

高成长行业中的优质企业

研究结论

- **公司管理团队的职业化取得突破性进展。**日前公司聘任彭昕先生为公司总经理,全面主持公司日常的经营管理工作。彭昕先生在体育用品及消费品行业具有15年以上丰富经验。未来公司仍计划引入在服饰品牌方面具有丰富经验的专业人士进入中高层管理团队。我们认为富有品牌运作经验的职业经理人的加入将有效提升公司内部管理和业务运营的规范化、科学性和效率,也有利于保障公司这样身处高速成长行业的小企业经营快速增长的持续性和质量。
- **2012年春夏订货会继续保持高增长,公司研发实力进一步彰显。**公司2012年春夏季订货会继续保持高增长,期货订单金额累计同比增长66%左右。此次订货会的结果基本奠定了公司2012年上半年业绩高增长的格局。同时发布会产品更加强调对环保工艺和户外新科技的运用,由于户外用品市场对产品功能性的要求远高于传统的鞋服市场,因此对于研发设计的强调和突出,有助于提升公司的品牌形象,促进公司相关产品的销售。
- **聚焦探路者品牌,加大品牌投入。**公司上市之后进一步加大了对品牌建设的投入,我们预计公司未来将持续强化品牌的精神塑造和传播。我们认为通过持续强化品牌推广,充分挖掘品牌内涵,将极大地提升公司品牌影响力和美誉度,推动公司在行业中的综合竞争力,当然从短期看,品牌投入的加大将直接导致公司短期销售费用的上涨,可能会减缓公司近两年净利润的增速。
- **公司相对国际品牌更差异化的品牌和渠道定位,未来仍有很大市场空间。**目前行业的竞争格局决定了公司在二线城市有很大的拓展空间。同时作为民族品牌和讲求性价比的定位,也使公司有能力在二线城市快速拓展并保持领先。另外在产品开发方面,公司既强调专业性,又根植泛户外的大土壤,因此未来的市场容量更为可观。我们预计公司未来的渠道拓展仍将以巩固一线市场,大力拓展二线城市为主要目标,我们预计未来三年渠道拓展的速度将保持在40%左右。
- **信息系统建设稳步推进,供应链运营效率不断提升。**近年来公司一直致力于信息化建设的有序推进,我们预计公司2011年底信息化率将超过80%。我们认为公司ERP系统的不断完善成熟和供应链效率的提升最终将成为支撑公司快速可持续发展的坚强基石。
- **盈利预测和投资评级:**考虑到未来品牌投入、股权激励摊销和订货会等情况,我们对公司盈利预测进行了小幅调整,预计公司2011—2013年每股收益分别为0.36元、0.58元和0.90元,未来三年盈利复合增长率65%,维持公司“增持”评级。给予2012年35倍估值,对应目标价为20.3元。
- **风险因素:**较小规模基数下面临的行业竞争和波动风险、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申明。



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

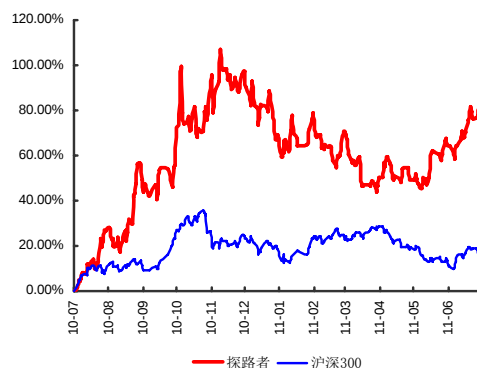
8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2011年7月18日)	18.00元
目标价格	20.30元
总股本/A股(百万股)	268
A股市值(亿元)	20.33
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011年7月19日

股价表现



财务预测

单位:百万元

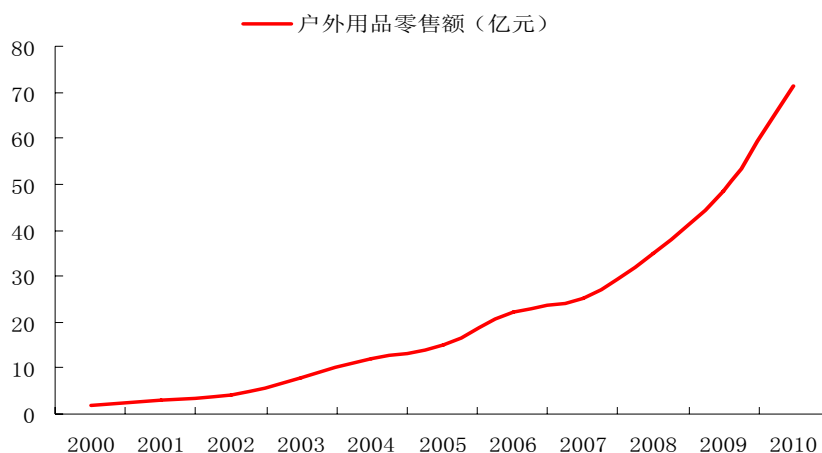
	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	434	772	1279	1919
同比(%)	48%	78%	66%	50%
归属母公司净利润	54	95	155	242
同比(%)	22%	77%	62%	56%
毛利率(%)	49.0%	49.2%	49.3%	49.3%
ROE(%)	10.8%	16.4%	21.7%	26.4%
每股收益(元)	0.20	0.36	0.58	0.90
P/E(倍)	85.91	50.56	31.19	19.93
P/B(倍)	9.67	8.31	6.78	5.27
EV/EBITDA(倍)	67	39	23	15

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测

一、国内户外用品市场高速发展，前景广阔

根据 COCA《中国户外用品市场 2010 年度调查报告》提供的数据，中国户外用品行业 2010 年实现了 71.3 亿元的零售总额，虽然规模不大，但增长速度明显，从 2000 年到 2010 年市场零售总额实现了年均 47.33% 的增长。我们预计未来随着国内经济的持续增长，居民可支配收入的增加，对于健康生活方式的追求将使户外运动和旅游休闲成为更多人生活方式的选择，而这将直接带动户外用品的需求，未来五年行业有望继续保持 45% 以上的增长。

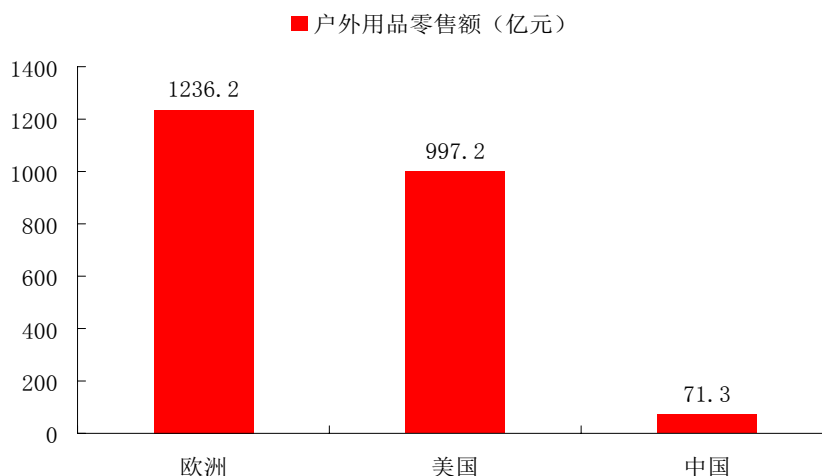
图 1 国内户外用品零售额快速增长



资料来源：COCA、东方证券研究所

同时对比国外，国内户外用品的市场容量和欧美发达国家相比仍有相当大的差距，根据有关调研机构披露的数据显示，2010 年美国的户外市场规模达到 150 亿美元左右，欧盟则达到了 140 亿欧元。巨大的市场差距恰恰体现出中国户外用品市场拥有巨大的增长空间，未来前景广阔。

图 2 国内户外用品市场容量和欧美发达国家相比有巨大差距



资料来源：公司网站、东方证券研究所

二、公司管理团队职业化取得突破性进展

6月25日公司公告，聘任彭昕先生为公司总经理，全面主持公司日常的经营管理工作。考虑到彭昕先生在体育用品及消费品行业具有15年以上丰富经验。曾在体育运动行业的标杆企业安踏、阿迪达斯等公司有多年从业经历。因此我们认为，彭昕先生的就职将给公司带来规范化的管理经验，帮助公司梳理从销售策略、渠道建设、产品规划、到零售管理等各个方面，同时可进行有针对性的改进，使公司的各个业务模块协同更好的创造公司价值。彭昕先生的能力其实已经有体现，其2010年底进入公司担任主管营销的副总，公司在2011年上半年取得的优秀成绩和其代领的营销团队是分不开的。

我们认为富有品牌运作经验的职业经理人的加入将有效提升公司内部管理和业务运营的规范化、科学性和效率，也有利于保障公司这样身处高速成长行业的小企业经营快速增长的持续性和质量。公司通过引进在运动品牌企业或类似企业的专业人才，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。

图3 公司高管团队



资料来源： 公司网站、东方证券研究所

三、2012 年春夏订货会继续高增长 公司研发实力进一步彰显

公司于7月5日公告，7月初刚刚结束的公司2012年春夏季订货会继续保持高增长，本次期货订单金额累计达4.82亿元（其中加盟商订单金额累计为3.80亿元，公司各直营大区、集团客户、电子商务等业务单元的订单金额累计为1.02亿元），同比增长66%左右。由于公司近年来85%以上的销售收入均由每年两次新品期货订货会上期货订单决定，因此我们认为此次2012年春夏订货会的结果基本奠定了公司2012年上半年业绩高增长的格局。

同时从发布会上的产品看，在围绕核心主题外，公司更加强调对环保工艺和户外新科技的运用，进一步向市场展示了公司的设计和研发实力，如定位公司产品系列顶端的 X-HERO 巅峰英雄系列特别推出“南极 100 周年纪念款”；Travelax 旅行生活系列推出超轻外套，同时 Travelax 旅行生活系列进一步加强了对南方专供产品的设计与研发，不论在色彩搭配，还是在款式设计上，都将更加符合南方市场的审美及功能需求。而 VINTAGE 功能休闲系列则在面料选择上采用汉麻、Cocona 等多种纯天然环保面料。由于户外用品市场对产品功能性的要求远高于传统的鞋服市场，因此对于研发设计的强调和突出，有助于提升公司的品牌形象，促进公司相关产品的销售。

图 4 公司 2012 春夏新品发布会



从左至右分别是：X-HERO “南极 100 周年纪念款”；Travelax 超轻外套；VINTAGE 汉麻面料

资料来源： 公司网站、东方证券研究所

四、聚焦探路者品牌 加大品牌投入

公司自上市以来一直加大对品牌的投入，公司认为探路者品牌是公司最重要的资产，也是公司发展的主要载体。2007 年，探路者品牌被认定为“中国驰名商标”，并成为“2008 年北京奥运会奥运会特许生产商”，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，组织亚马孙丛林考察探险之行，有效传播探路者品牌形象。2011 年 4 月公司在北京发起“一起户外吧”攀岩挑战赛，持续推动大众户外运动的普及与发展。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、积极倡议响应“2011 地球一小时”活动等。

我们预计公司未来将持续强化品牌的精神塑造和传播，进一步其本身的价值，我们认为通过持续强化品牌推广，充分挖掘品牌内涵，将极大地提升公司品牌影响力和美誉度，推动公司在行业中的综合竞争力，当然从短期看，品牌投入的加大将直接导致公司短期销售费用的上涨，可能会减缓公司近两年净利润的增速。（<http://www.toread.com.cn/cnnew/newsfile/201171519492414792.shtml>）

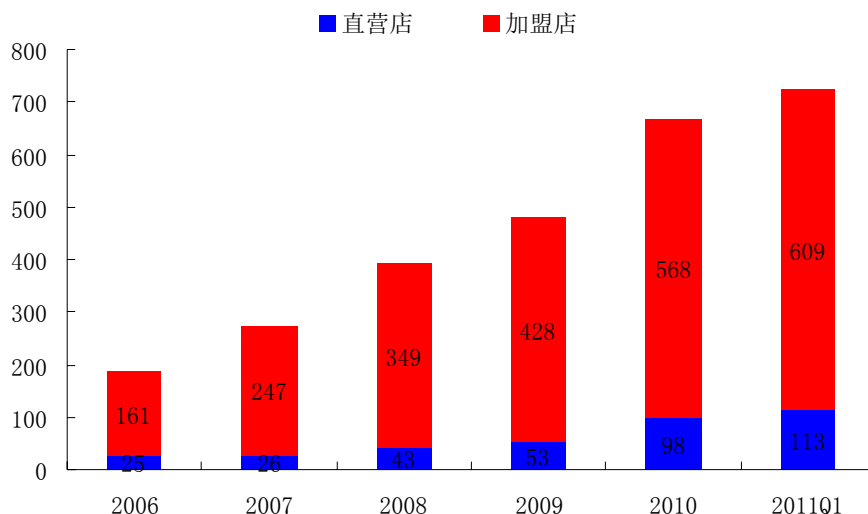
五、品牌和渠道定位差异化 未来市场容量更为可观

公司目前主要的竞争对手有哥伦比亚、TNF 和骆驼，其中哥伦比亚和 TNF 是国际知名品牌，定位高端，其在一线市场知名度很高，渠道也基本以一线市场为主，而国内品牌骆驼，定位中低端，也拥有相当的人气，其渠道分布主要集中在三线及以下市场。

与主要竞争对手相比，我们认为公司的品牌和渠道都有明显的差异性。**公司品牌的特质是本土性和更高的产品性价比，另外在产品开发方面，与国际一线品牌相比，公司既强调专业性，又根植泛户外的大土壤，因此能够有效突破纯户外相对小众的市场瓶颈，为公司持续快速增长提供了广阔的空间。**在渠道上公司则体现出一线城市领先，二线城市领跑的特点（公司目前的渠道分布基本以二线城市为主，一线城市仅占 1/4）。

我们预计公司未来的渠道拓展仍将以巩固一线市场，大力拓展二线市场为主要目标，这与国内知名运动品牌的发展路径有着极为相似之处，我们看好公司未来的渠道拓展，预计公司未来三年渠道拓展的速度将保持在 40% 左右。作为本土第一的户外品牌，公司也在一直观察和积极面对消费者对户外用品的多层次需求和行为方式的变化，我们预计公司未来会选择合适的时机推出适宜户外生活的子品牌，进一步丰富产品系列，以满足国内消费者多层次的需求，也实现对不同层级渠道的深度覆盖。在新渠道的探索上，基于国内电子商务消费模式的兴起和快速发展，公司的电子商务业务已经在开展，基于与线下加盟商分享共赢的电子商务方案也在在实施中，我们后续将密切跟踪公司在电子商务领域的业务拓展。

