

探路者 (300005)

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

国内户外用品行业的引领者

- 上市公司新股点评报告

投资要点

Ø 户外用品市场未来发展潜力巨大

我国旅游资源丰富、地形多样、人口庞大等因素使得户外用品具备广阔的发展前景。根据COCA的统计,从2000年到2008年国内户外用品市场零售总额年均增长率达到48.9%,08年全行业收入36.5亿,其中服装占44.2%,鞋类占23.4%,背包占17.5%。目前随着自驾车生活方式的兴起和双休日、假日的增加,户外运动高速成长,也带动了户外用品行业保持高速增长的发展态势。从发展阶段而言,我国户外用品产业规模仅相当于美国2-3%,加上我国庞大的人口基数,户外用品产业未来发展空间巨大。

Ø 国内A股首家上市的户外用品运营商

探路者公司主要产品包括服装、鞋、背包、帐篷、睡袋、登山设备等500多个户外用品,设计风格上又细分为performance(专业户外)、daily(户外旅行)、vintage-Toread(功能休闲)和life-style(时尚生活)四类。

公司专注于渠道和产品研发,将生产环节完全外包,物流体系由自有和第三方共同组成。08年公司收入2.12亿元,以销量计算市场占有率第一,以销售额计算市场占有率第二。到上半年为止,公司在全国拥有直营店和加盟店共计430家,其中加盟店382家,直营店48家。加盟渠道占收入比重的79.09%,直营渠道占20.91%,主要位于华北、四川、山东等地。公司主要是通过订货会形式销售产品,每年1-2月份预定当年秋冬款,7-8月份预定次年春夏款,08年通过订货会预定的货款总金额占当年收入比重的83.02%。

Ø 公司品牌具有一定的知名度

公司自成立以来,一直以“成为户外行业领导者”为品牌发展目标,是行业内少数几个大力投入宣传的企业之一,持续在《中国民航》、《中国国家地理》等专业媒体上投入广告,并两度与央视知名栏目合作,10余年时间塑造了业内一定的品牌知名度。

“探路者”定位于户外运动与旅游休闲交集的细分市场,品牌风格是户外功能与时尚品味的结合,产品既能满足高山探险的极限要求,更面向大众倡导积极健康的户外休闲生活方式,在消费者心目中具有认知度和忠诚度,根据相关市场调查,公司“探路者”品牌无论是无提示的第一提及率、无提示的其他提及率和提示后的其他提及率均高于其他竞争对手。

户外用品行业

评级: 推荐
预计合理价格区间: 19-26 元

报告日期 2009.09.24

发行数据

总股本(万股)	5,000
发行数量(万股)	1,700
每股净资产(元)	2.20
网下发行(万股)	340
网上发行(万股)	1,360
发行日期	2009-09-25
上市日期	2009-10
发行方式	网下询价,网上定价

股东信息

盛发强	42.57%
王静	19.10%
上海力鼎	10.53%
蒋中富	5.57%
李润渤	3.67%
石信	3.65%
王冬梅	2.39%
李小煜	2.26%
李宇辉	2.21%
肖功荣	1.59%

侯佳林	行业研究员
电话	021-32229888*3509
邮箱	houjialin@ajzq.com

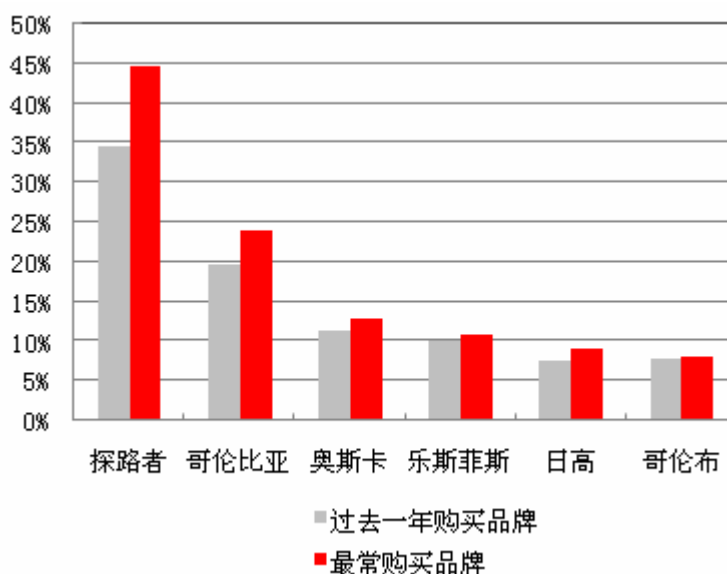
相关报告

《纺织服装行业动态点评》

2009.03.10

请务必阅读正文之后的重要声明

图1 公司品牌购买率情况



资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

Ø 公司的研发能力过硬

户外运动产品对功能和科技含量的要求很高，属于中高端消费品。公司的研发设计中心为国内户外用品企业规模最大、创新能力最强的产品研发设计中心之一，其研发的产品曾获得“中国创新设计红星奖”等业内知名奖项。此外，公司采用的原材料也具备相当的技术含量，多项产品创新设计也均是公司自主研发。公司近年的研发设计费用占收入比重均在2%以上。2006年、2007年和2008年研发的新品数量分别为272件、368件和444件。

