

公司未来将适当降低期货比例

——探路者（300005）调研快报

2012 年 11 月 7 日

强烈推荐/维持

探路者

调研快报

谭可 纺织服装行业分析师

执业证书编号：S1480510120013

010-6655 4011

事件：

近日，我们参加了公司举行的 2012 年 3 季报业绩说明会。

观点：

1. 前三季度收入增速虽同比下滑，但在严峻市况下已属不易。

从行业整体来看，去年品牌总数达到 767 个，相比 2010 年增长了 29.4%，其中国内品牌新增 121 个，达到 350 个，这个增长更多。过去三年，户外用品的平均增长是 45% 左右，探路者并没有跑赢行业增长速度，如果考虑到背后竞争品牌的进入数量，就不这么看了。更多的竞争对手冲进这个阵营，分割这个市场，探路者能够保持一个平均增长速度，已经非常不容易了。

去年订货会同比增长是 61%，1-9 月份增长只有 45%，远远低于订货会；45% 的增速确实慢，但并不代表实际销售慢。两个原因，一是订单增速与销售收入的差异，除了代理商有部分没有达到 100% 订单执行率之外，还有一个原因是占 25% 销售的直营，开店在上半年到 9 月份新增 77 家，假设一家店平均 30-40 万的存货额，这块铺货的库存是 2300 万左右，即使代理商全部执行订单，因为直营的因素，也会表现出销售收入不可能完全是订货会的数据，是有差异的。

因为公司持续高速增长及春夏产品售罄率不够理想导致加盟商资金压力增大，回款速度放缓。探路者的销售收入确认比较谨慎，是以发货并回款确认销售的，货可能发走了，但是由于没收到货款，就不确认收入，这部分已经发走的货，在 9 月 30 号是 1.5 亿，把 1.5 亿加回去，1-9 月份，销售增长在 54% 左右，与理想的订货会产生的比例是非常接近的。

2. 十月公司重点加盟商经营数据好于去年同期。

10 月公司重点加盟商（3A 级）平均零售增长超 40%，截止 10 月末，秋冬产品整体售罄率已近 15%（较去年同期提升 3-4 个百分点），重点产品售罄率已达到 20%。

调整后的秋冬新品，获得了市场的良好认可。国庆期间 8 天，同比终端销售增长 62%，这是包括大概 70% 的店铺，一、二线有数据的店铺基本都已包含在内。

10 月份，15 号之前北京天气还是比较热的，还没到秋冬产品的销售旺季，可以推测，接下来的 11 月、12 月、1 月三个多月的销售期，秋冬产品的售罄率可能达到 75%-80%，如果这样的预期能够实现，说明秋冬产品的调整完全成功，今年整个公司调整的节奏完全实现。

3. 未来将适当降低期货比例。

从去年年初开始，探路者对部分区域代理商进行调整，逐步引入专业的大型有机遇有销售背景的代理商，

达成全国合作的框架协议。从长期来看，一方面探路者会加速大的有规模有实力的代理商的进入，其次，会适当降低期货或者订货会在全年生意中的占比，目前订货会数据差不多是当年生意的 85%，从去年情况看，订货会数据是销售数据的 95%。期货比例高将引起两个问题，一是形成库存，形成积压；二是需要代理商集中提货的金额很高，资金周转要求较高。未来公司将适度降低订货会在当年生意中的占比，降低到 70%-80%，不超过 80%根据产品上架后的实销情况，通过提高供应链反应速度快速补单来达成。

结论：

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 35 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，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：

1. 公司 2012 年战略微调，销售费用超出预期；
2. 渠道库存超出预期。

表 1：盈利预测关键指标（2010A-2014E）

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	434.06	753.70	1,125.54	1,604.64	2,136.33
营业收入增长率	47.86%	73.64%	49.34%	42.57%	33.13%
EBITDA（百万元）	64.77	125.05	237.37	348.56	478.57
EBITDA 增长率	35.91%	93.08%	89.82%	46.84%	37.30%
净利润（百万元）	53.90	107.15	175.76	263.01	366.98
净利润增长率	22.39%	98.81%	64.03%	49.64%	39.53%
ROE	10.81%	17.68%	21.67%	26.43%	29.31%
EPS（元）	0.40	0.40	0.50	0.75	1.05
P/E	41.88	41.88	33.35	22.29	15.97
P/B	4.50	7.41	7.23	5.89	4.68

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%

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。