图 5 公司近年渠道增长情况



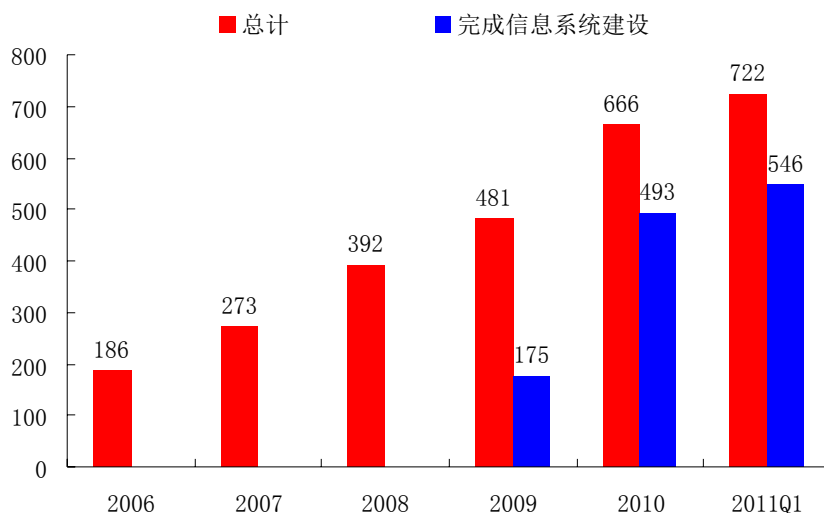
资料来源：公司财报、东方证券研究所

六、信息系统建设稳步推进 供应链运营效率不断提升

公司一直把供应链的优化和提升作为管理的重要目标，其中最主要的便是公司信息化建设的有序推进，截止 2011 年 1 季度公司信息化店铺数达到 546 家，ERP 系统覆盖率达到 73.62%，我们预计公司 2011 年底信息化率将超过 80%，2012 年有望接近 100%。信息系统建设的稳步推进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 6 公司店铺信息化率情况



资料来源：公司财报、东方证券研究所

七、盈利预测和投资评级

我们一直十分看好国内户外用品行业在目前低基数和国内消费能力和消费理念双重提升下的高增长态势（行业增长在 45% 以上），公司目前是国内户外用品行业销售规模第一的公司，同时也是资本市场该板块唯一的标的，我们认为公司自上市后在渠道管理提升和职业经理人建设等方面做了大量的工作，有利于保证公司未来业绩的高速增长和持续时间。考虑到未来品牌投入、股权激励摊销和订货会等情况，我们对公司盈利预测进行了小幅调整，预计公司 2011—2013 年每股收益分别为 0.36 元、0.58 元和 0.90 元，未来三年盈利复合增长率 65%，维持公司“增持”评级。给予 2012 年 35 倍估值，对应目标价为 20.3 元。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	489	569	708	966	营业收入	434	772	1279	1919
现金	379	382	402	505	营业成本	221	392	649	973
应收账款	8	14	23	35	营业税金及附加	2	4	7	10
其它应收款	6	11	20	27	营业费用	92	158	279	418
预付账款	4	7	9	16	管理费用	54	104	158	225
存货	89	154	255	383	财务费用	-4	-2	-2	-2
其他	2	0	0	0	资产减值损失	3	4	5	8
非流动资产	137	213	307	388	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	109	185	277	358	营业利润	65	111	183	287
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	3	5	4	5
其他	27	27	28	29	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	626	782	1015	1355	利润总额	64	114	184	288
流动负债	127	201	304	439	所得税	10	18	29	46
短期借款	0	0	0	0	净利润	54	95	155	242
应付账款	57	102	168	253	少数股东损益	0	0	0	0
其他	70	99	135	187	归属于母公司净利润	54	95	155	242
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	67	115	190	295
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.20	0.36	0.58	0.90
其他	0	0	0	0					
负债合计	127	201	304	439	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	134	268	268	268	成长能力				
资本公积	264	130	130	130	营业收入	47.9%	77.8%	65.8%	50.0%
留存收益	101	183	314	517	营业利润	40.4%	71.2%	64.8%	56.3%
归属母公司股东权益合计	499	581	712	915	净利润	22.4%	77.0%	62.1%	56.4%
负债和股东权益	626	782	1015	1355	获利能力				
					毛利率	49.0%	49.2%	49.3%	49.3%
					净利率	12.4%	12.4%	12.1%	12.6%
					ROE	10.8%	16.4%	21.7%	26.4%
					ROIC	49.3%	53.6%	57.4%	68.2%
					偿债能力				
					资产负债率	20.4%	25.7%	29.9%	32.4%
					净负债比率				
					流动比率	3.84	2.83	2.33	2.20
					速动比率	3.09	2.01	1.44	1.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	1.10	1.42	1.62
					应收账款周转率	63	65	64	62
					应付账款周转率	4.92	4.92	4.80	4.62
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.20	0.36	0.58	0.90
					每股经营现金流	0.31	0.36	0.53	0.86
					每股净资产	1.86	2.17	2.66	3.42
					估值比率				
					P/E	89.51	50.56	31.19	19.93
					P/B	9.67	8.31	6.78	5.27
					EV/EBITDA	67	39	23	15

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