

探路者(300005.SZ) 服装行业

评级：增持 维持评级

公司研究

市价(人民币)：17.96元
 目标(人民币)：17.12-19.56元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	152.42
总市值(百万元)	63.34
年内股价最高最低(元)	20.39/12.23
沪深300指数	2320.16



相关报告

- 1.《收入及净利润实现了同步、快速增长》，2012.8.15
- 2.《一季报业绩靓丽》，2012.4.24
- 3.《公司仍将充分受益于高速外延式扩张》，2012.4.10

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟 联系人
 (8621)61038269
 jiaoj@gjzq.com.cn

预计公司高成长特性将受压于消费的持续疲软

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.402	0.400	0.489	0.620	0.750
每股净资产(元)	3.72	2.26	2.60	3.06	3.64
每股经营性现金流(元)	0.63	0.48	0.10	0.18	0.04
市盈率(倍)	85.21	45.40	40.89	32.27	26.66
行业优化市盈率(倍)	26.24	21.42	21.77	21.77	21.77
净利润增长率(%)	22.39%	98.81%	59.71%	26.72%	21.06%
净资产收益率(%)	10.81%	17.68%	24.56%	26.45%	26.92%
总股本(百万股)	134.00	268.00	349.93	349.93	349.93

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 国内户外行业起步晚，发展速度相对较快。鉴于国内消费需求仍以大众化为主，较之于成熟市场，国内的产品需求和渠道结构存在一定的差异性，这为国内品牌专注于规模化发展提供了机遇，但2011年下半年以来，国内消费市场持续疲软，行业内企业的规模化发展速度预计将放缓。
- 上市以来公司的经营策略一直未变，即规模化发展：公司在高性价比的优势下，利用募集资金，借鉴运动品牌的标准化复制门店方式，鼓励加盟渠道扩张，快速提高渠道渗透率。
- 公司的成长将受压于国内消费的疲软：公司业绩的高增长，经销商动力足（需求旺盛、公司支持力度大）是核心驱动因素，但目前趋于弱化。
 - 消费持续疲软将影响各行各业，任何公司都无法独善其身，需求不足带来终端销售压力，势必影响经销商的扩张动力，本质上是个体经营的经销商，抗风险能力较弱，在整体消费不足的环境下，趋利避害的本性势必会影响终端的扩张速度；由于公司前期高速发展，其扩张的惯性导致公司的各项费用开支仍处于匹配高速增长的阶段，短期内无法遏止，这样就带来终端扩张放缓、成本（费率）上升的风险；
 - 消费需求不足带来竞争的加剧，给公司带来了相应的降价压力，虽然公司供应链运营效率的提高能对冲掉一部分利益损失，但空间毕竟有限；公司面临着竞争优势（高性价比）弱化的风险。

盈利预测及投资建议

- 公司业绩增长的驱动因素有所弱化，此外公司经营水平仍需提高，公司可能更加加大对代理商扶持力度以实现高增长，在保持eps高增长同时，很可能导致应收和存货等以更高速度增长。预计公司2012-2014年实现归属于母公司净利润分别为1.71亿元、2.17亿元、2.63亿元，分别同比增长59.71%、26.72%、21.06%，对应EPS分别为0.489元、0.620元、0.750元。
- 目标价17.12元-19.56元：公司属于ROE驱动型企业，未来的高成长依赖于资本的持续投入进而充分受益于市场的内生增长速度；考虑到公司历史PE的波动水平，我们给予公司2012年35-40倍的估值水平，对应17.12元-19.56元的目标价，给予增持评级。

风险：管理风险、品牌专业化形象提升不足的风险、财务风险、估值风险、大小非股东解禁的风险。

内容目录

行业起步晚，国内主要品牌仍处于规模化扩张阶段.....	3
国内户外行业起步晚，发展速度相对较快.....	3
户外消费群体整体购买力有限，高端专业的行业定位逐渐扩展至时尚流行..	3
相较于成熟市场，国内户外产品及渠道结构存在一定差异性	4
国内品牌的规模化发展，顺应泛户外化的发展趋势.....	4
国内消费市场持续疲软，行业内企业的规模化发展速度预计将放缓.....	5
探路者：借力于加盟体系，规模化发展.....	7
外延式扩张推动规模化发展的经营策略一直未变	7
泛户外化、多品牌经营，其本质是拉长规模化成长的时间	7
预计公司的高成长特征将受压于国内消费的持续疲软	9
盈利预测及估值	10
风险提示	11
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

图表 1：户外运动的大致分类及主要产品品类	6
图表 2：2009 年全美户外用品销量占比——男性技术服装类	6
图表 3：2009 年全美户外用品销量占比——男鞋运动服装类	6
图表 4：2009 年全美户外用品销量占比——男性户外鞋	6
图表 5：2009 年全美户外用品销量占比——背包类	6
图表 6：2011 年各品牌市场占有率为一线城市	7
图表 7：2011 年各品牌市场占有率为二线城市	7
图表 8：2011 年各品牌市场占有率为三线城市	7
图表 9：2011 年各品牌市场占有率为全国平均水平	7
图表 10：2000 年以来，中国户外用品行业零售额和出货额情况	9
图表 11：近 6 年来公司收入及净利润分别实现了 60%、102% 的复合增长....	9
图表 12：外延式扩张推动公司收入同步增长.....	9
图表 13：近两年来公司市场占有率均居行业前三位	9
图表 14：销售预测	12

行业起步晚，国内主要品牌仍处于规模化扩张阶段

国内户外行业起步晚，发展速度相对较快

- 户外运动起源于欧洲，18世纪末到19世纪初，欧洲工人阶级中的工人贵族为了逃避城市的压力躲到乡下去放松，户外运动逐渐在欧洲发展起来。国内户外运动起步晚，于上世纪90年代在深圳、北京初现，源于在国内的外国人，对国内山水旅游资源兴趣强烈，但苦于信息不对称，聘请国人做导游，此后，国人的户外运动才开始被刺激起来；户外运动是一个较为宽泛的概念，一般指所有在户外进行的以健身、休闲、娱乐为目的的运动项目，因此户外运动具备旅游和体育的双重特征。
- 户外运动是一种与城市相对应的生活形态，目的是放松、归宁，驱散疲劳、释放压力，已经成为一种生活方式，截至2010年底中国每年参与组织的户外人群达到3000余万人次、专业和非专业的户外用品零售终端有7000多家。户外运动的兴起，促进了户外产业的发展，并最终让其从传统体育产业中分离出来，形成了单独的产业，按照专业程度、活动强度，户外运动大致划分为休闲户外运动（健身运动）、常规户外运动（传统运动）和专业户外运动（极限运动）三类。
- 户外产品的功能性满足了消费者对产品升级的需求，因起步较晚，目前发展速度较成熟行业略快。根据纺织品商业协会的统计，2011年户外用品的零售额为108亿，近10年的行业零售额复合增速达到41%；与服装市场上起步最早、目前发展最为稳健的男装行业相比，目前户外行业的发展速度相对较快（Euromonitor International数据显示，2009年男装市场零售额约为3776亿元，占服装零售额的比重为47.64%；2004-2009年，男装市场零售额年复合增速为17.75%）。
- 消费升级以不同的节奏，惠及纺织服装行业内的各个子行业，2008-2009年运动服饰企业的上市潮，带来了运动产业内疯狂的外延式扩张，资源全部投入进了终端建设，规模化发展并未带来品牌升级，后期产业因功能性、时尚性、个性化提升不足，跟不上消费升级的步伐；与此同时，户外运动产品功能性强、价位高等特征迎合了消费升级的需求，形成了一定的替代作用（ISPO CHINA数据显示，2010年运动服市场平均单价位居前六位的品牌中，有4个是专业户外时尚运动用品品牌，平均价格比整体水平至少高出70%）。
- 最激烈的竞争并非来源于同品类的竞争对手，而是替代品，户外运动行业的快速发展即来源于此。

户外消费群体整体购买力有限，高端专业的行业定位逐渐扩展至时尚流行

- 虽然消费者更关注户外产品的功能性，但相对于户外产品整体较高的定价，目前国人整体的消费能力有限，中国户外产业近10年逐渐从高端运动定位扩展至流行时尚的定位。
- 户外用品以给户外运动参与者提供周全而舒适的保护为目标，款式、颜色和所采用的技术都不同于一般休闲服饰，使用者更看重的是其能否在各类特定自然环境中发挥防水、防风、透气、防辐射、吸湿排汗等功能性作用，因此安全、舒适成为产品标签，消费者调查结果显示关注性能指标占比达到38%，而对品牌、价格的关注则低于19%。
- 虽然产品价格不是消费者的首要考虑因素，但从整体消费能力来看，目前国内的户外用品消费者，年龄在25-35之间居多，平均月收入在2000元-4000元，相较于动辄几千元的冲锋衣，整体消费能力有限；虽然从行业发展来看，评价一个市场，并不能仅拿消费水平来衡量，业内最关注的还是最广泛消费群体的生活方式，但户外运动自上个世纪80年代末进入国内，在本世纪初期形成一定规模前，户外运动还是少数人玩得起的高端休闲运动；近10年来，中国的户外产业逐渐从

高端运动的定位，扩展至流行时尚的定位（泛户外），其本质是适应消费群体的整体经济实力。

- 目前行业渠道仍以商场为主、价格定位相对于消费者平均收入水平依然偏高，2011年以来，诸多品牌的价格都有所降低，以适应市场的需求，如奥索卡、The North Face、狼爪，价格与以往相比，都有所降低，品牌商“供给”与消费者“需求”的匹配，仍处于摸索阶段。
相较于成熟市场，国内户外产品及渠道结构存在一定差异性
- 与成熟市场相比，目前国内户外运动产业的差异性特征显著，主要体现在产品结构、渠道模式上；国内产品以服饰类为主，渠道以百货商场为主。
 - 美国户外行业的产品品类以配件类（耐用品）为主（背包、炉具、睡袋、帐篷、船等），服装与鞋的占比相对较小，以2011年美国户外用品年销售情况为例，总销售额为117亿美元，其中耐用品、服装、鞋的销售额分别为53亿元（45%）、39亿元（33%）、25亿元（21%）；但目前国内市场上，产品以服饰类为主，《中国户外用品市场2011年度调查报告》显示，主力渠道（百货商场）的终端销售额中，服装类占80%，鞋类占10%。
 - 从销售渠道来看，美国的户外品牌主要通过专业渠道，如专卖店，进行专业销售，专业渠道的收入占比约为60%（中国纺织品商业协会），非专业渠道则包括百货商场、购物中心、超市大卖场等；目前国内销售渠道以百货公司为主（中国纺织品商业协会的数据显示，2011年百货商场完成的销售额占比约为70%）。
- **产品和渠道结构的差异性，根源是国内消费需求仍以大众化为主。**我国的户外用品消费者主要分为两类，专业户外爱好者仍然是少数（技术含量最高的装备类零售额占比仅为10%左右），消费市场主要集中在大众户外休闲领域，大众化消费群体对装备类需求并不多，消费主要集中的服饰类产品上，因此国内户外用品的消费主要集中在服装和鞋上。在户外运动发展初期，参与者少，商场出于资源有限的考虑，仅接纳国际知名品牌如TNF、哥伦比亚等进驻商场；泛户外这一趋势，让更多的消费者成为了户外用品商的最终用户群，消费需求的爆发提高了户外品牌进驻商场的竞争力，大型商场是普通消费者选择和购买商品的主要场所，凭借商场地处城市商业圈、受众面广、人流量大等诸多优势，2006年后，更多的户外用品企业都试图开辟更多的商场渠道，来挖掘潜在消费群体。

国内品牌的规模化发展，顺应泛户外化的发展趋势

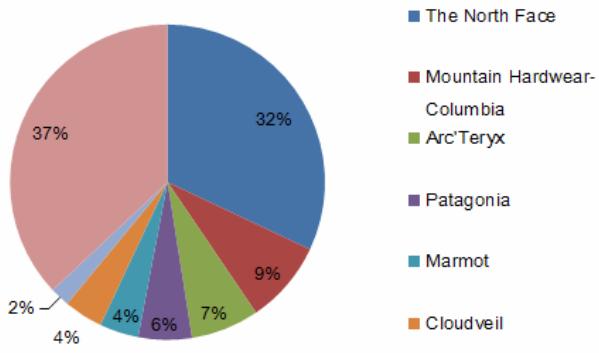
- 国内消费升级所带来的消费潜力吸引了众多国际品牌，但国际品牌全球化产业链运营，一般不会为了某个新兴的市场或区域，而单独设立一个充分适应本土化需求的产品系列，产品定位或结构一般存在一定的“水土不服”；此外，国际品牌诞生于文化更为强势的发达国家，会优先选择以高端、专业的品牌形象抢占消费者心智，树立了高端化的行业地位后，再利用压倒性的品牌优势，向下扩大渠道渗透率；在国际品牌以高价位的产品引领高端消费的同时，大众化消费群体出于消费升级而具备了旺盛的需求，但其整体有限的购买力无法具备高端品牌的定价标准，国内品牌的生存机会即诞生于此，高性价比的竞争优势满足了大众化的消费需求，为覆盖基数较大、品牌消费理念尚不成熟的大众化消费者，规模化扩张成为了国内品牌的最佳选择。
- 在目前国内市场的竞争中，国外品牌以专业性取胜，虽然国际品牌的巨大号召力占据压倒性的品牌优势，但高性价比为国内品牌的发展提供了一定的生存空间；国内品牌在设计研发方面实力薄弱，但仍能借助高性价比的竞争优势，在现有的产品、渠道结构下，避开国际品牌的竞争，首先开拓二、三线市场，专注于规模化发展，期望充分受益于行业的内生增长；但对于功能性较强的产品，长期来看，核心竞争优势是设计研发实力，这是目前国内品牌的软肋。

国内消费市场持续疲软，行业内企业的规模化发展速度预计将放缓

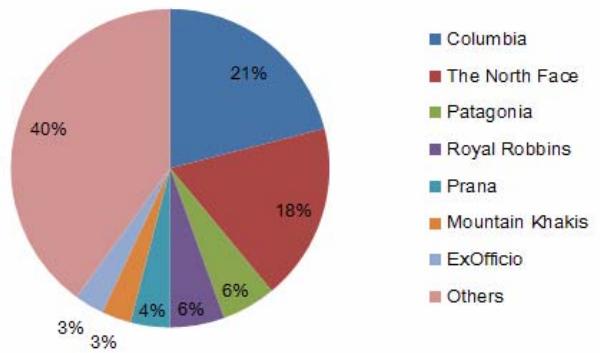
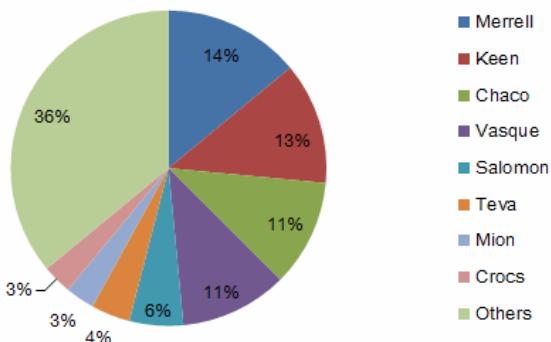
- 中华商业信息中心的统计数据显示，1-8月份全国重点大型百货商场服装的累计销售额、销售量同比增速分别为11.26%、1.79%，明显低于2011年的20.39%、4.88%；在通胀低位运行、打折促销节奏日趋紧凑的大环境下，销售量同比增幅大幅波动的数据（3-8月份单月零售量同比增速1%、10%、1%、6%、3%、5%），一方面反映了销售额10%-15%的同比增长，部分来源于打折促销的透支；另一方面也反映了业内品牌销售情况不乐观，暗示了盈利下滑的压力。消费疲软对企业业绩的影响具有一定的滞后性，业内大部分品牌采用订货制模式，终端销售压力将以下一轮订货会增速下降的方式，滞后体现于公司业绩上。
- 从品牌零售企业的发展历史来看，因受发展阶段的限制，绝大部分品牌精于“渗透”，即“渠道+广告”的模式推动外延式扩张，姑且不考虑各项成本的推高，收入水平的提高也进化了消费者的消费理念，消费者要求更多高性价比品牌和产品的出现；从竞争的角度来看，目前国内品牌一方面面临着相互之间的由于同质化导致的过度竞争，另一方面面临着国际品牌的强势压力，未来的竞争格局呈现出巨大的不确定性，品牌零售企业面临转型。
- 转型期来临，在现实的各种压力下，企业不得不告别过去那个门店急速扩张、零售业绩快速飙升的零售业时代，企业想要在低利润、慢发展、省资源的模式下生存，就必须学会放慢脚步，加强产品创新设计、降低同质化、合理控制生产、预防库存及另辟蹊径来面对整体的经济危机。
- 户外行业受益于消费升级，起步较晚，目前仍处于相对快速的发展阶段，业内企业的规模化发展也符合泛户外化的趋势，但宏观经济大周期的调整期来临，户外行业的周期调整也一定会到，只是存在一定的节奏和力度的细小差异，预计行业内企业的规模化发展速度预计将放缓。

