



纺织服装业/可选消费品

探路者 (300005)

## 分享户外行业高速增长盛宴

## ——探路者调研报告

|                                                                                   |                        |                             |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------|-----------------------------|
|  | <b>张威</b>              | <b>魏贞珍</b>                  |
|  | 010-59312817           | 010-59312720                |
|  | zhangwei7452@gtjas.com | weizhenzhen008740@gtjas.com |
|  | S0880109054290         | S0880110100160              |

## 本报告导读:

预计 10-12 年 EPS 分别为 0.39 元、0.67 元与 0.98 元,复合增长率 60%。目标价 40.2 元,对应 11 年 60 倍 PE, 1 倍 PEG, “谨慎增持”评级。

## 投资要点:

- 未来 5 年行业将维持 30%-40% 的增长速度。公司定位于大众户外品牌,追求户外与时尚相结合,符合行业发展趋势,成长空间巨大。
- 公司 06-08 年为业绩高速增长阶段, 09 年开始增速放缓, 注重加强管理与基础建设, 10 年利润增速慢于收入, 原因是: 销售网络重新布局和服务下沉带来区域管理成本增加, 对加盟商开设户外专卖店给予补贴, 广告费用和研发费用有所增加。
- 10 年公司新增成本主要用于夯实基础, 加强品牌管理和研发, 对未来业绩具有持续性正面影响。大部分为一次性支出, 部分可资本化, 随收入增长, 11 年费用率会有下降。
- **公司发展目标:** 12 年达到销售额 10 亿, 年均增幅达到 50%。2020 年达到 50 亿, 年均增幅达到 30%。考虑到行业的高成长性, 以及公司的龙头地位, 实现这一目标问题不大。
- 预计 10-12 年公司 EPS 分别为 0.39 元、0.67 元与 0.98 元, 复合增长率接近 60%。考虑到公司正处于高成长阶段, 可以相应获得较高估值。给予目标价 40.2 元, 对应 11 年 60 倍 PE, 1 倍 PEG, “谨慎增持”评级。

| 财务摘要 (百万元)  | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 212   | 294   | 419   | 639   | 951   |
| (+/-)%      | 78%   | 38%   | 43%   | 53%   | 49%   |
| 经营利润 (EBIT) | 33    | 46    | 53    | 98    | 147   |
| (+/-)%      | 89%   | 37%   | 15%   | 85%   | 51%   |
| 净利润         | 25    | 44    | 52    | 90    | 131   |
| (+/-)%      | 132%  | 73%   | 18%   | 74%   | 45%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.19  | 0.33  | 0.39  | 0.67  | 0.98  |
| 每股股利 (元)    | 0.00  | 0.20  | 0.00  | 0.00  | 0     |

| 利润率和估值指标    | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 16%   | 16%   | 13%   | 15%   | 15%   |
| 净资产收益率 (%)  | 28%   | 10%   | 13%   | 22%   | 32%   |
| 投入资本回报率 (%) | 24%   | 9%    | 11%   | 20%   | 31%   |
| EV/EBITDA   | 125   | 86    | 75    | 41    | 27    |
| 市盈率         | 174   | 100   | 85    | 49    | 34    |
| 股息率 (%)     | 0%    | 1%    |       |       |       |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 40.20

上次预测: 20.00

当前价格: 33.09

2010.11.16

## 交易数据

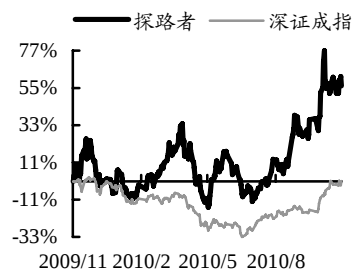
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 17.61-58.43 |
| 总市值 (百万元)        | 4,434       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 134/56      |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 42%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 2           |
| 日均成交值 (百万元)      | 59          |

## 资产负债表摘要

|            |      |
|------------|------|
| 股东权益 (百万元) | 474  |
| 每股净资产      | 3.54 |
| 市净率        | 9.4  |
| 净负债率       | 0%   |

| EPS (元) | 2009A | 2010E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.07  | 0.08  |
| Q2      | 0.07  | 0.11  |
| Q3      | 0.05  | 0.04  |
| Q4      | 0.14  | 0.16  |
| 全年      | 0.33  | 0.39  |

## 52周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M |
|--------|-----|-----|-----|
| 绝对升幅   | 20% | 38% | 57% |
| 相对指数   | 17% | 19% | 61% |

## 相关报告

《品牌建设投入加大导致费用增长较快》  
2010.08.17

模型更新时间: 2010.11.16

## 股票研究

可选消费品  
纺织服装业

探路者 (300005)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 40.20

上次预测: 20.00

当前价格: 33.09

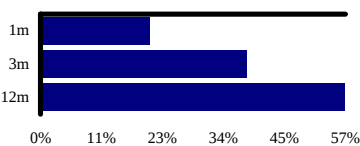
公司网址

www.toread.com.cn

## 公司简介

公司是中国最大的户外用品企业, 市场销售量和市场占有率排名第一, 拥有自主知识产权的驰名商标“探路者”, 也是销售量前三名中唯一的民族品牌。公司以“周全的户外保护”为品牌基础, 广泛采用新材料、新技术、新工艺, 不断推出功能性强、款式新颖、品质可靠的户外用品。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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

