



内外兼修 续写高增长神话

——探路者（300005）调研快报

2010年10月13日

推荐/维持

探路者

调研快报

银国宏	策略分析师 职业证书编号: S1480109060847
程 远	纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338 msn:chengyuan0716@hotmail.com

事件:

近期，我们就公司的经营近况向相关人员进行了了解。

问题1：公司近期经营状况

今年上半年，由于部分加盟商不能适应公司的发展，为了维持终端渠道的运营效率和公司的业绩增长目标，公司对成都、武汉等地加盟渠道作了调整。公司年中拥有终端店面555家左右，其中商场专柜形式459家，专卖店96家，主要集中在1-2线城市，直营收入占比约16%。据了解，公司今年第三季度终端店面已增至约580家左右。ERP目前覆盖到的60%的终端店面数据显示，今年截至目前，可比同店店铺同比增长约20%左右，目前约120-150万的水平（以终端销售额计算），安踏和李宁的这一数据分别约为180、360万左右，可见公司未来的店铺还有较大提升空间。

公司今年还大力拓展了集团客户，该业务同比去年有200%左右的增长。

从今年下半年的订货会情况来看，依然保持了快速增长的势头，预计明年上半年收入增速可达50%左右。

问题2：明年渠道建设规划如何？

公司制定了中长期的销售目标，即2012年实现收入10亿元，2015年实现收入20亿元，因此未来的渠道建设力度将加大，我们预计未来两年公司渠道扩张幅度将达每年近300家的水平。从未来的开店区域来看，公司并不急于向北方的三线城市下沉，而是在巩固北方一、二线城市的同时着重加强南方市场的发展。

根据公司的测算，目前在国内的开店区域尚有较大空间。在公司已经进驻的一、二线城市中，尚有开店空间700家左右；在公司尚未大规模进驻的地级市中，约可开设1000家店面左右；在县级市中，还约有500家左右的开店空间。

问题3：公司研发、管理、运营方面有何进展？

公司今年在研发环节做了一定改善，一方面是引入了外包设计的方式，与国际设计公司进行合作，该方面的改善从今年冬装产品中将开始有所体现，但目前的比例相对较小。另一方面是引入了国际人才，使自有研发团队实力得到增强。同时，公司还成立了南方研发分部，针对广东、海南、福建等销售薄弱区域进行专门的产品研发。

公司在供应链环节继续努力推进信息化建设，目前ERP系统已经覆盖了粤60%的终端门店，预计明年可覆盖90%，2012年实现100%覆盖。

公司今年设立了7个大销售区域对加盟渠道进行管理，销售经理在其销售区域办公，渠道管理的下沉将提升公司对加盟渠道掌控的能力和效率。

结论：

- 飞速发展的行业依然是公司高增长的保障。**近年来，从各种统计口径的数据来看，户外用品行业增长速度均在 30%以上。从行业竞争的终端情况来看，诸多国际品牌陆续进驻中国的户外用品中高端市场，同时也有越来越多的国内品牌在中档市场中孕育、成长。探路者作为起步较早，发展较快，定位在中高端市场的国内户外品牌，目前虽然在与国际强势品牌竞争中不占优势，但依然实现了高速的增长。从目前国内的消费升级态势来看，消费能力的提升和消费观念的演变均对户外用品行业的发展带来有力的支撑，我们认为户外用品行为在未来的 3-5 年内持续飞速发展应为大概率事件，而探路者作为行业内国产品牌的绝对龙头，未来的持续高增长具备较好的外部环境。
- 跑马圈地的同时不忘修炼内功。**面对飞速发展的行业现状，快速扩张渠道从而迅速占领更多的市场份额这一策略目前已成为投资界与产业界的共识，从公司的操作来看，这一点也得到了证实。但随着户外市场中新进入者威胁的增大以及消费者需求的不断提升，行业内品牌之间的竞争将逐渐加剧。从公司目前的操作来看，我们认为公司已经较充分地认识到了行业竞争格局未来可能发生的变化，在设计、供应链管理、渠道管理、人才储备、信息化建设等诸多方面开始着手改进、提升，因此我们对公司未来的持续高速发展较有信心。
- 盈利预测与投资评级：推荐。**我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.42、0.70、1.05 元，基于对户外用品行业的看好以及对公司经营的肯定，我们认为给予公司 45-50 倍的市盈率较为合理，对应 2011 年的股价区间为 31.5—35 元，给予“推荐”的投资评级。

表 1：探路者主要财务指标预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	294	434	675	988
(+/-)%	38.46%	48.00%	55.43%	46.25%
经营利润 (EBIT)	53	65	111	177
(+/-)%		22.50%	71.42%	58.65%
净利润	44	56	93	141
(+/-)%	72.92%	27.49%	66.22%	51.34%
每股净收益 (元)	0.81	0.42	0.70	1.05

资料来源：东兴证券研究所

表 2：探路者利润表预测

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
营业收入	293.55	434	675	988
	38.5%	48.0%	55.4%	46.3%
减：业务成本	152.97	226	355	518
营业税费营业税金及附加	1.78	3	4	6
	47.9%	48.0%	47.5%	47.5%
营业费用	56.70	95.58	138.43	192.58
管理费用	32.16	49.96	70.90	98.76
财务费用	-0.43	(3.66)	(2.41)	4.69
其中：利息支出	0.00	0.00	0.00	6.49
利息收入	0.00	3.66	2.41	1.79
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	4.09	2.00	2.00	2.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.29	62.05	107.78	165.15
加：营业外收入	6.35	5.00	3.00	2.00
减：营业外支出	0.93	1.00	1.00	1.00
其中：非流动资产处置净损失	0.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	51.72	66.05	109.78	166.15
减：所得税	7.68	9.91	16.47	24.92
	14.85%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	44.03	56.14	93.31	141.22
归属于母公司所有者的净利润	44.03	56.14	93.31	141.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
	15.0%	12.9%	13.8%	14.3%
	72.9%	27.5%	66.2%	51.3%
发行在外股份数量(百万股)	67.00	134.00	134.00	134.00
基本每股收益	0.81	0.419	0.696	1.054
稀释每股收益	0.81			

	58.8%	-48.3%	66.2%	51.3%
股利	0.62	11.23	18.66	28.24
期初未分配利润	14.74	54.18	93.48	158.80
提取盈余公积	6.23	5.61	9.33	14.12
期末未分配利润	54.18	93.48	158.80	257.66

资料来源：东兴证券研究所

表 3：探路者资产负债表预测

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
资产				
流动资产				
货币资金	409.54	322.11	160.56	197.52
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	5.11	8.33	12.95	18.94
其他应收款	5.91	8.74	13.59	19.88
预付款项	0.68	0.68	0.68	0.68
存货	70.51	102.13	160.26	234.38
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	491.75	441.99	348.05	471.40
非流动资产				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	36.53	210.80	405.06	643.08
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00

生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.66	0.59	0.52	0.46
开发支出	0.00	0.00		
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	3.57	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	0.73	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	41.49	211.39	405.59	643.54
资产总计	533.24	653.38	753.63	1,114.94
流动负债				
短期借款	0.00	0.00	0.00	216.18
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	32.47	37.14	58.28	85.23
预收款项	16.17	16.17	16.17	16.17
应付职工薪酬	4.08	5.00	6.00	7.00
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	3.78	4.00	5.00	6.00
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	19.02	20.00	20.00	20.00
递延收益 - 流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	75.51	82.30	105.44	350.58
非流动负债				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.83	2.27	4.73	7.93
非流动负债合计	0.83	2.27	4.73	7.93
负债合计	76.35	84.58	110.18	358.50
所有者权益 (或股东权益)				

实收资本（或股本）	67.00	134.00	134.00	134.00
资本公积	329.48	329.48	329.48	329.48
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	6.23	11.84	21.17	35.30
未分配利润	54.18	93.48	158.80	257.66
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益合计	456.89	568.80	643.45	756.43
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（或股东权益）合计	456.89	568.80	643.45	756.43
负债和所有者权益（或股东权益）总计	533.24	653.38	753.63	1,114.94

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程 远

金融工程专业毕业，08年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。