

**其他服装**
**署名人:** 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

**参与人:** 石颖

S0960111080509

0755-82026844

shiying@cjis.cn

**6-12个月目标价:**

当前股价: 17.94元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2104.93
总股本(百万)	352
流通股本(百万)	152
流通市值(亿)	27
EPS	0.40
每股净资产(元)	2.26
资产负债率	28.32%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
探路者	-3.18	-3.60	12.19
纺织服装	-4.73	-9.17	-14.98
沪深300指数	-0.32	-4.99	-8.55


**相关报告**

探路者 - 利润总额增 64%、13 春夏订货会收入增 50%——2012 中报点评

2012-08-16

探路者 - 行权及授予阶段性结束、管理层提升业绩动力增强 2012-07-16

探路者 - 品牌领先、渠道发力, 探求户外高

**探路者**
**300005**
**强烈推荐**
**费用率下降、三季度净利增长超预期**
**——2012三季报业绩预告点评**

三季报业绩预告: 2012年1-9月营收6.24亿(+45%), 利润总额1.15亿(+78.5%), 归属上市公司股东净利8130万(+51%), EPS=0.23元; 第三季度单季度营收1.80亿(+35.4%), 利润总额3100万(+135.6%), 归属上市公司股东净利2207万(+114.8%)。

**投资要点:**

- **2012Q3 单季度营收同比增 35%**, 低于之前订货会 60%左右的增长, 预计主要因为公司货品发出时间稍晚, 截至 9月底确认的收入会少一些。
- **2012Q3 单季度利润总额及归属母公司净利增长分别为 137%和 115%**, 超出我们的预期, 主要因为公司的费用确认有一定的季节性因素。首先从 2011 年 Q3 单季度来看, 利润总额占收入比例为 7.29%, 归属母公司净利占收入比例为 5.69%, 2011 年三季度单季度的净利率明显低于其他季度数据(2012Q1 单季度为 17.03%, Q2 单季度为 17.83%, Q3 单季度为 16.47%), 其中重要原因是 2011 年 Q3 单季度的销售费用率是 2011 年所有季度里面最高的, 且单季度计提资产减值损失占收入比例为 4.57%; 预计 2012 年 Q3 单季度的销售费用率有所下降; 另外, 存货跌价准备的计提也有所下降。
- **2013 年春夏订货会同比增长 50.49%**, 公司收入 85%由订货会收入确定, 确保 2013H1 收入增速依旧维持高位。
- 大股东延长限售期彰显对公司长期信心, 且在短期内有利于稳定公司股价。公司大股东将于 2012 年 10 月 30 日解禁, 公司三大创始股东自愿将其全部股份的 90%自解禁之日起追加限售期 1 年, 且在 2012 年 12 月 31 日前不减持其所持有的探路者股份。
- 目前公司秋冬商品已陆续上架, 受双节期间外出旅游人数大增的刺激, 销售势头良好, 黄金周销售增长较快。预计 2012 年夏装售罄率在 60%以上。
- “强烈推荐”。预测 12-14 年 EPS 为 0.49、0.75、1.10 元(以 25%的所得税计算), 目前股价相对 12-14 年 EPS 分别为 37、24、16 倍, 给予强烈推荐评级。

**风险提示:** 大股东股权解禁、渠道扩张速度不达预期、高新技术企业申请失败

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	754	1204	1810	2566
收入同比(%)	74%	60%	50%	42%
归属母公司净利润	107	169	261	383
净利润同比(%)	99%	58%	54%	47%
毛利率(%)	47.5%	47.4%	47.5%	47.5%
ROE(%)	17.7%	22.6%	26.8%	28.9%
每股收益(元)	0.31	0.49	0.75	1.10
P/E	58.33	36.99	23.95	16.33
P/B	10.31	8.35	6.42	4.73
EV/EBITDA	47	26	17	12

资料来源: 中投证券研究所

## 附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>				
现金	577	773	1136	1641
应收账款	365	416	597	881
其他应收款	13	23	34	49
预付账款	6	14	24	31
存货	10	19	29	40
其他流动资产	178	301	451	640
<b>非流动资产</b>				
长期投资	269	271	282	292
固定资产	0	0	0	0
无形资产	229	249	265	279
其他非流动资产	3	2	3	3
<b>资产总计</b>	845	1045	1418	1933
<b>流动负债</b>				
短期借款	239	297	443	611
应付账款	0	0	0	0
其他流动负债	135	198	306	430
<b>非流动负债</b>				
长期借款	105	98	137	181
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	239	297	443	611
<b>少数股东权益</b>	0	0	0	0
股本	268	348	348	348
资本公积	143	63	63	63
留存收益	195	337	563	911
归属母公司股东权益	606	748	974	1322
<b>负债和股东权益</b>	845	1045	1418	1933

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	129	91	233	335
折旧摊销	107	169	261	383
财务费用	8	10	11	11
投资损失	-4	-4	-5	-8
营运资金变动	105	98	137	181
其他经营现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	-17	-71	-41	-62
长期投资	35	-13	8	11
其他投资现金流	-132	-17	-22	-25
<b>筹资活动现金流</b>				
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-2	-3	-4
<b>现金净增加额</b>	-12	-23	-30	-27
短期借款	132	15	19	21
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	134	80	0	0
其他筹资现金流	-121	-80	0	0
<b>现金净增加额</b>	-25	-23	-30	-27

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
<b>营业收入</b>	754	1204	1810	2566
营业成本	395	634	950	1347
营业税金及附加	4	6	10	15
营业费用	118	199	295	411
管理费用	91	136	203	282
财务费用	-4	-4	-5	-8
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	224	347	509
营业外收入	2	3	4	4
营业外支出	0	2	3	3
<b>利润总额</b>	125	225	348	510
所得税	18	56	87	128
<b>净利润</b>	107	169	261	383
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	107	169	261	383
EBITDA	128	230	352	513
<b>EPS (元)</b>	0.40	0.49	0.75	1.10

主要财务比率

会计年度	2011	2012	2013	2014
<b>成长能力</b>				
营业收入	73.6%	59.8%	50.3%	41.8%
营业利润	89.9%	81.5%	54.8%	46.7%
归属于母公司净利润	98.8%	57.7%	54.5%	46.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	47.5%	47.4%	47.5%	47.5%
净利率	14.2%	14.0%	14.4%	14.9%
ROE	17.7%	22.6%	26.8%	28.9%
ROIC	43.8%	50.6%	69.7%	87.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.3%	28.4%	31.3%	31.6%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.41	2.61	2.56	2.69
速动比率	1.53	1.54	1.49	1.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.02	1.27	1.47	1.53
应收账款周转率	69	64	60	59
应付账款周转率	4.12	3.81	3.77	3.66
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.49	0.75	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.26	0.67	0.96
每股净资产(最新摊薄)	1.74	2.15	2.80	3.79
<b>估值比率</b>				
P/E	58.33	36.99	23.95	16.33
P/B	10.31	8.35	6.42	4.73
EV/EBITDA	47	26	17	12

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上

推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%

中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

### 行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院MBA。

石颖，中投证券研究所纺织服装行业研究员，清华大学经济管理学院会计学学士、金融学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路6003号荣超商务  
中心A座19楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际  
大厦15层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434