

纺织服装

署名人: 孔军

S0960200010037

021-62178407

kongjun@cjis.cn

探路者

300005

推荐

公司 2011 年业绩将快速增长

公司前三季度实现收入 2.55 亿元, 同比增长 42.15%; 实现净利润为 3047.67 万元, 同比增长 20.87%。虽然公司目前费用增长增加对业绩影响较大, 但渠道建设将为公司 2011 年增长奠定基础, 另外公司产品具有较大的市场增长空间。我们继续给予公司“推荐”投资评级。

投资要点:

6-12 个月目标价: 40.00 元

当前股价: 33.40 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3041.54
总股本(百万)	134
流通股本(百万)	34
流通市值(亿)	11
EPS (10 年)	0.38
每股净资产(元)	3.41
资产负债率	14.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
探路者	0.00	64.86	40.98
上证综合指数	0.00	17.49	2.43



相关报告

- 《探路者-渠道建设、费用增加将为公司 2011 年增长奠定基础》2010-8-16
- 《探路者-户外品牌运动服装、国内市场潜力巨大》2010-4-20
- 《探路者-优惠的所得税率使得公司业绩大幅增长》2010-3-17

- **公司前三季度收入增长得益于市场规模扩大, 品牌提升使得公司毛利率得以提高。**前三季度公司实现收入为 2.55 亿元, 同比增长 42.15%。公司收入增长得益于产品销售规模不断扩大。截止三季度, 公司店铺已达 629 家(其中加盟店 540 家, 直营店 89 家), 净新开店 148 家, 并完成 201 家店铺的信息系统建设(累计完成 376 家店铺的信息系统建设)。另外由于公司产品品牌的日益提升, 公司产品毛利率逐渐提高, 前三季度公司产品毛利率为 47.92%, 同比提高 2.48 个百分点。
- **费用增长影响公司利润总额, 而所得税率的优惠使得公司净利润增长大于营业利润的增长。**由于公司上半年推进七大销售区域建设, 前三季度销售费用及管理费用增长较快, 因此营业利润的增长幅度小于销售收入的增长幅度, 公司前三季度实现利润总额为 3632.09 万元, 同比增长 6.87%。另外由于公司所得税优惠(税率为 15%), 因此导致前三季度净利润的增长幅度高于利润总额的增长幅度, 前三季度公司实现净利润为 3047.67 万元, 同比增长 20.87%。
- **虽然公司目前费用增长增加对业绩影响较大, 但渠道建设将为公司 2011 年增长奠定基础。**公司目前设立了北京、华北、东北、西北、西南、华东、华南等七大销售区域, 净新开店 148 家, 较 09 年底增长了 31%, 基本完成 2010 年计划净新开店 150 家的计划。渠道的增加使得公司前三季度销售费用达 6001.91 万元, 同比增长 96.67%; 管理费用达 2868.91 万元, 同比增长 61.11%。销售费用和管理费的大量增加, 将大大影响公司的全年业绩, 但是 2010 年销售渠道的建设将为公司 2011 年的增长奠定扎实的基础。
- **公司户外用品市场具有较大的发展空间, 且公司在行业中具有较强的竞争优势。**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。目前哥伦比亚、乐斯菲斯、奥索卡等品牌是公司的主要竞争对手, 但是公司产品在价格方面具有较大的优势, 这将使公司产品快速覆盖市场成为可能。
- **我们继续给予公司“推荐”投资评级。**经我们预测, 公司 10-12 年 EPS 为 0.34、0.44、0.72 元, 对应 10-12 年动态市盈率为 97、76、46 倍。虽然公司二级市场估值较高, 但公司未来增长空间较大。我们继续给予公司“推荐”投资评级。

风险提示:

- 公司市场扩张和品牌推广的成功与否将影响公司未来的可持续发展。

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	46	59	97
同比(%)	73%	4%	28%	64%
毛利率(%)	47.9%	49.1%	50.3%	51.5%
ROE(%)	9.6%	9.4%	10.7%	15.0%
每股收益(元)	0.33	0.34	0.44	0.72
P/E	101.64	97.38	76.02	46.31
P/B	9.80	9.14	8.16	6.94
EV/EBITDA	83	71	41	25

资料来源: 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
流动资产				
现金	492	598	665	758
应收账款	410	410	410	410
其它应收款	5	8	11	16
预付账款	6	7	10	14
存货	1	14	18	25
其他	71	160	216	294
	0	0	0	0
非流动资产	41	349	620	633
长期投资	0	0	0	0
固定资产	37	181	389	494
无形资产	1	1	1	1
其他	4	168	231	139
资产总计	533	948	1285	1391
流动负债	76	458	736	743
短期借款	0	344	624	591
应付账款	32	40	56	75
其他	43	74	56	78
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
负债合计	76	458	736	743
少数股东权益	0	1	1	3
股本	67	134	134	134
资本公积	329	262	262	262
留存收益	60	93	152	249
归属母公司股东权益	457	489	548	645
负债和股东权益	533	948	1285	1391

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	49	-33	30	91
净利润	44	47	59	98
折旧摊销	3	6	15	24
财务费用	-0	-3	15	23
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-3	-69	-73	-55
其它	5	-13	13	1
投资活动现金流	-9	-300	-295	-35
资本支出	8	300	295	35
长期投资	0	0	0	0
其他	-1	0	0	0
筹资活动现金流	324	333	265	-56
短期借款	0	344	280	-33
长期借款	-15	0	0	0
普通股增加	17	67	0	0
资本公积增加	305	-67	0	0
其他	18	-10	-15	-23
现金净增加额	363	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
营业收入	294	408	568	790
营业成本	153	208	282	383
营业税金及附加	2	2	3	5
营业费用	57	98	131	174
管理费用	32	45	62	87
财务费用	-0	-3	15	23
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
营业利润	46	55	70	115
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	52	55	70	115
所得税	8	8	10	17
净利润	44	47	59	98
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	44	46	59	97
EBITDA	49	57	100	161
EPS (元)	0.66	0.34	0.44	0.72

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	38.5%	39.1%	39.1%	39.1%
营业利润	39.5%	18.6%	27.4%	64.5%
归属于母公司净利润	72.9%	4.4%	28.1%	64.2%
获利能力				
毛利率	47.9%	49.1%	50.3%	51.5%
净利率	15.0%	11.3%	10.4%	12.2%
ROE	9.6%	9.4%	10.7%	15.0%
ROIC	76.6%	10.6%	9.5%	14.2%
偿债能力				
资产负债率	14.3%	48.3%	57.2%	53.4%
净负债比率	0.00%	75.08%	84.77	79.47%
流动比率	6.51	1.31	0.90	1.02
速动比率	5.52	0.94	0.60	0.61
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	5.77	5.91	5.86
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.34	0.44	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	-0.25	0.22	0.68
每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.65	4.09	4.81
估值比率				
P/E	101.64	97.38	76.02	46.31
P/B	9.80	9.14	8.16	6.94
EV/EBITDA	83	71	41	25

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

研究团队简介

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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

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