

探路者(300005.SZ) 服装行业

评级：增持 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：19.96元

经营压力渐增，转型难度加大

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	259.02
总市值(百万元)	87.56
年内股价最高最低(元)	25.15/9.06
沪深300指数	2229.46



相关报告

1.《渠道增长模式面临经营环境压力》，2013.8.9

2.《预计收入增速将放缓》，2013.4.21

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.478	0.585	0.731	0.823	0.861
每股净资产(元)	2.27	2.43	2.96	3.54	4.10
每股经营性现金流(元)	0.64	0.51	0.44	0.57	0.60
市盈率(倍)	35.75	27.16	28.17	25.02	23.92
行业优化市盈率(倍)	18.62	17.68	22.82	22.82	22.82
净利润增长率(%)	57.44%	47.48%	24.90%	12.61%	4.61%
净资产收益率(%)	21.06%	24.07%	24.67%	23.28%	21.02%
总股本(百万股)	352.66	425.04	425.04	425.04	425.04

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 13年实现营业收入、归属于上市公司股东的净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 14.45 亿元、2.49 亿元、2.18 亿元、0.514 元，同增 30.7%、47.5%、-2.85%、47.3%。店铺全年净增 219 至 1614 间，其中加盟增加 183 至 1419 间。每 10 股送红股 2 股，派发现金股利 2.5 元。
- 14 年一季度实现营业收入、归属于上市公司股东的净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 3.18 亿元、7769.94 万元、-1.22 亿元、0.1827 元，同增 16.03%、31.53%、-126.33%、30.87%。14 年公司力争实现营收不低于 18 亿元，同增约 25%，计划实现净利 3.15 亿元，探路者品牌净增店铺不少于 150 家，Discovery 品牌净增店铺不少于 60 家。

经营分析

- 公司战略变革，由户外产品提供商向户外旅行综合服务提供商升级，借助户外在线旅游平台和户外垂直电商承托多品牌经营，开拓盈利空间：1) 在国内消费市场持续疲软背景下，公司依靠品牌延伸及渠道扩张，实现了收入及净利润的同步快速增长；2) 毛利率受处理存货及降低吊牌价的负面影响，全年整体下滑近 1 个百分点(服装、装备毛利率分别下滑 2、5 个百分点至 49%、43%，鞋类产品毛利率提升 3 个百分点至 55%)；3) 净利增速超收入增速主要系店铺增速放缓而费用率走低。自 10 下半年起至 13 上半年，公司平均每月净增店铺 28 家，自 13 下半年起速度骤减至每月净增约 13 家。销售、管理费用增速相应下滑，由上年同期 74%、48% 降至 13 年的 24%、15%；4) 阿肯诺(电子商务)与 Discovery Expedition(休闲定位)两个新品牌尚处于培育阶段，合计全年营业收入 576 万元。
- 财务指标中，存货、应收账款和票据延续增势：存货同增 78% 至 2.91 亿元，其中库存商品本期计提 4203.21 万元跌价准备，净值 2.83 亿元，同增 75%；应收账款和票据分别同增 77%、942% 至 7313、2710 万元，增速均大幅超出收入；受此影响，经营现金流净额同降 3%，盈利质量恶化。

盈利预测及投资建议

- 公司致力于成为户外平台服务商，但从产品提供商向平台服务转移的具体转变措施和策略不够清晰，在没有明确未来具体策略前，庞大的线下店铺仍是公司业绩主要来源，则资产负债表的持续恶化势将影响未来业绩增长能力。预计公司 14-16 年实现归属于母公司净利润分别为 3.11 亿、3.5 亿、3.66 亿元，分别同比增 24.9%、12.6%、4.6%，对应 EPS 分别为 0.731 元、0.823 元和 0.861 元。

