

夯实基础上的快速扩张前景值得期待

研究结论

- **有别于大众认识的观点：**投资公司首先是对服饰行业增速最快的户外用品子行业的配置，同时我们认为国内的户外用品行业与国外相比，庞大人口基础上的泛户外的特征更为明显，公司在品牌定位及推广上既强调专业性，又根植泛户外的大土壤，因此未来的市场容量更为可观。2010 年开始的持续夯实内功的策略对于缓解公司高速扩张中的经营波动会产生积极的影响。
- **公司是国内销量第一的户外运动品牌。**2009 年公司凭借 21.97% 的市场份额，领衔户外用品市场。公司经营模式定位于微笑曲线的两端——将低附加值的生产制造全部外包，主抓产业链上盈利最丰厚的品牌、研发和渠道环节，是典型的正在快速成长的轻公司。
- **国内户外用品市场高速增长且未来潜力巨大。**中国户外用品行业从 2000 年到 2009 年市场零售总额实现了年均 47.5% 的增长，2009 年全行业实现了 48.5 亿元的零售总额。尽管如此，比之美国近千亿元的户外用品市场，中国的户外用品市场仍然具有巨大的增长空间。未来 5 年随着户外运动参与人数的持续增多，行业有望继续保持高速增长。
- **中国户外用品市场集中度不断提高，龙头企业优势地位日益突出。**根据《中国户外用品市场年度调查报告》，龙头企业的市场占有率逐年攀升。年出货额大于 5000 万的品牌合计的市场占有率已经由 2007 年的 43.3% 上升至 2009 年的 62.92%。中国户外用品产业已经从原来小品牌林立竞争的状态，开始向大品牌分割市场的阶段过度。公司作为国内户外行业的领军企业，将充分分享行业市场格局变化所带来的良好机遇。
- **公司未来渠道外延扩张空间巨大，同时夯实内功的各项改革措施也在积极推行，我们看好公司未来 3—5 年的快速增长。**渠道方面，我们粗略估计公司传统渠道的空白点至少在 2100 家左右，电子商务等新型销售渠道的未来空间也值得期待。**供应链方面**，我们认为公司 ERP 系统的不断完善成熟最终将成为支撑公司快速可持续发展的坚强基石。**研发设计方面**，自身研发投入的持续增加和探索开放式的研发设计模式不断提升公司的综合研发水平。**内部激励方面**，IPO 前的高管持股和前期推出的股权激励方案，对公司的长期发展将产生积极的推动作用。
- 我们预计公司 2010—2012 年的盈利增速分别为 21%、98% 和 47%，每股收益分别为 0.40 元、0.79 元和 1.16 元。考虑到公司作为品牌服装行业中增速最快的子行业——户外用品行业的唯一品种，以及公司较小规模基数上未来业绩高增长的可靠性相对较高，我们认为给予公司 2012 年 30 倍的估值较为合理，对应目标价格为 34.8 元，首次给予“增持”评级。
- **风险因素：**较小规模基数下面临的行业竞争风险、经济增长放缓可能引发的经营风险和渠道快速扩张带来的管理挑战等。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师
8621-63325888 × 6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

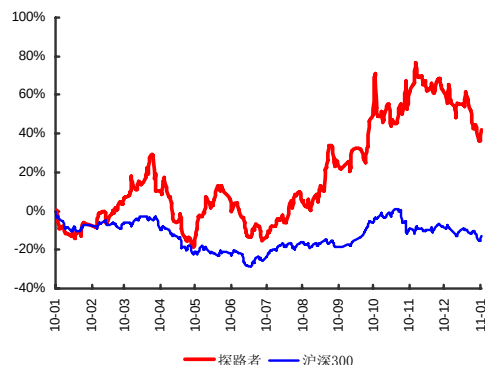
联系人

糜韩杰
8621-63325888 × 6119
mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 1 月 24 日) 30.4 元
目标价格 34.8 元
总股本/A 股 (百万股) 134/56
A 股市值 (亿元) 17.02
国家/地区 中国
行业 纺织服装
报告发布日期 2011 年 1 月 25 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	294	427	763	1043
同比 (%)	38	46	79	37
归属母公司净利润	44	53	106	156
同比 (%)	73	21	98	47
毛利率 (%)	47.9	49.3	49.3	49.3
ROE (%)	9.6	10.7	17.9	21.8
每股收益 (元)	0.33	0.40	0.79	1.16
P/E (倍)	92.52	76.26	38.54	26.14
P/B (倍)	8.92	8.18	6.91	5.69
EV/EBITDA (倍)	75	60	30	20

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《持续创新是品牌的灵魂——全球户外用品巨头 Columbia 的成长史》 2011 年 1 月 10 日

目录

1 公司概况：本土知名户外运动品牌零售商	4
1.1 国内销量第一的品牌	4
1.2 定位于微笑曲线两端的业务模式	4
1.3 专业化成熟度不断提高的管理团队	9
2 行业概况：高速增长的国内户外用品市场	9
2.1 行业高速增长	9
2.2 行业未来潜力巨大	10
2.3 行业集中度日益提高	10
3 未来展望：外延扩张空间巨大 内部运营机制逐步改善	11
3.1 传统渠道增长空间巨大，新销售渠道值得期待	11
3.2 推进信息系统建设 不断提升供应链运营效率	13
3.3 探索开放式研发设计模式 不断提升综合研发水平	14
3.4 适时推出股权激励，护航公司长远发展	14
4 盈利预测及估值	15
5 风险因素	15

