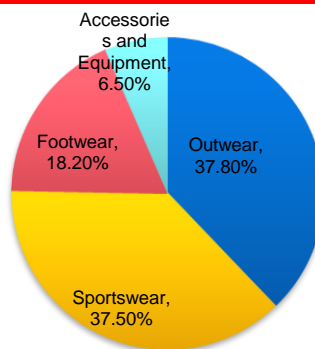


图 29 Columbia 主要产品收入占比



资料来源：中华商业信息中心、中投证券研究所

### 2.4.3 引导消费者的户外生活理念，推动品牌成长

户外用品市场的发展需要企业进行理念的引导。许多国际品牌通过赞助大型国际运动项目（如冬奥会）、登山攀岩活动等进行品牌宣传，同时促进消费者户外运动理念的形成。

国际品牌十分看好中国户外市场，然而，目前中国的户外市场尚处于形成阶段，更需要户外企业引导户外消费理念，发掘用户需求，培育市场发展。

2010 年，针对没有强烈户外运动传统的中国市场，TNF 利用超过 70% 的营销预算，鼓励消费者体验户外生活和品牌精神。同时，TNF 利用社会化媒体和网络进行品牌宣传，获得了 50 万的网站访问量，广告覆盖达到 300 万。

## 三、公司分析：品牌、渠道与管理彰显竞争优势

### 3.1 品牌先发优势明显，搭乘行业东风快速成长

#### 3.1.1 布局三品牌架构体系、拓宽产品价格带

2012 年公司采用多品牌战略拓宽消费群体：

1、主品牌探路者：拓宽主品牌产品价格带，适当增加低档产品开发比例，提升产品性价比。便于渠道向二三线城市下沉，2012 年价格平均下调 10-15%，主推价格在 999 元、1099 元的特惠冲锋衣；

2、Discovery：中高端户外休闲，价格比探路者高 20-30%；

3、电子商务专供品牌：为避免电子商务平台与加盟店的直接竞争，推出网上专供品牌 ACANU，价格比探路者低 20-30%。

表 9 公司的三品牌结构体系

	品牌定位	特点
Discovery	中高端户外休闲	价格比探路者高 20-30%，主打美式休闲，未来将开设 1000 家店
探路者	中档户外休闲	2012 年降低部分产品零售价 10-15%，加大“轻专业户外”特点，执行“物超所值”的定价策略
ACANU	中档户外休闲	价位比探路者低 20-30%，仅线上销售，2012 年预计规模达 8 千万-1 亿元

资料来源：中投证券研究所

在中高端户外休闲的拓展方面：2012年3月，公司与江苏嘉茂商业约定共同出资设立户外合资公司，嘉茂商业将合法取得的30年Discovery Expedition品牌投入合资公司。探路者以现金出资并占有不少于35%的股权。预计Discovery将于2012年下半年给公司贡献业绩收入。

采用合资模式运作Discovery品牌有以下几大优势：

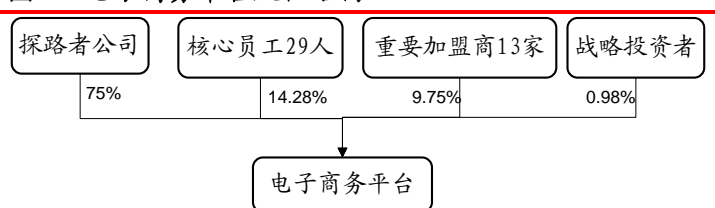
1、利用Discovery的品牌优势直接进入户外休闲中高端领域，避免了自身打造中高端户外品牌的大量支出。借鉴运动品牌发展的经验教训，未来新品牌的进入成本较高。公司加速投资新品牌，以在行业发展初期培养规模优势，从而尽可能的避免公司未来几年可能遇到的发展瓶颈问题；

2、借助优质大加盟商的实力快速扩张。合资方嘉茂商业的实际控制人是体育品牌Nike、李宁、安踏在江苏9个地区的特许代理商，拥有体育品牌经营店面1400家。公司可以借助中和贸易的渠道方面的资源和优势，抢占市场先机；

3、合资模式使得公司以较低的品牌使用费获取了品牌运作权。合资方嘉茂商业支付的品牌使用费很低（每年低于1000万人民币，而行业惯例品牌使用费占收入比在7%-12%之间），随着未来品牌规模的不断扩大，这种固定使用费的模式将使得公司的品牌使用成本大大降低。

