



探路者：中国户外用品行业领军品牌

2009 年 9 月 19 日

探路者

价值分析

摘要：

- **公司是朝阳行业中的领先企业。**从国际的成熟市场来看，美国 2008 年的市场规模是 146 亿美元，同期中国市场规模为 36.5 亿元，仅为美国市场规模的 3.68%；国际知名户外用品品牌哥伦比亚 2008 年销售收入为 13 亿美元，而中国同期销售量排名第一的探路者 08 年主营业务收入仅为 2.12 亿元，尚不足哥伦比亚的四十分之一。综合来看，国内市场还处于初步开发阶段，公司作为国内领先的户外品牌不仅将受益国内市场蛋糕快速变大同时也将分享市场中更多的市场份额，未来发展空间巨大。
- **专业的设计团队与优秀的渠道管理打造了卓越的户外品牌。**公司的研发设计中心为国内户外用品企业中规模最大的研发系统之一。产品创新能力强，不断推出兼顾功能性和时尚性的产品，在户外用品行业取得领先地位。截止 2009 年 6 月 30 日，公司在全国拥有直营店和加盟店共计 430 家。调查显示，目前“探路者”在中国的品牌认知度在行业中排名第一位。
- **营销网络扩张、平效提高以及毛利率提高三引擎驱动业绩增长。**自 2005 年至 2008 年，公司全国店铺数量的年复合增长率为 52.74%，在总平米数快速增加的同时平效也在稳步提高。公司的产品结构不断优化，平均单价逐年略有提高，因此毛利率逐年提高。
- **募集资金主要用于营销网络扩张，未来两年复合增长率 30%。**公司本次募集资金主要用于营销网络建设和信息系统建设项目，其中营销网络建设项目投入资金占总资金的 91%。预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.566 元、0.691 元和 0.896 元，参考美邦服饰、星期六等终端品牌上市公司的估值水平，09 年动态市盈率均在 35-45 倍之间，对应公司上市合理价值应该在 19.82-25.49 元之间。绝对估值方面，公司的合理价值在 14-30 元之间，与相对估值相当。

财务指标预测

指标	08A	09E	10E
主营业务收入（百万元）	212.02	278.77	361.58
增长率（%）	77.91%	31.49%	29.71%
净利润（百万元）	25.47	37.95	46.29
增长率（%）	132.36%	49.02%	21.98%
每股收益(元)	0.509	0.566	0.691
净资产收益率（%）	27.91%	25.87%*	6.78%

谭可、程远

服装纺织行业分析师

010-66507313

tanke@dxzq.net.cn

chengyuan@dxzq.net.cn

发行上市资料

总股本（万股）	5000
发行量（万股）	1700
发行日期	
发行方式	公开发行
保荐机构	东兴证券股份有限公司
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.20
净资产收益率（%）	18.72
资产负债率（%）	31.25

主要股东和持股比例

盛发强、王静夫妇	61.6717%
----------	----------

目 录

1. 中国户外用品的领军品牌	4
1.1 高速增长的户外用品行业	4
1.2 探路者的商业模式：把握微笑曲线两端	5
1.3 品牌建设卓有成效	6
2. 设计为先,渠道为王	8
2.1 研发能力强大，产品风格细分后覆盖人群增大	8
2.2 营销网络布局清晰、结构合理、扩张迅猛	10
2.3 完善的供应链避免了低增值环节的投入	12
3 营销网络扩张和产品结构优化推动公司快速增长	14
3.1 营销网络扩张与平效提升导致收入快速增长	14
3.2 产品结构优化提升毛利率	16
3.3 期间费用控制有效	18
4 募集资金项目分析	19
4.1 营销网络建设	19
4.2 信息系统建设	21
5 盈利预测与投资分析	22
6 风险提示	23
6.1 行业风险	23
6.2 经营风险	23

表格目录

表 1 近年自主设计的产品数量.....	8
表 2 自主研发设计产品获奖情况.....	9
表 3 公司产品系列	9
表 4 公司对原材料供应商产品的考察项目	13
表 5 公司报告期店铺的数量变动情况.....	15
表 6 公司报告期全部店铺数量变动情况	15
表 7 公司按直营门店和加盟门店划分的“探路者”品牌销售情况.....	15
表 8 报告期公司不同类别产品加权平均销售价格及销售数量.....	16
表 9 各类产品加权平均单件成本明细情况.....	17
表 10 毛利率变动分析.....	17
表 11 报告期公司期间费用及占营业收入的比重	18
表 12 募集资金使用项目情况	19
表 13 营销网络建设项目具体细分	20
表 14 公司募集资金项目投放进度及收入预测:	20
表 15 公司盈利预测	22
表 16 绝对估值结果	22

插图目录

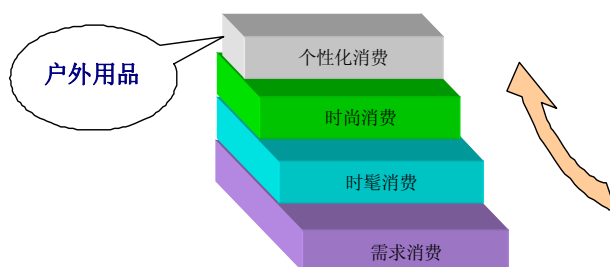
图 1 2000 年-2008 年中国户外用品产业规模发展概况	4
图 2 消费观念及行为的演变	4
图 3 探路者的业务模式	5
图 4 公司业务模式流程	6
图 5 户外品牌认知	7
图 6 品牌购买率	7
图 8 品牌关系结构	10
图 8 三家户外用品龙头企业的品牌定位	10
图 9 公司门店在全国的覆盖情况.....	11
图 10 两种销售模式实现的销售收入构成	11
图 11 两种销售模式实现的销售收入构成	12
图 12 近年公司营业收入变化	14
图 13 近年公司净利润变化.....	14
图 14 近年公司门店数变化.....	14
图 15 近年公司平效变化	14
图 16 三项费用变动情况	18
图 17 信息系统功能框架图.....	21
图 18 绝对估值合理区间	23

1. 中国户外用品的领军品牌

1.1 高速增长的户外用品行业

户外用品行业具有个性化程度高、产品功能型强、科技含量高等特点。目前，随着人们收入水平的提高，消费需求、消费观念正在向个性化、健康化、多元化的方向不断演变，此背景孕育了户外用品行业的兴起和成长。

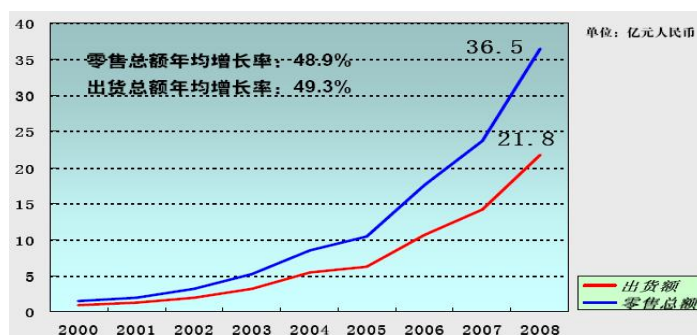
图 1 2000 年-2008 年中国户外用品产业规模发展概况



资料来源：东兴证券研究所

户外用品行业作为一个朝阳行业，其发展速度明显好于传统产业。从国际的成熟市场来看，美国 2008 年的市场规模是 915.84 亿元，而同期中国市场规模仅为 36.5 亿元。国际知名户外用品品牌哥伦比亚年 08 年销售收入为 90.07 亿元，占美国市场份额为 9.83%，而公司 08 年主营业务收入仅为 2.12 亿元，占中国市场份额 5.81%。综合来看，国内市场还处于初步开发阶段，公司作为国内最领先的户外品牌不仅将受益国内市场蛋糕快速变大同时也将分享市场中更多的市场份额，未来发展空间巨大。