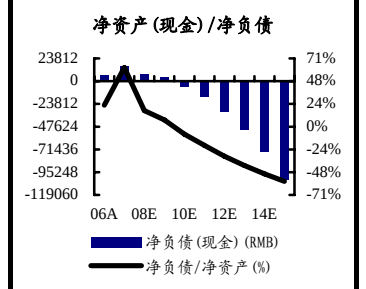
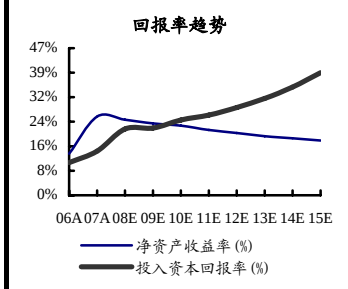
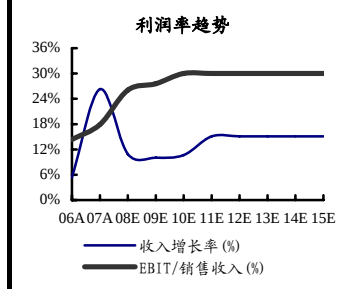
17.61-58.43

市值 (百万)

4,434

财务预测 (单位: 百万元)

| 损益表           | 2003A | 2004A | 2005A | 2006A  | 2007A  | 2008A  | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入        |       |       |       | 73     | 119    | 212    | 294   | 419   | 639   | 951   |
| 主营业务成本        |       |       |       | 52     | 77     | 116    | 153   | 222   | 333   | 497   |
| 税金及附加         |       |       |       | 0      | 0      | 1      | 2     | 1     | 2     | 3     |
| 主营业务利润        |       |       |       | 11     | 19     | 37     | 57    | 97    | 141   | 209   |
| 其他业务利润        |       |       |       | 3      | 5      | 24     | 32    | 46    | 66    | 95    |
| 营业费用          |       |       |       | 6      | 18     | 33     | 46    | 53    | 98    | 147   |
| 管理费用          |       |       |       | 0      | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EBIT          |       |       |       | 0      | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用          |       |       |       | 1      | 1      | 0      | 0     | -4    | -4    | -3    |
| 营业利润          |       |       |       | 5      | 17     | 33     | 46    | 57    | 102   | 150   |
| 所得税           |       |       |       | 2      | 6      | 8      | 8     | 9     | 16    | 23    |
| 少数股东损益        |       |       |       | 0      | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 净利润           |       |       |       | 3      | 11     | 25     | 44    | 52    | 90    | 131   |
| 资产负债表         |       |       |       |        |        |        |       |       |       |       |
| 货币资金、短期投资     |       |       |       | 10     | 10     | 64     | 410   | 400   | 400   | 400   |
| 其他流动资产        |       |       |       | 34     | 56     | 63     | 82    | 80    | 82    | 83    |
| 长期投资          |       |       |       | 0      | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产合计        |       |       |       | 17     | 17     | 36     | 37    | 38    | 39    | 40    |
| 无形及其他资产       |       |       |       | 1      | 1      | 2      | 5     | -38   | -39   | -40   |
| 资产合计          |       |       |       | 62     | 84     | 164    | 533   | 480   | 482   | 483   |
| 流动负债          |       |       |       | 38     | 49     | 58     | 76    | 76    | 76    | 76    |
| 长期负债          |       |       |       | 4      | 4      | 15     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 股东权益          |       |       |       | 20     | 31     | 91     | 457   | 403   | 405   | 406   |
| 投入资本(IC)      |       |       |       | 23     | 34     | 107    | 458   | 404   | 406   | 407   |
| 现金流量表         |       |       |       |        |        |        |       |       |       |       |
| NOPLAT        |       |       |       | 4      | 12     | 25     | 39    | 45    | 83    | 125   |
| 折旧与摊销         |       |       |       | 1      | 1      | 2      | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 流动资金增量        |       |       |       | 2      | 10     | 23     | 37    | 43    | 81    | 123   |
| 资本支出          |       |       |       |        | (0)    | 19     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 自由现金流         |       |       |       |        | 3      | 13     | 228   | 88    | 165   | 249   |
| 经营现金流         |       |       |       | 6      | 2      | 32     | 230   | 200   | 200   | 200   |
| 投资现金流         |       |       |       | (5)    | (1)    | (19)   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 融资现金流         |       |       |       | 5      | (1)    | 23     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金流净增加额       |       |       |       | 6      | 0      | 36     | 46    | 50    | 50    | 50    |
| 财务指标          |       |       |       |        |        |        |       |       |       |       |
| 成长性           |       |       |       |        |        |        |       |       |       |       |
| 收入增长率         |       |       |       |        | 64%    | 78%    | 38%   | 43%   | 53%   | 49%   |
| EBIT 增长率      |       |       |       |        | 199%   | 89%    | 37%   | 15%   | 85%   | 51%   |
| 净利润增长率        |       |       |       |        | 248%   | 132%   | 73%   | 18%   | 74%   | 45%   |
| 利润率           |       |       |       |        |        |        |       |       |       |       |
| 毛利率           |       |       |       | 29%    | 35%    | 45%    | 48%   | 47%   | 48%   | 48%   |
| EBIT 率        |       |       |       | 8%     | 15%    | 16%    | 16%   | 13%   | 15%   | 15%   |
| 净利润率          |       |       |       | 4%     | 9%     | 12%    | 15%   | 12%   | 14%   | 14%   |
| 收益率           |       |       |       |        |        |        |       |       |       |       |
| 净资产收益率(ROE)   |       |       |       | 16%    | 36%    | 28%    | 10%   | 13%   | 22%   | 32%   |
| 总资产收益率(ROA)   |       |       |       | 5%     | 13%    | 16%    | 8%    | 11%   | 19%   | 27%   |
| 投入资本回报率(ROIC) |       |       |       | 15%    | 34%    | 24%    | 9%    | 11%   | 20%   | 31%   |
| 运营能力          |       |       |       |        |        |        |       |       |       |       |
| 存货周转天数        |       |       |       | 142    | 180    | 169    | 168   | 165   | 165   | 165   |
| 应收账款周转天数      |       |       |       | 20     | 9      | 8      | 6     | 6     | 5     | 5     |
| 总资产周转天数       |       |       |       | 313    | 256    | 283    | 663   | 600   | 580   | 570   |
| 净利润现金含量       |       |       |       |        |        |        |       |       |       |       |
| 资本支出/收入       |       |       |       |        | 0.00   | 0.09   | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 偿债能力          |       |       |       |        |        |        |       |       |       |       |
| 资产负债率         |       |       |       | 67%    | 62%    | 44%    | 14%   | 16%   | 16%   | 16%   |
| 净负债率          |       |       |       | 205%   | 167%   | 80%    | 17%   | 19%   | 19%   | 19%   |
| 估值比率          |       |       |       |        |        |        |       |       |       |       |
| PE            |       |       |       | 1155   | 332    | 143    | 83    | 70    | 40    | 28    |
| PB            |       |       |       | 178.43 | 115.95 | 39.84  | 7.96  | 9.02  | 8.98  | 8.96  |
| P/S           |       |       |       | 519.50 | 194.87 | 103.23 | 69.57 | 60.35 | 33.25 | 22.21 |
| EV/EBITDA     |       |       |       | 50.05  | 30.51  | 17.15  | 12.39 | 8.68  | 5.69  | 3.82  |
| 股息率           |       |       |       |        | 0%     | 0%     | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    |