图表1：户外运动的大致分类及主要产品品类

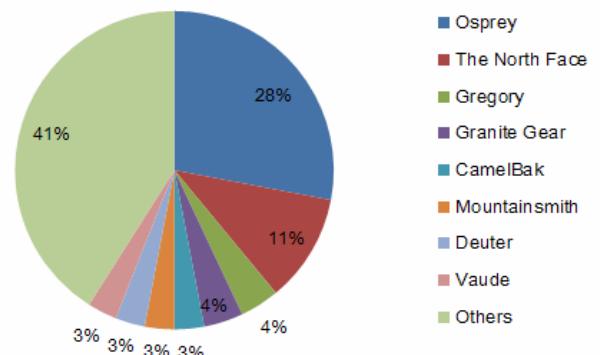

来源：国金证券研究所、迈迪咨询

图表2：2009年全美户外用品销量占比——男性技术服装类


来源：国金证券研究所、SNEWS

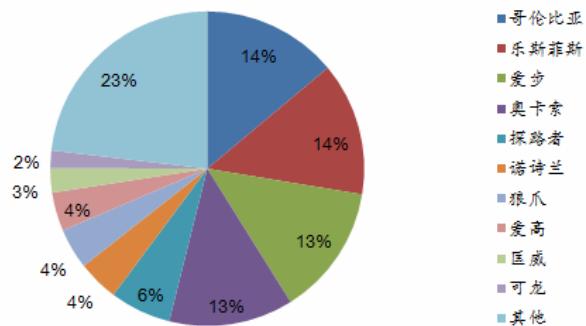
图表3：2009年全美户外用品销量占比——男鞋运动服装类

图表4：2009年全美户外用品销量占比——男性户外鞋


来源：国金证券研究所、SNEWS

图表5：2009年全美户外用品销量占比——背包类


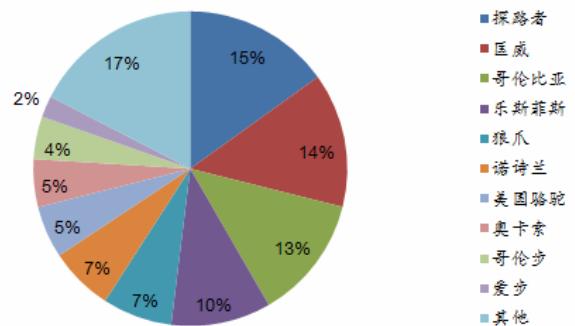
敬请参阅最后一页特别声明

图表6：2011年各品牌市场占有率——一线城市

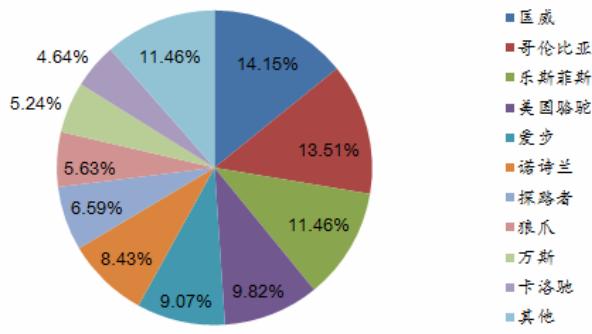


来源：国金证券研究所、2011年户外百货商业报告

图表7：2011年各品牌市场占有率——二线城市

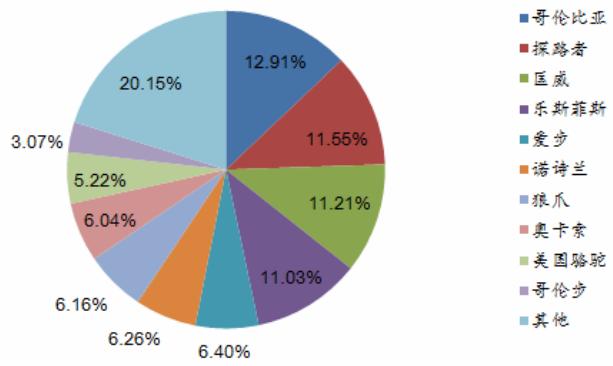


图表8：2011年各品牌市场占有率——三线城市



来源：国金证券研究所、2011年户外百货商业报告

图表9：2011年各品牌市场占有率——全国平均水平



探路者：借力于加盟体系，规模化发展

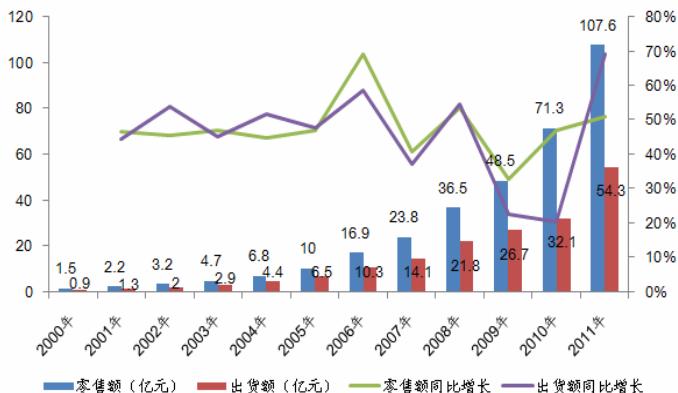
外延式扩张推动规模化发展的经营策略一直未变

- 上市以来公司的经营策略一直未变，即借力于加盟力量，以募集资金为主要资源，借鉴运动品牌的标准化操作模式，在全国范围内提高渠道渗透率。公司以“探路者”为核心品牌，主导产品为户外服装、户外功能鞋和户外装备，其中服装、鞋为销售主力，2011年收入占比分别为69%、22%；公司抓住了行业发展初期的机遇，利用募集资金、借鉴运动品牌的标准化复制门店方式，鼓励加盟渠道扩张，快速提高了公司在全国范围内的渠道渗透率。消费景气度上升、外延式扩张稳步推进，两者相辅相成，共同推动了公司业绩的高速增长。
- 截至2012年中期，公司共有门店1226个，是国内市场上终端布局最广泛的中高端户外品牌；在终端门店数量年复合增长率达到41%的同时，收入及净利润分别实现了60%、102%的复合增长。2011年公司收入规模达到7.5亿，在华北区域销售最为强势，2011年收入占比为40%；对于相对薄弱的销售区域，公司近期尝试与宝胜等成熟的体育用品品牌零售商合作，以期在薄弱市场有所突破。据中国行业企业信息发布中心的资料显示，2008-2011年公司在全国市场同类产品销售中保持销量第一；从市场占有率的角度来看，2010年在国内市场销售额份额为9.18%（中华全国商业信息中心），仅次于哥伦比亚（16.96%）、诺斯菲斯（14.09%），2011年上升至第二名。