图 2 消费观念及行为的演变

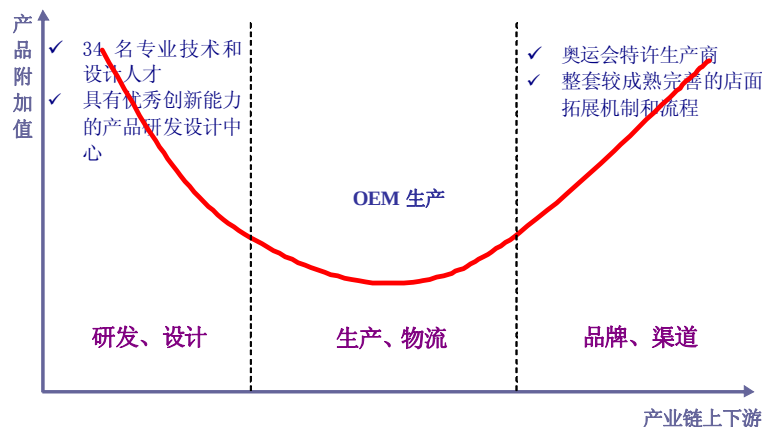


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.2 探路者的商业模式：把握微笑曲线两端

公司是国内户外用品行业的龙头企业之一，以外包生产和加盟为主的业务模式组织户外用品的生产和销售。公司采用“哑铃型”的业务模式，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、销售渠道附加值较高，而中间生产环节的附加值相对较低，因而以产业链分工为横轴、以附加价值为纵轴，业务模式曲线集中在“U型微笑曲线”的两端。

图3 探路者的业务模式



资料来源：东兴证券研究所

商品策划设计是公司业务流程起点。主要包括市场调研、流行趋势跟踪、产品设计规划等工作。

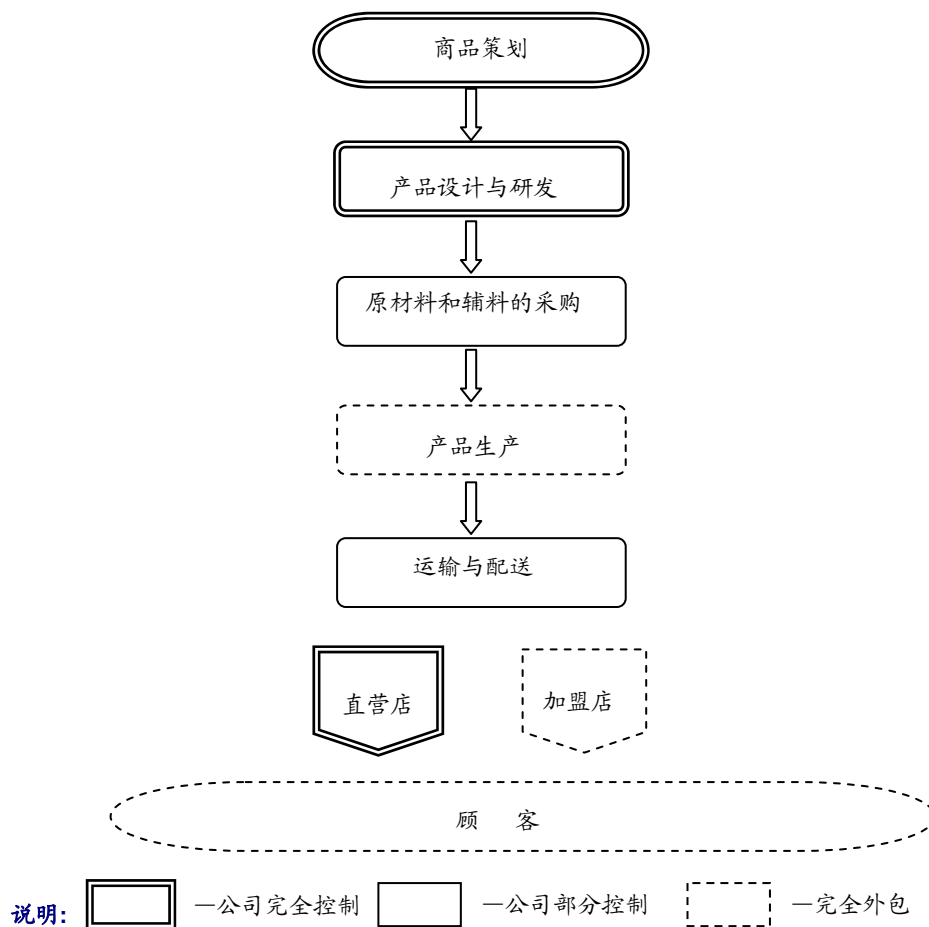
公司到目前为止已经完全实现了自主设计与研发，在把握户外用品市场趋势和新技术发展趋势的基础上，从公司每年制定的业绩出发，设计研发出既适合户外运动又具有休闲风格的产品。

公司的生产完全外包，在该环节，公司要严格甄选生产商；对于加工产品所需的原材料，公司制定了质量和技术标准，由生产商负责采购。并派驻跟单员全程监督和控制关键生产环节，保证产品的质量。

公司物流配送体系由自有物流运输系统与第三方物流运输系统（物流公司、快递公司）共同组成，从物流运送方式来看，有汽车运输、铁路运输、空中运输和快递运输四种方式，主要以汽车运输为主。第三方物流企业参与产品自外包生产商到公司仓库以及从公司仓库到加盟商或者直营店的运送任务。

公司的营销网络建设秉承连锁经营理念，主要由直营店和加盟店组成。所有店铺都由公司统一进行店铺形象和产品陈列设计，通过连锁经营模式有效的彰显了公司的品牌形象和品牌内涵。

图 4 公司业务模式流程



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

1.3 品牌建设卓有成效

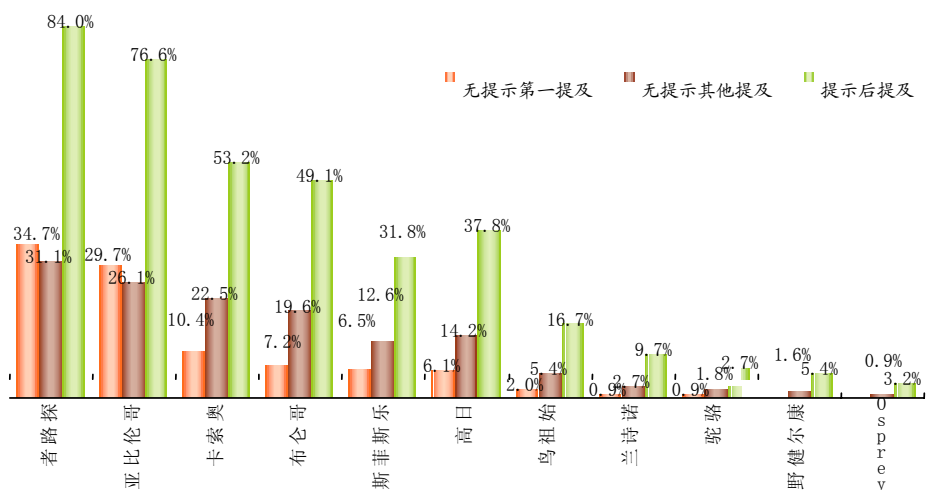
“探路者”品牌是公司最核心、最具价值的无形资产。“探路者”品牌定位于户外运动与旅游休闲交集的细分市场，品牌风格是户外功能与时尚品味的结合，产品既能满足高山探险的极限要求，更面向大众倡导积极健康的户外休闲生活方式，使消费者获得安全舒适的保障，在户外体验自由翱翔的快乐。“探路者”品牌的精神价值是“自由的心”；品牌内涵是“探路者，心怀梦想敢为天下先的人；探路者，心灵自由的人”。品牌基础是“为顾客提供安全舒适的保障”。“探路者”品牌在消费者心目中的认知度和忠诚度越来越高，销售业绩连年大幅增长。