在电子商务方面，2012年3月，公司合资设立电子商务平台运作ACANU品牌。电子商务平台由公司持股75%，核心员工29人持14%，13家加盟商持股10%，战略投资者持1%。这样的股权结构彰显：1、公司高管和重要加盟商对电子商务平台信心充分；2、进行利益共享和捆绑，促进高管和加盟商股东全力支持电子商务平台的运作；3、充分利用战略投资者的资源。

图 30 电子商务平台股权结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

两大合资公司建立以后，公司的“三品牌”结构体系初步成型，2012年下半年新品牌对公司的业绩贡献将逐步显现。

### 3.1.2 主品牌探路者多系列运行

结合不同功能和生活不同场景，探路者优化品牌系列，涵盖以下主打系列：EX-HERO（巅峰英雄系列）、TRAVELAX（旅行生活系列）、VINTAGE（功能休闲系列）、SUNKIDS（童装系列），后三者产品都定位于“泛户外”，面向普通大众群体市场，迎合消费者追求健康、阳光户外生活的诉求。

表 10 公司主要产品

系列	目标客户	产品特点	销售占比	产品定位
EX-HERO 巅峰英雄系列	专业户外运动爱好者、极限环境工作者、渴望拥有专业装备的人群	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	10-15%	专业，科技含量高，价位高
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	40-50%	时尚与功能性兼顾，价位适中
VINTAGE	都市精英、有独特生活品味和追求	运用高级功能性材料将都市特征	20-30%	时尚与功能

功能休闲系列 高品质休闲生活的人群

与户外有机结合,不仅满足户外休闲度假,也适应多场合的商旅活动

性、舒适性兼顾,价位适中

资料来源: 公司网站、中投证券研究所

图 31 EX-HERO 巅峰英雄南极系列 图 32 TRAVELAX 旅行生活系列 图 33 VINTAGE 功能休闲系列



资料来源: 公司网站、中投证券研究所

公司的产品结构符合行业发展趋势看,面向大众的“泛户外”类休闲服装产品占比提升,而专业性的装备类产品比例在下降。户外服装占收入比例逐年上升,2011 年达 69%,其中以冲锋衣的销售为主。这也印证了我们行业部分的分析,同时我们认为公司的主品牌价格带拉宽,扩展价格低的中低端产品有利于渠道下沉,增大销售量,是正确的策略。

表 11 分品类营业收入

	2009			2010			2011		
	收入占比	收入增速	毛利	收入占比	收入增速	毛利	收入占比	收入增速	毛利
户外服装	58%	58%	48%	67%	70%	49%	69%	77%	48%
户外鞋品	23%	22%	46%	22%	42%	48%	22%	76%	48%
户外装备	19%	15%	49%	11%	-16%	52%	9%	47%	42%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

### 3.1.3 品牌营销战略注重户外体验、讲求与消费者互动

品牌宣传模式方式多样,对目标消费群体针对性强。公司聘任著名登山家和企业家王石作为形象代言人,有力推动了品牌在白领知识阶层和大众人群的传播。公司每年举行一次大型的门店各站户外体验活动吸引了大批户外爱好者,打造了品牌知名度。2012 年渠道拓展力度加大,预计营销费用的支出也会大幅增加。

表 12 探路者品牌宣传模式

组织户外体验活动	2009 年“穿越梦想”户外体验活动在多个门店举行
	2010 年全国攀岩体验活动
	2011 年“寻找身边的探路者”海选启动
	2011 探路者“一起户外吧”攀岩挑战赛拉开帷幕
户外活动赞助	2009 年探路者成为“中国南(北)极考察队独家专用产品



参加户外赛事	2010 年探路者赞助第 27 次中国南极科考
	2011 年探路者潜心研发“南极内陆靴”首次服务第 28 次中国南极考察
	2009 年探路者参加第二届亚洲滑雪登山锦标赛
	2010 武隆户外运动公开赛探路者代表队获总冠军
	探路者代表队问鼎 2010 娄山关·海龙囤户外挑战赛总冠军
	2011 年探路者大使圆满完成亚马孙丛林考察探险
	探路者摘得 2011 中国国际山地户外运动公开赛季军
员工登峰造势	2010 年探路者代言人王石及探路者王静“零垃圾”登顶珠峰
	2011 年探路者王静成功登顶文森峰并徒步抵达南极点
公益捐助	2009 年“爱心包裹”送抵汶川震区
	2010 年扶贫、捐助玉树震区
户外用品展	探路者亮相 2010 南京亚洲户外用品展
	“探路者带你走进南北极”主题展即将呈现于 ISPO CHINA 2011
	2011 年，“探索南极、百年共鉴”户外用品展
	2012 年在 ISPO BEIJING 2012 开展“地球之歌”主题展

