

业绩符合预期 关注资产减值大幅增加

——探路者（300005）2011 年报点评

2012 年 4 月 9 日

推荐/维持

探路者

财报点评

谭可 纺织服装行业分析师

执业证书编号：S1480510120013

010-6655 4011

事件：

公司今日公布 2011 年报，全年实现营业收入 75,370.36 万元，比去年同期增长 73.64%；净利润 10,715.18 万元，比去年同期增长 98.81%；实现 EPS 0.3998 元，每 10 股派 1 元（含税）转增 3 股。

公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	86.20	100.79	179.37	115.92	133.41	180.49	323.88
增长率（%）	36.73	56.60	56.82	70.96	54.76	79.08	80.57
毛利率（%）	47.66	47.62	50.65	49.68	49.99	47.21	45.92
期间费用率（%）	28.41	40.75	31.00	29.11	28.56	35.23	21.69
营业利润率（%）	18.43	6.51	17.19	20.32	20.91	7.28	18.18
净利润（百万元）	14.52	5.22	23.42	19.74	23.79	10.27	53.34
增长率（%）	48.42	-18.04	24.44	83.92	63.84	96.87	127.78
每股盈利（季度，元）	0.03	0.04	0.17	0.15	0.01	0.04	0.20
资产负债率（%）	8.34	12.72	20.35	14.09	12.68	15.62	28.32
净资产收益率（%）	3.10	1.10	4.70	3.78	4.43	1.87	8.80
总资产收益率（%）	2.84	0.96	3.74	3.25	3.87	1.57	6.31

评论：

积极因素：

- **线下加速外延，线上巨幅放量。**截止2011年12月31日，公司终端店铺数量已达1041家，较2010年底增加375家，增速高达56.4%。按店铺性质划分其中直营店144家，加盟店897家，分别较2010年底增加了46家和329家；按渠道类型划分，其中商场专柜845家，专卖店196家，分别较2010年底增加了277家和98家。公司2011年电子商务业务也实现巨幅增长，实现营业收入3,847.30万元，大幅增长437.33%。
- **各区域市场均衡增长。**华北主力市场同比增长60.42%，东北及西北地区增速高达80%以上，公司在偏弱的华南和华东地区也取得了将近60%的较高增速，未现明显的跛腿市场。
- **销售费用率大幅下降。**2011年由于公司加盟渠道拓展快于直营，加盟渠道占比提升1个点至86%，且主体品牌推广策划方案尚处于规划阶段，在品牌宣传、市场推广等方面的费用支出相对较少，使得公司销

售费用率增速慢于收入增速，同比仅增长27.91%，占收入比重较去年同期大降5.6个百分点至15.7%。

- **继续推进全面的信息化建设。**公司2011年净增完成462家店铺的信息化建设，加上2009年、2010年累计完成的493家信息化店铺，2011年底信息化店铺总数已达955家，覆盖率已达店铺总数的91.74%。

消极因素：

- **毛利率下降1.5个百分点。**公司毛利率下降1.5个百分点至47.5%，主要由于户外装备类产品毛利率大幅下降9.94个百分点至41.88%，主要是公司为了提升产品竞争力，调整了定价策略，导致户外装备毛利降低。
- **存货占比大幅提升。**由于2012年春季产品在2011年末提前入库，公司存货占总资产比重为21.05%，较上年期末增加6.80个百分点，2012年春夏季产品约占年末存货余额40.5%。
- **资产减值大幅增加。**资产减值损失较上年同期增长684.74%，主要由于公司对过季库存也进行了充分减值测试，并基于谨慎性原则加大计提存货跌价准备。

业务展望：

公司的主要战略是快速开店，注重将渠道的广度和深度相结合，在巩固和提高核心和一级城市市场渗透率的同时，加快拓展二级和三级城市市场，持续提升二级和三级市场覆盖率，大幅减少空白市场，集中资源突破华东、西南等地区重点潜力市场，在资源配备和零售培训等方面积极扶持优质加盟商的成长，并优化加盟商结构，在江苏、浙江、安徽等薄弱地区市场引入更有实力的新专业零售商合作拓展业务。

多品牌布局方面，公司有意识拉开主品牌探路者和国际品牌之间定位差距，突出性价比，同时引进合资品牌Discovery Expedition填补高端市场空白。公司还与外部渠道商合作成立专门针对线上的ACANU新品牌。三个品牌的定位布局合理，品牌承载、目标群体和渠道选择上各自差异、形成互补，有效覆盖更大的目标市场。

盈利预测

维持此前对公司的盈利预测，2012-2014年净利润分别 1.67、2.39 和 3.35 亿元，同比增长 55.68%、43.06% 和 40.47%。对应 EPS 分别为 0.62、0.89 和 1.25 元。

投资建议：

公司当前最大问题是估值偏高，按照我们预测的 2012 年 0.62 元的业绩，动态市盈率已经接近 35 倍，较板块溢价 75%，较同样享有高增长预期及稀缺性的女装朗姿股份溢价接近 40%。我们认为这样的溢价水平已经充分体现户外品牌高于其他品类的增长预期，公司估值水平除与板块同步上浮以外，难以获得更高的溢价空间，仍然维持其“推荐”的投资评级。

风险提示：

1. 公司 2012 年战略微调，销售费用超出预期；
2. 渠道库存超出预期。

表 1：盈利预测关键指标（2010A-2014E）

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	434	754	1,190	1,761	2,414
(+/-)%	47.86%	73.64%	57.88%	48.02%	37.06%
经营利润（EBIT）	61	120	202	280	400
(+/-)%	33.63%	95.33%	68.95%	38.48%	42.70%
净利润	54	107	167	239	335
(+/-)%	22.39%	98.81%	55.68%	43.06%	40.47%
每股净收益（元）	0.40	0.40	0.62	0.89	1.25

资料来源：东兴证券研究所

表 2：盈利预测表（2010A-2014E）

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	434.06	753.70	1,189.94	57.88%	1,761.32	48.02%	2,414.08	37.06%
营业成本	221.15	395.48	618.77	56.46%	897.39	45.03%	1,231.18	37.20%
营业费用	92.29	118.04	205.33	73.94%	362.85	76.72%	482.82	33.06%
管理费用	53.76	91.41	144.58	58.16%	211.67	46.40%	277.62	31.16%
财务费用	-3.73	-3.77	1.00	N/A	-0.67	N/A	5.31	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	65.01	123.48	201.25	62.98%	280.75	39.50%	394.36	40.47%
利润总额	64.19	124.67	196.25	57.41%	280.75	43.06%	394.36	40.47%
所得税	10.29	17.52	29.44	68.02%	42.11	43.06%	59.15	40.47%
净利润	53.90	107.15	166.81	55.68%	238.63	43.06%	335.21	40.47%
归属母公司所有者的净利润	53.90	107.15	166.81	55.68%	238.63	43.06%	335.21	40.47%
NOPLAT	51.46	102.89	171.91	67.09%	238.06	38.48%	339.72	42.70%
资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	379.41	365.08	375.14	2.76%	528.40	40.85%	724.22	37.06%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	7.73	12.90	20.37	57.88%	30.15	48.02%	41.32	37.06%
预付款项	4.40	10.12	19.08	88.49%	32.06	68.08%	49.88	55.57%
存货	89.22	177.95	278.42	56.46%	403.79	45.03%	553.98	37.20%
流动资产合计	488.94	576.85	707.06	22.57%	1,012.72	43.23%	1,392.60	37.51%
非流动资产	137.22	268.59	326.65	21.62%	402.49	23.22%	493.69	22.66%
资产总计	626.16	845.43	1,033.72	22.27%	1,415.21	36.90%	1,886.29	33.29%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	109.80	N/A	220.85	101.14%
应付帐款	57.36	134.53	207.60	54.32%	301.08	45.03%	413.07	37.20%
预收款项	30.35	42.52	42.52	0.00%	42.52	0.00%	42.52	0.00%

流动负债合计	127.43	239.45	310.97	29.87%	525.41	68.96%	761.85	45.00%
非流动负债	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	498.73	605.98	722.75	19.27%	889.79	23.11%	1,124.44	26.37%
净营运资本	361.51	337.40	396.10	17.40%	487.30	23.03%	630.75	29.44%
投入资本 IC	119.32	240.90	347.61	44.29%	471.20	35.56%	621.06	31.80%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	53.90	107.15	166.81	55.68%	238.63	43.06%	335.21	40.47%
折旧摊销	3.48	5.34	0.00	N/A	44.16	N/A	52.80	19.56%
净营运资金增加	-54.73	-24.11	58.70	N/A	91.21	55.38%	143.45	57.28%
经营活动产生现金流	84.08	129.46	170.61	31.78%	234.37	37.37%	344.65	47.06%
投资活动产生现金流	-100.49	-132.23	-109.50	N/A	-120.00	N/A	-154.00	N/A
融资活动产生现金流	-13.73	-11.56	-51.04	N/A	38.88	N/A	5.18	-86.68%
现金净增 (减)	-30.14	-14.33	10.06	N/A	153.25	1422.81%	195.83	27.78%

资料来源：东兴证券研究所

表 3：财务比率

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
盈利能力						
毛利率	47.89%	49.05%	47.53%	48.00%	49.05%	49.00%
营业利润率	15.77%	14.98%	16.38%	16.91%	15.94%	16.34%
净利率	15.00%	12.42%	14.22%	14.02%	13.55%	13.89%
净资产收益率	9.64%	10.81%	17.68%	23.08%	26.82%	29.81%
偿债能力						
流动比率	6.51	3.84	2.41	2.27	1.93	1.83
速动比率	5.58	3.14	1.67	1.38	1.16	1.10
资产负债率	14.32%	20.35%	28.32%	30.08%	37.13%	40.39%
成长能力						
营业收入增长率		47.86%	73.64%	57.88%	48.02%	37.06%
营业利润增长率		40.43%	89.93%	62.98%	39.50%	40.47%
净利润增长率		22.39%	98.81%	55.68%	43.06%	40.47%
净资产增长率		9.16%	21.50%	19.27%	23.11%	26.37%
营运能力						
应收帐款周转率		67.63	73.07	71.53	69.73	67.55
存货周转率		2.77	2.96	2.71	2.63	2.57
总资产周转率		0.75	1.02	1.27	1.44	1.46

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。