泛户外化、多品牌经营，效果有待观察

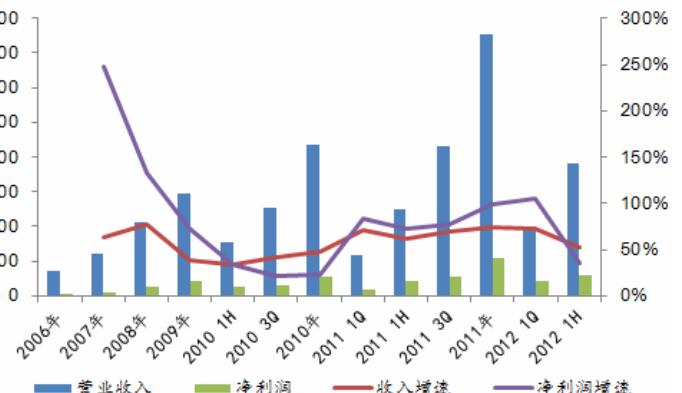
- 从国际品牌的发展历程来看，外延式扩张带来的规模化成长，基本能以相同的节奏带动业绩的同步增长，这是品牌历程中增长确定性最强的一个阶段；在企业外延式扩张到达一定的瓶颈阶段后，业绩增长的诉求倒逼企业注重内生性增长，终端门店的精细化管理被提上日程；但由于内生性增长需要较为持续、长期的投入，过程持续时间长且并不一定能达到预定的效果，反映在报表里，即公司财务指标变动大，业绩的波动性强。
- 国内服装品牌的发展不过短短十几年的时间，外延式扩张带动业绩增长是主旋律，业内企业身处其中，较为擅长以加盟扩张+整体营销的模式，提高渠道的渗透率，进而带来业绩的同步增长。公司的发展策略符合这一增长模式，但鉴于专业户外用品行业的小众性，规模化发展受到限制，这也是国际户外品牌发展规模较小但各自均有所专长的根本原因。公司作为崛起的国内品牌，受制于研发实力的相对薄弱，短时间内无法形成自己的核心专业化优势，在产品研发能力稳步提升的同时，公司采用产品系列化的模式，定位“泛户外”，希望扩大规模化成长的空间。
- 产品系列化对渠道扩张的推进提供了支撑。渠道扩张本质上是一种成本先行的投入模式，考虑到各项成本的持续推高（人力、租金、融资成本），终端能否尽快实现盈亏平衡，在一定程度上决定了终端的扩张速度，产品系列化拓展了产品范围，支撑起了终端的销售规模，进而支撑起渠道扩张的推进。目前主品牌探路者共有四个系列，PERFORMANCE（专业户外系列）、DAILY（户外旅行系列）、VINTAGE-TOREAD（功能休闲系列）、LIFE-STYLE（时尚生活系列），四个系列在设计理念、定位与功能上均有所侧重。
- 泛户外行业的快速发展带来不同档次品牌的结构性发展机会，公司以“探路者”为现阶段公司的核心业务，尝试建设两个新品牌——一定位于户外休闲领域的Discovery Expedition和电子商务领域的阿肯诺（Acanu），开发满足户外休闲活动消费者以及互联网电商消费群体多层次需求的产品系列；从定价策略来看，Discovery Expedition的价格比探路者高20%-30%，定位高端，阿肯诺的价格比探路者低20%-30%，定位中端。
- 公司逐步开启多品牌和多系列发展战略，但仍面临很大不确定性，因为新品牌创立需要大量资源投入，而且需要较长时间，在建立过程中，反而带来费用和存货的飙升；新产品系列同样需要让消费者明确系列之间的差异和特点，同样需要大量资源投入和时间花费。

图表10: 2000年以来, 中国户外用品行业零售额和出货额情况



来源: 国金证券研究所、公司年报、中华商业信息中心

图表11: 近6年来公司收入及净利润分别实现了60%、102%的复合增长

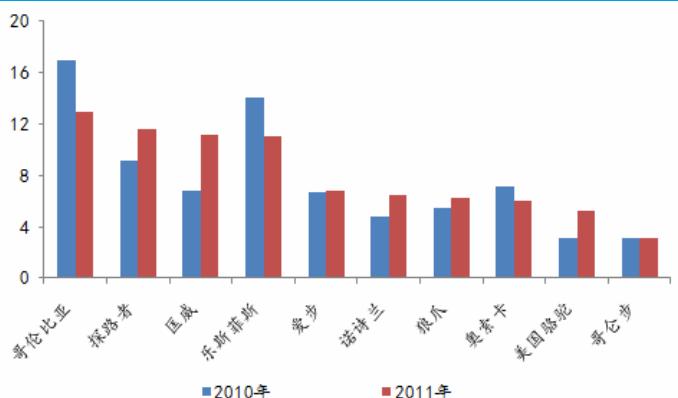


图表12: 外延式扩张推动公司收入同步增长



来源: 国金证券研究所、公司年报、中华商业信息中心

图表13: 近两年来公司市场占有率均居行业前三位



预计公司的高成长特征将受压于国内消费的持续疲软

- 纺织服装板块的2012年的中报业绩, 主要特征是收入平稳增长, 但净利润增速二季度下滑趋势明显(详见9月份月报《行业内复苏希望不大》), 我们认为这充分体现了二季度以来, 国内消费需求并未明显改善之际, 业内公司加大了销售力度, 费用投入力度更大; 鉴于公司以加盟模式为主要渠道体系, 且一直以来对加盟商支持力度较大, 未来公司业绩的持续性, 将更多体现在加盟体系的抗风险能力的提升上; 此外, 我们认为公司上半年面临较大的竞争压力(国际品牌的打折促销力度加大), 体现在业绩上, 公司上半年二季度的收入增速环比下滑; 公司未来如何保持经销商的积极性、如何更加保持高性价比的竞争优势, 将成为业绩能否保持高速增长的关键。
- 上半年公司微调经营策略, 产品降价以巩固竞争优势: 行业处于快速发展期, 消费者的品牌消费理念不成熟, 目前国内户外用品市场的竞争策略主要是价格竞争, 探路者与哥伦比亚、乐斯菲斯、狼爪的价差基本保持在一个恒定的水平; 上半年内销市场持续疲软, 国际品牌在一定程度上通过打折促销来增加销售量, 这是公司定价策略调整的根本原因; 受益于产业链运营效率的改善, 成本下降为产品降价提供了一定的对冲空间, 规避了公司盈利能力下降的风险。公司微调定价策略, 一方面增加品牌竞争力, 抢占市场份额; 另一方面也反应了公司已敏感意识到消费增速下滑所带来的竞争压力, 公司的竞争优势暂时得以维护。

