

# 公深度研究报告 | 2012 年 2 月 13 日



## 探路者(300005)

研究员: 高国 执业证书编号: S0570210030022

☎ 025-83290912 ✉ gaoguo108@163.com

🌐 <http://t.zhangle.com/4033>

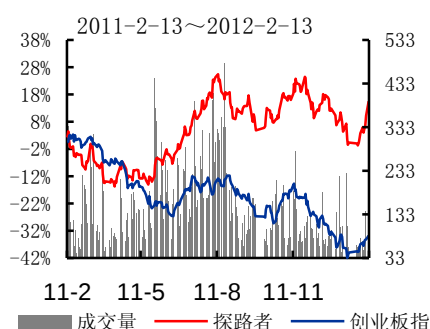
受益户外行业高成长, 外延扩张仍是主要增长动力

### 投资评级: 推荐

服装 II

|          |       |
|----------|-------|
| 当前价格(元): | 18.57 |
| 目标价格(元): | 21.70 |

### 股价走势图



### 相关研究

1《探路者(300005):费用有效管控提升业绩 重回高增长轨道》2011.8

### 投资要点:

**国内户外行业正处于高成长阶段** 国内户外用品行业起步较晚, 消费群体正处于户外运动启蒙阶段。2000-2010 年我国户外用品行业市场零售总额实现了年均 47.33% 的增长, 其中, 2007-2010 年, 国内户外行业市场零售总额年复合增长率为 42.7%, 近年户外行业将继续保持良好的高增长势头。未来行业内强者恒强, 弱者愈弱的“马太效应”将逐渐显现。探路者作为国内市场的领先品牌, 将受益于行业集中度的提升。

**外延式扩张仍是公司主要增长动力** 外延式扩张是公司快速提高市场占有率, 占据优势渠道资源的主要策略, 二线市场和南方市场为其提供广阔的空间。截止 2011 年 9 月 30 日, 公司拥有销售店铺总数已达 956 家, 其中加盟店 809 家, 直营店 147 家, 加盟店占比达到 84.6%。公司在店铺规模和扩张速度上大大超过主要竞争对手, 主要是得益于对资金要求低、开店速度快的加盟店的快速增加, 未来公司渠道扩张主要方向仍是加盟店。

**推进新品牌建设, 加强精细化管理, 挖掘内生增长潜力** 公司将推进新品牌建设进程, 包括电子商务品牌和高端休闲时尚户外品牌, 将形成公司新的战略业务增长点。同时, 加强公司精细化管理, 梳理全供应链流程, 控制成本费用, 提高市场反应能力, 充分挖掘公司内生增长。

**盈利预测和投资建议** 我们认为, 未来三年公司主要增长动力有二: 一方面是依托行业高成长阶段, 公司继续加快营销网络渠道扩张, 门店数量增长依然是公司主要增长动力; 另一方面公司继续加大公司精细化管理, 全面挖掘内生增长潜力。公司二期股权激励将大大提高新管理团队的积极性。预计 11/13 年 EPS 分别为 0.40/0.62/0.84 元, 公司未来三年净利润年均复合增长率能够达到 61.2%, 因此公司可以享受一定估值溢价, 我们给予公司 30-35 倍市盈率, 对应 2012 年 EPS 目标价格区间为 18.6-21.70 元, 给予公司“推荐”评级。

### 公司基本资料

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(万)       | 26800.00   |
| 流通 A 股(万)    | 11669.03   |
| 52 周内股价区间(元) | 13.27-33.7 |
| 总市值(亿)       | 49.77      |
| 总资产(亿)       | 6.52       |
| 每股净资产(元)     | 2.05       |

### 主要经营指标预测

|           | 2010A | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入(亿) | 4.34  | 7.53   | 11.96  | 17.52  |
| +/-%      | 47.86 | 73.51  | 58.83  | 46.45  |
| 净利润(百万)   | 53.90 | 106.75 | 165.36 | 225.79 |
| +/-%      | 22.40 | 98.07  | 54.90  | 36.5   |
| EPS(元)    | 0.40  | 0.40   | 0.62   | 0.84   |
| P/E       | 46.43 | 46.43  | 29.90  | 22.11  |

## 一、公司简介：国内户外行业领先品牌

### 1.1 主要业务

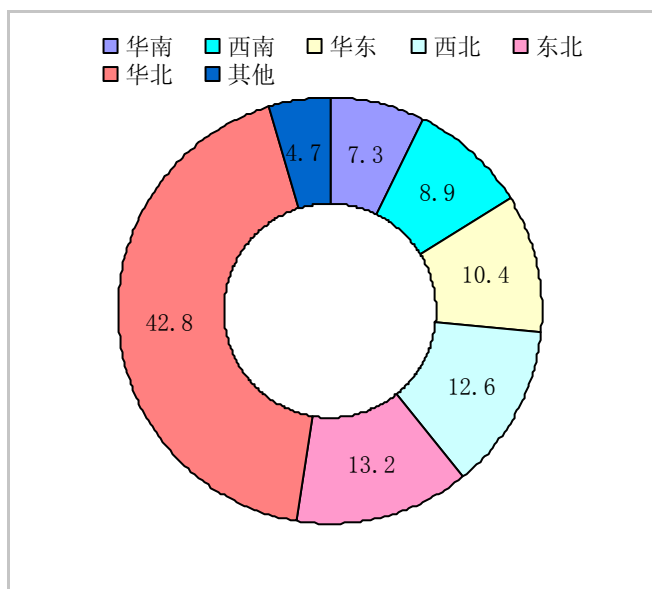
公司成立于1999年，2009年10月登陆A股市场。公司专业从事户外用品研发设计、组织外包生产、销售，拥有自主品牌的“探路者”，主要销售区域集中于北方地区，其中，华东收入占比42.8%，东北占比13.2%，西北地区占比12.6%。

公司产品主要包括户外服装、户外鞋品、户外装备三大类，其中，户外服装类占比最大，约63.3%左右，户外鞋类占比约24.8%，户外装备类约11.9%。主要产品覆盖户外活动的各个领域，有冲锋衣裤、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。

公司产品根据功能性特色和目标消费群体不同，可以细分为“EX-HERO 巅峰英雄”、“TRAVELAX 旅行生活”、“VINTAGE 功能休闲”等系列。

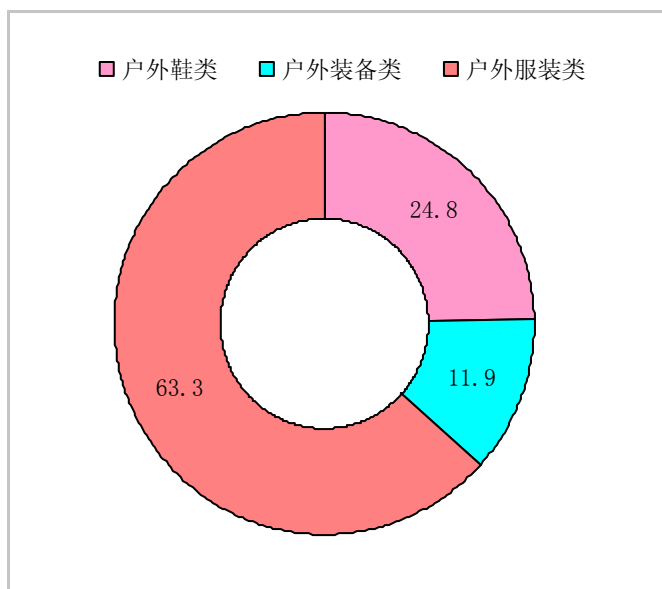
公司采用“哑铃型”品牌经营模式，致力于附加值较高的上游如商品企划和产品设计以及业务链下游的品牌运营和销售渠道建设，部分控制原料采购和物流配送环节，完全外包产品生产环节。截止2011年9月，公司在全国已经建立零售网络约956家，成为国内户外行业龙头品牌。

图表1 公司销售收入区域结构（%，2011H）



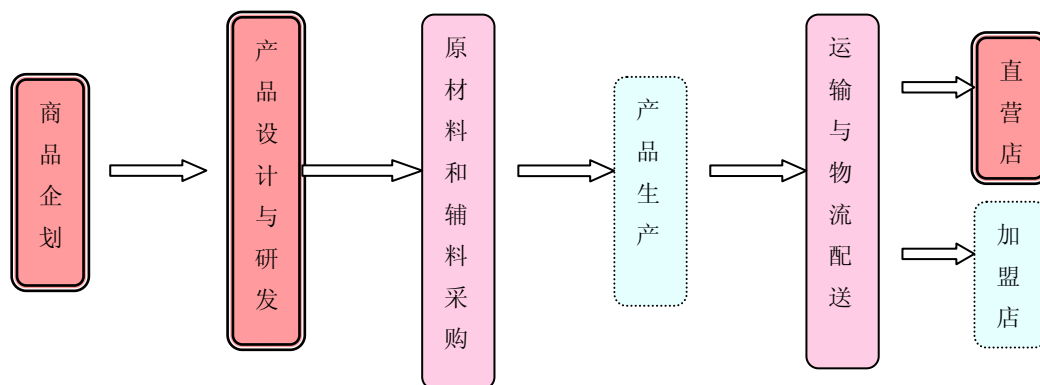
资料来源：华泰证券

图表2 公司销售收入产品结构（%，2011H）



资料来源：华泰证券

图表3 公司主要业务经营模式：“哑铃型”轻资产运营



资料来源：公司公告，华泰证券

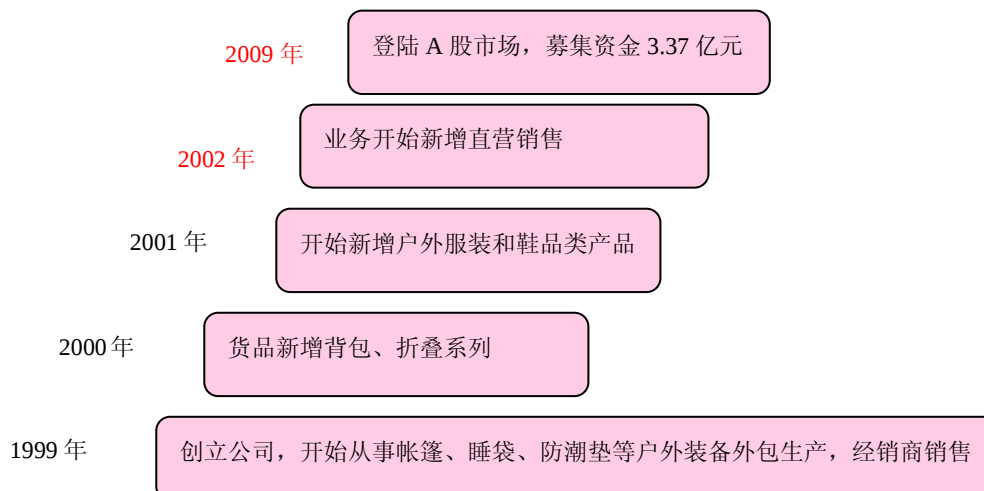
注：公司完全控制商品企划、产品设计与研发、直营店；部分控制原材料和辅料采购、运输与物流配送；完全外包产品生产、加盟店。

## 1.2 发展历程

公司自1999年开始开发、生产帐篷，开发睡袋、防潮垫等户外装备并组织该等户外装备的外包生产，通过经销商进行销售。2000年，公司业务新增了开发背包、折叠系列。2001年，公司业务新增了开发户外服装、户外鞋品。2002年，公司业务新增了直营销售，形成直营和加盟相结合的销售模式。2009年登陆A股市场，成为A股首家户外用品行业上市品牌。

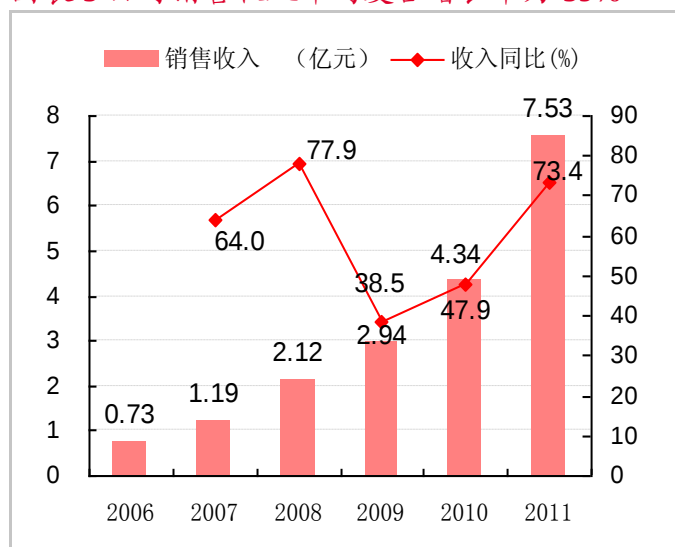
作为国内户外用品第一大品牌，公司在品牌知名度、产品品类和公司管理方面在国内户外品牌中居于较高水平，尽管相较于国外成熟户外品牌有一定差距，但是由于公司主要销售网络集中于二三线城市，市场空间巨大。公司依托快速积累的品牌影响力和渠道资源优势，在分享户外行业高增长市场上具有先发优势。2006-2011年，公司近五年营业收入复合增长率为59%，净利润复合增长率达到104%。

图表4 探路者主要发展历程



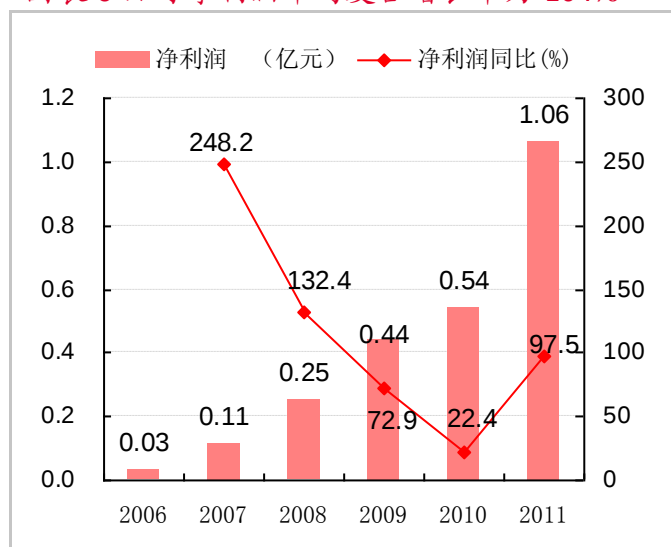
资料来源：公司公告，华泰证券

图表5 公司销售收入年均复合增长率为 59%



资料来源：华泰证券

图表6 公司净利润年均复合增长率为 104%



资料来源：华泰证券

### 1.3 股权结构

从公司股权结构看, 公司的创始人盛发强、王静夫妇直接持有本公司 46.02% 的股份, 家族股东蒋中富、李润渤、王冬梅、李小煜分别持有公司 4.16%, 2.74%, 1.78% 和 1.69% 的股权, 公司的控股股东及实际控制人为盛发强、王静夫妇。

在前十大股东中, 这些股东股权解禁日期均为 2012 年 10 月 30 日, 股权合计占比为 56.39%, 其余四名股东均已解禁。

表格 1 探路者前十大股东情况 (截止 2011 年 6 月 30 日)

| 股东名称     | 持股数 (万股) | 占总股本比例 (%) | 解除限售日期     |
|----------|----------|------------|------------|
| 盛发强      | 8514.04  | 31.77      | 2012-10-30 |
| 王静       | 3820.3   | 14.25      | 2012-10-30 |
| 蒋中富      | 1114.26  | 4.16       | 2012-10-30 |
| 李润渤      | 734.42   | 2.74       | 2012-10-30 |
| 王冬梅      | 477.53   | 1.78       | 2012-10-30 |
| 李小煜      | 452.3    | 1.69       | 2012-10-30 |
| 石信       | 515.41   | 1.92       | 无          |
| 哥伦比亚大学   | 1139.16  | 4.25       | 无          |
| 广发行业领先基金 | 846      | 3.16       | 无          |
| 华安策略优选基金 | 409.83   | 1.53       | 无          |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 1.4 行业背景

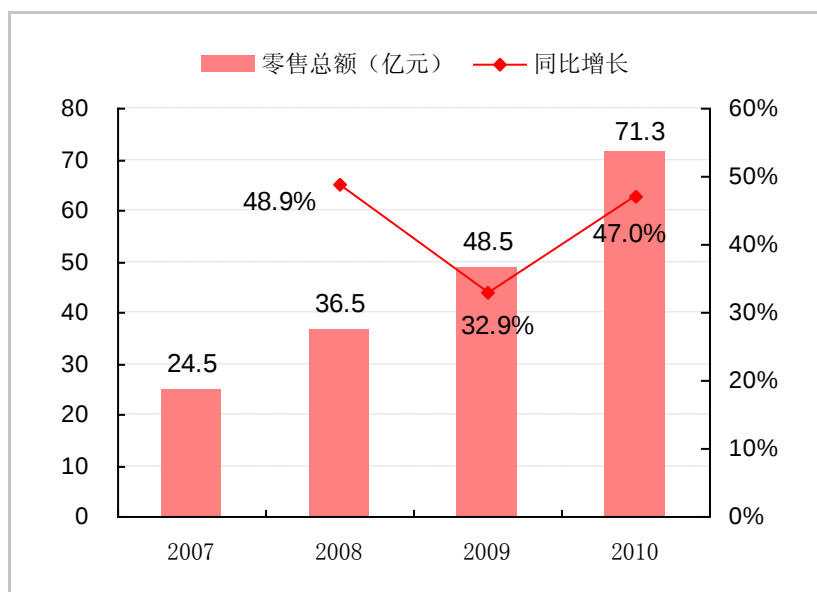
### 1.4.1 国内户外行业正处于高成长阶段

在中国,国内户外用品行业起步较晚,历史较短,消费群体正处于户外运动启蒙阶段。1995年中国第一家户外店在北京开业。中国纺织品商业协会户外用品分会(COCA)也仅于2007年8月成立。

随着居民可支配收入水平的提高,运动、健康的生活观念日渐深入人心,中国的户外用品市场呈现出高速增长的势头,未来行业市场空间巨大。我们从国外户外行业发展情况看,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%。

从国内户外行业发展看,2006年后行业零售增速明显加快,表明行业正处于高成长阶段。根据COCA《中国户外用品市场2010年度调查报告》提供的数据,2010年我国户外用品零售总额已达71.3亿元,较2009年全年增长约47.01%,保持着持续快速发展的态势。我国户外用品行业从2000年到2010年市场零售总额实现了年均47.33%的增长,其中,2007-2010年,国内户外行业市场零售总额年复合增长率为42.7%,近年户外行业将继续保持良好的高增长势头。

图表7 2007-2010年,国内户外用品行业市场零售总额年均复合同比增长42.7%



资料来源:华泰证券、COCA《中国户外用品市场2010年度调查报告》

### 1.4.2 户外行业竞争格局:国内外品牌林立,马太效应将显现

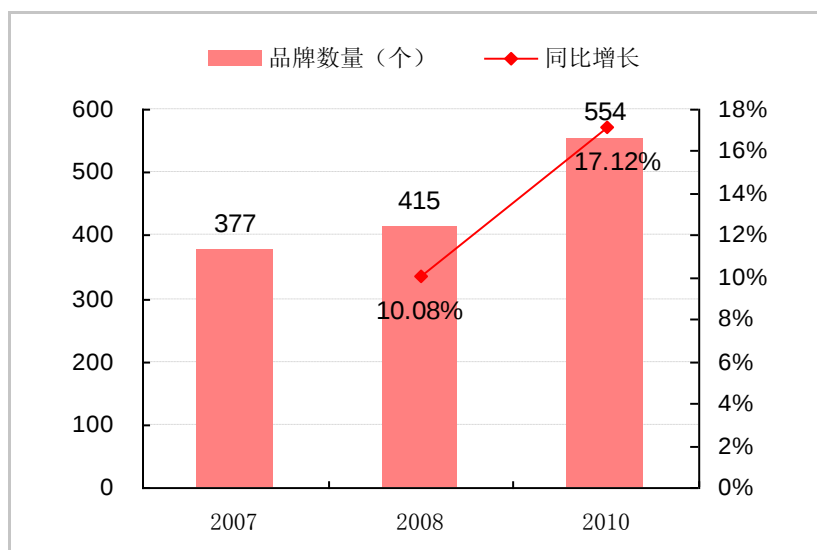
目前,中国市场已成为具有成熟户外用品市场运作经验的国际品牌开疆拓土的战场,同时,国内品牌的增长也非常迅速,国内户外用品市场上国内品牌和国际品牌众多,市场竞争日趋激烈,呈现出“群雄逐鹿”的竞争局面。根据COCA《中国户外用品市场2010年度调查报告》提供的数据,2010年中国户外用品品牌年度品牌数量已达554个,较2009年可比增长17.12%。

目前“探路者”品牌在国内主要的竞争品牌有:哥伦比亚(Columbia)、乐斯菲斯(The North Face),奥索卡(Ozark),在产品线、市场占有率等几个方面跟“探路者”品牌较为接近。2008年度,按照

销售量计算, 户外用品行业国内市场占有率最高的三个品牌依次为“探路者”、“哥伦比亚”、“奥索卡”。

我们从 2007-2009 年中国户外用品市场品牌出货额情况看, 2009 年年出货额在 1 亿元以上的品牌仅新增 1 家, 共有 7 家品牌, 出货总额在行业中占比从 2008 年的 51.4% 提高到 55.81%, 大品牌在国内户外市场份额逐年提高。可见, 随着中国户外行业市场的发展和品牌的激烈竞争, 优势大品牌将占据越来越多的市场份额, 行业内强者恒强, 弱者愈弱的“马太效应”将逐渐显现。探路者作为国内市场的领先品牌, 将受益于行业集中度的提升。

图表 8 国内户外品牌数量



资料来源: 华泰证券、COCA《中国户外用品市场 2010 年度调查报告》

表格 2 探路者主要竞争对手

|                                                                                     | 品牌                       | 成立时间   | 主要产品线                                                                                                        | 国内店铺数   |
|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|
|  | 哥伦比亚<br>(Columbia)       | 1938 年 | 美国品牌, 早年以生产雨衣、雨帽起家, 其后产品线扩展到户外夹克、多功能裤、T 恤、恤衫、背包及户外运动鞋等全天候户外服饰, 成为全球最大的户外服装品牌之一。                              | >400 家  |
|  | 乐斯菲斯<br>(The North Face) | 1968 年 | 美国品牌, 高性能攀登和背包装备起家, 20C80 年代产品涵盖高性能外套、滑雪服、睡袋、背包和帐篷等一系列户外用品的供应商。“乐斯菲斯”为户外和极限运动员提供专业户外用品。2007 年开始由 VF 公司负责中国业务 | 约 443 家 |
|  | 奥索卡<br>(Ozark)           | 1996 年 | 早期户外用品生产商, 主要通过赞助中国登山运动树立品牌形象, 开发专业化登山及户外装备。按 Alpine (专业)、Trek (徒步)、Voyage (旅行)、Rocks (攀岩) 分为四大产品系列。         | 约 400 家 |

