

探路者：路在脚下

探路者深度分析报告

报告关键点：

- 好行业，小公司
- 不只是行业好
- 维持“买入-A”投资评级，上调12个月目标价至25元

报告摘要：

- 户外用品行业龙头：**北京探路者户外用品股份有限公司专业从事“探路者”品牌的户外用品的研发设计、品牌运营和终端零售，生产制造全部外包。根据中国行业企业信息发布中心统计，探路者品牌2008-2010年连续三年荣获全国市场同类产品销量第一名。我国户外用品行业刚步入快速成长期，2001-2010年行业零售额年复合增速约47%，业内公司规模较小，2010年探路者以4.34亿元的营业收入位居行业龙头。
- 品牌运营进步快：**公司适时推出发展战略规划，将品牌清晰地定位为“追求科技创新，为勇敢进取的人提供专业品质的户外运动用品”；通过赞助南极考察队和登珠峰系列营销突出产品专业性，通过“寻找身边的探路者”系列活动提升品牌知名度；通过创新面料和部分设计外包突出产品的功能性和专业性；通过引进品牌营销经验丰富的职业经理人提高品牌运营的专业性，巩固行业龙头地位。
- 未来3年业绩增长主要依靠渠道扩张：**公司未来3年将加快渠道扩张步伐，提高核心和一级市场渗透率，加快二线城市和发达三线市场的覆盖率，形成“以二线城市为主导，保持核心和一线城市领先优势”的盈利模式，实现业绩的快速增长。
- 维持“买入-A”投资评级，上调12个月目标价至25元：**我们看好户外用品行业长期增长前景，探路者作为行业龙头，未来3年依然将保持40%以上的店铺快速增长，品牌运营和终端管理日益改善，我们预计公司2011-2013年营业收入和净利润的年复合增速分别在65%和55%以上，EPS分别为0.34元、0.50元和0.79元，维持公司“买入-A”投资评级，上调12个月目标价至25元，对应2012年PE为50倍。
- 股价催化剂：**我们认为公司短期估值抬升的动力来自于：（1）开店提速带动2012年秋冬订货额超预期；（2）2011年秋冬装终端销售超预期。
- 风险提示：**我们认为以下因素，将有可能导致公司业绩低于我们之前预期：（1）渠道成本短期快速提升；（2）快速开店考验公司终端管理能力。

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

25.00 元

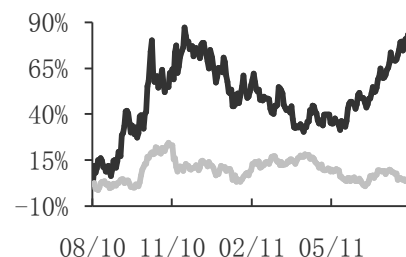
期限： 12 个月 上次预测： 20.00 元

现价（2011 年 08 月 05 日）： 19.09 元

报告日期： 2011-08-08

总市值(百万元)	5,116.12
流通市值(百万元)	2,197.78
总股本(百万股)	268.00
流通股本(百万股)	115.13
12 个月最低/最高	13.27/39.70 元
十大流通股股东(%)	20.31%
股东户数	9,262

12 个月股价表现



08/10 11/10 02/11 05/11

— 探路者 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	21.94	39.07	82.61
绝对收益	14.73	31.75	84.24

 赵梅玲
 021-68765110
 执业证书编号

 行业分析师
 zhaoml@essence.com.cn
 S1450511020032

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	293.6	434.1	788.4	1,250.8	1,979.6
Growth(%)	38.5%	47.9%	81.6%	58.6%	58.3%
净利润	44.0	53.9	90.8	132.7	211.5
Growth(%)	72.9%	22.4%	68.5%	46.1%	59.4%
毛利率(%)	47.9%	49.0%	49.0%	48.0%	48.0%
净利润率(%)	15.0%	12.4%	11.5%	10.6%	10.7%
每股收益(元)	0.16	0.20	0.34	0.50	0.79
每股净资产(元)	1.70	1.86	2.12	2.49	3.08
市盈率	115.8	94.6	56.1	38.4	24.1
市净率	11.2	10.2	9.0	7.6	6.2
净资产收益率(%)	9.6%	10.8%	16.0%	19.9%	25.6%
ROIC(%)	103.7%	114.6%	77.9%	42.6%	51.8%
EV/EBITDA	18.2	33.6	42.6	28.8	18.5
股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%

前期研究成果

探路者：2012 年春夏订货额超预期	2011-07-05
探路者：渠道快速扩张是亮点	2011-03-18
探路者：投入加大，业绩平稳	2010-08-17

1. 投资要点概述

我们认为，纺织服装零售各子行业增速由高到低依次为户外用品、家纺、一般休闲、商务休闲、女鞋、正装。户外用品是纺织服装各子行业增长最快，竞争压力最小的子行业；而探路者是行业龙头公司，是目前 A 股上市的唯一户外用品品牌零售商，是我们投资户外用品行业的重要标的。

我们认为，探路者的投资亮点在于：（1）我国户外用品行业保持 40% 以上的快速增长；（2）快速的外延扩张带动未来 3 年业绩增长超 50%；（3）管理绩效持续改善巩固行业龙头地位。

围绕投资亮点，我们应该解决如下问题：（1）我国户外用品行业长期的增长前景，40% 以上的行业增速能否持续；（2）业绩与收入增长能否同步；（3）行业龙头地位能否稳固。

本文中，我们将通过探路者 IPO 以来在品牌定位与塑造、设计研发、渠道拓展、管理团队等方面的变化与进步，探索探路者成长路径；从公司未来 3 年发展战略和工作重点中预测未来公司业绩增长轨迹，尝试回答上述第（2）、（3）问题；至于我国户外用品行业增长前景，我们将在后续的户外用品行业报告中详细阐述。

综上，我们认为，我国户外用品行业刚步入快速成长期，跑马圈地是现阶段企业实现规模和业绩增长最重要的经营策略。探路者 IPO 以来加速外延扩张步伐，契合行业发展阶段；行业竞争加剧、增速放缓是长期趋势，公司管理绩效的持续改善长期提升公司竞争力，巩固行业龙头地位。

我们预计公司 2011-2013 年净利润年复合增速 50% 以上，EPS 分别为 0.34 元、0.50 元、0.79 元，维持公司“买入-A”投资评级，上调 12 个月目标价至 25 元。

我们认为公司短期估值抬升的动力来自于：（1）开店提速带动 2012 年秋冬订货额超预期；（2）2011 年秋冬装终端销售超预期。

风险提示：（1）渠道成本短期快速提升；（2）快速开店考验终端管理能力。

2. 主营业务构成

北京探路者户外用品股份有限公司（以下简称“公司”）专业从事“探路者”品牌的户外用品研发设计、品牌运营和终端零售。根据中国行业企业信息发布中心统计，探路者品牌 2008-2010 年连续三年荣获全国市场同类产品销量第一名。

公司主导产品分为户外服装、户外功能鞋和户外装备三大系列，主要产品包括冲锋衣裤、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。

表 1：公司主要产品

产品品类	主要产品
户外服装	冲锋衣裤、速干衣裤、滑雪服、抓绒衣、羽绒服等
户外功能鞋	徒步鞋、登山鞋、溯溪鞋、穿越鞋、沙滩鞋、营地鞋等
户外装备	背包、帐篷、睡袋、防潮垫、眼镜、水壶、登山杖、折叠系列、野炊用具等

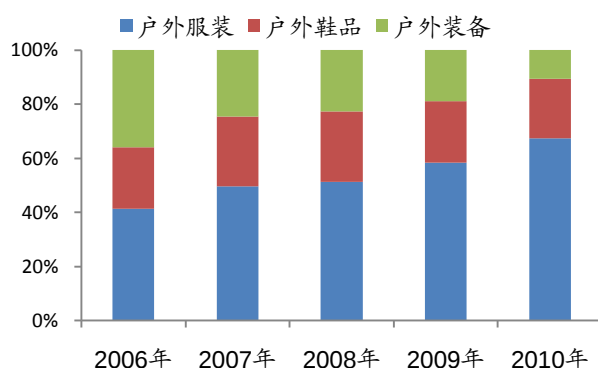
数据来源：公司网站，安信证券研究中心

从产品系列看，2010 年，户外服装、户外功能鞋、户外装备占主营业务收入的比重分别为 67.39%、21.87%、10.75%。户外用品在国内的兴起首先从服装消费开始，户外服装占主营业务收入的比重由 2006 年的 41.14% 提升到 2010 年的 67.39%。而户外装备由于消费量较小，且店铺陈列面积较大，其占主营业务收入的比重由 2006 年的 36.02% 下滑至 10.75%。随着户外运动的推广深入，装备销售将逐步提升，公司从 2012 年春夏产品开始将逐步提升户外装备的销售比重，推动店铺陈列和销售比重趋于合理。

从销售区域看，2010 年，华北、华南、华东、东北、西北、西南市场占主营业务收入的比重分别为 46.31%、7.16%、11.38%、12.49%、11.96%、8.72%。北方区域（特

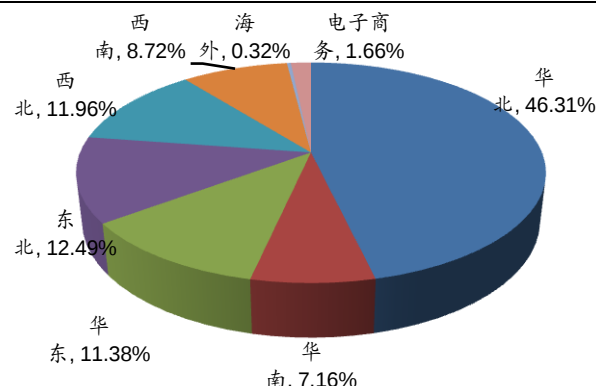
别是华北、东北和西北)是公司重要市场。随着南方产品的陆续开发,南方市场有望成为公司快速成长的潜力市场。

图 1: 主营业务收入构成-按产品



数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

图 2: 2010 年主营业务收入构成-按区域



数据来源: 公司 2010 年报, 安信证券研究中心

3. 户外用品行业: 希望在前方

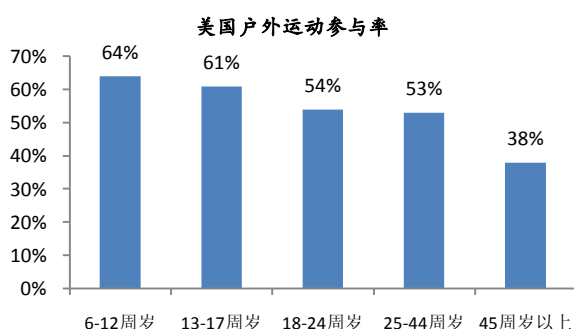
3.1. 欧美户外用品步入成熟期, 品牌集中度不断提升

户外运动在欧美盛行, 户外用品行业经历前期快速成长后, 目前保持稳定增长, 但品牌集中度不断提升。

根据美国户外调查资料¹, 2009 年, 美国 6 周岁以上参与户外运动的人数约为 1 亿人, 同比增长 3.3%。美国户外产业基金会 2006 年研究报告²显示, 美国户外运动用品行业零售额约为 460 亿美元, 结合户外旅游、餐饮等相关产业, 每年对美国经济贡献约为 7300 亿美元。

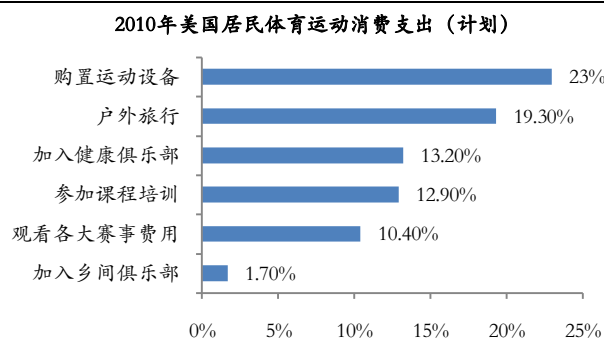
根据《山野》杂志 2007 年第一期数据, 欧洲户外用品行业 1980-1990 年、1991-2000 年、2001-2006 年的平均增速分别约为 15%、10%、7%, 增长稳健。

图 3: 美国户外运动参与情况



数据来源: Outdoor Foundation, 安信证券研究中心

图 4: 2010 年美国居民体育运动消费支出 (计划)



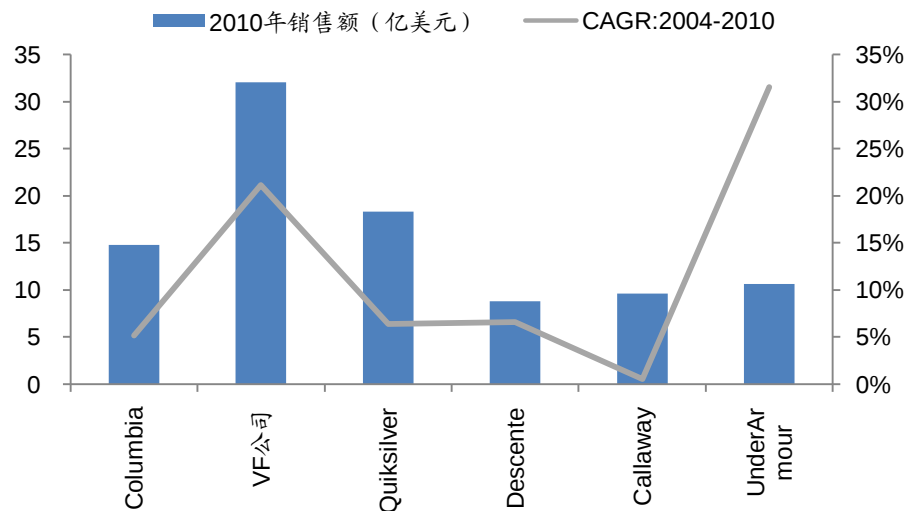
数据来源: Outdoor Foundation, 安信证券研究中心

过去十年, 国外户外用品品牌经历快速成长, 目前销售规模最大的企业为 VF 集团。据 2010 年报显示, VF 公司旗下户外用品 2010 年实现销售收入 32.05 亿美元, 同比增长 16.45%, 其中 The North Face 全球销售额约为 14 亿美元。我国消费者熟知的另一户外品牌商 Columbia 2010 年全球销售额约为 15 亿美元, 同比增长 19.25%。

¹数据来源: Outdoor Recreation Participation Top Line Report 2008-2010, by Outdoor Foundation

²数据来源: The Active Outdoor Recreation Economy, by Outdoor Industry Foundation Fall 2006

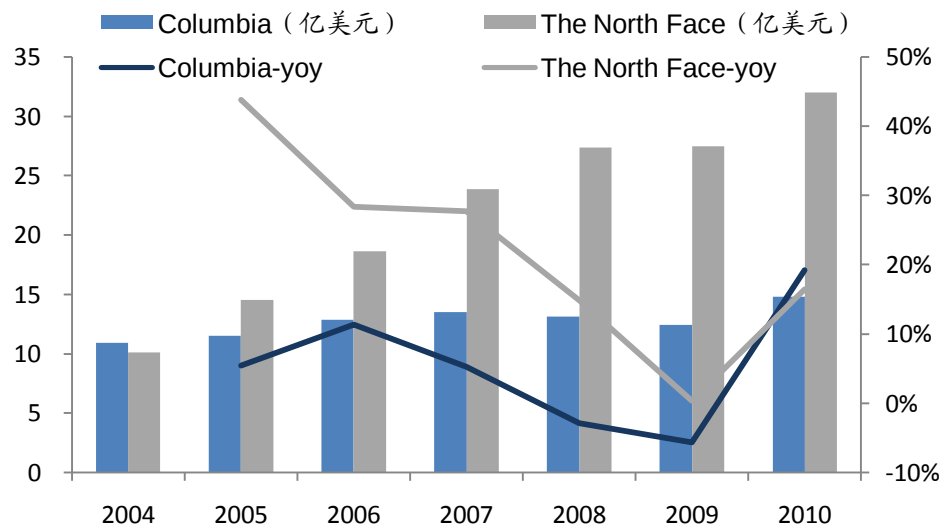
图 5: 国外主要户外品牌上市公司销售额



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

注: 上图中 VF 公司销售额仅指旗下户外用品销售额。

图 6: The North Face 和 Columbia 全球销售额情况



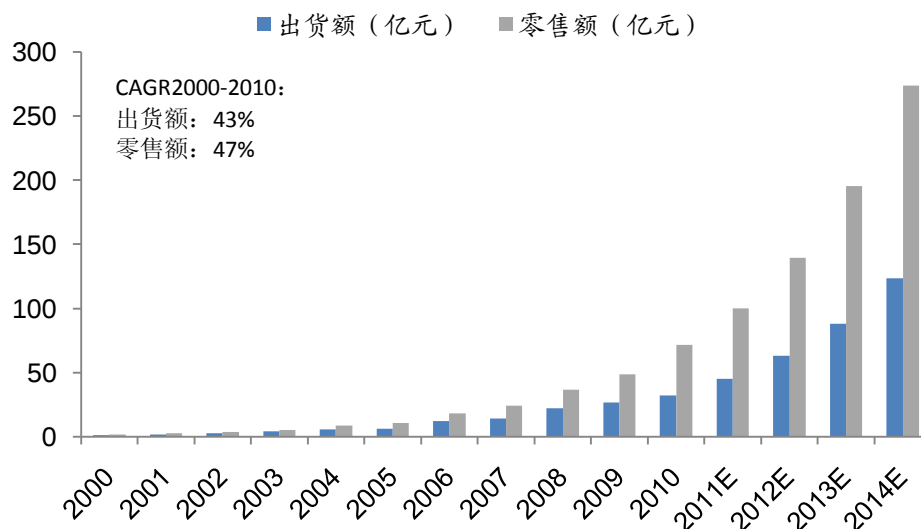
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

注: 由于 The North Face 是 VF 公司户外用品收入的主要来源, 由于拆分不出 TNF 的销售额, 上图中以 VF 公司户外用品收入来表示 The North Face 收入, 我们认为趋势上是一致的。

3.2. 我国户外用品行业增速将在 40%以上

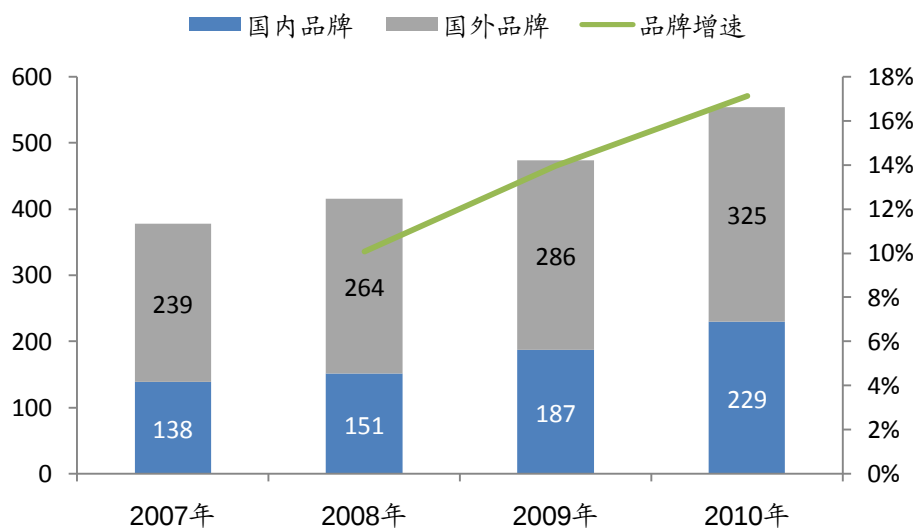
我国户外运动上个世纪 90 年代末开始兴起, 户外用品行业 2005 年后进入快速发展期。根据中国纺织品商业协会户外用品分会 (简称 COCA) 的“中国户外用品市场调查报告 (2007-2010 年度)”数据显示, 2000 - 2010 年, 我国户外用品行业的市场零售额年复合增速为 47.03%。其中, 2010 年行业零售总额为 73.10 亿元, 同比增长 47.01%, 市场增长十分迅速, 我们预计未来 3 年, 行业依然将保持 40% 以上的增速。夺人眼球的增长吸引大量资金进入户外用品行业, 近年来户外品牌数量快速增长。根据 COCA 数据显示, 2007-2010 年, 我国户外品牌从 377 个增加到 554 个, 年复合增速为 13.69%。

图 7：我国户外用品行业销售额



数据来源：COCA，安信证券研究中心

图 8：我国户外品牌发展

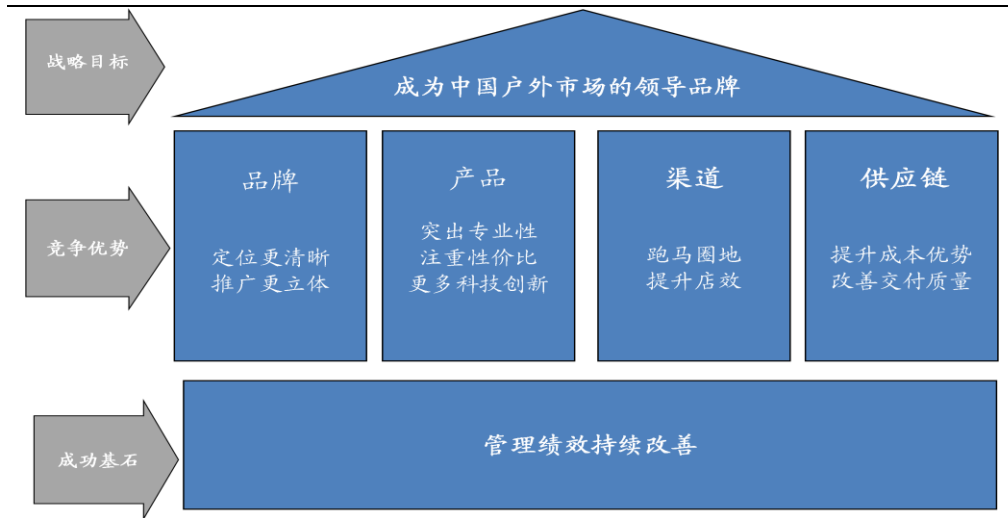


数据来源：COCA，安信证券研究中心

4. 探路者：路在脚下

我国户外用品行业的快速成长为探路者创造良好的发展机遇，自 IPO 以来，公司在品牌定位与塑造、产品设计研发、渠道拓展、供应链管理、管理绩效等方面出现明显的进步与改善。随着公司 2011-2013 年战略规划推出，公司发展思路更为清晰，发展脚步更为坚实，行业龙头地位有望进一步巩固。

图 9：探路者竞争优势



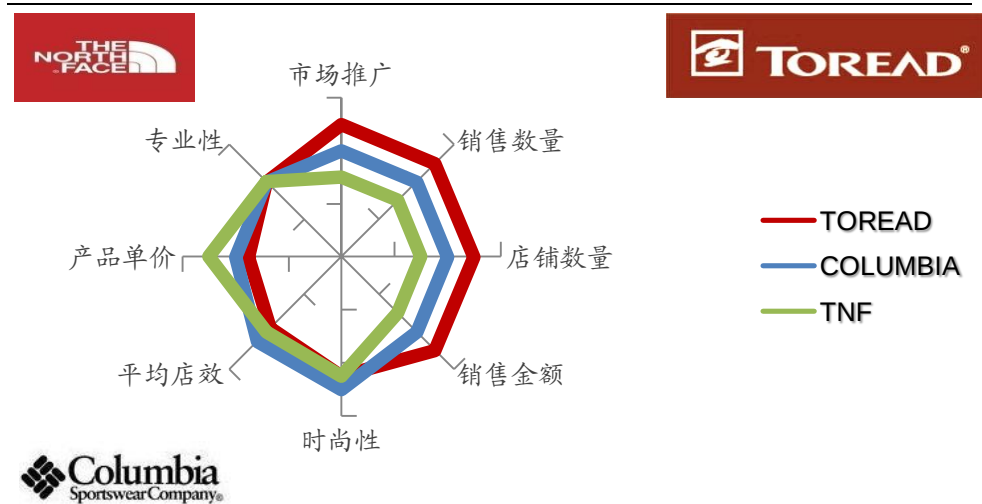
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

4.1. 品牌：定位更清晰，推广更立体

4.1.1. 品牌定位更清晰

通过制定 2011-2013 年品牌战略规划，公司明确了探路者品牌定位为“追求科技创新，为勇敢进取的人提供专业品质的户外运动用品”；通过与竞争对手 The North Face 和 Columbia 对比，在专业性、时尚性、市场推广、销售数量、店铺数量、销售金额、平均店效、产品单价等方面制定更为细化的差异性指标，使品牌定位更为清晰，且更具操作性。

图 10：探路者品牌定位



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

4.1.2. 品牌推广更立体

公司在品牌推广方面的进步明显。2008 年以前，公司主要通过举办“保护藏羚羊”“寻梦可可西里”活动，赞助越野挑战赛等进行品牌宣传，活动比较零散，品牌宣传主题不够突出。

2008-2010 年，公司的品牌推广主题十分突出，通过聘请登山家王石担任代言人、赞助南极考察队、宣传王石和公司员工登珠峰登活动，快速地树立起探路者专业性的户外品牌形象。欠缺之处在于：品牌宣传与终端店铺销售没有实现有效对接，终端店铺主力销售产品为中档户外休闲产品，专业户外的品牌宣传对终端销售促进效果不明显。

2010 年以来,公司除了维持专业户外的品牌宣传外,大力推进“寻找身边的探路者”主题活动,海选探路者大使,探秘亚马孙丛林,很好的在普通民众中宣传了探路者“勇敢进取”的品牌诉求,完善了探路者“追求科技创新,为勇敢进取的人提供专业品质的户外运动用品”的品牌定位的塑造,初步实现了品牌宣传和终端零售的对接。

2012 年,公司将进一步深化品牌宣传,通过赞助极地低温实验室,探索南极,纵心同行等活动进一步提升其专业形象;通过深入推进“寻找身边的探路者”活动,将品牌推广深入消费者,品牌推广将更丰富,更具层次。

表 2: 公司品牌推广活动

品牌定位	品牌推广
科技创新 专业品质	   
勇敢进取 的人	 

数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

表 3: 公司主要品牌推广活动一览表

序号	时间	品牌推广
1	2004 年	启动“保护藏羚羊, 关注西部生态”公益活动
2	2005 年	举办“保护藏羚羊, 我们一直在行动”活动
3	2006 年	举办“寻梦可可西里”活动, 向可可西里自然保护区捐赠现金及户外装备
4	2007 年	举办“重返可可西里”活动, 向可可西里自然保护区捐赠现金及户外装备 第四年成为中央人民广播电台音乐之声和中国儿童少年基金会共同发起的“我要上学!”公益活动合作伙伴
5	2008 年	第一时间参与汶川地震抗震救灾, 并向灾区捐献 260 万元帐篷和救灾物资 以“神七上天”为主题, 成为央视记者户外服装赞助商
6	2009 年	聘请王石担任品牌形象代言人 探路者成为中国南北极考察队独家专用产品
7	2010 年	代言人王石和董事王静从南坡“零垃圾”登顶珠峰 赞助第 26 次南极考察队凯旋 启动“寻找身边的探路者”主题活动
8	2011 年	探路者董事王静成功登顶海拔 8516 米洛子峰 以“探索南极 百年共鉴”主题参展 2011 南京亚洲户外用品展 推进“2011 寻找身边的探路者”, 举办“探路者大使探秘亚马孙丛林”活动

数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

4.2. 产品：突出科技创新，注重性价比

4.2.1. 重视研发，产品差异化细分

品牌成立以来，探路者产品系列和设计风格不断改善，以契合市场和客户需求。经过历次整合，果断放弃运营成本较高的“童装”系列，探路者目前拥有“巅峰英雄”、“功能休闲”、“旅行生活”三大产品系列，各系列产品功能性更加鲜明，目标客户更为清晰，并且可以根据不同市场的消费能力和客户需求，调整店铺三大系列产品的占比，实现差异化市场和客户服务，有力提升店效。

产品设计风格更具时尚感。2011 年开始，探路者各系列产品色彩更加明亮丰富，款式更为时尚，且在 2011 年秋冬产品中首次推出专门针对南方市场的设计款式，从设计源头进行市场细分。在最近刚刚推出的 2012 年春夏新品发布会上，探路者“旅行生活”系列以“亚马孙丛林”为灵感，色彩斑斓，更具活力。

图 11: 2008 年以来公司产品一览



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

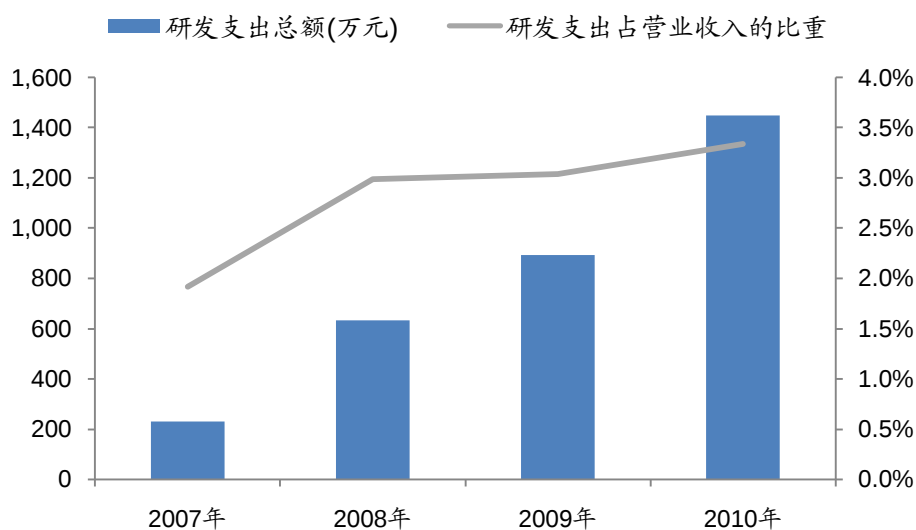
表 4: 公司产品系列

产品系列	目标客户
EX-HERO (巅峰英雄系列)	融合高科技材料、专业功能性设计、精湛的制作工艺，能够满足极限环境下登山、滑雪、徒步、穿越等户外运动的需求，以专业户外运动爱好者、极限环境工作者、渴望拥有专业保护的消费人群为目标人群。
VINTAGE(功能休闲系列)	运用高级功能性材料，将都市特征与户外功能有机结合，风格内敛典雅，不仅适用于户外休闲度假，也适用于商旅场合，以具有独特生活品味、追求高品质休闲生活的都市白领为目标人群。
TRAVELAX (旅行生活系列)	专为普通户外旅行、户外休闲生活设计，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，以渴望享受户外阳光生活的户外爱好者为目标人群。

数据来源：2009 年报，安信证券研究中心

产品和市场的差异化细分的实现，源自公司对研发一贯的重视和投入。2007 年以来，研发支出占营业收入的比重逐年提升，目前占比超过 3%，在同类企业中处领先水平。公司目前拥有国内规模最大的户外行业研发中心，拥有 30 多名专业设计和研发人才，每年设计新品数量 400 款以上，自主设计产品多次获得“中国创新设计红星奖”。

图 12: 公司研发支出情况图



数据来源: 公司 2009-2010 年报, 安信证券研究中心

表 5: 公司产品获奖情况表

时间	获奖产品名称	获奖名称
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
	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
2008 年	亚穆纳海湾徒步鞋	中国创新设计红星奖
	乾亨男式速干 T 恤	中国创新设计红星奖
	据比 60 升背囊	中国创新设计红星奖最具创意奖
2009 年	帝力可加热冲锋衣	中国创新设计红星奖
	马里可加热冲锋裤	中国创新设计红星奖
	尼尔徒步鞋	中国创新设计红星奖
	明斯克 40 升背包	中国创新设计红星奖
2010 年	博蒙特 1200g 羽绒睡袋	中国创新设计红星奖金奖
	据比三代 60 升背包	中国创新设计红星奖
	四方位透气可脱卸冲锋衣	中国创新设计红星奖
	尼尔徒步鞋	亚洲户外展银奖

数据来源: 公司 IPO 招股书, 2009-2010 年报, 安信证券研究中心

4.2.2. 突出科技创新

公司在产品开发上一贯重视科技创新, 注重独特科技、独创面料的开发与运用。公司在鞋品中运用的仿生设计与环保技术、服装中的“会呼吸的面料”、配件中的 3D 拉链技术市场反响热烈, 成为终端很好的卖点。

2012 年, 公司产品将更加突出专业性, 除了更多采用独创面料和领先科技外, 秋冬产品 30% 的设计计划外包给国外专业的户外用品设计团队, 科技创新将更多的在“巅峰英雄”系列中展现, 为公司开设专卖店、露营店、装备店等多业态店铺提供丰富的产品支持。

表 6: 公司产品科技创新一览表



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

4.2.3. 注重性价比

在突出科技创新的同时，公司将进一步加强供应链整合，降低成本，提高产品的性价比，扩大二线市场的领先优势，进一步提高市场渗透率和占有率。

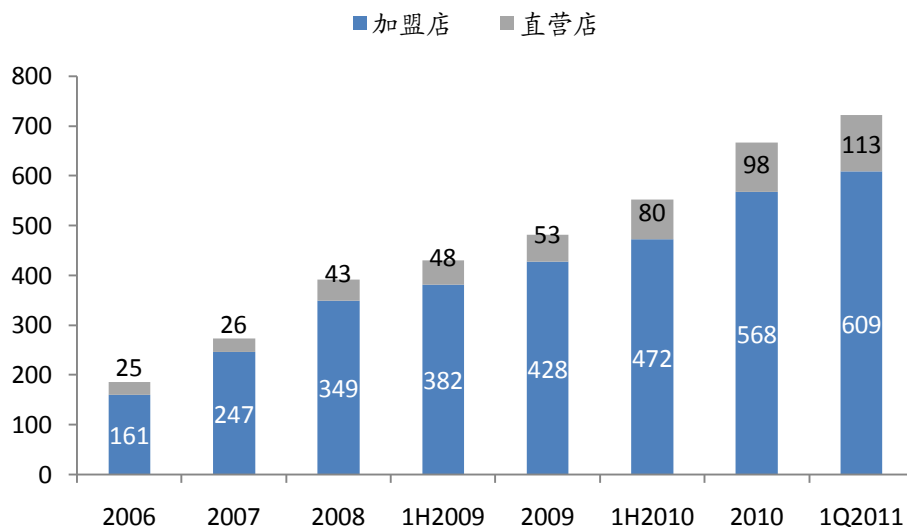
4.3. 渠道拓展：加快圈地，关注店效

我国户外用品行业刚步入快速成长期，未来 3-5 年，我们预计行业将依然保持每年 40% 以上的增长，加快渠道扩张、提高核心市场覆盖率依然是企业取得领先优势，快速提升规模和效益最重要的经营策略。公司的渠道发展目标“以二线市场为主导，保持核心和一线市场的领先优势”也是契合行业发展阶段的。

4.3.1. 渠道一二线为主，商场店居多

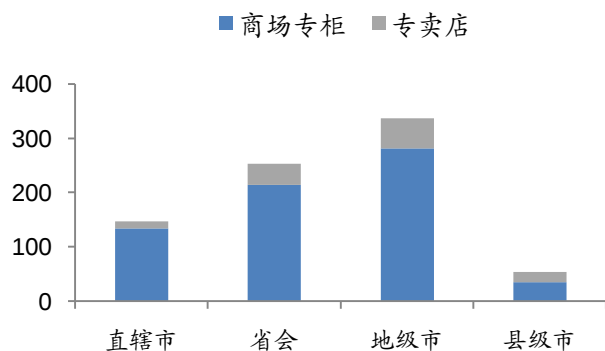
公司自 IPO 上市以来，加快渠道扩张步伐，2010 年以前，每年净开店数量在 100 左右，2010 年净开店数量达到 185 家，开店速度明显加快。截至 2011 年 3 月 31 日，公司共有店铺 722 家，我们预计未来 3 年，公司净开店速度在 40% 以上，渠道以一二线为主。目前公司店铺主要集中在省会和地级市，其占总店数的比重分别为 31.98% 和 42.60%；县级市的店铺数量占比仅为 6.83%，市场覆盖率较低。渠道在北方市场有优势。从绝对数量看，华东、华北、东北三大区域店铺数量最多，北京、山东、辽宁是店铺最多的三大省份（直辖市）。渠道整体布局以北方为主，华南和华中市场较为薄弱，发达省份较多的华东市场依然有较大的发展潜力。

图 13: 探路者店铺数量图



数据来源: 公司 IPO 招股书, 公司财务报表, 安信证券研究中心

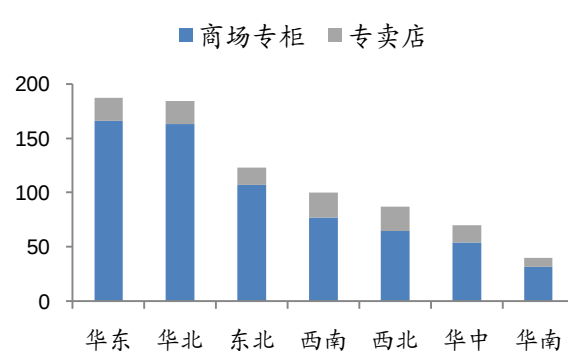
图 14: 探路者店铺数量-按层级



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

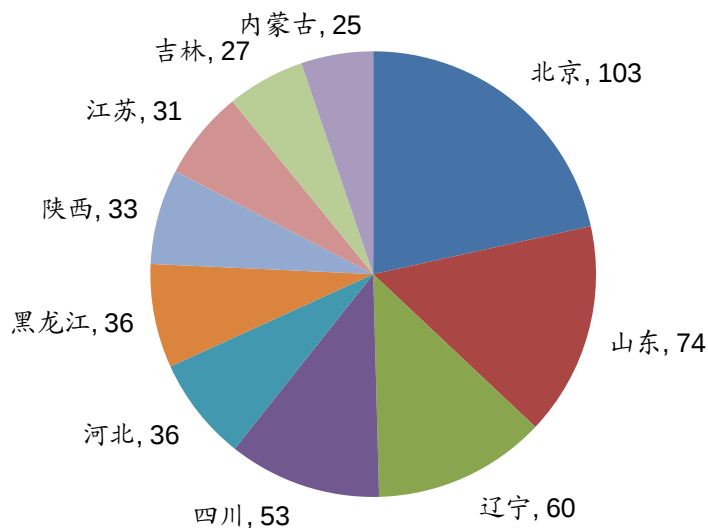
注: 根据探路者官方网站 2011 年 7 月 12 日公布店铺整理, 下同。

图 15: 探路者店铺数量-按区域



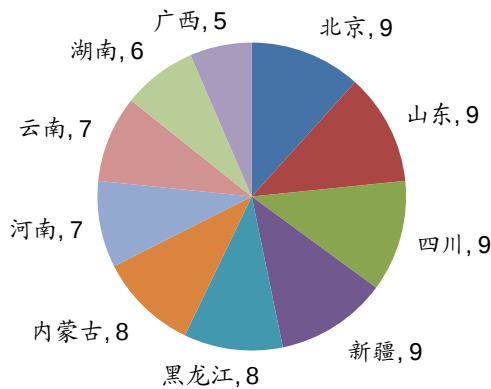
数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 16: 探路者店铺数量前十大省份



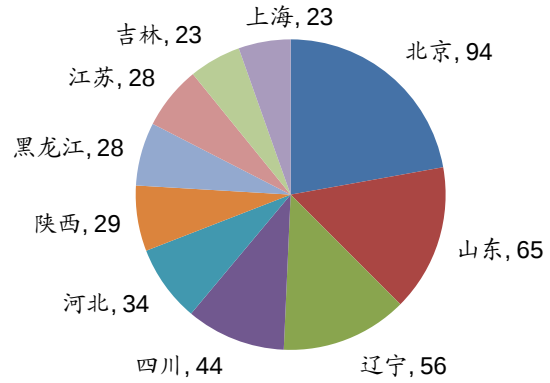
数据来源: 公司 IPO 招股书, 公司财务报表, 安信证券研究中心

图 17: 探路者专卖店数量前十大省份



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 18: 探路者商场专柜前十大省份



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

4.3.2. 加快开店, 保持领先优势

公司制定清晰的渠道发展目标为“以二线市场为主导, 保持核心和一线市场的领先优势”, 加快开店是未来 3-5 年公司渠道扩展的重点, 我们认为可以从以下两个方面加快开店速度:

(1) 加快二线市场覆盖率

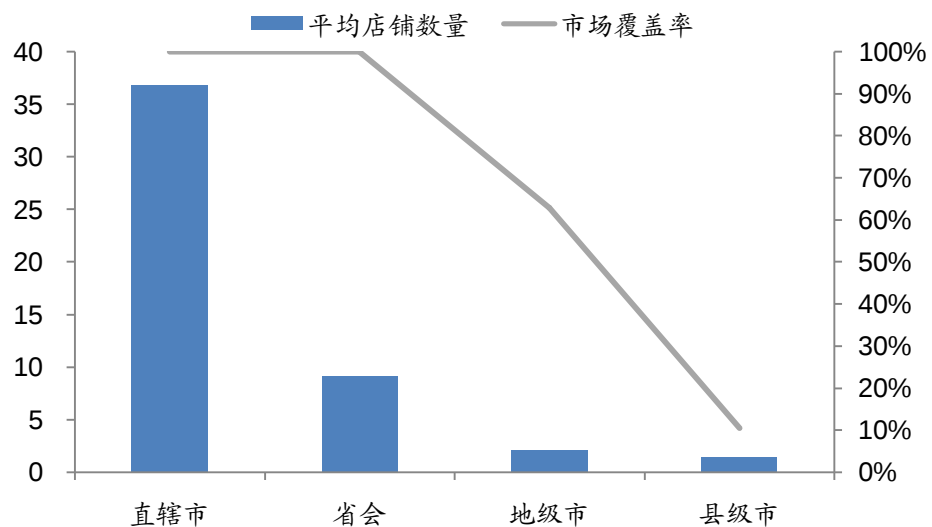
作为公司未来主导市场, 二线市场 (主要是地级市和经济发达店县级市) 目前的市场覆盖率和渗透率均偏低。根据公司网站公布的店铺统计, 目前公司在地级市和县级市的覆盖率分别为 62.89% 和 10.50%, 空白市场较多。从已进入的市场看渗透率也不高, 地级市和县级市的平均店铺数量分别 2.09 家和 1.42 家。

要加快二线市场覆盖率, 可以通过调整折扣、推动二级分销商体系、引入专业零售商等方式, 尽快覆盖空白市场, 并配合货品开发设计, 突破华中、华南等薄弱市场。

(2) 提高核心和一线市场渗透率

尽管实现了直辖市和省会城市的全覆盖, 但是各城市的平均店铺数量依然偏低; 区域上看, 江苏、浙江等经济发达地区的店铺数量依然偏低, 未来可以通过开设旗舰店、装备店、露营专卖店等形式提高上述市场的渗透率, 保持公司在一线市场的领先优势。

图 19: 探路者店铺结构-按层级

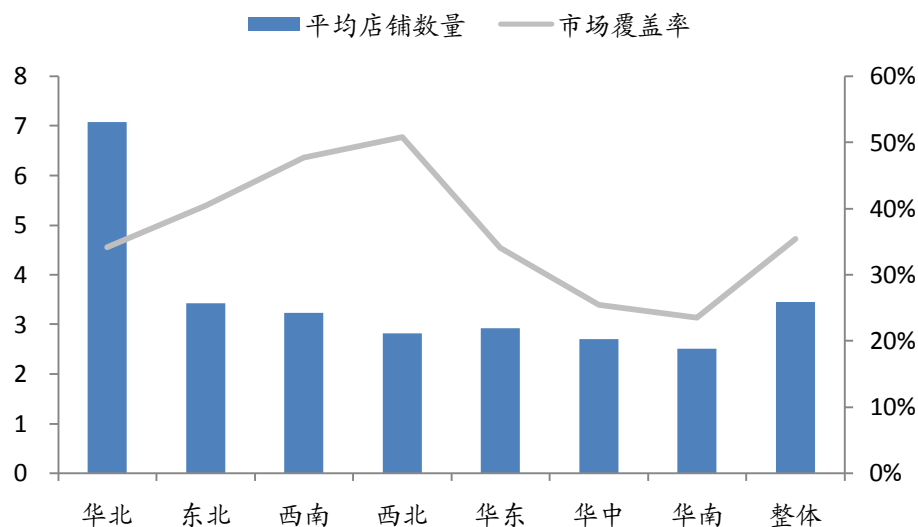


数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

注: 平均店铺数量=该市场店铺总数/已进入城市数量

市场覆盖率=已进入城市数量/城市总数 (下同)

图 20: 探路者店铺结构-按区域



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

4.3.3. 关注店效

尽管加快开店是目前重点，但店铺成熟，店效提升才能真正将开店转化为公司效益。公司通过以下方式提高店效：（1）针对不同市场竞争和消费层次，开设商场专柜、专卖店、旗舰店、装备店、机场店等多种业态店铺；（2）根据不同市场层级，调整店铺中“巅峰英雄”、“功能休闲”、“旅行休闲”三大系列产品配比；（3）帮助客户优化进货结构和库销比；（4）改善终端陈列，统一终端表现元素，明确终端主推产品；（5）合理规划产品中特供和特价比例，重点把握节假日促销活动等。公司店效一贯保持稳步增长，2011 年上半年预计同店增长约 16% 左右，我们预计未来三年，公司年复合增速在 10% 以上。

图 21: 探路者店铺数量图



数据来源：公司网站，公司资料，安信证券研究中心

4.4. 供应链：持续整合，日益完善

公司重在研发设计、品牌塑造和终端运营，生产制造全部外包，供应链对公司绩效提升十分重要。上市以来，公司对供应链管理不断改进，突出表现在：

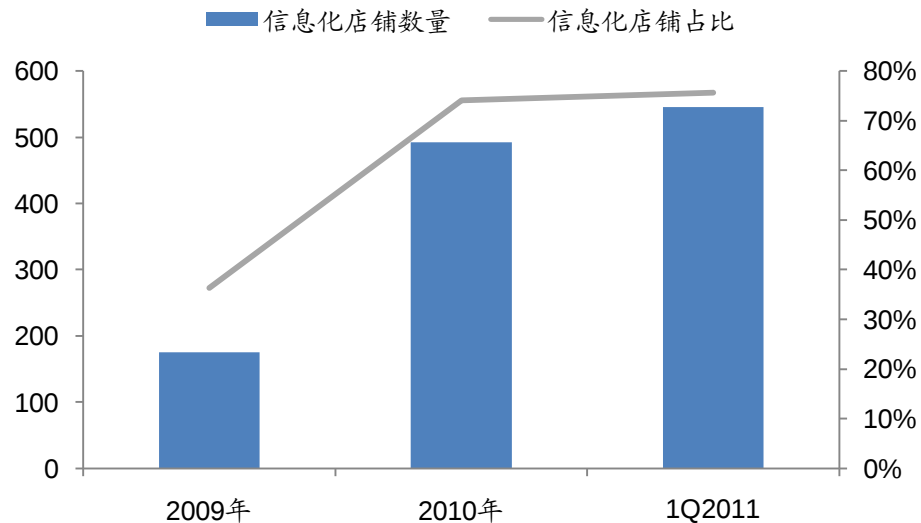
（1）终端信息化店铺进程加快，截至 2011 年 3 月 31 日，已完成信息化店铺建设 546 家，信息化店铺覆盖率达 75.62%，我们预计 2011 年底信息化店铺占比将提升至 85%，

有利于加强终端店铺库销管理，提高终端快速反应能力。

(2) 新设北京大兴和湖北武汉物流仓库，改善南北方货品仓储，提高货品交付及时性；

(3) 未来公司将延长基本货品的采购生产周期，降低整体采购生产成本，有助于环节旺季供货压力，保证产品整体的性价比。

图 22: 公司信息化店铺数量图



数据来源：公司 2010 年报，2011 年 1 季报，安信证券研究中心

4.5. 管理绩效：稳步改善

上市以来，公司在去家族化，组建专业化、职业化经理人团队方面持续推进，并成功推出股权激励计划，适时推出公司发展战略规划，团队管理水平不断提升，成为公司长期发展的重要保障。

4.5.1. 高管团队更具职业化、专业化

上市以来，公司职业化、专业化高管团队积极组建中。2011 年 6 月底第二届董事会成员新引进彭昕和张成先生任公司董事。经理人团队中，新聘请了彭昕先生和孟永立为公司的总经理和副总经理，团队专业化水平显著提高。

彭昕先生在体育用品和消费品行业拥有 15 年以上营销和管理经验，曾任安踏（中国）有限公司东区销售总监，帝国烟草中国有限公司北方大区经理，阿迪达斯（苏州）有限公司北方大区经理。

孟永立先生在体育用品相关行业拥有超过 20 年的产品开发、供应链管理等工作经历，曾任北京李宁体育用品有限公司供应链副总经理，安踏（中国）有限公司开发副总裁，德尔惠股份优先公司产品开发副总裁。

我们认为，随着职业经理人的陆续到位，公司将更好的借鉴优秀体育品牌的管理经验，在品牌推广、渠道拓展和终端店铺管理上更为专业化、标准化，期待在 2012 年的品牌运营中有明显的提升。

表 7: 公司两届董事会成员情况表

第一届董事会成员	职务	第二届董事会成员	职务
盛发强	董事长, 总经理	盛发强	董事长
王静	董事	王静	董事
蒋中富	董事, 常务副总	彭昕	董事, 总经理
张学军	董事	张成	董事, 副总、财务总监、董秘
谢林平	独立董事	蒋中富	董事, 常务副总
张玉明	独立董事	谢林平	独立董事

程源	独立董事
姜彦福	独立董事

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4.5.2. 股权激励范围广泛

2010年5月，公司推出了股权激励计划。根据最新股本调整，股权激励总份数为505.70万份，行权价格调整为11.125元，授权日为2010年12月21日。

本次股权激励对象共计93人，激励对象广泛，除5位副总级别（及以上）高管外，公司研发、营销、运营、财务部门的骨干人员都在激励范围内；且行权条件对短期业绩考核要求不高，有助于维护管理团队的稳定性，激发管理团队的积极性，实现公司长期发展目标。

表 8：公司股权激励行权时间表

行权期	行权时间	行权比例
1	2012/6/20-2013/6/19	30%
2	2013/6/20-2014/6/19	30%
3	2014/6/20-2015/6/19	40%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

注：上述时间根据公告中股权激励行权时间段自行测算，仅作参考，具体行权时间以公司公告为准，

表 9：公司股权激励行权条件

	2011 年	2012 年	2013 年
EPS 不低于（元）	0.21	0.28	0.36
ROE 不低于	10%	11%	12%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

注：上述 EPS 根据最新股本 2.68 亿股核算，ROE 为加权平均净资产收益率。

4.5.3. 制定战略规划，布局公司长远发展

2011 年上半年，公司引进外部专业咨询机构，辅助管理层拟订了公司战略规划，对公司未来的战略目标、品牌定位、产品研发、渠道拓展、供应链管理等制定了详细的规划，规划了公司长远发展路径。

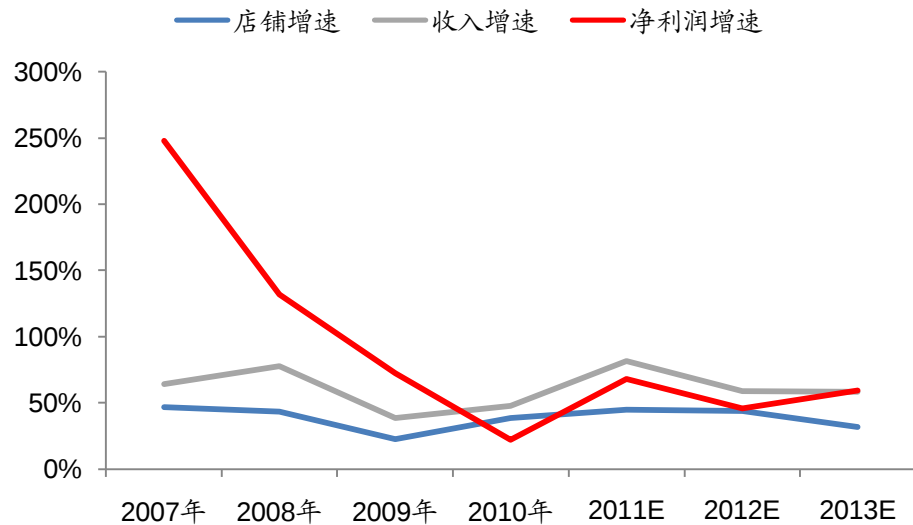
5. 公司财务分析

5.1. 外延扩张是带动收入增长的主因

我们认为，我国户外用品行业刚步入快速成长期，跑马圈地对企业规模和业绩提升最为直接和显著。公司在 2008 年和 2010 年加快了店铺扩张步伐，店铺数量同比增速分别为 43.59% 和 38.46%；同期营业收入的同比增速分别为 77.91% 和 47.86%，外延扩张是公司收入增长的主因。

我们预计，未来 3 年，公司依然将保持较快的店铺扩张步伐，我们预计 2011-2013 年数量的年复合增速约为 40% 左右；考虑同店 10% 左右的自然增长，我们预计营业收入的年复合增速在 50% 以上。

图 23: 公司店铺与业绩增长情况图



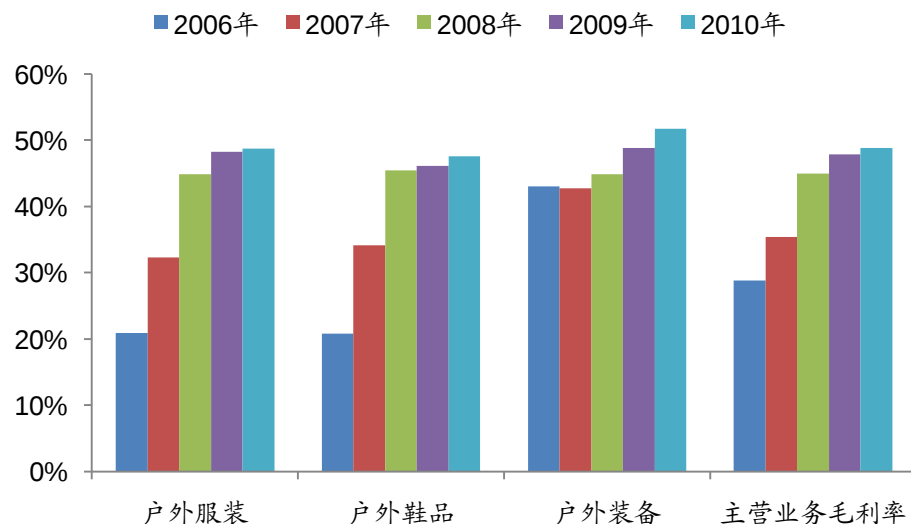
数据来源: 公司 IPO 招股书, 2009-2010 年报, 安信证券研究中心

5.2. 维持稳定毛利率, 支持渠道扩张

公司多年来的精耕细作使得探路者品牌的知名度和号召力持续提升, 产品的盈利能力快速提升, 主营业务毛利率由 2006 年的 28.86% 快速提升至 2010 年的 48.84%。

未来, 随着公司在产品研发和品牌运营方面持续投入, 我们认为公司的盈利能力有进一步提升的空间; 考虑到未来三年公司依然处于渠道的快速扩张期, 公司为鼓励加盟商开设装备店、旗舰店等多业态店铺, 提高装备系列产品比重, 会对加盟商在进货折扣等方面做一些调整, 以带动加盟商开店积极性, 我们认为公司未来 3 年毛利率整体将维持稳定。

图 24: 主要产品毛利率



数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

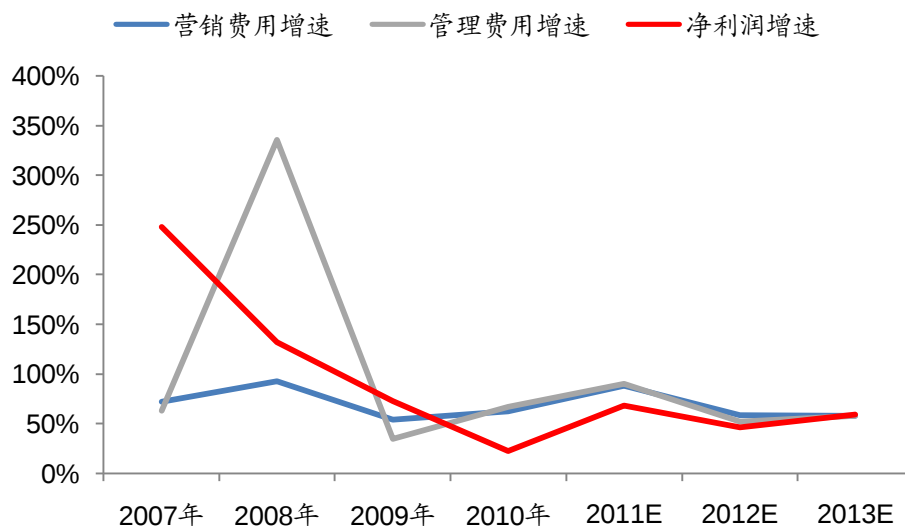
5.3. 期待品牌投入和渠道扩张的协同效应

公司前期规模较小, 利润基数较低, 持续的品牌投入和渠道扩张使得运营费用增长较快, 摊薄业绩较为明显。

我们认为, 尽管未来 3 年, 公司依然处于快速扩张期, 品牌投入和相关费用将依然保

持较快增长,但规模效应逐步体现,业绩增长逐步向收入增长增长靠拢,我们预计2012年品牌投入和渠道扩张产生的协同效应将会给投资者带来业绩的惊喜。

图 25: 费用与净利润增速



数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

6. 盈利预测和投资建议

6.1. 盈利预测

我们对公司 2011-2013 年盈利做如下假设:

- (1) 店铺数量的年复合增速约为 40%;
- (2) 同店增长约为 10%;
- (3) 期间费用率维持稳定;
- (4) 订货额占销售额的比重约为 85%;
- (5) 春夏装占销售额的比重约为 30%;
- (6) 母公司优惠所得税率保持 15%。

根据上述假设,我们预计公司 2011-2013 年收入同比增速分别为 81.64%、58.64%和 58.27%;净利润同比增速为 68.52%、46.07%和 59.39%,按最新股本 2.68 亿股全面摊薄后 EPS 分别为 0.34 元、0.50 元和 0.79 元。

表 10: 公司收入预测表

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
直营								
店数 (家)	25.00	26.00	43.00	53.00	98.00	145.00	209.00	275.00
单店收入 (万元)	34.87	53.81	74.27	83.08	66.16	81.22	89.39	107.53
单店面积 (平方米/家)	74.68	66.42	64.81	70.09	72.35	72.00	72.08	72.00
报表平效 (万元/平米*年)	0.47	0.81	1.15	1.19	0.91	1.13	1.24	1.49
收入 (百万元)	8.72	13.99	31.94	44.03	64.84	117.77	186.83	295.70
加盟								
店数 (家)	161.00	247.00	349.00	428.00	568.00	821.00	1182.00	1556.00
单店收入 (万元)	32.26	33.84	44.99	51.44	57.07	71.72	79.03	95.02
单店面积 (平方米/家)	62.89	61.36	59.75	64.21	67.04	68.83	68.84	68.84
报表平效 (万元/平米*年)	0.51	0.55	0.75	0.80	0.85	1.04	1.15	1.38
折扣率	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
收入 (百万元)	51.94	83.59	157.02	220.17	324.19	588.85	934.16	1478.48
小计								

店数 (家)	186.00	273.00	392.00	481.00	666.00	966.00	1391.00	1831.00
核算店铺 (家)		229.50	332.50	436.50	573.50	816.00	1178.50	1611.00
单店收入 (万元)	32.61	35.74	48.20	54.93	58.41	73.15	80.59	96.90
单店面积 (平方米/家)	64.48	61.85	60.31	64.85	67.82	69.31	69.33	69.31
报表平效 (万元/平米*年)	0.51	0.58	0.80	0.85	0.86	1.06	1.16	1.40
收入 (百万元)	60.65	97.58	188.95	264.20	389.02	706.62	1120.99	1774.18
团购								
收入 (百万元)	11.99	21.22	22.46	29.36	43.22	78.51	124.55	197.13
主营业务收入 (百万元)	72.65	118.79	211.42	293.55	432.25	785.14	1245.55	1971.31
yoy		64%	78%	39%	47%	82%	59%	58%
其他业务收入 (百万元)	0.00	0.38	0.60	0.00	1.81	5.00	5.00	5.00
yoy								
营业总收入 (百万元)	72.65	119.17	212.02	293.55	434.06	790.14	1250.55	1976.31
yoy		64%	78%	38%	48%	82%	58%	58%
综合毛利率	29%	35%	45%	48%	49%	49%	48%	48%

数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

6.2. 投资建议

我们看好户外用品行业长期增长前景, 探路者作为行业龙头, 未来 3 年依然将保持 50% 以上的业绩快速成长, 品牌运营和终端管理日益改善, 我们维持公司 “买入-A” 投资评级, 上调 12 个月目标价至 25 元, 对应 2012 年 PE 为 50 倍。

我们认为公司短期估值抬升的动力来自于: (1) 开店提速带动 2012 年秋冬订货额超预期; (2) 2011 年秋冬装终端销售超预期。

6.3. 风险提示

我们认为以下因素, 将有可能导致公司业绩低于我们之前预期:

(1) 渠道成本短期快速提升

公司未来 3 年将处于渠道快速扩张期, 并将加大旗舰店、装备店、专卖店等多业态店铺的开设, 若渠道成本上升过快, 将吞噬公司短期业绩。

(2) 快速开店考验公司终端管理能力

我们预计公司未来 3 年店数年复合增速在 40% 以上, 店铺快速提升将对公司供应链管理、终端店铺管控产生不小的压力, 若管理不善, 渠道扩张的效果将打折扣, 进而影响公司业绩。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-8-4		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	293.6	434.1	788.4	1,250.8	1,979.6	成长性					
减: 营业成本	153.0	221.2	402.1	650.4	1,029.4	营业收入增长率	38.5%	47.9%	81.6%	58.6%	58.3%
营业税费	1.8	2.3	4.3	6.9	10.9	营业利润增长率	39.5%	40.4%	64.8%	48.4%	57.8%
销售费用	56.7	92.3	173.5	275.2	435.5	净利润增长率	72.9%	22.4%	68.5%	46.1%	59.4%
管理费用	32.2	53.8	102.5	156.3	247.4	EBITDA 增长率	39.5%	36.0%	76.0%	48.0%	55.5%
财务费用	-0.4	-3.7	-3.1	-2.2	-2.4	EBIT 增长率	37.8%	33.6%	69.7%	50.7%	58.5%
资产减值损失	4.1	3.3	2.0	5.3	8.0	NOPLAT 增长率	70.3%	15.1%	75.8%	48.3%	60.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.1%	158.8%	170.7%	31.9%	34.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	400.7%	9.2%	13.7%	17.6%	23.8%
营业利润	46.3	65.0	107.1	158.9	250.7	利润率					
加: 营业外净收支	5.4	-0.8	1.0	-1.0	1.0	毛利率	47.9%	49.0%	49.0%	48.0%	48.0%
利润总额	51.7	64.2	108.1	157.9	251.7	营业利润率	15.8%	15.0%	13.6%	12.7%	12.7%
减: 所得税	7.7	10.3	17.3	25.3	40.3	净利润率	15.0%	12.4%	11.5%	10.6%	10.7%
净利润	44.0	53.9	90.8	132.7	211.5	EBITDA/营业收入	16.1%	14.9%	14.4%	13.4%	13.2%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	15.6%	14.1%	13.2%	12.5%	12.5%
货币资金	409.5	379.4	340.9	386.9	476.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	44	60	66	56	39
应收账款	11.0	13.4	27.8	44.1	69.8	流动营业资本周转天数	7	-5	21	42	45
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	379	407	233	176	150
预付账款	0.7	4.4	4.4	4.4	4.4	应收账款周转天数	6	5	6	6	6
存货	70.5	89.2	157.0	253.9	401.9	存货周转天数	79	71	60	62	63
其他流动资产	-0.0	2.5	2.5	2.5	2.5	总资产周转天数	428	481	312	239	193
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	53	65	96	102	86
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	9.6%	10.8%	16.0%	19.9%	25.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.3%	8.6%	12.3%	14.4%	17.6%
固定资产	36.5	109.1	181.6	207.1	226.2	ROIC	103.7%	114.6%	77.9%	42.6%	51.8%
在建工程	-	19.5	9.5	4.0	3.4	费用率					
无形资产	0.7	1.6	1.5	1.5	1.5	销售费用率	19.3%	21.3%	22.0%	22.0%	22.0%
其他非流动资产	4.3	7.1	14.1	16.1	18.1	管理费用率	11.0%	12.4%	13.0%	12.5%	12.5%
资产总额	533.2	626.2	739.4	920.5	1,203.7	财务费用率	-0.1%	-0.9%	-0.4%	-0.2%	-0.1%
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	30.1%	32.8%	34.6%	34.3%	34.4%
应付账款	51.5	76.4	132.2	213.8	338.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	14.3%	20.4%	23.3%	27.6%	31.5%
其他流动负债	24.0	51.0	50.4	50.4	50.4	负债权益比	16.7%	25.6%	30.4%	38.1%	45.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	6.51	3.84	3.09	2.72	2.52
其他非流动负债	0.8	-	-	-	-	速动比率	5.52	3.09	2.13	1.67	1.40
负债总额	76.3	127.4	172.5	254.2	378.8	利息保障倍数	-106.06	-16.44	-33.49	-70.36	-102.55
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	67.0	134.0	268.0	268.0	268.0	DPS(元)	-	0.05	0.07	0.10	0.16
留存收益	389.9	364.7	298.8	398.3	556.9	分红比率	0.0%	24.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	456.9	498.7	566.8	666.3	824.9	股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	44.0	53.9	90.8	132.7	211.5	EPS(元)	0.16	0.20	0.34	0.50	0.79
加: 折旧和摊销	3.1	5.3	9.4	11.2	12.7	BVPS(元)	1.70	1.86	2.12	2.49	3.08
资产减值准备	4.1	3.3	2.0	5.3	8.0	PE(X)	115.8	94.6	56.1	38.4	24.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.2	10.2	9.0	7.6	6.2
财务费用	0.3	0.6	-	-3.1	-2.2	P/FCF	188.5	-326.3	-55.0	146.2	71.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	17.4	11.7	6.5	4.1	2.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	18.2	33.6	42.6	28.8	18.5
营运资金的变动	-5.3	18.3	-30.9	-38.9	-59.1	CAGR(%)	44.4%	57.7%	52.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	48.7	84.1	68.2	108.0	170.6	PEG	2.6	1.6	1.1	-0.4	-0.2
投资活动产生现金流量	-9.4	-100.5	-77.1	-31.1	-31.1	ROIC/WACC	10.4	11.5	7.8	4.3	5.2
融资活动产生现金流量	324.2	-13.7	-5.1	-24.3	-39.9	REP	1.9	1.7	2.0	2.8	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007年7月加入安信证券研究中心。

分析师声明

赵梅玲声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034