

公司研究

调研简报

首次评级：短期_中性，长期_A

高成长无忧，静待介入良机

——探路者(300005)调研简报

核心观点

1、秋冬产品订货数据超预期，定下全年高增长基调 公司2011年秋冬季产品订货会录得5.87亿元，同比增长93%，来自加盟订单累计4.24亿元，直营区域、集团客户累计1.63亿元。公司通过对原产品系进行整合，全新打造了四大产品系列，涵盖了专业高端、中端户外休闲、功能休闲系列，并开始童装领域的尝试。本次订货会成绩超预期得益于产品款式、品质明显提升，订货指导力度加强，公司扶持政策也增强了加盟商信心。综合春夏季产品订货情况分析，预计全年增速将不低于60%。

2、直营店布局加快，门店结构调整将逐步展开 2010年新增门店152家，门店增速31.6%，直营门店建设增速明显加快，同比增长75%。公司目前85%的门店为50平米的商场专柜，空间局限难以作全面展示，不利于品牌形象和零售，未来将逐步加大专卖店比例，三年后预计将提高至50%。公司今年也将开始对一些30-40平米的低效网点将进行改造升级，完成后平效将进一步提高。

3、渠道规划更趋合理 公司在大力发展常规通路的同时也注重拓展折扣店、工厂店、景区店等特殊通路，我们认为，对于户外用品来说，渠道多样化有助于公司提高存货周转，更能贴近目标消费群体。公司募投项目在实施过程中，物业售价或租金上涨超出原计划，公司将部分计划购买的门店改为租赁，我们认为适时调整，有助于提高资金使用效率。

3、着力开发二级城市，渠道下沉抢占先机 公司目前80%的产品销售来自一线城市，城镇化率的提升使得二三线城市的零售网络逐渐完善，探路者将利用这一机会做好渠道下沉。公司目前二线城市覆盖率仅为36%，计划今年内将提高至60%，为实现这一目标，公司将继续强化与加盟商合作，鼓励发展分销商，并给予相应政策支持。

投资评级：随着消费者对户外用品认知提高，未来三年行业将继续保持较高增速。探路者借力资本市场，作为国内品牌将有机会走得更远。我们预测公司2011年EPS为0.71元，相应PE为45倍，目前估值水平尚不具备明显优势，暂给予“短期_中性，长期_A”的投资评级。

风险因素：快速发展带来的管理风险、原料价格波动的风险、限售股解禁短期内可能压制股价表现。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	13637.80
流通A股(万股)	5640.83
52周内股价区间(元)	17.61-58.43
总市值(亿元)	43.56
总资产(亿元)	5.33
每股净资产(元)	6.82
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	293.55	425.95	693.78	963.94
同比增速(%)	38.46	45.10	62.88	38.94
净利润(百万)	44.03	55.05	94.76	132.71
同比增速(%)	72.92	25.01	72.13	40.06
EPS(元)	0.66	0.41	0.71	0.99
P/E	48	77	45	32

研究员：李韵

电话：010-84183225

Email：liyun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120006

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测及核心假设:

- 1、2011、2012年开店平均增速35%，分别增加290家和250家；
- 2、2011、2012年商场专柜占网点比例分别为73%和59%；
- 3、2011、2012年直营店平效为1.22万元，加盟店平效为1.04万元。

表1：2010-2012 销售增速预测：

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
直营店						
店面数量	26	43	53	100	145	195
YOY	4.00%	65.38%	23.26%	88.68%	45.00%	34.48%
销售金额(万元)	1398.95	3193.7	4403	7832.4	12248.56	19070.06
YOY	60.47%	128.29%	37.87%	77.89%	56.38%	55.69%
平效(万元)	0.81	1.15	1.21	1.22	1.22	1.22
加盟店						
店面数量	247	349	428	555	800	1000
YOY	53.42%	41.30%	22.64%	29.67%	44.14%	25.00%
销售金额	8358.84	15701.58	22016	30505.68	50743.68	65832
YOY	60.95%	87.84%	40.22%	38.56%	66.34%	29.73%
平效	0.55	0.75	0.85	0.87	1.04	1.04
其他						
销售金额	1942	1990	2935	4255.75	6383.625	11490.53
YOY	80.00%	2.47%	47.49%	45%	50%	80%
总计						
销售金额	11699.79	20885.28	29354	42593.83	69375.86	96392.59
YOY	64.04%	78.51%	40.55%	45.10%	62.88%	38.94%

数据来源：国都证券研究所

表2：2010 - 2012 盈利预测 (百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	293.55	425.95	693.78	963.94
营业成本	152.97	217.23	350.01	485.83
营业税金及附加	1.78	2.85	4.51	6.27
营业费用	56.70	93.71	145.69	202.43
管理费用	32.16	51.11	83.25	110.85
财务费用	-0.43	-4.00	-3.00	-3.00
资产减值损失	4.09	3.26	6.27	9.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.29	61.77	108.04	152.51
营业外收入	6.35	3.98	4.50	4.63
营业外支出	0.93	0.99	1.06	1.02
利润总额	51.72	64.76	111.48	156.13
所得税	7.68	9.71	16.72	23.42
净利润	44.03	55.05	94.76	132.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	44.03	55.05	94.76	132.71
EBITDA	47.86	74.71	106.42	151.08
EPS(摊薄)	0.66	0.41	0.71	0.99

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面差，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			