

完善公司治理，实施多品牌战略

探路者 (300005.SZ)
谨慎推荐 维持评级
投资要点：
● 董事会换届，创始人与职业经理人转换，公司治理更加完善

换届后，原创业团队中在高层任职的仅有蒋总，其他引入职业经理人。公司完全将经营活动交给总裁彭昕，高层管理引入孟永立副总分管研发设计。原董事长盛总不再过问具体经营活动，只对考核指标和结果问责。

我们认为，公司通过管理人员职业经理人化，可以提高公司的治理水平和管理效率，为未来的持续发展提供人才上的保障。

● 品牌延伸战略：两新品牌分别覆盖城市网购和二三四线消费群

一、关注到不同层次的需求，公司计划新增一户外休闲子品牌覆盖二三四线城市的线下消费者；二、在国内网购快速增长的大背景下，公司计划建立全新网络品牌抓住城市网购消费群体。

我们认为，通过新品牌抓住网购和三四线消费者，在不损害探路者品牌中高端形象的前提下，扩大受众，有利于公司销售收入的快速增长。但新品牌的建立，需要时日；大量资金的投入，预计将给公司销售和管理费用带来压力。

● 实体店增速仍然飞速；品牌渠道电子化，分享网购高成长盛宴

公司品牌发展主线仍是做大做强探路者品牌，探路者品牌实体店在年底预计接近1000家；同时计划搭建电子商务渠道，和加盟商一起分享网络消费的收益。

我们认为，探路者渠道电子化是品牌服饰领域的一次探索，探路者如果实现网络平台与加盟商共赢，不但给公司带来直接效益，也会给品牌服饰企业发展电子商务且不侵蚀实体店收益起到示范作用。

● 终端精细化管理按计划推进

在ERP覆盖之前，公司较难统计加盟商的销售和存货情况。截止2011年6月30日ERP线上覆盖率达76%。

在EPR完全覆盖后，公司还将通过采取各种考核和奖惩方法提高ERP执行治理，让加盟商把真实信息反映上来。

我们认为，若公司明年整个覆盖率能达到90%，将对终端管理准确率大大提高，能观察到和收集到第一手资料，就能更好的了解消费者行为，从而更好的指导加盟商订货和安排生产、营销推广活动。

● 投资建议

2011秋季产品订货金额增长93%，2012年春秋季产品订货金额同比增66%，基本锁定了2011、2012年的高增长。

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。

分析师

马莉

电话：(8610) 6656 8489

 电子邮箱：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

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 2011.09.22

A股收盘价（元）	18.49
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	2443
市净率	7.43
总股本（万股）	26800
实际流通A股（万股）	11513
限售A股（万股）	15287

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》

2011.7.17

《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

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	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	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	7.0	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

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn