

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_中性, 长期_A

2010 年报点评

——探路者(300005)公司点评

核心观点

1、乘行业东风，继续书写高增长 公司 2010 年实现营业收入 4.34 亿元、净利润 0.54 亿元，分别较去年同期增长 47.86% 和 22.39%，EPS 0.41 元。我们认为公司能够保持较快增长势头，一方面是得益于户外用品市场规模不断扩大，2010 年户外时尚用品在重点大型零售企业中，同比增长 30.2%，高于普通体育用品零售额 14.6 个百分点；另一方面是加强渠道拓展，市场占有率不断提升，探路者品牌户外用品以 24.87% 的销售占全国市场同类产品销量第一。

2、渠道建设超额完成，全面进军二线城市 截至年底公司拥有店铺总数 666 家，其中直营店 98 家，加盟店 568 家，较去年净新开店 185 家；2010 年公司完成 318 家店铺的信息化建设，信息化店铺覆盖率已达 74%，均超过年初计划。户外用品市场在二三线城市的增速高于一线城市，公司目前 80% 的产品销售来自一线城市，二线城市覆盖率仅为 36%，2011 年的重要任务就是做好渠道下沉，通过强化与加盟商合作，鼓励发展分销商，并给予相应政策支持，今年计划将二线城市覆盖率提高至 60%，我们认为加快布局二线市场符合公司大众户外品牌的定位。

3、期间费用仍将保持快速增长 由于公司全面加强市场推广、推进七大销售区域建设，相应增加了专业人员配置，增设武汉、成都子公司、新设店面带来装修制作费用及对加盟商的租金补贴等导致销售费用大幅增加 62%。研发投入和高级管理人员的引入及股权激励的成本摊销也导致了管理费用攀升 67%。我们认为快速的费用增长体现了公司处于快速扩张阶段的特点，但随着收入增速提升，费用占比将逐步下降。

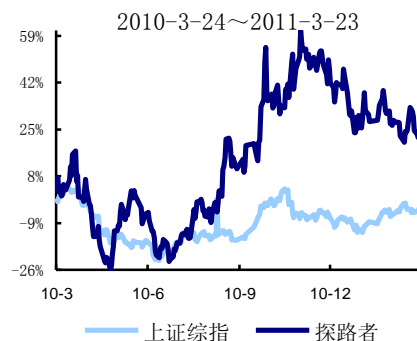
4、2011 年更加注重营销精细化管理 随着新任销售副总到位，将给公司营销工作带来新的举措，将更加注重营销管理的精细化及以单店绩效提升为核心的内涵增长，并对加盟商买手进行培训，确保加盟商购货增长、零售增长、库存增加三者比例的合理性。公司今年引入企划总监，将逐步提升品牌故事性，力图打造品牌卖点。公司去年研发费用增长 60%，占营业收入比达 3.34%。我们认为随着更具科技含量产品推出，毛利率水平有望继续提高。

投资评级：期待公司在提升产品品质的同时尽快走出差异化道路，能够成为某一品类户外用品的代名词。未来刺激因素主要看渠道拓展能否有超预期表现。我们预测公司 2011 年 EPS 为 0.71 元，相应 PE 为 42 倍，估值合理，暂维持“短期_中性，长期_A”的投资评级。

财务数据与估值

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	293.55	434.05	693.78	963.94
同比增速(%)	38.46	47.86	59.83	38.94
净利润(百万)	44.03	53.90	94.76	132.71
同比增速(%)	72.92	22.39	75.80	40.06
EPS(元)	0.66	0.41	0.71	0.99
P/E	39	72	42	30

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)	40.50
总资产(亿元)	6.26
每股净资产(元)	3.72
目标价	6个月 12个月

相关报告

1.《国都证券-公司研究-调研简报-探路者(300005):高成长无忧，静待介入良机》
2011-01-31

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	行业基本面向好, 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	行业基本面向淡, 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	zhangjingy@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			