根据联恒市场研究公司于 2009 年所做的户外用品市场调研报告，“探路者”品牌无论是无提示的第一提及率¹，无提示的其他提及率²和提示后的其他提及率³上均高于其他竞争对手。

¹ 无提示的第一提及率是指在没有任何提示信息的情况下某品牌被第一个提到的人数占被采访总人数的比率

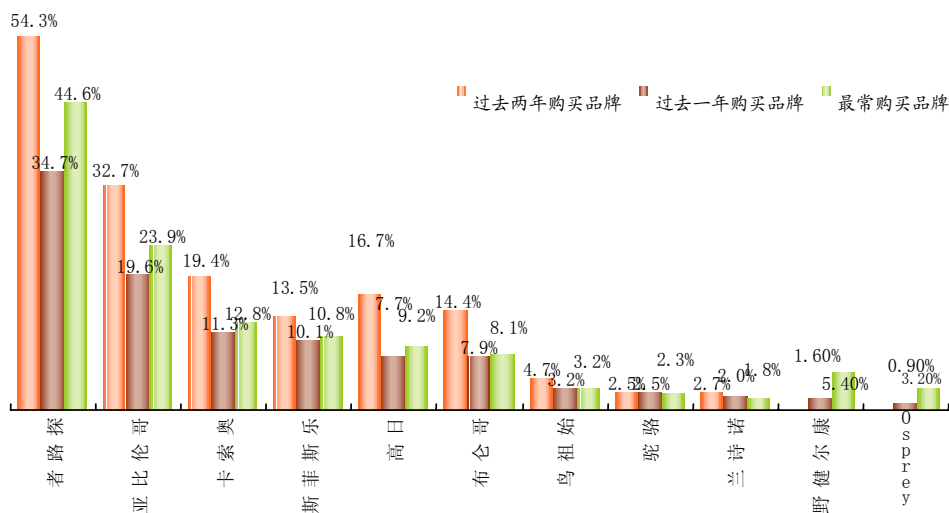
在户外品牌的购买率方面，“探路者”品牌也高于其他竞争对手。

图 5 户外品牌认知



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 6 品牌购买率



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

² 无提示的其他提及率是指在没有任何提示信息的情况下某品牌虽然不是被第一个提到，但还是被提到的人数占被采访总人数的比率

³ 提示后的其他提及率是指在给予提示信息的情况下某品牌被提到的人数占被采访总人数的比率

2. 设计为先,渠道为王

2.1 研发能力强大，产品风格细分后覆盖人群增大

“探路者”品牌是公司最核心、最具价值的资产。公司的其它一切资源、资产、资本服务于“探路者”品牌的增值。公司的品牌经营计划主要包括品牌理念、品牌管理、品牌传播策略、品牌传播形式等方面。在明晰品牌定位、品牌内涵、品牌基础、品牌支柱、品牌精神价值等“探路者”品牌理念的基础上，进一步塑造品牌文化、凝练品牌灵魂、传递品牌精神，使品牌被顾客认同，成为一个有着坚韧生命力的文化符号。与此同时着力于品牌战略策划、广告新闻管理、渠道品牌管理等方面的工作，使品牌管理规范化、标准化；在品牌传播策略方面，致力于一个中心（品牌提升）、两条主线（品牌形象、产品形象）、四季主题（春、夏、秋、冬四季营销主题），在品牌与消费者的接触中，全方位展示品牌形象，渗透品牌理念，强化品牌认知，深化品牌认同；在品牌传播形式上，选择形象代言人、媒体广告、事件营销、植入广告等方式，以增强品牌的知名度和美誉度。

2.1.1 研发设计优势

目前为止，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，拥有 34 名专业技术和设计人才，人员配置合理，岗位齐备。这 34 名专业人员的年龄几乎都在 20-40 岁之间，大多数是户外运动的爱好者，对市场感知度较高、对流性时尚触觉敏锐、创新能力强、能贴近目标消费者的需求，使产品更具人性化，大大增加了产品被消费者接受和喜爱的程度。

研发设计中心的工作一直坚持以为户外运动提供全方位、立体、安全舒适的保护为根本，以满足目标消费群体需求为导向，并从公司产品与同行业其他品牌的差异性特征以及产品的成本和质量控制等角度出发，进行独立自主的户外用品设计。

公司对于产品的设计通常要比产品上市时间早一年，比公司的加盟商订货大会早半年。研发设计中心根据商品部提供的以前各种类产品销售情况分析，以及自行进行的产品市场、竞争对手和时尚元素等方面的调研分析，拟定针对下季产品的各系列品类的规划方案和策划方案，并具体确定各系列产品的 SKU 内容。公司设计能力不断增强，自主设计的产品数量近几年稳步上升，具体如表 1：

表 1 近年自主设计的产品数量

项目	2006 年	2007 年	2008 年
服装类	135	173	225
鞋类	34	77	96
装备类	103	118	123
合计	272	368	444

资料来源：东兴证券

同时，公司研发设计产品的质量也大幅提升，自主研发设计产品屡获殊荣，具体如表 2。

表 2 自主研发设计产品获奖情况

序号	时间	获奖产品名称	获奖名称
1	2008 年	亚穆纳海湾徒步鞋	中国创新设计红星奖
2	2008 年	乾亨男式速干 T 恤	中国创新设计红星奖
3	2008 年	据比 60 升背囊	中国创新设计红星奖最具创意奖
4	2005 年	XCR 飞越徒步鞋 TF3335	中国国际体育用品博览会 2005 年度外观设计奖
5	2005 年	乔戈里冲锋衣	中国国际体育用品博览会 2005 年度体育用品评选畅销人气奖

资料来源：东兴证券

2.1.2 品牌定位

公司一直致力于成为专业的户外品牌运营商，为户外运动爱好者提供全天候的户外运动装备，让户外运动爱好者在各种场合各种环境下都能用上“探路者”即有功能性又含有时尚风格的产品。

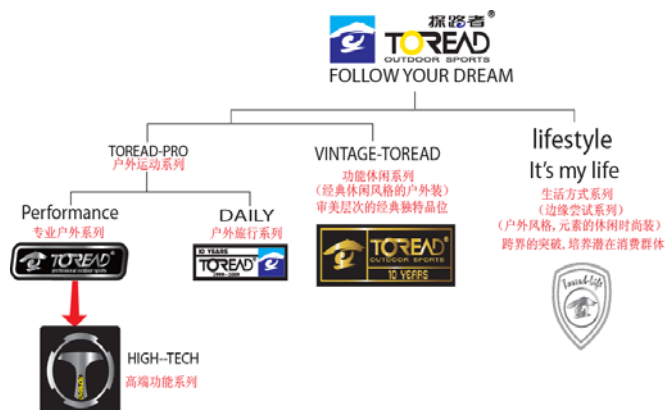
公司从 2009 年开始对产品从设计风格上也进行了细分，分为四个大的系列：PERFORMANCE（专业户外系列），DAILY（户外旅行生活系列），VINTAGE-TOREAD（功能休闲系列）和 LIFE-STYLE（生活方式系列），详细介绍如表 3。

表 3 公司产品系列

系列名称	内涵理念	目标年龄群	系列描述及要求
PERFORMANCE (专业户外系列)	PROTECT YOUR BODY (保护 你的身体)	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	通过高科技功能性面料、立体型的剪 裁以及精湛专业的制作工艺，满足户 外探险、登山、滑雪、徒步、越野等 户外活动的需要。
DAILY (户外旅行生活系列)	FREE ENJOY(自 由、快乐)	初级户外玩家、崇 尚自然，渴望享受 户外阳光生活的旅 行人士	通过功能性面料、时尚的版型、产品 的多用性，不但能满足户外旅行、野 营等户外休闲活动，同时也适合人 们日常生活穿着。
VINTAGE-TOREAD (功能休闲系列)	SHARE (分 享成功喜悦)	30~40 岁，都市精 英、白领和中产阶 层、有独特生活品 位，追求高品质户 外休闲生活的人群	通过功能性休闲风格面料，经典的造 型，典雅的色调，不仅满足舒适休闲 的高品位户外生活，同时也满足多种 场合穿着。
LIFE-STYLE (生活方式系列)	IT IS MY LIFE(这就是 我的生活)	20~30 岁，追求个 性生活的都市年轻 一族	采用具有一定功能性的面料，时尚而 简洁的剪裁，打造出专属于探路者独 特风格的产品
PERFORMANCE (专业户外系列)	PROTECT YOUR BODY (保护 你的身体)	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	通过高科技功能性面料、立体型的剪 裁以及精湛专业的制作工艺，满足户 外探险、登山、滑雪、徒步、越野等 户外活动的需要。

四个系列并不是严格平行关系，其中 PERFORMANCE（专业户外系列），DAILY（户外旅行生活系列）都可以看成是为专业户外人士所准备的，公司所追求的是差异化和产品的丰富性，品牌关系如图 7 所示。

图 7 品牌关系结构



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

公司在完成产品设计风格细分后，每种风格的产品将面对相应需求的客户，对市场的渗透程度将更加深入，对终端消费者的服务将更加有针对性，覆盖的客户群将更加庞大。

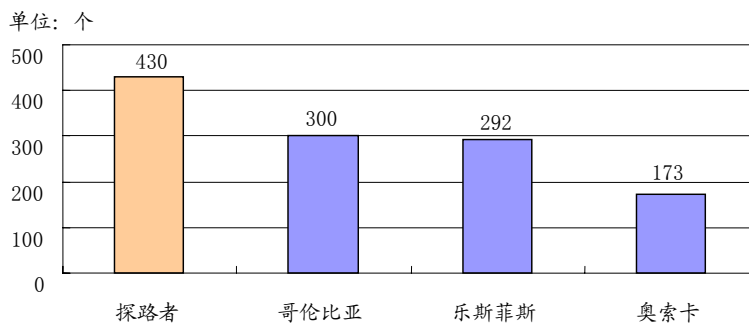
2.2 营销网络布局清晰、结构合理、扩张迅猛

公司营销网络的建设采取连锁经营的商业模式，不仅有效的扩张了销售渠道，而且统一的鲜船和推广了品牌，也成就了公司渠道为王的核心竞争力。

2.2.1 营销网络规模

截止 2009 年 6 月 30 日，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。自 2005 年至 2008 年，公司全国店铺数量的年复合增长率为 52.74%，其中直营店的年复合增长率为 39.03%，加盟店的年复合增长率为 54.85%。公司在店铺规模上远远超过主要竞争对手，为未来进一步扩大市场份额打下坚实基础。公司主要竞争对手销售终端数量情况如图 8。

图 8 三家屋外用品龙头企业的品牌定位



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所。

2.2.2 营销网络布局

在营销网络布局方面，公司目前的营销网点遍布全国除台湾省，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，已初步形成了一张覆盖全国的营销网络。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，充分发挥直营店在营销网络中的战略作用，在重点区域扩大“探路者”的品牌影响力和知名度，从而对周边的其他一线城市和二三线城市产生辐射作用。公司品牌和产品形象的提升吸引了更多优质加盟商的加入，使得公司可以借助加盟商的人力、物力和财力进行迅速地市场拓展与渗透。公司门店在全国的覆盖情况示意图 9 所示。

图 9 公司门店在全国的覆盖情况

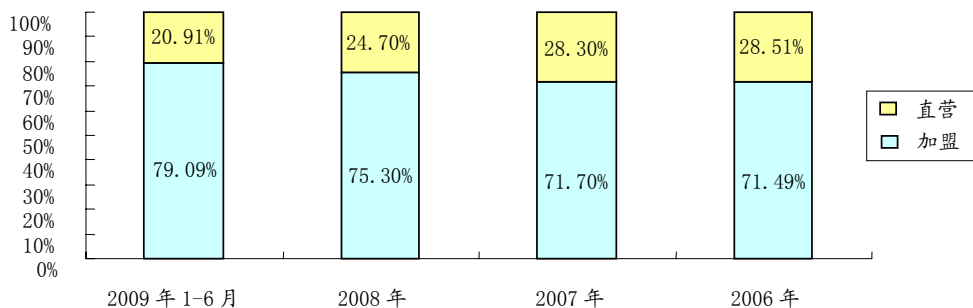


资料来源：招股说明书、东兴证券研究所。注：红色区域为公司的直营片区

2.2.3 营销网络结构

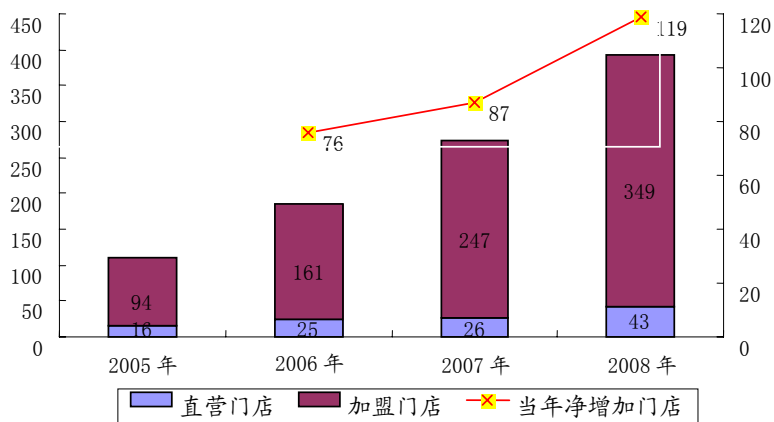
公司采取以加盟与直营相结合的混合销售模式，其中加盟实现的销售收入占到公司全部销售收入 70% 以上。报告期公司两种销售模式实现的销售收入构成如图 10、图 11 所示。

图 10 两种销售模式实现的销售收入构成



资料来源：。招股说明书、东兴证券研究所

图 11 两种销售模式实现的销售收入构成



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

公司的直营业务和加盟业务分别由直营部和加盟部两个销售团队负责管理，直营部的经营管理区域划分为北京、上海、四川、辽宁和广东，由直营团队负责辖区内的门店和加盟商管理。加盟部的经营管理区域划分为华北区、西北区、华中区、华东区、西南区五大销售区，由加盟部团队负责对辖域的加盟商进行管理。

2.3 完善的供应链避免了低增值环节的投入

公司致力于供应链一体化战略，建立成本管理模型，有效降低采购成本和物流成本，节约现金流支出，加快存货周转，将毛利率稳定在较高的水平。强化与供应商的技术交接环节、标准认定和测试检验环节及质量控制跟进环节，以确保品质。同时，完善供应商、生产商考核系统，全方位进行综合评价，采取必要的激励政策促进供应商、生产商与公司长期持续共赢发展。

