

订货会执行率决定 2014 年春夏季增速

核心观点:

1. 事件

- 探路者今日披露订货会数据: 2014 年 SS 期货订单金额 7.8 亿(包括加盟、直营、团购、电商、户外特渠), 与 2013 年春夏季实际执行订单额 6.5 亿比, 增 20%; 与 2013SS 订单金额比, 增速 7.6%。(根据市场环境变化及零售终端各产品品类的销售情况, 公司在 2013 年春夏产品实际外包生产前, 对部分品类的期货产品主动进行了减单, 减单后公司 2013 年春夏实际执行的期货订单总金额由 7.25 亿元减小至 6.5 亿元)

2. 我们的分析与判断

- **电商发展迅猛, 加盟订货增速低于总体水平。**公司未披露详细的加盟、直营、团购、电商等模式各自订货额, 我们预计公司给予电商增速预期较高, 在此基础上, 加盟订单增速慢于总体水平。
- **订单执行率决定 2014H1 实际增速。**根据以上数据, 2013SS 订单执行率 89.7%(报表 2013H1 收入 5.14 亿、我们测算的对应执行率 85.4%); 如果 2014SS 订单执行率 100%--且全部体现在上半年报表中), 则 2014H1 收入增速 26%; 如果 2014SS 订单执行率 95%, 则 2014H1 收入增速 19.7%; 如果 2014 订单执行率 90%, 则 2014H1 收入增速 13.4%。
- **历史订单执行率和终端零售环境相关。**根据我们测算, 公司 2010、2011、2012 年订单合计执行率分别 105.6%、103.5%、93.5%; 其中, 2010、2011 年均属于零售环境非常好的年份。2013 年下半年和的订单执行率完全取决于市场需求环境, 从上半年售罄率、50 家大型商场零售数据等看, 大环境依然不佳。对于 2013 年, 我们假定执行率 90%情况下, 2013 年收入 14.85 亿, 同比增 35%。

3. 投资建议

- 短期数据偏空; 我们预计公司 2013、2014 年收入规模 14.85 亿、17.8 亿、净利润规模分别为 2.38 亿、2.90 亿, 对应 EPS 分别为 0.56 元、0.68 元, 对应 PE 分别为 19、15.7 倍。但从公司在行业中地位、营销水平等表明公司质地相对较好; 公司成立的天津领航(7 月 17 日公布增加注册资本至 1 亿)如果能够投资并购方面开花结果将有望成为股价短期表现催化剂。维持谨慎推荐评级。

探路者 (300005.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130112030156

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130112090085

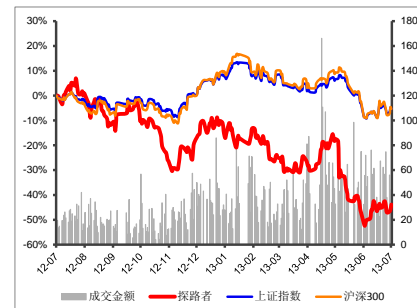
对本报告的编制提供信息

市场数据 2013.7.24

A 股收盘价(元)	10.70
A 股一年内最高价(元)	17.56
A 股一年内最低价(元)	8.50
上证指数	2033
市净率	5.55
总股本(万股)	42319
实际流通 A 股(万股)	22575
限售 A 股(万股)	19744
流通 A 股市值(亿元)	24.16

注: *价格未复权

相对指数表现图



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 1: 历史订货会数据及订单执行率测算

单位: 百万	2010 年度	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2010 上半年	2011 上半年	2012 上半年	2013 上半年	2014 上半年	2010 下半年	2011 下半年	2012 下半年	2013 下半年
订货额	495	877	1,425	1,998	191	290	482	725	780	304	587	943	1,273
YOY		77.2%	62.5%	40.2%		51.8%	66.2%	50.4%	7.6%		93.1%	60.6%	35.0%
加盟		424	1,099	1,464			380	544			424	719	920
YOY				33.2%				43.2%				69.6%	28.0%
直营及电商等		163	326	535			102	182			163	224	353
YOY				64.1%				78.4%	-100.0%			37.4%	57.6%
营业总收入	434	754	1,106		154	249	380	514	613	280	504	726	
YOY	47.9%	73.6%	46.7%		34.1%	61.9%	52.4%	35.3%	19.7%	56.7%	80.1%	43.9%	
订单执行率	105.6%	103.5%	93.5%		97.2%	103.6%	95.0%	85.4%	95.0%	111.0%	103.5%	92.7%	

(订单执行率测算: 收入/(订货额*83%))

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 探路者 (300005.SZ) 逐季业绩增速 (万元)

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业总收入	13,341	18,049	32,388	20,086	17,908	24,444	48,115	27,412
同比	54.76%	79.08%	80.57%	73.27%	34.24%	35.43%	48.56%	36.47%
营业成本	6,671	9,529	17,514	9,510	9,182	12,636	22,910	13,661
同比	47.86%	80.51%	97.88%	63.03%	37.63%	32.61%	30.81%	43.66%
销售费用	2,107	4,272	3,312	3,435	3,713	5,636	7,710	4,335
同比	38.18%	41.33%	2.62%	62.51%	76.20%	31.93%	132.81%	26.21%
管理费用	1,797	2,182	3,790	2,219	2,151	3,164	6,032	2,645
同比	80.32%	95.61%	51.16%	61.68%	19.71%	45.01%	59.15%	19.23%
财务费用	-94	-95	-76	-76	-109	-119	-149	-206
资产减值损失	5	824	1,721	0	-753	0	3,340	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	2,790	1,315	5,888	4,885	3,537	3,077	7,796	6,798
同比	75.61%	100.28%	90.91%	107.38%	26.78%	134.07%	32.42%	39.16%
加: 营业外收入	7	3	139	8	9	41	221	304
减: 营业外支出	11	2	16	4	11	1	21	10
利润总额	2,786	1,316	6,011	4,889	3,536	3,117	7,996	7,091
同比	61.44%	108.05%	115.70%	107.72%	26.88%	136.89%	33.01%	45.03%
减: 所得税	407	288	677	825	1,678	911	(707)	1,192
净利润	2,379	1,027	5,334	4,065	1,857	2,206	8,703	5,899
同比	63.84%	96.87%	127.78%	105.89%	-21.94%	114.72%	63.14%	45.12%

母公司所有者净利润	2,379	1,027	5,334	4,065	1,858	2,210	8,737	5,908
同比	63.84%	96.87%	127.78%	105.89%	-21.89%	115.16%	63.78%	45.33%
完全摊薄 EPS	0.12	0.05	0.27	0.20	0.09	0.11	0.44	0.30
盈利能力								
毛利率	49.99%	47.21%	45.92%	52.66%	48.73%	48.31%	52.39%	50.16%
营业利润率	20.91%	7.28%	18.18%	24.32%	19.75%	12.59%	16.20%	24.80%
销售净利润率	17.83%	5.69%	16.47%	20.24%	10.38%	9.04%	18.16%	21.55%
所得税率	14.61%	21.92%	11.26%	16.86%	47.47%	29.23%	-8.84%	16.81%
费用控制能力								
销售费用率	13.47%	12.09%	11.70%	11.05%	12.01%	12.94%	12.54%	9.65%
管理费用率	15.80%	23.67%	10.22%	17.10%	20.73%	23.06%	16.02%	15.82%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 探路者 (300005.SZ) 逐季运营能力分析

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
存货	1.14	1.57	1.78	1.82	1.40	3.36	1.64	2.54
成本	0.67	0.95	1.75	0.95	0.92	1.26	2.29	1.37
存货/成本	1.71	1.65	1.02	1.92	1.52	2.66	0.71	1.86
应收账款	0.15	0.18	0.13	0.13	0.25	0.24	0.41	0.49
应收款/收入	0.11	0.10	0.04	0.07	0.14	0.10	0.09	0.18
预收账款	0.28	0.52	0.43	0.13	0.20	0.28	0.24	0.25
应付账款	0.28	0.24	1.35	0.80	0.45	2.33	1.44	1.94
预付账款	0.21	0.17	0.10	0.06	0.10	0.06	0.08	0.17
经营性净现金流	-0.25	0.00	1.74	-0.60	0.30	-0.15	2.70	-0.54
净利润	0.24	0.10	0.53	0.41	0.19	0.22	0.87	0.59
经营性净现金流/净利润	-1.07	-0.04	3.25	-1.48	1.61	-0.66	3.10	-0.91

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 3: 探路者 (300005.SZ) 财务报表预测

资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	379	365	587	886	1153	营业收入	434	754	1106	1485	1782
应收票据	0	0	3	3	3	营业成本	221	395	542	746	899
应收账款	8	13	41	56	67	营业税金及附加	2	4	8	15	18
预付款项	4	10	8	11	13	销售费用	92	118	205	257	321
存货	89	178	164	225	271	管理费用	54	91	136	173	190
其他流动资产	8	11	9	12	14	财务费用	-4	-4	-5	-20	-28
非核心资产	7	12	20	20	18	资产减值损失	3	26	26	35	42
固定资产	109	229	240	240	237	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	19	25	6	1	-2	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产	2	3	8	9	9	汇兑收益	0	0	0	0	0
长期待摊费用	6	3	2	2	0	营业利润	65	123	193	280	340
资产总计	626	845	1086	1462	1784	营业外收支净额	-1	1	2	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	税前利润	64	125	195	280	340
应付款项	57	135	144	198	239	减: 所得税	10	18	27	42	51
预收款项	30	43	24	33	39	净利润	54	107	168	238	289
其他流动负债	40	62	113	155	187	归属于母公司的净利润	54	107	169	238	290
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	-1	-1
应付债券	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.40	0.40	0.48	0.68	0.68
长期经营性负债	0	0	0	0	0	稀释每股收益	0.13	0.25	0.40	0.56	0.68
负债合计	127	239	281	386	464	财务指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
股本	134	268	353	423	423	成长性					
资本公积	264	143	112	112	112	营收增长率	47.9%	73.6%	46.7%	34.3%	20.0%
留存收益	101	195	337	537	781	EBIT 增长率	29.2%	125.0%	47.6%	37.6%	20.2%
少数股东权益	0	0	5	4	3	净利润增长率	22.4%	98.8%	57.1%	41.4%	21.5%
股东权益合计	499	606	806	1076	1319	盈利性					
负债和权益合计	626	845	1086	1462	1784	销售毛利率	49.0%	47.5%	50.9%	49.8%	49.6%
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	销售净利率	12.4%	14.2%	15.2%	16.0%	16.2%
净利润	54	107	168	238	289	ROE	10.8%	17.7%	21.0%	22.2%	22.0%
折旧与摊销	5	8	13	13	14	ROIC	10.9%	21.1%	23.2%	23.5%	23.0%
经营活动现金流	84	129	225	220	251	估值倍数					
投资活动现金流	-100	-132	-11	27	34	PE	26.6	26.8	22.4	19.0	15.6
融资活动现金流	-14	-12	8	53	-18	P/S	3.3	3.8	3.4	3.0	2.5
现金净变动	-30	-14	222	299	267	P/B	2.9	4.7	4.7	4.2	3.4
期初现金余额	410	379	365	587	886	股息收益率	0.0%	0.0%	1.4%	0.0%	1.4%
期末现金余额	379	365	587	886	1153	EV/EBITDA	15.1	16.3	14.0	11.8	9.1

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰 A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn