



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

调研的主要结论

终端零售维持较快增长。探路者(300005.CH/人民币 15.51, 未有评级)13年1季度收入同比增长 36.5%至 2.74 亿元, 净增门店 48 家至 1,443 家。我们估计公司 1-4 月同店增长 3-4%, 五一期间同店增长 18%以上, 在服装行业总体同店负增长的背景下, 户外子行业仍维持较高景气度。

强化专业品牌定位, 价格带延伸推动渠道下沉。面对“泛户外”品牌对行业的冲击, 公司在维系面向大众定位的同时, 扩充高端产品线 and 体育营销方式提升品牌专业度和实现市场定位的区分。目前公司赞助对象包括中国南北极科考队、罗塞尔喜马拉雅团队等, 同时专业级产品线 Hero 系列的推出也有助于强化公司专业户外产品的定位。而在品类渗透方面, 公司于 12 年降低主营产品价格 20%-25%, 目前主流定位的 Trekking 和 Travel 系列占公司收入的约 80%, 仍是公司业绩的主要来源。

价格带和潜在客群仍是行业渗透的主要阻碍, 商场渠道仍有扩张空间。目前运动品牌户外产品线的主力价格带在 500-700 元, 故尽管公司 12 年起大幅下调核心产品价格带, 较高的价格和规模相对有限的覆盖人群仍是公司实现三线市场和街边店渠道渗透的主要障碍, 故而商场渠道仍是短期内仍将是行业的主流。参照百丽品牌的渠道规模, 我们静态估计国内商场渠道资源大致在 2,000-2,500 家之间, 仍为公司提供较大扩张空间。

多品牌战略级电商平台贡献助推中期业绩增长。公司计划 2017 年达到约 40 亿的收入和 6.8 亿元的利润水平, 其中探路者品牌实现 2,500-2,800 家渠道规模和约 28 亿收入规模; Discovery 品牌实现 10 亿收入, Acanu 实现 2 亿元收入。除现有品牌外, 公司拟通过并购方式逐步建立多品牌运营矩阵。同时借助线上户外装备服务整合平台的建立, 逐步提升线上渠道销售占比, 我们预计 2015 年电商收入占比可达 25%-30%水平。

问答交流部分

Q1: 从公司的描述上看, 主品牌探路者的定位似乎有从泛户外向专业户外转型, 是出于什么原因?

公司的主要思路是打高, 卖低, 即一方面强化品牌的专业化定位, 另一方面大众市场仍将是公司销售的主要来源。

从公司多运动品发展的研究来看, 当品牌脱离运动精神时便容易衰败。目前部分品牌选用不符合户外运动要求的材料制造所谓“泛户外”产品, 从而弱化和户外和休闲的差异。

公司希望通过专业户外和户外精神的强化, 实现对“泛户外”的区隔。具体而言, Hero 系列主要满足 8,000 米以上海拔等极限需求, 主要用以强化探路者品牌的专业化形象; 而面向大众的 Trekking 和 Travel 系列仍是公司业绩的主要来源, 销售占比在 80%以上。

Q2：公司提出延伸户外服务业务，具体有何规划

初期的设想包含天气预报、酒店和驿站等业务，公司认为运动装备和服务的结合有望产生更大的合力。

Q3：未来多品牌的规划？

市场营销领域的深度营销意味着满足客户更为细分的消费需求。例如在户外领域，湖钓和海钓，摄影和自驾对户外装备皆有不同要求，需要更细分的品牌加以满足。探路者拥有上市融资渠道，认为有必要开始逐步建立多品牌运营的架构。

Q4：公司 12 年产品价格带大幅降低，为什么可以实现毛利率的大幅提升？

需求方面：基于过去市场销售情况反馈、行业消费和技术发展趋势确定产品品类及价格带，提升产品适销性。

生产方面：建立战略合作伙伴关系，对核心种类，核心价格带产品实行集中采购，推动 2012 年成本有 15%-20%左右的降低，是公司毛利率上升的主要原因。

公司供应链未来的发展将更加注重零售管理和提升供应链柔性。例如，公司在根据 11 年春夏订货会的售罄情况，及时调整 12 年春夏产品，对畅销品类进行翻单，对滞销产品削减订单。在供应链反应速度方面，将引入备坯管理体系，提高畅销款补货效率。

Q5：多品牌运营中的核心能力是什么？

- 1) 零售管理能力。首先公司和经销商层面已形成关注零售数据的企业文化，公司会每周追踪售罄率和零售情况，并通过补货和促销在当季完成调整；其次建立对店长的培训和激励机制；
- 2) 供应链效率提升；
- 3) 品牌定位，宣传、推广和品牌精神的塑造。

Q6：董事长减持股票的原因？

董事长计划减持不超过所持股份 10%。主要目的是奖励。

Q6：并购的标准？

并购的方向在于：

- 1) 未来有突破性发展的行业的前三或者前二的企业；
- 2) 未来业绩有望实现大幅增长的；
- 3) 电商互联网平台或服务型企业。

并购品牌的标准：成熟品牌收入 1 亿元以上，市值 15 亿元以下的企业，互联网企业条件可以放宽。公司估值希望在 10 倍市盈率左右。

Q7: 对直营渠道的定位, Acanu 的 12 年业绩比较有限, 是什么原因?

直营渠道的定位在于: 1) 市场信息的搜集者; 2) 连锁店铺的标杆; 3) 作为加盟门店的预备, 控制加盟渠道的风险。公司目前的规划是直营收入占比不超过 30%, 2012 年直营收入占比 17%-18%。

2012 年新增 354 家门店, 其中 60% 处于二线城市 (不太发达的省会、发达的地级市)。13 年 1 季度, 二线城市的覆盖率不到 80%, 公司认为对二线城市城市覆盖也将是未来发展的重要渠道。

Acanu 去年 100 多万收入, 亏损 100 多万。2012 年主要是团队的构造, 以及产品调性风格的确定, 公司计划 13 年 3,000 万元以上, 3 年内达到 1.5 亿元左右的体量。

Q8: 公司参与如何推广户外运动?

中国登山协会和各户外品牌的广告投入对行业的推广有一定作用, 但政府推动是最为重要的条件。相比美国, 中国户外营地, 房车营地等资源仍有很大差距, 随着政府职能向服务型政府转型, 随着新兴的消费需求的产生, 政府应该提供必要的基础设施建设的支持。

Q9: 公司推出户外服务提供商, 国外是否有相关案例?

品牌商做平台的情况是比较少见的, 更多的平台提供商是专业零售企业 (品类杀手)。例如美国的 REI 平均单店提供 2,000-5,000 SKU, 销售各类户外用品的同时增加自有品牌占比和提供相关旅行服务。国内的三夫户外主要是在模仿 REI 的模式。

公司认为目前的当务之急是建立消费者粘性, 未来谁能培育起忠实客户群, 谁将在竞争中占有主导权, 例如在家电行业中的国美和苏宁, 任何单一品牌的进退对这些企业而言的影响都较为有限。

Q10: 13 年 1 季度毛利率有较为明显的下滑, 是什么原因? 据说公司渠道存在加盟商收归直营, 待运营情况好转后转回加盟的情况, 这是否构成 1 季度毛利率下滑的原因?

1) 12 年毛利率提升的重要原因是电商渠道销售占比的提升, 而电子商务的销售毛利率高于渠道。电商的销售主要集中在下半年, 1 季度的销售相对较少。(不能解释 1 季度毛利率下滑的原因, 除非 13 年电商销售占比弱于 12 年)

2) 公司为鼓励加盟商的街边店, 对达到一定规模的经销商街边店进行补贴, 1 季度对 12 年经销商的补贴进行了兑现冲减了部分毛利;

公司收并加盟商门店主要是在更换加盟商过程当中, 新加盟商不愿意直接和原有经销商接触的缘故, 在此过程中公司仅仅充当一个中介作用

Q11: 户外装备占比仍然较低, 未来对三大品类占比的规划是什么?

目前: 服装 65%, 23%-30% 为鞋类, 9% 为装备。

未来: 鞋类 30% 以上; 装备 20% 以上。

品类方面将重点强化冲锋衣品类。

Q12: 公司近期的运营状况, 12 年秋冬和 13 年春夏的售罄率情况?

1-4 月同店增长在 3%-4%, 五一节三天零售增长在 52%左右, 扣除店铺 30%的增长, 同店增长超过 18%。2012 年秋冬售罄率全国超过 72%, 直营超过 75%。但由于春季气候问题, 13 年春夏产品的售罄率在 14%左右。

Q13: 公司正在推行二级经销商制度, 这似乎是与行业渠道扁平化的基本趋势是相反的, 是什么考虑?

公司目前有 60 家一级代理商, 在二线和部分三线城市, 鼓励开发二级经销商; 公司开拓加盟的核心逻辑在于能够对渠道相关方提供持续盈利, 例如运动品中的 Nike 和 adidas 在 08 年前是很少有直营店, 如果没有 08 年对行业的错误判断, 公司认为运动品牌仍然能够做到经销商渠道的盈利。(渠道调研商看, 户外行业的经销商盈利是较为困难的)

其次, 在国内当前的税务体系直营做会比代理商做高 8%的成本负担, 公司认为国内品牌转直营的主要原因是渠道盈利能力的下降, 而非直营体系的优势。(渠道盈利能力的降低和终端零售能力降低相关, 似乎解释不具备说服力)

Q12: 公司未来希望建立如同 VF 一样的平台, 但很多如钓鱼、自行车等细分行业已经存在强势的品牌, 公司将通过什么方式实现对上述领域的进入, 收购

以收购为主, 细分行业中国外品牌已经建立的成熟的知名度, 自创品牌的进入成本较高。但目前美国和欧洲市场的不景气, 部分品牌的盈利能力不足, 这意味着公司仍然是存在收购机会的。

(核心逻辑在于, 收购业务的资本回报率是什么水平, 总体户外在中国的受众面都偏窄, 那么小众运动品牌是否有引入中国的价值? 如果需要长期培育的话, 这部分品牌长期作为成本中心是否能够拉升主品牌的专业性和品牌形象)

Q13: 公司如何保证产品的品质的提升?

认为主要是人的问题; 设计和版型方面引入始祖鸟的品牌的设计总监和版型专业。

Q14: 公司的战略规划指出 4 年内实现 4 倍的利润增长, 其中各个品牌的发展规划如何?

2017 年以后 Discovery 10 亿元销售规模。探路者 28 亿元销售规模, 对应 2,500-3,000 家门店, acanu 2 亿以上收入。2015 年电商占比在 25%-30%;

未来 3-4 年探路者仍然是最主要的增长来源; discovery 仍需要一段时间的培育。

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 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 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士，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。所有本报告期内使用的商标、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