## 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1. 核心投资观点总结.....              | 4  |
| 1.1. 推荐理由.....                | 4  |
| 1.2. 核心财务假设.....              | 4  |
| 1.3. 估值.....                  | 4  |
| 2. 公司所处行业分析.....              | 4  |
| 2.1. 行业增长空间大，未来高增长态势仍将持续..... | 4  |
| 2.2. 龙头企业市场占有率将提升.....        | 5  |
| 2.3. 大众户外用品品牌将成为行业主流.....     | 6  |
| 3. 公司基本情况.....                | 6  |
| 3.1. 业务概况与经营模式.....           | 6  |
| 3.2. 历年经营状况与增长动力回顾.....       | 6  |
| 3.3. 公司未来发展规划.....            | 7  |
| 4. 10 年收入及利润增速放缓原因分析.....     | 8  |
| 5. 盈利预测.....                  | 10 |
| 6. 投资建议：谨慎增持.....             | 11 |

## 1. 核心投资观点总结

### 1.1. 推荐理由

- 未来 5 年户外行业将维持在 30%—40% 的增长速度;
- 公司定位于大众户外品牌, 追求户外与时尚相结合, 符合行业发展趋势;
- 11 年费用率会所下降, 利润增速将超过收入;
- 未来门店扩张及店效提升空间大。

### 1.2. 核心财务假设

10 年至 12 年收入增速分别为 42.77%、52.56% 和 48.75%, 总门店数量分别为 685 家、960 家和 1340 家。三项费用率分别为 33.1%、31.5% 和 31.6%。

### 1.3. 估值

预计 10-12 年公司 EPS 分别为 0.39 元、0.67 元与 0.98 元, 复合增长率接近 60%。考虑到公司正处于高成长阶段, 可以获得较高估值, 给予目标价 40.2 元, 对应 11 年 60 倍 PE, 1 倍 PEG, “谨慎增持” 评级。

## 2. 公司所处行业分析

### 2.1. 行业增长空间大, 未来高增长态势仍将持续

在中国, 户外用品行业是一个新兴的高成长行业, 1995 年中国第一家户外店在北京开业。从 2000 年至 2008 年, 我国的户外用品产业零售额年平均增长率达到了 48.9%, 出货额年平均增长率达到了 49.3%, 2009 年我国户外用品市场零售总额达 48.5 亿元, 较 2008 年增长 32.88%。

图 1: 中国户外用品年增长速度

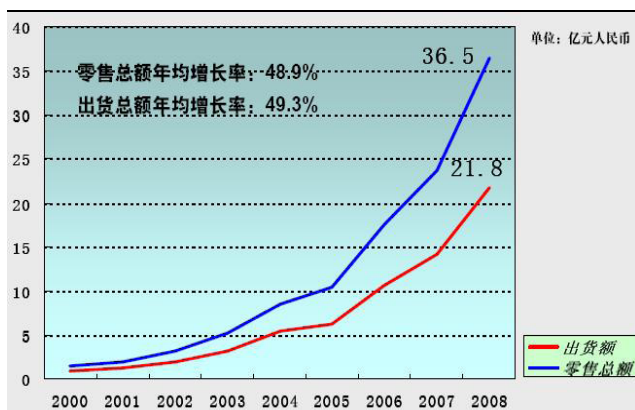
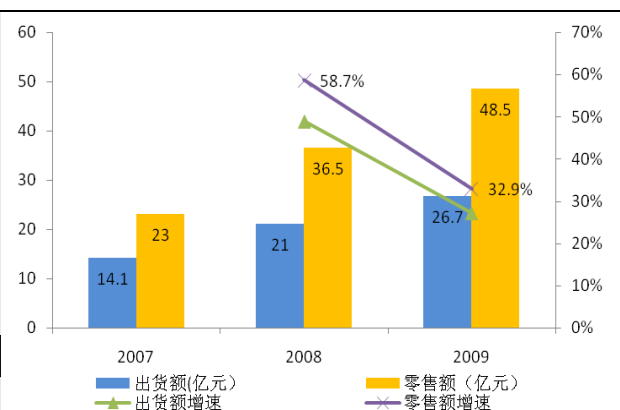


