



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：纺织品及服装

苏铖

证券投资咨询业务证书编号：S1300512090001
(8621) 2032 8510
cheng.su@bocichina.com

*陈作佳为本报告重要贡献者

探路者调研纪要：行业导入期特征显著，拓产品强渠道推进品类渗透

我们于2013年3月12日对探路者(300005.CH/人民币14.16,未有评级)进行调研，就行业及公司的运营情况与管理层进行了交流。

调研结论：

户外行业进入导入期特征仍较明显，行业对百货渠道的依存性促使份额向强势品牌集中

2012年户外行业规模同比增长35%至约196亿，虽因宏观及竞争加剧因素较前5年约50%的年均增速有所放缓，但就微观来看，公司在快速展店的同时在2011、12及13年春节期间仍录得约16%、13%和11%的同店增长，显示行业仍处于产品渗透率快速提升的导入阶段。

由于受众的不足，街边店在集客能力和运营坪效上较百货存在显著差距，我们认为百货渠道在短期内仍将是扩张的首选。ISPO数据显示，2012年行业百货渠道增速达50%，高于街边店及专业店，强势品牌有望依靠良好的历史业绩及和百货长期的合作关系而获得份额的持续提升。

1+2月销售数据放缓，宏观环境转弱，零售管理能力不足制约销售目标实现。

我们估计公司1+2月实现线下收入同比增长约40%-45%，较12年11+12月约50%的增速有所下滑。其中春节期间实现收入同比增长约40%，对应同店增速11%。公司12年秋冬产品直营售罄率约为66%，加盟售罄率约60%，由于秋冬产品的实际销售季将延伸至3月末，我们预计届时产品售罄率有望达到70%的水平。

售罄率低于先前80%的预期的原因在于：

- 1) 13年春节时间较晚，南方地区气候提前转暖导致部分产品春节高峰期销售情况低于预期；
- 2) 消费者需求呈现转变，故在春节假日更多选择出游而非购物从而导致春节销售增长较缓；
- 3) 前期快速的门店扩张和12年较低的售罄率加剧了部分经销商的资金周转压力，导致终端因提货延误而错过最佳销售季；
- 4) 公司零售及供应链管理在执行层面尚有不足，导致终端出现畅销款断货的情况。

产品线延伸+经销商改造内外并举推动品类渗透

公司2012年明确中端和“生活户外”的品牌定位，并围绕产品线延伸及渠道实力强化为主线，推动户外品类的渗透。

产品方面，公司自 12 年秋冬产品起将核心产品价格下调 20%-25%，同时针对日常穿着、户外旅行及专业户外等细分需求延伸产品线，以期覆盖更为广泛的价格带和客户群。

在渠道拓展方面，公司通过引进大型经销商和对既有经销商的改造，以实现经销商运营的公司化和管理的专业化。宝胜道吉目前覆盖公司原先较弱势的安徽地区，销售占比约 20%-30%，并将有望在 13 年将代理范围扩张至东北、西北地区。同时公司致力于对既有经销商的改革，使其成为具备自负盈亏能力的公司化运作实体。我们预计至 13 年底大经销商及改造后经销商占比将达总销售收入近 60%，从而基本完成对渠道的改造。

电商渠道，新品牌稳健推进

公司认为当主品牌发展至约 2,500-3,000 家门店或约 40 亿规模时易遇成长瓶颈，故渠道多元化和多品牌策略将是公司 13 年以后的重要发展路径。

公司自 12 年起积极拓展线上和线下协同，并引入阿肯诺和 Discovery 品牌。我们预计至 13 年底，电商销售占比有望提升至约 15%，而公司的多品牌策略也有望在 2015-16 年期间初具规模。

投资建议：

我们认为高单价和专业度仍是目前的户外品类渗透的主要障碍，公司采用拓展产品线和价格带的方式推动品牌扩张，有望借力强势经销商实现收入的快速扩张。公司目前 13-14 年一致盈利预期为 0.71 元和 1.00 元，当前股价对应 2013 年 19 倍市盈率，估值合理，建议投资者关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371