

分析师：金珍

执业证书编号：S0270511080002

电话：020-38286835

邮箱：jinzhen@wlzq.com.cn

发布日期：2012年8月20日

## 费用税率影响业绩，春夏订货会继续高增长

——探路者（300005）2012年中报点评

### 公司点评报告

增持（维持）

#### 事件：

**探路者公布2012年半年度报告：**报告期内，公司实现营业总收入3.4亿元，同比增长52.38%；实现利润总额8424.89万元，同比增长63.9%；实现归属于上市公司股东的净利润5923.25万元，同比增长36.06%；实现基本每股收益0.17元。

#### 点评：

- **费用税率使得上半年业绩低于市场预期：**公司上半年营业收入同比增长52.38%，净利润同比增长36.06%，经营业绩低于市场预期。二季度实现营业收入1.79亿元，同比增长34.24%，实现净利润1858万元，同比下降21.89%，大幅低于一季度增速。公司业绩低于预期的原因主要有两方面，一是公司加快渠道拓展和品牌推广，销售规模的扩大带来相应费用的大幅增加。公司上半年净新开门店185家，截至6月30日，门店总数达1226家，其中直营店180家，加盟店1046家；在品牌建设上，公司整合线上线下传播资源，通过在黄金时段打造冠名电视节目、聘请品牌形象代言人、赞助班夫山地电影节和张北草原音乐节、推广TiFF环保功能科技面料等多种方式增强品牌投入力度。二是公司高新技术企业证书已在今年7月底到期，因此上半年所得税费用由之前的15%改为25%的税率计提，净利润增幅大幅低于利润总额增幅。
- **主营业务收入继续保持快速增长：**上半年公司主营业务收入实现3.77亿元，同比增长51.34%。从系列产品来看，占比最大的户外服装销售收入同比增长56.6%，且收入占比提升至65.04%，户外鞋品和户外装备分别同比增长41.76%和43.37%。分地区来看，主营华北地区同比增长55.2%，其他地域发展良好，电子商务市场实现收入2330万元，同比大幅增长103.85%。

图 1：近三年分季度营业收入

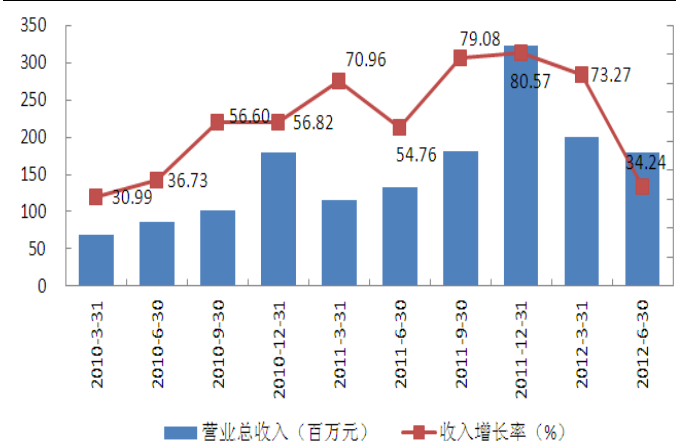
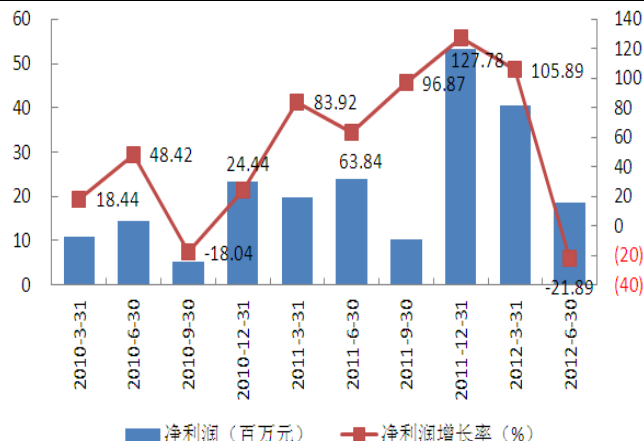


图 2：近三年分季度净利润



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

图 3：2011 年与 2012 年中期分产品收入占比

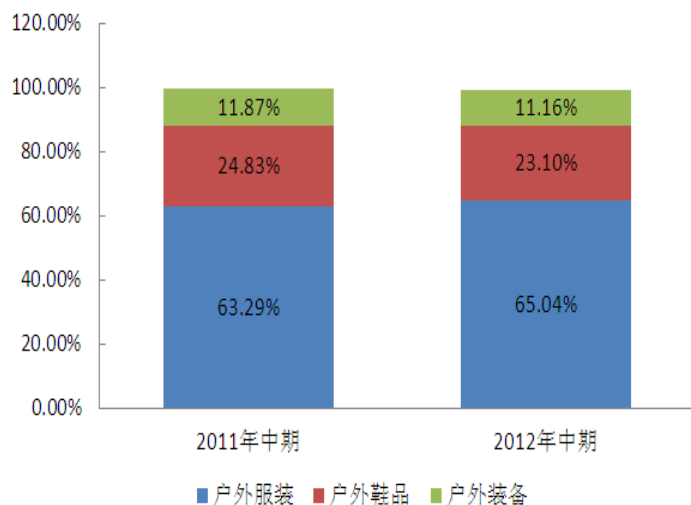
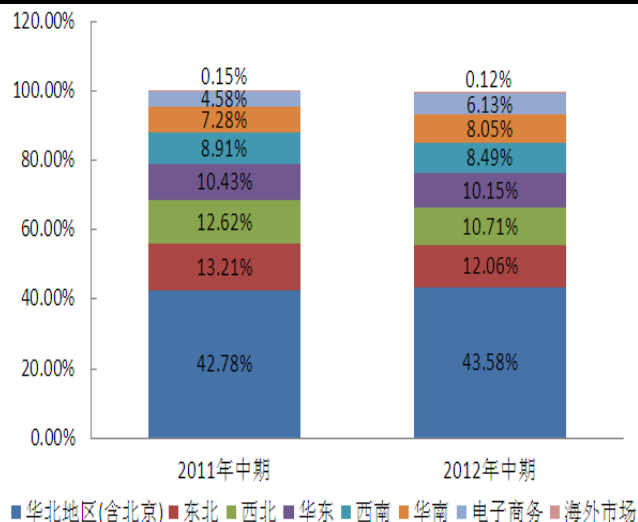


图 4：2011 年与 2012 年中期分区域收入占比

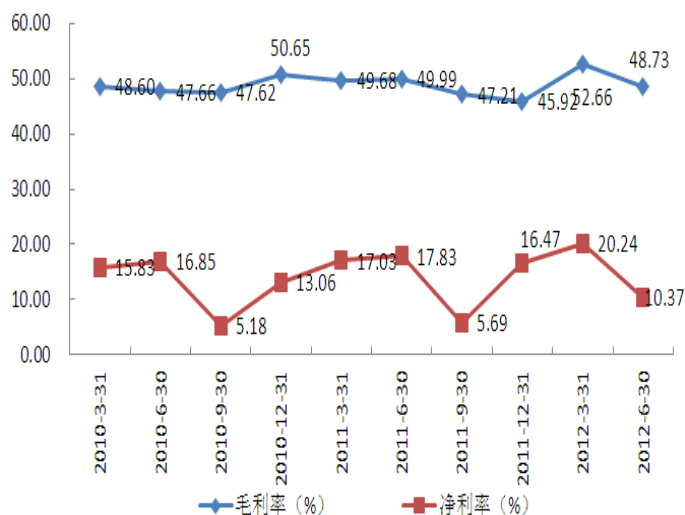


数据来源：公司公告；万联证券研究所

资料来源：公司公告；万联证券研究所

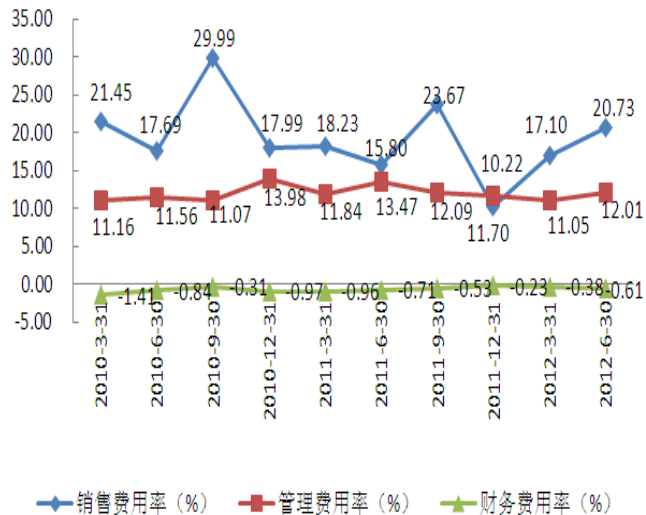
- **毛利率略有提升，销售费用增加：**上半年公司综合毛利率为 50.8%，较上年同期提升 0.95 个百分点，其中，户外服装毛利率提升 3.39 个百分点，户外鞋品与上年基本持平，而户外装备由于产品定价策略调整，毛利率大幅下降 7.27 个百分点。从各项费用率来看，销售费用率同比提升 1.88 个百分点至 18.81%；管理费用率为 11.5%，下降 1.21 个百分点；财务费用率提升 0.34 个百分点至 -0.49%。6 月末存货累计金额为 1.4 亿元，占总资产的 18%，存货周转率为 1.18，较上年同期下降 0.05。

