



受制终端消费低迷 公司 1-2 月增速放缓

2012 年 3 月 12 日

推荐/维持

纺织服装

调研快报

——探路者 (300005) 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:

今日, 我们与公司管理层就公司近期经营情况进行沟通。

观点:

1. 公司 1-2 月经营较去年同期有所放缓。

公司 1-2 月线下销售同比增长 41% (2012 年同比增速 50%); 春节假期销售同比增长 40%, 春节期间店均增长 11%, 主要动力来自开店, 数据低于去年同期, 是由于今年春节较晚, 南方地区天气已经转暖, 影响主力产品销售。

2013 年 2 月末, 直营终端售罄率约 66-67%, 经销商全国总体售罄率 60%, TIFF、特惠款都在 60% 以上, 整体比较健康状态。

2. 公司战略上继续凸显差异化。

从定位的角度来看, 继续从品牌情感的角度, 强调勇敢进取的品牌形象, 并配合 CCTV5 以及地铁宣传等营销方式, 在消费者心里确立这个品牌定位;

产品方面, 加强和上游供应商的合作, 以公司为主导来进行面料研发;

渠道方面, 之前公司 90% 以上渠道都在百货, 未来将逐步提升街边店终端的占比, 同时推进旗舰店这种大店的建立, 旗舰店的标准有年零售额 400 万以上, 百货店面面积 100 平米以上, 街边店 200 平米以上。

3. 公司业绩增长分拆:

收入方面, 预计 2013 年新开店的数量依然在 400 家, 主要放在二线及以下城市。店效方面, 从产品价格来看, 继去年春夏产品追求性价比之后下调 15% 之后, 今年整体价格持平; 但公司会提高终端销售对库存关注度来保证发货的及时性, 有望提升均直营店平效 5-10%。

毛利率和费用率方面, 今年代理商的日子相对难过, 公司可能会下调对加盟的折扣率 0.3 个点, 通过产品组合来平滑毛利率波动, 整体稳中有降。费用率方面, 公司去年营销费用是 5000 万, 较前一年大幅提升, 今年绝对值会有所提升, 但整体费率方面还是保持稳定。

4. 多品牌运行继续推进。

由于公司主品牌探路者做到 40 亿会有明显放缓趋势, 那个时候希望新品牌能够支撑公司的增速。DISCOVERY 规划 2016 年在 5 个亿以上的收入, 就算进入比较好的轨道。ACUNU 2015-2016 年进入比较有规模的正常增长, 使市场的预期向正面延伸。

Discovery Expedition 品牌项目初期总投资估算为 5000 万元。计划由探路者公司以自有资金投入 1800 万元, 江苏嘉茂投入 2900 万元, 探路者高管彭昕、蒋中富、张成及江苏嘉茂高管蒋伟合计投入 300 万元。合资公司将在 2013 年开始逐步启动新品牌产品的研发设计、订货会召开、加盟体系建设等工作, 产品计划将自 2014 年春夏季开始在线下连锁店铺销售。2013 年发生的前期费用主要是支付 Discovery Expedition 品牌每年的授权使用费、前期人员人工、产品研发等。

结论:

从前两个月公司的经营数据来看, 公司不可避免地受到整个服装终端消费低迷的影响, 也符合我们对 2013 年全年品牌服装依然面临较大压力的预判。

我们下调公司 2013-2015 年 EPS 分别至 0.66、0.87 和 1.14 元, 对应今日大跌后的 PE 分别为 22、17 和 13 倍。在整体品牌服装增速放慢的背景下, 户外的 2013 年增速中枢也将下移 5% 左右, 但公司自身的战略上的加强将获得超越品类的较高增速。22 倍市盈率对应品牌服装板块不可多得的高增长品种, 已具有较高的安全边际, 仍然维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

1. 公司 2013 年销售费用超预期;
2. 渠道库存超预期。

表 1: 公司 2011-2013 年盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	434.06	753.70	1,105.56	1,518.72	2,000.67
营业收入增长率	47.86%	73.64%	46.68%	37.37%	31.73%
EBITDA (百万元)	64.77	125.05	237.98	328.84	430.96
EBITDA 增长率	35.91%	93.08%	90.31%	38.18%	31.05%
净利润 (百万元)	53.90	107.15	172.13	231.27	308.29
净利润增长率	22.39%	98.81%	60.64%	34.36%	33.30%
ROE	10.81%	17.68%	13.21%	15.79%	18.35%
EPS (元)	0.40	0.40	0.49	0.66	0.87
P/E	37.08	37.08	30.38	22.61	16.96

资料来源: 东兴证券研究所

表 2: 盈利预测表 (2009A-2013E)

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	1,105.56	46.68%	1,518.72	37.37%	2,000.67	31.73%
营业成本	221.15	395.48	580.10	46.68%	804.11	38.62%	1,059.29	31.73%
营业费用	92.29	118.04	187.95	59.22%	258.18	37.37%	336.11	30.18%
管理费用	53.76	91.41	134.09	46.68%	184.20	37.37%	242.65	31.73%
财务费用	-3.73	-3.77	-6.29	N/A	-9.00	N/A	-9.49	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	202.51	64.00%	272.08	34.36%	362.69	33.30%
利润总额	64.19	124.67	202.51	62.43%	272.08	34.36%	362.69	33.30%
所得税	10.29	17.52	30.38	73.37%	40.81	34.36%	54.40	33.30%
净利润	53.90	107.15	172.13	60.64%	231.27	34.36%	308.29	33.30%
归属母公司所有者的净利润	53.90	107.15	172.13	60.64%	231.27	34.36%	308.29	33.30%
NOPLAT	51.46	102.89	166.79	62.11%	223.62	34.07%	300.22	34.26%
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	891.93	144.31%	907.84	1.78%	990.73	9.13%
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	18.92	46.68%	26.00	37.37%	34.25	31.73%
预付款项	4.40	10.12	18.52	82.96%	30.15	62.85%	45.48	50.84%
存货	89.22	177.95	261.02	46.68%	361.82	38.62%	476.64	31.73%
流动资产合计	488.94	576.85	1,203.81	108.69%	1,342.32	11.51%	1,567.21	16.75%
非流动资产	137.22	268.59	414.65	54.38%	548.89	32.37%	671.13	22.27%
资产总计	626.16	845.43	1,618.47	91.44%	1,891.20	16.85%	2,238.33	18.35%
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	194.63	44.67%	269.78	38.62%	355.40	31.73%
预收款项	30.35	42.52	60.38	41.99%	84.91	40.62%	117.22	38.05%
流动负债合计	127.43	239.45	315.85	31.90%	426.70	35.10%	558.02	30.78%
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	1,302.62	114.96%	1,464.51	12.43%	1,680.31	14.74%
净营运资本	361.51	337.40	887.97	163.18%	915.62	3.11%	1,009.18	10.22%
投入资本 IC	119.32	240.90	410.69	70.48%	556.67	35.54%	689.58	23.88%
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	172.13	60.64%	231.27	34.36%	308.29	33.30%
折旧摊销	3.48	5.34	0.00	N/A	65.76	N/A	77.76	18.25%
净营运资金增加	-54.73	-24.11	550.57	N/A	27.65	-94.98%	93.57	238.39%
经营活动产生现金流	84.08	129.46	198.05	52.98%	278.29	40.51%	365.89	31.48%
投资活动产生现金流	-100.49	-132.23	-202.00	N/A	-202.00	N/A	-200.00	N/A
融资活动产生现金流	-13.73	-11.56	530.79	N/A	-60.38	N/A	-82.99	N/A
现金净增(减)	-30.14	-14.33	526.85	N/A	15.91	-96.98%	82.89	420.96%

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，2010-2011 年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。