

纺织服装

2009 年 12 月 3 日

市场数据	2009 年 12 月 2 日
当前价格 (元)	50.7
52 周价格区间 (元)	39.77
总市值 (百万)	3397
流通市值 (百万)	690
总股本 (万股)	6700
流通股 (万股)	1360
日均成交额 (百万)	5050
近一月换手 (%)	398.7
Beta (2 年)	-
第一大股东	盛发强
公司网址	/www.toread.com.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	45.44	43.57
净利率	14.07	11.93
净资产收益率	5.76	11.53
总资产收益率	10.37	9.42
资产负债率	11.65	32.04
市盈率	93.9	49.73
市净率	7.75	12.36

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

国内户外用品行业领头羊

—探路者 (300005) 深度调研报告

评级: 短期 “中性”、中长期 “增持”

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (万元)	21,201.66	29,233.41	46,391.15	68,509.74
净利润 (万元)	2,546.56	3,599.63	5,872.08	8,776.37
每股收益 (元)	0.38	0.54	0.88	1.31
净利润增长率%	132.36%	41.35%	63.13%	49.46%
市盈率	133.4	94.4	57.8	38.7
P/EG	1.01	2.28	0.92	0.78

资料来源: 世纪证券研究所

- **公司是国内户外用品行业龙头。**公司主要产品涵盖户外服装、户外功能鞋和户外装备三大系列, 服装是主要利润增长点。截止 2009 年 6 月 30 日, 直营店和加盟店共 430 家, 市场占有率约 8%, 未来 3 年内可望提升到 15%。
- **国内户外用品行业正处于高速成长期。**我国户外用品发展历程虽然仅有 10 余年, 但发展速度很快, 平均年增长率达 48.9%。目前国内该行业的消费群体正处于户外运动启蒙阶段, 随着 GDP 的增长而带来的消费增长, 消费者兴趣的转变, 加之中国拥有丰富的户外旅游资源, 以及户外旅游活动的蓬勃发展, 预计未来 5 年我国户外用品市场年均仍保持不低于 40% 的增长速度。
- **加盟店仍是未来店网发展主方向。**公司业务模式为外包生产和加盟为主, 加盟店贡献营业收入达 70% 以上。IPO 后, 虽然公司直营店新增一倍, 有助于增强终端销售渠道控制力, 但未来新增门店仍以加盟店为主, 并采用新建加盟店由公司购买或租赁并装修后转由加盟商经营管理, 加盟商只负责日常运营管理, 加盟商与公司按销售收入的 3:7 分成, 这种运营模式有助于公司迅速占领市场, 扩大品牌影响力。
- **盈利预测。**公司上市后, 融资渠道的拓宽将加快公司店网的发展步伐, 随着户外用品行业的高速发展, 未来 2-3 年公司也将进入新一轮高速发展期, 预计 2009-2011 年实现营业收入 2.93、4.64、6.85 亿元, 实现净利润 3599.63 万元、5872.08 万元、8776.37 万元, 摊薄后的每股收益分别为 0.54 元、0.88 元、1.31 元。
- **投资评级。**当前股价对应下的动态市盈率分别为 93.9 倍、57.6 倍、38.7 倍。与同行业的上市公司相比, 公司估值明显偏高。但鉴于公司所处行业的高速成长及其行业龙头地位, 给予短期 “中性”, 中长期 “增持” 的投资评级。考虑到目前二级市场股价偏高, 建议投资者以观望为主, 中长期择机建仓。
- **风险提示。**直营规模扩大带来的管理风险; 新建加盟店运营模式不同带来的经营风险。

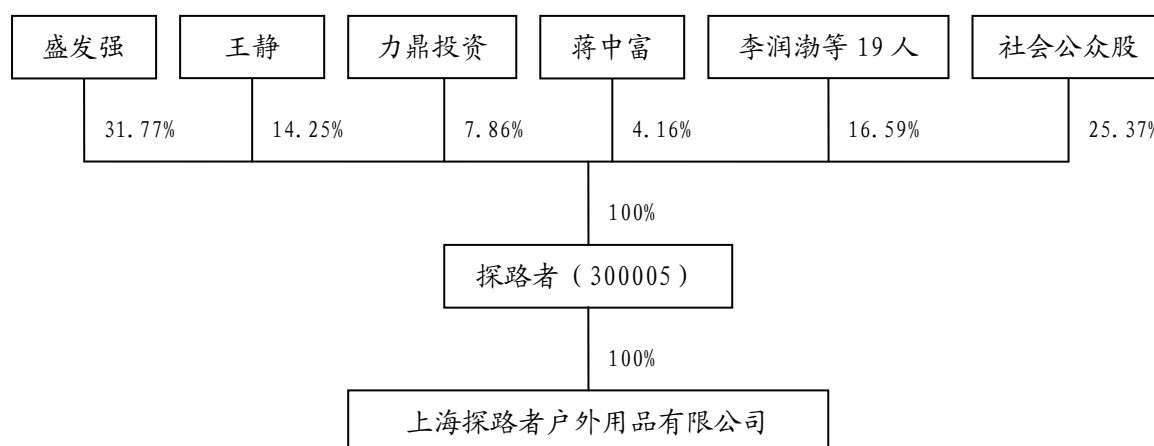
近日，我们对探路者（300005）进行了实地调研，并参观了公司的主要产品。

公司是国内户外用品行业龙头

公司成立于 1999 年，于 2008 年 7 月 11 日整体变更为股份有限公司，主营业务为专业从事户外用品的研发设计、组织外包生产、销售，拥有自主知识产权的驰名商标“探路者”，主要产品涵盖户外服装、户外功能鞋和户外装备三大系列，包括冲锋衣、滑雪装、速干服、登山鞋、徒步鞋、背包、帐篷、睡袋、登山杖、折叠桌椅、野炊露营用具等 500 多个品种。根据国家统计局下属的 CIIIC 调查结果表明，“探路者”是 2008 年度中国户外用品市场销售量和市场占有率第一品牌，为销售量前三名品牌中唯一的民族品牌。

公司实际控制人为盛发强和王静夫妇，也是公司创始人，合计持有 3084 万股，占发行后总股本的 46.02%。

Figure 1 公司股权结构（发行后）



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

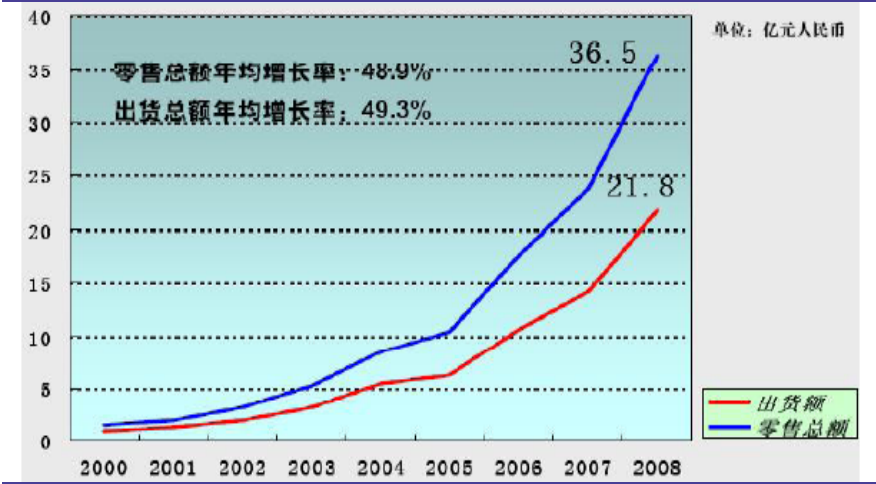
国内户外用品行业正处于高速成长期

国内户外用品行业发展历程虽短，但成长速度很快

户外用品行业是随着人们亲近大自然休闲生活方式兴起而发展起来的朝阳产业，它是广义体育运动产业的一个分支，但在主要消费群体、产品功能、应用环境和文化内涵上又具有自己鲜明的个性，兼具了体育用品、旅游用品、休闲服饰产业的部分特征。

我国户外用品兴起于 1995 年，虽然发展历程仅有 10 余年，但发展速度很快。根据 COCA 的统计，从 2000 年到 2008 年中国的户外用品市场零售总额以年均 48.9% 的速度增长，2008 年全行业零售总额达到 36.5 亿元，较 2007 年同比增长 53.3%；出货总额达到 21.8 亿元，较 2007 年同比增长 54.6%。

Figure 2 中国户外用品产业规模发展概况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

目前国内该行业的消费群体正处于户外运动启蒙阶段，整体市场容量有限，但由于该行业的增长受益于 GDP 的增长而带来的消费增长，受益于消费者的购买方式由收入决定购买向兴趣决定购买的方式转变，加之中国拥有丰富的户外旅游资源，以及户外旅游活动的蓬勃发展，因此，我们预计未来 5 年我国户外用品市场年均仍保持不低于 40% 的增长速度。

行业呈现强者恒强、弱者愈弱的竞争态势

目前国内户外用品市场上国内品牌和国际品牌众多，据 COCA 的统计，截止 2008 年 12 月 31 日，国内共有 415 个品牌，其中国内品牌 151 个，国外品牌 264 个，年度活跃品牌 270 个，其中 95 个是本土品牌，国外品牌 175 个。近几年国外品牌纷纷看好中国的户外用品市场并大举进入，加剧了行业竞争的激烈程度。

Figure 3 中国户外用品市场国内品牌和国外品牌数量以及增长情况

项目	2007 年度	2008 年度	同比增长 (%)
年度品牌数量	377	415	10.08
国内品牌数量	138	151	9.42
国外品牌数量	239	264	10.46
年度活跃品牌数量	230	270	17.39

境内活跃品牌数量	95	95	0
境外活跃品牌数量	135	175	29.63

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

另一方面，越来越多的市场份额被大品牌占据，据 COCA 公布的数据，2008 年全国 415 个品牌中，仅有 6 个品牌的年出货额大于 1 亿，该 6 个品牌的出货额合计为 11.2 亿元，占 2008 年全年出货总额的 51.38%。

