

所得税率调整拖累半年度净利润增速

投资要点：

- 今日公司发布 2012 年半年度业绩预告，略低于市场预期。H1 营业收入 3.74-3.98 亿元，同比增 50%-60%，利润总额 7500-8490 万元，同比增 46%-65%，归属于上市公司股东的净利润 5660-6310 万元，同比增 30%-45%。该公告预增略低于市场预期：收入和净利润增速约 60%。Q2 单季度，收入 1.74-1.98 亿，同比增 30%-49%；净利润 1595-2245 万元，同比下降 5.6%-32.9%。
- 第二季度利润总额略低于预期的原因是费用率提高。2011 年销售费用率较 2010 年大幅下降 5.6 个百分点对净利润增速贡献大，去年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，今年第一季度仍然维持该趋势。但是在第二季度，公司开始加大销售投入，加快渠道拓展、广告营销，随之而来的仓储、物流、人员薪酬等都提高。我们预期今年会加大广告营销投入使得年度销售费用率上行。
- 净利润增速低于利润总额增幅的原因是公司所得税率按照 25% 计算，而去年同期是 15%。如果按照 15% 计算，净利润是 6414-7151 万元，同比增速在 47.4%-64.3%，基本在市场预期范围内。
- 关注高新技术企业资格申请结果引起的所得税率变化。公司高新技术企业资格所得税率优惠今年 7 月 23 日到期，预计半年报在该日期后公布，因此公司按 25% 税率保守计算净利润，需关注高新技术企业申请结果，决定全年能否按 15% 缴纳所得税率。
- 关注第二期股权激励授予日期。2012 年 6 月 14 日公司第三次临时股东大会审议通过了《北京探路者户外有限公司第二期股票期权与限制性股票激励计划（草案修订案）》，授予日将在 6 月 15 日 -7 月 15 日之间的交易日，授予日的股价与公司期权摊销费用直接相关，计入管理费用。
- 风险提示：2012 年 10 月 30 日，公司创始人解禁。
- 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 36.9、22.1、14.9 倍。

我们认为半年报低于预期主要是由于第二季度短期经营情况，和所得税优惠到期，不改变对户外行业和公司前景的长期好看，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

☎：(8610) 6656 8489

✉：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 | 2012.06.27 |
|--------------|----|------------|
| A股收盘价（元） | | 17.69 |
| 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 | | 2216 |
| 市净率 | | 9.89 |
| 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） | | 26.77 |

注：*价格未复权

相关研究

- 《探路者：关注首期股权激励首次授予行权期》
2012.06.27
- 《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 | 2011 | 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 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 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 | 44.0 | 44.2 | 36.9 | 22.1 | 14.9 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 融资活动现金流 | -12 | 4 | -25 | -68 | -101 | P/S | 5.5 | 6.3 | 5.0 | 3.2 | 2.3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 现金净变动 | -28 | 109 | 178 | 161 | 341 | P/B | 4.8 | 7.8 | 8.3 | 6.5 | 4.9 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 期初现金余额 | 410 | 379 | 365 | 544 | 705 | 股息收益率 | 0.6% | 0.3% | 0.4% | 1.1% | 1.7% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 期末现金余额 | 381 | 488 | 544 | 705 | 1045 | EV/EBITDA | 28.5 | 30.1 | 22.9 | 13.5 | 8.7 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

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