- 以加盟体系为主力，短期内通过外延式扩张能够带来业绩同步的高速增长，这是公司过去业绩持续高成长的原因；细究业绩成长的驱动因素，经销商动力足（需求旺盛、公司支持力度大）、产品高性价比是两大核心驱动因素；目前行业的运营环境趋于恶化，消费持续疲软将影响各行各业，虽然各子行业所处的发展阶段不同，但任何行业、业内任何公司都无法独善其身，需求不足必定带来终端销售压力，势必影响经销商的扩张动力，虽然公司前期支持力度较大，未来也存在继续加大扶持经销商的能力，但本质上是个体经营的经销商，抗风险能力较弱，在整体消费不足的环境下，趋利避害的本性势必会影响终端的扩张速度；由于公司前期高速发展，其扩张的惯性导致公司的各项费用开支仍处于匹配高速增长的阶段，短期内无法遏止，这样就带来**终端扩张放缓、成本（费用率）上升的风险**；此外，消费需求不足带来竞争的加剧，上半年狼爪等竞争对手加大促销力度给公司带来了相应的降价压力，虽然公司供应链运营效率的提高能对冲掉一部分利益损失，但对于外延式扩张的成长性企业而言，供应链效率的持续提升对公司管理架构、运营实力、应变能力的要求非常高，为公司带来极大的管理难度和风险；从运营效率提升从而降低产品成本的角度来看，空间毕竟有限；我们预期年内消费疲软的态势不会有明显的改善，未来随着竞争的加剧，公司面临着**竞争优势（高性价比）弱化的风险**。公司未来的业绩能否继续高速增长，在现有经营策略大方向不变、业绩驱动因素弱化的前提下，将更多依赖于公司的运营实力及应变能力。
- 此外，公司目前渠道规模已达 1226 家，我们预计未来渠道扩张的空间有限。首先，户外行业的外延空间，无法直接与运动品牌相比，首先，产品的普及性并非那么强；其次，无法走农村包围城市的策略；其次，从消费需求的角度来看，消费者频繁购买的频率不高，但跟随技术升级而更新设备的消费特点更突出，因此对产品专业性、品牌文化的认同诉求更强烈；再次，功能性较强的户外产品，其渠道扩张要综合考虑城市的消费能力、旅游资源等因素，这与传统的运动品牌、休闲品牌的外延式扩张略有不同，旅游资源属性是考虑能否大规模开店、开多少店的主要考虑因素之一（旅游资源、经济实力是决定一个区域户外市场发展快慢的重要因素，相对来讲，西部有较好的资源，西部的人之前参与户外活动比较多，经验丰富、装备到位，在做服务型的户外商业时有天然的优势；东部沿海地区居民收入水平较高，但各方面因素不够均衡，如沿海城市青岛、大连等，户外运动的活跃度不如西部）；最后，在三线以下城市开店的成功概率相对较小，三线以下的城市，消费意识尚未形成，公司未来的市场仍然集中在一二线。

盈利预测及估值

■ 盈利预测假设：

- 公司相对强势的产品是服装、鞋，预计 2012-2014 年服装类收入增速分别为 50%、45%、30%；鞋类收入增速分别为 40%、35%、20%；装备类作为公司相对弱势的产品，目前收入规模相对较小，预计 2012-2014 年收入增速分别为 40%、35%、20%。
- 从各产品品类的盈利能力来看，随着公司竞争策略的调整，打折促销力度的加大，毛利率略有下降的概率加大，预计服装类毛利率未来三年分别为 52.5%、50.5%、50%；鞋类毛利率分别为 48%、46%、45%；装备类产品毛利率预计在未来三年，分别为 40%、38%、37%。
- 竞争的加剧预计将带来增速更高的销售费用，预计 2012-2014 年公司的销售费用率分别为 17.5%、17%、17%，管理费用率分别为 11.5%、11%、11%。

■ 盈利预测和估值

- 公司具备一定的先发优势，目前也具备了一定的渠道资源价值，但考虑到目前行业的运营环境，公司未来业绩的持续增长性，主要依靠管理团队的运营实力和应变能力；我们预计公司 2012-2014 年分别实现销售收入 11.04 亿元、15.67 亿元、19.93 亿元，分别同比增长 46.42%、42.02%、27.17%；实现归属于母公司净利润分别为 1.71 亿元、2.17 亿元、2.63 亿元，分别同比增长 59.71%、26.72%、21.06%，对应 EPS 分别为 0.489 元、0.620 元、0.750 元。
- **目标价 17.12 元-19.56 元：**作为纺织服装板块内的唯一一家创业板上市的企业，我们认为从 ROE 与 G 的相互影响来看，公司属于 ROE 驱动型企业，公司的未来高成长依赖于资本的持续投入（渠道建设、扶持经销商），公司作为唯一一家上市的户外企业，这为公司带来一定的保护优势。公司未来主要跟随着市场的内生增长速度（若企业运营实力日益强大，也具备市场份额继续扩大的可能），考虑到公司历史 PE 的波动水平，我们给予公司 2012 年 35-40 倍的估值水平，对应 17.12 元-19.56 元的目标价，给予增持评级。