图表目录

图 1 公司业务模式曲线表现为“U 型微笑曲线”	5
图 2 公司业务模式流程图	5
图 3 公司近年自主设计产品数量	6
图 4 公司攀岩体验活动上海站现场	7
图 5 公司的营销网络快速扩张	8
图 6 截止 2009 年 6 月 30 日公司和主要竞争对手销售终端数量对比	8
图 7 中国户外用品产业近年保持持续快速增长势头	9
图 8 2008 年中国户外用品市场零售额仅为美国的 3.6%	10
图 9 公司的店铺铺设存在至少 2100 家以上的空白点	12
图 10 户外用品行业电子商务渠道销售额占零售总额的比重快速增长	12
图 11 公司店铺信息化率近年快速提高	13
表 1 公司产品设计的四大系列及其定位	4
表 2 公司历年获奖产品情况	6
表 3 中国户外用品市场年度销售情况分析 单位：万元	11
表 4 运用了 ERP 系统的优势	13
表 5 公司股票激励首次授予名单及分配比例	14

公司专业从事户外用品研发设计、组织外包生产、销售，拥有自主知识产权的“探路者”品牌。公司的产品分为户外服装、户外功能鞋及户外装备三大类别，产品主要包括冲锋衣裤、速干衣裤、滑雪装、徒步鞋、登山鞋、帐篷、背包、睡袋、防潮垫、眼镜、水壶、登山杖、折叠系列、野炊用具等户外旅行、休闲用品。

1 公司概况：本土知名户外运动品牌零售商

1.1 国内销量第一的品牌

公司的自主知识产权品牌“探路者”定位于户外运动与旅游休闲交集的细分市场，品牌的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，同时也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。2010 年公司将产品系列整合为 EX-HERO（巅峰英雄系列）、TRAVELEX（旅行生活系列）、VINTAGE（功能休闲系列）和 SUNKIDS（童装系列）分别针对专业户外运动人士、普通户外爱好者、都市白领和儿童。

表 1 公司产品设计的四大系列及其定位

系列		目标客户群	产品特点
EX-HERO	巅峰英雄系列	专业户外运动爱好者、极限环境工作者、渴望拥有专业保护装备的消费人群	能够最大化满足户外探险、登山、滑雪、徒步、越野等极限户外运动的需求
TRAVELAX	旅行生活系列	普通户外旅行，户外休闲生活	以功能性材料和多功能设计，满足人们崇尚自然，享受户外阳光生活的追求
VINTAGE	功能休闲系列	都市精英、有独特生活品位和追求高品质休闲生活的人群	运用高级功能性材料，将都市特征与户外功能有机结合，风格内敛而典雅，不仅满足户外休闲度假，也适应多场合的商旅活动
SUNKIDS	童装系列	所有热爱自然、天真烂漫、阳光成长的儿童	运用功能性材质与人性化的设计细节相结合，并融入环保健康的理念，给儿童细心呵护

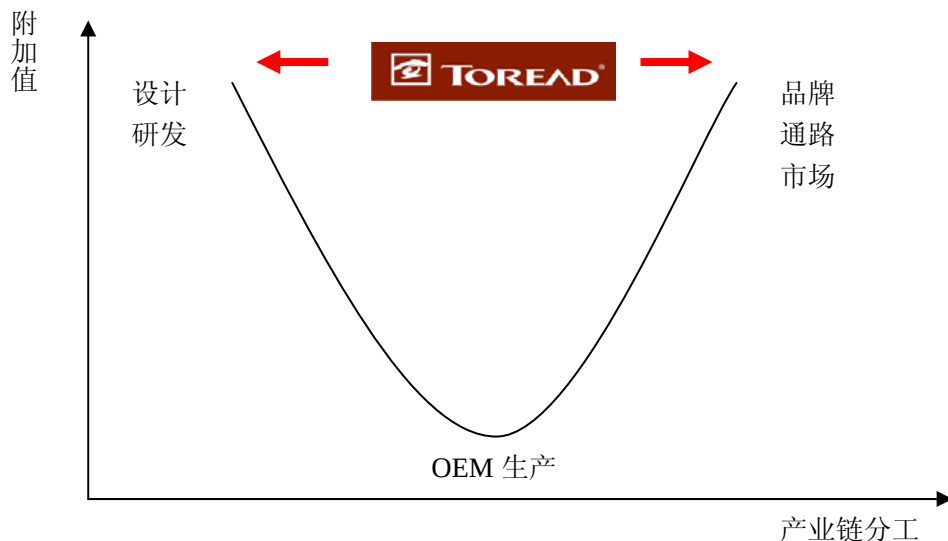
资料来源：公司网站、东方证券研究所

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”品牌无论在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上均高于其他竞争对手。另据中国行业企业信息发布中心统计，探路者户外运动用品继 2008 年成为中国户外用品行业销量第一之后，2009 年探路者再次荣列年度全国户外用品市场同类产品销量第一名。（2009 年全国户外用品市场销量领先的前四大品牌为探路者、奥索卡、哥伦比亚、乐斯菲斯，其中探路者凭借 21.97% 的市场份额，领衔户外用品市场，四大品牌整体市场份额达到了 69.59%。）

1.2 定位于微笑曲线两端的业务模式

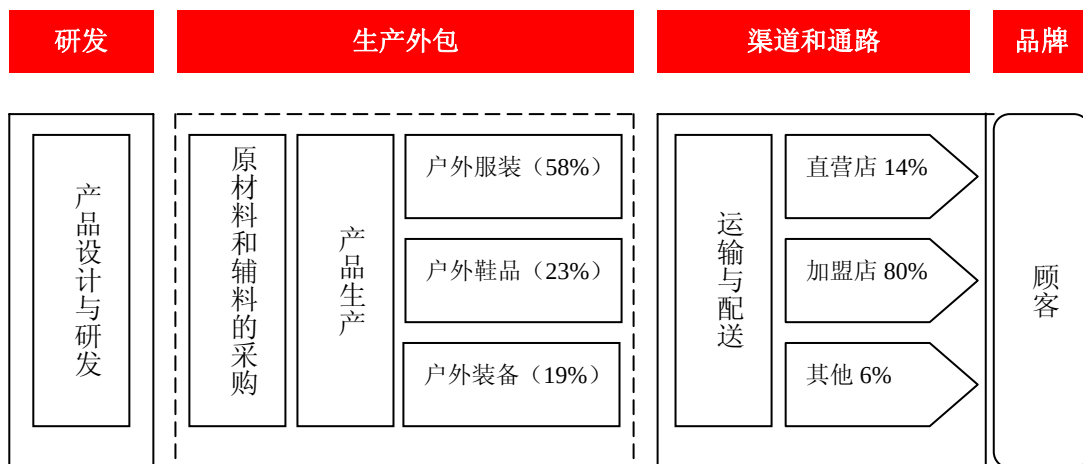
公司采用的是“哑铃型”的业务模式，即外包生产和加盟。一方面，公司着力于产业链附加值较高的设计、研发、品牌等环节，产品生产外包给生产商；另一方面，在销售渠道建设上，主要采用加盟的方式。

图 1 公司业务模式曲线表现为“U 型微笑曲线”



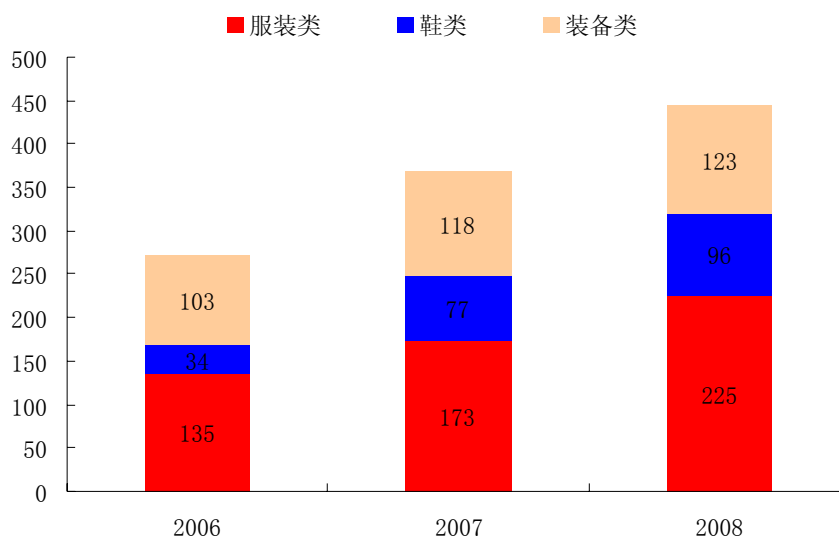
资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

图 2 公司业务模式流程图



资料来源：公司财报、东方证券研究所

研发设计方面，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，从 2006 年的 272 款增长至 2008 年的 444 款。同时，公司研发设计产品的质量也大幅提升，自主研发设计的产品屡获殊荣。2009 年，公司 3 项实用新型专利获得授权，2010 年上半年又获得 5 项实用新型专利以及 2 项外观设计专利。继 2008 年公司有 3 项产品荣获国内设计界最具权威性的“红星奖”后，2009 年又有 4 项产品荣获中国创新设计“红星奖”。

图 3 公司近年自主设计产品数量


资料来源：公司财报、东方证券研究所

表 2 公司历年获奖产品情况

序号	时间	获奖产品名称	获奖名称
1	2009 年	帝力可加热冲锋衣	中国创新设计红星奖
2	2009 年	马里可加热冲锋裤	中国创新设计红星奖
3	2009 年	尼尔徒步鞋	中国创新设计红星奖
4	2009 年	明斯克 40 升背包	中国创新设计红星奖
5	2008 年	亚穆纳海湾徒步鞋	中国创新设计红星奖
6	2008 年	乾亨男式速干 T 恤	中国创新设计红星奖
7	2008 年	据比 60 升背囊	中国创新设计红星奖最具创意奖
8	2005 年	X CR 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
9	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：公司财报、东方证券研究所

考虑到户外用品市场对专业性的要求要远高于传统的鞋服市场，根据户外资讯网（www.8264.com）面向广大户外爱好者推出的“2010 年户外冲锋衣裤消费调查报告”显示，在选购冲锋衣（裤）时，有 85% 的户外爱好者认为功能性是他们最看重的，占据首位，随后排序依次为：材质、价格、款式设计、做工、颜色、品牌和售后，因此在研发设计上的突破将有助于提升公司的品牌形象，促进公司相关产品的销售（在 Columbia 的相关研究报告中我们也充分强调了这一点）。

品牌建设方面，经过 10 余年的发展，探路者品牌在国内户外行业建立了广泛的知名度和影响力，并且声誉与日俱隆。2007 年，探路者品牌被认定为“中国驰名商标”，并成为“2008 年北京奥林匹克运动会特许生产商”，创造了中国户外用品行业的两项唯一。2009 年，公司首次推出品牌形象代言人，由著名企业

家、登山家王石先生担纲；同时，成为中国南（北）极考察队独家专用产品提供商。2010 年公司在全国范围内开展了广泛的主题活动，以“寻找身边的探路者”、“我们都是探路者”为推广主题，寻找在各行各业具有探索创新精神的“探路者”，在北京、济南、青岛、杭州、大庆、包头等多个地区广泛开展 2010 年度全国攀岩体验活动，有效传播探路者品牌形象。

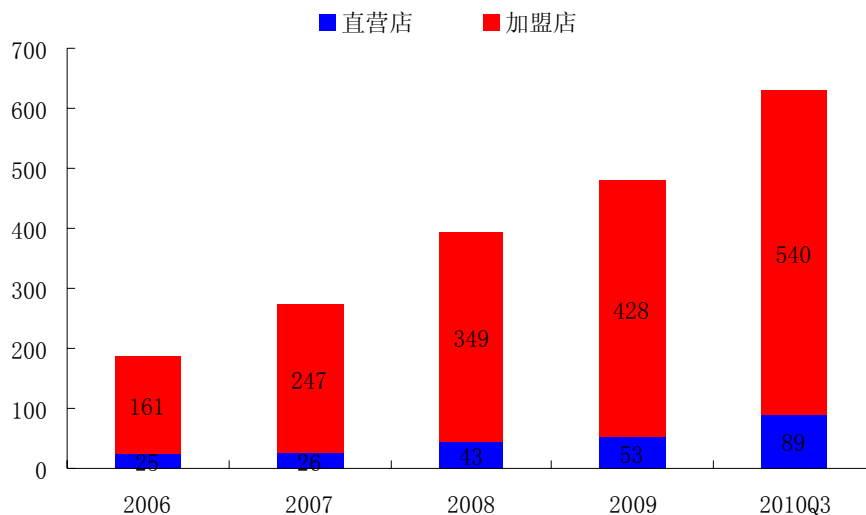
图 4 公司攀岩体验活动上海站现场



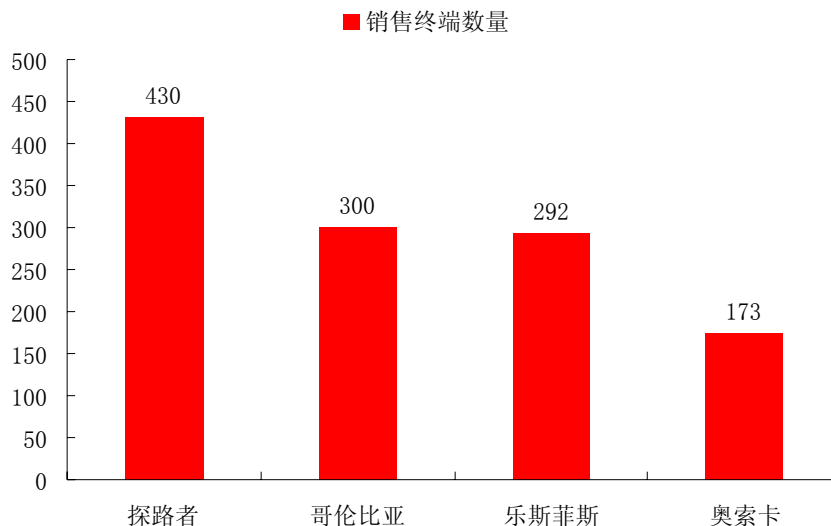
资料来源：公司网站、东方证券研究所

除了配合产品本身的品牌宣传活动外，公司还高度关注社会公益事业，在社会上树立了良好的企业社会责任形象。比如，开启珠峰零公里行动，支持环保行动队的珠峰北坡清扫活动；先后在玉树地震和舟曲泥石流发生后的第一时间向灾区发送大量救灾物资；携手“2010 年斯巴鲁希望之旅”，支持云南大理剑川县希望小学建设等。

销售渠道方面，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的 70% 以上。通过借助资质优秀的加盟商的人力、财力和物力，实现营销网络的快速扩张和对各地市场的快速渗透；同时在北京、上海、四川、广东和辽宁等重点区域发展直营门店，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，提振加盟商信心、稳定加盟商队伍。截止 2010 年 11 月，公司拥有店铺数量在 660 家左右。自 2006 年至 2009 年，公司全国店铺数量的年复合增长率为 37.26%，其中直营店的年复合增长为 28.46%，加盟店的年复合增长率为 38.53%。公司在店铺规模上远远超过主要竞争对手，为巩固和提升市场地位以及未来进一步扩大市场份额打下了坚实的基础。

图 5 公司的营销网络快速扩张


资料来源：公司财报、东方证券研究所

图 6 截止 2009 年 6 月 30 日公司和主要竞争对手销售终端数量对比


资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

2010 年公司更是对销售渠道进行了富有成效的改革，上半年，公司设立北京、华北、东北、西北、西南、华东、华南等七大销售区域，负责公司在全国各地区的销售管理工作，通过销售渠道的扁平化，使公司的渠道管理和服务进一步贴近加盟商，并能够快速捕捉客户需求做出快速反应。同时，除了传统的实体渠道外，公司还对电子商务等新兴渠道进行了积极的探索。

1.3 专业化成熟度不断提高的管理团队

经过十年的发展，公司积累了丰富实用的店铺拓展经验和店铺管理经验，形成了一整套较为成熟完善的店面拓展机制和流程，同时也形成了较为完善的店铺管理制度。作为服装品牌零售企业，渠道的快速扩张是扩大市场份额、提升品牌知名度的重要途径，而丰富的店铺拓展和管理经验能够为公司的渠道快速大规模地拓展提供有力的保障，增加新开设店铺的成功率。

公司的核心管理团队均长期从事户外用品行业及相关行业，其中董事长兼总经理盛发强先生、董事兼常务副总经理蒋中富先生均有超过 10 年的本行业运营管理经验，深谙中国户外用品发展的真谛。作为公司的主要创始人，盛发强和蒋中富毕业于中南工业大学工程测量专业和勘察工程专业，对野外环境下的户外用品有着深刻的体验和认知，严谨细致的工程师性格是探路者产品质量的有力保障。

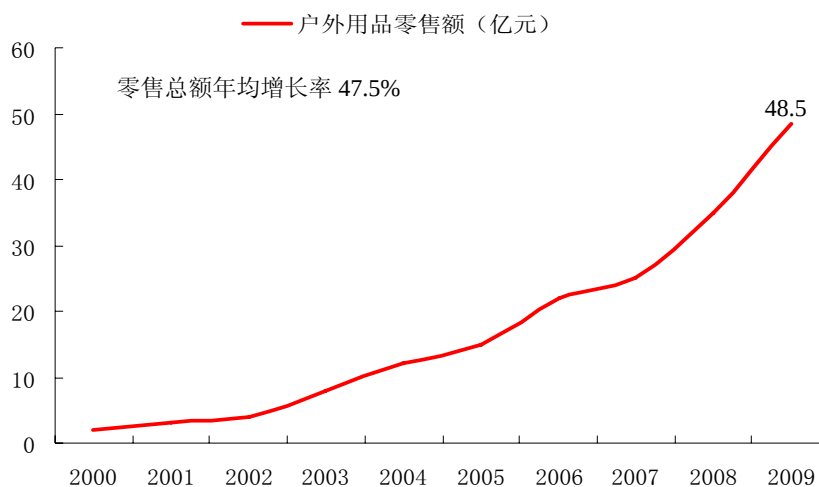
公司近期聘任曾任安踏（中国）有限公司东区销售总监，阿迪达斯（苏州）有限公司北方大区经理的彭昕先生担任公司副总经理，具体分管公司营销管理业务，后期预计将进一步引入 CEO，以更加职业化的人才标准打造公司的高级管理团队，**通过引进在运动品牌企业或类似企业，特别是那些经历过一个品牌由几亿成长为十几亿、几十亿的关键增长阶段，拥有丰富经验的高级管理人才，将为公司日后的可持续发展提供强劲的经验 and 脑力支持。**

2 行业概况：高速增长的国内户外用品市场

2.1 行业高速增长

中国拥有丰富的旅游资源，具备成为户外运动大国的客观基础。随着国内生活水平的提高，对积极健康生活方式的追求，户外运动正逐渐被越来越多的人所接受，户外用品市场的容量也不断扩大。根据 COCA 《中国户外用品市场 2009 年度调查报告》提供的数据，中国户外用品行业从 2000 年到 2009 年市场零售总额实现了年均 47.5% 的增长，2009 年全行业实现了 48.5 亿元的零售总额。未来 5 年随着户外运动参与人数的持续增多，行业有望继续保持高速增长，业内预计未来 8 至 10 年内，中国可能成为继美国和欧洲后世界第三大户外市场。

图 7 中国户外用品产业近年保持持续快速增长势头

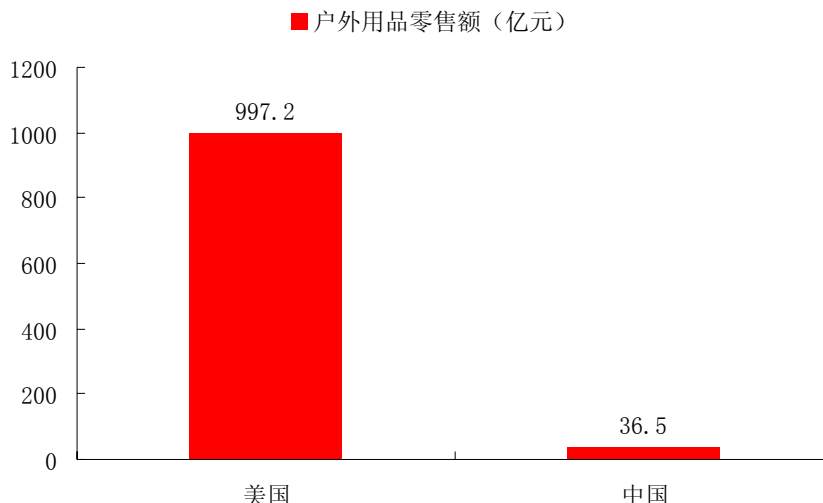


资料来源：中纺协户外用品分会、东方证券研究所

2.2 行业未来潜力巨大

虽然近年来中国的户外用品市场增长迅速，但市场容量和欧美发达国家相比仍有相当大的差距，根据 2008 年的数据显示，美国市场上狭义可比的户外用品市场容量是 146 亿美元，而中国市场仅为 36.5 亿元人民币，仅为美国市场的 3.6%，中国的户外用品市场拥有巨大的增长空间，潜力巨大。

图 8 2008 年中国户外用品市场零售额仅为美国的 3.6%



资料来源：公司财报、东方证券研究所

比之较为小众的专业户外市场，中国的户外市场体现的是一种大众化的，入门级的泛户外，所谓泛户外即指广义上的户外运动，任何一项走出家门的运动都可以被称为户外运动。由于泛户外定位于较低的大众消费市场，因此其市场空间更大。同时考虑到真正专业的户外品牌，技术上要求很高，对于刚进入这个行业不久的国内厂商来说短时间内是很难达到的，而“放低了身价”的泛户外恰恰也更有利于国内厂商的发展。公司也正是看到了这一市场的差别，主动定位于泛户外，走户外品牌中的休闲品牌路线。据我们的调研，公司 85% 的产品都是面向日常的户外体验，专业产品仅占 15%。

2.3 行业集中度日益提高

根据 COCA《中国户外用品市场年度调查报告》提供的近年数据，行业呈现出市场集中度日益提高、强者愈强的发展趋势。2009 年有 7 个品牌出货额超过了亿元，而 2008 年有 6 个，2007 年只有 4 个，市场新的增长点更多地由大品牌所创造。其中年出货额大于 5000 万的品牌，2007 年占年度出货额比例 43.3%，2008 年为 60.1%，2009 年为 62.92%。而 7 家亿元以上的品牌 2009 年较上一年度 2008 年的市场份额更是提升了 4.41 个百分点。**龙头企业在中国户外市场的优势地位越来越显现，这些品牌几乎左右了中国一般以上的市场。这些龙头企业的发展从某种程度上已直接左右着中国户外用品市场的动向。**同时也反映出，中国户外用品产业已经从原来小品牌林立竞争的状态，开始向大品牌分割市场的阶段过度。公司作为国内户外行业的领军企业，无疑将充分分享行业市场格局变化所带来的巨大机遇。

