

探路者(300005.SZ) 服装行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

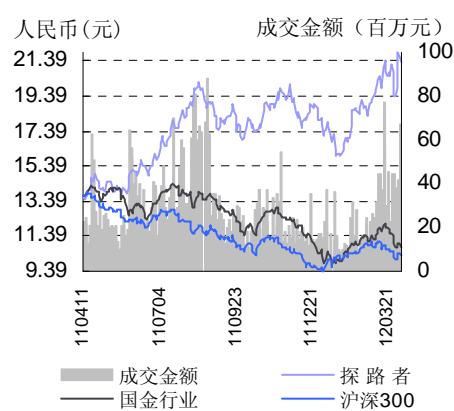
市价(人民币): 21.33元

公司仍将充分受益于高速外延式扩张

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 115.13 |
| 总市值(百万元) | 5,716.44 |
| 年内股价最高最低(元) | 21.89/13.52 |
| 沪深300指数 | 2901.22 |



相关报告

- 《进一步调动核心管理团队的积极性》, 2012.2.10
- 《业绩高增长主要源于外延式扩张》, 2011.8.17
- 《会议既要: 运动品牌当年的辉煌能复制吗?》, 2011.7.17

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.402 | 0.400 | 0.633 | 0.922 | 1.259 |
| 每股净资产(元) | 3.72 | 2.26 | 2.59 | 3.08 | 3.94 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.63 | 0.48 | 0.63 | 0.90 | 1.15 |
| 市盈率(倍) | 85.21 | 45.40 | 32.98 | 22.65 | 16.59 |
| 行业优化市盈率(倍) | 26.61 | 26.41 | 26.41 | 26.41 | 26.41 |
| 净利润增长率(%) | 22.39% | 98.81% | 58.35% | 45.61% | 36.56% |
| 净资产收益率(%) | 10.81% | 17.68% | 24.40% | 29.95% | 31.97% |
| 总股本(百万股) | 134.00 | 268.00 | 268.00 | 268.00 | 268.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2011年业绩: 全年实现营业收入、营业利润、利润总额、净利润、EPS 分别为 7.54 亿元、1.23 亿元、1.25 亿元、1.07 亿元、0.3998 元, 分别同比增幅 73.64%、89.93%、94.23%、98.81%、98.81%; 公司拟每 10 股派发现金股利 1 元(含税), 以资本公积金每 10 股转增 3 股。

经营分析

- 为巩固市场地位、抢占市场份额, 公司略微降低毛利率加速外延式扩张:
 - 收入高速增长来源于快速外延式扩张: 各产品、各区域销售增速较为均衡, 直营收入同比增长 25%, 低于外延式扩张所主要依赖的加盟渠道增速 75%。此外, 公司尝试多样化渠道结构, 如奥特莱斯、电子商务等, 收入高速增长。
 - 店铺数量同比增长 56%: 公司加速拓展二级和部分经济发达的三级城市市场业务, 报告期内分别新增直营店、加盟店 46、329 家, 终端门店数量快速达到 1041 家, 其中直营店 144 家、加盟店 897 家。
 - 综合毛利率下降 1.12 个百分点: 报告期内公司产品定价策略围绕外延式扩张这一战略规划, 压低毛利率水平, 其中服装、鞋品、装备毛利率分别增长-0.3、0.21、9.94 个百分点。
- 报告期内公司的其他财务指标均处于合理范围内, 未来公司力争继续通过对渠道扩张的大力推进, 谋求在户外行业内的先发优势, 在渠道结构方面, 公司未来将继续加大对加盟店的倾斜力度。
- 报告期内公司公布了自上市后的第二次股权激励方案, 显示了公司管理层对于未来户外运动服饰行业及公司业绩高增长的信心, 也激励了核心高管加速推进外延式扩张的战略规划。

盈利调整、投资建议

- 公司是户外用品行业的龙头企业: 户外用品发展于 21 世纪, 虽然是小众行业, 但基数低, 近年来以及未来发展速度都可能超过 30%, 公司作为龙头企业充分享受这一市场机遇; 考虑到公司未来业绩在外延式扩张、产品结构调整、强化产品设计的共同拉动作用下, 业绩较快增长的概率较大, 我们预计公司 2012-2014 年净利润分别为 1.70 亿元、2.47 亿元、3.37 亿元, 分别同比增长 58.35%、45.6%、36.6%, 对应的 EPS 分别为 0.633 元、0.922 元、1.259 元, 维持公司买入评级。

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟

联系人
(8621)61038269
jiaoji@gjzq.com.cn

图表1：销售预测

| 项目 | 2006 | 2007 | 2008 | 1H09 | 2009 | 1H10 | 2010 | 1H11 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|----------|----------|
| 服装类 | | | | | | | | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 29.89 | 58.80 | 108.27 | 60.37 | 171.41 | 95.20 | 291.28 | 157.81 | 516.60 | 826.56 | 1,157.19 | 1,562.20 |
| 增长率(VOY) | | 96.75% | 84.12% | | 58.32% | 57.70% | 69.93% | 65.77% | 77.36% | 60.00% | 40.00% | 35.00% |
| 毛利率 | 20.90% | 32.33% | 44.88% | 46.39% | 48.26% | 47.76% | 48.75% | 50.00% | 48.45% | 48.50% | 47.50% | 46.50% |
| 销售成本（百万元） | 23.64 | 39.79 | 59.68 | 32.36 | 88.69 | 49.73 | 149.28 | 78.91 | 266.31 | 425.68 | 607.52 | 835.78 |
| 增长率(VOY) | | 68.32% | 49.99% | | 48.61% | 53.68% | 68.32% | 58.67% | 78.40% | 185.16% | 42.72% | 37.57% |
| 毛利（百万元） | 6.25 | 19.01 | 48.59 | 28.01 | 82.72 | 45.47 | 142.00 | 78.90 | 250.29 | 400.88 | 549.66 | 726.43 |
| 增长率(VOY) | | 204.38% | 155.56% | | 70.25% | 62.35% | 71.66% | 73.52% | 76.26% | 182.31% | 37.11% | 32.16% |
| 占总销售额比重 | 41.14% | 50.44% | 51.92% | 52.56% | 58.39% | 61.81% | 67.39% | 63.29% | 68.75% | 69.54% | 70.35% | 52.01% |
| 占主营业务利润比重 | 29.80% | 47.74% | 52.63% | 53.54% | 58.85% | 61.40% | 67.27% | 63.48% | 69.81% | 71.04% | 71.76% | 53.13% |
| 鞋类 | | | | | | | | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 16.60 | 28.40 | 52.02 | 28.28 | 66.78 | 35.95 | 94.51 | 61.93 | 166.56 | 266.49 | 373.08 | 503.66 |
| 增长率(VOY) | | 71.07% | 83.19% | | 28.38% | 27.14% | 41.52% | 72.27% | 76.23% | 60.00% | 40.00% | 35.00% |
| 毛利率 | 20.84% | 29.00% | 42.44% | 44.12% | 46.12% | 47.07% | 47.63% | 49.61% | 47.84% | 47.00% | 46.00% | 45.00% |
| 销售成本（百万元） | 13.14 | 20.16 | 29.94 | 15.80 | 35.98 | 19.03 | 49.49 | 31.21 | 86.88 | 141.24 | 201.47 | 277.02 |
| 增长率(VOY) | | 53.42% | 48.51% | | 20.18% | 20.44% | 37.56% | 63.99% | 75.52% | 185.36% | 42.64% | 37.50% |
| 毛利（百万元） | 3.46 | 8.24 | 22.08 | 12.48 | 30.80 | 16.92 | 45.02 | 30.72 | 79.68 | 125.25 | 171.62 | 226.65 |
| 增长率(VOY) | | 138.09% | 168.08% | | 39.50% | 35.63% | 46.16% | 81.57% | 77.01% | 178.24% | 37.02% | 32.07% |
| 占总销售额比重 | 22.85% | 24.36% | 24.95% | 24.62% | 22.75% | 23.34% | 21.87% | 24.84% | 22.17% | 22.42% | 22.68% | 25.61% |
| 占主营业务利润比重 | 16.50% | 20.68% | 23.92% | 23.85% | 21.91% | 22.85% | 21.33% | 24.72% | 22.22% | 22.19% | 22.41% | 24.75% |
| 装备类 | | | | | | | | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 26.16 | 29.38 | 48.24 | 26.22 | 55.36 | 22.87 | 46.45 | 29.60 | 68.23 | 95.52 | 114.62 | 137.54 |
| 增长率(VOY) | | 12.30% | 64.19% | | 14.76% | -12.76% | -16.09% | 29.41% | 46.88% | 40.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 43.01% | 42.82% | 44.88% | 45.11% | 48.87% | 50.98% | 51.82% | 49.55% | 41.88% | 40.00% | 39.00% | 38.00% |
| 销售成本（百万元） | 14.91 | 16.80 | 26.59 | 14.39 | 28.31 | 11.21 | 22.38 | 14.93 | 39.65 | 57.31 | 69.92 | 85.28 |
| 增长率(VOY) | | 12.68% | 58.27% | | 6.45% | -22.10% | -20.94% | 33.20% | 77.18% | 156.08% | 22.00% | 21.97% |
| 毛利（百万元） | 11.25 | 12.58 | 21.65 | 11.83 | 27.05 | 11.66 | 24.07 | 14.66 | 28.57 | 38.21 | 44.70 | 52.27 |
| 增长率(VOY) | | 11.79% | 72.10% | | 24.95% | -1.40% | -11.03% | 25.77% | 18.70% | 58.73% | 17.00% | 16.92% |
| 占总销售额比重 | 36.01% | 25.20% | 23.13% | 22.82% | 18.86% | 14.85% | 10.75% | 11.87% | 9.08% | 8.04% | 6.97% | 22.38% |
| 占主营业务利润比重 | 53.69% | 31.59% | 23.45% | 22.61% | 19.25% | 15.75% | 11.40% | 11.80% | 7.97% | 6.77% | 5.84% | 22.12% |
| 销售总收入（百万元） | 72.65 | 116.58 | 208.53 | 114.86 | 293.55 | 154.02 | 432.24 | 249.33 | 751.38 | 1188.57 | 1644.89 | 2203.41 |
| 销售总成本（百万元） | 51.69 | 76.75 | 116.21 | 62.55 | 152.97 | 79.97 | 221.15 | 125.05 | 392.84 | 624.23 | 878.91 | 1198.07 |
| 毛利（百万元） | 20.96 | 39.83 | 92.32 | 52.31 | 140.58 | 74.05 | 211.09 | 124.29 | 358.55 | 564.34 | 765.98 | 1005.34 |
| 平均毛利率 | 28.85% | 34.17% | 44.27% | 45.54% | 47.89% | 48.08% | 48.84% | 49.85% | 47.72% | 47.48% | 46.57% | 45.63% |

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 主营业务收入 | 294 | 434 | 754 | 1,189 | 1,645 | 2,203 |
| 增长率 | 47.9% | 73.6% | 57.7% | 38.4% | 34.0% | |
| 主营业务成本 | -153 | -221 | -395 | -624 | -879 | -1,198 |
| %销售收入 | 52.1% | 51.0% | 52.5% | 52.5% | 53.4% | 54.4% |
| 毛利 | 141 | 213 | 358 | 564 | 766 | 1,005 |
| %销售收入 | 47.9% | 49.0% | 47.5% | 47.5% | 46.6% | 45.6% |
| 营业税金及附加 | -2 | -2 | -4 | -6 | -8 | -11 |
| %销售收入 | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 营业费用 | -57 | -92 | -118 | -190 | -255 | -331 |
| %销售收入 | 19.3% | 21.3% | 15.7% | 16.0% | 15.5% | 15.0% |
| 管理费用 | -32 | -54 | -91 | -149 | -197 | -253 |
| %销售收入 | 11.0% | 12.4% | 12.1% | 12.5% | 12.0% | 11.5% |
| 息税前利润(EBIT) | 50 | 65 | 145 | 220 | 305 | 410 |
| %销售收入 | 17.0% | 14.9% | 19.3% | 18.5% | 18.6% | 18.6% |
| 财务费用 | 0 | 4 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| %销售收入 | -0.1% | -0.9% | -0.5% | -0.3% | -0.3% | -0.3% |
| 资产减值损失 | -4 | -3 | -26 | -24 | -20 | -20 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 46 | 65 | 123 | 200 | 291 | 397 |
| 营业利润率 | 15.8% | 15.0% | 16.4% | 16.8% | 17.7% | 18.0% |
| 营业外收支 | 5 | -1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 52 | 64 | 125 | 200 | 291 | 397 |
| 利润率 | 17.6% | 14.8% | 16.5% | 16.8% | 17.7% | 18.0% |
| 所得税 | -8 | -10 | -18 | -30 | -44 | -60 |
| 所得税率 | 14.9% | 16.0% | 14.1% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 44 | 54 | 107 | 170 | 247 | 337 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 44 | 54 | 107 | 170 | 247 | 337 |
| 净利率 | 15.0% | 12.4% | 14.2% | 14.3% | 15.0% | 15.3% |

资产负债表（人民币百万元）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 410 | 379 | 365 | 434 | 500 | 600 |
| 应收账款 | 11 | 13 | 19 | 39 | 63 | 96 |
| 存货 | 71 | 89 | 178 | 215 | 318 | 462 |
| 其他流动资产 | 1 | 7 | 15 | 14 | 20 | 26 |
| 流动资产 | 492 | 489 | 577 | 703 | 900 | 1,184 |
| %总资产 | 92.4% | 78.3% | 68.2% | 66.7% | 67.4% | 69.5% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 37 | 129 | 254 | 345 | 432 | 515 |
| %总资产 | 6.9% | 20.6% | 30.0% | 32.8% | 32.3% | 30.2% |
| 无形资产 | 4 | 8 | 6 | 2 | 2 | 2 |
| 非流动资产 | 41 | 137 | 269 | 350 | 436 | 519 |
| %总资产 | 7.8% | 22.0% | 31.8% | 33.3% | 32.6% | 30.5% |
| 资产总计 | 532 | 624 | 845 | 1,053 | 1,336 | 1,703 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 30 | 16 |
| 应付款项 | 68 | 107 | 193 | 235 | 328 | 444 |
| 其他流动负债 | 8 | 22 | 47 | 123 | 153 | 187 |
| 流动负债 | 76 | 128 | 239 | 358 | 511 | 647 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 76 | 128 | 239 | 358 | 511 | 648 |
| 普通股股东权益 | 457 | 499 | 606 | 695 | 825 | 1,055 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 533 | 627 | 845 | 1,053 | 1,336 | 1,703 |

比率分析

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.657 | 0.402 | 0.400 | 0.633 | 0.922 | 1.259 |
| 每股净资产 | 6.819 | 3.722 | 2.261 | 2.594 | 3.078 | 3.937 |
| 每股经营现金净流 | 0.727 | 0.627 | 0.483 | 0.633 | 0.897 | 1.151 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.200 | 0.100 | 0.300 | 0.350 | 0.400 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 9.64% | 10.81% | 17.68% | 24.40% | 29.95% | 31.97% |
| 总资产收益率 | 8.26% | 8.59% | 12.67% | 16.11% | 18.49% | 19.81% |
| 投入资本收益率 | 9.31% | 10.86% | 20.60% | 26.85% | 30.37% | 32.55% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 38.46% | 47.86% | 73.64% | 57.70% | 38.39% | 33.95% |
| EBIT增长率 | 46.22% | 29.20% | 125.02% | 51.26% | 39.04% | 34.38% |
| 净利润增长率 | 72.92% | 22.39% | 98.81% | 58.35% | 45.61% | 36.56% |
| 总资产增长率 | 230.45% | 17.62% | 34.80% | 24.54% | 26.89% | 27.47% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 6.0 | 5.4 | 5.0 | 7.0 | 9.0 | 11.0 |
| 存货周转天数 | 148.2 | 131.8 | 123.3 | 140.0 | 150.0 | 160.0 |
| 应付账款周转天数 | 59.2 | 74.1 | 88.6 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| 固定资产周转天数 | 45.4 | 91.8 | 110.7 | 97.9 | 90.0 | 81.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -89.64% | -76.07% | -60.25% | -62.38% | -56.99% | -55.29% |
| EBIT利息保障倍数 | -115.5 | -17.3 | -38.5 | -53.1 | -63.4 | -63.7 |
| 资产负债率 | 14.32% | 20.48% | 28.32% | 33.97% | 38.25% | 38.04% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 强买 | 1 | 1 | 6 | 18 | 36 |
| 买入 | 0 | 2 | 7 | 12 | 23 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.50 | 1.53 | 1.45 | 1.42 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2010-07-26 | 买入 | 10.11 | 20.38 ~ 24.09 |
| 2 2010-08-15 | 买入 | 11.87 | N/A |
| 3 2010-10-26 | 买入 | 16.63 | N/A |
| 4 2011-02-15 | 买入 | 16.78 | 35.18 ~ 38.38 |
| 5 2011-03-20 | 买入 | 15.04 | 32.30 ~ 38.70 |
| 6 2011-07-17 | 买入 | 17.41 | 17.74 |
| 7 2011-08-17 | 买入 | 19.86 | N/A |
| 8 2012-02-10 | 买入 | 17.73 | N/A |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B