Figure 4 中国户外用品市场国内品牌和国外品牌年度出货量情况

项目	2007 年度(亿元)	2008 年度(亿元)	同期增长(%)
出货总额	14.1	21.8	54.6
国内品牌出货总额	6.6	9.1	37.9
国外品牌出货总额	7.5	12.7	69.3

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

目前国内户外用品市场中，国外品牌的品牌数量及其增长率、出货量及其增长率大于国内品牌。国外品牌持续对国内市场的渗透加大了国内户外用品市场的竞争。公司的主要竞争对手有哥伦比亚（Columbia）、乐斯菲斯（The North Face）、奥索卡（Ozark）等品牌。

Figure 5 公司主要竞争对手

品牌	概况
哥伦比亚（Columbia）	Columbia 品牌创立于 1938 年，早年以生产雨衣、雨帽起家，其后产品线扩展到户外夹克、多功能裤、T 恤、恤衫、背包及户外运动鞋等全天候户外服饰，成为全球最大的户外服装品牌之一，哥伦比亚运动服饰公司为美国纳斯达克上市公司。目前，其在 国内店铺数量已经超过 300 家 。
乐斯菲斯（The North Face）	乐斯菲斯品牌于 1968 年创立于美国，“乐斯菲斯”为户外和极限运动员提供专业户外用品。自 2007 年 4 月起，该品牌中国的业务由 VF Corporation（威富公司）（纽约证券交易所代号：VFC）全权负责。目前其在 国内店铺数量为 292 家 。
奥索卡（Ozark）	利维高（LIWACO）集团公司于 1996 年注册的品牌。该品牌主要通过赞助中国登山运动以树立品牌形象，不断开发更专业化的登山及户外装备。目前其在 国内店铺数量为 173 家 。

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司主营业务分析

公司主要产品包括服装类、鞋类、装备类等三大类，在国外户外行业产品细分的趋势下，公司从 2009 年开始对产品从设计风格上细分为四大系列，目的是追求产品差异化和产品丰富性。公司产品定位着眼高

端，但以面对中端市场为主。消费群体主要有旅友、白领阶层、在校学生、摄影爱好者、地质勘探人员等。

Figure 6 四大系列目标客户群

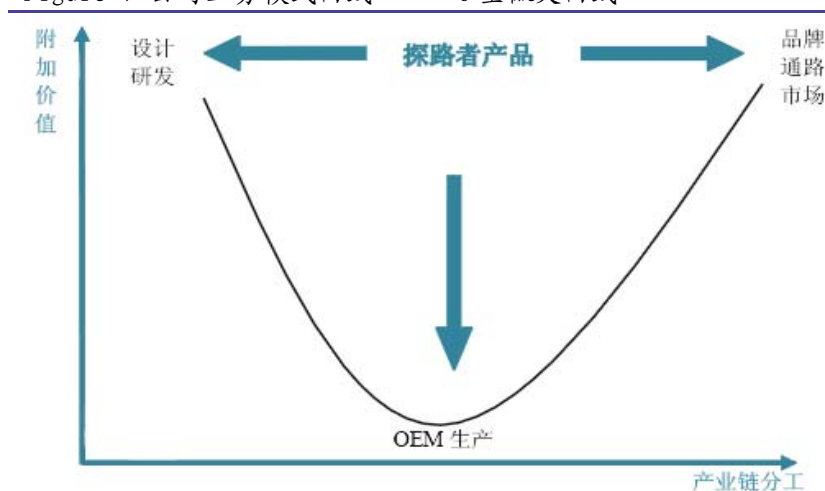
四大系列	目标客户
PERFORMANCE (专业户外系列)	专业户外玩家、户外运动发烧友、渴望拥有专业保护装备的消费人群
DAILY (户外旅行系列)	初级户外玩家以及崇尚自然，渴望享受户外阳光生活的旅行人士
VINTAGE-TOREAD (功能休闲系列)	20—50 岁之间的都市白领和中产阶层以及有独特生活品位、追求高品质户外休闲生活的人群
LIFE-STYLE (时尚生活系列)	20—30 岁、追求个性生活的都市年轻一族。四个系列追求的是差异化和产品的丰富性

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

“哑铃型”业务模式：外包生产，加盟为主

公司采用“哑铃型”的业务模式，即外包生产和加盟为主。该模式致力于附加值较高的业务链上游的设计、研发和业务链下游的品牌运营和销售渠道建设，产品生产业务外包给生产商。由于上游的技术、研发和下游的品牌运营、销售渠道附加价值较高，而中间生产环节的附加价值相对较低，因而以产业链分工为横轴、以附加价值为纵轴，业务模式曲线表现为“U 型微笑曲线”。

Figure 7 公司业务模式曲线——“U 型微笑曲线”



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

销售模式：加盟店贡献 70%以上的销售收入

截止 2009 年 6 月 30 日，公司在全国（除港澳台以外的 31 个省、自治区和直辖市的 133 个大中城市）拥有直营店和加盟店共计 430 家，经营面积共 26419m²。其中，加盟店 382 家，经营面积 23208m²；直营

店 48 家（直营专卖店 9 家，直营商场店 39 家），经营面积 3211m²。公司未来门店发展仍以加盟店为主。

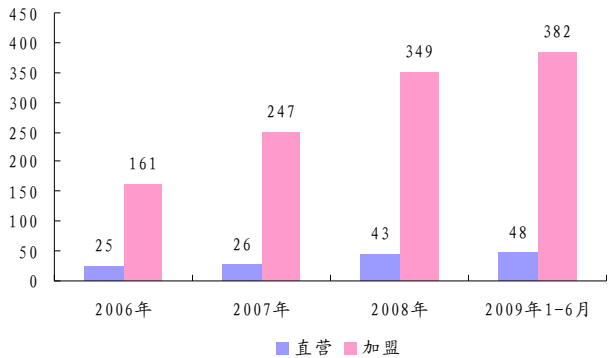
Figure 8 公司门店在全国的覆盖情况



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

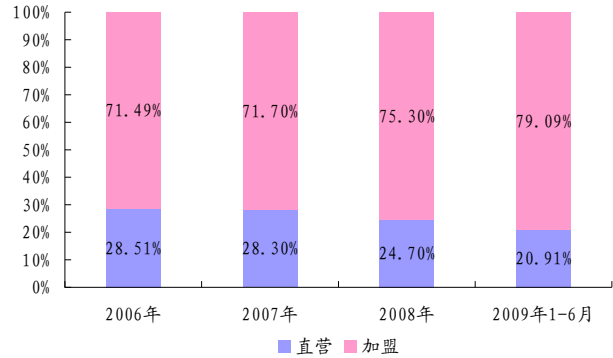
公司销售收入中，加盟店实现的销售收入占到公司全部销售收入的 70% 以上。

Figure 9 公司直营店和加盟店数量



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

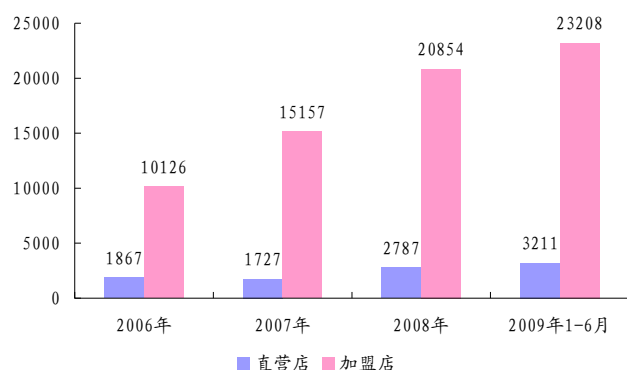
Figure 10 公司直营店和加盟店销售收入贡献比例



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

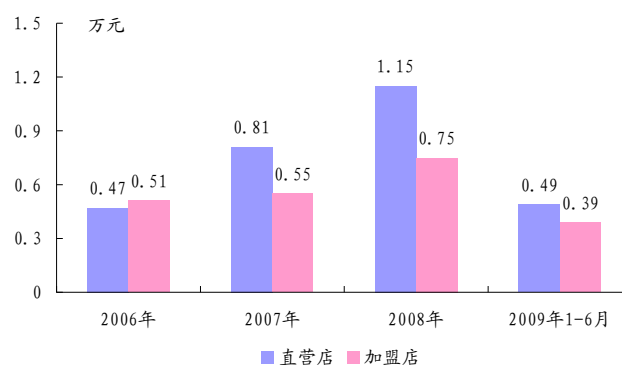
虽然公司加盟门店数量多、面积大，在公司销售体系中占据主要地位，但平均平效比直营门店低，对收入贡献的增幅也远低于直营店，整体经营效率低于直营店。

Figure 11 公司直营店和加盟店经营面积情况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 12 公司直营店和加盟店平均平效比较



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

供货模式：期货为主，现货为辅

目前公司主要供货模式是期货模式，即加盟商提前半年预订自己需要的产品，通常是在每年的1-2月预订当年秋冬季的期货，7-8月份预订次年春夏季的期货。根据订单品的上市日期，在上市月前一月末开始至上市月末为发货期。公司通过北京总部的物流中心和物流外包方，向全国所有销售网点配送货品。

期货模式下，公司实行按加盟商的不同级别及信用情况收取一定金额的保证金，发货前付完余款的政策。加盟商通过参加订货会并签订期货预订合同的方式订货；2008年，公司全年通过订货会预订的货品总金额达2.06亿元（即回款任务，含税），不含税金额为1.76亿元，占当年合并营业收入的比重为83.02%。

Figure 13 公司两种供货模式比较

项目	期货模式	现货模式
订货途径	通过每年两次的订货会订货	通过订单直接订货
订货量	从2009年开始订货主要通过订货会完成	很少部分通过现货来订货
订货满足情况	通常情况下，订单量都能满足	以库存量为限
退货	除质量问题无退货	除质量问题无退货
产品设计	提前一年进行产品设计	不针对现货进行产品设计
产品生产	产品上市前3-4个月组织外包生产	一般不针对现货进行追加生产
物流运输	成品运至北京仓库后，再向全国发货	北京仓库向全国发货

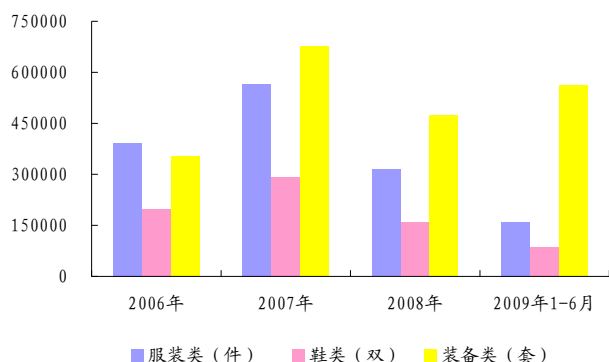
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

服装类产品是最主要利润增长点

公司三类产品中，服装类产品销售价格和销售数量逐年上升，同时其单价较高，故其销售额及占比逐年上升；鞋类产品销售价格虽呈逐年下降趋势，但其销量逐年上升较快，同时其单价也较高，故其销售额及占比也呈逐年上升趋势；装备类产品销售价格和销售数量虽存逐年上升

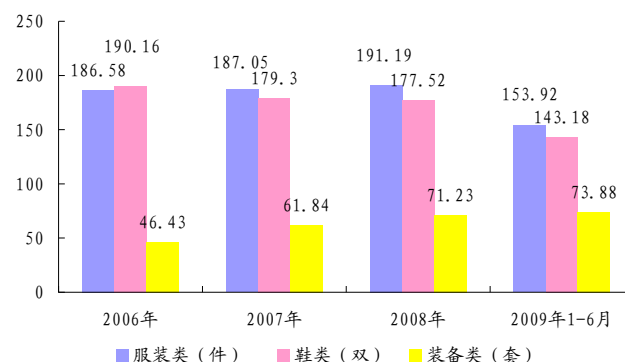
趋势,但其单价较低,故其销售额占比呈逐年下降之态。2009 年上半年,服装类、鞋类、装备类分别实现销售收入 6037.29 万元、2827.37 万元、2622.04 万元,占比分别为 52.56%、24.61%、22.83%。

Figure 14 公司三类产品销售量情况



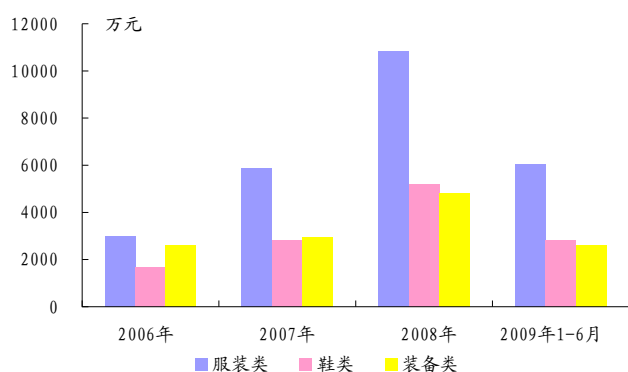
资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 15 公司三类产品销售单价情况



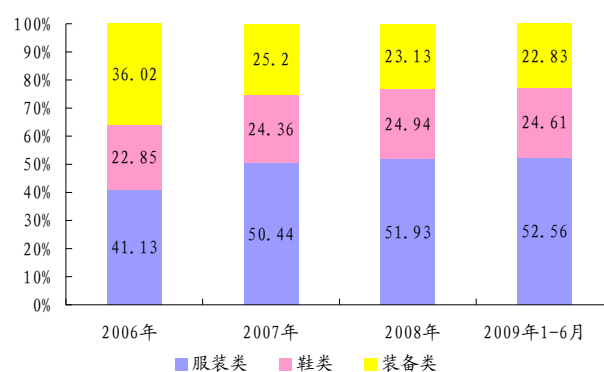
资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 16 公司三类产品销售额情况



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

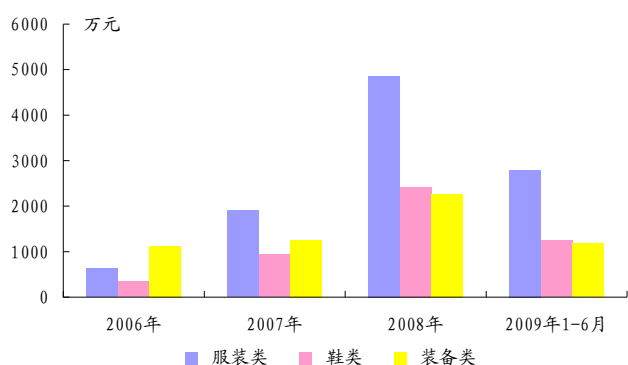
Figure 17 公司三类产品销售额贡献比



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

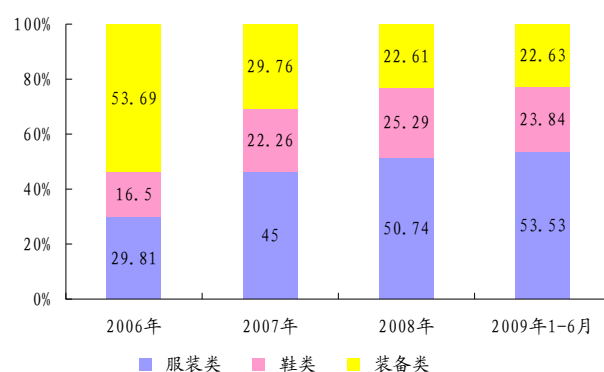
以服装类产品也是毛利最大贡献者,其贡献的毛利占公司毛利的比重逐年提高,2009 年上半年实现毛利 2797.7 万元,占比 53.53%。

Figure 18 公司三类产品销售毛利情况



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 19 公司三类产品销售毛利贡献比



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

业绩增长迅速

近三年,公司营业收入复合增长率为 70.83%,净利润复合增长率为 184.8%,增长主要源于:1、新店铺的拓展和平效的增长带来的销售额的上升;2、销售单价上升,而议价能力增强,并且高毛利率产品尤其是冲锋衣、徒步鞋产品的销售比重上升,使毛利率得到由 2006 年的 28.86%迅速增长至 2009 年上半年的 45.52%;3、期货制度的实施使产品正价销售率不断提高;4、2008 年所得税税率由 33%下降到 25%。

Figure 20 公司毛利率逐年提升

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
服装类	20.91%	32.24%	44.88%	46.36%
鞋类	20.85%	33.13%	46.55%	44.10%
装备类	43.03%	42.80%	44.88%	45.12%
综合毛利率	28.86%	35.46%	45.17%	45.52%

资料来源:公司招股说明书、世纪证券研究所

财务分析

偿债能力良好

报告期内,公司资产流动性良好,流动比率和速动比率指标水平适中并逐年增长;资产负债结构比较合理,偿债风险较低;息税折旧摊销前利润逐年增长,均远远高于所需要偿还的借款利息;利息保障倍数保持在较高的水平且逐年增长。

Figure 21 公司偿债能力指标

财务指标	2009/6/30	2008/12/31	2007/12/31	2006/12/31
资产负债率(%、母公司)	31.24	44.4	62.73	67.65
流动比率(倍)	3.24	2.19	1.36	1.17
速动比率(倍)	1.97	1.26	0.58	0.65
息税折旧摊销前利润(万元)	2,706.85	3,603.15	1,884.54	715.71
利息保障倍数(倍)	68.27	243.87	22.8	8.69
到期贷款偿还率(%)	100	100	100	100

资料来源:公司招股说明书、世纪证券研究所

与同行业相比,公司资产负债率较高,流动比较和速动比率基本处于中等水平,财务风险不大。

Figure 22 可比公司偿债能力指标

财务指标	公司	哥伦比亚	Timberland	美邦服饰	李宁公司
资产负债率(%、母公司)	44.4	17.78	32.12	37.87	32.1
流动比率(倍)	2.19	5.04	2.80	2.39	1.35
速动比率(倍)	1.26	3.56	2.03	2.23	1.04

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

营运能力较强

报告期内，公司应收账款周转率处于一个较高水平，而且逐年增长，主要是公司施行的期货制度和以“款到发货”为基本原则的销售信用政策，可保障公司基本不存在坏账并能够及时、足额回收货款；存货周转率基本保持稳定，其介于 2-3 之间的周转次数与公司产品分为春夏、秋冬两季上市的销售周期相匹配；总资产周转率基本保持稳定，略有提高，反映出公司的营业收入与其资产规模基本匹配，资产运营效率逐渐提高。

Figure 23 公司运营能力指标

财务指标	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
应收账款周转率(次/年)	21.64	53.51	31.97	22.64
存货周转率(次/年)	1.22	2.53	2.66	2.95
总资产周转率(次/年)	0.71	1.71	1.63	1.38

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

与可比上市公司相比，公司总资产周转率较高，资产运营效率处于行业较高水平；应收账款周转率远高于其他公司，显示出具有相当强的销售回款能力以及对应收账款的良好管理和掌控能力。由于户外用品行业多为“两季”供货，因此，与哥伦比亚相比，公司的存货周转率处于正常水平；而 Timberland 公司主要产品为鞋类，故其存货周转次数相对公司而言略高。

Figure 24 可比公司运营能力指标

财务指标	公司	哥伦比亚	Timberland	美邦服饰	李宁公司
应收账款周转率(次/年)	53.51	4.39	7.65	15.2	7.54
存货周转率(次/年)	2.53	2.87	3.9	4.49	5.96
总资产周转率(次/年)	1.71	1.14	1.62	1.39	1.88

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

募集资金项目

公司本次 IPO 募集资金总额 3.37 亿元，超出原拟募集资金 1.17 亿元。募集资金将按照轻重缓急顺序依次投入以下项目：

Figure 25 募集资金项目

序号	募集资金使用项目	总投资额（万元）	计划用募集资金投入（万元）
1	营销网络建设项目	20,041.20	20,041.20
2	信息系统建设项目	1,949.00	1,949.00
合计		21,990.20	21,990.20

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 26 超募集资金拟投资项目

1	T-Warm 电加热系统、防刺穿户外保护鞋、T-LightMo 超轻背包等十一项技术的研发与设计
2	品牌和市场推广
3	营销网络的进一步拓展

资料来源：公司首次公开发行股票上市公告书、世纪证券研究所

营销网络建设项目

该项目拟建设专卖店和商场店共 79 个，包括直营专卖店 48 个、直营商场店 25 个和加盟专卖店 31 个。其中，公司拟购买的直营店 3 家和加盟店 8 家均位于北京、沈阳、石家庄、乌鲁木齐、郑州、青岛、武汉、昆明和重庆等 9 个城市的核心商圈；直营商场店位于北京、上海、辽宁省和四川省等 7 个城市的核心商场；拟租赁的直营店 20 家和加盟店 23 家分别位于北京、上海、大连、沈阳、成都、包头、哈尔滨、长春等 24 个城市的核心商圈。

该项目计算期 12 年，其中建设期 2 年，运营期 11 年。第一年完成 49 个店铺建设，第 2 年达到设计销售能力的 80%，第三年达到 100%；第二年完成其余 30 个店铺建设，培育期同样为 1 年。项目达产后，预计共实现不含税营业收入 16.88 亿元，净利润 3.81 亿元，总投资收益率 23%，税后内部收益率 21.2%，税后投资回收期（不含建设期）4.1 年。

值得注意的是，该项目的加盟店与目前现有的加盟店不同，为战略加盟店性质，即由公司选址，购买或租赁店铺，由当地加盟店负责日常运营管理，产品供应价按零售价的 70%，即战略加盟店实际营业收入的 70%作为该项目的营业收入（加盟店的发货价*加盟店的年销售量）。公司采取战略加盟店方式可以有效解决加盟商因缺乏资金阻碍其快速扩展当地销售终端，提升加盟商对探路者品牌及市场前景的信心；有助于提高公司的销售收入及毛利率，预计 31 家加盟店全部建成后，将带来年销售收入 6979 万元。但同时亦会带来管理、销售收入监控、固定资

产投资和租赁费用支出增大等风险。

Figure 27 营销网络建设项目

店铺类型	数量 (个)	建筑面积 (m ²)		
		购买	租赁	合计
直营专卖店	23	600	2700	3300
直营商场店	25	0	1250	1250
加盟专卖店	31	1400	4000	5400
合计	79	2000	7950	9950

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

该募投项目完成后，对公司业绩影响主要表现在：一是，大幅提高公司的品牌形象和销售能力。公司销售收入的增长与门店数量的增长具有显著的正相关关系，本次募投项目建成后，店铺数量相对于 2009 年 6 月 30 日的 430 家店铺增长了 18.37%，店铺面积增长近 10000 m²，直营店数量增长约一倍，适当降低了营销网络中加盟店的比例，提高公司对营销渠道的掌控能力；同时，新建的单店面积以 100 和 200 m² 以上面积为主，相对于公司以往店铺有较大提高，店铺的装修和陈列都按照公司五代店的高标准进行，这将大幅提升区域店铺的市场形象，进而提高公司店铺的竞争能力。二是，进一步完善公司的营销体系，巩固市场地位。本次募投项目拟建设的门店均位于其所在城市的中心商业圈，部分门店位于公司以前未曾进入的二线城市，这样的布局有利于公司抢占一线城市中心商圈黄金地段的稀缺店铺、占领优质二线城市市场，使公司的营销体系更加的全面和完善，有效提高公司的品牌知名度，进一步巩固公司作为国内户外用品行业领军者的行业地位和市场影响力。

信息系统建设项目

该项目主要完成企业资源管理系统 (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)，项目建设期 2 年。

该项目完成后，将有利于公司数据规范化管理；提高企业供应链管理水平和，缩短从需求到供应的响应时间；提高企业绩效评估能力；提高决策效率。

超募募集资金项目

超募募集资金主要用于公司目前正在研发的 11 项技术上。T-Warm 电加热系统、BOA 鞋带系统、T-LightMo 超轻背包、舒适睡袋、T-Foam 透气抗菌鞋垫、防刺穿户外保护鞋、SelfPack 自收背包、Convenient Trek 背开

背包（上述 8 项均在 2009 年完成）、2in1 鞋中鞋（2010 年研发完成）、空气循环系统（2011 年研发完成）、人体工学背负系统（2012 年研发完成）。

盈利预测及投资评级

盈利预测假设条件:

- 1、未来三年我国户外用品市场仍保持 40% 的增速;
- 2、IPO 后, 门店每年自然增长 120 家, 其中七成为加盟店铺, 直营门店中商场店占四成, 则 2009-2011 年门店数量分别为 480 家、600 家、720 家;
- 3、新增专卖店、商场店的平均面积分别为 120 m²、50 m²;
- 4、所得税率 25%。

