

探路者 (300005.SZ) 服装行业

评级：买入 首次评级

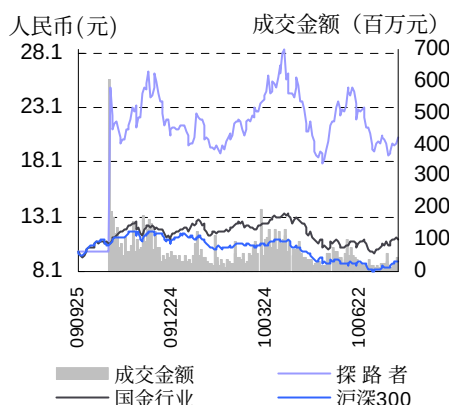
公司研究

市价 (人民币) : 20.32 元
目标 (人民币) : 20.38-24.09 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 34.00
总市值 (百万元) 2,722.88
年内股价最高最低 (元) 28.39/9.85
沪深 300 指数 2793.08



相关报告

1. 《成为探路者, 与公司一同成长》, 2009.9.27

刘宇袖 联系人
(8621)61038285
liuyx@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

探路者未来-机遇与风险并存

公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益 (元)	0.509	0.329	0.371	0.565	0.737
每股净资产 (元)	1.83	6.82	7.43	8.43	9.77
每股经营性现金流 (元)	0.65	0.73	0.40	1.06	1.43
市盈率 (倍)	N/A	131.37	50.11	32.88	25.21
行业优化市盈率 (倍)	13.79	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率 (%)	132.36%	72.92%	12.78%	52.39%	30.41%
净资产收益率 (%)	27.91%	9.64%	9.98%	13.40%	15.07%
总股本 (百万股)	50.00	134.00	134.00	134.00	134.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 户外用品行业未来几年复合增速仍将超过 30%：1，居民消费逐步由传统型消费进入质量升级型消费，休闲娱乐和体育健身等将成为消费支出中增速较快的项目；2，中国丰富的旅游资源，户外运动配套设施的完善，以及人均汽车保有量的持续提升将促进户外运动的发展；3，尽管经过前十年复合 50% 的高速增长，但户外用品整体规模仍然偏小，未来仍将高速增长；
- 户外用品市场规模低于运动品行业，但发展阶段不同，目前仍处于高速增长期，这是公司业绩增长的最关键因素。不过国际品牌的大举进入和国内品牌的实力不强，使得市场竞争中，国际品牌对国内品牌施加的压力较大，公司业绩发展也有赖于自身实力提高；
- 公司未来机遇和风险并存。尽管公司品牌经营水平仍有待提高，但公司在国内户外用品市场的先发优势、上市红利效应，以及募集资金助推公司销售网络建设，将保证公司获得等于或高于行业均值的增速；

盈利预测和估值

- 综合以上分析，基于户外用品市场的高速发展，我们认为未来三年公司较快的外延式扩张和上市红利效应将确保公司业绩，预计 2010-2011 年公司的销售收入增速都将超过 30%；
- 我们预测公司 2010-2012 年销售收入同比增速分别为 32.85%，42.31% 和 30.63%；净利润同比增速分别为 12.78%，52.39% 和 30.41%，对应的 EPS 分别为 0.371 元，0.565 元和 0.737 元；
- 我们给予公司 10 年 55-65 倍 PE，也即 11 年 35.5-41.9 倍 PE，对应目标价位 20.38 元-24.09 元，目前股价 20.32 元，给予买入评级。

风险提示

- 户外用品市场整体规模较小，且国内外品牌涌现，公司业绩可能低于预期；
- 公司的销售网络建设仍需时日，外延式扩张有达不到预期的风险；
- 今年 10 月 30 日，公司第二大股东力鼎投资持有股份解禁，存在减持风险。

中国户外用品行业未来持续高速增长

中国户外用品行业未来几年将保持 30%以上的复合增长速度

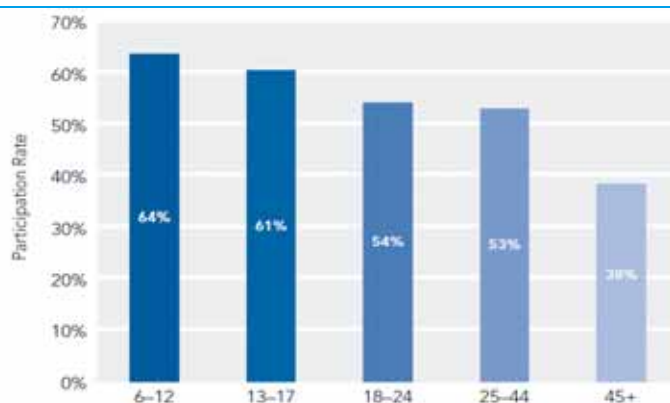
■ 户外运动已经成为发达国家大众生活的组成部分

户外运动起源于 19 世纪初欧洲工人阶级中的工人贵族为了逃避城市压力而躲到乡下去放松，现今的行业领导品牌大多创立于 20 世纪中期。

在欧美，攀岩，爬山，徒步等户外运动已经成为大众生活的组成部分，野游野餐也是家庭成员生活交流的重要方式之一。2008 年，在美国这个全球最大的户外用品市场，有占人口总数 48.6%，接近 1.5 亿人参与户外运动（图表 1）。另据德国徒步协会的《徒步：一个光明未来的市场》报告中数据：约 3980 万德国人（德国人口总数的 56%）是活跃的徒步爱好者，他们每年仅购买背包，徒步鞋，睡袋和徒步地图等徒步装备的消费就达到了 37 亿欧元。

