

## 探路者

300005

推荐

孔军

021-62178407

kongjun@cjis.cn

### 优惠的所得税率使得公司业绩大幅增长

公司09年实现收入29355.39万元，同比增长38.46%；实现净利润4403.40万元，同比增长72.62%。公司09年业绩大增最主要原因是由于公司所得税率由08年的25%降低到15%。鉴于公司户外产品在国内具有较广阔的市场前景，以及公司10转增10，虽然公司股价市盈率偏高，但仍有较大的上涨动力，我们给予公司“推荐”评级。

#### 投资要点：

**6-12个月目标价： 54.00元**

当前股价： 45.80元

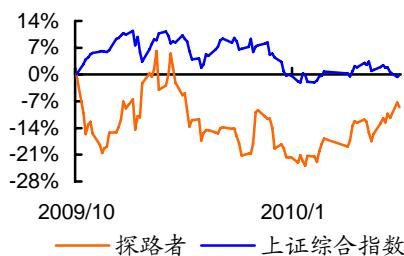
评级调整： 首次评级

#### 基本资料

上证综合指数	3050.48
总股本(百万)	67
流通股本(百万)	17
流通市值(亿)	8
EPS (10年)	0.90
每股净资产(元, 10年)	7.75
资产负债率	14.2%

#### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
探路者	0.00	5.90	0.00
上证综合指数	0.00	-4.05	-0.32



#### 相关报告

《国内户外用品第一品牌》新股报告——  
09.10.9

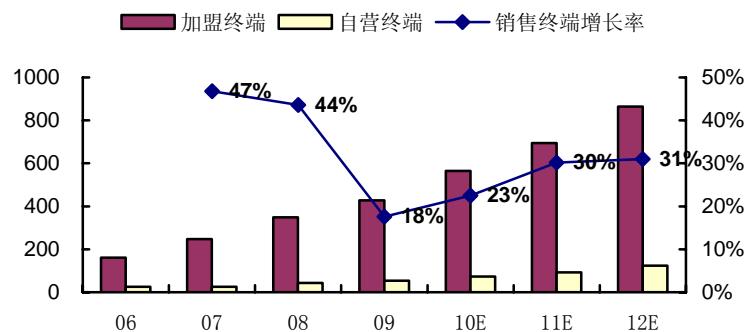
- **公司09年依靠渠道扩张、毛利率提高和所得税率降低使得公司业绩大幅增长。**公司09年实现收入29355.39万元，同比增长38.46%；实现营业利润4629.41万元，同比增长39.50%；实现净利润4403.40万元，同比增长72.62%。公司收入同比增长主要由于公司的渠道数量扩张（09年渠道数量达481家，同比增长近18%）；虽然公司费用率略有增加，但是产品平均毛利率同比增加2.37个百分点，使得公司营业利润同比增长超过收入的增长；净利润大幅增长是由于公司09年获得了《高新技术企业证书》，企业09年所得税率为15%（08年所得税率为25%）。
- **国内户外用品市场具有较大的发展空间。**欧美国家由于居民对健康生活方式的向往，户外运动具有相当广泛的群众基础。在欧洲户外用品行业01-06年平均增长率高于同期的经济总体增长速度。目前在国内，随着居民收入水平的不断提高，健康的户外休闲方式也越来越得到城市居民的重视，因此户外用品的国内市场具有较大的发展空间。
- **公司在行业中具有较强的竞争优势。**据中国行业企业信息发布中心对08年度全国户外品牌调查汇总结果，按销售量计算，“探路者”品牌市场占有率为行业首位，按照销售额计算，“探路者”品牌市场占有率为行业第二位。公司在行业中较强的竞争优势，为公司未来进一步拓展全国市场奠定了良好的基础。
- **销售渠道扩张保证公司收入增长。**公司将继续巩固现有的直营和加盟共存的营销渠道模式，加大对店面的投入和管理。未来几年公司销售渠道将继续保持较高的增长速度。10、11、12年渠道增长速度分别为：23%、30%、31%，如附图表1。公司渠道的增长将继续促进公司收入的增长。
- **公司服装产品价格逐年提高，产品毛利率稳定提高，保证公司业绩增长。**随着公司服装类产品由于知名度的扩大，售价逐年上升。由于服装类产品平均售价提高，加之公司不断优化产品结构，使得公司产品毛利率逐年提高，并且在销售增长的情况下依然能够保持稳定。稳定的高毛利率保证了公司的业绩增长。
- **给予公司“推荐”的投资评级。**我们预测公司10-12年EPS为0.90、1.09、1.56元，10-12年P/E为51、42、29倍。虽然公司目前市盈率偏高，但该盈利预测是假设公司2010年所得税率没有优惠（恢复到25%），由于公司的户外产品具有一定科技含量，2010年可能将继续得到15%的所得税率。若公司继续得到15%的所得税率，则2010年动态市盈率为44倍。另外公司年报10转增10，股价具有上涨动力。根据这些，我们认为股价具有上涨空间，给予公司“推荐”投资评级。

#### 主要财务指标

单位： 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	292	408	568	790
同比(%)	40%	40%	39%	39%
归属母公司净利润(百万元)	46	60	73	104
同比(%)	80%	32%	21%	43%
毛利率(%)	47.8%	48.7%	49.4%	50.2%
ROE(%)	10.0%	11.6%	12.3%	15.0%
每股收益(元)	0.68	0.90	1.09	1.56
P/E	66.87	50.83	42.01	29.44
P/B	6.69	5.91	5.18	4.41
EV/EBITDA	56	34	22	15

资料来源：中投证券研究所

附图表1 公司销售渠道增长情况



资料来源：公司招股书，中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>				
现金	493	606	680	781
应收账款	409	409	409	409
其它应收款	6	9	13	18
预付账款	6	6	10	13
存货	1	14	19	26
其他	71	168	230	315
	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>				
长期投资	42	349	620	633
固定资产	1	0	0	0
无形资产	36	181	389	494
其他	1	1	1	1
	4	168	231	139
<b>资产总计</b>	535	955	1300	1413
<b>流动负债</b>				
短期借款	75	435	706	714
应付账款	0	320	592	558
其他	32	40	57	77
	43	75	56	78
<b>非流动负债</b>				
长期借款	1	0	0	0
其他	0	0	0	0
	1	0	0	0
<b>负债合计</b>	76	435	706	714
少数股东权益	535	955	1300	1413
股本	0	1	2	3
资本公积	67	67	67	67
留存收益	329	329	329	329
归属母公司股东权益	62	123	196	300
	459	519	592	696
<b>负债和股东权益</b>				

**现金流量表**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	49	-25	37	90
折旧摊销	46	61	74	106
财务费用	0	6	15	24
投资损失	-0	-4	14	21
营运资金变动	0	-74	-75	-59
其它	0	-15	10	-2
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	-9	-299	-295	-35
长期投资	8	300	295	35
其他	0	-1	0	0
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	324	324	258	-55
长期借款	0	320	272	-34
普通股增加	-15	0	0	0
资本公积增加	17	0	0	0
其他	305	0	0	0
	18	4	-14	-21
<b>现金净增加额</b>	364	0	0	0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	292	408	568	790
营业成本	152	210	287	394
营业税金及附加	2	2	3	5
营业费用	54	74	104	145
管理费用	32	45	62	87
财务费用	-0	-4	14	21
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	48	77	93	136
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	54	82	99	141
所得税	8	20	25	35
<b>净利润</b>	46	61	74	106
少数股东损益	0	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	46	60	73	104
EBITDA	48	79	122	180
<b>EPS（元）</b>	0.68	0.90	1.09	1.56

**主要财务比率**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	39.7%	39.7%	39.1%	39.1%
营业利润	45.0%	59.8%	21.0%	45.7%
归属于母公司净利润	79.6%	31.6%	21.0%	42.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	47.8%	48.7%	49.4%	50.2%
净利率	15.7%	14.8%	12.9%	13.2%
ROE	10.0%	11.6%	12.3%	15.0%
ROIC	77.8%	13.0%	10.3%	13.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	14.2%	45.5%	54.3%	50.5%
净负债比率	0.00%	73.62%	83.92	78.23%
流动比率	6.54	1.39	0.96	1.09
速动比率	5.59	1.01	0.64	0.65
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.84	0.55	0.50	0.58
应收账款周转率	51	51	51	51
应付账款周转率	6.15	5.77	5.90	5.85
<b>每股指标（元）</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.90	1.09	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	-0.38	0.55	1.34
每股净资产(最新摊薄)	6.85	7.75	8.84	10.39
<b>估值比率</b>				
P/E	66.87	50.83	42.01	29.44
P/B	6.69	5.91	5.18	4.41
EV/EBITDA	56	34	22	15

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

孔军，中投证券研究所纺织服装行业分析师，中国纺织大学工学硕士，7 年行业分析经历，7 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司：鲁泰 A、孚日股份、报喜鸟、雅戈尔、伟星股份、烟台氨纶、七匹狼、山东如意、美邦服饰等

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编：100031  
传真：(010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434