图 5：近三年分季度毛利率和净利率



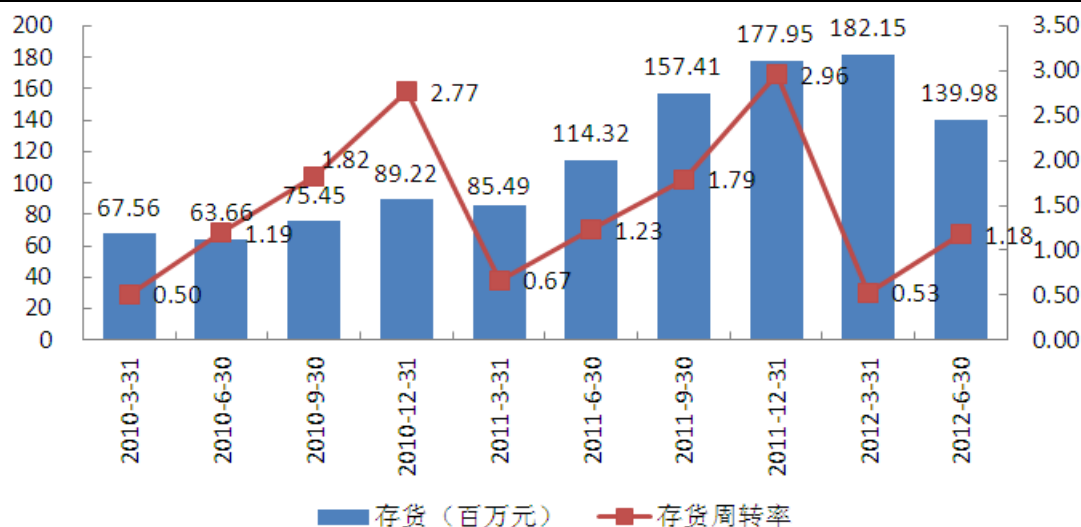
数据来源：公司公告；万联证券研究所

图 6：近三年分季度各项费用率



资料来源：公司公告；万联证券研究所

图 7：近三年存货金额及存货周转率



数据来源：公司公告；万联证券研究所

- **2013年春夏订货会增速为50.49%：**公司已经举行2013春夏新品发布会，此次订货会期货订单总金额累计达7.25亿元（其中加盟商订单金额累计为5.44亿元，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），相比上年同期春夏订货会订单额增长约50.49%，增速虽有所放缓，但仍保持高增长。
- **未来看多品牌运作和二线城市渠道扩张：**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，多品牌体系逐步形成。主品牌探路者将重点发展专业户外运动市场；Discovery Expedition品牌主打户外休闲用品市场，将专注开发以创新、探索、城市、乐趣为主题的中高端产品，预计2012年底前公司将签订正式的合资协议；电子商务品牌阿肯诺聚焦22-28岁年轻的网购消费群体，目前运营管理团队上半年组建完成，产品已于今年二季度开始网上销售。在渠道方面，公司将进一步加强实体门店的外延式扩张，2012年计划净新开店数不少于400家，尤其加强对二线城市的渠道覆盖。
- **盈利预测与投资建议：**我国户外用品行业受益于消费升级和旅游、体育等相关产业的政策扶持，目前正处于快速成长期，市场空间广阔。公司作为国内户外用品的领军企业，未来成长可期。预计2012年和2013年EPS分别为 0.49元和0.75元，对应市盈率为39倍和26倍，目前估值较高，继续维持“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；11月份限售股解禁。

### 盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	4.34	7.54	12.02	17.81
增长比率 (%)	47.86	73.64	59.48	48.17
净利润 (亿元)	0.54	1.07	1.71	2.62
增长比率 (%)	22.40	98.81	60.02	53.06
每股收益 (元)	0.15	0.31	0.49	0.75
市盈率 (倍)	127.80	61.84	39.12	25.56

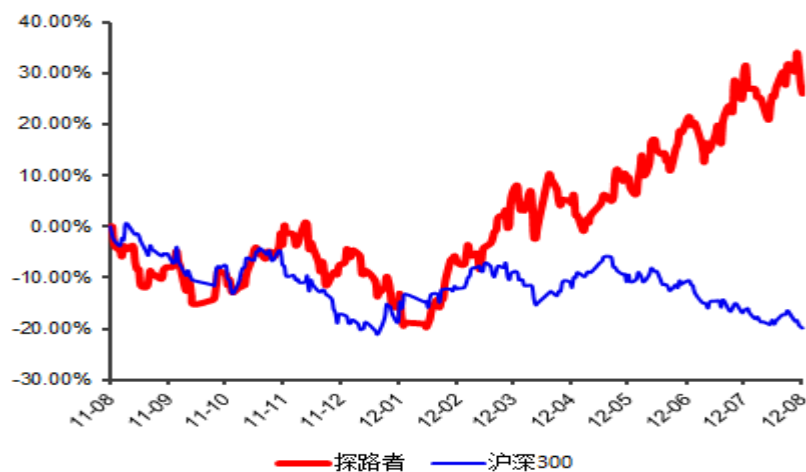
### 市场数据

收盘价 (元)	19.17
一年内最高/最低 (元)	22.50/15.60
沪深300 指数	2114.89
市净率 (倍)	8.48
流通市值 (亿元)	29.22

### 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)	34993/15242
B 股/H 股 (万股)	0/0

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 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收到任何形式的补偿。

### 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。

### 免责声明

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 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831