资料来源：公司网站、中投证券研究所

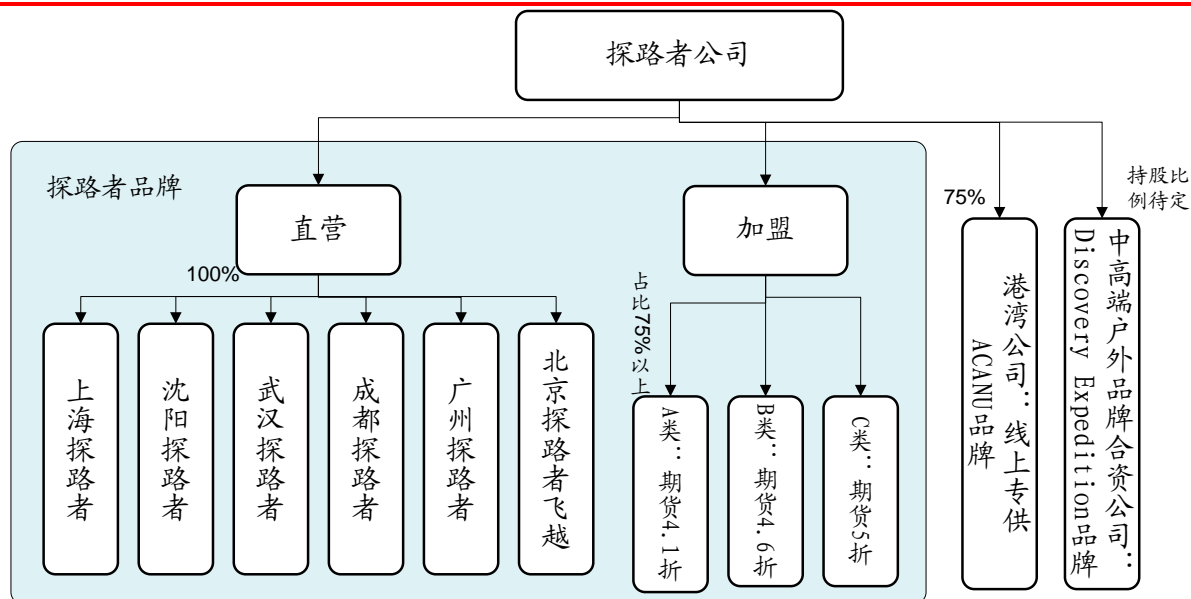
显著的品牌优势和强大的渠道网络成为公司搭乘行业东风的双翼。目前户外行业尚处于起步期到增长期的过渡阶段，消费成熟度较低，对产品的功能性认知度相对不足。此时具备较高的品牌知名度无疑是公司受益于行业发展的关键所在。同时，品牌优势有利于公司进驻更多的百货商场，更容易铺设渠道，展开扩张，这是相对于其他小品牌的一大竞争优势。

## 3.2 外延扩张：积极拓展二三线城市渠道，合理布局销售区域

### 3.2.1 渠道模式多元化、配合多品牌架构体系

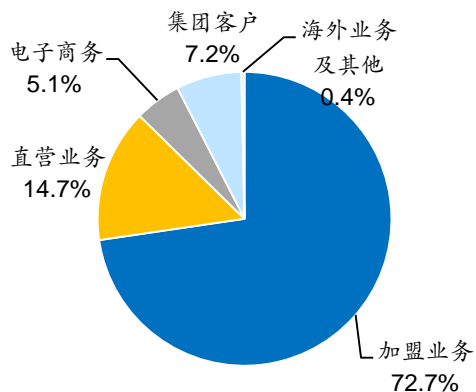
在确立了多品牌发展策略以后，公司渠道运作也确立了多品牌的组织架构。其中主品牌探路者直营渠道收入占比 20%左右，直营渠道布局北京、上海、吉林、湖北、四川和广东等核心区域，其余地区主要由加盟商开拓。目前公司加盟商分 A、B、C 三大类：A 类加盟商占比达 75%以上，每年订货额在 1000 万+，期货折扣 4.1 折；B 类加盟商每年订货 300-1000 万，期货折扣 4.6 折；C 类加盟商每年订货额 300 万以下，折扣也较高。

图 34 公司的多品牌渠道架构图



公司的收入来源多元化，2011 年直营收入占比 15%、加盟收入占比 73%，另外新兴渠道集团客户业务和电子商务是亮点，集团客户业务 2011 年收入同比增幅 137%，占比提升至 7.2%，电子商务业务收入同比增 437%，占比达 5.1%。