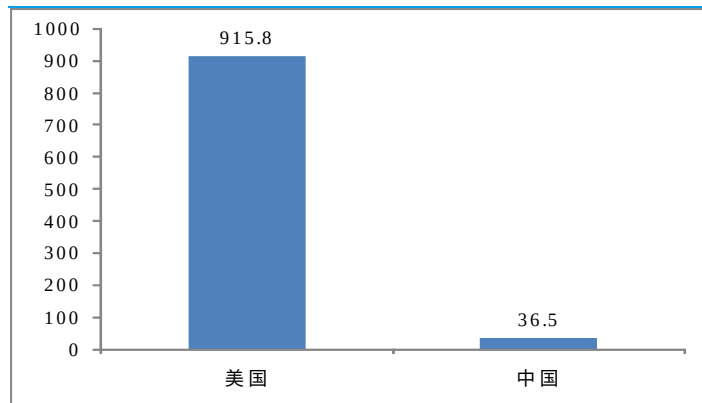
在中国，户外运动和户外用品行业仅有十几年的发展历程。

图表1：2008 年美国分年龄段参与户外运动人数占总人口比重

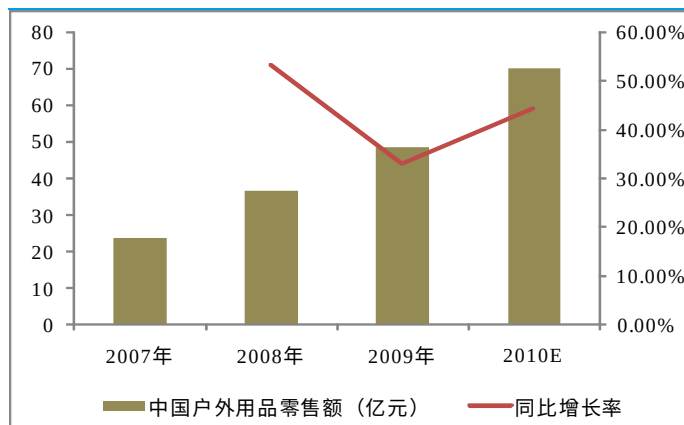


来源：OIA, Bloomberg, 中纺协户外用品协会，国金证券研究所:汇率选取 6.825

图表2：2008 年中国和美国户外市场销售额 (单位：亿元人民币)

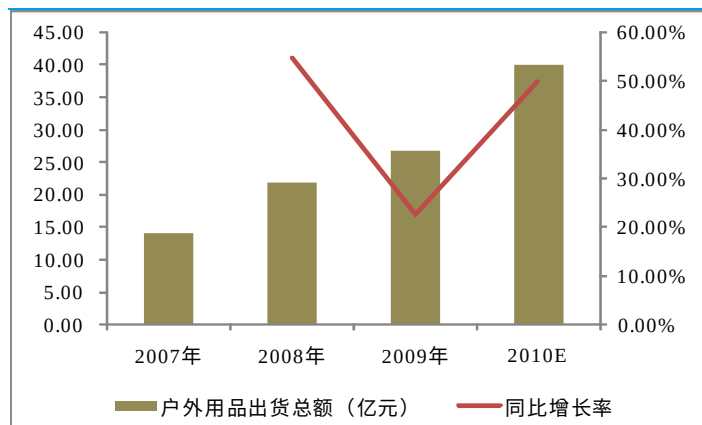


图表3：2007-2011E 中国户外用品零售额



来源：COCA《中国户外用品市场调查报告》，国金证券研究所

图表4：2007-2011E 中国户外用品出货总额



户外运动在我国是从上世纪 90 年代初期最先在北京和深圳兴起的。户外用品行业在我国仍是一个处于快速成长期的新兴行业：2008 年，美国传统户外零售市场销售额约为 135 亿美元；而中纺协户外用品分会的《中国户外用品市场 2009 年度调查报告》显示：2008 年之前的十年间，中国户外用品市场年均复合增长率接近 50%。2009 年中国户外用品零售总额达到了 48.5 亿元人民币，同比增长 32.88%。

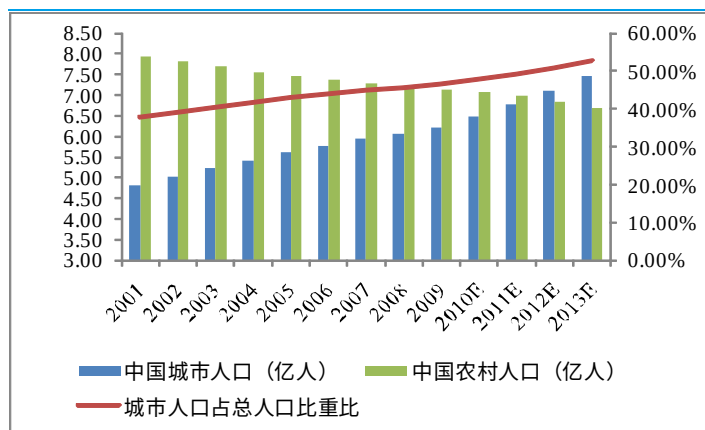
根据《2010-2015 年中国户外用品行业投资分析及前景预测报告》数据：中国户外市场 2010 年零售总额有望达到 60-70 亿元，出货额有望达到 35 亿元，并且在未来几年的复合同比增速仍将超过 30%。

居民消费升级将成为户外用品行业快速发展的基石

根据国际经验，人均 GDP 超过 1000 美元之后，居民的财富积累达到了消费升级的临界点，将触发社会消费的结构升级。而人均 GDP 达到 3000 美元时，居民消费将由原来的传统型消费进入质量升级型消费，休闲娱乐和体育健身等将成为消费支出中增速较快的项目。我国在 2008 年人均 GDP 为 22698 元，超越了 3000 美元大关，体育、娱乐、衣着等非恩格尔系数消费占比开始加速提升。法国巴黎百富勤（BNP）的《中国消费前景》报告中也预测，中国人均消费从 2003-2020 年均复合增长率将达到 10.8%。

