

投资评级: **增持**

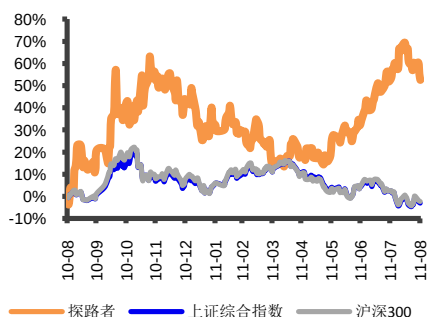
当前价格: **18.49 元**  
目标价格: **25.15 元**  
目标期限: **12 个月**

#### 市场数据

总股本(百万股) 268  
A 股流通股本(百万) 115.13  
12 个月最高/最低 20.59/11.26 (元)  
第一大股东 盛发强  
第一大股东持股比例 31.77%  
上证综指/沪深 300 2566/2841

注: 2011 年 8 月 30 日数据

#### 近十二个月股价表现



| %    | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | 2    | 33   | 56    |
| 绝对收益 | -3   | 29   | 53    |

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 许雯

(8621) 68634510-8221

xw3315@xcsc.com

执业证书编号: S0500511050001

联系人:

贺卉

(8621) 68634510-8629

hh3379@xcsc.com

## 未来多品牌策略, 推动公司持续高成长

### 调研目的:

我们近期调研了探路者, 与公司管理层在行业发展前景、公司基本运作方式、公司未来重点发展方向等方面进行了沟通。

### 投资要点:

#### □ 多品牌策略, 目标消费人群将得到扩展

公司现在为单品牌经营模式, 品牌探路者主要为登山、徒步、自行车、滑雪、露营、自驾等相对专业领域的服饰、鞋与配件等, 公司现在发现轻专业级的垂钓、摄影、旅游等活动也持续蓬勃发展, 公司将适时推出适宜户外生活的子品牌。新的品牌主要定位于户外轻专业化, 定价比探路者主品牌低。现主品牌探路者价格低于国际中高端户外品牌哥伦比亚与 North face 15%左右, 但主要消费人群依然为中高端。随着户外生活的普及化, 大众化, 越来越多的中低收入人群会加入到户外运动中来, 新子品牌将覆盖更多的消费人群。

新品牌的发展模式, 我们认为很可能会借鉴公司主品牌的运作经验, 未来渠道扩张也将以加盟为主。我们认为公司推出子品牌, 有利于公司较早的抢占中低端户外用品市场, 有利于公司延长快速增长期。

#### □ 重点发展电子商务新兴销售模式, 线上线下配合销售。

公司未来将持续加强电子商务领域业务的投入和拓展。近年, 全国网上销售规模在不断加大, 网上购物日益成为重要的消费渠道并呈进一步加速发展态势, 预计未来将会有 20-30% 消费品零售额通过互联网实现, 公司目前产品已进入京东网、好乐买、卓越亚马逊等专业网购平台, 销售增长势头强, 公司上半年电子商务模式销售收入已近突破一千万, 同比增长达 420.34%。

现公司设立了电子商务分公司, 未来也有计划设立线上户外子品牌等其他方式进一步加强电子商务领域的业务拓展, 户外子品牌预计价格比探路者主品牌低, 更适宜电子商务的销售模式。公司现在正在研究与线下加盟商分享共赢的电子商务方案。

#### □ 巩固一线城市, 重点发展二三线城市, 突破南方市场值得期待。

公司未来发展战略为: 巩固一线城市, 重点在提高二三线城市的覆盖率和渗透率。公司估计全国满足条件开店条件的店铺为 3000 多家 (主要从当地的户外氛围、经济能力等方面做出评估), 现在公司店铺, 商场店数量 705 家, 专卖店数量 144 家, 合计 849 家。现在公司渠道在二线城市的覆盖率已达到了 70% 左右, 渗透率还很低, 未来发展空间较大。

公司重点发展区域为华北, 现在渠道建设和销售都慢慢步入稳定增长期, 公司 2011 年上半年, 华北地区销售收入增长为 34.7%, 低于综合收入 61.89% 的增速。公司在南方市场比较薄弱, 现公司在南方设立了自己独立的设计部门, 招聘南方当地人员设计适合南方的产品。还采取设计外包的形式, 找出适合的设计, 与当地势力较强的营销商合作, 例如宝胜国际等, 打开南方的销售渠道。而且也初步得到成效, 2011 上半年, 公司华南地区与西南地区销售增长分别为 134.84% 与 84.65%。我们认为公司在北方销售趋于成熟, 南方市场将是公司未来高速成长的突破口。

## □ 盈利预测与估值

我们预计公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.35 元、0.53 元与 0.81 元，对应的市盈率为 53 倍、35 倍、23 倍。公司为我国户外用品细分行业龙头企业，预计公司在未来将分享行业带来的高增长，我们认为现在股价已反应公司高成长，首次给予公司“增持”评级。

## □ 重点关注事项

**股价催化剂：**新品牌的成功推出，南方市场持续走好。

**风险提示：**多品牌策略有大量的前期投入，如果销售收入的增长，低于前提的集中投入，将带来公司未来业绩压力。

**表 1、公司主要财务指标**

| 财务预测       | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E    | 2013E    |
|------------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 293.55 | 434.06 | 695.06 | 1,057.73 | 1,582.49 |
| 增长率 (%)    | 38.46% | 47.86% | 60.13% | 52.18%   | 49.61%   |
| 净利润 (百万元)  | 44.03  | 53.90  | 92.89  | 142.42   | 217.65   |
| 增长率 (%)    | 72.62% | 22.39% | 72.36% | 53.32%   | 52.82%   |
| ROE (%)    | 9.64%  | 10.81% | 10.95% | 11.23%   | 12.12%   |
| ROA (%)    | 8.26%  | 8.61%  | 8.71%  | 9.43%    | 9.28%    |
| EPS (元)    | 0.16   | 0.20   | 0.35   | 0.53     | 0.81     |
| P/E        | 112.53 | 91.94  | 53.34  | 34.79    | 22.77    |
| P/B        | 12.94  | 11.86  | 8.01   | 8.66     | 8.35     |
| EV/EBITDA  | 110.12 | 93.64  | 127.39 | 128.30   | 134.50   |

数据来源：湘财证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

**买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

**增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

**中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

**减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

**卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

## 重要声明：

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。

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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。