

分析师：金珍

执业证书编号：S0270511080002

电话：020-37865117

邮箱：jinzen@wlzq.com.cn

发布日期：2012年4月11日

业绩高增长，多品牌运作开启

——探路者（300005）2011年报点评

公司点评报告

增持（维持）

事件：

探路者发布2011年度报告：报告期内，公司实现营业收入7.54亿元，同比增长73.64%；利润总额为1.25亿元，同比增长94.23%；归属于上市公司股东的净利润为1.07亿元，同比增长98.81%；基本每股收益为0.4元。利润分配方案为每10股转增3股并派发现金股利1元（含税）。

点评：

- 业绩超市场预期，四季度保持高增长：**2011公司营业收入同比增长73.64%，净利润同比增长98.81%，呈高增长态势，超市场预期。公司业绩高增长的原因主要在于，在户外用品行业快速发展的大背景下，市场规模不断扩大，主营业务取得良好的发展；同时，公司优化成本控制模式，合理控制费用支出。第四季度业绩表现突出，对全年贡献最大，共实现营业收入3.24亿元，同比增长81%，占总收入43%；净利润0.53亿元，同比增长128%，占总利润的一半。原因在于，四季度为产品销售旺季，公司的主要经营区域集中在华北、东北和西北等北方地区，受暖冬的影响相对也较小。公司近期也发布了一季报业绩预告，预计一季度净利润同比增长92%-105%，继续保持高增长。

图1：近4年公司营业收入

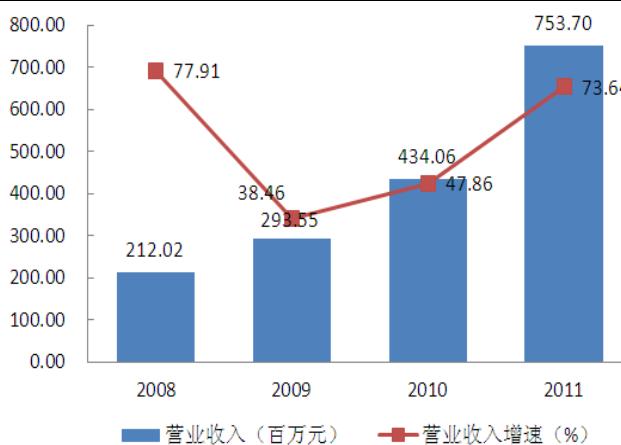
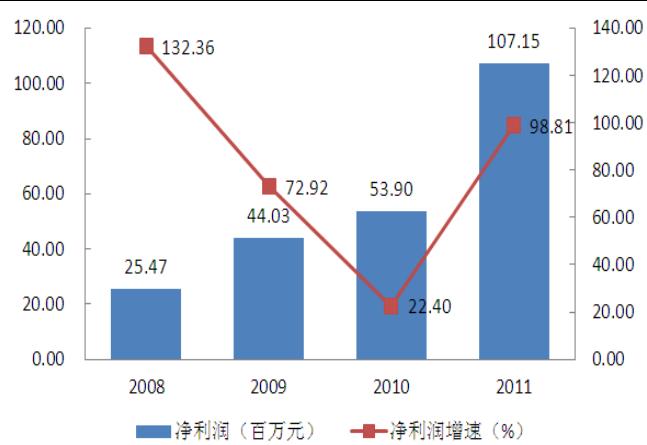


图2：近4年公司净利润

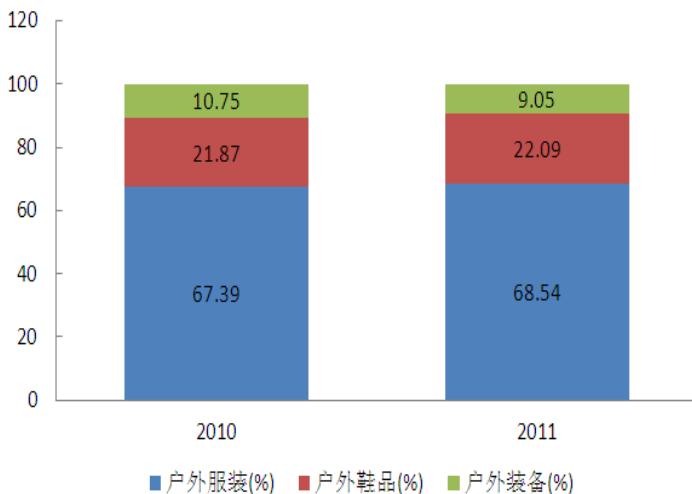


数据来源：公司公告；万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

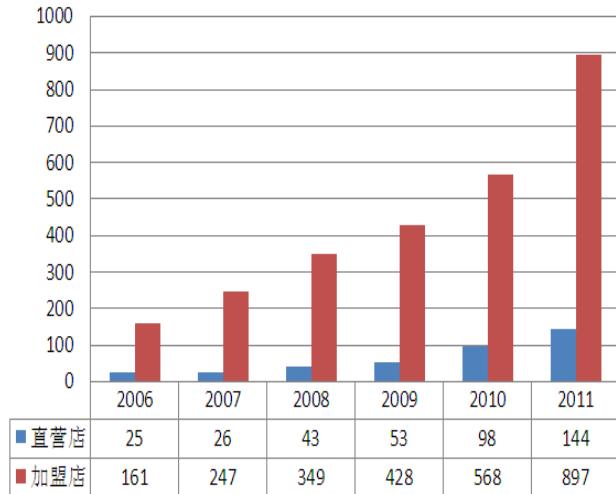
- 主产品地位稳固，加盟业务和电子商务发展强劲：**从产品来看，公司的主产品户外服装实现营业收入5.17亿元，占比69%，同比增长77.35%；户外鞋品实现收入1.67亿元，占比22%，同比增长76.23%；而占比较小的户外装备实现收入6822万元，同比增长46.88%，增速相对较慢在于公司对装备类产品定价策略调整所致。从业务类型来看，直营业务1.1亿元，同比增长24.95%，加盟业务5.46亿元，同比增长74.62%，电子商务3847万元，同比增长437.33%，集团客户5392万元，同比增长136.89%，海外业务及其他268万元，同比增长93.05%。公司2011年加大加盟渠道和电子商务的扩张，全年门店净增375家，其中329家为新开加盟店，主要分布在二线和部分经济发达的三线城市。

图 3: 2010 和 2011 年各产品收入占比



数据来源：公司公告；万联证券研究所

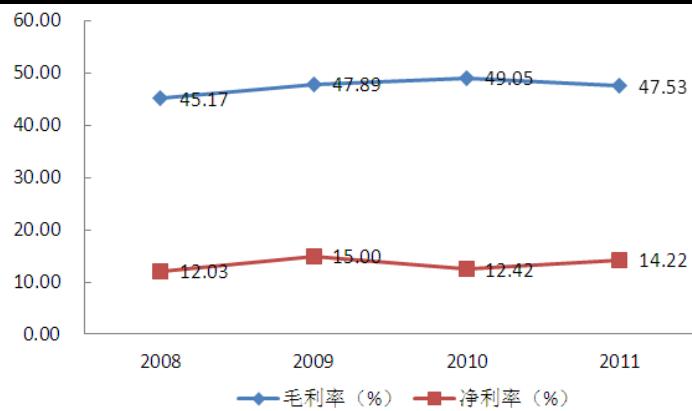
图 4: 近 6 年门店扩张情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

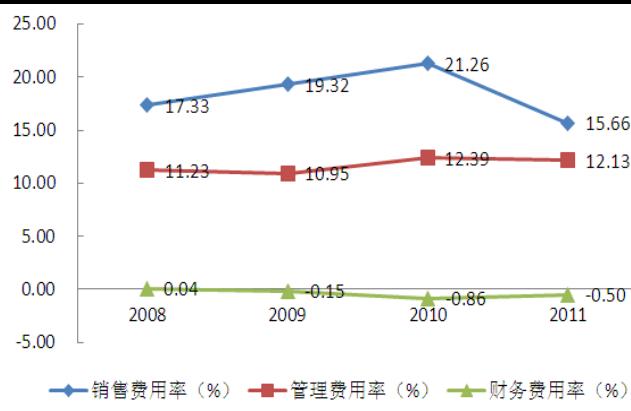
- 毛利率略有下降，费用控制合理：**2011年公司综合毛利率较上年下降1.52%至47.53%，主要和部分产品定价策略调整以及加盟扩张迅速等因素有关，但仍维持高位。全年费用控制较好，销售费用率大幅下降5.6%至15.66%，管理费用率下降0.26%至12.13%。

图 5: 近 4 年毛利率和净利率



数据来源：公司公告；万联证券研究所

图 6: 近四年各项费用率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

- 订货会增长60%以上，2012年全年业绩有保障：**近年来，公司每年两次的新品订货会上的期货订单基本能决定全年85%以上的销售收入。2012年春夏产品期货预订情况保持高速增长，期货订单金额累计达4.82亿元，同比增长66%；秋冬产品期货订单金额为9.43亿元，同比增长约60.65%，订单情况同样较好；加盟订单继续带动订货会订单金额保持快速增长。因此，2012年的这两次订货会期货订单累计额合计达14.25亿元，增速均保持60%以上的高增长，公司2012年的业绩增长有保障。
- 未来看点在于多品牌运作和二线市场渠道扩张：**公司目前根据细分市场和消费需求打造分别针对专业户外运动市场、户外休闲用品市场和电子商务户外用品市场的三大品牌。2012年主品牌探路者将进一步提升品牌形象，重点发展专业户外运动市场中的冲锋衣、速干T恤和徒步鞋等产品品类；主打户外功能休闲用品的Discovery Expedition品牌，将专注开发以创新、探索、城市、乐趣为主题的产品；电子商务品牌阿肯诺将聚焦22-28岁年轻的网购消费群体，产品强调年轻化和市场

化。2012年Discovery Expedition和阿肯诺两大品牌的发展将是最大看点。在渠道方面，公司2011年底共有门店1041家，其中直营店144家，加盟店897家。2012年公司将继续保持上年的开店增速，加强实体门店的外延式扩张，计划净开店数不少于400家，尤其加强对二线城市的渠道覆盖；另外，公司将在传统百货商场店和街边专卖店渠道基础上，根据具体情况补充商超专卖店、产品折扣店、户外特渠店等渠道形式，进一步优化渠道结构，促进销售业绩增长。在研发技术上，公司也将继续加强产品的技术与设计创新，提高产品性价比，满足消费者对功能性和市场性的需求。2012年公司将保持52.05%的收入增速，力争实现不低于11.5亿元的营业收入。

- **盈利预测与投资建议：**受益于消费升级和旅游、体育等相关产业的政策扶持，我国户外用品行业发展迅猛，目前正处于快速成长期，发展潜力巨大。作为国内户外用品的领军企业，公司将抢占行业发展先机，未来成长可期。预计公司2012年和2013年EPS分别为0.63元和0.95元，对应市盈率为33倍和22倍，目前估值较高，维持“增持”评级。
- **风险因素：**经济增速回落影响消费需求；品牌运作和渠道扩张不及预期；限售股解禁。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	4.34	7.54	12.12	18.32
增长比率 (%)	47.86	73.64	60.81	51.16
净利润 (亿元)	0.54	1.07	1.69	2.55
增长比率 (%)	22.40	98.81	57.57	50.79
每股收益 (元)	0.40	0.40	0.63	0.95
市盈率 (倍)	52.20	52.23	33.14	21.98

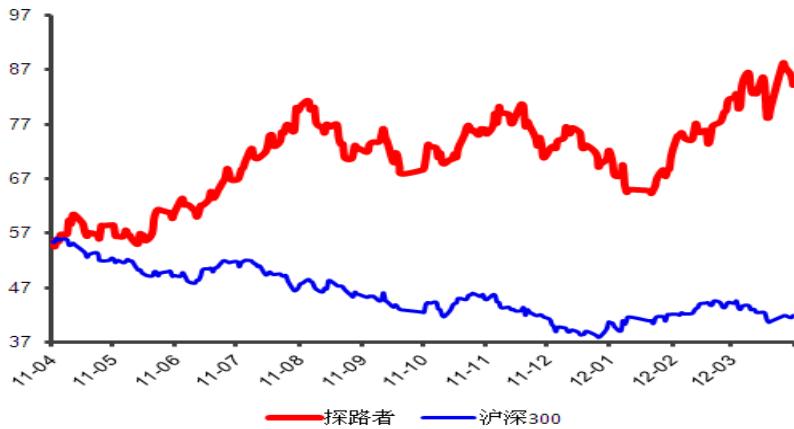
市场数据

收盘价 (元)	20.88
一年内最高/最低 (元)	30.49/13.27
沪深300 指数	2305.86
市净率 (倍)	9.24
流通市值 (亿元)	24.04

基础数据

每股净资产 (元)	2.26
每股经营现金流 (元)	0.48
毛利率 (%)	47.53
净资产收益率 (%)	17.68
资产负债率 (%)	28.32
总股本/流通股 (万股)	26800/11513
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

- 探路者 (300005) 2011 年三季报点评
- 探路者 (300005) 2012 年秋冬订货会点评

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：金珍

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603
电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 中山二路18号电信广场36层
电话：020-37865161 传真：020-22373718-1008