

“泛户外”定位下渠道快扩张，公司正处高增长期

投资要点：

● 上半年收入增速 62%，高于 2011 年春夏季订货会增速（52%）

上半年主营收入 2.49 亿，同比增 61.89%；营业利润 5246 万，同比增 86.39%；归属于上市公司股东利润 4353 万，同比增 72.37%。

分季度，Q2 主营业务收入 1.33 亿，同比增 54.76%；营业利润 2790 万，同比增 75.6%；归属于上市公司股东净利润 2379 万，同比增 63.84%。同时，预计前三季度净利润同比增 50%-100%。

● 渠道建设步伐加快，注重精细化和一体化营销管理

至报告期末公司渠道数量 849 家，上半年净新开店 183 家，其中净新开直营店 35 家，加盟店 148 家，完成全年新开渠道计划 61%。其中，公司加快了二级市场覆盖率；重点突破华东、西南等潜力市场，并在江苏、安徽等地区引入新专业零售商合作拓展业务。

渠道快扩张同时，注重精细化和一体化的营销管理：加强对全国重点节假日促销活动统一规划，提升 ERP 信息系统的使用效果，提升零售团队的执行能力，改善店铺陈列有效落实品牌零售标准，将零售管理及单店盈利能力的提升作为重要的战略任务。

在此带动下，上半年主力市场华北增 34.7%，东北、西北、西南、华南、华东分别增 86.7%、91.8%、85.65%、134.8%、46.3%。

在渠道建设方面，加快传统渠道开拓基础上，成立电子商务分公司，与京东网、好乐买、卓越等战略合作，并规划逐步规划打造自有电子商务平台。上半年电子商务部分收入 1143 万，增 420%。

● 品牌建设、产品开发均匹配“泛户外”定位

在品牌建设方面，登山、徒步、自行车、滑雪、露营、自驾、轻专业级的垂钓、摄影、旅游等蓬勃发展带动户外用品多层次需求，公司做强“探路者”自主品牌基础上，将适时推出适宜的子品牌。

在产品开发方面，在深化科技独特性同时，持续提升产品的功能性和性价比，以适应公司“EX-HERO 巅峰英雄”、“TRAVELAX 旅行生活”、“VINTAGE 功能休闲”等产品系列的功能性特色和目标消费群体定位。

● 投资建议

由于 2011 秋冬季产品订货金额增长 93%，基本锁定了 2011 年高增长；由于户外行业仍处高增长阶段，公司泛户外、积极的渠道开拓策略均为未来 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 PE56.8、33.3、21.4 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：S0130210060022

特此鸣谢

李佳嘉：(8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2011.08.16

| | |
|--------------|-------|
| A股收盘价（元） | 19.17 |
| A股一年内最高价（元）* | 39.70 |
| A股一年内最低价（元）* | 13.27 |
| 上证指数 | 2608 |
| 市净率 | |
| 总股本（万股） | |
| 实际流通 A股（万股） | |
| 限售 A股（万股） | |
| 流通 A股市值（亿元） | |

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》

2011.07.18

表1：探路者（300005）分季度业绩增速

| | 2010Q1 | 2010Q2 | 2010H1 | 2010Q3 | 2010Q4 | 2011Q1 | 2011Q2 | 2011H1 |
|-----------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 6,781 | 8,620 | 15,401 | 10,079 | 17,937 | 11,592 | 13,341 | 24,933 |
| 同比 | 30.99% | 36.73% | 34.15% | 56.60% | 56.82% | 70.96% | 54.76% | 61.89% |
| 营业成本 | 3,485 | 4,512 | 7,997 | 5,279 | 8,851 | 5,833 | 6,671 | 12,505 |
| 同比 | 22.17% | 32.64% | 27.86% | 49.89% | 60.33% | 67.37% | 47.86% | 56.36% |
| 销售费用 | 1,454 | 1,525 | 2,979 | 3,023 | 3,227 | 2,114 | 2,107 | 4,221 |
| 同比 | 112.91% | 87.48% | 99.09% | 92.45% | 23.96% | 45.34% | 38.18% | 41.67% |
| 管理费用 | 757 | 997 | 1,754 | 1,115 | 2,507 | 1,372 | 1,797 | 3,169 |
| 同比 | 59.51% | 38.13% | 46.61% | 75.60% | 81.13% | 81.30% | 80.32% | 80.74% |
| 财务费用 | -96 | -72 | -168 | -31 | -173 | -112 | -94 | -206 |
| 资产减值损失 | 0 | 8 | 8 | 0 | 317 | 0 | 5 | 5 |
| 营业利润 | 1,172 | 1,589 | 2,761 | 656 | 3,084 | 2,356 | 2,790 | 5,146 |
| 同比 | 4.86% | 22.94% | 14.55% | -5.14% | 101.89% | 101.00% | 75.61% | 86.39% |
| 加：营业外收入 | 114 | 159 | 274 | 45 | 20 | 3 | 7 | 10 |
| 减：营业外支出 | 13 | 22 | 35 | 69 | 317 | 5 | 11 | 16 |
| 利润总额 | 1,274 | 1,726 | 2,999 | 632 | 2,787 | 2,354 | 2,786 | 5,140 |
| 同比 | 4.90% | 28.96% | 17.51% | -25.26% | 57.19% | 84.83% | 61.44% | 71.37% |
| 减：所得税 | 200 | 274 | 474 | 111 | 445 | 380 | 407 | 787 |
| 净利润 | 1,073 | 1,452 | 2,526 | 522 | 2,342 | 1,974 | 2,379 | 4,353 |
| 同比 | 18.44% | 48.42% | 34.01% | -18.04% | 24.44% | 83.92% | 63.84% | 72.37% |
| 母公司所有者净利润 | 1,073 | 1,452 | 2,526 | 522 | 2,342 | 1,974 | 2,379 | 4,353 |
| 同比 | 18.44% | 48.42% | 34.01% | -18.04% | 24.44% | 83.92% | 63.84% | 72.37% |
| 完全摊薄EPS | 0.04 | 0.05 | 0.09 | 0.02 | 0.09 | 0.07 | 0.09 | 0.16 |
| 盈利能力 | | | | | | | | |
| 毛利率 | 48.60% | 47.66% | 48.08% | 47.62% | 50.65% | 49.68% | 49.99% | 49.85% |
| 管理费用率 | 11.16% | 11.56% | 11.39% | 11.07% | 13.98% | 11.84% | 13.47% | 12.71% |
| 销售费用率 | 21.45% | 17.69% | 19.34% | 29.99% | 17.99% | 18.23% | 15.80% | 16.93% |
| 营业利润率 | 17.28% | 18.43% | 17.92% | 6.51% | 17.19% | 20.32% | 20.91% | 20.64% |
| 销售净利润率 | 15.83% | 16.85% | 16.40% | 5.18% | 13.06% | 17.03% | 17.83% | 17.46% |
| 所得税率 | 15.71% | 15.86% | 15.80% | 17.49% | 15.97% | 16.13% | 14.61% | 15.31% |

资料来源：中国银河证券研究部

表 2: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 | 财务指标 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 其他应付款 | 19.0 | 19.0 | 19.0 | 19.0 | 19.0 | 成长性 | | | | | |
| 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 | 盈利能力 | | | | | |
| 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% |
| 现金流量表 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 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 | 估值倍数 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -9 | -100 | -66 | -53 | -63 | PE | 120.3 | 98.3 | 56.8 | 33.3 | 21.4 |
| 融资活动现金流 | 324 | -12 | 122 | -14 | -22 | P/S | 4.5 | 6.1 | 7.0 | 4.3 | 2.7 |
| 现金净变动 | 363 | -28 | 207 | 97 | 227 | P/B | 2.9 | 5.3 | 7.4 | 6.2 | 4.9 |
| 期初现金余额 | 64 | 410 | 379 | 586 | 683 | 股息收益率 | 1.0% | 0.5% | 0.3% | 0.3% | 0.5% |
| 期末现金余额 | 427 | 381 | 586 | 683 | 910 | EV/EBITDA | 17.2 | 32.5 | 38.1 | 21.7 | 13.5 |

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。本报告清晰准确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提供。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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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