

评级：强烈推荐（维持） 纺织服装

公司半年报点评

## 证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003  
电 话： 0755-82485024  
邮 件： lylhua@fcsc.cn

**探路者(300005)：销售费用和所得税率影响收入和净利润未同步增长，2013年春夏订单额增50.49%**

## 事件：

公司披露2012年半年报称，报告期内，实现营业收入37994万元，同比增长52.38%；营业利润8422万元，同比增长63.67%；净利润5923万元，同比增长36.06%；每股收益0.17元。

## 点评：

## ● 销售费用增加和所得税率上升导致收利未同步增长

- 规模扩大致销售费用增长**69.36%**：报告期内，由于公司渠道拓展进度较快，导致相应开店费用、仓储、物流、运输费用及人员薪资均有较大幅度增长；同时，品牌推广活动在二季度陆续展开，相应的广告宣传费、市场推广费用也有较大幅度的增大。
- 所得税率提高**10个百分点**：公司高新技术企业证书已在2012年7月23日到期，相关复审申请报告已经提交，但复审能否通过存在较大不确定性。按照国税总局的相关规定，公司上半年可以按15%的税率预缴企业所得税，但由于本报告披露之日现有高新技术企业证书已经失效，且相关复审尚未结束，根据年审会计师的建议，公司按25%的税率对上半年重新计算预提了所得税费用。

## ● 外延高速扩张依旧，渠道结构持续优化

- 渠道规模快速扩张：报告期内，公司净新开店185家，截止报告期末探路者连锁经营店铺总数已达1226家，按店铺性质划分其中直营店180家，加盟店1046家，分别较2011年底净增加36家和149家；按渠道类型划分其中商场专柜961家，专卖店265家，分别较2011年底净增加116家和69家；按店铺销售定位划分其中标准店1101家，折扣店125家。
- 渠道结构持续优化：在外延扩张的同时，公司进一步优化渠道结构，逐步提升平均店铺面积更大、产品系列更齐全的专卖店在渠道类型中的占比，在传统标准店铺的基础上有效扩展补充了折扣店的店铺类型，正式推出探路者品牌官方电子商务商城(<http://www.etoread.com.cn>)，根据不同渠道类型的具体情况规划其销售的重点商品品类、销售策略等，进一步优化公司渠道结构。

- 强化终端店铺精细化管控：通过推进三层视觉陈列方案、第三方神秘人暗访诊断计划等多种方式提升店铺的经营管理水平，强化对店铺售罄率、库销比等关键指标的管控和分析，提升产品的周转速度，优化产品库存结构，以期推动终端店铺零售管理水平和单店盈利能力的提升。

## ● 营业收入维持高速增长态势

- 主营三大类产品均保持快速增长：报告期内，户外服装、户外鞋品和户外装备三大类产品分别较上年同期增长56.6%、41.76%和43.37%，占主营收入比分别为65.04%、23.1%和



11.16%，其中户外服装占比略有提升 1.75 个百分点。

➤ **各区域销售情况良好：**报告期内，华南和华北市场销售增速分别达 68.64%、55.2%，华东、西南销售增速各为 48.33%、45.09%，东北、西北及海外市场的销售增速依次为 39.1%、29.32%、22.28%，电子商务市场的销售增速达 103.85%。

#### ● 户外装备毛利率大幅下降拖累综合毛利率提升

➤ **户外服装毛利率上升 3.39 个百分点：**报告期内，综合毛利率 50.5%，同比小幅提升 0.95 个百分点。其中，户外服装在收入高速增长及占比上升的同时，毛利率也有较大的提升，同比增长了 3.39 个百分点至 53.39%；户外鞋品的毛利纺基本与去年同期持平，达 49.6%。

➤ **户外装备毛利率下降 7.27 个百分点：**报告期内，户外装备的毛利率 42.27% 主要原因是自 2011 年下半年起，公司为更好强化户外行业特性，进一步提升装备产品的竞争力，调整了装备类产品的定价策略，导致毛利率下降。同时，相较于 2011 年全年公司户外装备的毛利率，2012 年上半年其毛利率水平已开始回升。

#### ● 多品牌战略运作体系初具雏形

➤ **以探路者为核心的多品牌战略布局：**报告期内，公司以合资的方式整合多方资源，逐步开启公司多品牌运作的战略布局，即以探路者品牌为现阶段核心业务，以户外休闲新品牌、电子商务户外新品牌为现阶段战略业务的多品牌业务体系。

➤ **户外休闲品牌预计年底前完成：**2012 年 3 月 1 日公司与江苏嘉茂商业有限公司签订了《合资意向书》，就引入 Discovery Expedition 品牌共同拓展国内户外休闲用品市场相关事宜达成初步共识。目前公司正就合资公司设立的相关事宜与相关方进行积极沟通，预计将在 2012 年底前签订正式的合资协议。

➤ **电商品牌 ACANU 二季度上线销售：**2012 年 3 月 29 日，经公司 2012 年第二次临时股东大会审议通过，公司与 29 名核心员工、13 家现阶段重要加盟商以及外部战略投资者钟佳富先生合资建立控股子公司，打造电商新品牌 ACANU（中文名称：阿肯诺），聚焦 22-28 岁的网购主力消费群体，提供带有功能性保护作用的时尚都市户外用品。阿肯诺公司的运营管理团队已于报告期内基本组建完毕，ACANU 品牌新产品也于 2012 年二季度开始上线销售。

#### ● 2013 年春夏期货订单金额同比增 50.49%

➤ **电子商务订单猛增 7000 万元：**公司 85%以上的销售收入均由每年两次新品期货订货会上期货订单决定。2012 年 6 月末，公司在北京九华山庄举办了探路者品牌 2013 春夏新品发布会，期货订单总金额累计达 7.25 亿元，较 2012 年春夏季产品期货订货会订单总金额 4.82 亿元增长了约 50.49%。其中加盟商订单金额累计为 5.44 亿元，较 2012 年同期增长 26.84%；电子商务订单 0.7 亿元，各直营大区、集团客户等其他业务单元订单 1.12 亿元，三渠道合计订单金额较 2012 年同期增长了 78.43%。

#### ● 2012 年两季订单额同比均超 60%

➤ **锁定全年业绩继续高增：**2012 年春夏季和秋冬季产品订单金额合计为 14.25 亿元，其中加盟商订单 10.99 亿元，各直营区域、集团客户、电子商务等业务单元订单 3.26 亿元，较 2011 年两次产品期货订货会订单金额平均增长率为 62.30%，保障 2012 年全年业绩维持高增长态势。

#### ● 维持“强烈推荐”评级：

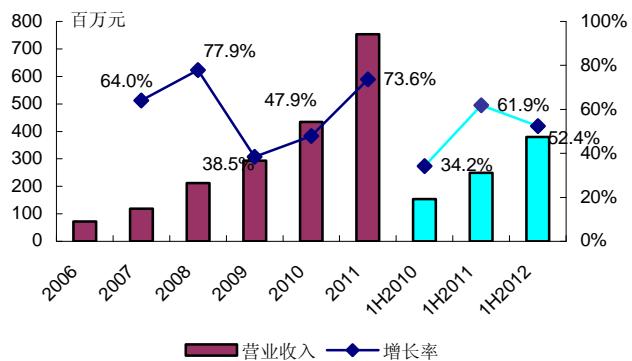
➤ **预计未来三年业绩复合年增长率 40%：**维持 12~14 年 EPS 分别为 0.52 元、0.74 元、



1.02元，当前股价对应下的12年、13年的PE分别为38.3倍。我们认为，依托快速发展的户外用品行业，公司外延扩张依然快速，网络覆盖面和渗透率维持上升态势；精细化管理持续推进，不断提升内生增长。维持“强烈推荐”评级。

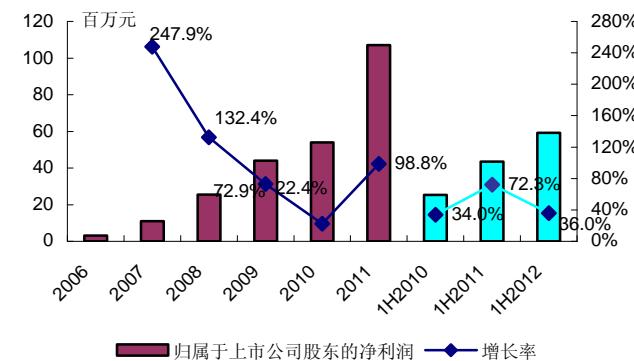
● 风险提示：门店培育未达预期、行业竞争加剧。

图1 营业收入及增长率



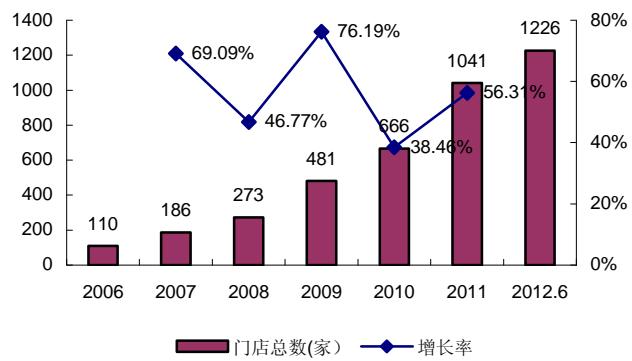
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图2 净利润及增长率



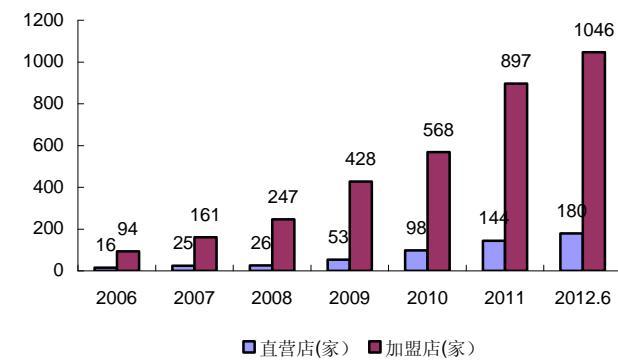
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图3 公司门店总数量及增长率



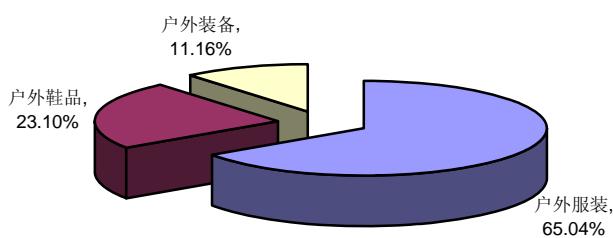
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图4 公司直营店和加盟店数量变化



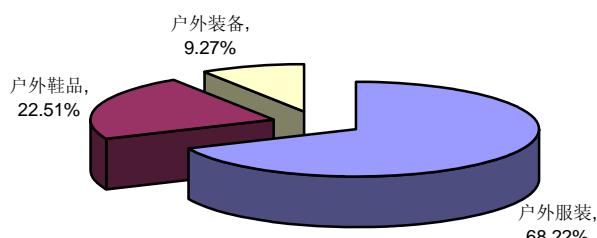
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图5 公司营业收入分产品占比



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

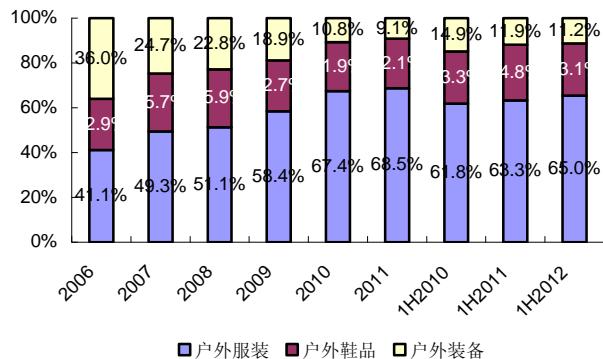
图6 公司营业毛利分产品占比



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

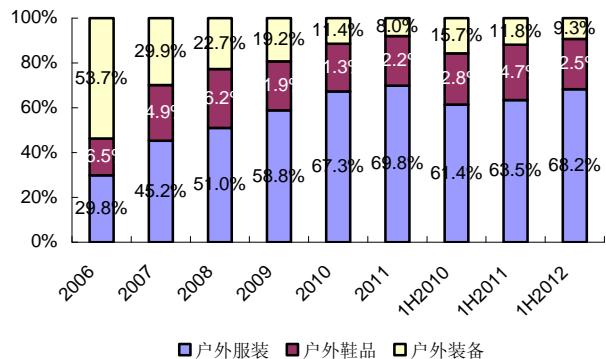


图 7 分产品收入占比变化



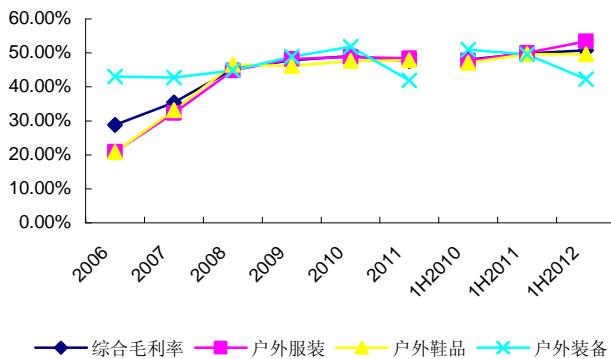
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 8 分产品毛利占比变化



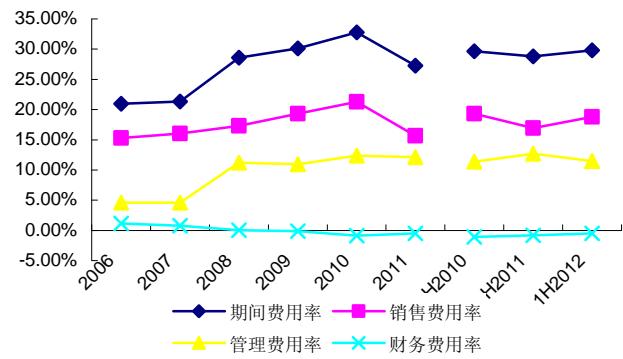
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 9 公司毛利率变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 10 公司费用率变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



**资产负债表**

会计年度	单位:百万元			
	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	577	681	930	1268
现金	365	365	503	698
应收账款	13	20	28	37
其他应收款	6	16	18	23
预付款项	10	10	17	23
存货	178	267	359	483
其他流动资产	5	3	3	4
<b>非流动资产</b>	269	358	431	500
长期投资	0	0	0	0
固定资产	229	338	417	491
无形资产	3	3	3	4
其他非流动资产	37	18	10	5
<b>资产总计</b>	845	1039	1361	1769
<b>流动负债</b>	239	278	390	509
短期借款	0	0	0	0
应付账款	135	165	241	329
其他流动负债	105	113	149	180
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	239	278	390	509
少数股东权益	0	0	0	0
股本	268	348	348	348
资本公积	143	63	63	63
留存收益	195	350	559	849
归属母公司股东权益	606	761	971	1260
<b>负债和股东权益</b>	845	1039	1361	1769

**现金流量表**

会计年度	单位:百万元			
	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	129	132	272	345
净利润	107	182	258	355
折旧摊销	8	11	14	16
财务费用	-4	-2	-2	-3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-17	-61	-11	-45
其他经营现金流	35	2	14	21
<b>投资活动现金流</b>	-132	-107	-88	-88
资本支出	132	105	85	85
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-3	-3	-3
<b>筹资活动现金流</b>	-12	-25	-47	-63
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	134	80	0	0
资本公积增加	-121	-80	0	0
其他筹资现金流	-25	-25	-47	-63
<b>现金净增加额</b>	-14	-0	138	195

资料来源：天软估值模型、第一创业证券研究所

**利润表**

会计年度	单位:百万元			
	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	754	1165	1614	2149
营业成本	395	608	831	1096
营业税金及附加	4	6	8	11
营业费用	118	186	262	348
管理费用	91	142	202	269
财务费用	-4	-2	-2	-3
资产减值损失	26	10	10	10
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	214	303	418
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	125	214	303	418
所得税	18	32	46	63
<b>净利润</b>	107	182	258	355
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	107	182	258	355
EBITDA	128	223	315	432
EPS(元)	0.40	0.52	0.74	1.02

**主要财务比率**

会计年度	单位:百万元			
	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	73.6%	54.6%	38.6%	33.1%
营业利润	89.9%	73.6%	41.6%	37.8%
归属于母公司净利润	98.8%	70.0%	41.6%	37.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	47.5%	47.8%	48.5%	49.0%
净利率(%)	14.2%	15.6%	16.0%	16.5%
ROE(%)	17.7%	23.9%	26.6%	28.2%
ROIC(%)	43.8%	45.8%	55.4%	63.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	28.3%	26.7%	28.7%	28.8%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.41	2.45	2.38	2.49
速动比率	1.53	1.39	1.36	1.42
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.02	1.24	1.35	1.37
应收账款周转率	69	66	62	62
应付账款周转率	4.12	4.07	4.10	3.84
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.52	0.74	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.38	0.78	0.99
每股净资产(最新摊薄)	1.74	2.19	2.79	3.62
<b>估值比率</b>				
P/E	65.03	38.25	27.02	19.61
P/B	11.50	9.15	7.18	5.53
EV/EBITDA	52	30	21	15



## 免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层  
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718  
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层  
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777  
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号  
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281  
P.R.China:200135