图 2: 07 年以来出货额及零售额增速



数据来源: COCA、国泰君安证券研究

目前我国户外市场与欧美市场相比, 规模还很小, 在巨大的人口基数与收入提高的基础上, 未来的发展空间很大。09 年我国户外用品零售额为 48.5 亿元人民币, 而 06 年美国户外用品零售总额就已经达到了 460 亿美元, 是中国的 27.8 倍。欧盟 06 年的户外用品零售总额为 53.63 亿欧元, 是中国目前水平的 11 倍。

从参与户外活动的人数上看,中国目前户外运动人数约为 6000-8000 万,约占人口总数的 5.2%。参与户外活动的美国人数 07 年为 1.384 亿,占总人口比例达到了 46%。基于我国人口规模是美国的 4 倍,且户外运动人口占比非常低,未来目标群体的扩张空间非常广阔。

图 3: 中国 2009 年零售额与美国、欧盟 06 年规模比较  
(单位: 亿元人民币)

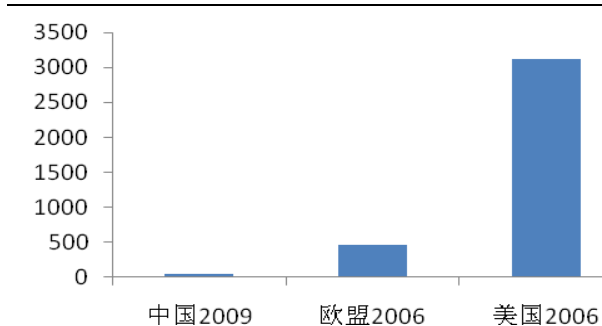
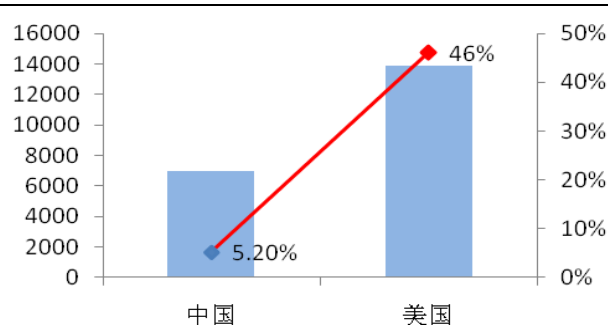
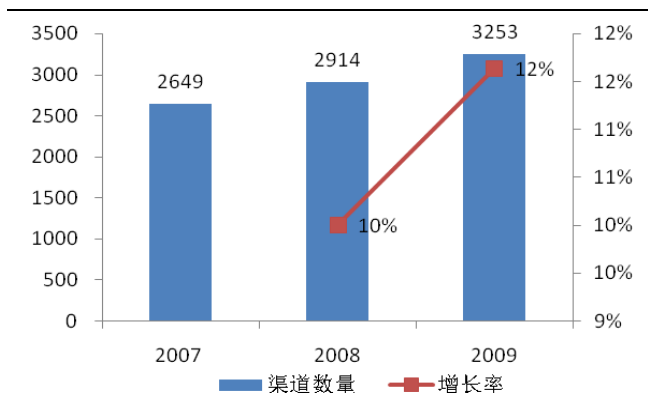


图 4: 中国与美国户外运动参与人数及占总人口比例对比



数据来源: COCA、国泰君安证券研究

图 5: 国内户外用品渠道总数量及增速



数据来源: COCA、国泰君安证券研究

## 2.2. 龙头企业市场占有率将提升

截至 2008 年底,国内市场共有 415 个户外品牌,其中国内品牌 151 个,国外品牌 264 个。但形成规模的品牌较少,年出货额超过 3000 万的只有 12 家,超过 5000 万的仅有 9 家。07-08 年,出货额 5000 万以上的品牌占行业出货额比重由 43.3%升至 60.1%,反映出行业集中度在不断提升。我们认为这一趋势仍将持续,已经形成规模和品牌效应的企业将从中受益。

表 1: 我国户外用品品牌出货额占比情况

| 出货额度            | 数量     |        | 出货额统计总额 (亿元) |        | 占年度出货额比例 |        |
|-----------------|--------|--------|--------------|--------|----------|--------|
|                 | 2007 年 | 2008 年 | 2007 年       | 2008 年 | 2007 年   | 2008 年 |
| 年出货额 ≥1000 万的品牌 | 29     | 30     | 10.63        | 16.96  | 75.4 %   | 77.8 % |
| 年出货额 ≥3000 万的品牌 | 11     | 12     | 7.83         | 14.15  | 55.6 %   | 64.9 % |
| 年出货额 ≥5000 万的品牌 | 6      | 9      | 6.1          | 13.1   | 43.3 %   | 60.1 % |
| 年出货额 ≥ 1 亿的品牌   | 4      | 6      | -            | 11.2   | -        | 51.4 % |

数据来源: COCA、国泰君安证券研究

### 2.3. 大众户外用品品牌将成为行业主流

在国内目前的经济发展阶段和居民收入水平下，户外产业的扩张更多的来自于居民参与广度的提升，而非参与深度的增加。我们认为这一趋势短期内不会出现改变，户外服装、鞋类的增长会快于装备，而与专业户外品牌相比较，一些大众化的、与时尚联系紧密的品牌应该会有更快的增长。

## 3. 公司基本情况

### 3.1. 业务概况与经营模式

公司于 1999 年成立，2009 年上市，专业从事户外用品的研发设计、组织外包生产、销售；自有品牌“探路者”08 年、09 年中国户外用品市场销量和占有率排名第一。公司产品涵盖户外服装、户外功能鞋和户外装备三大系列。包括冲锋衣、滑雪服、速干服、登山鞋、徒步鞋、背包、帐篷、睡袋、登山杖、折叠桌椅、野炊露营工具等。

公司实行抓两头、弃中间的生产模式，注重自主研发与营销渠道建设，生产完全外包。营销网络由直营店和加盟店组成。采取以加盟商为主，直营店为辅的模式，确保加盟店占比不低于 70%。06 年至 08 年公司处于高速成长期，年均复合增长率不低于 70%。09 年上市后，增长势头有所放缓，收入同比增长 38.46%。原因主要是在公司上市募资后，需要重新调整经营思路，做好内部管理，外延扩张步伐有所放缓。

### 3.2. 历年经营状况与增长动力回顾

公司近年来保持着高速的增长，增长主要来源于外延性扩张和毛利率的不断提高。在渠道扩张方面，公司 06 年拥有门店 186 家，到 10 年三季度时已经拥有店铺 629 家，其中加盟店 540 家，直营店 89 家，店铺数量年复合增长率为 35.61%。

内生增长：平效增长显著，直营店平效从 06 年的 0.47 万元增长到 09 年的 1.2 万元，加盟店平效从 06 年的 0.51 元增长到 09 年的 0.85 元。

费用增长较快：随着销售规模的扩大和研发投入的增强，公司销售费用与管理费用率上升较快，三项率总和从 06 年的 20.98% 上涨到 10 年三季度的 30.12%。

图 6: 公司历年收入 (百万元) 及增速

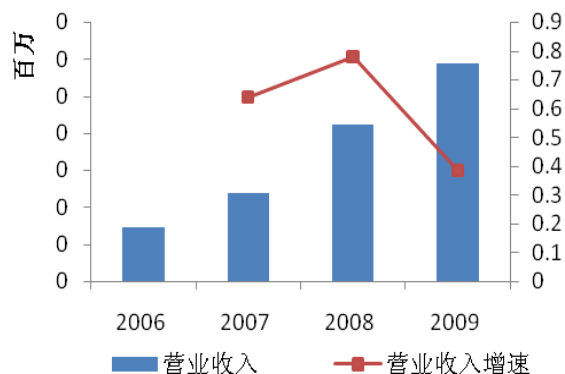


图 7: 公司历年利润 (万元) 及增速

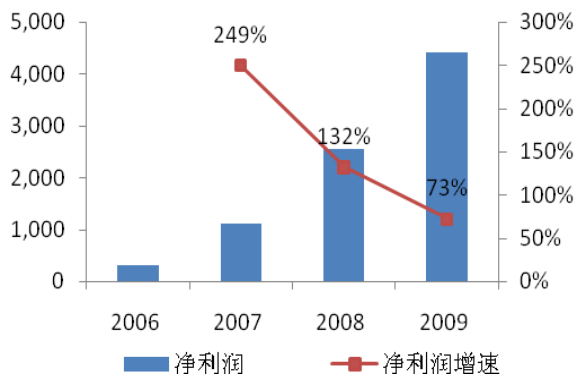


图 8: 公司历年三项费用率

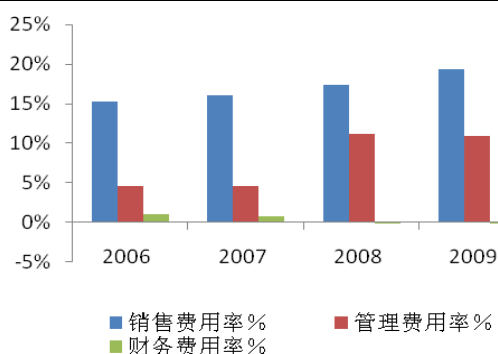


图 9: 公司历年毛利率

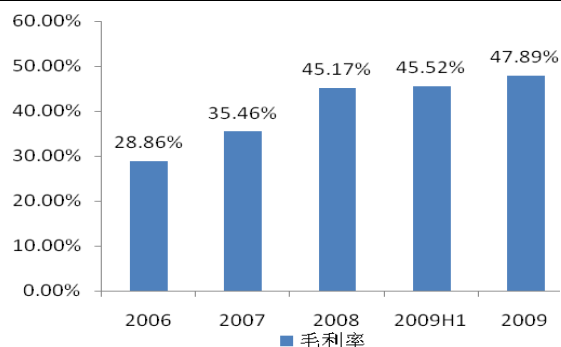


图 10: 公司历年平效 (万元)

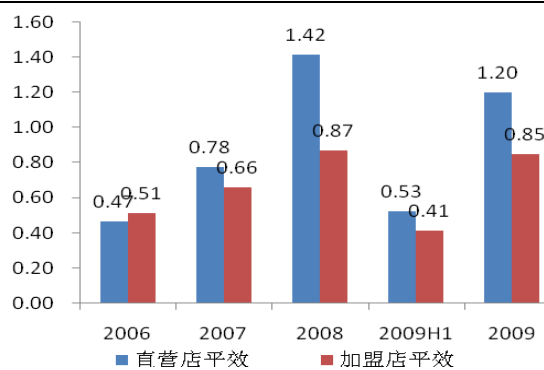
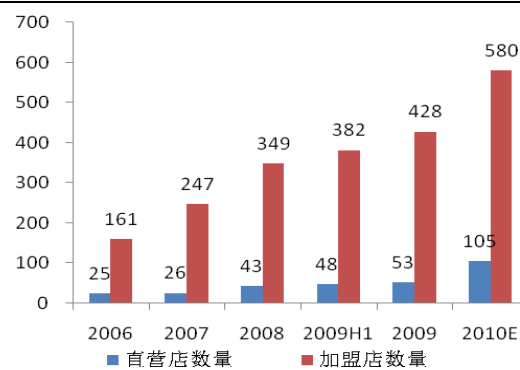


图 11: 公司历年门店数量及增速



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

### 3.3. 公司未来发展规划

根据公司高管介绍, 探路者在未来几年仍将保持较高的收入复合增速, 产品定位为中端大众户外品牌, 发展多元产品线, 在外延性扩张的同时展开深度营销, 挖掘单店潜力, 通过品牌和研发的优势牢牢坐稳户外第一品牌的交椅。

- **业务目标:** 公司战略目标是 12 年达到销售额 10 亿, 年均增幅达到 50%。2020 年达到 50 亿, 年均增幅达到 30%。
- **产品定位:** 定位中端品牌, 兼有部分高端产品, 适合大众户外活动所需, 引领时尚户外。公司认为中国的户外市场主要是休闲户外产

品, 极限运动爱好者人数较少, 不能作为主要顾客人群。其主要竞争对手 columbia 和 the north face 在国外也都属于大众品牌。未来要发展多元产品线, 目前户外服装占比 57%, 在鞋品和专业设备方向要加强。

- **继续外延扩张, 加大专卖店建设力度:** 目前中国现存 346 家地级市中, 公司入驻率仅 49%, 未来还有 51% 的空间。已进入城市中还未进入的商场有近 700 家, 其中适合公司进入的商场近 50%。公司未来计划开到约 2000 家店。在扩展中高端商场的同时, 会更加重视专卖店的建设。目前商场店面积在 50-80 平米左右, 无法充分展示产品组合和功能特性, 专卖店面积更大, 产品更齐全, 对品牌的展示与推广有显著效用。
- **深度营销:** 公司将对目标顾客人群进行细分, 针对不同人群进行不同的产品设计和定价。为了适应登山爱好者和临时登山者需求, 公司计划实施“名山大川”计划, 在全国约 300-400 座著名的旅游景点山峰下开设登山用品专卖店。为了适应大学生和普通白领阶层的需求, 公司将开设工厂店, 建立专门的产品特卖场。
- **提高单店产出:** 公司 10 年所有店铺中有 24% 的店效在 5-7 万/店/月, 23% 的店铺店效在 10-16 万/月。各地差异较大, 与耐克、阿迪达斯等店比起来, 店效明显偏低。公司预计 100 平米店铺培育成熟后, 店效可达 18 万。
- **团购业务与电子商务大发展:** 09 年公司团购收入约 2000 多万, 占总收入比例约为 6%-7%, 10 年占比提升至 10%, 即 4000 万元左右。电子商务方面, 公司 10 年上半年与卓越网, 好乐购签署合作协议, 预计 10、11 年增速都会在 200% 以上。

#### 4. 10 年收入及利润增速放缓原因分析

10 年前三季度公司实现营业总收入 25468 万元, 同比增长 42.15%, 净利润 3417 万元, 同比增长 20.87%, 净利润增速远远小于收入增速。从财务报表上来看, 主要原因在于公司费用增加显著, 销售费用率达到 23.57%, 管理费用率达到 11.26%, 分别比 09 年提高 4.25 和 0.31 个百分点。具体费用增量分解如下:

- **渠道服务下沉和管理人才职业化带来的人工成本上升:** 以前公司只建立了直营部和加盟部, 十几个人管全国市场, 离代理商远, 对市场信息不敏感。10 年初划分七个大销售区域, 每个区域成立渠道中心, 一共配备了约 80 名专业的渠道人员加强对代理商的服务与沟通。中高层管理人员引进职业经理人, 两因素叠加使得 10 年工资成本上升一千万元以上。
- **对加盟商的授信支持与补贴带来的额外费用:** 为了实现对加盟商的激励与约束, 公司从 10 年起对好的代理商给予更大的授信额度。在原代理商运营不佳的区域引入新代理商, 形成竞争机制。此外,

公司对开专卖店的加盟商进行初期 1-2 年的补贴。

- **央视广告费用支出一千万：**公司在 9 月 1 日至 10 月 31 日在央视新闻节目的广告费用支出一千万左右。这笔费用占前三季度总收入的 3.9%，我们认为这笔广告支出并非全年性和持续性费用，公司还未作出明年是否要继续投资央视广告的决定。随着销售的持续增长，广告费的占比会逐渐下降。
- **1300 万元研发费用支出：**户外用品的核心竞争力在于品牌与研发，公司目前研发力量较为薄弱，为此公司设立南方研发中心，并把部分产品外包给专业设计公司，由此产生 1300 万元的研发费用支出，也因此得到了高新技术企业应享受的 15% 优惠税率。在 1300 万研发费中，约有 600-700 万元可以进行资本化。
- **推进 ERP 建设：**截止三季度，公司 ERP 系统已覆盖 376 家店面，约为店铺总数的一半。通过利用信息化规范公司日常管理，并围绕销售、研发、外包生产管理等重点业务环节，可持续提升供应链管理能力和研发设计实力。