图 35 公司各渠道收入占比（2011 年）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

目前公司的收入主要通过渠道外延扩展来驱动，2006-2008 年收入增速与渠道增速差距较大，主要是 06、07 年提升了给加盟商的供货折扣，2009 年以来，收入增长绝大部分有渠道高增长带动。



图 36 公司收入和渠道数量增速

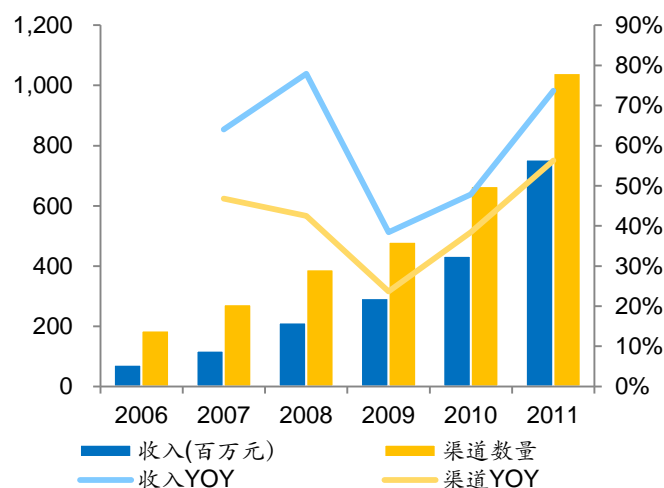
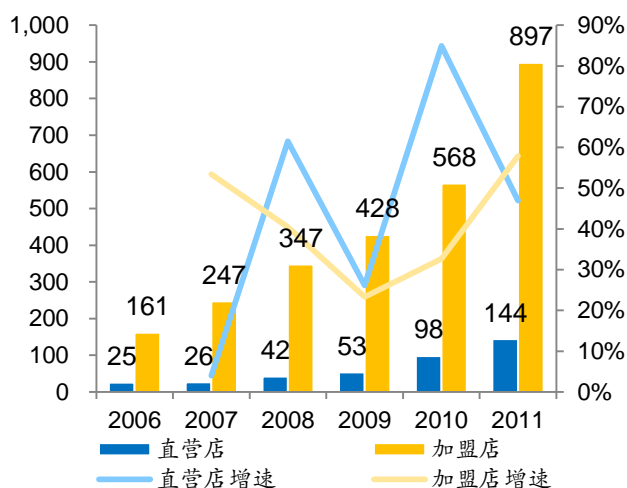


图 37 公司直营店和加盟店增速



资料来源：各公司公告、中投证券研究所

### 3.2.2 直营布局核心销售市场，加强户外形象店的建设

直营店覆盖核心市场，包括北京、上海、广东、四川、辽宁等区域，公司近年加强了对直营形象店的建设，渠道铺设思路也日益创新，出现了包括：户外运动体验店进驻北京两大体育馆——工人体育馆与首都体育馆；以及探路者专卖店进驻八达岭长城及香山，首创景区户外专卖店先河。

图 38 形象店内攀岩体验



图 39 形象店内风雨无测试



资料来源：各公司公告、中投证券研究所

### 3.2.3 低折扣+长信用期助力加盟高速扩张，优质大加盟商占比高

截止到 2011 年末，公司加盟店数量占比达到 86%（897 家），占公司总收入的 73%。公司加盟店（75 平方米）的平均单产为 9.2 万元/月，平效为 1.5 万/（平\*年）。

目前加盟渠道的扩张是公司的重要增长点，加盟渠道的快速扩张依赖于以下几个方面：

1、户外用品子行业正以其优越的性能高速扩张，渠道加速向二三线市场下沉；

2、加盟商是否愿意快速扩张与其盈利情况和投入情况高度相关：从投入情况看，公司店铺以商场店居多，首次投入主要在于装修和首次铺货，公司给予货架的补贴，并且首次铺货给予 6 个月的信贷额度，初始投入仅 30-50 万就可以开一家店；从盈利情况来看，公司对于 A 类加盟商折扣率仅为 4.1 折，明显低于哥伦比亚、TNF5 折以上的供货折扣，使得加盟店的盈利空间更大。

公司的加盟商中有 80% 以上有超过 10 年的合作关系，许多优质加盟商转自于运动品牌，具备较高的信誉和运作经验。公司充分借助资质优秀的加盟商的人力、物力和财力，实现营销网络的快速扩张和对各个市场的渗透。目前加盟仍然是公司扩张的主要方式。

### 3.2.4 商场店占比较高，电子商务是增长亮点

户外用品的主要销售渠道分为专卖店、商场店、网络及其他渠道。其中专卖店最能体现户外用品的专业性，但购买群体仅为小部分专业人士；商场店依靠客流优势及泛户外理念的盛行，是国内户外产品最主要的销售渠道，收入占比近 60%，且呈逐年递增态势；团购及网络是近几年增长最为迅速的新兴渠道，未来的发展空间不容小觑。

截至 2011 年末，公司店铺数量达 1041 家，预计 2012 年末店铺数能达 1500 家左右。2011 年末，探路者拥有终端门店 1041 家，其中商场店 845 家，专卖店 196 家，2006 至 2011 年，商场店数量 CAGR 达 43%，高于专卖店 35% 的增速。2011 年，公司同店收入增长 25%（其中价格增长 10-15%）。

表 13 公司主要销售渠道数量比较

	总数量合计	商场店	专卖店	商场店占比
2006	186	143	43	76.88%
2007	273	218	55	79.85%
2008	392	321	71	81.89%
2009H	430	346	84	80.47%
2010	666	568	98	85.29%
2011	1041	845	196	81.17%
CAGR	41.12%	42.66%	35.44%	--

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司在全国地级及以上城市的覆盖率逐年上升，其中大城市的覆盖数目已从 2008 年的 133 个上升到 2011 年底的 270 多个，单城市开店个数从 2.9 上升至 3.7，相对于主要竞争对手哥伦比亚、乐斯菲斯保持终端门店数量的优势。

2010 年开始，公司与好乐买、卓越亚马逊等电子商务网站开展战略合作，进而逐步扩大合作对象，进驻淘宝商城、京东等拥有良好口碑和用户资源的专业电子商务平台。公司掌控着线上渠道体系的授权和拓展，保持线上与线下相同的折扣策略，目前线上产品主要为过季品以及专为电商定制的特供品，并不直接和线下业务形成竞争。2011 年，公司线上营业收入达到 3847 万元，同比增速高达 437%。随着电子商务的不断发展壮大，公司在电商平台的业务是非常值得期待的，预计 2012 年电子商务部分能达到上亿元的规模。

### 3.2.5 各大区域销售涨势迅猛，北方市场依旧是销售主战场

2010 年，公司完成了七大销售区域的组织架构划分，分别配备了销售、财务、信息化服务团队，并新设立沈阳、武汉、成都、北京、广州 5 个子公司。同时，成立南方研发中心，并在武汉建立南方物流中心。

从地区来看，2011 年公司各大销售区域的收入同比增速都达到了 50%以上。在北方市场，增长势头迅猛，其中西北地区增速突破 88%，东北地区增长 86%；在南方市场，公司推出专门针对南方消费者诉求的户外产品，实现了南北方不同系列产品的订货会，华南和西南地区的收入增速分别达 58%和 72%；同时海外市场增速达到 93%。另外，公司在安徽、江浙等薄弱地区引入金冠、宝盛道吉等具备多年的体育用品零售经验和优质渠道的加盟商，拉动华东地区的销量。

表 14 分地区营业收入

营业收入（万元）	2011	2010	2011 年增长率
华北地区	32,113	20,018	60%
华南地区	4,898	3,093	58%
华东地区	7,766	4,920	58%
东北地区	10,056	5,400	86%
西北地区	9,720	5,170	88%
西南地区	6,470	3,769	72%
海外市场	269	139	93%
电子商务	3,847	716	437%

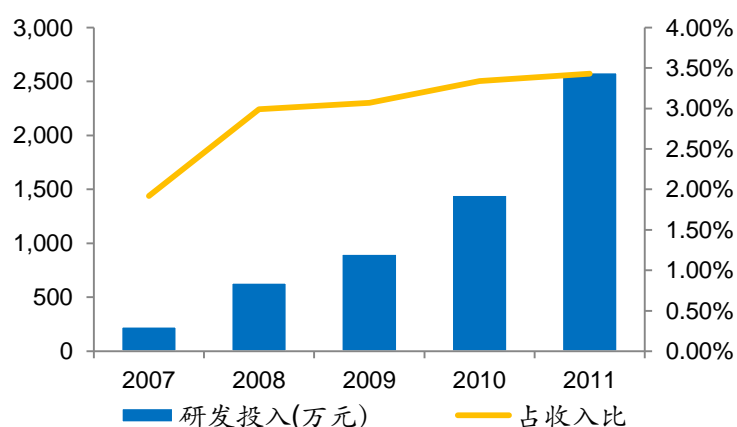
资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 3.3 内部提升：注重产品功能性与时尚性，实行精细供应链管理

#### 3.3.1 研发投入持续加强，产品功能性与时尚性兼顾

公司持续加强研发投入，研发实力逐渐升级，研发费用投入占总销售收入比重由 2007 年的 1.92%上升到 2011 年的 3.43%；同时逐步提升外包设计比重，引入国际视野和创新元素，注重产品时尚元素的提升。

图 40 公司历年研发费用占销售收入比重



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司获得的专利数量以及获得创新设计红星奖的次数都属于国内户外用品企业前列。目前公司拥有 18 项设计专利：其中：实用新型专利 9 项，外观设计专利 9 项。公司产品多次获得红星奖（红星奖是国内权威、国际知名的设计大奖）。

表 15 公司获得专利情况

年份	当年获得专利数量
2007	4
2008	3
2009	3
2010	7
2011	1

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 16 公司设计产品获设计红星奖情况

序号	时间	获奖产品名称	获奖名称
1	2011 年	智能透气短袖 T 恤	中国创新设计红星奖
2	2011 年	林蛙溯溪鞋	中国创新设计红星奖
3	2010 年	博蒙特 1200g 羽绒睡袋	中国创新设计红星奖金奖
4	2010 年	据比三代 60 升背包	中国创新设计红星奖
5	2010 年	四方位透气可脱卸冲锋衣	中国创新设计红星奖
6	2009 年	帝力可加热冲锋衣	中国创新设计红星奖
7	2009 年	马里可加热冲锋裤	中国创新设计红星奖
8	2009 年	尼尔徒步鞋	中国创新设计红星奖、亚洲户外展银奖
9	2009 年	明斯克 40 升背包	中国创新设计红星奖
10	2008 年	亚穆纳海湾徒步鞋	中国创新设计红星奖
11	2008 年	乾亨男式速干 T 恤	中国创新设计红星奖
12	2008 年	据比 60 升背囊	中国创新设计红星奖最具创意奖

资料来源：公司公告、中投证券研究所

在 2012 年秋冬新品发布会上，公司推出了“TIFF 创新科技面料”、“冰面防滑”系列登山鞋、“空气循环鞋”、“T-Point 背负系统”等创新科技。

为了进一步打开南方市场，公司专门设立南方研发设计分部，扩大南方本地设计师招聘，提升对南方产品在面料、加工厂资源等方面的支持，为突破目前薄弱的南方市场奠定基础。注重到消费需求越来越多元化、个性化，公司产品加大开发多元性产品，提升产品时尚度。

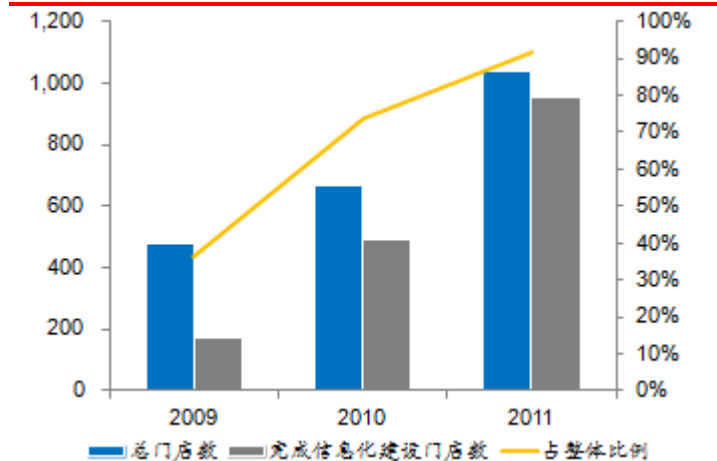
### 3.3.2 公司信息化建设不断完善，增强客户分析和运营能力

企业信息化建设是精细化管理的基础。公司提高 ERP 系统的使用效率，增强客户产品分析和运营能力。同时，强调售罄率和库销比的管控，保持促销活动的竞争力，提升客户零售团队的执行能力。2011 年公司完成了 ERP、OA 和财务预算软件系统的上线运行，引入 SAP 系统对公司整体信息系统进行改造和集成，同时积极推进商务智能、客户关系管理和供应商管理系统的建设。

探路者主要的收入还是来源于加盟商，公司与加盟商的共赢关系使得数据共享非常重要。近年来公司销售门店 ERP 覆盖率逐渐上升，由 2009 年的 36% 上升至 2011 年的 92%，店铺的信息化已经达到了较高水平，这为公司优化市场预测、进行精细化供应链管理提供了非常重要的分析和决策数据来源。



图 41 2009-2011 完成信息化建设的门店占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 3.3.3 优化原料供应结构、提升补货比例

品牌服饰包含设计、面料选择和外包加工等流程，因此公司整个上货周期较长，一次订货会就有半年的销售量。如果中途缺货补单，则需要 2~3 个月的时间，当季补货非常困难。据公司销售终端数据统计，2011 年由于终端缺货，公司失去了约 10% 的销售机会。

针对这一挑战，公司内部的管理日益精细化为公司可持续的快速增长提供了机遇，2012 年开始公司在产品开发、订货制度、存货管理、供应链效率提升等方面进一步细化完善，为公司后续更健康持续发展提供良好的保障。公司主要从两方面整合供应链：一是与重点的优质加盟商建立长期合作伙伴关系，保证供应商的供应量，形成端到端的供货关系；二是对供应商进行分类，规模小、反应速度快的供应商专做畅销款的补货，而规模大、质量稳定的供应商负责常规的大批量产品。

2012 年下半年，供应链结构的调整将明显体现，货品周转速度有望从 2.6 增至 3。同时，2012 年启动的户外电商项目对货品周转速度的要求也比较高，能够提升公司的存货周转速度。

相对于国际大品牌，探路者在面料议价能力上较低。公司针对优势面料商，扩大合作，倾斜资源，利用不断增加的营业规模维持稳定的原料价格；而针对可替代的非关键性材料，积极扩大选择范围，寻找具有更强竞争力的供应商；在关键技术领域，积极自主研发。

## 四、盈利预测及投资建议：强烈推荐

### 盈利预测基本假设：

1) 2011 年新开店达 375 家，门店增速达 56%；预计 2012 年门店扩张仍保持 50% 的高速增长，2013、2014 年有所放缓，预计为 43%、35%；

2) 2011 年产品毛利率下降至 47.5%，2012 年虽然产品价格下调 15-20%，但因加大采购量，成本下降达 20%，预计 2012 年毛利率略有上升至 48%，2013-2014 年毛利率回升至 48.5% 和 49%；

3) 2011 年品牌效应凸显，销售费用率呈下降趋势，2012/13 年公司计划加大广告等市场活动投入力度，2012 年下半年新品牌上线，培育期间销售费用增加等致使 2012/2013 年销售费用率略有上升；

4) 2011 年户外品牌数量快速增多,公司 9 月整体员工平均工资涨幅达到 30%,股权激励 1342.16 万元的计提费用使得 2011 年管理费用率上升,2012 年新品牌的管理人员和研发人员的配备,股权激励 982.70 万元使得管理费用率略有上升,2013 年股权激励 509.26 万元,新品牌处于培育期,管理费用率保持平稳;另一方面,公司如果 2012 年所得税优惠政策到期,不再持续申请的话,研发支出费用率将会下降。我们假定公司不再持续申请所得税优惠税率,管理费用率下降,所得税率提升至 25%。

考虑到公司 2012 年春夏和秋冬订货会均已结束,其订单数额分别同比增长 66%和 60%,合计 14.25 亿元,扣除增值税后为 12.18 亿元。由公司历史数据,订货会订单约占全年总销售收入 85%以上,因此确保了公司 2012 年营业收入的高增长性。另外,公司电子商务部分和团购业务发力,预计 2012 年收入水平大于上述 12.18 亿元。

表 17 盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
单店收入	63.62	63.27	67.06	70.42	73.94
同店增长	4.62%	-0.55%	6.00%	5.00%	5.00%
店数	666	1041	1562	2186	2842
店数增长	38.46%	56.31%	50.00%	40.00%	30.00%
电子商务	716	3847.3	8500	12000	16000
增长率		437.33%	120.93%	41.18%	33.33%
集团客户	2276.2	5392.09	8627	12941	16823
增长率		236.89%	60.00%	50.00%	30.00%
其他渠道	139.19	268.72	400	500	600
增长率	29.85%	93.06%	48.85%	25.00%	20.00%
收入合计	43,225	75,370	122,248	179,381	243,551
收入增长率	47.25%	74.37%	62.20%	46.73%	35.77%
毛利率	49.05%	47.53%	48.00%	48.50%	49.00%
销售费用率	21.26%	15.66%	17.80%	19.00%	19.00%
管理费用率	12.39%	12.13%	13.00%	13.20%	13.20%

资料来源:中投证券研究所

#### 投资建议:

我们预测 12/13/14 年 EPS 为 0.66、0.97、1.32 元。公司作为户外用品行业的龙头,公司将能够最大化享受行业未来成长的好处,因此我们给予公司强烈推荐的投资评级。针对 2012 年 EPS 给予 35 倍估值,目标价 23.1 元。

#### 风险因素:

1) 公司对订货总金额超过零售价 100 万元人民币以上的加盟商不收取保证金,待实际提取货品时公司收款发货;若届时加盟商不完全执行期货订单,仅需支付一定比例的违约金。尽管公司设定诸多考核指标促进订单执行情况,且从往年来看执行情况较好,但仍存在一定风险。

2) 2011 年底为期三年的高新技术企业所得税优惠政策到期,2012 年下半年才出复审结果,我们的盈利预测假定 2012 年后所得税率 25%。



3) 国外品牌渠道下沉对于公司的二三线城市渠道扩张战略形成冲击。同时，本土其他户外品牌及类似产品使得市场竞争日趋激烈。

## 附：财务预测表

## 资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	577	811	1168	1619
现金	365	500	722	1023
应收账款	13	23	34	46
其他应收款	6	14	24	29
预付账款	10	19	28	37
存货	178	254	360	484
其他流动资产	5	0	0	0
<b>非流动资产</b>	269	271	282	292
长期投资	0	0	0	0
固定资产	229	249	265	279
无形资产	3	2	3	3
其他非流动资产	37	20	14	10
<b>资产总计</b>	845	1082	1450	1911
<b>流动负债</b>	239	298	434	569
短期借款	0	0	0	0
应付账款	135	199	298	397
其他流动负债	105	99	136	173
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	239	298	434	569
少数股东权益	0	0	0	0
股本	268	268	268	268
资本公积	143	143	143	143
留存收益	195	372	604	931
归属母公司股东权益	606	784	1016	1342
<b>负债和股东权益</b>	845	1082	1450	1911

## 现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	129	148	265	343
净利润	107	178	259	353
折旧摊销	8	10	11	11
财务费用	-4	-5	-6	-9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-17	-20	-4	-20
其他经营现金流	35	-15	6	8
<b>投资活动现金流</b>	-132	-17	-22	-25
资本支出	132	15	19	21
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-2	-3	-4
<b>筹资活动现金流</b>	-12	5	-20	-18
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	134	0	0	0
资本公积增加	-121	0	0	0
其他筹资现金流	-25	5	-20	-18
<b>现金净增加额</b>	-14	135	222	301

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
<b>营业收入</b>	754	1222	1794	2436
<b>营业成本</b>	395	636	924	1242
<b>营业税金及附加</b>	4	5	7	9
<b>营业费用</b>	118	218	323	451
<b>管理费用</b>	91	132	197	268
<b>财务费用</b>	-4	-5	-6	-9
<b>资产减值损失</b>	26	3	5	5
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	123	234	344	470
<b>营业外收入</b>	2	3	4	4
<b>营业外支出</b>	0	2	3	3
<b>利润总额</b>	125	235	345	471
<b>所得税</b>	18	58	86	118
<b>净利润</b>	107	178	259	353
<b>少数股东损益</b>	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	107	178	259	353
<b>EBITDA</b>	128	239	349	472
<b>EPS (元)</b>	0.40	0.66	0.97	1.32

## 主要财务比率

会计年度	2010	2011	2012	2013
<b>成长能力</b>				
营业收入	73.6%	62.2%	46.7%	35.8%
营业利润	89.9%	89.5%	47.1%	36.4%
归属于母公司净利润	98.8%	65.7%	45.8%	36.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	47.5%	48.0%	48.5%	49.0%
净利率	14.2%	14.5%	14.4%	14.5%
ROE	17.7%	22.7%	25.5%	26.3%
ROIC	43.8%	62.4%	89.1%	112.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.3%	27.6%	29.9%	29.8%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.41	2.72	2.69	2.84
速动比率	1.53	1.82	1.82	1.95
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.02	1.27	1.42	1.45
应收账款周转率	69	64	59	58
应付账款周转率	4.12	3.81	3.72	3.58
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.66	0.97	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.55	0.99	1.28
每股净资产(最新摊薄)	2.26	2.92	3.79	5.01
<b>估值比率</b>				
P/E	47.37	28.58	19.60	14.38
P/B	8.38	6.48	5.00	3.78
EV/EBITDA	37	20	14	10

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

石颖，中投证券研究所纺织服装行业研究员，清华大学经济管理学院会计学学士、金融学硕士。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434