2.3.1 采购及生产模式

公司主要有以下两种采购及生产模式：

①包工包料：公司不负责产品生产所需的原材料的采购。公司在给产品生产厂商下订单的时候，会针对订单上的产品推荐相应的原材料厂商，产品生产厂商也可以自行向其他原材料生产企业进行采购，但其必须保证自行采购的原材料质量。由于是产品生产厂商自行进行采购，因此原材料的运输也是由产品生产厂商自行解决。

②委托加工：由公司自行采购原材料，委托生产商加工成产品。

目前，公司以包工包料生产模式为主。

公司对原材料供应商的考察：公司生产管理中心每年都组织人员到全国各地去考察原材料供应商，对符合要求的厂商登记并制作《原材料供应商备忘录》，以备后期向生产商进行推荐，也可在报价过程中进行“货比三家”，使成本降至最低。

公司对原材料供应商产品的考察标准主要包括以下项目：

表 4 公司对原材料供应商产品的考察项目

考查的项目	公司在该项目上的标准
纺织品安全性	GB18401-2003《国家纺织产品基本安全技术规范》
原材料外观质量	《探路者公司产品测试检验管理办法》
缩水率	GB/T 8630 AATCC 135
耐水压	GB/T 4744 AATCC 127
透湿量	GB/T 12704 ASTM E96BW
日晒牢度	GB/T8427 AATCC-16
撕裂强力	GB/T3917 ASTM D1424
防水性	GB/T4745 AATCC22
抗紫外线	GB/T18830 AATCC183
抗起毛起球	GB/T4802 ASTM D4966
抗静电	GB/T12703 AATCC76

公司对生产商的选择：公司每年都会拟定年度供应渠道拓展计划，并寻找符合公司标准要求的生产商，使产品在保质保量的同时也确保价格优势。

公司通过包括各种采购指南、产品发布会、产品展示（销）会、同行或生产商介绍、生产商主动联络、公开征询等途径收集生产商资讯，通过对生产商的评估，把能够达到公司标准的生产商，加进到公司的《合格生产商名录》；不能达到公司标准的产品生产商，加到公司的《生产商备忘录》作为储备资源。

对于与公司已经签订《委托加工协议》的生产商，在每季产品结束后对其进行绩效评估，并根据评估结果分为不同等级。公司针对具体产品特性，通过多方面的综合考虑，从《合格生产商名录》中优选最适合的生产商组织产品生产。

2.3.2 库存与物流

目前公司的主要仓库位于北京，一般情况下公司的产品先运输到北京的仓库，然后再发送至全国的直营店或加盟商。公司的物流系统由公司自有的运输工具和第三方物流组成。物流系统主要参与产品从北京仓库发往全国各直营店或加盟商的运输工作。产品从生产商到仓库的运输工作主要由生产商负责。公司的物流运送主要以汽车运输为主，以铁路运输、空中运输和快递运输为补充。

公司与经常合作的物流运输公司签订了紧密的合作合同，按照合同条约规定保障货物运输的质量，相关运输费用将在次月进行结算。对于不经常合作的物流运输公司，发生业务关系时双方签

订单笔的货物托运单据，并用现金即时结算相关运输费用。公司物流运输的整体执行情况良好，极少发生货物遗失、延期到达的状况。

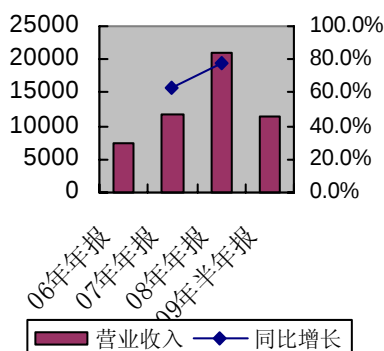
公司上海地区的物流已经外包，从货品的仓库管理到货品至销售网点的配送都由第三方物流完成。

3 营销网络扩张和产品结构优化推动公司快速成长

3.1 营销网络扩张与平效提升导致收入快速增长

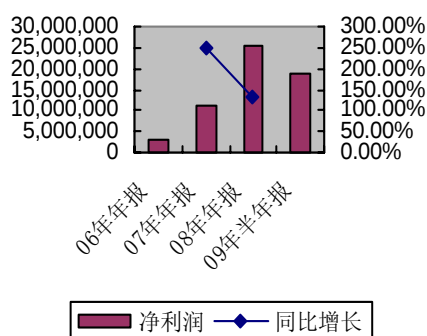
图 12-15 显示，公司营业收入 2008 年比 2007 年增长 77.97%，2007 年比 2006 年增长 63.52%；公司净利润 2008 年比 2007 年增长 132.32%，2007 年比 2006 年增长 249.13%。根据 COCA 的统计，同期全行业零售额 2008 年比 2007 年增长 53.36%，2007 年比 2006 年增长 31.24%，可以看出，公司的发展速度明显高于行业平均水平。

图 12 近年公司营业收入变化



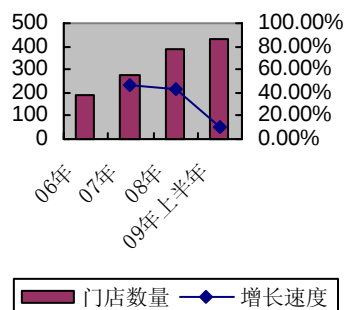
资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 13 近年公司净利润变化



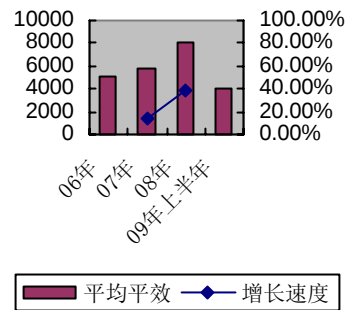
资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 14 近年公司门店数变化



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 15 近年公司平效变化



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

扣除临时特卖店的因素，公司报告期店铺的数量变动情况如表 5。

表 5 公司报告期店铺的数量变动情况

项目	年初门店数量	本年净新增的门店数量	年末门店数量
2006 年	直营门店	16	9
	加盟门店	94	67
	合计	110	76
2007 年	直营门店	25	1
	加盟门店	161	86
	合计	186	87
2008 年	直营门店	26	16
	加盟门店	247	100
	合计	273	116
2009 年 1-6 月	直营门店	42	6
	加盟门店	347	35
	合计	389	41

另外,公司为了规范整体市场或公司直营店的产权关系,还将部分直营店转为公司的加盟店,该类店铺仍然存在,并未实际撤销。除去直营店转加盟店的情形后,公司报告期全部店铺数量变动情况如表 6。

表 6 公司报告期全部店铺数量变动情况

项目	年初门店数量	本年净新增门店数量	年末门店数量
2006 年	110	76	186
2007 年	186	87	273
2008 年	273	116	389
2009 年 1-6 月	389	41	430

报告期内,公司按直营门店和加盟门店划分的“探路者”品牌销售情况如表 7。

表 7 公司按直营门店和加盟门店划分的“探路者”品牌销售情况

分类	项 目	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度	2006 年度
直营门店	门店面积(平方米)	3,211	2,787	1,727	1,867
	平均平效(万元)	0.49	1.15	0.81	0.47
	销售金额(万元)	1,575.65	3,193.70	1,398.95	871.78
	销售额占总额比重	13.72%	15.32%	12.00%	12.00%
加盟门店	门店面积(平方米)	23,208	20,854	15,157	10,126
	平均平效(万元)	0.39	0.75	0.55	0.51
	销售金额(万元)	9,084.98	15,701.58	8,358.84	5,193.62

