

所得税率调整影响利润增速，存货和现金流有所改善

核心观点：

1. 事件

探路者发布2012年中报。

2. 我们的分析与判断

- 上半年业绩稳定增长，所得税率调制导致利润增速略低于预期。**（1）公司H1收入3.8亿元，同比增长52.38%；净利润0.59亿元，同比增长36.06%，略低于市场预期；（2）公司Q2营业总收入1.79亿，同比增长34.24%；净利润0.19亿，同比下降21.94%（对应Q2所得税率为47.5%）。Q2季度利润下滑是上半年业绩略低于预期的主要原因。
- 销售费用增加及所得税率调整造成Q2净利润增速为负。**公司上半年渠道快速扩张、Q2品牌推广活动以及与销售业务直接相关的物流运输费用及人员薪酬均有较大幅度增长，带来销售费用大幅增长；公司Q2销售费用同比增长76.2%、销售费用率提高5个百分点；H1销售费用同比增长69.35%，均超过收入增速。公司利润增速下滑的另一个原因是所得税率的调整，公司高新技术企业证书在2012年7月23日到期，相关复审申请已提交，虽然公司有较大的可能性通过复审，但出于谨慎性原则，公司按25%的税率对上半年预提了所得税费用。如果仍按15%的所得税率计算，公司上半年利润增速为64%。
- 综合毛利率小幅提升，户外装备毛利率同比下降较多。**公司H1综合毛利率51.26%，同比增1.41个百分点；分产品来看，户外服装同比增3.39个百分点，户外鞋品基本持平，户外装备下降7.27个百分点，这与公司2011年下半年通过降价提高装备类产品竞争力有关。从结果看，这一策略取得了一定的效果，装备类产品销售收入占比从2011年末的9.1%上升到11.2%。
- 促销消化存货，经营性现金流有所改善。**公司上半年加大对过季存货处理力度，存货较年初下降21.33%，进一步控制在合理范围内；对经销商授信也并未放大，半年度末应收账款2500万；经营性现金流净额-3,047万元，同比去年-4,375万元有所改善。

3. 投资建议

维持对公司“谨慎推荐”评级。公司2012年秋冬季订货会金额同比增长60.65%，2013年春夏订货会订货金额同比增长50.49%，基本锁定今年下半年和明年上半年收入高增速。在假定所得税率为15%的情况下，我们预计2012-2014年EPS为0.5、0.83、1.32，对应PE为40、24、15，维持“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

(lijiajia@chinastock.com.cn)

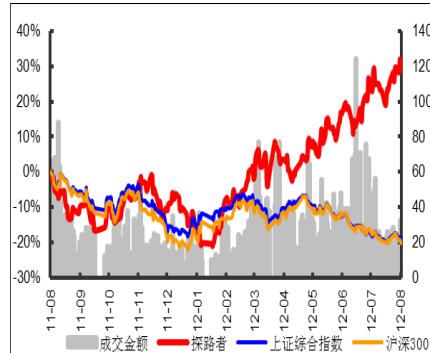
花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2012.08.15
A股收盘价(元)	20.00
A股一年内最高价(元)	22.5
A股一年内最低价(元)	15.6
上证指数	2118.95
市净率	11.57
总股本(万股)	34992.83
实际流通A股(万股)	15241.79
限售的流通A股(万股)	19751.05
流通A股市值(亿元)	30.48

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

表 1: 探路者逐季业绩增速

	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
营业收入	17,937	11,592	13,341	18,049	32,388	20,086	17,908
同比	56.82%	70.96%	54.76%	79.08%	80.57%	73.27%	34.24%
营业成本	8,851	5,833	6,671	9,529	17,514	9,510	9,182
同比	60.33%	67.37%	47.86%	80.51%	97.88%	63.03%	37.63%
销售费用	3,227	2,114	2,107	4,272	3,312	3,435	3,713
同比	23.96%	45.34%	38.18%	41.33%	2.62%	62.51%	76.20%
管理费用	2,507	1,372	1,797	2,182	3,790	2,219	2,151
同比	81.13%	81.30%	80.32%	95.61%	51.16%	61.68%	19.71%
财务费用	-173	-112	-94	-95	-76	-76	-109
资产减值损失	317	0	5	824	1,721	0	-753
营业利润	3,084	2,356	2,790	1,315	5,888	4,885	3,537
同比	101.89%	101.00%	75.61%	100.28%	90.91%	107.38%	26.78%
加: 营业外收入	20	3	7	2	139	8	9
减: 营业外支出	317	5	11	1	16	4	11
利润总额	2,787	2,354	2,786	1,316	6,011	4,889	3,536
同比	57.19%	84.83%	61.44%	108.05%	115.70%	107.72%	26.88%
减: 所得税	445	380	407	288	677	825	1,678
母公司所有者净利润	2,342	1,974	2,379	1,027	5,334	4,065	1,858
同比	24.44%	83.92%	63.84%	96.87%	127.78%	105.89%	-21.89%
完全摊薄 EPS	0.07	0.06	0.07	0.03	0.15	0.12	0.05
盈利能力							
毛利率	50.65%	49.68%	49.99%	47.21%	45.92%	52.66%	48.73%
营业利润率	17.19%	20.32%	20.91%	7.28%	18.18%	24.32%	19.75%
销售净利润率	13.06%	17.03%	17.83%	5.69%	16.47%	20.24%	10.38%
所得税率	15.97%	16.13%	14.61%	21.92%	11.26%	16.86%	47.47%
费用控制能力							
管理费用率	13.98%	11.84%	13.47%	12.09%	11.70%	11.05%	12.01%
销售费用率	17.99%	18.23%	15.80%	23.67%	10.22%	17.10%	20.73%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 关键性指标: 存货控制良好, 授信并未放大多少, 现金流状况良好

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
存货	0.85	1.14	1.57	1.78	1.82	1.40
成本	0.58	0.67	0.95	1.75	0.95	0.92
存货/成本	1.47	1.71	1.65	1.02	1.92	1.52
应收账款	0.09	0.15	0.18	0.13	0.13	0.25
应收账款/收入	7.50%	11.36%	9.74%	3.98%	6.54%	14.12%
预收账款	0.26	0.28	0.52	0.43	0.13	0.20
应付账款	0.32	0.28	0.24	1.35	0.80	0.45

预付账款	0.14	0.21	0.17	0.10	0.06	0.10
经营性净现金流	(0.18)	(0.25)	(0.00)	1.74	(0.60)	0.30
净利润	0.20	0.24	0.10	0.53	0.41	0.19
经营性净现金流/净利润	(0.93)	(1.07)	(0.04)	3.25	(1.48)	1.61

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 3: 探路者 (300005) 财务报表预测

资产负债表	2010A	2011	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011	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	财务指标	2010A	2011	2012E	2013E	2014E				
货币资金	379.4	365.1	552.7	718.2	1099.2	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	985.1	1391.3																									
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	32.1	45.4	销售费用	92.3	118.0	220.9	343.1	480.9																									
其他应收款	5.7	5.6	9.2	14.3	20.4	管理费用	53.8	91.4	160.6	232.6	301.7																									
存货	89.2	177.9	250.2	415.2	524.6	财务费用	-3.7	-3.8	-1.8	-2.2	-3.2																									
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	10.0	10.0	10.0																									
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	203.3	338.2	538.7																									
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	1.9	3.0	4.3																									
长期待摊费用	6.0	3.0	4.0	4.0	5.0	税前利润	64.2	124.7	205.3	341.2	543.0																									
资产总计	626.2	845.4	1162.6	1571.3	2141.4	减: 所得税	10.3	17.5	30.8	51.2	81.5																									
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	53.9	107.2	174.5	290.0	461.6																									
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	174.5	290.0	461.6																									
应付账款	57.4	134.5	212.6	330.5	466.8	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	0.50	0.83	1.32																									
应付职工薪酬	8.0	11.0	11.0	11.0	11.0	稀释每股收益	0.15	0.31	0.50	0.83	1.32																									
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%	45.7%	63.6%	57.7%																									
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	22.4%	98.8%	62.8%	66.2%	59.1%																									
负债合计	127.4	239.5	407.4	598.6	822.5	盈利能力																														
股东权益合计	498.7	606.0	755.2	972.7	1318.9	销售毛利率	49.0%	47.5%	48.5%	48.5%	49.0%																									
现金流量表	2010A	2011	2012E	2013E	2014E	销售净利率	12.4%	14.2%	14.2%	15.2%	16.9%																									
净利润	54	107	174	290	462	ROE	11.3%	19.4%	25.6%	33.6%	40.3%																									
折旧与摊销	5	0	9	12	13	ROIC	65.02%	69.30%	81.09%	128.69%	195.56%																									
经营活动现金流	84	105	264	299	555	估值倍数																														
投资活动现金流	-100	0	-53	-63	-62	PE	49.7	50.0	40.1	24.1	15.2																									
融资活动现金流	-12	4	-23	-70	-112	P/S	6.2	7.1	5.7	3.7	2.6																									
现金净变动	-28	109	188	166	381	P/B	5.4	8.8	9.3	7.2	5.3																									
期初现金余额	410	379	365	553	718	股息收益率	0.5%	0.3%	0.4%	1.0%	1.6%																									
期末现金余额	381	488	553	718	1099	EV/EBITDA	32.9	34.4	29.3	17.5	10.6																									

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