

受益资产减值损失大降 利润增长快于收入

——探路者（300005）2012 年中报点评

2012 年 10 月 20 日

推荐/维持

探路者

财报点评

谭可

纺织服装行业分析师

执业证书编号：S1480510120013

010-6655 4011

事件：

公司今日公布 2012 年 3 季报，2012 年 1-9 月公司实现营业收入 6.24 亿元，同比增长 45.27%；归属于母公司的净利润为 8134 万元，同比增长 51.16%；每股收益为 0.23 元。

公司分季度财务指标

| 指标 | 11Q1 | 11Q2 | 11Q3 | 11Q4 | 12Q1 | 12Q2 | 12Q3 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 115.92 | 133.41 | 180.49 | 323.88 | 200.86 | 179.08 | 244.44 |
| 增长率（%） | 70.96 | 54.76 | 79.08 | 80.57 | 73.27 | 34.24 | 35.43 |
| 毛利率（%） | 49.68 | 49.99 | 47.21 | 45.92 | 52.66 | 48.73 | 48.31 |
| 期间费用率（%） | 29.11 | 28.56 | 35.23 | 21.69 | 27.77 | 32.14 | 35.51 |
| 营业利润率（%） | 20.32 | 20.91 | 7.28 | 18.18 | 24.32 | 19.75 | 12.59 |
| 净利润（百万元） | 19.74 | 23.79 | 10.27 | 53.34 | 40.65 | 18.57 | 22.06 |
| 增长率（%） | 83.92 | 63.84 | 96.87 | 127.78 | 105.89 | -21.94 | 114.72 |
| 每股盈利（季度，元） | 0.15 | 0.01 | 0.04 | 0.20 | 0.15 | 0.02 | 0.06 |
| 资产负债率（%） | 14.09 | 12.68 | 15.62 | 28.32 | 17.24 | 14.75 | 30.45 |
| 净资产收益率（%） | 3.78 | 4.43 | 1.87 | 8.80 | 6.25 | 2.80 | 3.11 |
| 总资产收益率（%） | 3.25 | 3.87 | 1.57 | 6.31 | 5.17 | 2.39 | 2.16 |

评论：

积极因素：

- **毛利率持续提升。**公司2012年1-3季度毛利率较去年同期提升1.09个百分点至49.83%，公司在成本控制和供应链提升方面的努力抵消单价下调可能带来的毛利率下滑，使得前三季度毛利率仍然有所提升。
- **资产减值占收入比重大幅降低是净利润增速快于收入的主要原因。**资产减值损失较上年同期减少190.8%，主要是公司2012年大力加强对过季货品(尤其是对2011年春夏及之前的过季货品)的处理力度，使得公司过季货品大幅下降，存货结构有效改善，相应在1-3季度对该部分在本年实现销售但在去年已经计提了跌价准备的过季货品的存货跌价准备进行了转销（2012年半年度报告中该部分存货跌价准备798万元已转销），而去年同期是对存货中的过季货品补提了存货跌价准备导致期末余额较大所致。

消极因素:

- **三项费用率微升。**公司2012年1-9月三项费用率较去年同期微升0.54个百分点至32.05%；其中，销售费用率上升0.72个百分点至20.47%，管理费用微降0.38个百分点至12.07%，财务费用率微升0.21个百分点至-0.49%。
- **存货余额较年初增长88.82%，**主要是由于2012秋冬产品订单较2011同期增长了约60.65%，相应采购入库产品在报告期时点也大量增加，该部分产品将在四季度陆续发往加盟商，从而导致本报告期末存货增长较大。

业务展望:

公司的主要战略是快速开店，注重将渠道的广度和深度相结合，在巩固和提高核心和一级城市市场渗透率的同时，加快拓展二级和三级城市市场，持续提升二级和三级市场覆盖率，大幅减少空白市场，集中资源突破华东、西南等地区重点潜力市场，在资源配备和零售培训等方面积极扶持优质加盟商的成长，并优化加盟商结构，在江苏、浙江、安徽等薄弱地区市场引入更有实力的新专业零售商合作拓展业务。

多品牌布局方面，公司有意识拉开主品牌探路者和国际品牌之间定位差距，突出性价比，同时引进合资品牌Discovery Expedition填补高端市场空白。公司还与外部渠道商合作成立专门针对线上的ACANU新品牌。三个品牌的定位布局合理，品牌承载、目标群体和渠道选择上各自差异、形成互补，有效覆盖更大的目标市场。目前公司正就Discovery Expedition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。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。

盈利预测

维持此前对公司的盈利预测，2012-2014年净利润分别 1.71、2.63 和 3.67 亿元，同比增长 59.93%、53.47% 和 39.53%，对应 EPS 分别为 0.50、0.75 和 1.05 元。

投资建议:

公司作为唯一一家上市的户外品牌，在享有资本市场给予的高估值之外，还充分受益于上市红利带来的充沛资金和影响力，从而保持先发优势并享有较行业更高的增速。

我们认同公司目前主品牌拉开与国际品牌差距、以二线以下城市为目标市场的基本战略，同时，公司用以填补主品牌空白市场的多品牌布局也契合国内户外消费的市场格局。

公司当前最大问题是估值偏高，按照我们预测的 2012 年 0.50 元的业绩，动态市盈率已经近 40 倍，较板块溢价 75%，公司作为唯一上市的户外品牌，应该享有较高的估值溢价，且业绩高增长不断兑现强化估值溢价合理性，前三季度公司在 25%所得税率的前提下，业绩仍然略超预期。此外，公司在下半年提出的品牌内涵挖掘战略具有高度前瞻性，作为能够获得持续高于行业增速的龙头高成长创业板品种，我们认为公司的高估值溢价合理，将公司评级由“推荐”上调至“强烈推荐”。

风险提示:

1. 对户外的高增长预期下调导致公司的估值溢价收窄；
2. 渠道库存超出预期。

表 1：盈利预测关键指标（2010A-2014E）

| 百万元 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 434 | 754 | 1,126 | 1,605 | 2,136 |
| (+/-)% | 47.86% | 73.64% | 49.34% | 42.57% | 33.13% |
| 经营利润（EBIT） | 61 | 120 | 208 | 304 | 426 |
| (+/-)% | 33.63% | 95.33% | 73.42% | 46.62% | 39.87% |
| 净利润 | 54 | 107 | 171 | 263 | 367 |
| (+/-)% | 22.39% | 98.81% | 59.93% | 53.47% | 39.53% |
| 每股净收益（元） | 0.40 | 0.40 | 0.49 | 0.75 | 1.05 |

资料来源：东兴证券研究所

表 2：盈利预测表（2010A-2014E）

| 利润表（百万元） | 2010A | 2011A | 2012E | 增长率% | 2013E | 增长率% | 2014E | 增长率% |
|--------------|--------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
| 营业收入 | 434.06 | 753.70 | 1,125.54 | 49.34% | 1,604.64 | 42.57% | 2,136.33 | 33.13% |
| 营业成本 | 221.15 | 395.48 | 585.28 | 47.99% | 834.41 | 42.57% | 1,090.38 | 30.68% |
| 营业费用 | 92.29 | 118.04 | 194.21 | 64.53% | 272.79 | 40.46% | 363.18 | 33.13% |
| 管理费用 | 53.76 | 91.41 | 129.44 | 41.59% | 184.53 | 42.57% | 245.68 | 33.13% |
| 财务费用 | -3.73 | -3.77 | 1.00 | N/A | -5.00 | N/A | -5.94 | N/A |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 营业利润 | 65.01 | 123.48 | 206.61 | 67.32% | 309.40 | 49.75% | 431.71 | 39.53% |
| 利润总额 | 64.19 | 124.67 | 201.61 | 61.71% | 309.40 | 53.47% | 431.71 | 39.53% |
| 所得税 | 10.29 | 17.52 | 30.24 | 72.60% | 46.41 | 53.47% | 64.76 | 39.53% |
| 净利润 | 53.90 | 107.15 | 171.36 | 59.93% | 262.99 | 53.47% | 366.95 | 39.53% |
| 归属母公司所有者的净利润 | 53.90 | 107.15 | 171.36 | 59.93% | 262.99 | 53.47% | 366.95 | 39.53% |
| NOPLAT | 51.46 | 102.89 | 176.46 | 71.51% | 258.74 | 46.62% | 361.91 | 39.87% |
| 资产负债表（百万元） | 2010A | 2011A | 2012E | 增长率% | 2013E | 增长率% | 2014E | 增长率% |
| 货币资金 | 379.41 | 365.08 | 466.16 | 27.69% | 533.22 | 14.38% | 654.14 | 22.68% |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 应收帐款 | 7.73 | 12.90 | 19.27 | 49.34% | 27.47 | 42.57% | 36.57 | 33.13% |
| 预付款项 | 4.40 | 10.12 | 18.59 | 83.70% | 30.67 | 64.96% | 46.45 | 51.46% |
| 存货 | 89.22 | 177.95 | 263.35 | 47.99% | 375.45 | 42.57% | 490.63 | 30.68% |
| 流动资产合计 | 488.94 | 576.85 | 780.95 | 35.38% | 983.95 | 25.99% | 1,248.91 | 26.93% |
| 非流动资产 | 137.22 | 268.59 | 326.65 | 21.62% | 402.49 | 23.22% | 493.69 | 22.66% |
| 资产总计 | 626.16 | 845.43 | 1,107.60 | 31.01% | 1,386.44 | 25.18% | 1,742.59 | 25.69% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 应付帐款 | 57.36 | 134.53 | 196.37 | 45.97% | 279.95 | 42.57% | 365.83 | 30.68% |
| 预收款项 | 30.35 | 42.52 | 42.52 | 0.00% | 42.52 | 0.00% | 42.52 | 0.00% |

| | | | | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| 流动负债合计 | 127.43 | 239.45 | 299.73 | 25.17% | 394.48 | 31.61% | 493.77 | 25.17% |
| 非流动负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 母公司股东权益 | 498.73 | 605.98 | 807.87 | 33.32% | 991.96 | 22.79% | 1,248.82 | 25.89% |
| 净营运资本 | 361.51 | 337.40 | 481.22 | 42.63% | 589.47 | 22.50% | 755.14 | 28.10% |
| 投入资本 IC | 119.32 | 240.90 | 341.70 | 41.84% | 458.74 | 34.25% | 594.68 | 29.63% |
| 现金表（百万元） | 2010A | 2011A | 2012E | 增长率% | 2013E | 增长率% | 2014E | 增长率% |
| 净利润 | 53.90 | 107.15 | 171.36 | 59.93% | 262.99 | 53.47% | 366.95 | 39.53% |
| 折旧摊销 | 3.48 | 5.34 | 0.00 | N/A | 44.16 | N/A | 52.80 | 19.56% |
| 净营运资金增加 | -54.73 | -24.11 | 143.82 | N/A | 108.25 | -24.73% | 165.67 | 53.04% |
| 经营活动产生现金流 | 84.08 | 129.46 | 171.56 | 32.52% | 260.95 | 52.11% | 369.07 | 41.43% |
| 投资活动产生现金流 | -100.49 | -132.23 | -100.00 | N/A | -120.00 | N/A | -144.00 | N/A |
| 融资活动产生现金流 | -13.73 | -11.56 | 29.52 | N/A | -73.90 | N/A | -104.15 | N/A |
| 现金净增（减） | -30.14 | -14.33 | 101.08 | N/A | 67.05 | -33.66% | 120.92 | 80.33% |

资料来源：东兴证券研究所

表 3：财务比率

| | 2009A | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力 | | | | | | |
| 毛利率 | 47.89% | 49.05% | 47.53% | 48.00% | 48.00% | 48.96% |
| 营业利润率 | 15.77% | 14.98% | 16.38% | 18.36% | 19.28% | 20.21% |
| 净利率 | 15.00% | 12.42% | 14.22% | 15.23% | 16.39% | 17.18% |
| 净资产收益率 | 9.64% | 10.81% | 17.68% | 21.21% | 26.51% | 29.38% |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 流动比率 | 6.51 | 3.84 | 2.41 | 2.61 | 2.49 | 2.53 |
| 速动比率 | 5.58 | 3.14 | 1.67 | 1.73 | 1.54 | 1.54 |
| 资产负债率 | 14.32% | 20.35% | 28.32% | 27.06% | 28.45% | 28.34% |
| 成长能力 | | | | | | |
| 营业收入增长率 | | 47.86% | 73.64% | 49.34% | 42.57% | 33.13% |
| 营业利润增长率 | | 40.43% | 89.93% | 67.32% | 49.75% | 39.53% |
| 净利润增长率 | | 22.39% | 98.81% | 59.93% | 53.47% | 39.53% |
| 净资产增长率 | | 9.16% | 21.50% | 33.32% | 22.79% | 25.89% |
| 营运能力 | | | | | | |
| 应收帐款周转率 | | 67.63 | 73.07 | 69.98 | 68.67 | 66.72 |
| 存货周转率 | | 2.77 | 2.96 | 2.65 | 2.61 | 2.52 |
| 总资产周转率 | | 0.75 | 1.02 | 1.15 | 1.29 | 1.37 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。