


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES

**华泰联合证券**  
2012-01-18


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES


**华泰联合证券**  
证券研究报告  
公司研究 / 年报点评


**华泰联合**

## 探路者 (300005)

### 增持/首次评级

股价: RMB17.25

#### 分析师

程远

SAC 执业证书编号:S1000511080001

chengyuan@mail.hthsc.com.cn

## 业绩略超预期 续写高增长神话

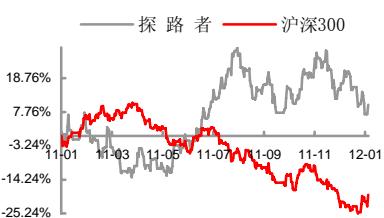
- 2011年公司实现营业总收入 75,273.22 万元, 较去年同期增长 73.42%; 营业利润为 12,950.14 万元, 较去年同期增长 99.20%; 利润总额为 13,069.55 万元, 较去年同期增长 103.61%; 净利润为 10,645.60 万元, 较去年同期增长 97.52%。
- 业绩增长略超预期, 渠道扩张迅猛。**公司全年新增约 400 多家门店, 门店总数达到 1100 家左右, 我们预计 2012 年新开店数将在 500 家左右, 即渠道增速 45% 左右。同时, 公司继续深化精细化营销, 加强产品技术的创新, 推进全面信息化建设, 引入 sap 系统进一步提升运营管理水准。公司还计划推出定位比探路者低的新品牌, 我们认为在目前主品牌高成长阶段未雨绸缪推出新品牌抢占中低端户外市场, 有利于公司长期发展。
- 身处高速发展的朝阳行业依然是公司快速成长的基石。**从我们了解的情况看, 2011 年四季度服装终端销售增速出现了普遍性地大幅下滑。在这背景下, 公司依然实现了超高速增长, 行业的所处的生命周期是重要基础。我们判断, 目前户外用品行业终端销售额约为一百多亿元, 与发达国家相比还有较大差距, 尤其是在二三线城市, 户外用品消费刚刚起步, 预计未来行业还将保持 30% 以上的增长, 因此公司未来的成长基础依然明确、清晰。
- 国内老大的地位及下沉二三线城市的扩张策略保证了公司未来的发展速度与空间。**公司进入户外用品行业较早, 又成为了第一家目前也是唯一一家上市的户外品牌公司, 目前在行业内的龙头地位不断巩固, 尤其是在以国内品牌为主的二三线城市, 老大地位几乎是无法撼动的。公司未来渠道扩张策略清晰明确地指向二三线城市, 我们认为其未来高速增长的确定性较强并且空间较大。
- 风险提示:** 经济增速下滑影响终端消费情绪的风险。
- 盈利预测:** 我们预计 2011-2013 年 eps 分别为 0.39、0.62、0.96 元, 看好户外运动行业快速发展, 公司终端渠道拓展能力和精细化管理深入提升运营水平, 给予“增持”评级。

#### 相关研究

#### 基础数据

总股本 (百万股)	268
流通 A 股 (百万股)	268
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,623

#### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	434	753	1217	1787
(+/-%)	48%	73%	62%	47%
归属母公司净利润(百万元)	54	103	167	258
(+/-%)	22%	92%	62%	54%
EPS(元)	0.20	0.39	0.62	0.96
P/E(倍)	90.95	47.44	29.33	19.03

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	489	571	916	1166	营业收入	434	753	1217	1787
现金	379	376	608	715	营业成本	221	376	608	893
应收账款	8	15	23	34	营业税金及附	2	4	6	9
其他应收款	6	12	18	27	营业费用	92	155	245	354
预付账款	4	6	6	10	管理费用	54	94	152	214
存货	89	163	260	380	财务费用	-4	-1	7	11
其他流动资产	2	0	0	0	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	137	281	347	409	公允价值变动	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	238	308	373	营业利润	65	122	196	302
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	3	4	4	4
其他非流动资	27	42	37	34	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	626	852	1263	1575	利润总额	64	122	197	303
流动负债	127	263	533	629	所得税	10	19	29	45
短期借款	0	69	251	226	净利润	54	103	167	258
应付账款	57	98	158	232	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	70	96	124	171	归属母公司净	54	103	167	258
非流动负债	0	0	0	-0	EBITDA	67	126	212	325
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.39	0.62	0.96
其他非流动负	0	0	0	-0					
负债合计	127	263	533	629					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	134	268	268	268					
资本公积	264	130	130	130					
留存收益	101	191	332	548					
归属母公司股	499	589	730	946					
负债和股东权	626	852	1263	1575					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	84	90	159	259	成长能力				
净利润	54	103	167	258	营业收入	47.9%	73.4%	61.7%	46.8%
折旧摊销	5	6	10	12	营业利润	40.4%	87.1%	60.8%	54.4%
财务费用	-4	-1	7	11	归属母公司净	22.4%	91.7%	61.7%	54.1%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	22	-18	-25	-22	毛利率 (%)	49.0%	50.0%	50.0%	50.0%
其他经营现金	7	-1	-0	0	净利率(%)	12.4%	12.8%	13.2%	12.4%
投资活动现金	-100	-150	-75	-75	ROE(%)	10.8%	17.6%	22.9%	27.2%
资本支出	99	150	75	75	ROIC(%)	41.4%	35.4%	45.7%	57.6%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	-2	0	0	0	资产负债率(%)	20.4%	30.9%	42.2%	39.9%
筹资活动现金	-14	57	148	-78	净负债比率(%)	0.00%	26.41	47.04	35.87
短期借款	0	69	181	-25	流动比率	3.84	2.17	1.72	1.85
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.14	1.55	1.23	1.25
普通股增加	67	134	0	0	营运能力				
资本公积增加	-66	-134	0	0	总资产周转率	0.75	1.02	1.15	1.26
其他筹资现金	-15	-12	-33	-53	应收账款周转	63	66	64	62
现金净增加额	-30	-3	232	106	应付账款周转	4.92	4.85	4.76	4.58

数据来源：华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准：

时间段	报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数	沪深 300 (以下简称基准)
<b>股票评级</b>	
买入	股价超越基准 20%以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在±10% 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20%以上
<b>行业评级</b>	
增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
 邮政编码：518048  
 电　　话：86 755 8249 3932  
 传　　真：86 755 8249 2062  
 电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
 邮政编码：200120  
 电　　话：86 21 5010 6028  
 传　　真：86 21 6849 8501  
 电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

### 免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。