

探路者 (300005.sz) 服装行业

评级: 买入 维持评级

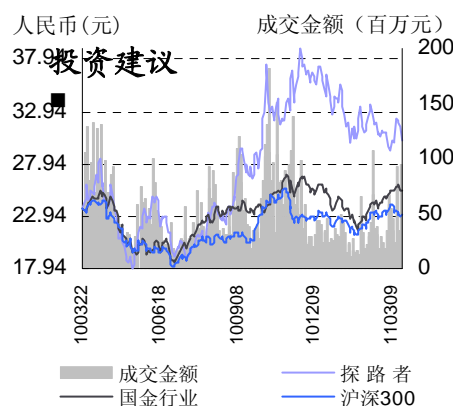
业绩点评

市价(人民币): 30.20 元
 目标(人民币): 32.30-38.70 元

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) 56.41
 总市值(百万元) 4,046.80
 年内股价最高最低(元) 38.98/17.94
 沪深 300 指数 3215.68



相关报告

1. 《业绩符合预期,今年迎来高增长》, 2011.2.15
2. 《业绩符合预期;》, 2010.10.26
3. 《业绩符合预期》, 2010.8.15

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

前期高投入带来后期高发展

公司基本情况(人民币)

| 项 目 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.657 | 0.402 | 0.645 | 0.927 | 1.262 |
| 每股净资产(元) | 6.82 | 3.72 | 4.17 | 4.81 | 5.87 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.73 | 0.63 | 0.48 | 1.00 | 1.39 |
| 市盈率(倍) | 65.69 | 85.21 | 46.82 | 32.59 | 23.94 |
| 行业优化市盈率(倍) | 27.78 | 27.78 | 27.78 | 27.78 | 27.78 |
| 净利润增长率(%) | 72.92% | 22.39% | 60.37% | 43.66% | 36.15% |
| 净资产收益率(%) | 9.64% | 10.81% | 15.48% | 19.28% | 21.50% |
| 总股本(百万股) | 67.00 | 134.00 | 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 年年报: 2010 年公司实现营业收入 4.34 亿元, 同比增长 47.86%; 净利润 5390 万元, 同比增速为 22.39%; 报告期内实现每股收益 0.4 元, 业绩基本符合我们预期。分配方案为每 10 股转增 10 股, 派发现金红利 1 元(含税)。

经营分析

- **加速外延式扩张速度, 销售总收入高速增长:** 近年来户外用品行业快速发展的潜力巨大, 公司抓住先发优势, 强化渠道建设, 店铺数量有了质的提升: 2010 年公司店铺总数已达 666 家, 其中直营店 98 家, 加盟店 568 家, 较 2009 年底净新开店增幅为 38.46%;
- **提升精细化管理水平, 单店销售额稳中有升:** 公司在外延式扩张的同时, 充分利用上市红利所带来的品牌、资金优势, 提升店铺信息化建设水平: 2010 年公司新增完成 318 家店铺的信息化建设, 较 2009 年底增幅为 181.71%, 截止目前, 公司信息化店铺总数已达 493 家, 覆盖率已达店铺总数的 74%, 单店销售额较去年上升 6.8% (扣除毛利率上升的影响, 单店销售额上升 4.4%)。
- **销售费用管理费用激增, 三项费用增幅 61%。** 报告期内公司销售和管理费用激增, 两者分别同比增长 62.8% 和 67.2%。费用的增加源于公司为快速发展的先期投入, 这也是公司净利润增速远低于收入增速的原因。
- **上市后高投入带动业绩继续高增长。** 公司在 10 年设立七大销售区域分公司, 加快外延式扩张, 同时推进股权激励(1 月 14 日, 以 22.35 元/股价格完成 237.8 万股股权激励授予, 这些都将保证未来业绩的高速增长, 我们认为公司 11 年 7 亿元收入、新增 300 家店铺的目标是能够实现的(公司 1 月 21 日公告今年秋冬装订货会金额同比增长 93%, 按出货金额, 同比增长 72%)。

盈利调整

- 我们基本维持 11 年和 12 年业绩增速不变, 即 11 年业绩将恢复高速增长, 增速超过 50%。

投资建议

- 2011-2013 年我们预测公司销售收入分别为 7 亿元、9.6 亿元和 12.75 亿元，分别同比增长 61.3%、37.1%和 32.8%；净利润分别为 0.86 亿元、1.24 亿元和 1.69 亿元，同比增速分别为 60.4%、43.7%和 36.2%，对应的 EPS 分别为 0.645 元、0.927 元和 1.262 元；
- 鉴于公司的高速成长性，我们给予公司 11 年 50-60 倍 PE，对应的股价为 32.3-38.7 元，仍然维持公司的买入评级。

图表1：产品盈利预测

| 项 目 | 2006 | 2007 | 2008 | 1H09 | 2009 | 1H10 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 服装类 | | | | | | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 29.89 | 58.80 | 108.27 | 60.37 | 171.41 | 95.20 | 291.28 | 500.00 | 700.00 | 945.00 |
| 增长率（YOY） | | 96.75% | 84.12% | | 58.32% | 57.70% | 69.93% | 71.66% | 40.00% | 35.00% |
| 毛利率 | 20.90% | 32.33% | 44.88% | 46.39% | 48.26% | 47.76% | 48.75% | 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 | 149.28 | 260.00 | 364.00 | 491.40 |
| 增长率（YOY） | | 68.32% | 49.99% | | 48.61% | 53.68% | 68.32% | 74.17% | 40.00% | 35.00% |
| 毛利（百万元） | 6.25 | 19.01 | 48.59 | 28.01 | 82.72 | 45.47 | 142.00 | 240.00 | 336.00 | 453.60 |
| 增长率（YOY） | | 204.38% | 155.56% | | 70.25% | 62.35% | 71.66% | 69.01% | 40.00% | 35.00% |
| 占总销售额比重 | 41.14% | 50.44% | 51.92% | 52.56% | 58.39% | 61.81% | 67.39% | 71.43% | 72.92% | 52.01% |
| 占主营业务利润比重 | 29.80% | 47.74% | 52.63% | 53.54% | 58.85% | 61.40% | 67.27% | 71.34% | 72.89% | 53.13% |
| 鞋类 | | | | | | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 16.60 | 28.40 | 52.02 | 28.28 | 66.78 | 35.95 | 94.51 | 140.00 | 190.00 | 250.00 |
| 增长率（YOY） | | 71.07% | 83.19% | | 28.38% | 27.14% | 41.52% | 48.13% | 35.71% | 31.58% |
| 毛利率 | 20.84% | 29.00% | 42.44% | 44.12% | 46.12% | 47.07% | 47.63% | 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 | 49.49 | 74.20 | 100.70 | 132.50 |
| 增长率（YOY） | | 53.42% | 48.51% | | 20.18% | 20.44% | 37.56% | 49.91% | 35.71% | 31.58% |
| 毛利（百万元） | 3.46 | 8.24 | 22.08 | 12.48 | 30.80 | 16.92 | 45.02 | 65.80 | 89.30 | 117.50 |
| 增长率（YOY） | | 138.09% | 168.08% | | 39.50% | 35.63% | 46.16% | 46.17% | 35.71% | 31.58% |
| 占总销售额比重 | 22.85% | 24.36% | 24.95% | 24.62% | 22.75% | 23.34% | 21.87% | 20.00% | 19.79% | 25.61% |
| 占主营业务利润比重 | 16.50% | 20.68% | 23.92% | 23.85% | 21.91% | 22.85% | 21.33% | 19.56% | 19.37% | 24.75% |
| 装备类 | | | | | | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 26.16 | 29.38 | 48.24 | 26.22 | 55.36 | 22.87 | 46.45 | 60.00 | 70.00 | 80.00 |
| 增长率（YOY） | | 12.30% | 64.19% | | 14.76% | -12.76% | -16.09% | 29.17% | 16.67% | 14.29% |
| 毛利率 | 43.01% | 42.82% | 44.88% | 45.11% | 48.87% | 50.98% | 51.82% | 51.00% | 51.00% | 51.00% |
| 销售成本（百万元） | 14.91 | 16.80 | 26.59 | 14.39 | 28.31 | 11.21 | 22.38 | 29.40 | 34.30 | 39.20 |
| 增长率（YOY） | | 12.68% | 58.27% | | 6.45% | -22.10% | -20.94% | 31.37% | 16.67% | 14.29% |
| 毛利（百万元） | 11.25 | 12.58 | 21.65 | 11.83 | 27.05 | 11.66 | 24.07 | 30.60 | 35.70 | 40.80 |
| 增长率（YOY） | | 11.79% | 72.10% | | 24.95% | -1.40% | -11.03% | 27.13% | 16.67% | 14.29% |
| 占总销售额比重 | 36.01% | 25.20% | 23.13% | 22.82% | 18.86% | 14.85% | 10.75% | 8.57% | 7.29% | 22.38% |
| 占主营业务利润比重 | 53.69% | 31.59% | 23.45% | 22.61% | 19.25% | 15.75% | 11.40% | 9.10% | 7.74% | 22.12% |
| 销售总收入（百万元） | 72.65 | 116.58 | 208.53 | 114.86 | 293.55 | 154.02 | 432.24 | 700.00 | 960.00 | 1275.00 |
| 销售总成本（百万元） | 51.69 | 76.75 | 116.21 | 62.55 | 152.97 | 79.97 | 221.15 | 363.60 | 499.00 | 663.10 |
| 毛利（百万元） | 20.96 | 39.83 | 92.32 | 52.31 | 140.58 | 74.05 | 211.09 | 336.40 | 461.00 | 611.90 |
| 平均毛利率 | 28.85% | 34.17% | 44.27% | 45.54% | 47.89% | 48.08% | 48.84% | 48.06% | 48.02% | 47.99% |

来源：国金证券研究所

图表2：公司报表摘要

损益表（人民币百万元）

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 | 212 | 294 | 434 | 700 | 960 | 1,275 |
| 增长率 | | 38.5% | 47.9% | 61.3% | 37.1% | 32.8% |
| 主营业务成本 | -116 | -153 | -221 | -364 | -499 | -663 |
| %销售收入 | 54.8% | 52.1% | 51.0% | 51.9% | 52.0% | 52.0% |
| 毛利 | 96 | 141 | 213 | 336 | 461 | 612 |
| %销售收入 | 45.2% | 47.9% | 49.0% | 48.1% | 48.0% | 48.0% |
| 营业税金及附加 | -1 | -2 | -2 | -4 | -5 | -7 |
| %销售收入 | 0.5% | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| 营业费用 | -37 | -57 | -92 | -147 | -197 | -258 |
| %销售收入 | 17.3% | 19.3% | 21.3% | 21.0% | 20.5% | 20.2% |
| 管理费用 | -24 | -32 | -54 | -84 | -110 | -143 |
| %销售收入 | 11.2% | 11.0% | 12.4% | 12.0% | 11.5% | 11.2% |
| 息税前利润（EBIT） | 34 | 50 | 65 | 102 | 149 | 205 |
| %销售收入 | 16.1% | 17.0% | 14.9% | 14.5% | 15.5% | 16.0% |
| 财务费用 | 0 | 0 | 4 | 3 | 1 | -1 |
| %销售收入 | 0.0% | -0.1% | -0.9% | -0.4% | -0.1% | 0.1% |
| 资产减值损失 | -1 | -4 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | n.a | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 33 | 46 | 65 | 104 | 150 | 204 |
| 营业利润率 | 15.7% | 15.8% | 15.0% | 14.9% | 15.6% | 16.0% |
| 营业外收支 | 1 | 5 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 34 | 52 | 64 | 104 | 150 | 204 |
| 利润率 | 16.0% | 17.6% | 14.8% | 14.9% | 15.6% | 16.0% |
| 所得税 | -8 | -8 | -10 | -18 | -25 | -35 |
| 所得税率 | 25.0% | 14.9% | 16.0% | 17.0% | 17.0% | 17.0% |
| 净利润 | 26 | 44 | 54 | 86 | 124 | 169 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 25 | 44 | 54 | 86 | 124 | 169 |
| 净利率 | 12.0% | 15.0% | 12.4% | 12.3% | 12.9% | 13.3% |

现金流量表（人民币百万元）

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 26 | 44 | 54 | 86 | 124 | 169 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 3 | 7 | 9 | 7 | 12 | 16 |
| 非经营收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 2 | 5 |
| 营运资金变动 | 3 | -3 | 22 | -29 | -4 | -5 |
| 经营活动现金净流 | 32 | 49 | 84 | 65 | 134 | 186 |
| 资本开支 | -20 | -8 | -98 | -97 | -99 | -100 |
| 投资 | 1 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | -1 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -19 | -9 | -100 | -98 | -99 | -100 |
| 股权募资 | 45 | 327 | 1 | 0 | -12 | 0 |
| 债权募资 | 5 | -15 | 0 | 0 | 60 | 47 |
| 其他 | -28 | 13 | -15 | 0 | -29 | -32 |
| 筹资活动现金净流 | 23 | 324 | -14 | 0 | 19 | 14 |
| 现金净流量 | 36 | 363 | -30 | -33 | 54 | 100 |

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 64 | 410 | 379 | 346 | 400 | 500 |
| 应收款项 | 6 | 11 | 13 | 21 | 29 | 38 |
| 存货 | 54 | 71 | 89 | 139 | 191 | 254 |
| 其他流动资产 | 3 | 1 | 7 | 9 | 12 | 15 |
| 流动资产 | 127 | 492 | 489 | 516 | 632 | 808 |
| %总资产 | 77.5% | 92.6% | 78.1% | 69.5% | 66.8% | 67.0% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 36 | 37 | 129 | 222 | 311 | 395 |
| %总资产 | 22.0% | 6.9% | 20.5% | 29.9% | 32.8% | 32.7% |
| 无形资产 | 1 | 4 | 8 | 1 | 1 | 1 |
| 非流动资产 | 38 | 41 | 137 | 227 | 314 | 398 |
| %总资产 | 23.1% | 7.8% | 21.9% | 30.5% | 33.2% | 33.0% |
| 资产总计 | 163 | 531 | 626 | 743 | 946 | 1,206 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 60 | 105 |
| 应付款项 | 48 | 68 | 107 | 133 | 181 | 241 |
| 其他流动负债 | 7 | 9 | 21 | 52 | 61 | 72 |
| 流动负债 | 55 | 77 | 127 | 184 | 302 | 418 |
| 长期贷款 | 15 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 70 | 77 | 127 | 184 | 302 | 419 |
| 普通股股东权益 | 91 | 457 | 499 | 558 | 644 | 786 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 161 | 534 | 626 | 743 | 946 | 1,206 |

比率分析

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.509 | 0.657 | 0.402 | 0.645 | 0.927 | 1.262 |
| 每股净资产 | 1.825 | 6.819 | 3.722 | 4.167 | 4.805 | 5.867 |
| 每股经营现金净流 | 0.647 | 0.727 | 0.627 | 0.483 | 0.998 | 1.386 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.200 | 0.200 | 0.200 | 0.200 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 27.91% | 9.64% | 10.81% | 15.48% | 19.28% | 21.50% |
| 总资产收益率 | 15.78% | 8.24% | 8.61% | 11.64% | 13.12% | 14.02% |
| 投入资本收益率 | 24.06% | 9.31% | 10.86% | 15.10% | 17.52% | 19.02% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 77.91% | 38.46% | 47.86% | 61.27% | 37.14% | 32.81% |
| EBIT增长率 | 96.69% | 46.22% | 29.20% | 57.35% | 46.25% | 37.72% |
| 净利润增长率 | 132.36% | 72.92% | 22.39% | 60.37% | 43.66% | 36.15% |
| 总资产增长率 | 95.40% | 231.08% | 17.20% | 18.60% | 27.41% | 27.41% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 6.5 | 6.0 | 5.4 | 6.0 | 6.0 | 6.0 |
| 存货周转天数 | 143.7 | 148.2 | 131.8 | 140.0 | 140.0 | 140.0 |
| 应付账款周转天数 | 34.0 | 59.2 | 74.1 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 固定资产周转天数 | 61.9 | 45.4 | 91.8 | 105.3 | 110.4 | 107.1 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -52.92% | -89.64% | -76.07% | -61.99% | -52.83% | -50.07% |
| EBIT利息保障倍数 | 382.8 | -115.5 | -17.3 | -37.6 | -132.0 | 254.7 |
| 资产负债率 | 43.45% | 14.48% | 20.35% | 24.81% | 31.94% | 34.79% |

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 | 4 | 5 | 8 | 9 | 11 |
| 买入 | 4 | 4 | 7 | 8 | 12 |
| 持有 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.50 | 1.47 | 1.52 | 1.53 | 1.55 |

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 |
| 3 2010-08-15 | 买入 | 23.81 | N/A |
| 4 2010-10-26 | 买入 | 33.40 | N/A |
| 5 2011-02-15 | 买入 | 33.70 | 35.18 ~ 38.38 |

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)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室