

孔军 S0960200010037

021-62178407

kongjun@cjis.cn

探路者

300005

推荐

户外品牌运动服装、国内市场潜力巨大

一季度公司实现营业收入6780.96 万元，同比增长30.99%；实现净利润1073.44 万元，同比增长18.44%。公司一季度加强市场推广及品牌建设力度，产生大量销售费用，制约公司一季度业绩增长，这是暂时的。鉴于公司为国内户外运动产品第一品牌，在国内具有较广阔的市场前景，虽然公司目前股价市盈率偏高，但未来仍有一定的上涨空间，我们继续给予公司“推荐”评级。

6-12 个月目标价： 56.00 元

当前股价： 48.09 元

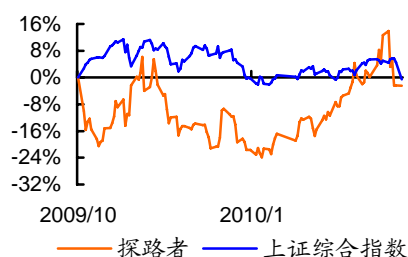
评级调整： 维持

基本资料

| | |
|-----------------|---------|
| 上证综合指数 | 2979.53 |
| 总股本(百万) | 67 |
| 流通股本(百万) | 17 |
| 流通市值(亿) | 8 |
| EPS (10 年) | 1.05 |
| 每股净资产 (元, 10 年) | 7.66 |
| 资产负债率 | 14.3% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|-------|-------|
| 探路者 | 1.54 | 8.53 | 0.00 |
| 上证综合指数 | -2.88 | -5.47 | -3.40 |



相关报告

《探路者-优惠的所得税率使得公司业绩大幅增长》2010-3-17

投资要点:

- **公司收入增长符合预期，营销费用的较大支出暂时影响公司业绩。**公司一季度实现收入 6780.96 万元，同比增长 30.99%；实现营业利润 1171.88 万元，同比增长 4.86%；实现净利润 1073.44 万元，同比增长 18.44%。公司收入增长得益于品牌提升和渠道扩张。由于公司一季度加强市场推广及品牌建设力度，产生了大量销售费用（一季度公司销售费用/收入为 21.45%，同比增加 8.25 个百分点），同时管理费用增加较多（一季度公司管理费用/收入为 11.16%，同比增加 1.99 个百分点），致使营业利润增长只有 4.86%。由于所得税费用同比减少的原因，使得公司一季度净利润增长 18.44%，高于营业利润的增长。我们认为公司一季度巨大的费用支出是公司为了树立品牌和加强管理，全年的费用增长将会与收入增长匹配。
- **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，一季度公司“探路者”户外运动用品再次荣列全国户外用品市场同类产品销量第一名。公司在行业中具有较强的品牌竞争优势，这为将来进一步拓展全国市场奠定了良好的基础。
- **公司服装产品价格逐年提高，产品毛利率稳定增长，将保证公司业绩增长。**随着公司服装产品知名度的扩大，售价逐年上升。服装产品平均售价提高，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，一季度公司产品平均毛利率为 48.60%，同比增加 3.71 个百分点。稳定的高毛利率将保证了公司的业绩增长。
- **继续给予公司“推荐”的投资评级。**我们预测公司 10-12 年 EPS 为 1.05、1.50、2.28 元，10-12 年 P/E 为 45、32、22 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，而且是大概率事件。若公司继续得到 15% 的所得税率，则 2010 年动态市盈率为 40 倍。我们认为股价具有上涨空间，继续给予公司“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) | 294 | 408 | 568 | 790 |
| 同比(%) | 38% | 39% | 39% | 39% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 44 | 70 | 100 | 149 |
| 同比(%) | 73% | 59% | 43% | 49% |
| 毛利率(%) | 47.9% | 48.7% | 49.4% | 50.2% |
| ROE(%) | 9.6% | 13.6% | 16.3% | 19.6% |
| 每股收益(元) | 0.66 | 1.05 | 1.50 | 2.23 |
| P/E | 73.17 | 45.99 | 32.12 | 21.59 |
| P/B | 7.05 | 6.27 | 5.25 | 4.22 |
| EV/EBITDA | 57 | 31 | 18 | 12 |

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 492 | 600 | 670 | 767 | 营业收入 | 294 | 408 | 568 | 790 |
| 现金 | 410 | 410 | 410 | 410 | 营业成本 | 153 | 210 | 287 | 394 |
| 应收账款 | 5 | 8 | 11 | 16 | 营业税金及附加 | 2 | 2 | 3 | 5 |
| 其它应收款 | 6 | 7 | 10 | 14 | 营业费用 | 57 | 69 | 82 | 111 |
| 预付账款 | 1 | 14 | 19 | 26 | 管理费用 | 32 | 37 | 48 | 63 |
| 存货 | 71 | 161 | 220 | 302 | 财务费用 | -0 | -4 | 13 | 17 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 非流动资产 | 41 | 349 | 620 | 633 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 37 | 181 | 389 | 494 | 营业利润 | 46 | 90 | 130 | 196 |
| 无形资产 | 1 | 1 | 1 | 1 | 营业外收入 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 其他 | 4 | 168 | 231 | 139 | 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 533 | 949 | 1290 | 1400 | 利润总额 | 52 | 95 | 135 | 202 |
| 流动负债 | 76 | 434 | 673 | 632 | 所得税 | 8 | 24 | 34 | 50 |
| 短期借款 | 0 | 320 | 560 | 477 | 净利润 | 44 | 71 | 101 | 151 |
| 应付账款 | 32 | 40 | 57 | 77 | 少数股东损益 | 0 | 1 | 1 | 2 |
| 其他 | 43 | 74 | 56 | 78 | 归属母公司净利润 | 44 | 70 | 100 | 149 |
| 非流动负债 | 1 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 49 | 92 | 157 | 238 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.66 | 1.05 | 1.50 | 2.23 |
| 其他 | 1 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 76 | 434 | 673 | 632 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 1 | 2 | 5 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本 | 67 | 67 | 67 | 67 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 329 | 329 | 329 | 329 | 营业收入 | 38.5% | 39.1% | 39.1% | 39.1% |
| 留存收益 | 60 | 117 | 217 | 367 | 营业利润 | 39.5% | 94.6% | 44.2% | 51.3% |
| 归属母公司股东权益 | 457 | 514 | 614 | 763 | 归属于母公司净利润 | 72.9% | 59.1% | 43.2% | 48.8% |
| 负债和股东权益 | 533 | 949 | 1290 | 1400 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 47.9% | 48.7% | 49.4% | 50.2% |
| | | | | | 净利率 | 15.0% | 17.2% | 17.7% | 18.9% |
| | | | | | ROE | 9.6% | 13.6% | 16.3% | 19.6% |
| | | | | | ROIC | 76.6% | 15.6% | 14.0% | 19.3% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 14.3% | 45.8% | 52.2% | 45.2% |
| | | | | | 净负债比率 | 0.00% | 73.68% | 83.21 | 75.53% |
| | | | | | 流动比率 | 6.51 | 1.38 | 0.99 | 1.21 |
| | | | | | 速动比率 | 5.52 | 0.99 | 0.65 | 0.71 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.84 | 0.55 | 0.51 | 0.59 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 57 | 60 | 59 | 59 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 6.17 | 5.79 | 5.94 | 5.89 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.66 | 1.05 | 1.50 | 2.23 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.73 | -0.16 | 1.01 | 2.02 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 6.82 | 7.66 | 9.16 | 11.39 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 73.17 | 45.99 | 32.12 | 21.59 |
| | | | | | P/B | 7.05 | 6.27 | 5.25 | 4.22 |
| | | | | | EV/EBITDA | 57 | 31 | 18 | 12 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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

免责声明

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