风险提示

- **管理风险：**2006-2011 年，公司已经持续高速增长了 6 年，业绩的快速增长、业务的持续拓展，预计公司未来的管理方面的压力较大；若品牌维护不及时，品牌管理的混乱将导致加盟店没有优势。我们认为这是公司未来最大的风险点。
- **品牌专业化形象的提升不足风险：**探路者早期是做休闲户外，这也是公司在泛户外化趋势下迅速崛起的原因；专业户外有一个很大的特点，即装备非常好，而国内本土户外的装备因研发实力相对较弱的缘故，销售情况均不理想。在这样的大背景下，公司渠道覆盖率的提高带来业绩增长的同时，产品专业化提升方面，沉淀不足，与国际品牌差距依然较大；若公司在专业性方面的研发实力无法稳步提升，将影响品牌的专业性形象。
- **财务风险：**收入方面，在增速下滑的背景下，经销商由于抗风险能力较弱，将以较快的速度趋于谨慎，考虑到公司之前对加盟商的支持力度较大，未来将以更多的投入，支持加盟商现有的渠道扩张速度，预计将产生更多的存货及应收账款增长压力；此外，从市场竞争的角度出发，降价、促销力度加大等营销措施，在拉动收入增长的同时，将产生更多的销售费用，对净利润增长的压力较大。
- **估值风险：**以 ROE 驱动的企业关键是资本持续投入，在市场达到饱和以后，需要有开拓新领域的能力；有部分行业本身会阶段性甚至很长时间地需求爆发，瓶颈就会阶段性地不存在，但是最终周期走完，会面临痛苦，甚至有部分企业因为赚的收入一直作为资本投入会在最后全部损失完毕。
- **大小非股东解禁的风险：**公司 9 月 26 日发布公告，控股股东盛发强、王静及创始股东蒋中富承诺将所持 90% 股份的限售期延长 12 个月至 2013 年 10 月 30 日，且在 2012 年 12 月 31 日前不减持其所持有的探路者股份。解禁股的承接对象是 QFII 和私募，公司希望锁定期在一年以上。本次全部解禁股数量由公告前的 6117 万股减少至 3494 万股（且 1748 万股在年底前不减持），占总股本比例由 17.35% 减少至 9.91%。

图表14：销售预测

项目	2006	2007	2008	1H09	2009	1H10	2010	1H11	2011	1H12	2012E	2013E	2014E
服装类													
销售收入(百万元)	29.89	58.80	108.27	60.37	171.41	95.20	291.28	157.81	516.60	247.12	774.90	1,123.61	1,460.69
增长率(%)	96.75%	84.12%		58.32%	57.70%	69.93%	65.77%	77.36%	56.60%	50.00%	45.00%	30.00%	
毛利率	20.90%	32.33%	44.88%	46.39%	48.26%	47.76%	48.75%	50.00%	48.45%	53.39%	52.50%	50.50%	50.00%
销售成本(百万元)	23.64	39.79	59.68	32.36	88.69	49.73	149.28	78.91	266.31	115.18	368.08	556.19	730.35
增长率(%)	68.32%	49.99%		48.61%	53.68%	68.32%	58.67%	78.40%	45.98%	146.57%	51.11%	31.31%	
毛利(百万元)	6.25	19.01	48.59	28.01	82.72	45.47	142.00	78.90	250.29	131.94	406.82	567.42	730.35
增长率(%)	204.38%	155.56%		70.25%	62.35%	71.66%	73.52%	76.26%	67.22%	186.50%	39.48%	28.71%	
占总销售额比重	41.14%	50.44%	51.92%	52.56%	58.39%	61.81%	67.39%	63.29%	68.75%	65.49%	70.22%	71.69%	52.01%
占主营业务利润比重	29.80%	47.74%	52.63%	53.54%	58.85%	61.40%	67.27%	63.48%	69.81%	68.21%	73.04%	74.54%	53.13%
鞋类													
销售收入(百万元)	16.60	28.40	52.02	28.28	66.78	35.95	94.51	61.93	166.56	87.79	233.18	314.79	377.75
增长率(%)	71.07%	83.19%		28.38%	27.14%	41.52%	72.27%	76.23%	41.76%	40.00%	35.00%	20.00%	
毛利率	20.84%	29.00%	42.44%	44.12%	46.12%	47.07%	47.63%	49.61%	47.84%	49.60%	48.00%	46.00%	45.00%
销售成本(百万元)	13.14	20.16	29.94	15.80	35.98	19.03	49.49	31.21	86.88	44.25	121.25	169.99	207.76
增长率(%)	53.42%	48.51%		20.18%	20.44%	37.56%	63.99%	75.52%	41.78%	144.98%	40.19%	22.22%	
毛利(百万元)	3.46	8.24	22.08	12.48	30.80	16.92	45.02	30.72	79.68	43.55	111.93	144.80	169.99
增长率(%)	138.09%	168.08%		39.50%	35.63%	46.16%	81.57%	77.01%	41.74%	148.64%	29.38%	17.39%	
占总销售额比重	22.85%	24.36%	24.95%	24.62%	22.75%	23.34%	21.87%	24.84%	22.17%	23.27%	21.13%	20.08%	25.61%
占主营业务利润比重	16.50%	20.68%	23.92%	23.85%	21.91%	22.85%	21.33%	24.72%	22.22%	22.51%	20.10%	19.02%	24.75%
装备类													
销售收入(百万元)	26.16	29.38	48.24	26.22	55.36	22.87	46.45	29.60	68.23	42.43	95.52	128.95	154.73
增长率(%)	12.30%	64.19%		14.76%	-12.76%	-16.09%	29.41%	46.88%	43.37%	40.00%	35.00%	20.00%	
毛利率	43.01%	42.82%	44.88%	45.11%	48.87%	50.98%	51.82%	49.55%	41.88%	42.27%	40.00%	38.00%	37.00%
销售成本(百万元)	14.91	16.80	26.59	14.39	28.31	11.21	22.38	14.93	39.65	24.50	57.31	79.95	97.48
增长率(%)	12.68%	58.27%		6.45%	-22.10%	-20.94%	33.20%	77.18%	64.06%	156.08%	39.50%	21.94%	
毛利(百万元)	11.25	12.58	21.65	11.83	27.05	11.66	24.07	14.66	28.57	17.94	38.21	49.00	57.25
增长率(%)	11.79%	72.10%		24.95%	-1.40%	-11.03%	25.77%	18.70%	22.31%	58.73%	28.25%	16.84%	
占总销售额比重	36.01%	25.20%	23.13%	22.82%	18.86%	14.85%	10.75%	11.87%	9.08%	11.25%	8.65%	8.23%	22.38%
占主营业务利润比重	53.69%	31.59%	23.45%	22.61%	19.25%	15.75%	11.40%	11.80%	7.97%	9.27%	6.86%	6.44%	22.12%
销售总收入(百万元)	72.65	116.58	208.53	114.86	293.55	154.02	432.24	249.33	751.38	377.35	1103.60	1567.35	1993.18
销售总成本(百万元)	51.69	76.75	116.21	62.55	152.97	79.97	221.15	125.05	392.84	183.93	546.64	806.12	1035.59
毛利(百万元)	20.96	39.83	92.32	52.31	140.58	74.05	211.09	124.29	358.55	193.42	556.96	761.23	957.58
平均毛利率	28.85%	34.17%	44.27%	45.54%	47.89%	48.08%	48.84%	49.85%	47.72%	51.26%	50.47%	48.57%	48.04%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	294	434	754	1,104	1,567	1,993