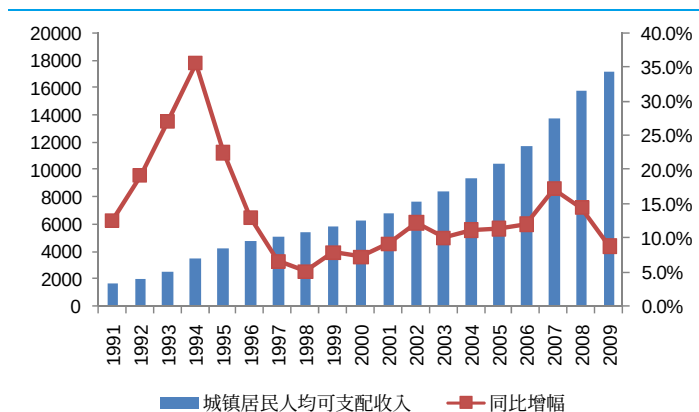
分年龄段看，目前中国适合户外运动的 15~40 岁的消费人群约占人口总量的 40%，即约有 5 亿人口；而中产阶级以上人群约占 9%，有 1 亿多的人口。户外运动属于较高消费的运动形式之一，目前的主要参与者正是那些渴望贴近大自然，释放压力的城市中高收入群体。近些年来我国中高收入人群占比也在迅速扩大，这类人在休闲娱乐健身上的支出增长更为显著（图表 7）。

图表5：2001-2013E 中国城市化进程图

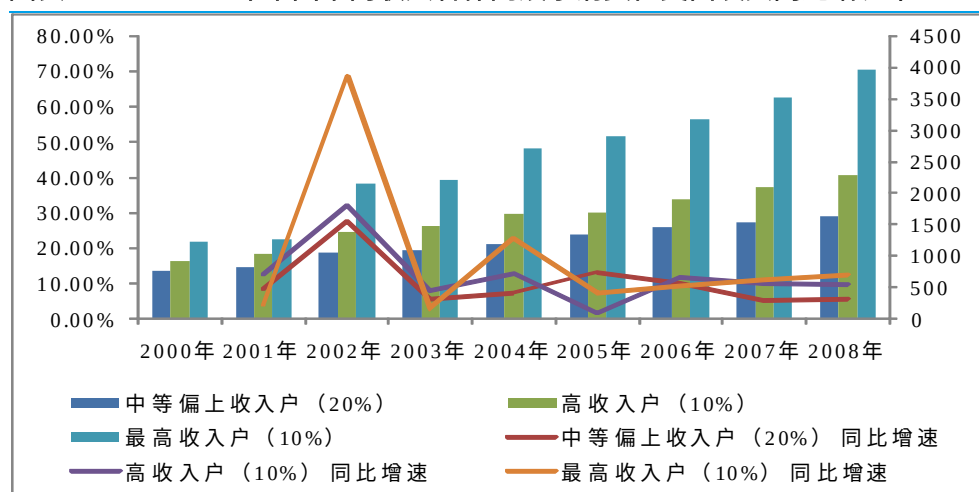


来源：国家统计局，国金证券研究所

图表6：1978-2008 年城镇居民人均可支配收入



图表7：2000-2008 年中国中高收入者休闲娱乐消费性支出及其同比增长率



来源：国家统计局，国金证券研究所

丰富的旅游资源以及配套设施的完善将促进户外运动的发展

中国具有丰富的旅游资源，旅游作为拉动 GDP 的绿色方式，近些年各级政府都在加大对旅游配套设施的投入，国家也通过黄金周等假期形式支持旅游

业发展。从 2000 年至 2008 年，中国旅游业总收入年均增长 12.5%；2009 年中国旅游业收入增长了 9%，达到了 1.26 万亿元。

目前统计局公布的全国年人均国内旅游次数为 1.3 次，未来随着人均可支配收入的增长，中国人出游度假次数和消费水平还会持续增长，逐步向发达国家年人均旅游 7-8 次这个标准靠近。世界旅行社理事会研究报告也称：中国的旅游需求未来 10 年将以 8.5% 以上幅度增长，而旅游出行人数的持续增长将给户外用品行业带来源源不断的市场增量。

汽车保有量的持续增长将促进以自驾游方式进行户外运动的人数

2009 年中国汽车销售量为 1300 万辆，成为世界第一大销售市场。而截止到 2009 年底，全国汽车保有量已达到了 7619.31 万辆，其中私人轿车保有量达到 2605 万辆，同比增长率为 33.8%。汽车保有量的持续增长配合旅游行业发展，使自驾游成为越来越受欢迎的户外旅游形式之一。另外，汽车租赁业的迅速繁荣也帮助了更多人实现自驾车旅游的梦想。未来随着我国人均拥有汽车数量的增加，自驾游带来的户外运动参与人数和户外装备消费者数量会持续增长。

中国户外用品行业分化开始出现

户外用品行业市场空间不如运动品

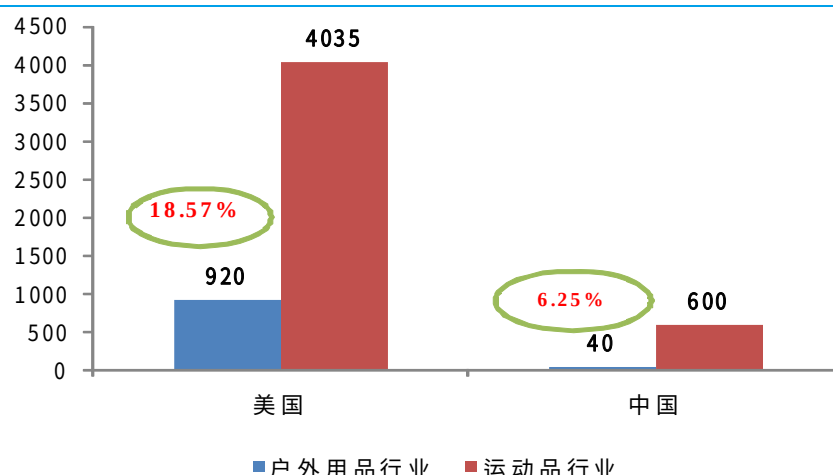
严格意义上说，户外用品行业与高尔夫，赛车等类似，属于运动品行业中一个拥有完整产业链的细分子行业，因此它同样具备运动品行业的本质属性——强调产品功能性。从市场规模方面看，户外用品行业作为运动品的子行业之一，市场规模当然也仅属于运动品的一部分：Bloomberg 数据显示 2009 年全美运动品销售额约为 600 亿美元，其中户外用品行业约占运动品行业市场份额的 15%-20%；而中国的运动品市场规模粗略估计约为 500-600 亿人民币，户外用品市场规模占运动品市场份额不足 7%。

图表 8：国内运动品行业和户外用品行业比较

	运动品	户外用品
行业特点	运动品属于品牌服装行业中集中度较高的一个细分子行业。产品的功能性要求一方面来自于运动中的自我保护，另一方面是为了提高竞技成绩。行业集中度较高，一是功能性带来的品牌信赖程度是新进入者和行业内弱小的竞争者无法复制的优势；二是竞技体育中成王败寇的文化特点和青少年的偶像崇拜心理提高了集中度	户外用品行业是人类为了走出城市，接近大自然而发展起来的。而户外运动的本质是挑战自我极限和释放压力，因此产品对功能性的要求主要是自我保护需求，尤其是在极限条件下；其次是舒适度和便携性的需求。功能性需求带来了行业的集中度，但户外运动的种类相对较少，并且其中很多运动的内涵是挑战极限且花费不菲，因此普及范围远低于运动品行业，目标客户群较为明确，行业集中度不如运动品那样高
行业发展阶段	已经经过了奥运之前的高速成长期，近几年将进行行业整合	21 世纪国内市场才开始启动，目前仍处于高速增长期
市场竞争状态	经过十几年高速发展，国内运动品企业竞争非常激烈，但同时国内品牌实力并不亚于国际品牌，以安踏、李宁为首的国内品牌销售规模已经接近耐克的国内销售额	一方面由于市场处于初级阶段，国内品牌实力不强，另一方面户外用品的自我保护要求较高，也导致消费者崇洋媚外，这使得国际品牌在市场上对国内品牌有较大压力
现有市场规模	美国约为 600 亿美元，中国约为 500-600 亿人民币	美国约为 130 亿美元，中国为 48.5 亿人民币
单一品牌市场份额	nike 和 adidas 两大品牌掌握了全球接近 50% 的市场份额	美国市场第一品牌哥伦比亚的 2007-2009 年市场份额约为 13%-15% 之间；而中国第一品牌探路者市场份额约为 5%-6%
总结	户外用品整体规模不如运动品；运动品行业发展经过了高速增长期，未来处于行业整合阶段，品牌集中度将提高；而户外用品虽然市场空间远不如运动品，但市场启动较晚，尚处于高速增长期中。户外用品行业处于初级阶段，同时自我保护要求较高，导致消费者潜意识中崇洋媚外，国际品牌对国内品牌的冲击较运动品为大	

来源：国金证券研究所

图表9：2008年中国和美国户外用品行业占运动品行业比重



来源：Bloomberg，国金证券研究所

近年国外品牌发展速度有超过国内品牌的可能

■ 21 世纪初中国市场尚没有引起外国品牌的重视：

中国户外市场规模太小，即便经过近年 50% 复合增长的高速发展，2009 年全国市场销售额也仅为 48.5 亿元人民币，哥伦比亚单一品牌 2009 年销售额就接近 85 亿人民币。

户外运动的发展要晚于足球，篮球等大众体育运动形式几十年，目前国际知名的户外品牌纷纷创建于 20 世纪中期，因此在过去十几年间，欧美发达国家的户外市场也呈现较快的增长，欧美品牌可以在熟悉的市场环境里实现业绩增长。

■ 近年来越来越多的国外成熟户外品牌进入中国市场，发展速度有超过国内品牌之势（图表 10、11）：

一方面中国户外用品市场规模持续扩大，虽然市场绝对值仍不大，但 50% 的复合增长率让任何一个企业都不能无动于衷，而且未来的增长趋势确定性也较高，即便是 2008 年的金融危机对户外市场增长也影响不大。

另一方面欧美户外市场接近饱和，金融危机对市场需求也有较大打击。以哥伦比亚为例，从公司 2008-2009 年的分区域销售收入看，欧美发达市场销售收入受金融危机影响，销售额持续下降，而拉美和亚太市场销售仍然在以较高增速上涨（图表 12），因此越来越多的国际大品牌开始重视开拓亚太及中国等新兴市场，从中国市场上境外活跃品牌数量的激增也可以印证这个趋势（图表 10,11）。

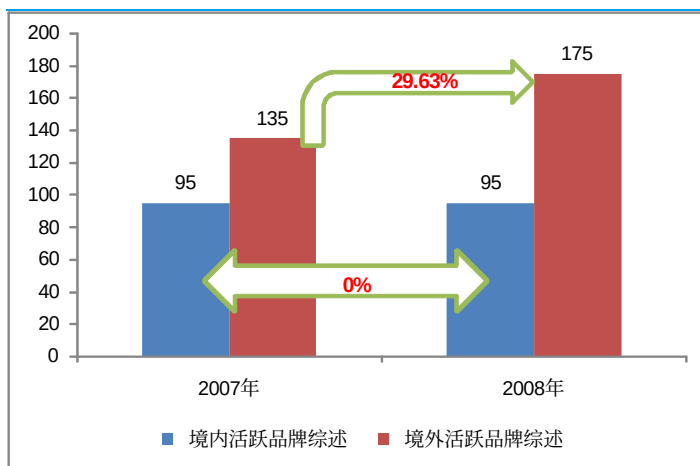
由于户外用品功能性较强，历史悠久的国外品牌如哥伦比亚、north face 等在国内影响力较大，它们的市场行为可能对包括公司在内的国内品牌产生较大压力。

图表 10：中国户外市场上境内外品牌数量和增长趋势

	2007年	2008年	年度可比增长率
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	230	270	17.39%
境内活跃品牌综述	95	95	0.00%
境外活跃品牌综述	135	175	29.63%

来源：2008 年中国户外市场调查报告，国金证券研究所

图表 11：2008 年境内外活跃品牌不同的增长趋势



图表 12：哥伦比亚公司分区域市场销售增长

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
美国	596.8	666.7	676.9	752	767.2	727.7	736.9
美国销售同比增长率		11.71%	1.53%	11.09%	2.02%	-5.15%	1.26%
EMEA	135.2	170.3	184.3	287	272.6	267.2	197.4
EMEA销售同比增长率		25.96%	8.22%	55.72%	-5.02%	-1.98%	-26.12%
LAAP	113.1	141.4	179.8	175.7	142.9	198.2	203.2
LAAP销售同比增长率		25.02%	27.16%	-2.28%	-18.67%	38.70%	2.52%
加拿大	106.7	116.9	114.8	126.1	120.2	124.7	106.5
加拿大销售同比增长率		9.56%	-1.80%	9.84%	-4.68%	3.74%	-14.60%

来源：国金证券研究所 PS:EMEA 为欧中，中东和非洲地区；LAAP 为拉美和亚太地区

在市场快速发展同时，竞争对手以更快的速度增加

一方面是国内外户外用品品牌数量的快速发展（图表 10），另一方面运动品牌品牌休闲服品牌也是户外用品市场潜在的参与者：

- 运动品牌与户外品牌同宗同源，在品牌经营和营销上差异不大，因此品牌进入户外市场壁垒较低；
- 运动品牌销售规模大，有实力为技术创新支付高额的研发费用。事实上，国际运动品牌已经尝试进入户外市场，adidas 曾经的母公司 salmon 就收购过 the north face；
- 服装在户外用品中占比较大，如探路者服装类收入占总收入比例约 60%，其中带有休闲性质的风衣、羽绒服等产品与休闲服的产品系列重叠，休闲服品牌近年来已经加强了这方面品种的开发。

探路者未来发展——挑战与机遇并存

公司基本情况介绍

中纺协户外用品分会数据显示：探路者品牌连续两年成为中国市场销售额第一名，2009 年公司的销售收入达到了 2.94 亿元，占中国市场份额的 6.06%。2008 年公司成为中国户外用品行业唯一的“北京 2008 年奥林匹克运动会特许生产商”。公司先发优势明显。

公司产品定位于中档户外用品，产品收入 70%来自于旅行生活系列。产品系列涵盖户外服装，户外功能鞋和户外装备三大系列，具体包括冲锋衣，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 多个品种的户外旅行和休闲用品。

图表 13：公司产品系列

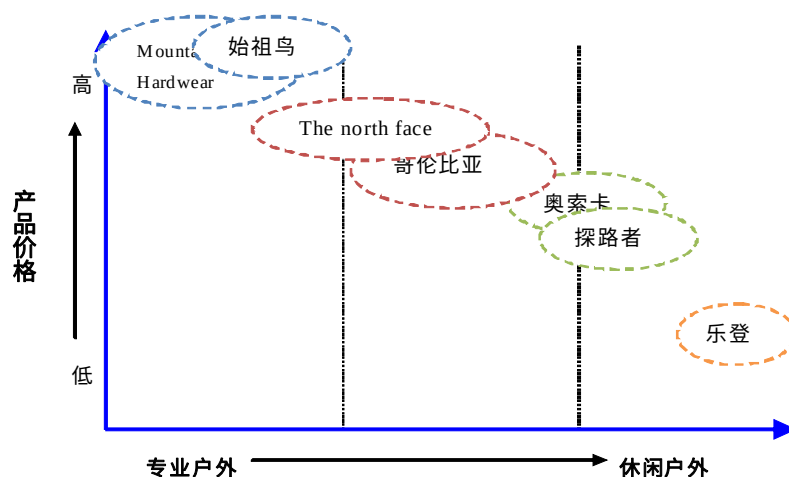
产品系列	目标客户群	占销售收入比重	备注
performance(专业户外系列)	专业户外玩家，户外运动发烧友，渴望拥有专业保护装备的人群	15%	
daily(户外旅行系列)	初级户外玩家及崇尚自然，渴望享受户外阳光生活的旅行人士	70%	日常的户外运动，野外露营，自驾行等活动
vintage-toread(功能休闲系列)	20-50岁之间的都市白领和中产阶级及有独特生活品味，追求高品质户外休闲生活的人群	15%	价位偏低
life-style(时尚生活系列)	20-30岁追求个性的都市年轻一族		

来源：招股说明书、国金证券研究所

公司于 5 月 25 日公告实施股权激励，计划以 22.35 元向特定对象授予 265.29 万股，行权条件为 2011-2013 年净利润分别较 2009 年增长不低于 30%、70%和 120%。股权激励方案的推出有利于稳定管理层，进一步提高品牌经营水平。

休闲户外的产品定位有利于公司把握住最为广泛的消费群体

图表 14：中国市场主要户外品牌



来源：国金证券研究所

户外运动的定义分为两类：“狭义户外”的定义是“挑战生命，挑战自然，探索险境”，主要为探险登山，野外生存等极限运动形式。而近些年随着户外运动走进寻常百姓家之后，“广义户外”更应该解释为：与我们城市相对立的一种生活形态，而不是仅仅是一个探险和挑战。大众进行户外运动的目的是：放松，归宁，驱散疲劳释放生活和工作压力。

基于这两种户外概念发展起来两类户外产品定位：一类是高端品牌意识过于浓烈的企业守住自己的专业户外的高门槛做“小户外”市场，例如始祖鸟等品牌；另一类企业则敞开大门，给那些不够专业但有意愿参与户外运动的消费者更多一种选择，例如哥伦比亚等品牌。

目前中国的高端专业户外市场主要由外国品牌垄断。而探路者的主要产品定位与哥伦比亚相似，以休闲户外为主；但公司的产品定价比同样产品定位的国际品牌低 10%-20%。

中国户外市场发展历史短暂：中国户外品牌的技术研发实力，品牌建设能力及市场美誉度等方面均较国际品牌略逊一筹，同时中国的户外用品消费者也不够成熟和专业，因此探路者休闲户外的产品定位有利于避敌锋芒，抓大放小，与中国消费者共同成长成熟。

户外产品功能性需求较高有利于发挥先发优势

户外用品消费者对产品的功能性要求较高，而产品功能性的提高需要高额且持续投入的研发费用作为保障，消费者对于产品和品牌的信赖程度也是一个日积月累的过程，因此造就了户外用品品牌的较大先发优势和行业集中度相对较高。

户外用品的功能性需求导致市场集中度提高：

- 户外用品消费者对产品的功能性需求主要是对运动中的自我保护性要求；尤其是对于某些极限运动而言，更是保护生命安全的需求，因此消费者在购买产品的时候会格外重视产品的功能性，从而降低价格敏感度；
- 功能性是一种体验式感受，无法从产品表象得知，因此品牌历史，品牌知名度，品牌规模就成为了消费者对产品功能性的判断依据。

公司作为户外用品中国第一品牌，加上最早上市，有利于巩固和充分利用已有的先发优势。

上市红利效应短期内将有利于探路者品牌增加市场份额

中国户外用品品牌规模都很小，即便是行业销售额第一名的探路者 09 年的销售收入也不足 3 亿元，因此上市的 3.2 亿元募集资金有利于公司加快销售网络扩张速度和改善内部管理控制能力，拉开与业内其他企业的差距；

上市效应使探路者打响了中国第一户外品牌的名声，从而增加了消费者对品牌和产品功能性的信赖程度，短期内有利于公司增加销售量，增加市场份额。从调研中得知：集团用户的订单大增，普通消费者购买积极性也有较大提高，我们预计公司 2010 年单店销售收入增速将达到 15%-20%；

短期内探路者的外延式扩张策略仍然是以百货商场扩张为主，上市也提高了公司与百货商场的谈判地位。

未来三年以加盟方式为主加速外延式扩张

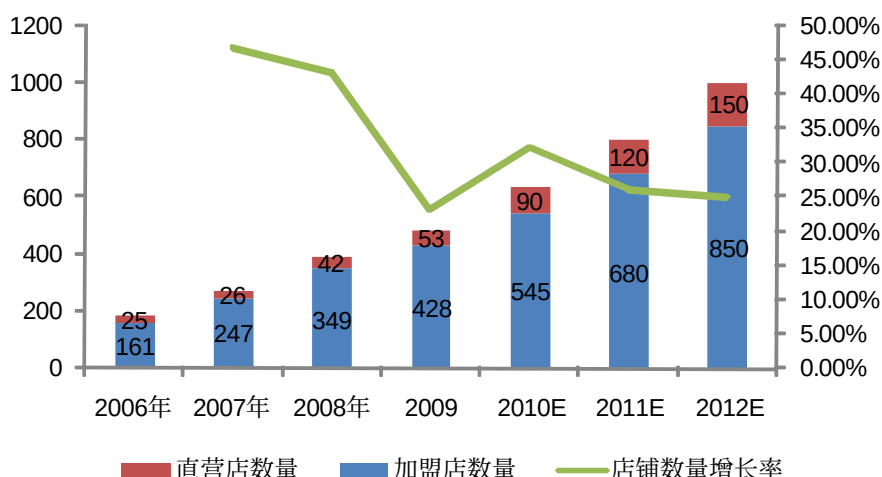
公司未来零售终端扩张仍然以加盟方式为主，并且 2010 年公司将设立七大销售区域，向加盟商派遣专业技术人员，在店铺选址，产品陈列，销售人员培训等方面加强对加盟商的扶持力度。

我们赞同公司以加盟为主的外延式扩张策略以及在扶持加盟商方面所做的努力：户外用品行业处于快速成长期，加盟的方式有利于公司以最小的代价进行快速的渠道扩张，得以用最短的时间将上市带来的品牌知名度和募集资金转化为终端销售收入；同时公司加强对加盟商的扶持有利于加盟商在店铺经营管理方面更加规范化，制度化，可以更好的通过终端服务输出和店铺陈列展示品牌形象。

公司的外延式扩张仍然有较大空间：截止到 2009 年底，公司零售终端共计 481 家，其中包括 53 家直营店铺，而 2009 年哥伦比亚品牌在成熟的美国市场的零售终端已经超过了 3600 个。

即便按照目前中国的户外市场发展情况，户外用品的零售终端一般开设在大中型城市和旅游区。截止到 2004 年底，中国共计拥有 661 个市，其中 283 个是地级市，公司在每个地级市的零售终端平均覆盖不足两个，仍旧有很多的市场空白点。我们预计公司 10 年零售终端新增数量将超过 150 家，到 2012 年底公司的零售终端总数量可能超过 1000 家。

图表 16：店铺终端拓展预测



来源：国金证券研究所

公司品牌经营水平仍有较大提高空间

我们认为公司品牌经营的不足主要体现在：

- 公司品牌经营历史不长。第一家专卖店成立于 2003 年，经营团队和管理层仍需时间磨合和培养；
- 对销售网络的认识仍有待深化。上半年暴露的和代理商的矛盾公开化，表明公司需要加强代理商管理；
- 公司一度在加强直营和加强加盟之间有所摇摆。我们认为选择何种销售网络模式不重要，重要的是选定模式后，公司需要坚定不移，强化所选模式的优势、尽量弥补所选模式的短处，而不能与加盟商有矛盾就加强直营；
- 公司之前没有较多的直营经营和管理经验，一下在全国设立七大销售区域公司，这些公司管理水平提高需要时间；
- 无论是市场营销、店铺陈列和装潢、供应链管理，公司与七匹狼、报喜鸟、美邦等已上市品牌服装企业都有较大差距。

先发优势、上市红利效应以及休闲户外的品牌定位将保证公司充分利用中国户外用品市场高速发展的历史机遇，公司能够获得高于或等于行业效益增长均值的发展速度。但同时，我们也注意到公司的品牌经营水平仍有较大的提升空间，公司未来发展机遇和风险并存。

盈利预测和估值

盈利预测分析

- 综合以上分析，我们认为未来几年中国户外用品行业仍然将保持 30%以上的同比增速；
- 探路者作为中国户外用品品牌第一个上市的公司：中档休闲户外的产品定位符合目前中国户外市场的发展阶段；而户外市场快速发展以及上市红利效应将确保未来三年公司实现较快的外延式扩张，预计 2010-2012 年店铺数量增长率分别为 32%、26%和 25%（图表 16）；由于公司尚未披露历史同店增长率，而我们认为公司品牌经营水平仍需提高，因而同店增长率不会较高，综上所述，我们预期 2010-2011 年公司的销售收入增速都将接近或超过 30%，考虑到开店距离店铺成熟需要一年左右时间，收入增长高峰期将出现在 2011 年；

- 为了理顺与加盟商的关系，今年公司将设立七大销售区域，向加盟商派遣专业技术人员，加上公司较为快速的外延式扩张，开店和人员上的投入将导致公司 2010 年销售费用率和管理费用率都会上升，我们预计两者将分别上升 2.68 个和 2.05 个百分点，至 22%和 13%。

图表 17：盈利预测

项 目	2006	2007	2008	1H09	2009	2010E	2011E	2012E
服装类								
销售收入（百万元）	29.89	58.80	108.27	60.37	171.41	240.00	350.00	460.00
增长率（YOY）		96.75%	84.12%		58.32%	40.02%	45.83%	31.43%
毛利率	20.90%	32.33%	44.88%	46.39%	48.26%	48.00%	48.00%	48.00%
销售成本（百万元）	23.64	39.79	59.68	32.36	88.69	124.80	182.00	239.20
增长率（YOY）		68.32%	49.99%		48.61%	40.72%	45.83%	31.43%
毛利（百万元）	6.25	19.01	48.59	28.01	82.72	115.20	168.00	220.80
增长率（YOY）		204.38%	155.56%		70.25%	39.26%	45.83%	31.43%
占总销售额比重	41.14%	50.44%	51.92%	52.56%	58.39%	61.54%	63.06%	52.01%
占主营业务利润比重	29.80%	47.74%	52.63%	53.54%	58.85%	61.89%	63.43%	53.13%
鞋类								
销售收入（百万元）	16.60	28.40	52.02	28.28	66.78	85.00	120.00	155.00
增长率（YOY）		71.07%	83.19%		28.38%	27.28%	41.18%	29.17%
毛利率	20.84%	29.00%	42.44%	44.12%	46.12%	46.00%	46.00%	46.00%
销售成本（百万元）	13.14	20.16	29.94	15.80	35.98	45.90	64.80	83.70
增长率（YOY）		53.42%	48.51%		20.18%	27.57%	41.18%	29.17%
毛利（百万元）	3.46	8.24	22.08	12.48	30.80	39.10	55.20	71.30
增长率（YOY）		138.09%	168.08%		39.50%	26.95%	41.18%	29.17%
占总销售额比重	22.85%	24.36%	24.95%	24.62%	22.75%	21.79%	21.62%	25.61%
占主营业务利润比重	16.50%	20.68%	23.92%	23.85%	21.91%	21.00%	20.84%	24.75%
装备类								
销售收入（百万元）	26.16	29.38	48.24	26.22	55.36	65.00	85.00	110.00
增长率（YOY）		12.30%	64.19%		14.76%	17.41%	30.77%	29.41%
毛利率	43.01%	42.82%	44.88%	45.11%	48.87%	49.00%	49.00%	49.00%
销售成本（百万元）	14.91	16.80	26.59	14.39	28.31	33.15	43.35	56.10
增长率（YOY）		12.68%	58.27%		6.45%	17.11%	30.77%	29.41%
毛利（百万元）	11.25	12.58	21.65	11.83	27.05	31.85	41.65	53.90
增长率（YOY）		11.79%	72.10%		24.95%	17.73%	30.77%	29.41%
占总销售额比重	36.01%	25.20%	23.13%	22.82%	18.86%	16.67%	15.32%	22.38%
占主营业务利润比重	53.69%	31.59%	23.45%	22.61%	19.25%	17.11%	15.73%	22.12%
销售总收入（百万元）	72.65	116.58	208.53	114.86	293.55	390.00	555.00	725.00
销售总成本（百万元）	51.69	76.75	116.21	62.55	152.97	203.85	290.15	379.00
毛利（百万元）	20.96	39.83	92.32	52.31	140.58	186.15	264.85	346.00
平均毛利率	28.85%	34.17%	44.27%	45.54%	47.89%	47.73%	47.72%	47.72%

来源：国金证券研究所

股票估值定价

目前国内上市的品牌服装企业中，动态市盈率一般在 32-37 倍之间。尽管公司 2010 年净利润增速只有 10.8%，但今年的费用增加都是为了未来的高速增长，而公司 2011 年 50.3%的预期增速远高于其它品牌服装企业，公司市盈率应当高于这些品牌服装企业；探路者为创业板上市公司，截止到 2010 年 7 月 20 日，创业板 2010 年平均动态 PE 为 46.7 倍，考虑到服装消费长期高速发展和公司业绩增长的可持续性，我们给予公司 10 年 55-65 倍 PE，对应 2011 年业绩，11 年动态市盈率为 35.5-41.9 倍，对应目标价位 20.38 元-24.09 元，目前股价 20.32 元，给予买入评级。

图表 18：A 股纺织服装类公司估值比较

股票名称	收盘价	已上市流通 A股 (百万股)	09EPS	EPS	10EPS	10PE
	(元)		(元)	10%09	(元)	
罗莱家纺	52.65	35.1	1.083	33.4%	1.445	36.4
富安娜	34.24	33.8	0.836	11.2%	0.93	36.8
七匹狼	30.47	282.9	0.721	32.5%	0.955	31.9
报喜鸟	23.36	103	0.639	30.0%	0.831	28.1
星期六	16.01	71.5	0.407	13.5%	0.462	34.7
凯撒股份	23.73	21.6	0.546	37.2%	0.749	31.7

来源：国金证券研究所

风险提示

- 户外用品不同于运动品，毕竟是个相对小众市场，市场整体规模较小，因此户外用品消费增长有达不到预期的风险；
- 欧美户外市场如果持续恶化，国外知名户外品牌有可能会加速进入中国市场，与公司抢夺市场和店铺资源，公司面临的竞争有来的更快以及更为严峻的风险；
- 公司上市之后，与某些加盟商的利益争端频现于报章，有可能会影响其它加盟商信心，导致加盟商在订货时保持谨慎，因此订货额有达不到预期的风险；
- 公司的销售网络建设仍需时日，外延式扩张有达不到预期的风险；
- 今年 10 月 30 日，公司第二大股东力鼎投资持有股份解禁，存在减持风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	119	212	294	390	555	725
增长率		77.9%	38.5%	32.9%	42.3%	30.6%
主营业务成本	-77	-116	-153	-204	-290	-379
% 销售收入	64.5%	54.8%	52.1%	52.3%	52.3%	52.3%
毛利	42	96	141	186	265	346
% 销售收入	35.5%	45.2%	47.9%	47.7%	47.7%	47.7%
营业税金及附加	0	-1	-2	-2	-3	-4
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-19	-37	-57	-86	-117	-149
% 销售收入	16.0%	17.3%	19.3%	22.0%	21.0%	20.5%
管理费用	-5	-24	-32	-51	-67	-87
% 销售收入	4.6%	11.2%	11.0%	13.0%	12.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	17	34	50	47	78	106
% 销售收入	14.6%	16.1%	17.0%	12.1%	14.1%	14.6%
财务费用	-1	0	0	6	6	5
% 销售收入	0.7%	0.0%	-0.1%	-1.6%	-1.0%	-0.7%
资产减值损失	0	-1	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	17	33	46	53	84	111
营业利润率	14.1%	15.7%	15.8%	13.7%	15.1%	15.3%
营业外收支	0	1	5	5	5	5
税前利润	17	34	52	58	89	116
利润率	14.1%	16.0%	17.6%	15.0%	16.0%	16.0%
所得税	-6	-8	-8	-9	-13	-17
所得税率	34.7%	25.0%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	11	26	44	50	76	99
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	11	25	44	50	76	99
净利率	9.2%	12.0%	15.0%	12.7%	13.6%	13.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	11	26	44	50	76	99
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	3	7	2	4	6
非经营收益	1	1	0	-5	-5	-5
营运资金变动	-11	3	-3	-20	-3	-4
经营活动现金净流	2	32	49	27	71	96
资本开支	-1	-20	-8	-14	-44	-45
投资	0	1	0	-1	0	0
其他	0	0	-1	0	0	0
投资活动现金净流	-1	-19	-9	-15	-44	-45
股权募资	0	45	327	0	0	0
债权募资	0	5	-15	-1	0	1
其他	-1	-28	13	0	-9	-9
筹资活动现金净流	-1	23	324	-1	-9	-8
现金净流量	0	36	363	11	19	43

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	10	64	410	420	439	482
应收款项	8	6	11	12	17	23
存货	38	54	71	78	103	130
其他流动资产	10	3	1	15	21	27
流动资产	66	127	492	526	580	661
% 总资产	80.2%	78.0%	92.2%	89.9%	84.8%	81.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	17	36	37	55	102	146
% 总资产	20.0%	22.2%	6.9%	9.5%	14.9%	18.0%
无形资产	1	1	4	1	1	0
非流动资产	17	38	41	59	104	148
% 总资产	21.0%	23.2%	7.8%	10.1%	15.2%	18.3%
资产总计	83	162	533	585	685	810
短期借款	10	0	0	0	0	0
应付款项	32	48	68	67	94	123
其他流动负债	6	8	8	21	26	31
流动负债	48	56	76	87	120	154
长期贷款	0	15	0	0	0	1
其他长期负债	4	0	1	0	0	0
负债	51	71	76	87	120	155
普通股股东权益	31	91	457	498	565	655
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	83	162	533	585	685	810

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.219	0.509	0.329	0.371	0.565	0.737
每股净资产	3.074	1.825	6.819	7.430	8.430	9.773
每股经营现金净流	0.215	0.647	0.727	0.403	1.065	1.435
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	35.65%	27.91%	9.64%	9.98%	13.40%	15.07%
总资产收益率	13.27%	15.68%	8.26%	8.49%	11.05%	12.19%
投入资本收益率	27.41%	24.06%	9.31%	8.08%	11.79%	13.74%
增长率						
主营业务收入增长率	64.04%	77.91%	38.46%	32.85%	42.31%	30.63%
EBIT增长率	176.66%	96.69%	46.22%	-5.28%	65.65%	35.29%
净利润增长率	248.19%	132.36%	72.92%	12.78%	52.39%	30.41%
总资产增长率	32.69%	96.64%	228.37%	9.70%	17.06%	18.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.7	6.5	6.0	6.5	6.5	6.5
存货周转天数	137.4	143.7	148.2	140.0	130.0	125.0
应付账款周转天数	25.3	34.0	59.2	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	50.6	61.9	45.4	50.9	66.3	72.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.08%	-52.92%	-89.64%	-84.42%	-77.71%	-73.50%
EBIT利息保障倍数	19.6	382.8	-115.5	-7.7	-13.8	-20.7
资产负债率	62.03%	43.80%	14.32%	14.89%	17.52%	19.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	3
买入	1	1	3	3	7
持有	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.83	1.80	1.91

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-09-27	减持	9.85	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室