



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 销售业绩逐月回暖

——探路者（300005）

2013 年 7 月 9 日

强烈推荐/维持

探路者

动态报告

谭可 纺织服装行业分析师 010-66554011

执业证书编号：S1480510120013

符艺蕾 联系人 010-66554130

### 事件：

近日,我们参加公司举行的电话会议,就公司 2013 年的工作计划及动态进行沟通。

### 观点：

#### 1. 销售业绩逐月回暖, 5 月同比增长 41%

由于今年天气异常导致寒冬时间延长,从目前销售情况来看,春夏商品的售罄率只有 28%,但从数据上来看,销售迹象逐月回暖,5 月比 4 月好,5 月底实现同比 41%的增长,同时店效增长 4%。

#### 2. 户外品牌相对其他服装类品牌而言未来三年发展潜力较大

2012 年户外整体销售同比增长 35%,依旧处于高速上升的通道,未来三年行业的发展趋势主要呈现两个特点: 1.同比增速放缓(去年 145 亿的零售额,对应 3000 万人次的购买次数,涵盖了对户外认识比较早的,60-70%的潜在消费者对这个市场还是比较陌生的,潜在人群的培养和发掘在未来三年培养) 2.行业竞争非常激烈,品牌数量先上升后下降。公司作为户外品牌唯一的一家上市公司,将更好的收益于行业的快速发展。

#### 3. 关注公司电子商务未来的发展趋势

未来电子商务将会成为贸易和销售的主渠道,公司表示要积极推进线下和加盟商渠道的电子化,实现线上线下之间的协同发展。从长远规划来看,公司打算构筑一个特色自助旅行的平台,一方面为消费者量身定制出游的路线,另一方面为消费者提供出行所必须的户外装备。户外平台向直营店和加盟商开放的同时也向其他供应商提供服务,成为户外品牌的淘宝店,目前该项目 2 年内预计投资 2 个亿。

### 结论：

在整体品牌服装增速放慢的背景下,户外 2013 年增速中枢也将下降 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。公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.66、0.87 和 1.14 元,给予的动态 PE 为 16、12、9 倍,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 2013-2015 年盈利预测结果

|             | 2011A  | 2012A    | 2013E    | 2014E    | 2015E    |
|-------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）   | 753.70 | 1,105.53 | 1,518.72 | 2,000.67 | 2,537.08 |
| 营业收入增长率     | 73.64% | 46.68%   | 37.37%   | 31.73%   | 26.81%   |
| EBITDA（百万元） | 125.05 | 199.00   | 309.14   | 417.36   | 537.60   |
| EBITDA 增长率  | 93.08% | 59.14%   | 55.35%   | 35.01%   | 28.81%   |
| 净利润（百万元）    | 107.15 | 168.70   | 232.96   | 304.56   | 397.17   |
| 净利润增长率      | 98.81% | 57.44%   | 38.09%   | 30.73%   | 30.41%   |
| ROE         | 17.68% | 21.06%   | 24.16%   | 25.87%   | 27.29%   |
| EPS（元）      | 0.40   | 0.48     | 0.66     | 0.86     | 1.13     |
| P/E         | 36.03  | 29.94    | 21.81    | 16.69    | 12.79    |
| P/B         | 6.37   | 6.34     | 5.27     | 4.32     | 3.49     |
| EV/EBITDA   | 27.96  | 22.58    | 14.65    | 10.76    | 8.16     |

资料来源：东兴证券整理

表 2：盈利预测表（2011A-2015E）

| 利润表（百万元）     | 2011A  | 2012A    | 2013E    | 增长率%    | 2014E    | 增长率%    | 2015E    | 增长率%   |
|--------------|--------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|--------|
| 营业收入         | 753.70 | 1,105.53 | 1,518.72 | 37.37%  | 2,000.67 | 31.73%  | 2,537.08 | 26.81% |
| 营业成本         | 395.48 | 542.37   | 745.08   | 37.37%  | 991.71   | 33.10%  | 1,257.60 | 26.81% |
| 营业费用         | 118.04 | 204.94   | 281.54   | 37.37%  | 370.88   | 31.73%  | 470.31   | 26.81% |
| 管理费用         | 91.41  | 135.66   | 186.36   | 37.37%  | 245.50   | 31.73%  | 311.32   | 26.81% |
| 财务费用         | -3.77  | -4.54    | -5.70    | N/A     | -5.70    | N/A     | -6.43    | 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         | 123.48 | 192.95   | 274.07   | 42.04%  | 358.30   | 30.73%  | 467.26   | 30.41% |
| 利润总额         | 124.67 | 195.38   | 274.07   | 40.28%  | 358.30   | 30.73%  | 467.26   | 30.41% |
| 所得税          | 17.52  | 27.07    | 41.11    | 51.86%  | 53.75    | 30.73%  | 70.09    | 30.41% |
| 净利润          | 107.15 | 168.30   | 232.96   | 38.42%  | 304.56   | 30.73%  | 397.17   | 30.41% |
| 归属母公司所有者的净利润 | 107.15 | 168.70   | 232.96   | 38.09%  | 304.56   | 30.73%  | 397.17   | 30.41% |
| NOPLAT       | 102.89 | 162.31   | 228.12   | 40.55%  | 299.71   | 31.38%  | 391.71   | 30.70% |
| 资产负债表（百万元）   | 2011A  | 2012A    | 2013E    | 增长率%    | 2014E    | 增长率%    | 2015E    | 增长率%   |
| 货币资金         | 365.08 | 587.50   | 551.79   | -6.08%  | 589.07   | 6.76%   | 696.15   | 18.18% |
| 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         | 12.90  | 41.41    | 56.89    | 37.37%  | 74.94    | 31.73%  | 95.03    | 26.81% |
| 预付款项         | 10.12  | 7.92     | 4.91     | -38.06% | 0.89     | -81.79% | -4.20    | N/A    |
| 存货           | 177.95 | 163.63   | 224.79   | 37.37%  | 299.20   | 33.10%  | 379.41   | 26.81% |
| 流动资产合计       | 576.85 | 811.89   | 852.82   | 5.04%   | 982.06   | 15.15%  | 1,188.27 | 21.00% |

|                 |              |              |              |             |              |             |              |             |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| 非流动资产           | 268.59       | 274.55       | 413.79       | 50.71%      | 549.02       | 32.68%      | 672.26       | 22.45%      |
| 资产总计            | 845.43       | 1,086.44     | 1,266.61     | 16.58%      | 1,531.08     | 20.88%      | 1,860.53     | 21.52%      |
| 短期借款            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | N/A         | 0.00         | N/A         | 0.00         | N/A         |
| 应付帐款            | 134.53       | 144.01       | 195.12       | 35.49%      | 259.71       | 33.10%      | 329.35       | 26.81%      |
| 预收款项            | 42.52        | 24.28        | -0.78        | N/A         | -33.80       | N/A         | -75.67       | N/A         |
| 流动负债合计          | 239.45       | 280.82       | 297.92       | 6.09%       | 349.20       | 17.22%      | 400.63       | 14.73%      |
| 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         | 4.60         | 4.60         | 0.00        | 4.60         | 0.00        | 4.60         | 0.00        |
| 母公司股东权益         | 605.98       | 801.02       | 964.09       | 20.36%      | 1,177.28     | 22.11%      | 1,455.30     | 23.62%      |
| 净营运资本           | 337.40       | 531.07       | 554.90       | 4.49%       | 632.86       | 14.05%      | 787.64       | 24.46%      |
| 投入资本 IC         | 240.90       | 218.12       | 416.90       | 91.13%      | 592.81       | 42.20%      | 763.75       | 28.84%      |
| <b>现金表（百万元）</b> | <b>2011A</b> | <b>2012A</b> | <b>2013E</b> | <b>增长率%</b> | <b>2014E</b> | <b>增长率%</b> | <b>2015E</b> | <b>增长率%</b> |
| 净利润             | 107.15       | 168.30       | 232.96       | 38.42%      | 304.56       | 30.73%      | 397.17       | 30.41%      |
| 折旧摊销            | 5.34         | 10.59        | 0.00         | N/A         | 64.77        | N/A         | 76.77        | 18.53%      |
| 净营运资金增加         | -24.11       | 193.67       | 23.83        | -87.69%     | 77.96        | 227.08%     | 154.79       | 98.56%      |
| 经营活动产生现金流       | 129.46       | 224.68       | 254.48       | 13.27%      | 347.94       | 36.72%      | 437.80       | 25.83%      |
| 投资活动产生现金流       | -132.23      | -10.61       | -226.00      | N/A         | -225.00      | N/A         | -218.00      | N/A         |
| 融资活动产生现金流       | -11.56       | 8.36         | -64.19       | N/A         | -85.66       | N/A         | -112.73      | N/A         |
| 现金净增（减）         | -14.33       | 222.42       | -35.71       | N/A         | 37.28        | N/A         | 107.07       | 187.22%     |

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，消费品研究小组组长，2007 年加盟东兴证券研究所。

### 符艺蕾

英国纽卡斯尔大学金融学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

## 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。