表 3 中国户外用品市场年度销售情况分析 单位：万元

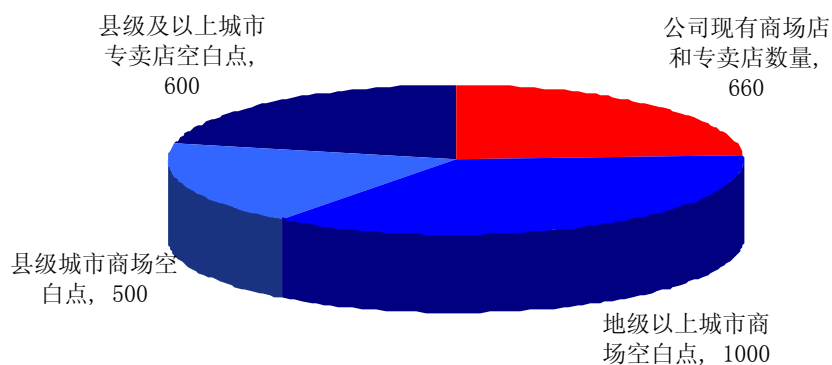
出货额度	品牌/企业数量			超过 1000 万出货额统计总值			占年度出货额比例		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
年出货额≥1000 万的品牌	29	30	33	10.63	16.96	21.1	75.40%	77.80%	79.03%
年出货额≥3000 万的品牌	11	12	14	7.83	14.15	18.3	55.60%	64.90%	68.54%
年出货额≥5000 万的品牌	6	9	12	6.1	13.1	16.8	43.30%	60.10%	62.92%
年出货额≥1 亿的品牌	4	6	7		11.2	14.9		51.40%	55.81%

资料来源：中纺协户外用品分会、东方证券研究所

3 未来展望：外延扩张空间巨大 内部运营机制逐步改善

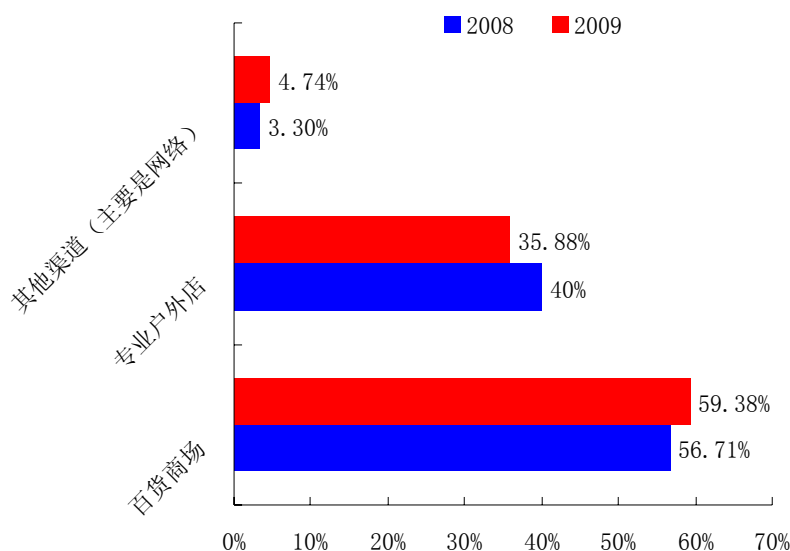
3.1 传统渠道增长空间巨大，新销售渠道值得期待

传统渠道空白点多，增长空间巨大。根据我们的判断，公司在店铺拓展上目前还是存在有相当多的空白点，统计资料显示，截至 2010 年 12 月 31 日，我国共有 661 个城市（其中直辖市 4 个、地级市 283 个、县级市 374 个）和 1636 个县（自治县、旗、自治旗、特区和林区）。截止 2010 年 11 月，公司渠道数量在 660 家左右，其中在地级以上城市的入驻率仅为 49%，未来还有 51% 的空间。同时在已进入地级以上的城市中，还未进入的商场有近 700 家，其中适合公司进入的商场近 50%。因此在全国地级以上城市适合公司进入而未进入商场至少有 1000 家左右，另外再考虑县级城市未进入商场 500 家，公司在商场的专柜空白点至少在 1500 家。另外专卖店方面，截止 2010 年 11 月，公司专卖店仅在 100 家左右，如果每个县级级以上城市再开一家专卖店，至少可开 600 多家专卖店。综上，公司未来至少有 2100 家左右的空白点。

图 9 公司的店铺铺设存在至少 2100 家以上的空白点


资料来源：东方证券研究所

电子商务新渠道模式未来空间值得期待。公司还与好乐买、卓越亚马逊等电子商务网站开展战略合作，积极探索电子商务等新型销售渠道。尽管目前公司电子商务的销售额很小，但鉴于整个户外用品行业电子商务渠道销售额比重的逐步提高——2009 年占零售总额的 4.74%，相对 2008 年度增长了 1.44 个百分点，随着公司品牌效应的不断提升，我们预计未来几年公司电子商务渠道的销售额将有望达到 5000 万，占公司总销售额的 5%左右。