增长率	47.9%	73.6%	46.4%	42.0%	27.2%	
主营业务成本	-153	-221	-395	-547	-806	-1,036
%销售收入	52.1%	51.0%	52.5%	49.5%	51.4%	52.0%
毛利	141	213	358	557	761	958
%销售收入	47.9%	49.0%	47.5%	50.5%	48.6%	48.0%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-6	-8	-10
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-57	-92	-118	-193	-266	-339
%销售收入	19.3%	21.3%	15.7%	17.5%	17.0%	17.0%
管理费用	-32	-54	-91	-127	-172	-219
%销售收入	11.0%	12.4%	12.1%	11.5%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	50	65	145	231	315	390
%销售收入	17.0%	14.9%	19.3%	21.0%	20.1%	19.5%
财务费用	0	4	4	3	-6	-16
%销售收入	-0.1%	-0.9%	-0.5%	-0.2%	0.4%	0.8%
资产减值损失	-4	-3	-26	-6	-19	-24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	46	65	123	228	289	350
营业利润率	15.8%	15.0%	16.4%	20.7%	18.4%	17.6%
营业外收支	5	-1	1	0	0	0
税前利润	52	64	125	228	289	350
利润率	17.6%	14.8%	16.5%	20.7%	18.4%	17.6%
所得税	-8	-10	-18	-57	-72	-88
所得税率	14.9%	16.0%	14.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	44	54	107	171	217	263
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	44	54	107	171	217	263
净利率	15.0%	12.4%	14.2%	15.5%	13.8%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	44	54	107	171	217	263
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	9	34	16	33	41
非经营收益	0	0	-8	12	16	27
营运资金变动	-3	22	-4	-172	-217	-321
经营活动现金净流	49	84	129	27	48	9
资本开支	-8	-98	-132	-100	-99	-100
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	-1	-2	0	0	0	0
投资活动现金净流	-9	-100	-132	-101	-99	-100
股权募资	327	1	2	0	0	0
债权募资	-15	0	0	113	247	312
其他	13	-15	-14	-4	-96	-121
筹资活动现金净流	324	-14	-12	109	151	191
现金净流量	363	-30	-14	35	100	100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	410	379	365	400	500	600
应收款项	11	13	19	120	274	504
存货	71	89	178	235	378	533
其他流动资产	1	7	15	13	18	23
流动资产	492	489	577	768	1,170	1,660
%总资产	92.4%	78.3%	68.2%	68.7%	72.9%	76.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	37	129	254	345	432	515
%总资产	6.9%	20.6%	30.0%	30.9%	26.9%	23.6%
无形资产	4	8	6	2	2	2
非流动资产	41	137	269	350	436	519
%总资产	7.8%	22.0%	31.8%	31.3%	27.1%	23.8%
资产总计	532	624	845	1,118	1,606	2,179
短期借款	0	0	0	113	360	670
应付款项	68	107	193	190	277	355
其他流动负债	8	22	47	119	149	178
流动负债	76	128	239	421	786	1,203
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
负债	76	128	239	421	786	1,204
普通股股东权益	457	499	606	697	820	975
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	533	627	845	1,118	1,606	2,179
比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.657	0.402	0.400	0.489	0.620	0.750
每股净资产	6.819	3.722	2.261	2.600	3.059	3.638
每股经营现金流	0.727	0.627	0.483	0.101	0.178	0.035
每股股利	0.200	0.100	0.100	0.300	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	9.64%	10.81%	17.68%	24.56%	26.45%	26.92%
总资产收益率	8.26%	8.59%	12.67%	15.31%	13.51%	12.05%
投入资本收益率	9.31%	10.86%	20.60%	21.45%	20.00%	17.74%
增长率						
主营业务收入增长率	38.46%	47.86%	73.64%	46.42%	42.02%	27.17%
EBIT增长率	46.22%	29.20%	125.02%	59.34%	35.93%	23.84%
净利润增长率	72.92%	22.39%	98.81%	59.71%	26.72%	21.06%
总资产增长率	230.45%	17.62%	34.80%	32.25%	43.61%	35.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.0	5.4	5.0	35.0	60.0	90.0
存货周转天数	148.2	131.8	123.3	160.0	180.0	200.0
应付账款周转天数	59.2	74.1	88.6	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	45.4	91.8	110.7	105.5	94.5	89.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-89.64%	-76.07%	-60.25%	-41.26%	-17.10%	7.32%
EBIT利息保障倍数	-115.5	-17.3	-38.5	-87.7	50.7	24.8
资产负债率	14.32%	20.48%	28.32%	37.68%	48.94%	55.25%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	13	14	41
增持	0	2	17	19	36
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.59	1.58	1.52

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-02-15	增持	12.88	35.18 ~ 38.38
2 2011-03-20	增持	11.55	32.30 ~ 38.70
3 2011-07-17	增持	13.34	17.74
4 2011-08-17	增持	15.21	N/A
5 2012-02-10	增持	13.59	N/A
6 2012-04-10	增持	15.99	N/A
7 2012-04-24	增持	15.24	N/A
8 2012-08-15	增持	20.00	N/A

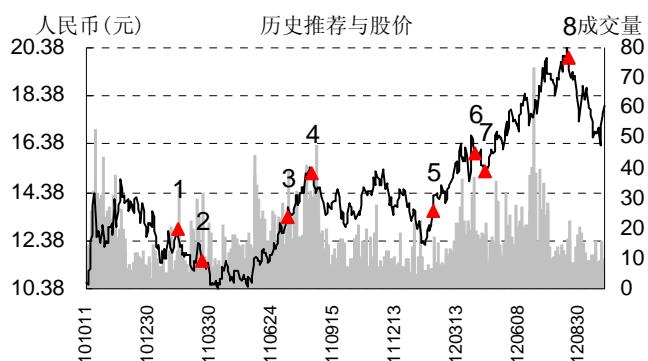
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B