资料来源: 华泰证券

表格3 中国户外用品市场品牌年度出货额情况 (2007-2009)

| 出货额度             | 品牌数量 |      |      | 占年度出货额比例 |        |        |
|------------------|------|------|------|----------|--------|--------|
|                  | 2007 | 2008 | 2009 | 2007     | 2008   | 2009   |
| 年出货额超过 1000 万的品牌 | 29   | 30   | 33   | 75.40%   | 77.80% | 79.03% |
| 年出货额超过 3000 万的品牌 | 11   | 12   | 14   | 55.60%   | 64.90% | 68.54% |
| 年出货额超过 5000 万的品牌 | 6    | 9    | 12   | 43.30%   | 60.10% | 62.92% |
| 年出货额超过 1 亿的品牌    | 4    | 6    | 7    |          | 51.40% | 55.81% |

资料来源: 华泰证券, COCA《中国户外用品市场 2009 年度调查报告》

## 二、渠道扩张依然是主要增长动力

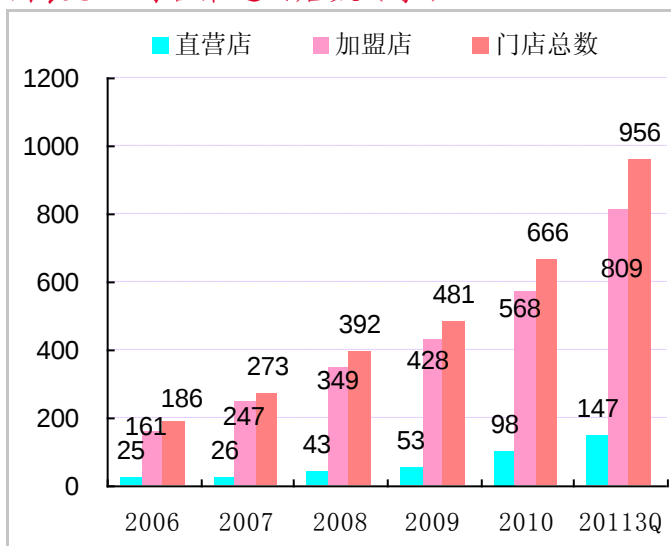
由于国内户外行业正处于快速上升期, 在行业的发展初期抓住机会, 外延式扩张是快速提高市场占有率, 占据优势渠道资源的主要策略。

### 2.1 保持加盟为主, 直营为辅的销售模式不变

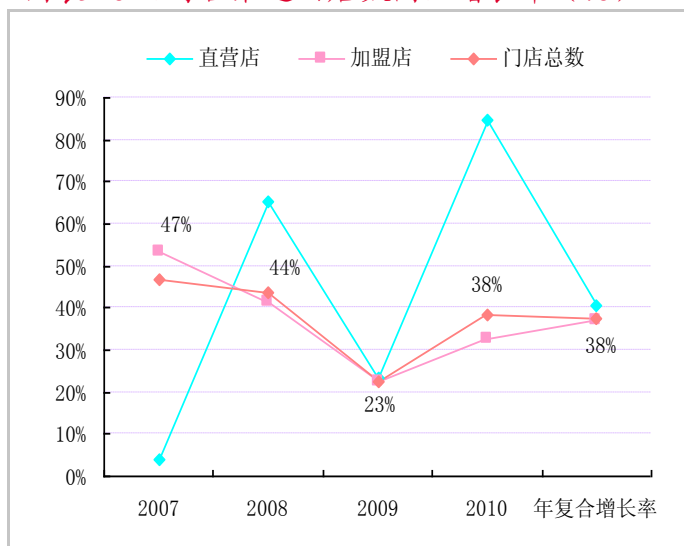
公司自品牌创立之初, 一直以加盟经销为主, 直营为辅的销售模式。2006-2010 年, 公司渠道数量扩张的年复合增长率为 37.6%, 其中直营店的年复合增长率为 40.7%, 加盟店的年复合增长率为 37.1%。截止 2011 年 9 月 30 日, 公司拥有销售店铺总数已达 956 家, 其中加盟店 809 家, 直营店 147 家, 加盟店占比达到 84.6%。公司在店铺规模和扩张速度上大大超过主要竞争对手, 主要是得益于对资金要求低、开店速度快的加盟店的快速增加, 未来公司渠道扩张主要方向仍是加盟店。

公司设立的七大销售区域主要是致力于加强对加盟商的管理, 在零售店员培训、店铺陈列、财务规划等多个方面加强对加盟商的培训和指导, 并全面推进连锁经营店铺的信息化建设, 制定了较为完善的管理制度及扶持政策, 提升加盟商的经营能力和财务管理规划水平。同时, 公司销售渠道主要有百货商场店、专卖店, 其中, 商场店门店数居多。截止 2011 年 9 月, 公司商场店数量 802 家, 专卖店数量为 154 家。未来公司将尝试商超终端合作、电子商务等新兴渠道, 进一步优化渠道业态结构。

图表 9 公司各渠道门店数 (家)



图表 10 公司各渠道门店数同比增长率 (%)



资料来源: 华泰证券

资料来源: 华泰证券

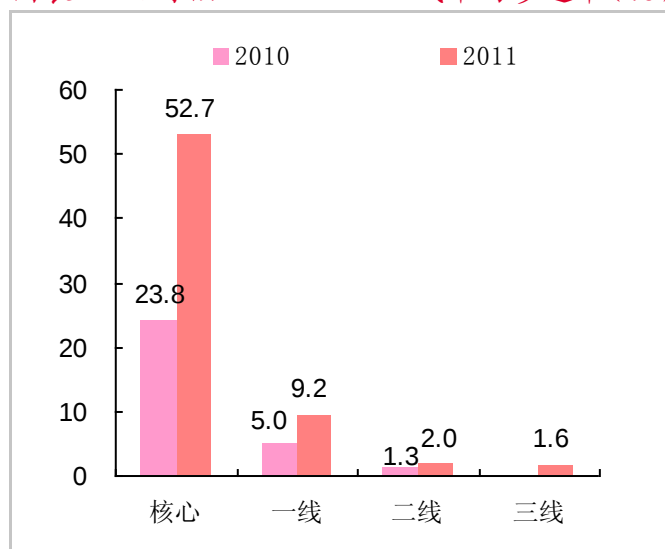
## 2.2 二、三线市场空间巨大

目前,户外用品行业大部分的销售门店都只普及到京、沪、广等核心市场以及部分一线城市,大量二线和三线市场的覆盖率和渗透率还不高,存在大量市场空白。面对国外强大的竞争对手,为了避免在一线城市直面竞争,公司渠道上主要选择以二线城市为主导,并谨慎进入三线市场的错位策略。

我们看到,2011年,公司在核心、一、二、三线市场门店渗透率分别为: 52.7%、9.2%、2.0%和1.6%,同时公司在二、三线市场的门店覆盖率仅为51%和2%,可见,未来公司在二、三线市场的发展空间很大。

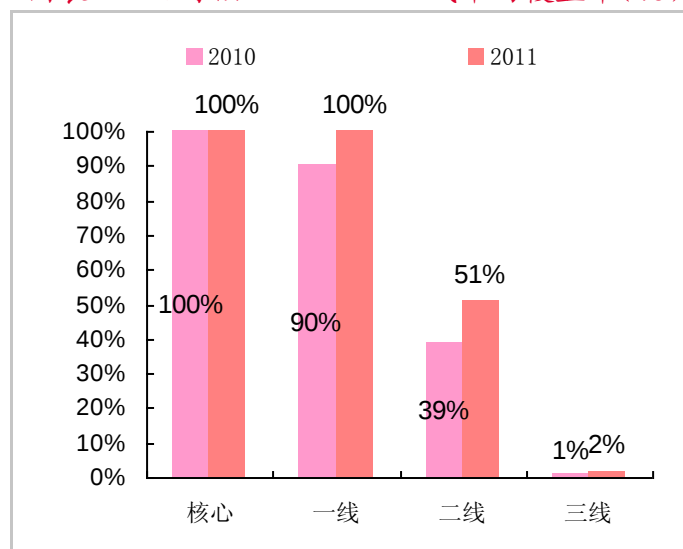
因此,我们认为未来公司渠道增长的潜力很大,尤其二线城市拓展依然是主力区域,同时进入一些户外市场发展良好的三线市场,而一些核心市场仍有一定增长空间,如公司在北京市场年销售增长仍有40%以上。

图表 11 公司核心、一、二、三线市场渗透率(%)



资料来源: 华泰证券

图表 12 公司核心、一、二、三线市场覆盖率(%)



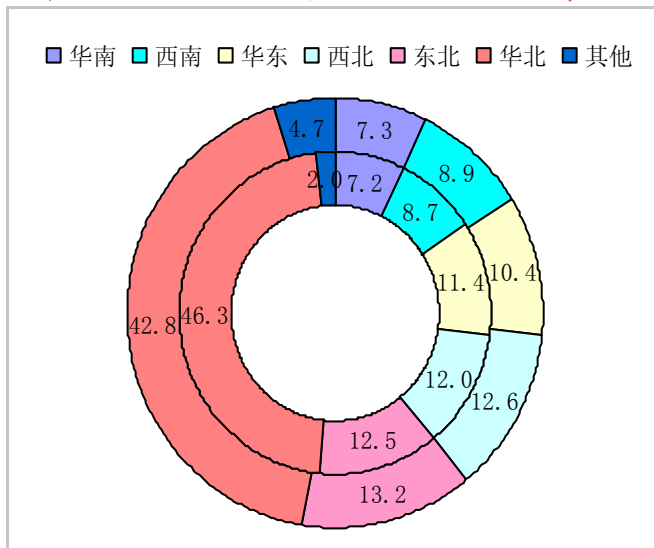
资料来源: 华泰证券

## 2.3 引入专业渠道商, 加大南方市场开拓

从公司销售收入区域结构看,公司主要销售市场主要集中于北方地区,其中,华北、东北和西北三大区域销售占比近70%。公司近年开始加快对南方市场的开拓,依托北方市场积累的品牌口碑和新的管理团队渠道资源和南方市场开拓经验,并在南方市场引入专业体育运动渠道商如金冠、宝盛,同时在产品设计上给予调整配合,目前已取得一定成效。

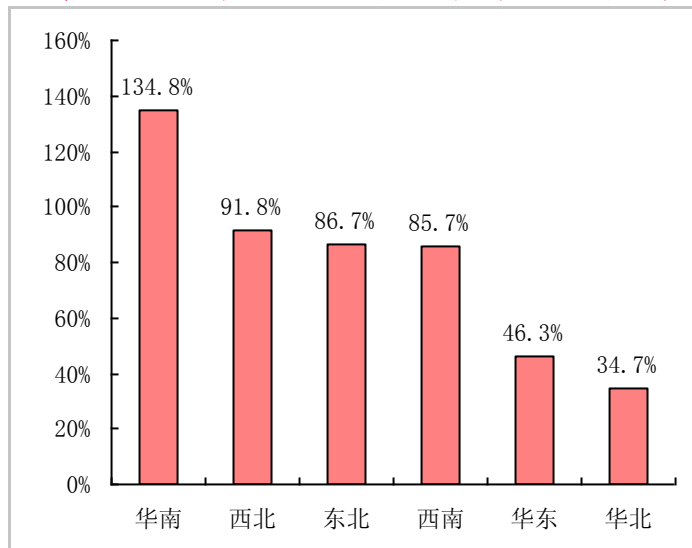
我们看到,2011年上半年,公司华南区、西南区销售收入分别同比增长134.8%和85.7%,收入占比也有明显的提高,未来南方地区的收入占比将能进一步提高。

图表 13 公司收入区域结构 (2010-2011H, %)



资料来源: 华泰证券

图表 14 2011 年 1-6 月公司区域销售同比增长率



资料来源: 华泰证券

### 三、加大品牌投入, 加强精细化管理, 挖掘内生增长潜力

#### 3.1 明确品牌定位, 推进新品牌建设, 形成新的业务增长点

公司自成立以来, 一直以“成为户外行业领导者”为品牌发展目标, 公司明确“探路者”品牌定位“积极创新, 为勇敢进取的人提供专业品质的户外用品”。

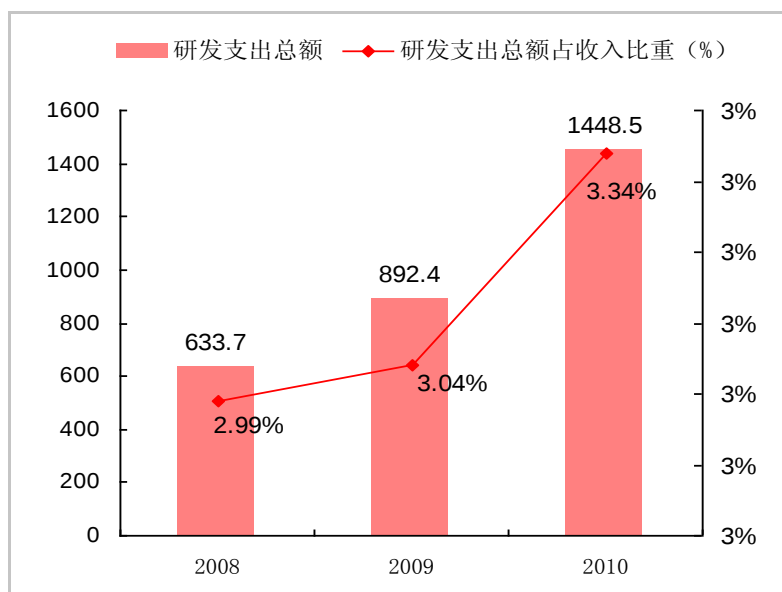
公司通过梳理原有策略, 有的放矢, 加大对品牌推广投入, 支撑品牌规模的不断扩大。公司推进以“寻找身边的探路者”为主题的大型品牌推广活动, 继续在全国大中城市循环开展“探路者一起户外吧”攀岩挑战活动, 积极参加亚洲户外用品展、中国国际山地户外赛等户外行业重点展会、赛事, 从多个方面持续强化探路者品牌精神的塑造和传播。

户外用品行业一开始以户外运动爱好者为其消费群体, 受众面的狭小使行业的发展速度和发展前景受到很大限制。因此, 户外用品行业要想取得更快的发展必须拓展产品的受众面。国际户外品牌运营商都试图通过品牌的“差异化”和“细分专业化”来抢占到更多的市场份额。公司目前正积极推进新品牌进程, 包括电子商务品牌和高端休闲时尚户外品牌, 形成新的战略业务增长点。

