

# 探路者 (300005.SZ) 服装行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

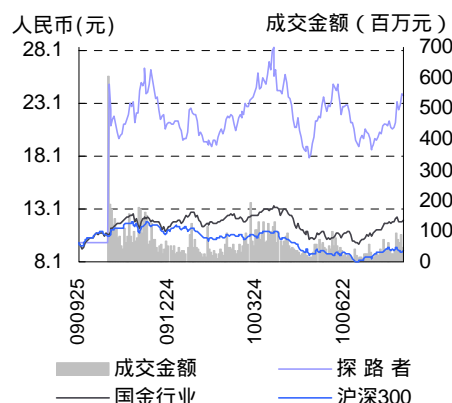
市价 (人民币) : 23.81 元

## 业绩符合预期

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)	34.00
总市值 (百万元)	3,190.54
年内股价最高最低 (元)	28.39/9.85
沪深 300 指数	2855.55



### 相关报告

1. 《探路者未来-机遇与风险并存》，2010.7.26
2. 《成为探路者, 与公司一同成长》，2009.9.27

**刘宇袖** 联系人  
(8621)61038285  
liuyx@gjzq.com.cn

**张斌** 分析师 SAC 执业编号：S1130206080208  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

### 公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益 (元)	0.509	0.657	0.371	0.565	0.736
每股净资产 (元)	1.83	6.82	7.43	8.43	9.77
每股经营性现金流 (元)	0.65	0.73	0.41	1.07	1.44
市盈率 (倍)	N/A	65.69	64.19	42.17	32.34
行业优化市盈率 (倍)	13.79	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率 (%)	132.36%	72.92%	12.88%	52.21%	30.41%
净资产收益率 (%)	27.91%	9.64%	9.98%	13.39%	15.07%
总股本 (百万股)	50.00	67.00	134.00	134.00	134.00

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司公布 2010 年中报：上半年实现主营业务收入 1.54 亿元，同比增长 34.15%，净利润 2526 万元，剔除所得税因素后同比增长 17.37%；实现每股收益 0.19 元，中期不转增不分红，业绩符合我们预期。公司在中报中预计全年净利润仅略高于去年。

### 经营分析

- 期间费用率显著提升，净利润增速低于收入增速。报告期内，公司主营业务收入同比增长 34.15%，但公司今年设立七大销售区域，向加盟商派遣专业技术人员；加上较为快速的外延式扩张，开店和人员上的投入导致公司的销售费用和管理费用分别同比增长 99.09% 和 46.61%，期间费用绝对额同比增长超过 2000 万元；
- 公司各产品毛利率都有不同程度提高：服装、鞋类和装备毛利率分别达到 47.76%、47.07% 和 50.98%，分别较去年同期提高 1.39 个、2.98 个和 5.85 个百分点，这主要是由于直营店铺增速超过加盟店增速所致。上半年，公司新增店铺 71 家，其中直营店 27 家，加盟店 44 家，直营店铺增长速度超过加盟店铺；
- 2009 年公司中报按照 25% 缴纳所得税，09 年底获得高新技术企业称号，在 2009 年底度所得税汇算清缴的过程中，已按照高新技术企业 15% 的税率结转，今年中期同样按照 15% 所得税结转，因此，虽然目前净利润同比增长 34.01%，但扣除所得税因素后按可比口径比较只增长 17.37%；
- 公司于 5 月 25 日公告实施股权激励，计划以 22.35 元向特定对象授予 265.29 万股，行权条件为 2011-2013 年净利润分别较 2009 年增长不低于 30%、70% 和 120%。股权激励方案的推出有利于稳定管理层，进一步提高品牌经营水平。

### 盈利预测

- 中报中公司预计 2010 年新开店 150 家，销售收入达到 4.08 亿元，期间费用大增导致 2010 年全年净利润将可能仅略高于去年同期。我们认为公司完全可以达到这个业绩预期，经过今年的准备后，明年业绩将明显恢复高速增长：

- 户外用品行业未来几年复合增速仍将超过 30%；
  - 户外产品功能性需求和上市红利效应有利于公司发挥先发优势，短期内增加市场份额；
  - 未来三年加速外延式扩张；
  - 下半年期间费用率仍将保持在较高水平。由于公司今年设立七大销售区域，同时预计下半年销售网络扩张将达到或超过上半年水平，因此销售费用和管理费用仍然将保持在较高水平，明后两年会逐步下降，我们预计 10-12 年的期间费用占销售收入比分别为 35%、33%和 32.5%；
  - 由于今年重点开拓销售网络和建设地区管理机制，虽然导致费用增加，但也为今后高速发展奠定基础，我们预计明年业绩增速将明年回升。
- **公司未来机遇和风险并存。**先发优势、上市红利效应以及休闲户外的品牌定位将保证公司充分利用中国户外用品市场高速发展的历史机遇，公司能够获得高于或等于行业效益增长均值的发展速度。但同时，我们也注意到公司的品牌经营水平仍有较大的提升空间，国外实力品牌也正在加速进入中国市场，公司将面临越来越为严峻的竞争形势，未来发展机遇和风险并存。

### 投资建议

- 我们维持 7 月份研究报告对公司的盈利预测不变：预计 2010-2012 年销售收入分别为 3.84 亿元、5.47 亿元和 7.15 亿元，净利润分别为 0.5 亿元、0.76 亿元和 0.99 亿元，分别同比增长 12.88%、52.21%和 30.41%；对应的 EPS 分别为 0.371 元、0.565 元和 0.736 元，维持买入评级不变。

**图表1：盈利预测**

项 目	2006	2007	2008	1H09	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
<b>服装类</b>									
销售收入（百万元）	29.89	58.80	108.27	60.37	171.41	95.20	240.00	350.00	460.00
增长率（YOY）		96.75%	84.12%		58.32%	57.69%	40.02%	45.83%	31.43%
毛利率	20.90%	32.33%	44.88%	46.39%	48.26%	47.76%	48.00%	48.00%	48.00%
销售成本（百万元）	23.64	39.79	59.68	32.36	88.69	49.73	124.80	182.00	239.20
增长率（YOY）		68.32%	49.99%		48.61%	53.69%	40.72%	45.83%	31.43%
毛利（百万元）	6.25	19.01	48.59	28.01	82.72	45.46	115.20	168.00	220.80
增长率（YOY）		204.38%	155.56%		70.25%	62.32%	39.26%	45.83%	31.43%
占总销售额比重	41.14%	50.44%	51.92%	52.56%	58.39%	61.81%	62.50%	63.99%	52.01%
占主营业务利润比重	29.80%	47.74%	52.63%	53.54%	58.85%	61.40%	62.59%	64.09%	53.13%
<b>鞋类</b>									
销售收入（百万元）	16.60	28.40	52.02	28.28	66.78	35.95	85.00	120.00	155.00
增长率（YOY）		71.07%	83.19%		28.38%	27.13%	27.28%	41.18%	29.17%
毛利率	20.84%	29.00%	42.44%	44.12%	46.12%	47.07%	47.00%	47.00%	47.00%
销售成本（百万元）	13.14	20.16	29.94	15.80	35.98	19.03	45.05	63.60	82.15
增长率（YOY）		53.42%	48.51%		20.18%	20.41%	25.20%	41.18%	29.17%
毛利（百万元）	3.46	8.24	22.08	12.48	30.80	16.92	39.95	56.40	72.85
增长率（YOY）		138.09%	168.08%		39.50%	35.64%	29.71%	41.18%	29.17%
占总销售额比重	22.85%	24.36%	24.95%	24.62%	22.75%	23.34%	22.14%	21.94%	25.61%
占主营业务利润比重	16.50%	20.68%	23.92%	23.85%	21.91%	22.85%	21.70%	21.52%	24.75%
<b>装备类</b>									
销售收入（百万元）	26.16	29.38	48.24	26.22	55.36	22.87	59.00	77.00	100.00
增长率（YOY）		12.30%	64.19%		14.76%	-12.76%	6.58%	30.51%	29.87%
毛利率	43.01%	42.82%	44.88%	45.11%	48.87%	50.98%	49.00%	49.00%	49.00%
销售成本（百万元）	14.91	16.80	26.59	14.39	28.31	11.21	30.09	39.27	51.00
增长率（YOY）		12.68%	58.27%		6.45%	-22.08%	6.30%	30.51%	29.87%
毛利（百万元）	11.25	12.58	21.65	11.83	27.05	11.66	28.91	37.73	49.00
增长率（YOY）		11.79%	72.10%		24.95%	-1.40%	6.86%	30.51%	29.87%
占总销售额比重	36.01%	25.20%	23.13%	22.82%	18.86%	14.85%	15.36%	14.08%	22.38%
占主营业务利润比重	53.69%	31.59%	23.45%	22.61%	19.25%	15.75%	15.71%	14.39%	22.12%
销售总收入（百万元）	72.65	116.58	208.53	114.86	293.55	154.01	384.00	547.00	715.00
销售总成本（百万元）	51.69	76.75	116.21	62.55	152.97	79.97	199.94	284.87	372.35
毛利（百万元）	20.96	39.83	92.32	52.31	140.58	74.04	184.06	262.13	342.65
平均毛利率	28.85%	34.17%	44.27%	45.54%	47.89%	48.08%	47.93%	47.92%	47.92%

来源：国金证券研究所

**图表2：报表摘要**
**损益表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>119</b>	<b>212</b>	<b>294</b>	<b>384</b>	<b>547</b>	<b>715</b>
增长率		77.9%	38.5%	30.8%	42.4%	30.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-77</b>	<b>-116</b>	<b>-153</b>	<b>-200</b>	<b>-285</b>	<b>-372</b>
% 销售收入	64.5%	54.8%	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%
<b>毛利</b>	<b>42</b>	<b>96</b>	<b>141</b>	<b>184</b>	<b>262</b>	<b>343</b>
% 销售收入	35.5%	45.2%	47.9%	47.9%	47.9%	47.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>营业费用</b>	<b>-19</b>	<b>-37</b>	<b>-57</b>	<b>-84</b>	<b>-115</b>	<b>-147</b>
% 销售收入	16.0%	17.3%	19.3%	22.0%	21.0%	20.5%
<b>管理费用</b>	<b>-5</b>	<b>-24</b>	<b>-32</b>	<b>-50</b>	<b>-66</b>	<b>-86</b>
% 销售收入	4.6%	11.2%	11.0%	13.0%	12.0%	12.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>17</b>	<b>34</b>	<b>50</b>	<b>47</b>	<b>78</b>	<b>106</b>
% 销售收入	14.6%	16.1%	17.0%	12.3%	14.3%	14.8%
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
% 销售收入	0.7%	0.0%	-0.1%	-1.6%	-1.0%	-0.7%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>17</b>	<b>33</b>	<b>46</b>	<b>53</b>	<b>84</b>	<b>111</b>
营业利润率	14.1%	15.7%	15.8%	13.9%	15.4%	15.5%
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>税前利润</b>	<b>17</b>	<b>34</b>	<b>52</b>	<b>58</b>	<b>89</b>	<b>116</b>
利润率	14.1%	16.0%	17.6%	15.2%	16.3%	16.2%
<b>所得税</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>
所得税率	34.7%	25.0%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>11</b>	<b>26</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>76</b>	<b>99</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>76</b>	<b>99</b>
净利率	9.2%	12.0%	15.0%	12.9%	13.8%	13.8%

**现金流量表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>11</b>	<b>26</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>76</b>	<b>99</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>
<b>非经营收益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-11</b>	<b>3</b>	<b>-3</b>	<b>-19</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2</b>	<b>32</b>	<b>49</b>	<b>28</b>	<b>71</b>	<b>96</b>
<b>资本开支</b>	<b>-1</b>	<b>-20</b>	<b>-8</b>	<b>-14</b>	<b>-44</b>	<b>-45</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1</b>	<b>-19</b>	<b>-9</b>	<b>-15</b>	<b>-44</b>	<b>-45</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>45</b>	<b>327</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>-15</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-1</b>	<b>-28</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1</b>	<b>23</b>	<b>324</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>
<b>现金净流量</b>	<b>0</b>	<b>36</b>	<b>363</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>43</b>

来源：国金证券研究所

**资产负债表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>10</b>	<b>64</b>	<b>410</b>	<b>421</b>	<b>440</b>	<b>483</b>
<b>应收款项</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>22</b>
<b>存货</b>	<b>38</b>	<b>54</b>	<b>71</b>	<b>77</b>	<b>101</b>	<b>128</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>26</b>
<b>流动资产</b>	<b>66</b>	<b>127</b>	<b>492</b>	<b>525</b>	<b>579</b>	<b>659</b>
% 总资产	80.2%	78.0%	92.2%	89.9%	84.7%	81.6%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>17</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>55</b>	<b>102</b>	<b>146</b>
% 总资产	20.0%	22.2%	6.9%	9.5%	14.9%	18.1%
<b>无形资产</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>非流动资产</b>	<b>17</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>59</b>	<b>104</b>	<b>148</b>
% 总资产	21.0%	23.2%	7.8%	10.1%	15.3%	18.4%
<b>资产总计</b>	<b>83</b>	<b>162</b>	<b>533</b>	<b>584</b>	<b>683</b>	<b>807</b>
<b>短期借款</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>32</b>	<b>48</b>	<b>68</b>	<b>65</b>	<b>93</b>	<b>121</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>30</b>
<b>流动负债</b>	<b>48</b>	<b>56</b>	<b>76</b>	<b>86</b>	<b>118</b>	<b>152</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>51</b>	<b>71</b>	<b>76</b>	<b>86</b>	<b>118</b>	<b>153</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>31</b>	<b>91</b>	<b>457</b>	<b>498</b>	<b>565</b>	<b>655</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>83</b>	<b>162</b>	<b>533</b>	<b>584</b>	<b>683</b>	<b>807</b>

**比率分析**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.219	0.509	0.657	0.371	0.565	0.736
每股净资产	3.074	1.825	6.819	7.431	8.430	9.773
每股经营现金净流	0.215	0.647	0.727	0.413	1.065	1.436
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	35.65%	27.91%	9.64%	9.98%	13.39%	15.07%
总资产收益率	13.27%	15.68%	8.26%	8.52%	11.08%	12.22%
投入资本收益率	27.41%	24.06%	9.31%	8.08%	11.79%	13.74%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	64.04%	77.91%	38.46%	30.81%	42.45%	30.71%
EBIT增长率	176.66%	96.69%	46.22%	-5.19%	65.42%	35.29%
净利润增长率	248.19%	132.36%	72.92%	12.88%	52.21%	30.41%
总资产增长率	32.69%	96.64%	228.37%	9.46%	17.02%	18.22%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	10.7	6.5	6.0	6.5	6.5	6.5
存货周转天数	137.4	143.7	148.2	140.0	130.0	125.0
应付账款周转天数	25.3	34.0	59.2	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	50.6	61.9	45.4	51.7	67.2	73.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-1.08%	-52.92%	-89.64%	-84.54%	-77.83%	-73.62%
EBIT利息保障倍数	19.6	382.8	-115.5	-7.7	-13.7	-20.7
资产负债率	62.03%	43.80%	14.32%	14.70%	17.30%	18.91%

### 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
强买	0	0	0	1	3
买入	0	2	2	4	7
持有	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.89	1.95

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 2009-09-27	减持	9.85	N/A
2 2010-07-26	买入	20.26	20.38 ~ 24.09

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 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：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；  
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；  
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；  
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；  
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**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方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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信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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室