

**其他服装**
**署名人:** 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

**参与人:** 石颖

S0960111080509

0755-82026844

shiying@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 23.80元

当前股价: 20.30元

评级调整: 维持

**基本资料**

|          |         |
|----------|---------|
| 上证综合指数   | 2406.86 |
| 总股本(百万)  | 268     |
| 流通股本(百万) | 116     |
| 流通市值(亿)  | 23      |
| EPS      | 0.40    |
| 每股净资产(元) | 2.26    |
| 资产负债率    | 28.32%  |

**股价表现**

| (%)     | 1M    | 3M    | 6M    |
|---------|-------|-------|-------|
| 探路者     | -0.79 | 27.59 | 20.43 |
| 纺织服装    | -4.21 | 14.31 | -7.20 |
| 沪深300指数 | -0.12 | 6.42  | 1.69  |


**相关报告**

 探路者 - 品牌领先、渠道发力, 探求户外高  
增长之路 2012-04-18

**探路者**
**300005**
**强烈推荐**
**一季度销售旺盛 净利翻番**  
**——2012一季报点评**

公司公告 2012 年一季报: 营收 2.01 亿 (+73.27%) ; 归属上市公司股东净利 4065 万 (+105.89%) ; EPS=0.1517 元。公司业绩略高于市场预期。我们认为公司 2012 年全年渠道高增长、单店管理提升, 电子商务+团购业务处处发力, 业绩持续强劲增长。

**投资要点:**

- **一季度营收同比增 73%, 主要来自店数增长。** 2011 年末渠道数较 2010 年末增长 56%, 另外单店提升和电子商务+团购业务的发力都是公司的收入增长亮点。单店提升主要基于以下两点: 一是公司 2012 年主推价格在~1000 元、性价比高的冲锋衣, 大幅提升产品订货量, 二是加强终端门店管理, 改善店铺陈列, 提升陈列密度。
- **毛利提升及费用管控使归属母公司净利同比大增 106%。** 虽然公司 2012 年产品价格下调 15-20%, 但毛利率从 2011Q1 的 49.68% 提升至 2012Q1 的 52.66%, 原因在于公司大量增加了主打款的订货数量, 提升对供应商议价能力, 使原料成本降 15%, 加工成本降 5% 左右。销售费用率及管理费用率分别从 2011Q1 的 17.99% 及 13.98% 降至 2012Q1 的 17.10% 和 11.05%。
- **2012Q1 净新开店 83 家, 2012 年末店数有望达 1500 家。** 截至 2012 年 Q1 末, 店数达 1124 家, 因一季度往往开店数较少, 二、三季度是开店旺季, 因此全年店数仍有望达 1500 家。渠道增长仍是公司收入增长的主要引擎。2012 年末公司将布局新品牌 discovery 的店铺渠道。
- **2012 年产品调价促进渠道下沉, 团购+电子商务皆为增长亮点。** 预计 2012 年在低折扣率+高信用额度支持+道具补贴三重作用支持下, 渠道仍保持~45% 的增速, 达~1500 家, 2012 年产品价格下调 15-20%, 加宽价格带助力渠道下沉; 2011 年团购、电子商务皆发力, 分别增 173%、437%, 2012 年电子商务营收有望突破亿元。
- **给予公司“强烈推荐”。** 预测 12-14 年 EPS 为 0.68、1.02、1.39 元, 相对 2012 年 EPS 给予 35 倍估值, 对应股价 23.8 元。

**风险提示:**

- 第一期期权行权、大股东股权解禁、渠道扩张速度不达预期、所得税优惠到期

**主要财务指标**

| 单位: 百万元   | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 754   | 1260  | 1887  | 2562  |
| 收入同比(%)   | 73.6% | 67.2% | 49.7% | 35.8% |
| 归属母公司净利润  | 107   | 183   | 272   | 371   |
| 净利润同比(%)  | 98.8% | 70.8% | 48.9% | 36.3% |
| 毛利率(%)    | 47.5% | 48.0% | 48.5% | 49.0% |
| ROE(%)    | 17.7% | 23.2% | 26.3% | 26.9% |
| 每股收益(元)   | 0.40  | 0.68  | 1.02  | 1.39  |
| P/E       | 51.77 | 30.31 | 20.36 | 14.94 |
| P/B       | 9.15  | 7.03  | 5.36  | 4.02  |
| EV/EBITDA | 40    | 21    | 14    | 10    |

资料来源: 中投证券研究所

**附：财务预测表****资产负债表**

| 会计年度             | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      |      |       |       |       |
| 现金               | 577  | 825   | 1208  | 1685  |
| 应收账款             | 365  | 505   | 739   | 1057  |
| 其他应收款            | 13   | 24    | 36    | 49    |
| 预付账款             | 6    | 15    | 25    | 31    |
| 存货               | 10   | 20    | 29    | 39    |
| 其他流动资产           | 178  | 261   | 379   | 509   |
| <b>非流动资产</b>     |      |       |       |       |
| 长期投资             | 229  | 249   | 265   | 279   |
| 无形资产             | 37   | 20    | 14    | 10    |
| <b>资产总计</b>      | 845  | 1096  | 1489  | 1977  |
| <b>流动负债</b>      |      |       |       |       |
| 短期借款             | 239  | 307   | 455   | 598   |
| 应付账款             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债           | 135  | 205   | 313   | 417   |
| <b>非流动负债</b>     |      |       |       |       |
| 长期借款             | 105  | 101   | 142   | 180   |
| 其他非流动负债          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>      | 239  | 307   | 455   | 598   |
| <b>少数股东权益</b>    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股本               | 268  | 268   | 268   | 268   |
| 资本公积             | 143  | 143   | 143   | 143   |
| 留存收益             | 195  | 378   | 623   | 968   |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 606  | 789   | 1035  | 1379  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 845  | 1096  | 1489  | 1977  |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 129  | 152   | 277   | 360   |
| 净利润            | 107  | 183   | 272   | 371   |
| 折旧摊销           | 8    | 10    | 11    | 11    |
| 财务费用           | -4   | -5    | -6    | -9    |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -17  | -21   | -6    | -21   |
| 其他经营现金流        | 35   | -15   | 6     | 8     |
| <b>投资活动现金流</b> | -132 | -17   | -22   | -25   |
| 资本支出           | 132  | 15    | 19    | 21    |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 0    | -2    | -3    | -4    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -12  | 5     | -20   | -17   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 134  | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -121 | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -25  | 5     | -20   | -17   |
| <b>现金净增加额</b>  | -14  | 140   | 234   | 318   |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

| 会计年度            | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------|------|------|------|------|
| <b>营业收入</b>     | 754  | 1260 | 1887 | 2562 |
| 营业成本            | 395  | 655  | 972  | 1307 |
| 营业税金及附加         | 4    | 5    | 7    | 10   |
| 营业费用            | 118  | 224  | 340  | 474  |
| 管理费用            | 91   | 136  | 208  | 282  |
| 财务费用            | -4   | -5   | -6   | -9   |
| 资产减值损失          | 26   | 3    | 5    | 5    |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 投资净收益           | 0    | 0    | 0    | 0    |
| <b>营业利润</b>     | 123  | 241  | 362  | 494  |
| 营业外收入           | 2    | 3    | 4    | 4    |
| 营业外支出           | 0    | 2    | 3    | 3    |
| <b>利润总额</b>     | 125  | 242  | 363  | 495  |
| 所得税             | 18   | 59   | 91   | 124  |
| <b>净利润</b>      | 107  | 183  | 272  | 371  |
| 少数股东损益          | 0    | 0    | 0    | 0    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 107  | 183  | 272  | 371  |
| EBITDA          | 128  | 246  | 366  | 496  |
| EPS (元)         | 0.40 | 0.68 | 1.02 | 1.39 |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2011  | 2012  | 2013  | 2014   |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |        |
| 营业收入           | 73.6% | 67.2% | 49.7% | 35.8%  |
| 营业利润           | 89.9% | 95.3% | 50.2% | 36.4%  |
| 归属于母公司净利润      | 98.8% | 70.8% | 48.9% | 36.3%  |
| <b>盈利能力</b>    |       |       |       |        |
| 毛利率            | 47.5% | 48.0% | 48.5% | 49.0%  |
| 净利率            | 14.2% | 14.5% | 14.4% | 14.5%  |
| ROE            | 17.7% | 23.2% | 26.3% | 26.9%  |
| ROIC           | 43.8% | 64.1% | 93.1% | 117.1% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |        |
| 资产负债率          | 28.3% | 28.0% | 30.5% | 30.2%  |
| 净负债比率          | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
| 流动比率           | 2.41  | 2.69  | 2.66  | 2.82   |
| 速动比率           | 1.53  | 1.79  | 1.78  | 1.92   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |        |
| 总资产周转率         | 1.02  | 1.30  | 1.46  | 1.48   |
| 应收账款周转率        | 69    | 65    | 60    | 58     |
| 应付账款周转率        | 4.12  | 3.86  | 3.75  | 3.58   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.40  | 0.68  | 1.02  | 1.39   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.48  | 0.57  | 1.03  | 1.34   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 2.26  | 2.94  | 3.86  | 5.15   |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |        |
| P/E            | 51.77 | 30.31 | 20.36 | 14.94  |
| P/B            | 9.15  | 7.03  | 5.36  | 4.02   |
| EV/EBITDA      | 40    | 21    | 14    | 10     |

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

石颖，中投证券研究所纺织服装行业研究员，清华大学经济管理学院会计学学士、金融学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务  
中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际  
大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434