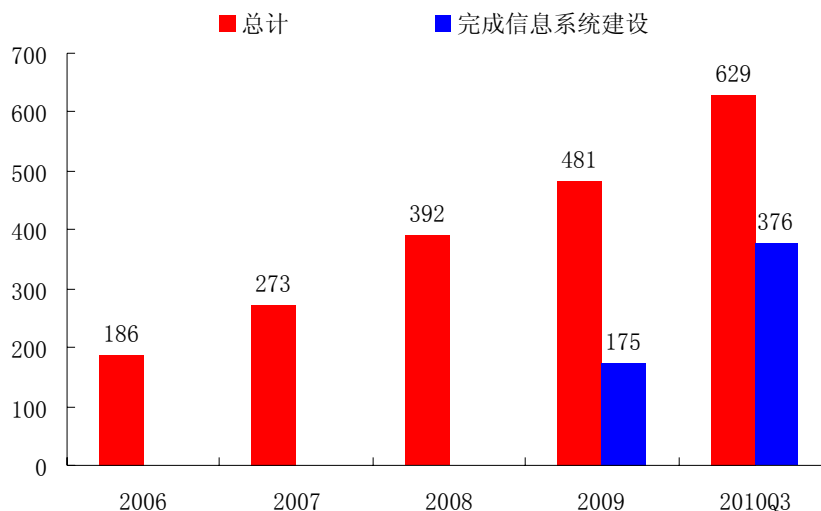
图 10 户外用品行业电子商务渠道销售额占零售总额的比重快速增长


资料来源：中纺协户外用品分会；东方证券研究所

3.2 推进信息系统建设 不断提升供应链运营效率

公司近年大力推进“信息系统建设项目”的实施，2010 年前三季度公司完成 201 家店铺的信息化建设，已完成店铺总数达到 376 家，我们预计 2010 年底公司的 ERP 系统将达到 60% 的覆盖面，2011 年有望达到 80%——90%。随着公司店铺信息化率的不断提高，同时伴随着商业智能（BI）和自动化办公系统（OA）等信息化系统的逐步完成上线，将有效提升店面零售、物流供应、工厂生产等整个供应链的响应速度，及时准确响应顾客需求，降低企业运营成本，为企业创造更高的利润和价值，我们认为公司 ERP 系统的不断完善成熟最终将成为支撑公司快速可持续发展的坚强基石。

图 11 公司店铺信息化率近年快速提高



资料来源：公司财报；东方证券研究所

表 4 运用了 ERP 系统的优势

优点	解释
掌控通路，决胜终端	将总部、分支机构、分销商等全部纳入 ERP 管理，成功实现了组织间的业务协同处理，提高了总部对各级分支机构的穿透控制能力，及时作出决策
快速响应市场	加强了企业对渠道的管控力度，及时了解分销渠道及零售终端的业务信息、敏捷反映市场变化，快速响应顾客需求，持续提高客户满意度
严格管控，降低风险	从要货申请到销售出库、产品出库、盘点等手续全部通过 ERP 条码来实现，大幅减少了货物号码差错、发货差错以及责任不清等管理问题；改变了以往按月月底与商场、经销商的结算流程，销售与资金回笼透明化，减少了销售数量漏报、瞒报和占用资金以及价格、坏账风险
大幅降低成本，提高效益	由于能动态及时掌握销售和库存情况，可以最大限度的提高物流效率，按需补货、及时补货，合理调度，控制最合理库存，降低库存资金占用

资料来源：用友软件官网、东方证券研究所

3.3 探索开放式研发设计模式 不断提升综合研发水平

由于户外用品行业对于产品研发设计的要求（特别的产品本身的功能性方面）高于传统的服装企业，公司近年一直致力对产品研发和设计的投入。2008 年公司建成国内户外用品行业首家户外产品研发中心，2010 年通过搬迁扩建成为国内户外行业最大规模研发中心，同时也是北京市市级企业技术中心。同时为了加强华南市场的开拓，2010 年公司在深圳建立了南方研发分部，聘请当地人才设计更符合当地消费习惯的户外用品以带动南方市场的销售。除此以外，考虑到目前国内户外用品行业整体发展的初级阶段，公司的研发水平较国外领先的户外用品品牌商依然有较大的差距，公司创造性地进行了部分设计外包的尝试，在鞋品方面，已经开始部分外包给香港、台湾和日本等地的专业设计师。

随着知识产权市场的扩张，拥有创造能力已经不再是企业的绝对优势，通过收集、转移、融合等手段将技术为己所用，已成为不少知名企业的竞争优势，比如宝洁等。利用外部创新最大的优点是降低了自行研发的费用和失败的概率，它无须像对待公司员工那样管理外部研发人员。而且由于研发成果是现成的，拿来即用，不仅无须承担研发过程中的风险，更缩短了从发现市场机会到获得利益之间的时间。因此我们对公司所进行的研发设计的开放式探索持积极态度，这将在一定程度上有效弥补由于目前国内户外用品行业整体与国外发达国家之间差距带来的企业差距，通过充分调动社会资源，提升公司的竞争力。

3.4 适时推出股权激励，护航公司长远发展

公司董事会于 2010 年 11 月 29 日审议通过了股票期权激励计划（草案修订稿），12 月 21 日审议通过股票期权激励计划所涉首次期权授予事项的议案，确定首次股票期权的授予日为 2010 年 12 月 21 日，其中首次授予 238.79 万份，占计划签署时公司股本总额 13400 万股的 1.78%；预留 26.50 万份，占公司股本总额的 0.20%。公司此次股票期权激励计划的激励对象覆盖面十分广泛，既包括了包括副总经理、董事会秘书和财务总监等公司高级管理人员，同时也包括中层管理人员、核心技术人员、核心业务人员、子公司主要管理人员等共计 99 人，行权价格为 22.35 元，行权条件为，以 2009 年净利润为基数，2011—2013 年相对于 2009 年的净利润增长率分别不低于 30%、70%、120%，2011—2013 年净资产收益率分别不低于 10%、11%、12%。

我们认为对于充分竞争的品牌零售企业而言，能否在行业脱颖而出并保持持续的竞争力最重要的因素还是人，一个目标一致明确、稳定高效的管理团队对企业的发展至关重要。特别是考虑到公司目前相对规模教小，正处于加快开店，扩大规模的外延式增长大背景下，积极、有效率的管理显得更为重要和迫切。公司及时推出有吸引力的股权激励计划，再加上 IPO 前的管理层部分持股，能有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，从而充分调动公司管理人员、一线营销人员和技术研发人员等核心骨干的工作积极性和主观能动性，共同推动公司的持续快速增长。

表 5 公司股票激励首次授予名单及分配比例

姓名	职务	首次获授的股票期权份数 (万份)	占首次授予期权总数 的比例	占目前总股本的 比例
冯铁林	副总经理	8	3.36%	0.06%
韩涛	副总经理	8	3.36%	0.06%
伍松林	副总经理	8	3.36%	0.06%
彭昕	副总经理	15	6.31%	0.11%
张成	财务总监兼董 事会秘书"	31	13.04%	0.23%
其他核心技术（业务）人员共		167.8	70.56%	1.25%

94 人

合计

237.8

100%

1.77%

资料来源：中纺协户外用品分会、东方证券研究所

4 盈利预测及估值

根据我们的了解,公司 2011 年春夏订货会订单金额同比增长 52%左右,而近日公司公告 2011 年秋冬订货会订单金额较去年增长 93%,尽管订货会数据没有完全绝对的约束力,但参照历史,公司近年来 85%以上的销售收入由订货会订单决定,我们认为订货会预示着公司 2011 年的销售很可能超过原先的市场预期。我们对公司未来三年的主要盈利预测做如下假设:

(1) 我们预计 2010、2011 年和 2012 年的渠道扩张速度分别为 40%、45%和 40%左右,预计 2010 年底公司的店铺总数在 660——680 家左右。

(2) 根据公司开店的节奏和时间安排,我们预计公司当年的销售收入=上年销售收入*20%(同店增长)+当年新开店数量*当年单店产出(一般以全年销售的 50%左右测算)。2011 年销售按照春夏和秋冬订货会的增长(同比分别增长 52%和 93%左右)进行了调整,2012 年又根据 2011 年的基数和增速进行了新的调整。

(3) 考虑到公司产品研发能力不断提升带来的产品结构调整、品牌知名度的进一步提高以及相对于国际竞争品牌明显的价格优势,我们认为未来公司产品价格水平仍有较大的提价空间,即使考虑各种原辅料价格的上升趋势,我们认为公司能维持相对稳定的毛利率水平,预计 2010——2012 年的毛利率均在 49.3%左右。

(4) 2010 年公司在品牌宣传和营销体系和内部管理架构的改革完善等方面的费用支出较大,同时新增店铺的提速亦带来了相当的费用压力,但从 2011 年开始随着上年新店逐步发挥效益、销售收入的快速增长以及营销管理体系运营效率的逐步提升,再加上公司以加盟为主的渠道扩张模式(新店铺中加盟店在 75%——80%左右),我们预计公司期间费用率会逐渐下降,我们预计公司 2010——2012 年的销售费用比率分别为 23%、19.5%和 19%,不考虑期权成本的管理费用比率基本在 10.8%左右。理论测算 2010——2012 年期权成本分别为 135 万元、1620 万元和 1185 万元。

(5) 公司所得税率为 15%。

我们预计公司 2010——2012 年的收入增速分别为 46%、79%和 37%,盈利增速分别为 21%、98%和 47%,每股收益分别为 0.40 元、0.79 元和 1.16 元,对应目前股价公司 2011 年和 2012 年的动态市盈率分别为 38 倍和 26 倍左右。考虑公司作为品牌服装行业中增速最快的子行业——户外用品行业的唯一品种,以及公司较小规模基数上未来 2—3 年业绩高增长的可靠性相对较高,我们认为给予公司 2012 年 30 倍的估值较为合理,对应目标价格为 34.8 元,首次给予“增持”评级。

5 风险因素

较小规模基数下面临的行业竞争风险、经济增长放缓可能引发的经营风险和渠道快速扩张带来的管理挑战等。特别是公司在行业和自身高速增长的过程中,如果在品牌建设、产品研发、渠道管理、供应链运营、和加盟商的关系管理等各方面未能及时有效跟进,可能会引发公司经营的波动。另外随着国际知名户外品牌的不断进入和在国内渠道的加快布局,公司还面临由此而带来的同业竞争压力。

附表：财务报表预测与比率分析（探路者（300005））

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	492	477	592	711	营业收入	294	427	763	1043
现金	410	345	375	408	营业成本	153	217	387	529
应收账款	5	9	15	20	营业税金及附加	2	2	4	6
其它应收款	6	10	13	21	营业费用	57	98	149	198
预付账款	1	12	11	15	管理费用	32	48	99	125
存货	71	101	177	246	财务费用	-0	-2	-2	-2
其他	0	0	0	0	资产减值损失	4	5	6	8
非流动资产	41	119	159	216	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	37	104	144	198	营业利润	46	60	120	180
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	6	4	5	5
其他	4	14	15	18	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	533	596	751	927	利润总额	52	63	124	183
流动负债	76	98	162	211	所得税	8	9	19	27
短期借款	0	0	0	0	净利润	44	53	106	156
应付账款	32	39	76	99	少数股东损益	0	0	0	0
其他	43	59	86	111	归属于母公司净利润	44	53	106	156
非流动负债	1	0	0	0	EBITDA	49	61	124	185
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.40	0.79	1.16
其他	1	0	0	0					
负债合计	76	98	162	211	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	67	134	134	134	成长能力				
资本公积	329	262	262	262	营业收入	38.5%	45.6%	78.6%	36.7%
留存收益	60	102	193	320	营业利润	39.5%	29.0%	101.0%	49.6%
归属母公司股东权益合计	457	498	589	716	净利润	72.9%	21.3%	97.9%	47.4%
负债和股东权益	533	596	751	927	获利能力				
					毛利率	47.9%	49.3%	49.3%	49.3%
					净利率	15.0%	12.5%	13.8%	14.9%
					ROE	9.6%	10.7%	17.9%	21.8%
					偿债能力				
					资产负债率	14.3%	16.4%	21.5%	22.7%
					净负债比率				
					流动比率	6.51	4.87	3.66	3.37
					速动比率	5.52	3.81	2.51	2.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.84	0.76	1.13	1.24
					应收账款周转率	57	57	59	55
					应付账款周转率	6.17	6.07	6.74	6.04
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.33	0.40	0.79	1.16
					每股经营现金流	0.36	0.20	0.66	0.92
					每股净资产	3.41	3.72	4.40	5.34
					估值比率				
					P/E	92.52	76.26	38.54	26.14
					P/B	8.92	8.18	6.91	5.69
					EV/EBITDA	75	60	30	20

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn