



东兴证券
DONGXING SECURITIES

加大渠道铺设和品牌推广力度

——探路者（300005）调研快报

2012 年 7 月 18 日

推荐/维持

探路者

调研快报

谭可 纺织服装行业分析师

执业证书编号：S1480510120013

010-6655 4011

事件：

近日，我们与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

观点：

1. 加大渠道铺设力度，提高市场占有率。

整个户外用品行业处于快速发展阶段，但就整个中国的市场以及消费者自身的品位来讲，目前涉入户外用品的消费者人口还是非常少。

公司快速增长 70% 左右来自店铺扩张，20% 多来自绩效增长。公司正处快速发展期，渠道铺设很重要，1-2 年将保持较快的增长速度。

在巩固和提高核心和一级城市渗透率的同时，加快拓展二级城市。从覆盖率上讲，一级二级城市较高，其中一级城市的覆盖率达到 100%，渗透率也达到了 10%；所以公司的重点在二线城市，要将目前 60% 左右的覆盖率提高到 70%-75%，将渗透率从 2.2% 提高到 3%。

2. 加大品牌宣传推广力度。

面对 60%-70% 快速增长的市场，公司过去品牌推广投入大约 2000 多万，是欠账的。去年，公司对整个品牌的定位、战略进行了清晰，目前已经形成了不同批次推广政策。今年 8 月份开始，将会开始全面的品牌推广计划，电视、地铁、户外广告将陆续推出，也会推出形象代言人，以及与媒体合作制作节目。

2012 年的品牌推广预算在 5000 万左右，未来将持续上升。主要是希望把“探路者”三个字打造成户外的一种精神和符号。公司认为，在刚刚快速增长的市场初期，大量的持续的品牌投入非常有价值。

广告投放节奏上讲，一季度没有体现，是从二季度开始的，与旅游卫视合作的周播栏目《我是探路者》已经于 2012 年 4 月 6 日开播，三四季度将重投：形象代言人、电视、户外广告都将陆续推出。从广告投放的投入上讲，要达到一定的规模效应，管理费用率肯定会比以往增大一些。

3. 降价为提升产品性价比，成本加成定价不会影响毛利率。

价格上采取主动价格下降策略的原因：一方面随着市场的持续深耕扩大，期望让更多的消费者能分享到这一市场；另外，更多的户外品牌以超过行业发展的速度进入，公司作为这一行业的领军者，应该在工业整合、规模议价方面做得更好。

探路者定位就是中档户外专业品牌，并没有定位为高端。在行业发展的初期阶段，需要让消费者认识户外行业，希望把探路者打造成一张名片；等到进入稳定盈利的时期，希望坚固与消费者关系。

户外用品行业的发展和体育用品发展相似并不相同，公司在本行业的位置被外界认为相当于当年的李宁，公司的降价策略，其实也是为了避免出现李宁如今的经营困境的一个策略。

公司产品定价采取的是成本加成法，虽然主动降价，但对毛利率影响不大将继续保持较稳定水平。

4. 新品牌填补主品牌空白市场。

ACUNU 品牌创立于 2012 年 3 月，5 月份上线淘宝网的天猫商城，价格比探路者品牌低 20-30%，定位为“都市户外”，聚焦 22-28 岁网购主力消费群体。这样做，主要是针对不同的消费人群，提供不同的产品。ACUNU 定位更时尚、年轻、轻户外化。

目前，公司与 Discovery Expedition 的具体合作还在洽谈中，希望半年报之前会有最后结果。Discovery Expedition 品牌源于美国 Discovery 探索频道，定位于高端户外休闲市场。

结论：

户外品牌正处于高速成长期，公司作为本土第一品牌直接受益。我们对公司终端测算在 3000 家左右，距离当前水平，空间巨大。

认同公司主品牌差异于国际品牌的定价和二级城市的目标市场定位，主动让利于消费者更有利于下沉至二级城市及更低层级市场。新品牌的明晰定位说明公司管理层已充分借鉴运动品牌的经验教训，避免走其老路。

公司作为唯一上市的户外品牌，应该享有较高的估值溢价，且业绩高增长不断兑现强化估值溢价合理性。维持此前对公司的盈利预测，2012-2014 年净利润分别 1.67、2.39 和 3.35 亿元，同比增长 55.68%、43.06% 和 40.47%，对应 EPS 分别为 0.62、0.89 和 1.25 元。2012 年动态市盈率 32 倍，较板块溢价 50%，溢价水平已经较充分体现户外品牌高于其他品类的增长预期，暂时维持其“推荐”的投资评级。

风险提示：

1. 公司 2012 年战略微调，销售费用超出预期；
2. 渠道库存超出预期。

表 1：盈利预测关键指标（2010A-2014E）

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	434.06	753.70	1,189.94	1,761.32	2,414.08
营业收入增长率	47.86%	73.64%	57.88%	48.02%	37.06%
EBITDA（百万元）	64.77	125.05	232.01	324.23	452.47
EBITDA 增长率	35.91%	93.08%	85.53%	39.75%	39.55%
净利润（百万元）	53.90	107.15	166.81	238.63	335.21
净利润增长率	22.39%	98.81%	55.68%	43.06%	40.47%
ROE	10.81%	17.68%	23.08%	26.82%	29.81%
EPS（元）	0.40	0.40	0.62	0.89	1.25
P/E	49.50	49.50	31.81	22.24	15.83
P/B	5.32	8.76	7.34	5.96	4.72

资料来源：东兴证券研究所

表 2：盈利预测表（2010A-2014E）

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	434.06	753.70	1,189.94	57.88%	1,761.32	48.02%	2,414.08	37.06%
营业成本	221.15	395.48	618.77	56.46%	897.39	45.03%	1,231.18	37.20%
营业费用	92.29	118.04	205.33	73.94%	362.85	76.72%	482.82	33.06%
管理费用	53.76	91.41	144.58	58.16%	211.67	46.40%	277.62	31.16%
财务费用	-3.73	-3.77	1.00	N/A	-0.67	N/A	5.31	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	65.01	123.48	201.25	62.98%	280.75	39.50%	394.36	40.47%
利润总额	64.19	124.67	196.25	57.41%	280.75	43.06%	394.36	40.47%
所得税	10.29	17.52	29.44	68.02%	42.11	43.06%	59.15	40.47%
净利润	53.90	107.15	166.81	55.68%	238.63	43.06%	335.21	40.47%
归属母公司所有者的净利润	53.90	107.15	166.81	55.68%	238.63	43.06%	335.21	40.47%
NOPLAT	51.46	102.89	171.91	67.09%	238.06	38.48%	339.72	42.70%
资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	379.41	365.08	375.14	2.76%	528.40	40.85%	724.22	37.06%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	7.73	12.90	20.37	57.88%	30.15	48.02%	41.32	37.06%
预付款项	4.40	10.12	19.08	88.49%	32.06	68.08%	49.88	55.57%
存货	89.22	177.95	278.42	56.46%	403.79	45.03%	553.98	37.20%
流动资产合计	488.94	576.85	707.06	22.57%	1,012.72	43.23%	1,392.60	37.51%
非流动资产	137.22	268.59	326.65	21.62%	402.49	23.22%	493.69	22.66%
资产总计	626.16	845.43	1,033.72	22.27%	1,415.21	36.90%	1,886.29	33.29%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	109.80	N/A	220.85	101.14%

应付帐款	57.36	134.53	207.60	54.32%	301.08	45.03%	413.07	37.20%
预收款项	30.35	42.52	42.52	0.00%	42.52	0.00%	42.52	0.00%
流动负债合计	127.43	239.45	310.97	29.87%	525.41	68.96%	761.85	45.00%
非流动负债	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	498.73	605.98	722.75	19.27%	889.79	23.11%	1,124.44	26.37%
净营运资本	361.51	337.40	396.10	17.40%	487.30	23.03%	630.75	29.44%
投入资本 IC	119.32	240.90	347.61	44.29%	471.20	35.56%	621.06	31.80%
现金表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	53.90	107.15	166.81	55.68%	238.63	43.06%	335.21	40.47%
折旧摊销	3.48	5.34	0.00	N/A	44.16	N/A	52.80	19.56%
净营运资金增加	-54.73	-24.11	58.70	N/A	91.21	55.38%	143.45	57.28%
经营活动产生现金流	84.08	129.46	170.61	31.78%	234.37	37.37%	344.65	47.06%
投资活动产生现金流	-100.49	-132.23	-109.50	N/A	-120.00	N/A	-154.00	N/A
融资活动产生现金流	-13.73	-11.56	-51.04	N/A	38.88	N/A	5.18	-86.68%
现金净增（减）	-30.14	-14.33	10.06	N/A	153.25	1422.81%	195.83	27.78%

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

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。