	销售额占总额比重	79.13%	75.30%	71.70%	71.49%
	门店数量(个)	430	392	273	186
	门店面积(平方米)	26,419	23,641	16,884	11,993
合计	平均平效(万元)	0.40	0.80	0.58	0.51
	销售金额(万元)	10,660.63	18,895.28	9,757.79	6,065.40

公司直营店的数量在报告期内逐年增加，2009年上半年、2008年、2007年、2006年公司直营店铺数量分别为48家、43家、26家和25家；直营门店实现的销售收入也逐年上升，2008年、2007年、2006年分别为3,193.70万元、1,398.95万元、871.78万元；直营门店的平效也逐年增加，2008年、2007年、2006年分别为1.15万元、0.81万元、0.47万元。公司报告期直营店处于逐步扩张之中，经营状况和运营效率稳步提升，直营店的开店质量亦在同步提升。

公司的加盟店由加盟商自行运营管理并自负盈亏，其撤店不会对公司带来直接的相关损失。公司加盟店的数量在报告期内逐年增加，2009年上半年、2008年、2007年、2006年公司加盟店铺数量分别为382家、349家、247家和161家；加盟门店实现的销售收入也逐年上升，2008年、2007年、2006年分别为15,701.58万元、8,358.84万元、5,193.62万元；加盟门店的平效也逐年增加，2008年、2007年、2006年分别为0.75万元、0.55万元、0.51万元。公司报告期加盟店处于逐步扩张之中，经营状况和运营效率稳步提升，加盟店的开店质量亦在同步提升。

3.2 产品结构优化提升毛利率

公司近年不断优化产品结构，逐渐提升高附加值产品所占比重，各类主要产品平均单价均有所提升，公司不同类别产品加权平均销售价格及销售数量的变动情况如表8。

表8 报告期公司不同类别产品加权平均销售价格及销售数量

项 目	2009年1-6月		2008年度		2007年度		2006年度	
	数量	单价	数量	单价	数量	单价	数量	单价
服装类 (件)	392,039	153.92	566,292	191.19	314,369	187.05	160,176	186.58
鞋类 (双)	197,344	143.18	293,030	177.52	158,365	179.30	87,285	190.16
装备类 (套)	354,813	73.88	677,264	71.23	475,114	61.84	563,511	46.43
合计	944,196	121.60	1,536,586	135.71	947,848	122.99	810,972	89.58

报告期内，服装类产品销售价格和销售数量逐年上升，同时该等产品单价较高，促使其销售额及占比均逐年上升；鞋类产品销售价格虽呈现逐年略有下降的趋势，但由于其销售数量逐年上升较快，同时该等产品单价也较高，使得其销售额及占比均呈逐年上升趋势；装备类产品的销售价格以及销售数量虽然存在逐年上升的趋势，但由于该类产品单价较低，致使其销售额占比逐年下降。

2009年1-6月，公司产品加权平均单价有所下降，主要原因是公司上半年主要销售春夏系列产品，而该系列产品单价相对秋冬系列产品较低所致。

“探路者”品牌各类产品加权平均单件成本的明细情况见表9。

表9 各类产品加权平均单件成本明细情况

单位：元/（件、双、套）

项 目	2009年1-6月	2008年度	2007年度	2006年度
服装类（件）	82.55	105.38	126.56	147.56
鞋类（双）	80.04	94.89	119.90	150.51
装备类（套）	40.54	39.27	35.37	26.45

2006年至2008年公司服装类和鞋类产品单位成本逐年下降的主要原因是：

① 我国现有的原材料、辅料供应商以及产品生产数量众多，公司在与重要供应商或生产商建立长期合作关系的基础上也积极扩大备选供应商及生产商的范围，同时，公司的实力以及销售规模逐年扩大，与上游生产商的议价能力逐年增强，有效降低了产品成本；

② 公司进一步规范了外包生产的管理控制措施，强化了对生产商的生产管理，在保证质量的情况下，允许生产商在征得公司同意后多方拓宽原材料供应商的选择渠道，使生产商的单件成本得到一定程度的降低；

③ 在销售量迅猛增加的情况下，采购的规模效应凸现，也有效控制了成本的上升幅度；

④ 公司适应市场需求，需求量大、单位成本较低产品的研发和营销力度也有所加强，从而也降低了销售产品的加权平均单位成本。

表10 毛利率变动分析

项 目	2009年1-6月		2008年度		2007年度		2006年度	
	毛利率（%）	销售收入占营业收入比（%）	毛利率（%）	销售收入占营业收入比（%）	毛利率（%）	销售收入占营业收入比（%）	毛利率（%）	销售收入占营业收入比（%）
“探路者”品牌户外用品								
服装类	46.36	52.56	44.88	51.07	32.34	49.34	20.91	41.14
鞋类	44.10	24.61	46.55	24.54	33.13	23.83	20.85	22.85
装备类	45.12	22.83	44.88	22.75	42.80	24.66	43.03	36.02
所有产品小计	45.52	100.00	45.30	98.36	35.17	97.83	28.86	100
“GARMONT”品牌产品								
“GARMONT”鞋	-	-	26.07	1.36	47.31	1.86	-	-
其他业务毛利率								

项 目	2009 年 1-6 月		2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	毛利率 (%)	销售收入 占营业收 入比 (%)	毛利率 (%)	销售收入 占营业收 入比 (%)	毛利率 (%)	销售收入 占营业收 入比 (%)	毛利率 (%)	销售收入占营 业收入比 (%)
其他业务	-	-	91.60	0.28	56.29	0.32	-	-
综合毛利率/合计数	45.52	100.00	45.17	100	35.46	100	28.86	100

2009 年 1-6 月，公司综合毛利率保持平稳，略有提升。2006 年度至 2008 年度，公司综合毛利率由 28.86% 迅速增长到 45.17%，主要原因在于：

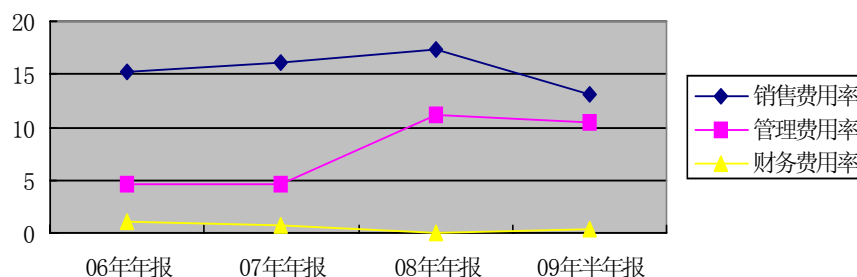
① 服装类产品加权平均售价增长，而加权平均单位成本有所下降；鞋类产品加权平均售价及加权平均单位成本均有所降低，但加权平均单位成本的降幅大于加权平均售价的降幅；装备类产品加权平均售价和加权平均单位成本均有所增长，但加权平均售价的增幅大于加权平均单位成本的增幅。

② 毛利率的不断提升还得益于不断优化的产品结构，尤其是公司在 2007 年实行期货制度后加大了服装类产品和鞋类产品的营销力度，提升了高毛利率产品的销售占比，有效拉动整体毛利率水平的提升。

3.3 期间费用控制有效

图 16 为公司最近 3 年及最近一期的三项费用变动情况：

图 16 三项费用变动情况



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

报告期公司期间费用及占营业收入的比重情况见表 11。

表 11 报告期公司期间费用及占营业收入的比重

单位：万元

项目	2009 年 1-6 月		2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	金额	占营业收入比 (%)	金额	占营业收入比 (%)	金额	占营业收入比 (%)	金额	占营业收入比 (%)
销售费用	1,496.50	13.03	3,673.81	17.33	1,908.79	16.02	1,109.03	15.27

管理费用	1,196.04	10.42	2,380.46	11.23	546.06	4.58	334.06	4.60
财务费用	36.88	0.32	8.92	0.04	88.79	0.75	81.16	1.12
合计	1,175.31	23.77	6,063.19	28.60	2,543.64	21.34	1,524.25	20.98

报告期公司期间费用逐年增加，期间费用的增长为公司正常业务扩张所致。

报告期公司销售费用率基本保持稳定，其增长主要原因包括：为提高消费者对产品的认知度，公司加大了营销宣传方面的投入；为有效改善公司经营规模扩展带来的营销网络的管理问题，公司调整增加了销售部门人员且销售业绩的提升引起销售部门人员工资的普涨及奖金的增加；公司为规范门店形象管理，加大了门店的统一装修更新力度。

公司管理费用的增长与公司经营规模的快速发展基本相适应，2007 年度和 2006 年度，公司管理费用占营业收入的比重分别为 4.58%和 4.60%，基本保持稳定。2008 年度管理费用率较 2007 年度上升了 6.65 个百分点，达到 11.23%，且管理费用较 2007 年增加了 1,834.40 万元，增幅达 335.93%，主要原因为：随着公司快速发展、业务规模不断扩大，为健全组织结构，加强管理，提高精细化运营水平，公司引进大量管理人才，并制定了优厚的员工薪酬体系，导致工资总额大幅上升，同时由于 2008 年度经营业绩大幅增长，公司对员工工资进行了普涨；为进一步提升公司产品竞争力，公司逐步加大了产品技术研发方面的投入，尤其是 2008 年，不仅扩大了研发团队，引进了多名业内专业人才，而且加大了新品研发试制的频次。

公司财务费用主要包括银行存款利息收入、银行借款利息支出、贷款担保费及手续费等。2008 年度公司财务费用较 2007 年度降低了 79.87 万元，降幅达 89.95%，主要原因是公司于 2008 年 1 月即归还了 1,000.00 万元的银行短期借款，并于 2008 年 11 月 25 日借入了 1,570.00 万元的银行长期借款，支付的借款利息比上年大幅下降。

公司 2006 年度和 2007 年度按规定执行 33%的企业所得税税率，自 2008 年起执行 25%的企业所得税税率。公司递延所得税资产或负债为当期新增加的资产减值损失所形成，公司 2006-2008 年当期所得税费用的增加主要源于利润总额的增长。

4 募集资金项目分析

4.1 营销网络建设

公司本次募集资金主要用于营销网络建设和信息系统建设项目，计划投入资金 20041 万元，其中，营销网络建设项目投入资金占总资金的 91%。

表 12 募集资金使用项目情况

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：招股说明书，东兴证券研究所

公司的营销网络建设项目将直接推动公司未来业绩的快速增长，我们将重点分析该项目对公司未来发展的贡献影响。根据公司营销网络的现有基础条件和未来发展目标，拟建设专卖店和商场店共 79 个，包括直营专卖店、直营商场店和加盟专卖店三种类型，如下表所示：

表 13 营销网络建设项目具体细分

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：招股说明书，东兴证券研究所

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（其中直营专卖店 23 个，直营商场店 25 个），加盟专卖店 31 个；直营店占全部建设门店的比例为 60.76%（其中直营专卖店 29.11%，直营商场店 31.65%），加盟专卖店占全部建设门店的比例为 39.24%。

公司一直致力于建设一张覆盖全国的营销网络，在公司有优势的地区进一步扩充店铺以巩固优势，在薄弱地区逐渐渗透，加强地区投入力度，在各个大中城市都追求或保持第一的位置，拉大与其他品牌的差距，引领市场，深度营销，扩大公司市场占有率。

本项目延续公司的营销网络建设思路，在公司有优势的北方市场进一步加大市场拓展力度，特别是在一些重点的户外市场地区比如辽宁省等大力扩建直营门店，增加公司对该地区的市场控制能力，为公司在这些地区的品牌推广和市场营销打下坚实的基础。在加盟店建设方面，本次项目建设的 31 个加盟店大致平分在公司现有的五个加盟区域，有利于整合公司和加盟商的优势，使公司可以抓住时机开拓市场，以点带面，早日建成覆盖全国的多层次立体营销网络。

根据公司本次项目投放进度来看，项目投入期为 2 年，第 1 年完成 49 个店铺建设，第 2 年达到设计销售能力的 80%，第 3 年将达到设计销售能力的 100%；我们依此对未来公司店铺建成进度和业绩贡献给出预测：

表 14 公司募集资金项目投放进度及收入预测：

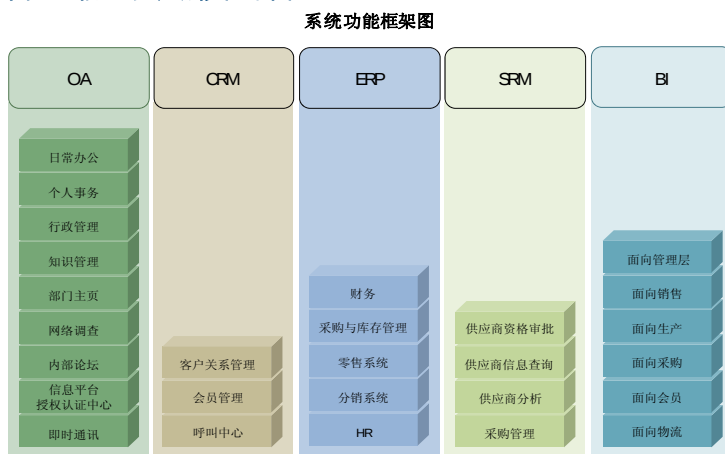
	2007	2008	2009E	2010E	2011E
直营门店	1,727	2,787	3300	5800	7950
平效	0.81	1.15	1.15	1.3	1.45
销售收入	1,398.95	3,193.70	3795	7540	11527.5
加盟	15,157	20,854	23000	25000	27800
平效	0.55	0.75	0.95	1	1.1
销售收入	8,358.84	15,701.58	21850	25000	30580
合计销售收入	9757.79	18895.28	25645	32540	42107.5

资料来源：东兴证券研究所

4.2 信息系统建设

信息系统建设项目总投资为 1,949 万元，全部为建设投资。主要完成以下建设内容：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）。

图 17 信息系统功能框架图



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

项目有利于进一步优化企业业务流程，提升公司对物流、资金流、信息流的管理效率。通过信息化的手段整合企业相关业务，为各类核心业务建立自动化、规范化的工作流程，实现业务过程的实时监控、跟踪，解决多岗位、多部门、多地域之间的协同工作问题。在保持企业供应链体系顺畅运行的前提下，降低商品的消耗和库存积压，最大限度地捕捉顾客需求信息，缩短从需求到供应的响应时间，提高运营效率，降低库存风险及供应链成本。

通过信息系统建设整合下游资源，也有利于帮助公司改进总部与零售终端的协同。对零售终端管理方面，终端店铺每售出一件商品，公司业务部门就可以在计算机系统上看到此类商品的综合信息，包括库存量及对公司毛利的贡献等多项考核指标。在这样的管理体系下，无论是不断增加的直营店、加盟店或加盟商，还是社会化物流资源，企业都能够完全掌控。

在对上游产业资源的整合方面，可以将更多的生产商引入到信息平台中来。通过信息分享和高度透明的管理，在第一时间发现问题，提高反应速度。协调生产商的生产与供货，优化生产商资源，促进生产商与公司的协同，提高供应链执行效率。

