

线上线下、多品牌协同发展

探路者 (300005) 2013 年中报点评

投资要点:

- ◇ **2013年中报净利润同比增长63.12%，符合市场预期。**公司8月9日发布2013年中报。公司2013年上半年实现收入5.14亿元，同比增长35.29%；营业利润1.09亿元，同比增长30%；利润总额1.15亿元，同比增长36.86%；归属于上市公司股东的净利润为0.97亿元，同比增长63.12%。第二季度，公司实现营业收入2.4亿元，同比增长33.96%；营业利润0.42亿元，同比增长17.4%；利润总额0.44亿元，同比增长25.6%；归属于母公司股东净利润0.37亿元，同比增长102%。
- ◇ **线上与线下的整合。**对线下渠道，扩张速度有所减缓，但加大了对二三线城市的渗透率。上半年门店总数净增加140家，达到1535家；其中直营店192家，加盟店1343家，分别较2012年底净增加33家和107家。预计全年门店总数净增加约300家，较上年减缓约74家，总数达到1695家。未来线下渠道拓展的方向在于加大对二线城市的覆盖率。我们预计线下渠道至少还有1000家的拓展空间。公司加大了对线下店铺的零售管理能力，单店收入较上年同期增长约9%。公司加大了对线上业务的投入力度。除推出探路者官方电子商城外，还与天猫、淘宝、京东等平台合作发展线上分销业务，并鼓励加盟商参与此项业务。上半年线上实现收入7122.06万元，同比增长205.62%。预计2013年全年线上收入有望突破1.5亿元，占总收入比重约为10%。公司争取在2015年将线上收入占比提高至25%-30%。
- ◇ **多品牌协同发展的运营格局已经建立，新品牌贡献收益尚需等待。**主品牌探路者面向专业的户外运动市场，专注于徒步、登山等较专业的户外领域；户外休闲品牌Discovery Expedition面向国内高端户外休闲市场，专注于自驾、越野等户外休闲领域，于2013年6月启动线上试运营，预计于2014年春夏季开始线下销售；电子商务品牌阿肯诺面向线上电子商务户外用品市场，专注于户外骑行等领域，于2012年上线运营。三大品牌在定位、设计风格、细分市场等方面形成互补，进一步提高市场覆盖面。目前主品牌探路者运营较为成熟，Discovery Expedition和阿肯诺两个品牌尚处于培育阶段，对公司收益贡献较小。上半年Discovery Expedition和阿肯诺分别实现销售收入3.66万元和71.76万元。预计全年这两个品牌仍然难见盈利。公司对这两个新品牌寄予了厚望，争取在2017年阿肯诺和Discovery分别实现2亿元和10亿元的销售收入。能否实现目标，仍然有待观察。

◇

纺织服装

谨慎推荐 (维持)

风险评级：一般风险

2013 年 8 月 9 日

魏红梅

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

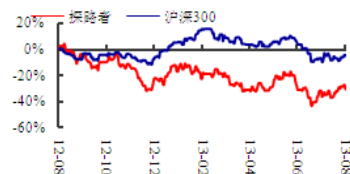
电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2013 年 8 月 8 日

收盘价(元)	11.40
总市值(亿元)	48.24
总股本(百万股)	423.19
流通股本(百万股)	225.75
ROE (TTM)	23.96%
12 月最高价(元)	16.88
12 月最低价(元)	8.50

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

运营质量有所提高。上半年加大了对库存的清理力度，折扣力度有所加大，因此毛利率同比降低了2.04个百分点至48.76%。期间费用率同比降低了2.81个百分点至27.02%；其中销售费用率同比降低了1.86个百分点至16.95%，管理费用率同比降低了0.57个百分点，财务费用率同比降低了0.36个百分点至-0.85%。净利率同比提高了3.15个百分点至18.74%。上年末，存货2.07亿元，较年初增长26%，存货周转效率同比、环比均有所提高。应收账款4234.4万元，较年初增长2.3%，应收账款周转效率较年初有小幅提高。

2014年春夏订货会金额增速下滑，期货订单执行率决定明年上半年业绩增速。公司已召开2014年春夏订货会。订单金额7.8亿元，较上年订单金额7.25亿元增长7.6%，较2013年春夏订单实际执行金额6.5亿元增长20%。按照上年春夏订单执行率90%测算，2014年春夏订单实际执行金额约7.02亿元。如果80%收入算入上半年报表中，加上电商收入贡献1亿元，则2014年H1收入约为6.62亿元，同比增长约为28.8%。

维持“谨慎推荐”评级。预计 2013-2014 年每股收益分别为 0.58 元、0.78 元，对应 PE 分别为 20 倍和 15 倍。维持谨慎推荐评级。

风险提示。大股东解禁；渠道扩张不达预期；多品牌运营不达预期；费用过快增长等。

表 1：盈利预测

科目(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业总收入	753.70	1105.53	1514.58	2014.39
营业总成本	630.23	912.58	1234.70	1634.24
营业成本	395.48	542.37	742.14	966.91
营业税金及附加	8.28	8.28	9.84	13.09
销售费用	118	204.94	295.34	402.88
管理费用	91	135.66	187.81	251.80
财务费用	(4)	(4.54)	(0.44)	(0.44)
资产减值损失	26	25.87	0.00	0.00
其他经营收益	0	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	0	0.00	0.00	0.00
营业利润	123	192.95	279.88	380.15
加 营业外收入	2	2.80	0.00	0.00
减 营业外支出	0	0.37	0.00	0.00
利润总额	125	195.38	279.88	380.15
减 所得税	18	27.07	36.38	49.42
净利润	107	168.30	243.49	330.73
减 少数股东损益	0	(0.40)	0.00	0.00
归属于母公司净利润	107.15	168.70	243.49	330.73
最新总股本(万股)	26800.00	35265.83	42319.27	42319.27
基本每股收益(元)	0.40	0.48	0.58	0.78
市盈率（倍）	28.51	23.83	19.81	14.59

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn