

渠道扩张为做大 费用激增为做强

——探路者（300005）2010 年三季度报点评

2010 年 10 月 27 日

推荐/维持

探路者

财报点评

银国宏 策略分析师 职业资格证书编号: S1480109060847

程远 纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338 MSN: chengyuan0716@hotmail.com

事件:

公司在10月27日发布了2010年第三季度财务报告,公司10年第三季度实现收入1.01亿元,同比增56.42%;实现综合毛利率47.68%,相比去年同期提升2.4个百分点;实现净利润0.05亿元,同比下降18.01%。

公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
营业收入(百万元)	51.77	63.05	64.36	114.38	67.81	86.20	100.67
增长率(%)				42.08%	30.99%	36.73%	56.42%
毛利率(%)	44.89%	46.04%	45.28%	51.74%	48.60%	47.66%	47.68%
期间费用率(%)	22.70%	24.65%	34.08%	34.27%	31.20%	28.41%	40.79%
营业利润率(%)	21.59%	20.50%	10.75%	13.35%	17.28%	18.43%	6.52%
净利润(百万元)	9.06	9.78	6.37	18.82	10.73	14.52	5.22
增长率(%)				152.54%	18.44%	48.42%	-18.01%
每股盈利(季度,元)		0.196	0.095	0.281	0.160	0.108	0.039
资产负债率(%)		31.25%	11.65%	14.32%	11.37%	8.34%	12.72%
净资产收益率(%)		8.89%	1.45%	4.12%	2.30%	3.10%	1.10%
总资产收益率(%)		6.11%	1.28%	3.53%	2.03%	2.84%	0.96%

评论:

积极因素:

- 公司今年前三季度净新开店共计148家,并完成201家店铺的信息系统建设(加上2009年度完成的175家店铺,公司已累计完成376家店铺的信息系统建设),基本符合公司在年度经营计划中的规划。截止2010年9月30日,公司终端店面数量已达629家,其中加盟店540家,直营店89家。
- 公司通过七大销售区域的设立,扁平化销售渠道,建立了落地式营销管理体系,并开展深度营销,及时捕捉客户需求并快速响应。
- 公司通过加强企业资源管理系统(ERP)、办公自动化系统(OA)、预算管理系统等信息系统的建设,利用信息化规范公司日常管理、业务审批流程,并围绕销售、研发、外包生产管理等重点业务环节,完善内部控制制度,持续提升供应链管理能力和研发设计实力。

消极因素:

- 公司加强销售团队建设、对加盟商服务下沉，推进七大区建设、导致费用的增加；直营业务持续增长相对应的经营费用增加及市场推广投入，致使销售费用本报告期比同期增长92.45%。
- 由于公司持续加强管理并扩大研发投入，导致第三季度管理费用本报告期较上年同期增长75.60%。

业务展望:

我们预计未来两年公司渠道扩张幅度将达每年近 300 家的水平。从未来的开店区域来看，公司将不急于向北方的三线城市下沉，而是在巩固北方一、二线城市的同时着重加强南方市场的发展。

公司目前平均单店店销约为 120-150 万的水平（以终端销售额计算），安踏和李宁的这一数据分别约为 180、360 万左右，可见公司未来的店销还有较大提升空间。随着公司销售、管理能力的提升以及户外用品消费潮流的深化，我们预计公司店销将在未来 3 年内保持 10%以上的增长速度。

公司在加盟收入占比超过 80%的情形下，依然实现了近 48%的毛利率。就户外用品行业目前的发展状况来看，新进入者的威胁日趋严重，我们认为公司在此局面下，继续提高综合毛利率的可能性相对较小，预计 10-12 年的产品综合毛利率分别为 47.5%、47.2%、47%。

盈利预测

我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.39、0.70、1.06 元，基于国内户外用品行业的飞速发展以及公司在行业中所处的地位，我们认为给予 45-50 倍的 PE 较为合理，2011 年预测业绩对应的价格区间为 31.5-35 元，给予“推荐”的投资评级。

表 1：探路者主要财务数据预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	294	434	675	988
(+/-)%	38.46%	48.00%	55.43%	46.25%
经营利润（EBIT）	53	60	111	175
(+/-)%		13.49%	84.99%	56.95%
净利润	44	52	93	142
(+/-)%	72.92%	18.23%	79.49%	52.08%
每股净收益（元）	0.81	0.39	0.70	1.06

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

程远

金融工程专业毕业，2008 年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。