

关注首期股权激励首次授予行权期

投资要点：

- 首期股权激励首次授予第一期行权期限为 2012 年 6 月 21 日到 2013 年 6 月 20 日：(1) 行权价格为 8.48 元；(2) 合计行权人 79 人；(3) 主要高管可行权情况：彭昕 39 万（可行权 11.7 万），张成 80.6 万（可行权 24.18 万），韩涛 20.8 万（可行权 6.24 万），其他核心业务及技术人员 76 人共 369.04 万（可行权 110.7 万）。
 - 行权价与目前股票价格差距较大，期权具有行权价值。目前股价 18.30 元，与行权价 8.48 元相差近 10 元，期权价值对持有人具有吸引力，我们认为大部分持有人会选择行权。目前可行权数量总计 152.83 万股，占流通股的 1.01%，占总股本的 0.43%。
 - 引入专业分销商加强弱势区域，未来收入 40%-60% 的高增长可能性大。为加强弱势区域的渠道铺设，2011 年公司按一级代理商引入浙江金冠、安徽宝胜；今年又在湖北区域引入杰之行。我们认为，彭昕总裁是将安踏渠道发展模式部分复制到探路者上，随着专业分销商逐渐引进（2012 年会加强和宝胜其他区域合作），渠道数量保持高增速，公司未来三年收入有望保持高增长。
 - 净利润增长需关注所得税率和费用率。(1) 所得税率：2012 年所得税率是否能延续 15%，需关注高新技术企业申请结果。(2) 销售费用率：去年销售费用率大幅下降 5.6 个百分点对净利润贡献大，销售费用率下降的原因是公司对品牌内涵和宣传方式尚在规划中，故推迟广告投放和市场推广活动，我们预期今年会加大广告投入从而提升销售费用率。(3) 管理费用率：第一、第二期股权激励的摊销会提高管理费用，但是随着公司的扩大，规模化效应和成本控制会降低管理费用。因此，今年净利润增长需关注所得税率，以及管理带来的成本降低是否能抵消广告投入和期权摊销费用的增加。
 - 维持对公司“谨慎推荐”评级。预计公司 2012-2014 年收入分别为 12.3、19.1、27.3 亿元，预计净利润分别为 1.67、2.79、4.14 亿元，每股 EPS 分别为 0.48、0.80、1.19 元，当前股价对应 PE 分别为 38.2、22.8、15.4 倍。
- 公司目前估值在 A 股品牌服饰类企业中最高，但户外行业未来几年仍是增速最快的子行业之一，公司作为龙头能超越行业表现，我们长期看好公司，但短期估值已经体现其高增速，维持对公司“谨慎推荐”评级。

探路者 (300005.SZ)
谨慎推荐 维持评级

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

执业证书编号：S0130111081688

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据	时间	2012.06.21
A股收盘价 (元)		18.30
A股一年内最高价 (元) *		22.50
A股一年内最低价 (元) *		15.60
上证指数		2260
市净率		8.29
总股本 (万股)		34,840
实际流通 A 股 (万股)		15,131
限售 A 股 (万股)		19,709
流通 A 股市值 (亿元)		27.69

注：*价格未复权

相关研究

《探路者：二期股权激励推出利好股价》

2012.02.10

《探路者：订货会增速喜人，护航 2012 高增长》

2011.12.21

《探路者：完善公司治理，实施多品牌策略》

2011.9.23

表 1：探路者（300005）财务报表预测

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E																								
	货币资金	应收票据	应收账款	预付款项	其他应收款	存货	其他流动资产	长期股权投资	固定资产	在建工程	工程物资	无形资产	长期待摊费用	资产总计	短期借款	应付票据	应付账款	预收款项	应付职工薪酬	应交税费	其他应付款	其他流动负债	长期借款	预计负债	负债合计	股东权益合计	现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E			
货币资金	379.4	365.1	543.5	704.6	1045.1	营业收入	434.1	753.7	1230.7	1912.8	2728.0																								
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	221.2	395.5	633.8	975.5	1377.6																								
应收账款	7.7	12.9	20.8	31.6	43.1	营业税金及附加	2.3	3.5	3.9	6.0	8.6																								
预付款项	4.4	10.1	20.7	31.8	44.9	销售费用	92.3	118.0	209.3	327.0	474.3																								
其他应收款	5.7	5.6	9.2	14.3	20.4	管理费用	53.8	91.4	147.5	213.2	290.8																								
存货	89.2	177.9	250.2	408.8	521.9	财务费用	-3.7	-3.8	-1.8	-2.2	-3.1																								
其他流动资产	2.5	5.2	5.2	5.2	5.2	资产减值损失	3.3	25.5	41.7	64.7	92.3																								
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	109.1	228.6	272.3	323.3	371.5	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0																								
在建工程	19.5	25.3	25.3	25.3	25.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0																								
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	65.0	123.5	196.3	328.6	487.4																								
无形资产	1.6	2.5	2.3	2.1	1.9	营业外收支净额	-0.8	1.2	0.0	0.0	0.0																								
长期待摊费用	6.0	3.0	4.0	4.0	5.0	税前利润	64.2	124.7	196.3	328.6	487.4																								
资产总计	626.2	845.4	1153.4	1550.9	2084.2	减： 所得税	10.3	17.5	29.4	49.3	73.1																								
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	53.9	107.2	166.9	279.3	414.3																								
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司净利润	53.9	107.2	166.9	279.3	414.3																								
应付账款	57.4	134.5	212.6	327.3	462.2	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0																								
预收款项	30.4	42.5	132.3	205.7	293.3	基本每股收益	0.40	0.40	0.48	0.80	1.19																								
应付职工薪酬	8.0	11.0	11.0	11.0	11.0	稀释每股收益	0.40	0.40	0.48	0.80	1.19																								
应交税费	12.7	35.5	35.5	35.5	35.5	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E																								
其他应付款	19.0	15.9	15.9	15.9	15.9	成长性																													
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	47.9%	73.6%	63.3%	55.4%	42.6%																								
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	29.2%	125.0%	62.6%	65.6%	47.4%																								
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	22.4%	98.8%	55.7%	67.4%	48.3%																								
负债合计	127.4	239.5	407.4	595.4	817.9	盈利能力	49.0%	47.5%	48.5%	49.0%	49.5%																								
股东权益合计	498.7	606.0	746.1	955.5	1266.2	销售毛利率	49.0%	47.5%	48.5%	49.0%	49.5%																								
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	12.4%	14.2%	13.6%	14.6%	15.2%																								
净利润	54	107	167	279	414	ROE	11.3%	19.4%	24.7%	32.8%	37.3%																								
折旧与摊销	5	0	9	12	13	ROIC	65.02%	69.30%	90.54%	146.63%	207.68%																								
经营活动现金流	84	105	257	292	503	估值倍数																													
投资活动现金流	-100	0	-53	-63	-62	PE	45.5	45.8	38.2	22.8	15.4																								
融资活动现金流	-12	4	-25	-68	-101	P/S	5.6	6.5	5.2	3.3	2.3																								
现金净变动	-28	109	178	161	341	P/B	4.9	8.1	8.5	6.7	5.0																								
期初现金余额	410	379	365	544	705	股息收益率	0.5%	0.3%	0.4%	1.1%	1.6%																								
期末现金余额	381	488	544	705	1045	EV/EBITDA	29.7	31.3	23.8	14.1	9.0																								

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）、希努尔（002485.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。

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

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

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

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

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