5 盈利预测与投资分析

根据以上我们对募集资金项目投放进度假设，对公司业绩预测如下：

表 15 公司盈利预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万元）	119.17	212.02	278.77	361.58	467.90
主营收入增长率	0.00%	77.91%	31.49%	29.71%	29.40%
EBITDA（百万元）	37.68	53.28	54.88	63.75	82.85
EBITDA 增长率	45.40%	41.39%	3.01%	16.17%	29.96%
净利润（百万元）	10.96	25.47	37.95	46.29	60.01
净利润增长率	248.19%	132.36%	49.02%	21.98%	29.63%
ROE	35.65%	27.91%	25.87%*	6.78%	8.09%
EPS（元）	1.096	0.509	0.566	0.691	0.896

资料来源：东兴证券研究所 注：09 年 ROE 按募集资金到位时间加权平均计算

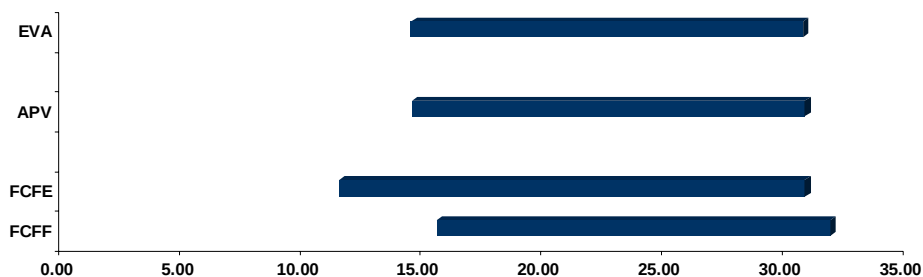
预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.566 元、0.691 元和 0.896 元，由于目前还没有户外用品上市公司，我们参考美邦服饰、星期六、七匹狼、报喜鸟等终端品牌上市公司的估值水平，目前以上公司 09 年动态市盈率均在 35-45 倍之间，对应公司上市合理价值应该在 19.82-25.49 元之间。

绝对估值方面，通过多种估值方法测算，公司的合理价值在 14-30 元之间，估值结果与相对估值相当。

表 16 绝对估值结果

估值方法	估值结果	估 值 区 间			敏感度分析区间
FCFF	20.25	15.52	-	31.82	贴现率 ± 1%，长期增长率 ± 1%
FCFE	17.08	11.46	-	30.78	贴现率 ± 1%，长期增长率 ± 1%
APV	19.13	14.47	-	30.78	贴现率 ± 1%，长期增长率 ± 1%
EVA	19.13	14.46	-	30.70	贴现率 ± 1%，长期增长率 ± 1%

资料来源：东兴证券研究所

图 18 绝对估值合理区间


资料来源：东兴证券研究所

6 风险提示

6.1 行业风险

公司积累了丰富的原材料供应商资源，建立了《原材料供应商备忘录》并定期更新，由公司或生产商按照公司提供的样式及标准向公司指定的原材料供应商采购。公司将产品的生产外包予生产商，可充分发挥生产商的专业性和规模经济优势，这些措施在很大程度上降低了公司的经营成本。但是，如果原材料的价格和产品加工费出现持续上涨的情形，将导致公司经营成本增加。

虽然公司目前在国内外户外用品行业保持领先地位，但随着更多国外品牌进入中国市场以及国内品牌实力的日益增强，市场竞争将越发激烈，将可能影响公司产品的销售，从而影响公司的财务状况和经营业绩。

6.2 经营风险

本次募集资金投资项目完成后，公司将新增 48 个直营店，直营店数量将有较大幅度的增长。虽然公司在长期发展过程中，已经培养了一批富有经验的营销管理人员，但直营店铺的大量增加仍将是公司管理能力的考验。

公司本次募集资金拟新建的 31 家加盟店是由公司购买或者租赁店铺并装修后转由加盟商经营管理，新建加盟店销售收入的 70% 归公司所有，余下的 30% 归加盟商所有，该种经营管理模式与公司现行的加盟店运营模式有所不同，虽然公司聘请中国纺织建设规划院对募集资金投资项目进行了详尽的可行性研究，且该等加盟店的数量仅占公司目前加盟店总数的 8.12%，但是该 31 家加盟店运营模式的变化对公司而言仍存在一定经营风险。

附盈利预测表

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
营业收入	119.17	212.02	278.77	31.49%	361.58	29.71%	467.90	29.40%
营业成本	76.91	116.26	153.32	31.88%	206.10	34.42%	266.70	29.40%
营业费用	19.09	36.74	45.27	23.23%	56.05	23.80%	72.52	29.40%
管理费用	5.46	23.80	30.66	28.82%	43.39	41.50%	53.81	24.01%

财务费用	0.89	0.09	5.00	5502.65%	0.00	N/A	0.00	N/A
投资收益	0.00	(0.16)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	16.79	33.19	43.12	29.92%	54.24	25.79%	72.52	33.72%
利润总额	16.82	34.01	50.60	48.79%	61.72	21.98%	80.01	29.63%
所得税	5.84	8.50	12.65	48.86%	15.43	21.98%	20.00	29.63%
净利润	10.98	25.51	37.95	48.76%	46.29	21.98%	60.01	29.63%
归属母公司所有者的净利润	10.96	25.47	37.95	49.02%	46.29	21.98%	60.01	29.63%
NOPLAT	11.54	24.96	36.09	44.58%	40.68	12.72%	54.39	33.72%

资产负债表（百万元）	2007A	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
货币资金	10.34	63.56	437.59	588.47%	449.72	2.77%	469.25	4.34%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	2.98	4.54	12.22	169.19%	15.85	29.71%	20.51	29.40%
预付款项	9.99	3.09	26.08	745.41%	57.00	118.52%	97.00	70.19%
存货	37.85	53.71	63.01	17.32%	84.70	34.42%	109.60	29.40%
流动资产合计	66.23	126.54	552.53	336.64%	624.94	13.11%	719.24	15.09%
非流动资产	17.37	37.64	393.77	946.09%	394.25	0.12%	393.93	-0.08%
资产总计	83.60	164.18	946.30	476.37%	1,019.20	7.70%	1,113.17	9.22%
短期借款	10.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	4.57	17.11	6.30	-63.17%	8.47	34.42%	10.96	29.40%
预收款项	24.96	24.75	33.11	33.79%	43.96	32.76%	58.00	31.93%
流动负债合计	48.58	57.66	280.72	386.82%	295.90	5.41%	314.92	6.43%
非流动负债	3.67	15.26	25.28	65.60%	37.70	49.14%	53.65	42.30%
少数股东权益	0.62	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	30.74	91.26	637.49	598.58%	682.78	7.10%	741.79	8.64%
净营运资本	17.65	68.88	271.82	294.64%	329.04	21.05%	404.32	22.88%
投入资本IC	31.02	42.96	215.16	400.85%	248.33	15.41%	287.80	15.90%

现金流量表（百万元）	2007A	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
净利润	10.98	25.51	37.95	48.76%	46.29	21.98%	60.01	29.63%
折旧摊销	20.00	20.00	0.00	N/A	9.51	N/A	10.33	8.54%
净营运资金增加	11.08	51.23	202.94	296.15%	57.23	-71.80%	75.28	31.55%
经营活动产生现金流	0.00	0.00	66.01	N/A	10.71	-83.78%	14.58	36.21%
投资活动产生现金流	0.00	0.00	(200.00)	N/A	(10.00)	N/A	(10.00)	N/A
融资活动产生现金流	0.00	0.00	508.02	N/A	11.42	-97.75%	14.95	30.86%
现金净增（减）	0.00	0.00	374.03	N/A	12.13	-96.76%	19.53	61.03%

分析师简介

谭可

英国杜伦大学硕士，2007 年加盟东兴证券。

程远

金融工程专业毕业，2008 年加盟东兴证券，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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。