

# 订货会增速喜人，护航 2012 年高增长

## 投资要点：

- **2012 年秋冬订货会金额为 9.43 亿元，同比增 60.65%**

2012 年秋冬订货会 9.43 亿元，其中加盟商订货 7.19 亿，直营、集团及电子商务订单额为 2.24 亿；去年同期订货额为 5.87 亿（同比增 60.65%），加盟订单 4.24 亿（同比增 69.58%），直营订单 1.63 亿（同比增 37.42%）。

截至目前，2012 年春夏、秋冬订货会均已举行，订货总金额为 14.25 亿元，去年同期为 8.77 亿元，同比增 62.48%。由于公司订货会占比在 85%，我们预测公司明年的收入在 13 亿左右。

- **2011 年门店扩张速度有望超预期，加盟渠道仍是扩张重点，门店快速扩张是订单额高增长的主要原因之一**

截止 2011 年 9 月 30 日，公司店铺已达 956 家，其中加盟店 809 家，直营店 147 家。较 2010 年 12 月 31 日净新开店 290 家，其中加盟店净增 241 家，直营店净增 49 家。（2010 年底，公司店铺总数为 666 家，其中直营店 98 家，加盟店 568 家）。截至三季报，比 2010 年底门店数多 43.54%。

公司计划全年净新增门店数量在 300 家左右，前三季度已经完成 97%，因此我们预期全年门店扩张数量有望计划，从而奠定 2012、2013 年高增长。

另外，通过加盟商的力量快速渗透市场是公司近两年的策略，明年将继续高速扩展加盟商。加盟门店的快速扩张带来加盟订单额的高增长。

- **行业高速增长是大背景，管理精细化是主动力**

户外行业的高速成长使得国内需求增长迅猛，公司处在成长期的行业能分享成长盛宴。2011 年是公司业绩飞速发展的一年，可以看出新上任以彭昕为代表的专业职业经理人团队，ERP 的覆盖（预计年底覆盖率能到 85%），增强了对终端管控能力，对市场嗅觉更加敏锐，使得公司能在 2011 年获得高成长。

- **投资建议**

由于 2011 秋冬季产品订货金额增长 93%，2012 年全年订货会增速为 62.48%，分别锁定 2011、12 年的高增长。同时积极的渠道拓展策略，为未来 2-3 年高增长奠定基础。

预计 2011-2013 年营业收入分别为 7.53、12.45、19.39 亿，净利润分别为 0.93、1.59、2.47 亿，EPS0.35、0.59、0.92 元，对应 PE53.1、31.1、20.0 倍。目前的高估值基本体现公司的高成长预期，维持“谨慎推荐”评级。

**探路者（300005.SZ）****谨慎推荐** 维持评级

## 分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉：(8610) 6656 8098

执业证书编号：S0130111081688

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据	时间 2011.12.19
A 股收盘价（元）	18.48
A 股一年内最高价（元）*	36.50
A 股一年内最低价（元）*	13.27
上证指数	2217
市净率	6.95
总股本（万股）	26800
实际流通 A 股（万股）	11295
限售 A 股（万股）	15287
流通 A 股市值（亿元）	20.8
注：*价格未复权	

## 相关研究

- 《探路者：定位大众化，加大渠道扩展力度》  
2011.07.17
- 《探路者：“泛户外”定位下渠道快扩张，公司正处高增长期》  
2011.08.17
- 《探路者：完善公司治理，实施多品牌战略》  
2011.9.23

表 1:探路者（300005）财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	409.5	379.4	586.2	683.3	910.3	营业收入	293.6	434.1	752.8	1245.3	1939.9
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	153.0	221.2	376.4	616.4	960.3
应收账款	5.1	7.7	14.5	22.3	35.1	营业税金及附加	1.8	2.3	2.4	3.9	6.1
预付款项	0.7	4.4	13.2	21.5	33.6	销售费用	56.7	92.3	165.6	274.0	426.8
其他应收款	5.9	5.7	9.9	16.4	25.5	管理费用	32.2	53.8	93.3	154.4	240.6
存货	70.5	89.2	117.0	220.7	305.4	财务费用	-0.4	-3.7	-1.7	-2.2	-2.8
其他流动资产	0.0	2.5	2.5	2.5	2.5	资产减值损失	4.1	3.3	5.6	9.3	14.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	36.5	109.1	162.2	200.0	245.3	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	19.5	19.5	19.5	19.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	46.3	65.0	111.1	189.5	294.5
无形资产	0.7	1.6	4.3	3.5	2.7	营业外收支净额	5.4	-0.8	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	3.6	6.0	7.0	7.0	6.0	税前利润	51.7	64.2	111.1	189.5	294.5
资产总计	533.2	626.2	936.3	1196.7	1585.9	减：所得税	7.7	10.3	17.8	30.4	47.2
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	44.0	53.9	93.3	159.1	247.3
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司净利润	44.0	53.9	93.3	159.1	247.3
应付账款	32.5	57.4	82.5	135.1	210.5	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	16.2	30.4	103.3	170.9	266.2	基本每股收益	0.16	0.20	0.35	0.59	0.92
应付职工薪酬	4.1	8.0	8.0	8.0	8.0	稀释每股收益	0.16	0.20	0.35	0.59	0.92
应交税费	3.8	12.7	12.7	12.7	12.7	<b>财务指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
其他应付款	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	<b>成长性</b>					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	38.5%	47.9%	73.4%	65.4%	55.8%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	46.2%	29.2%	78.3%	70.8%	55.8%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	72.9%	22.4%	73.1%	70.5%	55.4%
负债合计	76.3	127.4	223.6	340.9	507.5	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	456.9	498.7	712.6	855.8	1078.3	销售毛利率	47.9%	49.0%	50.0%	50.5%	50.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	销售净利率	15.0%	12.4%	12.4%	12.8%	12.7%
净利润	44	54	93	159	247	ROE	16.1%	11.3%	15.4%	20.3%	25.6%
折旧与摊销	3	5	9	16	20	ROIC	94.19%	65.02%	78.62%	110.40%	150.99%
经营活动现金流	49	84	150	164	312	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-9	-100	-66	-53	-63	PE	112.5	91.9	53.1	31.1	20.0
融资活动现金流	324	-12	122	-14	-22	P/S	4.2	5.7	6.6	4.0	2.6
现金净变动	363	-28	207	97	227	P/B	2.7	5.0	6.9	5.8	4.6
期初现金余额	64	410	379	586	683	股息收益率	1.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%
期末现金余额	427	381	586	683	910	EV/EBITDA	15.6	30.0	35.3	20.1	12.4

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**马莉，纺织服装行业证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

### 覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六(002291.sz)、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰(002563.sz)、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908