我们认为，10 年费用支出的提升对于公司管理能力、营销渠道掌控能力、品牌影响力和研发能力有积极的促进作用，为 11 年以后公司的业绩高速增长提供了坚实的基础。

图 12: 公司历年三季度收入（百万元）及增速对比

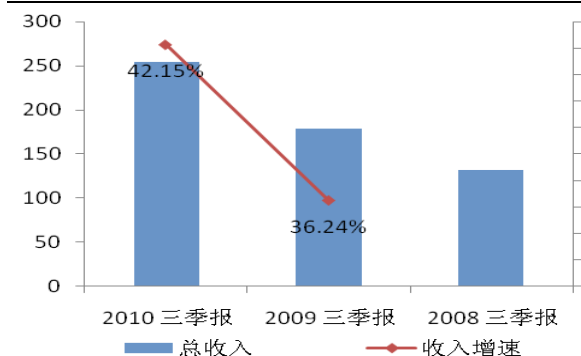


图 13: 公司历年三季度净利润（百万元）及增速对比

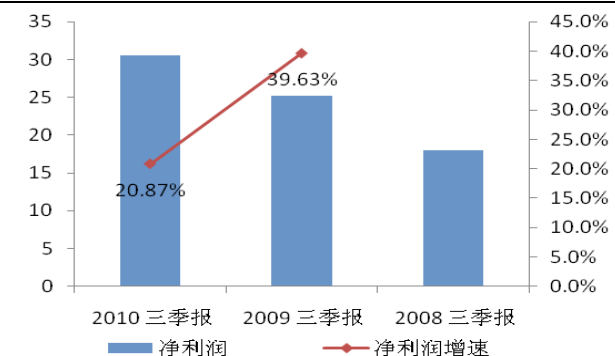
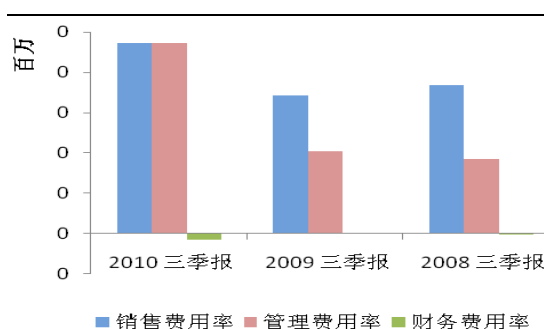


图 14: 公司历年三季度费用率



数据来源：公司信息、国泰君安证券研究

## 5. 盈利预测

我们预计 11 年店铺数量同比增长 40%，总门店数量达到 960 家。新建店铺平均面积 100-200 平米，将单店面积提升约 8-9 平米，单店收入提高 10% 左右，销售收入同比增长 50% 以上。随着收入的进一步提升，费用绝对金额随着收入增长，但费用率将会有所下降。

预测用到的核心假设如下表所示：

表 2：公司盈利预测核心假设

| 项目           | 2007   | 2008    | 2009   | 2010E   | 2011E   | 2012E  | 核心假设                              |
|--------------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|-----------------------------------|
| <b>直营店</b>   |        |         |        |         |         |        |                                   |
| 销售收入         | 1399   | 3194    | 4422   | 6317    | 11545   | 18170  |                                   |
| 增长率 (%)      | 60.47% | 128.29% | 38.46% | 42.86%  | 82.75%  | 57.38% |                                   |
| 店面数量         | 26     | 43      | 53     | 105     | 160     | 210    |                                   |
| 增长率 (%)      | 4.00%  | 65.38%  | 23.26% | 108.33% | 103.77% | 47.62% |                                   |
| 平效           | 0.78   | 1.42    | 1.20   | 1.23    | 1.25    | 1.25   | 平效有所提升                            |
| 毛利率          | 72.30% | 75.53%  | 77.05% | 77.03%  | 76.50%  | 76.00% | 毛利率基本稳定                           |
| <b>加盟店</b>   |        |         |        |         |         |        |                                   |
| 销售收入         | 8359   | 15702   | 21740  | 31124   | 45690   | 66880  |                                   |
| 增长率 (%)      | 60.95% | 87.84%  | 38.46% | 43.16%  | 46.80%  | 46.38% |                                   |
| 店面数量         | 247    | 349     | 428    | 580     | 800     | 1130   | 年新增加盟店约 150-200 家                 |
| 增长率 (%)      | 53.42% | 41.30%  | 22.64% | 35.51%  | 37.93%  | 41.25% |                                   |
| 平效           | 0.66   | 0.87    | 0.85   | 0.85    | 0.86    | 0.86   |                                   |
| 毛利率          | 38.45% | 45.62%  | 44.50% | 44.70%  | 44.75%  | 44.30% | 毛利率基本稳定                           |
| <b>其他业务</b>  |        |         |        |         |         |        |                                   |
| 销售收入         | 2159   | 2306    | 3193   | 4471    | 6706    | 10059  |                                   |
| 增长率          | 80.00% | 6.83%   | 38.46% | 40.00%  | 50.00%  | 50.00% |                                   |
| 毛利率          | 20.00% | 20.00%  | 20.00% | 21.00%  | 20.00%  | 20.00% |                                   |
| <b>总计</b>    |        |         |        |         |         |        |                                   |
| 销售收入         | 11917  | 21202   | 29355  | 41912   | 63941   | 95110  | 公司 10-12 年共增店铺 204 家、275 家和 380 家 |
| 增长率          | 64.04% | 77.91%  | 38.46% | 42.77%  | 52.56%  | 48.75% |                                   |
| 毛利率          | 35.46% | 45.17%  | 47.89% | 47.04%  | 47.89%  | 47.79% | 毛利率基本维持稳定，售价的提升与原材料成本相抵消          |
| <b>费用及税率</b> |        |         |        |         |         |        |                                   |
| 销售费用率        | 16.02% | 17.33%  | 19.32% | 23.10%  | 22.00%  | 22.00% | 销售费用率随规模扩大有所降低                    |
| 管理费用率        | 4.58%  | 11.23%  | 10.95% | 11.00%  | 10.30%  | 10.00% | 管理费用率降低                           |
| 财务费用率        | 0.75%  | 0.04%   | -0.15% | -1.00%  | -0.70%  | -0.30% | 财务收入随着募集资金存量减少而有所降低               |
| 所得税率         | 34.74% | 24.99%  | 14.85% | 15.00%  | 15.00%  | 15.00% | 未来三年优惠所得税率 15%                    |

数据来源：公司资料、国泰君安证券

表 3: 公司盈利预测表

| 指标/年度     | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 11917 | 21202 | 29355 | 41912 | 63941 | 95110 |
| 营业成本      | 7691  | 11626 | 15297 | 22194 | 33322 | 49661 |
| 毛利润       | 4226  | 9576  | 14058 | 19717 | 30619 | 45449 |
| 营业税金及附加   | 34    | 105   | 178   | 126   | 192   | 285   |
| 销售费用      | 1909  | 3674  | 5670  | 9682  | 14067 | 20924 |
| 管理费用      | 546   | 2380  | 3216  | 4610  | 6586  | 9511  |
| 财务费用      | 89    | 9     | (43)  | (419) | (448) | (285) |
| 资产减值损失    | (31)  | 72    | 409   | 10    | 10    | 10    |
| 投资收益      | 0     | (16)  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润      | 1679  | 3319  | 4629  | 5709  | 10212 | 15004 |
| 营业外收入     | 17    | 234   | 635   | 500   | 500   | 500   |
| 营业外支出     | 14    | 152   | 93    | 100   | 100   | 100   |
| 利润总额      | 1682  | 3401  | 5172  | 6109  | 10612 | 15404 |
| 所得税       | 584   | 850   | 768   | 916   | 1592  | 2311  |
| 净利润       | 1098  | 2551  | 4403  | 5192  | 9020  | 13093 |
| 少数股东损益    | 2     | 4     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 母公司所有者净利润 | 1096  | 2547  | 4403  | 5192  | 9020  | 13093 |
| 总股本 (万股)  | 5000  | 5000  | 6700  | 13400 | 13400 | 13400 |
| 每股收益      | 0.22  | 0.51  | 0.66  | 0.39  | 0.67  | 0.98  |

数据来源: 公司资料、国泰君安证券

## 6. 投资建议: 谨慎增持

预计 10-12 年公司 EPS 分别为 0.39 元、0.67 元与 0.98 元, 复合增长率接近 60%。考虑到公司正处于高成长阶段, 可以获得较高估值, 给予目标价 40.2 元, 对应 11 年 60 倍 PE, 1 倍 PEG, “谨慎增持”评级。

表 4: 可比公司估值表

|      | EPS 一致预期 |      |      | PE    |       |       |
|------|----------|------|------|-------|-------|-------|
|      | 2010     | 2011 | 2012 | 2010  | 2011  | 2012  |
| 探路者  | 0.39     | 0.57 | 0.83 | 85.43 | 57.66 | 40.05 |
| 罗莱家纺 | 1.45     | 1.96 | 2.62 | 47.77 | 35.41 | 26.43 |
| 富安娜  | 0.87     | 1.15 | 1.50 | 45.49 | 34.33 | 26.37 |
| 美邦服饰 | 0.75     | 1.05 | 1.39 | 41.44 | 29.79 | 22.42 |
| 报喜鸟  | 0.84     | 1.08 | 1.37 | 36.43 | 28.47 | 22.48 |
| 七匹狼  | 0.97     | 1.25 | 1.60 | 34.10 | 26.48 | 20.77 |
| 梦洁家纺 | 0.99     | 1.31 | 1.68 | 42.64 | 32.47 | 25.20 |

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

**作者简介:**

**张威:** 清华大学工学学士，中央财经大学经济学硕士，国泰君安证券纺织服装行业及新兴能源行业研究员。  
08、09 年新财富纺织服装行业最佳分析师第三名。

**魏贞珍:** 北京大学金融学硕士，国泰君安纺织服装行业助理研究员。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

|                                                                                                                        | 评级   | 说明                         |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----------------------------|
| <b>1.投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。<br>以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上        |
|                                                                                                                        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%   |
|                                                                                                                        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上         |
| <b>2.投资建议的评级标准</b><br>报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。                                                | 增持   | 明显强于沪深 300 指数              |
|                                                                                                                        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平             |
|                                                                                                                        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数              |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |