

收入增长35.29% 新品牌后续发力可期

2013年8月9日

强烈推荐/维持

探路者

财报点评

——探路者（300005）2013年中报点评

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：

公司于8月8号公布了2013年半年报业绩：实现营业收入5.14亿元，比上年同期增长35.29%，实现归属母公司净利润9661.88万元，较上年同期增长63.12%，

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	323.88	200.86	179.0	244.44	481.15	274.12	239.89
增长率（%）	80.57	73.27	34.24	35.43	48.56	36.47	33.96
毛利率（%）	45.92	52.66	48.73	48.31	52.39	50.16	47.17
期间费用率（%）	27.29	27.77	29.83	32.05	30.40	24.72	27.02
营业利润率（%）	16.38	24.32	22.17	18.42	17.45	24.80	21.30
净利润（百万元）	53.34	40.65	18.57	22.06	87.03	58.99	37.36
增长率（%）	127.78	105.89	-21.94	114.72	63.14	45.12	101.17
每股盈利（季度，元）	0.20	0.15	0.05	0.06	0.25	0.17	0.09
资产负债率（%）	28.32	17.24	14.75	30.45	25.85	23.57	14.50
净资产收益率（%）	9.23	6.47	2.84	3.24	11.60	7.08	4.34
总资产收益率（%）	7.12	4.98	2.38	2.45	8.26	5.24	3.4

评论：

积极因素：

- **二三线城市的渠道扩张和现有门店的改造升级促使上半年营业收入同比上涨35.29%：**公司上半年净新开店140家，其中直营店新增33家，加盟店新增107家。从区域收入来看华南、东北和华北地区收入增速分别为75.81%、34.37%、32.10%；电子商务收入7122.06万元，同比上涨205.62%；
- **鞋品的销售增速高于收入整体增速：**2013上半年公司实现主营业务收入5.12亿元，同比上涨35.76%，从产品品类来看：服装收入3.36亿元，同比上涨35.84%；鞋品收入1.35亿元，同比上涨53.47%；装备收入4186万元，同比下降1.36%。其中鞋品的销售增速高于收入整体增速，且超过了传统优势的户外服装品类，主要得益于公司及时调整产品品类结构。
- **销售费率和管理费率分别下降1.86和0.57个百分点：**具体来看，销售费用总额为8701万元，同比增长21.86%，主要是因为2013年公司开启多品牌运营体系，加大了品牌推广的力度，市场推广及广告投入较

上年同期大幅增长，另外，网上平台服务费的投入也有所提高；研发费用的增长和第二期股票期权激励费用摊销导致报告期内管理费用为5618.08万元，同比增长28.56%。

消极因素：

- **新品牌阿肯诺和Discoverey仍处于培育期：**费用投入大于收入贡献，阿肯诺品牌上半年销售收入71.76万，DISCOVEREY收入3.66万元（该品牌报告期内仅试营运不足1个月）。

盈利预测与投资建议：

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，但公司自身在战略上的加强将获得超越品类的较高增速，两大新品牌的发展也将为公司的销售业绩有重大贡献，公司2013-2015年的EPS分别为0.66、0.86和1.13元，给予的动态PE为17、13、10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：盈利预测关键指标（2011A-2015E）

百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	754	1,106	1,519	2,001	2,537
(+/-)%	73.64%	46.68%	37.37%	31.73%	26.81%
经营利润（EBIT）	120	188	268	353	461
(+/-)%	95.33%	57.39%	42.44%	31.38%	30.70%
净利润	107	169	233	305	397
(+/-)%	98.81%	57.44%	38.09%	30.73%	30.41%
每股净收益（元）	0.40	0.48	0.66	0.86	1.13

资料来源：东兴证券

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%
现金表（百万元）	365.08	587.50	551.79	-6.08%	589.07	6.76%	696.15	18.18%
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%

表 3：财务比率

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
盈利能力						
毛利率						
营业利润率	49.05%	47.53%	50.94%	50.94%	50.43%	50.43%

净利率	14.98%	16.38%	17.45%	18.05%	17.91%	18.42%
净资产收益率	12.42%	14.22%	15.26%	15.34%	15.22%	15.65%
偿债能力	10.81%	17.68%	21.06%	24.16%	25.87%	27.29%
流动比率						
速动比率	3.84	2.41	2.89	2.86	2.81	2.97
资产负债率	3.14	1.67	2.31	2.11	1.96	2.02
成长能力	20.35%	28.32%	25.85%	23.52%	22.81%	21.53%
营业收入增长率						
营业利润增长率		73.64%	46.68%	37.37%	31.73%	26.81%
净利润增长率		89.93%	56.26%	42.04%	30.73%	30.41%
净资产增长率		98.81%	57.44%	38.09%	30.73%	30.41%
营运能力		21.50%	32.19%	20.36%	22.11%	23.62%
应收帐款周转率						
存货周转率		73.07	40.71	30.90	30.35	29.85
总资产周转率		2.96	3.18	3.84	3.79	3.71

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，消费品研究小组负责人，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。