Figure 28 销售收入预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月	2009E	2010E	2011E
门店数量	25	26	43	48	70	106	142
商场店	6	4	7	9	17	31	45
增长		-2	3		8	14	14
专卖店	19	22	36	39	53	75	97
增长		3	14		14	22	22
直营店 门店面积 (平方米)	1,867	1,727	2,787	3,211	5291	8631	11971
平均平效 (万元)	0.47	0.81	1.15	0.49	1.29	1.42	1.56
YOY		72.34%	41.98%		12%	10%	10%
销售金额 (万元)	871.78	1,398.95	3,193.70	1,575.65	6814.81	12228.40	18656.56
YOY		60.47%	128.29%		113.38%	79.44%	52.57%
销售额占总额比重	12.00%	12.00%	15.32%	13.72%	23.31%	26.36%	27.23%
门店数量	161	247	349	382	410	494	578
增长		86	102	33	28	84	84
门店面积 (平方米)	10,126	15,157	20,854	23,208	26568	36648	46728
加盟店 平均平效 (万元)	0.51	0.55	0.75	0.39	0.83	0.92	1.06
YOY		7.84%	36.36%		10%	12%	15%
销售金额 (万元)	5,193.62	8,358.84	15,701.58	9,084.98	21918.60	33862.75	49653.17
销售额占总额比重	71.49%	71.70%	75.30%	79.13%	74.98%	72.99%	72.48%
门店总数量	186	273	392	430	480	600	720
YOY		46.77%	43.59%		22.45%	25.00%	20.00%
其他收入 (万元)	1,199.41	2,159.06	2306.38	820.49	500	300	200
销售额合计 (万元)	7,264.81	11,916.85	21,201.66	11,481.12	29,233.41	46,391.15	68,509.74
YOY		64.04%	77.91%		37.88%	58.69%	47.68%

资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

公司上市后，融资渠道的拓宽将加快公司店网的发展步伐，随着户外用品行业的高速发展，未来 2-3 年公司也将进入新一轮高速发展期，预计 2009-2011 年实现营业收入 2.93、4.64、6.85 亿元，实现净利润 3599.63 万元、5872.08 万元、8776.37 万元，摊薄后的每股收益分别为 0.54 元、0.88 元、1.31 元，当前股价对应下的动态市盈率分别为 93.9 倍、57.6 倍、38.7 倍

Figure 29 盈利预测

(单位: 万元)	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	7,264.81	11,916.85	21,201.66	29,233.41	46,391.15	68,509.74
营业成本	5,167.97	7,691.17	11,625.83	15902.97	25051.22	36858.24
毛利率	28.86%	35.46%	45.17%	45.60%	46.00%	46.20%
营业税金及附加	25.96	34.02	105.42	175.40	278.35	411.06
销售费用	1,109.03	1,908.79	3,673.81	5115.85	8118.45	11989.20
销售费用率	15.27%	16.02%	17.33%	17.50%	17.50%	17.50%
管理费用	334.06	546.06	2,380.46	3215.67	5103.03	7536.07
管理费用率	4.60%	4.58%	11.23%	11.00%	11.00%	11.00%
财务费用	81.16	88.79	8.92	0	0	0
财务费用率	1.12%	0.75%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%
资产减值损失	36.26	-31.23	72.37	16	0	0
投资收益			-16.24	0	0	0
二、营业利润	510.37	1,679.25	3,318.61	4,807.51	7,840.10	11,715.17
加: 营业外收入	20.5	17.36	233.81	360	0	0
减: 营业外支出	12	14.12	151.65	360	0	0
三、利润总额	518.87	1,682.49	3,400.77	4,807.51	7,840.10	11,715.17
所得税	204.36	584.42	849.78	1201.88	1960.03	2928.79
少数股东权益	-0.25	2.13	4.43	6	8	10
四、净利润	314.76	1,095.94	2,546.56	3,599.63	5,872.08	8,776.37
YOY		248.18%	132.36%	41.35%	63.13%	49.46%
总股本	6700	6700	6700	6700	6700	6700
每股收益	0.05	0.16	0.38	0.54	0.88	1.31

资料来源: 世纪证券研究所

Figure 30 同行业上市公司估值

上市公司	091202 股价	EPS			PE		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
报喜鸟	22.68	0.63	0.79	0.99	36.00	28.71	22.91
七匹狼	23.45	0.69	0.86	1.11	33.99	27.27	21.13
美邦服饰	24.39	0.63	0.84	1.07	38.71	29.04	22.79
星期六	25.79	0.57	0.74	1	45.25	34.85	25.79
罗莱家纺	44.12	0.96	1.22	1.51	45.96	36.16	29.22
平均					39.98	31.21	24.37

资料来源: 世纪证券研究所

与同行业的上市公司相比，公司估值明显偏高。但鉴于公司所处行业的高速成长及其行业龙头地位，给予短期“中性”，中长期“增持”的投资评级。

考虑到目前二级市场股价偏高，建议投资者以观望为主，中长期择机建仓。

风险提示

1、新建加盟店的运营模式可能导致的经营风险

本次 IPO 募投项目新建的 31 家加盟店是由公司购买或者租赁并装修后转由加盟商经营管理，加盟商与公司按新建加盟店销售收入的 3:7 分成，该种模式与公司现行的加盟店运营模式不同，将带来管理、销售收入监控、固定资产投资和租赁费用支出增大等风险。

2、直营店铺数量大幅增加带来的管理风险

本次 IPO 募投项目新增了 48 个直营店，使直营店数量有较大幅度的增长，有可能带来管理方面的风险。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.