表1 公司近年来研发投入

项目	2006年	2007年	2008年	2009年1-6月
研发设计费用(元)	2,183,187	2,286,764	6,336,862	2,682,189
占营业收入的比例	3.01%	1.92%	2.99%	2.34%

表2 公司自主设计产品数量

项目	2006年	2007年	2008年
服装类(万)	135	173	225
鞋类(万)	34	77	96
装备类(万)	103	118	123

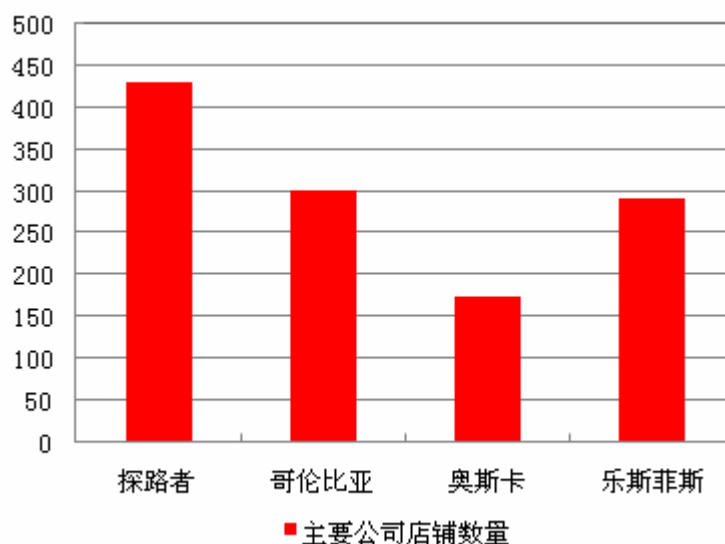
资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

Ø 公司具有渠道优势

公司经过10余年发展，在全国除台湾省，香港和澳门特别行政区以外的31个省、自治区和直辖市的133个大中城市建立销售网点，已初步形成了一张覆盖全国的营销网络，截止到上半年，公司在全国拥有直营店、加盟店各共计430家，05-08年店铺数量复合增长率达到52.74%，其中直营店和加盟店分别达

到39.03%、54.85%，店铺量远超竞争对手，截止到上半年，公司主要竞争对手哥伦比亚、乐斯菲斯、奥斯卡的门店数量分别为300家、292家、173家。网络布局方面，公司在北京、上海、四川、广东和辽宁等重点区域建立子公司或发展直营门店，利用品牌影响力和知名度，对周边其他一线城市和二、三线城市起到辐射带动作用，为业绩增长打下了坚实基础。

图2 公司销售网络情况



资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

Ø 公司财务状况良好

08年公司实现营业收入2.12亿元，净利润2547万元，2006-2008年复合增长率分别达到70.83%、184.44%，在快速扩张门店规模的同时，加强了内部管理控制，从而有效催发了内生式增长。现今公司毛利率已达到45%左右，跟品牌服装相近，与主要竞争对手相当。近几年，公司资产负债比率持续降低，截止09年中期，已降至31.25%，与美国Timberland、李宁、美邦服饰等相当，仅低于哥伦比亚08年底的17.78%，这主要是公司发展初期，自有资金相对较少，随着募集资金到位，以及公司规模的扩大，资产负债结构有望得到进一步优化。

表3 公司近期主要财务指标

科目	2006A	2007A	2008A	2009H1
营业收入	7,265	11,917	21,202	11,481
增长率	--	64.04%	77.91%	--
综合毛利率	0.29	35.46%	45.17%	45.52%
营业利润	510	1,679	3,319	2,410
增长率	--	229.03%	97.62%	--
母公司股东净利润	315	1,096	2,547	1,885
增长率	--	248.19%	132.36%	--
净利率	4.33%	9.20%	12.01%	16.42%
资产总额	6,224	8,360	16,418	16,015
负债总额	4,186	5,224	7,293	5,005
资产负债率	67.26%	62.49%	44.42%	31.25%

股东权益	2,038	3,136	9,126	11,010
净资产收益率	17.29%	43.39%	34.14%	18.72%

资料来源： 公司招股说明书，爱建证券研发部

图3 公司近期毛利率变化

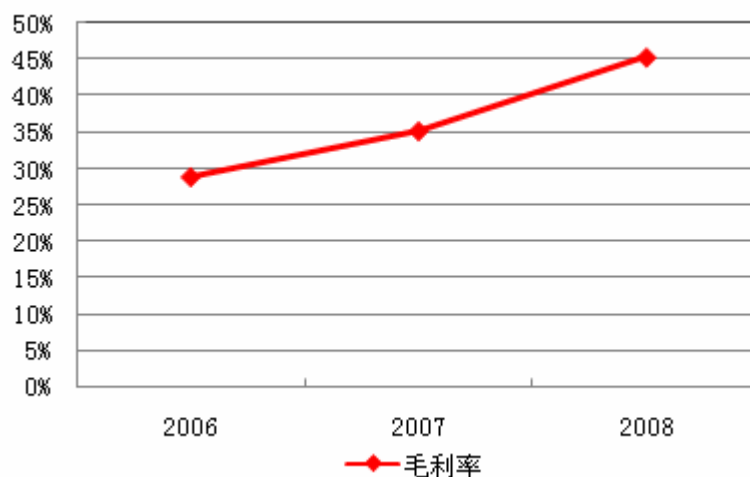
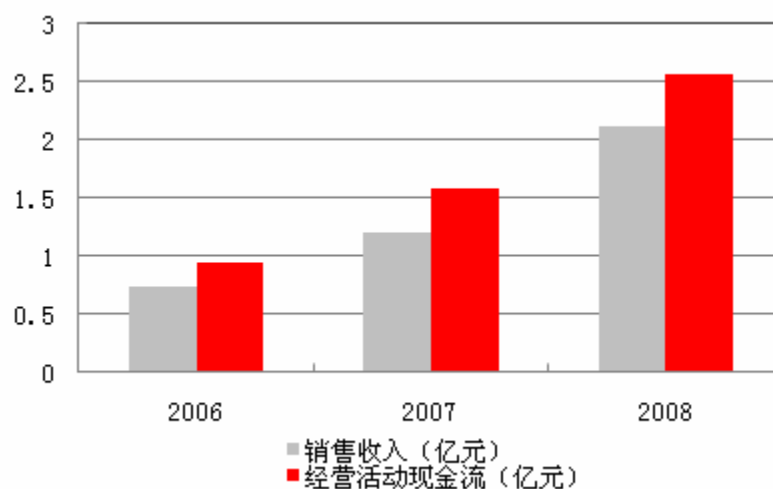


图4 公司近期经营情况



资料来源： 公司招股说明书，爱建证券研发部

Ø 募集计划将加速公司未来发展

公司拟公开发行人民币普通股1,700万股，主要用于营销网络和信息系统建设，计划项目总投资额为2.2亿元，全部使用募集资金投入，不足部分用自有资金补足，如超过总投资额，超出部分用于补充公司的流动资金。

表4 募集资金使用情况

项目	总投资额（万元）	计划用募集资金投入（万元）	建设期
营销网络建设项目	20,041.20	20,041.20	24个月
信息系统建设项目	1,949	1,949	24个月
合计	21,990.20	21,990.20	--

资料来源： 公司招股说明书，爱建证券研发部

在本次募集资金新建的店铺中,直营商场店全部通过与商场联营的方式获得,直营专卖店和加盟专卖店中既有通过购买方式获得的店铺,也有通过租赁方式获得的店铺。募集的资金主要用于 79 家新开门店的购置、租赁和建设,其中直营店为 48 个,加盟专卖店为 31 个;直营店占全部建设门店的比例为 60.76%,加盟专卖店占比为 39.24%。公司计划投入第一年完成 49 个店铺的建设,第 2 年达到计划销售能力的 80%,第 3 年将达到计划销售能力的 100%。

信息系统的建设项目主要是针对企业资源管理系统(ERP)、客户关系管理系统(CRM)、供应商关系管理系统(SRM)、商业智能(BI)和自动化办公(OA)的建立。公司希望通过信息系统的建设来优化企业业务流程和进一步整合下游资源,提升公司对物流、零售终端和资金流的管理效率。

表 5 公司销售网络建设计划

类型	数量	购买面积（平方米）	租赁面积（平方米）
直营专卖店	23	600	2700
直营商场店	25	0	1250
加盟专卖店	31	1400	4000
合计	79	2000	7950

资料来源： 公司招股说明书，爱建证券研发部

Ø 公司的主要风险

- Ⅰ 公司目前 6-18 个月内的存货余额过大,存在减值风险。
- Ⅰ 公司加盟商仅在业务上受公司控制,人、财、物皆独立于公司,存在管理风险。
- Ⅰ 国内市场是公司产品的主要销售市场,如宏观经济增长放缓,将影响到公司的产品销售。

Ø 公司盈利预测与合理价位

我们认为公司未来的看点一方面在于门店数量增多,以及行业集中度提升带来的销售规模的进一步扩大,另一方面在于直营门店比重逐步提升,门店布局的优化,以及服装和鞋类产品毛利率的提升,使整体盈利水平仍有较大增长空间。根据对公司的经营情况以及募集资金的投放进度假设,我们的主要盈利预测如下:

表6 探路者盈利预测

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入(百万元)	119.17	212.02	281	382
增长率(%)	0.00%	77.91%	32.55%	35.94%
净利润(百万元)	10.96	25.47	39	60
增长率(%)	248.19%	132.36%	53.12%	53.85%
EPS(元)	1.096	0.51	0.60	0.74

预计公司 09-10 年的每股收益分别为 0.60、0.74 元，由于目前国内还没有户外用品上市公司，参考美邦服饰、星期六、七匹狼等终端品牌的上市公司，以其动态市盈率 33-43 倍之间为准，对应公司上市的合理价值在元 19-26 元之间，给予公司“推荐”的投资评级。

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。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服务或其他服务。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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。