

探路者 (300005.SZ) 服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

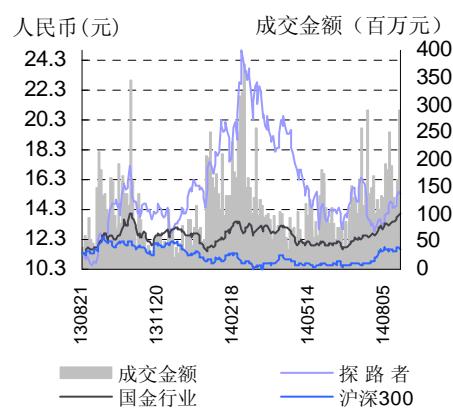
市价 (人民币): 15.32 元

电商提升整体业绩

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)	322.23
总市值(百万元)	7,819.60
年内股价最高最低(元)	24.99/10.63
沪深 300 指数	2366.14



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	0.727	0.804	0.820
每股净资产(元)	2.27	2.43	3.01	3.66	4.38
每股经营性现金流(元)	0.64	0.51	0.28	0.41	0.41
市盈率(倍)	35.75	27.16	28.35	25.62	25.11
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%	24.13%	10.66%	2.03%
净资产收益率(%)	21.06%	24.07%	24.15%	21.95%	18.71%
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

- 上半年营业收入 6.22 亿元, 净利润 1.23 亿元, 分别同增 21.1% 和 26.93%; 稀释每股收益 0.24 元。
- 二季度单季营收 3.04 亿元, 净利润 0.45 亿元, 分别同增 26.89% 和 19.71%。

经营分析

- 得益于电商业务, 收入保持高增长:** 上半年营收同增 21.1%, 较去年同期下降 14.2 个百分点, 其中电商收入 1.21 亿元, 占总收入的 19.5%, 增速高达 **127.38%**, 带动整体营收增速提高; 除去电商部分, 传统线下业务收入 4.61 亿元, 同增 **4.1%**。上半年探路者品牌净开店 46 家, 全年恐难达净开店 150 家的目标。
- 期间严格执行费用促进利润增速:** 上半年销售费用 1.04 亿元, 同增 19.42%; 管理费用 0.55 亿元, 同降 1.4%, 均低于营收增速。毛利率 49.45%, 较去年同期增加 0.7 个百分点; 净利率 19.70%, 高于去年同期 0.9 个百分点。
- 存货周转率继续下降:** 上半年期末存货 3.20 亿元, 上半年存货周转率由去年同期的 1.42 次降至目前的 1.03 次, 为上市以来最低值。经营性净现金流 -1.03 亿元, 远低于净利润。
- 公司经营策略调整的结果有待观察:** 公司上市以来战略多变, 目前向互联网发展后, 效果需要时间检验。

盈利调整及投资建议

- 公司推进互联网转型后, 电商业务对业绩提振明显, 如何协调线上线下利益需要时间。资产负债表质量仍有待提高。预计公司 14-16 年实现归属于母公司净利润分别为 3.09 亿、3.42 亿、3.49 亿元, 对应 EPS 分别为 0.727 元、0.804 元和 0.820 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	1H14	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	424.91	1,307.05	1,372.40	1,303.78
增长率 (YOY)	58.32%	57.70%	69.93%	65.77%	77.36%	56.60%	51.96%	35.84%	33.20%	26.58%	25.00%	5.00%	-5.00%
毛利率	48.26%	47.76%	48.75%	50.00%	48.45%	53.39%	51.66%	49.09%	49.38%	49.11%	49.00%	50.00%	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	216.24	666.59	686.20	638.85
增长率 (YOY)	48.61%	53.68%	68.32%	58.67%	78.40%	45.98%	42.50%	48.38%	39.49%	26.53%	25.93%	2.94%	-6.90%
毛利（百万元）	82.72	45.47	142.00	78.90	250.29	131.94	405.55	164.79	516.31	208.67	640.45	686.20	664.93
增长率 (YOY)	70.25%	62.35%	71.66%	73.52%	76.26%	67.22%	62.03%	24.90%	27.31%	26.63%	24.04%	7.14%	-3.10%
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%	68.71%	75.62%	77.19%	77.19%
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%	68.62%	75.31%	76.86%	76.78%
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	145.34	318.58	302.65	287.52
增长率 (YOY)	28.38%	27.14%	41.52%	72.27%	76.23%	41.76%	38.60%	53.47%	31.43%	7.87%	5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	46.12%	47.07%	47.63%	49.61%	47.84%	49.60%	51.67%	50.92%	55.03%	52.16%	53.00%	54.00%	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	69.53	149.73	139.22	129.38
增长率 (YOY)	20.18%	20.44%	37.56%	63.99%	75.52%	41.78%	28.43%	49.44%	22.30%	5.14%	9.74%	-7.02%	-7.07%
毛利（百万元）	30.80	16.92	45.02	30.72	79.68	43.55	119.28	68.61	166.96	75.81	168.85	163.43	158.14
增长率 (YOY)	39.50%	35.63%	46.16%	81.57%	77.01%	41.74%	49.70%	57.55%	39.97%	10.50%	1.13%	-3.21%	-3.24%
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%	23.50%	18.43%	17.02%	17.02%
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%	24.93%	19.85%	18.30%	18.26%
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	48.13	102.85	102.85	97.71
增长率 (YOY)	14.76%	-12.76%	-16.09%	29.41%	46.88%	43.37%	24.49%	-1.36%	10.09%	14.98%	10.00%	0.00%	-5.00%
毛利率	48.87%	50.98%	51.82%	49.55%	41.88%	42.27%	48.01%	41.69%	42.65%	40.73%	40.00%	42.00%	44.00%
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	28.53	61.71	59.65	54.72
增长率 (YOY)	6.45%	-22.10%	-20.94%	33.20%	77.18%	64.06%	11.36%	-0.37%	21.45%	16.87%	15.07%	-3.33%	-8.28%
毛利（百万元）	27.05	11.66	24.07	14.66	28.57	17.94	40.78	17.45	39.87	19.60	41.14	43.20	42.99
增长率 (YOY)	24.95%	-1.40%	-11.03%	25.77%	18.70%	22.31%	42.71%	-2.72%	-2.21%	12.33%	3.18%	5.00%	-0.48%
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%	7.78%	5.95%	5.78%	5.78%
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%	6.45%	4.84%	4.84%	4.96%
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	618.37	1728.48	1777.90	1689.00
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	314.29	878.04	885.07	822.95
毛利（百万元）	140.58	74.05	211.09	124.29	358.55	193.42	565.61	250.85	723.14	304.09	850.44	892.83	866.05
平均毛利率	47.89%	48.08%	48.84%	49.85%	47.72%	51.26%	51.38%	48.97%	50.13%	49.17%	49.20%	50.22%	51.28%

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	1,728	1,778	1,689	货币资金	365	587	731	800	900	1,000
增长率	46.7%	30.7%	19.6%	2.9%	-5.0%		应收款项	19	49	118	212	307	414
主营业务成本	-395	-542	-722	-878	-885	-823	存货	178	164	291	394	464	492
%销售收入	52.5%	49.1%	50.0%	50.8%	49.8%	48.7%	其他流动资产	15	11	23	21	21	19
毛利	358	563	723	850	893	866	流动资产	577	812	1,163	1,427	1,691	1,926
%销售收入	47.5%	50.9%	50.0%	49.2%	50.2%	51.3%	%总资产	68.2%	74.7%	78.1%	77.2%	80.0%	82.0%
营业税金及附加	-4	-8	-10	-11	-12	-11	长期投资	0	0	49	69	69	69
%销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	254	246	240	240	240	239
营业费用	-118	-205	-253	-302	-302	-279	%总资产	30.0%	22.6%	16.1%	13.0%	11.3%	10.2%
%销售收入	15.7%	18.5%	17.5%	17.5%	17.0%	16.5%	无形资产	6	11	9	87	88	89
管理费用	-91	-136	-157	-156	-160	-152	非流动资产	269	275	326	421	422	422
%销售收入	12.1%	12.3%	10.8%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	31.8%	25.3%	21.9%	22.8%	20.0%	18.0%
息税前利润 (EBIT)	145	214	303	381	419	424	资产总计	845	1,086	1,489	1,847	2,113	2,348
%销售收入	19.3%	19.4%	20.9%	22.1%	23.6%	25.1%	短期借款	0	0	0	50	44	35
财务费用	4	5	10	11	8	11	应付款项	193	196	348	346	349	326
%销售收入	-0.5%	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.4%	-0.7%	其他流动负债	47	85	91	168	170	143
资产减值损失	-26	-26	-45	-45	-39	-39	流动负债	239	281	439	564	564	504
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	2	2	2	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.5%	0.5%	负债	239	281	439	564	564	505
税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.5%	0.5%	普通股股东权益	606	801	1,034	1,279	1,557	1,863
营业利润	123	193	267	350	390	398	少数股东权益	0	5	16	4	-8	-20
营业利润率	16.4%	17.5%	18.5%	20.2%	21.9%	23.6%	负债股东权益合计	845	1,086	1,489	1,847	2,113	2,348
营业外收支	1	2	15	10	10	10							
税前利润	125	195	282	360	400	408							
利润率	16.5%	17.7%	19.5%	20.8%	22.5%	24.2%							
所得税	-18	-27	-41	-63	-70	-71							
所得税率	14.1%	13.9%	14.4%	17.5%	17.5%	17.5%							
净利润	107	168	241	297	330	337							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	107	169	249	309	342	349							
净利率	14.2%	15.3%	17.2%	17.9%	19.2%	20.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金净流	129	225	218	120	175	176	每股指标						
净利润	107	168	241	297	330	337	每股收益	0.400	0.478	0.585	0.727	0.804	0.820
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	2.261	2.271	2.432	3.009	3.663	4.383
非现金支出	34	39	58	56	52	52	每股经营现金净流	0.483	0.637	0.514	0.281	0.413	0.413
非经营收益	-8	-9	-11	-6	-8	-9	每股股利	0.100	0.100	0.150	0.150	0.150	0.100
营运资金变动	-4	26	-71	-228	-198	-204	回报率						
经营活动现金净流	129	225	218	120	175	176	净资产收益率	17.68%	21.06%	24.07%	24.15%	21.95%	18.71%
资本开支	-132	-11	-5	-80	-3	-3	总资产收益率	12.67%	15.53%	16.70%	16.72%	16.17%	14.85%
投资	0	0	-49	-20	0	0	投入资本收益率	20.60%	22.91%	24.68%	23.58%	21.70%	18.63%
其他	0	0	0	2	2	2	增长率						
投资活动现金净流	-132	-11	-54	-98	-1	-1	主营业务收入增长率	73.64%	46.68%	30.74%	19.59%	2.86%	-5.00%
股权募资	2	35	32	0	0	0	EBIT增长率	125.02%	47.56%	41.30%	25.89%	9.93%	1.28%
债权募资	0	0	0	50	-6	-8	净利润增长率	98.81%	57.44%	47.48%	24.13%	10.66%	2.03%
其他	-14	-27	-53	-3	-68	-66	总资产增长率	35.02%	28.51%	37.09%	24.04%	14.38%	11.12%
筹资活动现金净流	-12	8	-21	47	-74	-75	资产管理能力						
现金净流量	-14	222	144	69	100	100	应收账款周转天数	5.0	9.0	14.5	30.0	50.0	80.0
							存货周转天数	123.3	114.9	115.0	180.0	220.0	260.0
							应付账款周转天数	88.6	93.7	107.5	110.0	110.0	110.0
							固定资产周转天数	110.7	79.3	60.3	50.5	49.1	51.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-60.25%	-72.93%	-69.62%	-58.42%	-55.25%	-52.31%
							EBIT利息保障倍数	-38.5	-47.2	-31.5	-33.8	-52.5	-38.1
							资产负债率	28.32%	25.85%	29.48%	30.53%	26.68%	21.49%

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	11	11	20	23	44
增持	4	4	7	7	18
中性	1	1	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.38	1.38	1.38	1.37	1.37

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-10-10	增持	15.29	17.12 ~ 19.56
2 2012-10-21	增持	15.47	N/A
3 2013-01-11	增持	13.70	N/A
4 2013-04-21	增持	11.94	N/A
5 2013-08-09	增持	11.24	N/A
6 2014-04-17	增持	19.33	N/A

来源：国金证券研究所

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


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认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