#### 3.2 加大产品研发投入, 提高产品功能性

公司不断加大提高研发投入, 加强核心面料自主研发, 持续追求产品的科技创新, 深化科技独特性, 致力于不断提升产品的功能性和性价比, 通过自主创新以及产学研合作等多种方式加强关键技术和新材料的创新与突破, 在 TUFF 新面料、汉麻新材料应用等方面取得了良好进展。自 2008 年以来, 公司的研发支出在营业收入中占比一直保持在 3%以上。

图表 15 公司研发费用占营业收入比重逐年提升



资料来源：华泰证券

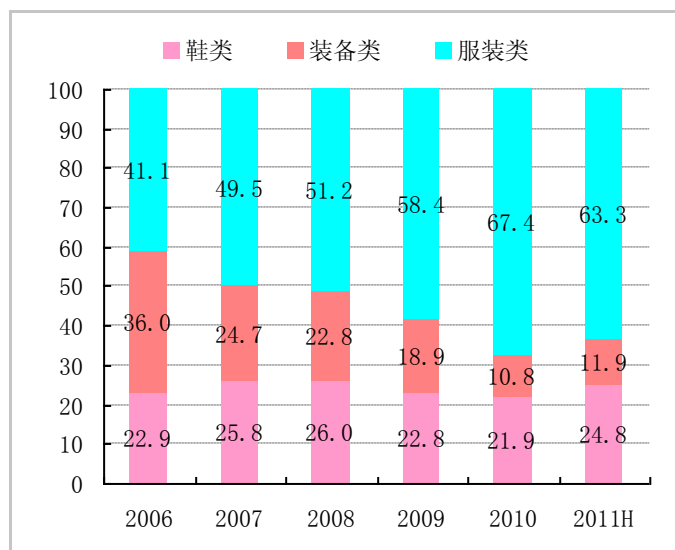
### 3.3 优化产品结构，实施重点品类管理，提高单品贡献度

从户外用品的品类销量来看，服装和鞋类是户外市场发展强有力的推动力量，占据了户外用品市场至少 50% 的份额。除了一些功能性很强的针对极限户外运动项目的装备以外，大众化的户外产品如户外服装市场发展迅速。根据欧洲户外集团一项调查显示，在欧洲户外市场，从产品类别占有率来看，服装、鞋类、背包排在前端，2010 年，服装类：50%，鞋类：25%，背包：6%。自 2006-2011 年上半年，公司服装类产品占比逐年提高，从 2006 年的 41.1% 上升到 63.3%，这与国际户外市场品类结构发展趋势相一致。同时，从各类产品毛利率情况看，目前，户外服装和户外鞋类综合毛利率基本已和户外装备逐渐趋同，均达到近 50%。因此，公司产品品类结构调整将有利于公司盈利水平提高。

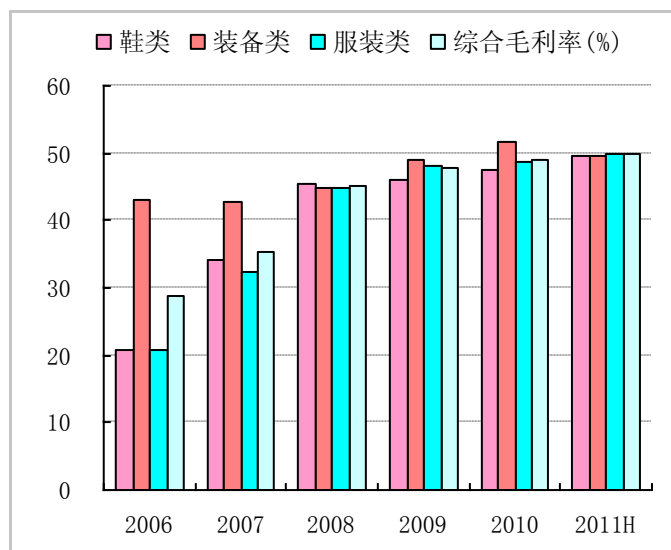
同时，公司根据每年不同时期的季节、气候等情况特点重点规划每一时间段的主力产品系列，全面提升店铺的陈列效率，提高重点单品的贡献度，促进单店内生性增长能力的不断提升。

图表 16 公司销售收入产品结构 (%)

图表 17 公司各类产品毛利率情况 (%)



资料来源: 华泰证券



资料来源: 华泰证券

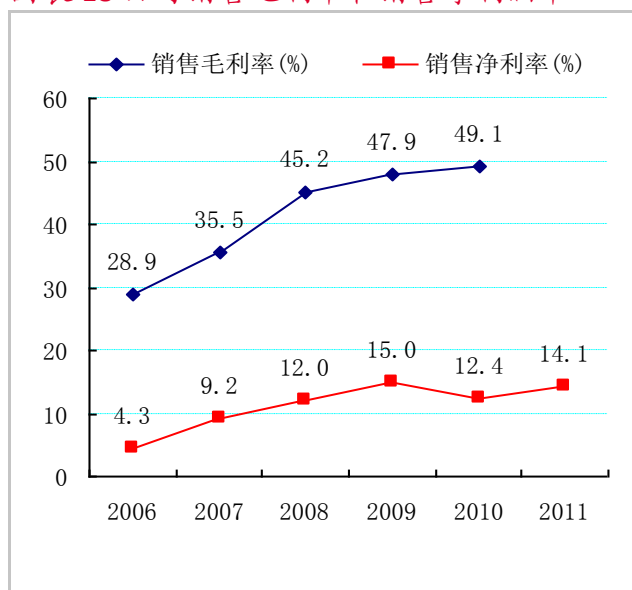
### 3.4 合理组合供应链环节, 有效控制成本和费用

随着国内通货膨胀的持续加大及劳动力成本的不断上升, 公司原材料的价格和产品加工费也出现阶段性的持续上涨, 导致公司经营成本增加。公司通过不断优化供应链全流程环节管理, 加强各项成本费用的控制。

通过与合格供应商遴选, 与加工能力强、质量优良的加工厂建立长期共赢的战略合作伙伴关系, 资源倾斜、加大采购深度, 从纱布开始的成本控制涉入和信息化支持下的供应链各方无缝衔接, 充分发挥生产商的专业性和规模经济优势, 降低外包生产成本, 并引入 SAP 系统对整体信息系统进行改造和集成, 增强公司的内部管理及财务规划控制能力, 合理有效地控制公司各项成本费用增长。

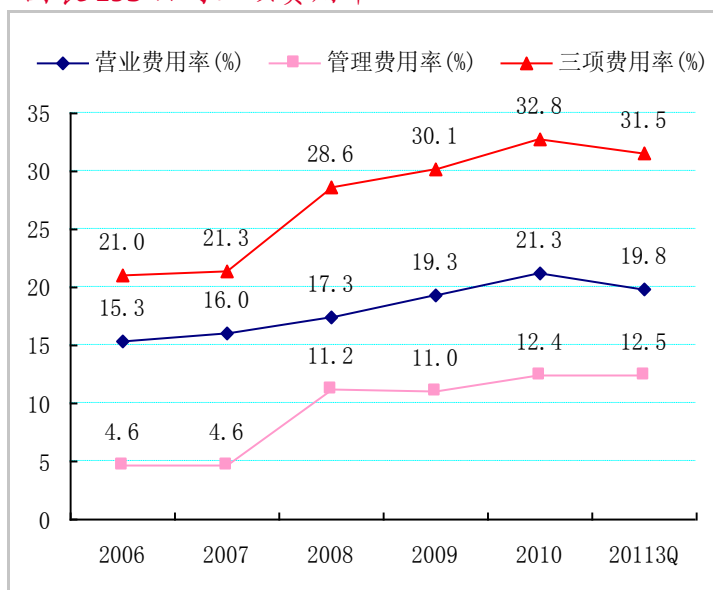
2006 年以来, 公司产品销售综合毛利率水平逐年提升, 2011 年 1-9 月, 公司销售毛利率达到近 48.74%, 预计全年能达到 49%。同时, 近年随着公司营销网络不断推进, 销售规模快速扩大, 销售费用和管理费用也逐年提高。2011 年销售费用率有所下降, 管理费用率也逐渐趋稳, 前三季度, 三项费用率为 31.5%, 销售费用率为 19.8%, 分别较 2010 年下降 1.3 个百分点和 1.5 个百分点。

图表 18 公司销售毛利率和销售净利润率



资料来源：华泰证券

图表 193 公司三项费用率



资料来源：华泰证券

### 3.5 优化供应商合作，提高市场反映速度

由于公司生产是完全外包，因此，公司在供应链管理环节不断优化供应商环节的合作至关重要。一方面通过广泛找寻供应商、扩大合格供应商数量为采购的持续增加储备能力；另一方面，与部分加工能力扩张性强、与公司合作时间久、质量可靠的供应商达成战略合作关系、稳定公司主要供应资源的安全。

由于公司目前销售主要采取订货会制度，在每年春夏季及秋冬季产品订货会上与加盟商签署期货合同，并依据期货合同组织外包生产。公司加强对加盟商买手的培训，对产品性能的充分讲解，提升对市场销售的预测规划水平，推进精细化的单店订货模式等，逐步优化加盟商的订货结构，并密切关注连锁经营店铺的货品库销比、售罄率等关键指标，增强期货订货会上预订期货产品的适销性和预订数量的准确性，进一步提升外包生产的精确度和供应链反应速度。

### 3.6 推进信息化建设，强化零售终端管理

公司全面推进信息化建设，引入 SAP 系统对公司整体信息系统进行改造和集成，根据最新战略形势背景，重新规划改良公司业务流程，并使其与 SAP 系统相契合，打造既融合国际先进管理经验又具有探路者特色的管理信息体系，进一步提升公司运营管理的效率和水平。

2011 年上半年公司净增完成 157 家店铺的信息化建设，公司信息化店铺总数已达 650 家，信息化店铺覆盖率已达 76.56%。同时，公司已规划引入 SAP 系统对整体信息系统进行改造和集成，并逐步推进企业信息管理系统（ERP）、供应链管理系统（SCM）、客户资源管理系统（CRM）、商业智能（BI）系统等信息系统的建设和应用。通过全面的信息系统建设，使其高效服务于公司运营，持续提升店面零售、物流供应、工厂生产等整个供应链的响应速度，及时准确反映顾客需求，降低企业运营成本，提升公司长期稳定发展的核心竞争力。

## 四、二期股权激励出台，募投项目继续推进，后期发展动力较足

### 4.1 二期股权激励计划重在提高新职业团队积极性

公司总经理完成了由创始人向职业经理人的过渡，原营销副总经理彭昕先生任公司总经理，全面主持公司日常经营管理工作，充分体现出公司“职业化、专业化”的人才导向。

2012年2月9日，公司公布二期股权激励计划，向公司核心业务（技术）人员等33名激励对象授予100万份股票期权，向4名高级管理人员授予250万股限制性股票，合计共占公司总股本26800万股的1.31%。

激励计划包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分，其中，股票期权100万份，限制性股票激励计划250万份，其中：股票期权行权价格为17.37元，限制性股票授予价格为8.36元。此次授予的股票期权和限制性股票期权自本期激励计划授权日起满12个月后，激励对象开始分36个月内可行权日按30%、30%、40%的行权比例分期行权。行权条件为：2012-2014年加权平均净资产收益率不低于20%；以2011年净利润为基数，2012-2014年净利润增长率分别不低于40%，90%和150%。

根据此激励行权条件，我们预计2012-2014年公司净利润年均复合增长率约33.6%，鉴于对公司所处国内户外行业仍处于高增长阶段的判断，公司作为国内户外品牌领先者，近五年年均复合增长率高达104%，我们认为未来期权实现难度并不高。公司激励计划激励对象覆盖了核心高管（4人）和核心业务技术人员（33人），将充分调动核心高管和业务人员的积极性和整体经营团队的稳定性，也为公司后期经营业绩持续高增长提供一定保障。

表格4 探路者二期股权激励方案（2011年2月9日公布）

| 激励方案      | 授予对象 | 职务             | 授予股票数（万股）   | 占授予股票总数比   | 占总股本比 |
|-----------|------|----------------|-------------|------------|-------|
| 股票期权激励    | 33人  | 核心业务（技术）人员     | 90.25       | 90.25%     | 0.34% |
| 预留期权数     |      |                | 9.75        | 9.75%      | 0.04% |
| 合计        |      |                | 100         | 100%       | 0.37% |
| 限制性股票期权激励 | 授予对象 | 职务             | 授予股票期权数（万份） | 占授予股票期权总数比 | 占总股本比 |
| 预留股票数     | 彭昕   | 董事、总裁          | 150         | 60%        | 0.56% |
|           | 张成   | 董事、副总裁、财务总监兼董秘 | 50          | 20%        | 0.19% |
|           | 孟永立  | 副总裁            | 15          | 6%         | 0.06% |
|           | 韩涛   | 副总裁            | 10          | 4%         | 0.04% |
| 预留期权数     |      |                | 25          | 10%        | 0.09% |
| 合计        |      |                | 250         | 100%       | 0.94% |

资料来源：公司公告，华泰证券

### 4.2 募投项目继续推进，后期发展动力仍较充足

公司2009年10月上市后，募集资金总额约3.2亿元，其中超募资金约1.0亿元。我们从目前公司募投项目进展情况看，公司计划投入2.0亿元的营销网络建设项目截止2011年三季度，已经完成66家募投店铺建设，募投资金仍有61.1%尚未投入。公司信息系统建设项目已完成70.34%，同时，公司超募项目主要

用于户外产品研发技术和品牌市场推广，目前已基本完成，这类项目的王成将为公司品牌营销网络扩张提供有力支撑。

表格 5 公司募投项目实施进展情况

|            | 募集资金                                                                          |                                                                                                                | 超募资金                |                    |                   |          |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|--------------------|-------------------|----------|
| 资金额（万元）    | 21990.2                                                                       |                                                                                                                | 10169.8             |                    |                   |          |
| 募投项目       | 营销网络建设项目                                                                      | 信息系统建设项目                                                                                                       | 户外产品研发技术、生产管理中心建设项目 | 2010 年度“探路者”品牌推广项目 | 201 年度“探路者”品牌推广项目 | 补充流动资金   |
| 投入资金总额（万元） | 20,041.20                                                                     | 1949                                                                                                           | 6600                | 1727.08            | 59.62             | 1,783.10 |
| 项目内容       | 计划共建设 79 个募投店铺。其中第一年建设 49 家店铺，使用建设投资 7276.3 万元。第二年建设 30 家店铺，使用建设投资 7608.7 万元。 | 主要完成企业资源管理系统（ERP）、客户关系管理系统（CRM）、供应商关系管理系统（SRM）、商业智能（BI）和自动化办公（OA）等信息系统的建设，其中计划在第一年投入 1144.3 万元，第二年投入 804.7 万元。 |                     |                    |                   |          |
| 项目进展       | 38.94%                                                                        | 70.34%                                                                                                         | 91.19%              | 100%               | 100%              | 100%     |
| 进展明细       | 截止去年三季度，完成 66 家募投店铺，55 家已开业，11 家已处于装修或规划设计中。                                  | 实现了企业资源管理系统（ERP）、办公自动化系统（OA）、财务预算软件系统的上线运行以及商业智能（BI）的需求分析调研等相关工作，并引入了 SAP 系统对公司整体信息系统进行改造和集成                   |                     |                    |                   |          |
| 预计达到可使用状态  | 2011 年 10 月                                                                   | 2011 年 10 月                                                                                                    | 2010 年 6 月          | 2010 年 12 月        | 2011 年 9 月        |          |

资料来源：华泰证券

## 五、 盈利预测与投资建议

### 5.1 关键假设条件预测

我们认为，未来三年公司主要增长动力有二：一方面是依托行业高成长阶段，公司继续加快营销网络渠道扩张，门店数量增长依然是公司主要增长动力；另一方面公司新管理团队组建后，继续加大公司精细化管理，全面挖掘内生增长潜力。

随着公司经营规模的扩大，人员人工相应增加，同时店铺开设速度较快，相应的店铺道具、装修支出等费用将有所增长。同时，随着主营业务的发展，办公费、人员人工、研发投入费用也相应增加，同时考虑到激励计划期权费用的增加。但是，随着公司销售规模的扩大，规模效应也将有所体现，预计公司费用率将能略有下降。同时，我们认为公司去年加强成本控制将能体现，预计公司的毛利率将能够保持稳定。

同时, 我们综合考虑到公司二期股权激励中实现行权条件, 预计公司 2011-2013 年公司收入增长率分别为 73.51%、58.83%、46.45%, 归属于母公司的净利润增长率将为 98.07%、54.9%和 36.5%, 实现 EPS 分别为 0.40 元、0.62 元、0.84 元。

表格 6 关键假设条件预测

|               | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 加盟店           | 568    | 832    | 1102   | 1362   |
| 新增            | 140    | 264    | 270    | 260    |
| YOY           | 33%    | 46%    | 32%    | 24%    |
| 单店销售收入 (万元/家) | 64.90  | 74.63  | 88.07  | 105.68 |
| YOY           | 20%    | 15%    | 18%    | 20%    |
| 加盟收入          | 36862  | 62095  | 97050  | 143936 |
| YOY           | 59%    | 68%    | 56%    | 48%    |
| 直营店           | 98     | 165    | 245    | 295    |
| 新增            | 45     | 67     | 80     | 50     |
| YOY           | 85%    | 68%    | 48%    | 20%    |
| 单店销售收入 (万元/家) | 66.77  | 80.13  | 92.14  | 105.97 |
| YOY           | -43%   | 20%    | 15%    | 15%    |
| 直营收入          | 6544   | 13221  | 22575  | 31260  |
| YOY           | 6%     | 102%   | 71%    | 38%    |
| 总店数           | 666    | 997    | 1347   | 1657   |
| 新增            | 185    | 331    | 350    | 310    |
| YOY           | 38%    | 50%    | 35%    | 23%    |
| 单店销售收入 (万元/家) | 65.17  | 75.54  | 88.81  | 105.73 |
| 总收入           | 43406  | 75315  | 119625 | 175196 |
| YOY           | 35.53% | 73.51% | 58.83% | 46.45% |
| 综合毛利率         | 49%    | 50%    | 50%    | 50%    |
| 销售费用率         | 21.26% | 22.06% | 21.94% | 21.72% |
| 管理费用率         | 12.39% | 12.8%  | 12.8%  | 13.9%  |
| 净利润           | 5390   | 10675  | 16536  | 22553  |
| YOY           | 22.4%  | 98.07% | 54.90% | 36.50% |

资料来源: 华泰证券

## 5.2 公司估值和投资建议

### 绝对估值法

我们对公司采用 DCF 模型进行估值,估值主要假设参数和敏感性分析表如下。根据 DCF 估值法,我们以 3%的永续增长率和加权资本成本 WACC 为 6.29%进行估值,公司的合理内在价值为 19.41 元。

表格 7 DCF 主要假设

| 预测项目    | 预测值    |        |
|---------|--------|--------|
|         | 高速增长阶段 | 永续增长阶段 |
| 无风险利率   | 0.69   | 0.69   |
| BETA    | 2.52%  | 2.52%  |
| 市场预期收益率 | 8.00%  | 8.00%  |
| 股权成本    | 6.28%  | 6.28%  |
| 债务成本    | 6.27%  | 6.27%  |
| 债务比例    | 30.00% | 30.00% |
| WACC    | 6.29%  | 6.29%  |
| 法定所得税率  | 16%    |        |
| 永续增长率   | 3%     |        |

资料来源:华泰证券

表格 8 DCF 敏感性分析

| 估值   |              | 永续增长率 |       |       |              |        |        |
|------|--------------|-------|-------|-------|--------------|--------|--------|
|      |              | 0.00% | 1.00% | 2.00% | 3.00%        | 4.00%  | 5.00%  |
| WACC | 4.29%        | 15.90 | 20.10 | 27.98 | 48.07        | 207.26 | -81.28 |
|      | 5.29%        | 13.06 | 15.63 | 19.75 | 27.48        | 47.19  | 203.37 |
|      | <b>6.29%</b> | 11.13 | 12.85 | 15.36 | <b>19.41</b> | 26.99  | 46.33  |
|      | 7.29%        | 9.73  | 10.95 | 12.64 | 15.11        | 19.08  | 26.52  |
|      | 8.29%        | 8.67  | 9.58  | 10.78 | 12.43        | 14.86  | 18.75  |

资料来源:华泰证券

### 相对估值法

由于户外用品行业没有可比上市公司,我们选取品牌定位主要在一线、二线市场,商场百货渠道为主的 A 股可比上市公司:郎姿股份、九牧王、富安娜和罗莱家纺等四家公司进行估值比较。从对应于 2012 年估值看,公司估值在上市品牌服装行业中较高,高于行业平均估值。

但是考虑到公司所处行业高成长性,公司未来三年净利润年均复合增长率能够达到 61.2%,高于整体行业平均增速,因此公司可以享受一定估值溢价,我们给予公司 30-35 倍市盈率,对应 2012 年 EPS0.62 元,公司目标股价区间为 18.6-21.70 元,结合公司绝对估值,公司目标股价区间为 19.41-21.70 元,给予公司“推荐”评级。

表格 9 行业主要上市公司估值比较

|      | 收盘价<br>(2 月 13 日) | EPS   |       |       | PE(X) |       |       |
|------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |                   | 2011E | 2012E | 2013E | 2011E | 2011E | 2012E |
| 探路者  | 18.57             | 0.40  | 0.62  | 0.84  | 46    | 30    | 22    |
| 九牧王  | 21.99             | 0.89  | 1.13  | 1.40  | 25    | 19    | 16    |
| 富安娜  | 43.40             | 1.42  | 1.79  | 2.40  | 31    | 24    | 18    |
| 郎姿股份 | 32.10             | 1.05  | 1.58  | 2.22  | 31    | 20    | 14    |
| 罗莱家纺 | 72.51             | 2.51  | 3.30  | 4.36  | 29    | 22    | 17    |

资料来源: Wind 资讯、华泰证券

### 5.3 风险提示

**宏观经济:** 如宏观经济转向下行, 经济反复带来消费反转将给终端销售带来冲击, 加重渠道零售终端的库存和资金压力, 影响公司健康发展。

**渠道建设风险:** 由于公司未来主要增长动力仍在于渠道扩张, 随着规模的扩大, 直接考验公司新管团队的整体渠道经营管理能力。若门店建设迟缓或进展不顺利, 将直接影响未来业绩的可持续性增长。

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

## 免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易, 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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: Z23032000。