张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

图表1：销售预测

项目	2009	1H10	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	2013	2014E	2015E	2016E
服装												
销售收入（百万元）	171.41	95.20	291.28	157.81	516.60	247.12	785.04	335.69	1,045.64	1,254.76	1,317.50	1,317.50
增长率(YOY)	58.32%	57.70%	69.93%	65.77%	77.36%	56.60%	51.96%	35.84%	33.20%	20.00%	5.00%	0.00%
毛利率	48.26%	47.76%	48.75%	50.00%	48.45%	53.39%	51.66%	49.09%	49.38%	51.00%	51.00%	51.00%
销售成本（百万元）	88.69	49.73	149.28	78.91	266.31	115.18	379.49	170.90	529.33	614.83	645.58	645.58
增长率(YOY)	48.61%	53.68%	68.32%	58.67%	78.40%	45.98%	42.50%	48.38%	39.49%	16.15%	5.00%	0.00%
毛利（百万元）	82.72	45.47	142.00	78.90	250.29	131.94	405.55	164.79	516.31	639.93	671.93	671.93
增长率(YOY)	70.25%	62.35%	71.66%	73.52%	76.26%	67.22%	62.03%	24.90%	27.31%	23.94%	5.00%	0.00%
占总销售额比重	58.39%	61.81%	67.39%	63.29%	68.75%	65.49%	71.31%	65.53%	72.49%	73.08%	73.28%	73.28%
占主营业务利润比重	58.85%	61.40%	67.27%	63.48%	69.81%	68.21%	71.70%	65.69%	71.40%	72.76%	72.92%	72.92%
鞋												
销售收入（百万元）	66.78	35.95	94.51	61.93	166.56	87.79	230.85	134.73	303.41	364.09	382.30	382.30
增长率(YOY)	28.38%	27.14%	41.52%	72.27%	76.23%	41.76%	38.60%	53.47%	31.43%	20.00%	5.00%	0.00%
毛利率	46.12%	47.07%	47.63%	49.61%	47.84%	49.60%	51.67%	50.92%	55.03%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本（百万元）	35.98	19.03	49.49	31.21	86.88	44.25	111.57	66.13	136.45	163.84	172.03	172.03
增长率(YOY)	20.18%	20.44%	37.56%	63.99%	75.52%	41.78%	28.43%	49.44%	22.30%	20.08%	5.00%	0.00%
毛利（百万元）	30.80	16.92	45.02	30.72	79.68	43.55	119.28	68.61	166.96	200.25	210.26	210.26
增长率(YOY)	39.50%	35.63%	46.16%	81.57%	77.01%	41.74%	49.70%	57.55%	39.97%	19.94%	5.00%	0.00%
占总销售额比重	22.75%	23.34%	21.87%	24.84%	22.17%	23.27%	20.97%	26.30%	21.03%	21.20%	21.26%	21.26%
占主营业务利润比重	21.91%	22.85%	21.33%	24.72%	22.22%	22.51%	21.09%	27.35%	23.09%	22.77%	22.82%	22.82%
装备												
销售收入（百万元）	55.36	22.87	46.45	29.60	68.23	42.43	84.93	41.86	93.50	98.18	98.18	98.18
增长率(YOY)	14.76%	-12.76%	-16.09%	29.41%	46.88%	43.37%	24.49%	-1.36%	10.09%	5.00%	0.00%	0.00%
毛利率	48.87%	50.98%	51.82%	49.55%	41.88%	42.27%	48.01%	41.69%	42.65%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本（百万元）	28.31	11.21	22.38	14.93	39.65	24.50	44.16	24.41	53.63	58.91	58.91	58.91
增长率(YOY)	6.45%	-22.10%	-20.94%	33.20%	77.18%	64.06%	11.36%	-0.37%	21.45%	9.84%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	27.05	11.66	24.07	14.66	28.57	17.94	40.78	17.45	39.87	39.27	39.27	39.27
增长率(YOY)	24.95%	-1.40%	-11.03%	25.77%	18.70%	22.31%	42.71%	-2.72%	-2.21%	-1.51%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	18.86%	14.85%	10.75%	11.87%	9.08%	11.25%	7.72%	8.17%	6.48%	5.72%	5.46%	5.46%
占主营业务利润比重	19.25%	15.75%	11.40%	11.80%	7.97%	9.27%	7.21%	6.96%	5.51%	4.47%	4.26%	4.26%
销售总收入（百万元）	293.55	154.02	432.24	249.33	751.38	377.35	1100.82	512.28	1442.55	1717.03	1797.97	1797.97
销售总成本（百万元）	152.97	79.97	221.15	125.05	392.84	183.93	535.21	261.44	719.41	837.58	876.51	876.51
毛利（百万元）	140.58	74.05	211.09	124.29	358.55	193.42	565.61	250.85	723.14	879.45	921.46	921.46
平均毛利率	47.89%	48.08%	48.84%	49.85%	47.72%	51.26%	51.38%	48.97%	50.13%	51.22%	51.25%	51.25%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	754	1,106	1,445	1,717	1,798	1,798	货币资金	365	587	731	854	953	1,042
增长率	46.7%	30.7%	18.8%	4.7%	0.0%		应收款项	19	49	118	245	346	432
主营业务成本	-395	-542	-722	-838	-877	-877	存货	178	164	291	310	347	389
%销售收入	52.5%	49.1%	50.0%	48.8%	48.8%	48.8%	其他流动资产	15	11	23	19	20	20
毛利	358	563	723	879	921	921	流动资产	577	812	1,163	1,428	1,666	1,882
%销售收入	47.5%	50.9%	50.0%	51.2%	51.2%	51.2%	%总资产	68.2%	74.7%	78.1%	80.5%	81.1%	81.6%
营业税金及附加	-4	-8	-10	-12	-13	-13	长期投资	0	0	49	50	49	49
%销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	254	246	240	280	317	353
营业费用	-118	-205	-253	-292	-288	-270	%总资产	30.0%	22.6%	16.1%	15.8%	15.5%	15.3%
%销售收入	15.7%	18.5%	17.5%	17.0%	16.0%	15.0%	无形资产	6	11	9	14	18	21
管理费用	-91	-136	-157	-189	-189	-180	非流动资产	269	275	326	346	387	425
%销售收入	12.1%	12.3%	10.8%	11.0%	10.5%	10.0%	%总资产	31.8%	25.3%	21.9%	19.5%	18.9%	18.4%
息税前利润 (EBIT)	145	214	303	387	432	459	资产总计	845	1,086	1,489	1,774	2,053	2,308
%销售收入	19.3%	19.4%	20.9%	22.5%	24.0%	25.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	4	5	10	13	9	8	应付款项	193	196	348	324	338	338
%销售收入	-0.5%	-0.4%	-0.7%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	47	85	91	179	204	226
资产减值损失	-26	-26	-45	-40	-36	-43	流动负债	239	281	439	503	543	563
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	239	281	439	503	543	564
税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	普通股股东权益	606	801	1,034	1,260	1,503	1,742
营业利润	123	193	267	360	406	425	少数股东权益	0	5	16	11	6	1
营业利润率	16.4%	17.5%	18.5%	21.0%	22.6%	23.6%	负债股东权益合计	845	1,086	1,489	1,774	2,053	2,308
营业外收支	1	2	15	0	0	0							
税前利润	125	195	282	360	406	425							
利润率	16.5%	17.7%	19.5%	21.0%	22.6%	23.6%							
所得税	-18	-27	-41	-54	-61	-64							
所得税率	14.1%	13.9%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	107	168	241	306	345	361							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	34	39	58	55	54	64							
非经营收益	-8	-9	-11	27	0	0							
营运资金变动	-4	26	-71	-201	-157	-172							
经营活动现金净流	129	225	218	186	243	254							
资本开支	-132	-11	-5	-62	-59	-60							
投资	0	0	0	-1	0	0							
其他	0	0	0	0	0	0							
投资活动现金净流	-132	-11	-5	-63	-59	-60							
股权募资	2	35	32	0	0	0							
债权募资	0	0	0	0	0	1							
其他	-14	-27	-53	0	-85	-106							
筹资活动现金净流	-12	8	-21	0	-85	-105							
现金净流量	-14	222	193	123	99	89	资产管理能力						

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	11	16	40
增持	3	4	6	9	28
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.58	1.45	1.44	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-04-24	增持	15.24	N/A
2 2012-08-15	增持	19.96	N/A
3 2012-10-10	增持	18.47	17.12 ~ 19.56
4 2012-10-21	增持	18.68	N/A
5 2013-01-11	增持	16.54	N/A
6 2013-04-21	增持	14.42	N/A
7 2013-08-09	增持	11.17	N/A

来源：国金证券研究所


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD