

## 加大品牌推广力度, 巩固领跑地位

——探路者(300005)调研简报

### 核心观点

**1、超越行业增速, 领军地位更为稳固** 公司 2011 年取得销售收入 7.54 亿元, 净利润 1.07 亿元, 分别增长 74% 和 99%, 国内户外用品市场规模保持高速扩张态势, 零售额增长 51%, 突破百亿元水平。我们认为公司表现得以超越行业, 主要源于登陆资本市场后影响扩大, 市场占有率、产品品质、设计水平持续上升, 以及消费者对品牌认知度的提高。

**2、渠道布局将围绕二三级市场展开** 公司 2011 年门店数量达到 1041 家, 直营 144 家, 加盟 897 家, 商场专柜占比 81%, 今年新增门店数量将不低于 400 家。公司在核心城市和一线城市的渗透率从 23.8% 和 5%, 分别提高至 52.7% 和 9.7%, 二级城市覆盖率从 39% 升至 51%, 渗透率达到 2%, 但尚未达到二级市场覆盖 85% 的目标, 我们认为该层次市场是公司本阶段大力拓展的区域。经济百强县也被纳入开拓对象, 公司将依托核心加盟商自身优势, 并加大扶持力度, 做好该类市场开发。

**3、加强商品管理与终端陈列后增效明显** 商品团队与零售团队加强合作后, 提升了终端产品呈现效率, 有力提升了单店盈利能力。2012 年价格水平将下调 15%, 我们认为价格策略调整将增强性价比优势, 更贴近于二三级市场的消费需求。公司将针对不同细分市场、不同渠道类型加强品类规划, 要求重点品类结构增长超过平均水平, 力求在消费者心目中将探路者与某一品类产品建立联系, 门店升级工作也将继续推进。

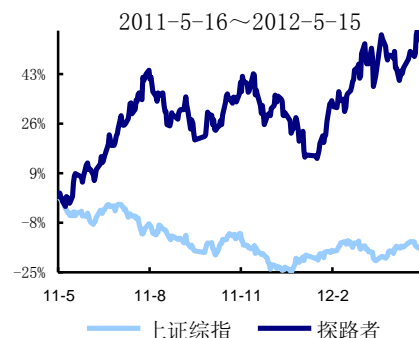
**4、品牌宣传加大, 多品牌运作战略启动** 公司将以探路者品牌为核心, 启动高端户外休闲和电子商务户外两个品牌, 这一举措能够满足不同消费群体, 与消费者在多个层次保持接触。公司今年将加大品牌宣传投入, 销售费用可能增长较快, 但要在行业中尽早拉开距离, 则是可以接受的。

**投资评级:** TNF 和 Columbia 的销售规模在 10 亿左右, 而 4 到 10 名几乎都在 4-5 亿的水平, 竞争差距尚不明显, 未来 3-5 年行业仍将保持高成长, 先发企业有望取得更大优势。传统体育用品行业已触及成长天花板, 专业人才和经销渠道向户外行业切换将是趋势。国外品牌也在加大开拓力度, 某些层次的竞争有加剧迹象。我们强调户外用品的品牌卖点和卖技术卖点, 随着探路者自身的积累与人才引入, 这方面的差距正在缩小, 新材料的应用让人欣喜, 而公司主动引入职业经理人以及激励机制安排, 也为长远发展奠定了基础, 预计 2012-2013 年 EPS 为 0.49 元和 0.73 元, PE 分别为 31 倍、22 倍, 给予公司“短期\_推荐, 长期\_A”的评级。**风险提示:** 行业竞争加剧

### 财务数据与估值

	2010A	2011A	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	403.04	753.70	1210.98	1748.89
同比增速(%)	47.86	73.64	60.67	44.42
净利润(百万)	43.44	107.15	171.08	253.31
同比增速(%)	22.4	98.81	59.66	48.06
EPS(元)	0.87	0.40	0.49	0.73
P/E		41	33	22

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	26800.00
流通A股(万股)	11635.04
52周内股价区间(元)	13.27-22.5
总市值(亿元)	58.77
总资产(亿元)	8.45
每股净资产(元)	2.26
目标价	6个月 12个月

### 相关报告

- 1.《国都证券-行业研究-行业专题-户外用品行业-无限风光在险峰》 2011-06-13
- 2.《国都证券-公司研究-公司点评-探路者(300005):2010年报点评》 2011-03-24
- 3.《国都证券-公司研究-调研简报-探路者(300005):高成长无忧, 静待介入良机》 2011-01-31

### 研究员: 李韵

电话: 010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120006

### 联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 关注 JackWolfskin 加速布局中国市场

表 1: 门店数量及收入预测:

	2011	2012E
门店数量	378	800
商场店	321	-
专卖店 (含折扣店)	56	-
直辖市+省会城市门店	218	-
销售额 (亿元人民币)	5	11
主要市 场活动	广告投放央视 5 套、10 套, 从 4 月 2 日持续至 2012 年底; 306 块刷屏广告覆盖四大机场候机楼, 包括上海虹桥, 青岛流亭, 重庆江北, 昆明巫家坝; 德甲、英超赛场广告; 狼行天下美国之旅、四川之旅等	

数据来源: 国都证券研究所

表 2: 国际品牌 2011 年销售情况

	销售收入 (亿美元)	增速%
Jack Wolfskin	3.55	22.5
Timberland	16	14.28
Columbia	16.94	14.23

数据来源: 国都证券研究所

**探路者投资建议:** TNF 和 Columbia 的销售规模在 10 亿左右, 而 4 到 10 名几乎都在 4-5 亿的水平, 竞争差距尚未拉开, 未来 3-5 年行业仍将保持高成长, 先发企业有望取得更大优势。传统体育用品行业已触及成长天花板, 专业人才和经销渠道向户外行业切换将是趋势。国外品牌也在加大开拓力度, 某些层次的竞争有加剧迹象。我们强调户外用品的品牌卖点和技術卖点, 随着探路者自身的积累与人才引入, 新材料的应用让人欣喜, 这方面的差距正在缩小。而公司主动引入职业经理人以及激励机制安排, 也为长远发展奠定了基础, 预计 2012-2013 年 EPS 为 0.49 元和 0.73 元, PE 分别为 33 倍、22 倍, 给予公司“短期-推荐, 长期-A”的评级

### 探路者盈利预测:

表 3: 门店数量及收入预测 (万元):

	2009	2010	2011	2012E	2013E
直营店	53	98	144	189	236
直营收入	4403	8859.6	11097.91	16858.8	21051.2
加盟店	428	568	897	1257	1873
加盟收入	22016	31206.96	54708.03	90464.03	134225.3
其他收入	2935	3522	9544.62	13744.25	19241.95
收入合计	29354	43588.56	75350.56	121067.08	174889.4
增速	40.55%	48.49%	72.87%	60.67%	44.42%
毛利率	47%	49%	47%	50.45%	50.02%

数据来源: 国都证券研究所

**表 4：2012 - 2013 盈利预测（百万元）**

会计年度	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	403.04	753.70	1210.98	1748.89
营业成本	263.92	395.48	600.04	874.45
营业税金及附加	2.58	3.55	6.50	8.98
营业费用	43.61	118.04	217.98	315.67
管理费用	28.50	91.41	150.16	208.99
财务费用	5.79	-3.77	11.98	6.89
资产减值损失	0.37	25.51	22.31	34.83
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	58.27	123.48	202.01	299.08
营业外收入	1.59	1.52	1.08	1.05
营业外支出	1.48	0.32	1.82	2.12
利润总额	58.39	124.67	201.27	298.01
所得税	14.97	17.52	30.19	44.70
净利润	43.42	107.15	171.08	253.31
少数股东损益	-0.02	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	43.44	107.15	171.08	253.31
EBITDA	66.19	111.89	199.03	296.86
EPS（摊薄）	0.87	0.40	0.49	0.73

数据来源：国都证券研究所

## 国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
刘洵	IT	liuyun@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张巍	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			