

## 探路者 (300005.SZ) 服装行业

评级：增持 维持评级

公司点评

焦娟  
联系人  
(8621)61038269  
jiaoj@gjzq.com.cn

张斌  
分析师 SAC 执业编号：S1130511030002  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

### 业绩符合我们的预期

#### 事件

- 探路者发布业绩快报：2012 年收入、营业利润、利润总额、净利润、EPS 分别实现 11.06 亿、1.93 亿、1.96 亿、1.70 亿元、0.4828 元，分别同比增长 46.68%、56.44%、56.89%、58.91%、58.92%，业绩符合预期。
- 公司同时公布了 2013 年秋冬订货会数据：期货订单额累计达 12.73 亿元，同比增长 35%；2013 年春夏及秋冬订货会总计订货额 19.98 亿元，同比增长 40.21%。

#### 评论

- **预计 2013 年公司收入增长在 30%左右：**
  - 消费增速放缓，没有任何子行业可以独善其身，只是受影响程度不同而已；公司因自身发展战略的执行，2011 年以来，即使消费增速明显下滑，但公司业绩仍然持续高增长；
  - 我们认为在 2013 年纺织服装零售子板块的整体表现，预期较为平淡的背景下，公司 2013 年的订货会数据（40.21%）符合行业趋势，根据公司历史数据，对应 2013 年的收入增速在 30%左右（2011、2012 年公司全年的订货会增速分别为 83.15%、62.42%，对应这两年的收入增速分别为 73.64%、46.68%）。
- **上市以来公司的经营策略一直未变，即规模化发展：**公司在高性价比的优势下，利用募集资金，借鉴运动品牌的标准化复制门店方式，鼓励加盟渠道扩张，快速提高渠道渗透率。
- **公司的成长将受压于国内消费的疲软：**公司业绩的高增长，经销商动力足（需求旺盛、公司支持力度大）是核心驱动因素，但目前趋于弱化。
  - 消费持续疲软将影响各行各业，任何公司都无法独善其身，需求不足带来终端销售压力，势必影响经销商的扩张动力，本质上是个体经营的经销商，抗风险能力较弱，在整体消费不足的环境下，趋利避害的本性势必会影响终端的扩张速度；由于公司前期高速发展，其扩张的惯性导致公司的各项费用开支仍处于匹配高速增长阶段，短期内无法遏止，这样就带来**终端扩张放缓、成本（费用率）上升的风险**；
  - 消费需求不足带来竞争的加剧，给公司带来了相应的降价压力，虽然公司供应链运营效率的提高能对冲掉一部分利益损失，但空间毕竟有限；公司面临着**竞争优势（高性价比）弱化的风险**。

#### 投资建议

- 公司业绩增长的驱动因素有所弱化，此外公司经营水平仍需提高，公司可能更加加大对代理商扶持力度以实现高增长，在保持 eps 高增长同时，很可能导致应收和存货等以更高速度增长。预计公司 2012-2014 年实现归属于母公司净利润分别为 1.71 亿元、2.17 亿元、2.63 亿元，分别同比增长 59.71%、26.72%、21.06%，对应 EPS 分别为 0.489 元、0.620 元、0.750 元。维持增持评级。

#### 风险提示

- 高速外延式扩张的成长型企业，其管理架构、后台系统等建设需要投入与收入增速大致匹配的费用，但若高速成长的节奏一旦放缓，费用的刚性将吞噬掉更多的毛利；
- 考虑在职高管一年减持不能超过 25%、大股东承诺减持不超过 10%，预计 2013 年可减持股份数为 2383 万股；
- 户外行业虽然发展速度相对较快，但若受消费放缓的影响超过市场预期，将加大公司业绩波动的风险。

图表1: 2011年以来的订货会及业绩情况

	2011年				2012年				2013年			
	11 1Q	11 2Q	11 3Q	11 4Q	12 1Q	12 2Q	12 3Q	12 4Q	13 1Q	13 2Q	13 3Q	13 4Q
主营收入 (亿元)	7.54				11.06							
收入增速	73.64%				46.68%							
	71%	55%	79%	81%	73%	34%	35%	49%				
各订货会订货额 (亿元)	2.90		5.87		4.82		9.43		7.25		12.73	
同比增速	66%		93%		66%		61%		50%		35%	
全年订货额 (亿元)	8.77				14.25				19.98			
同比增速	83.15%				62.42%				40.21%			
净利润 (亿元)	1.07				1.70							
净利润增速	98.81%				58.91%							
	84%	64%	97%	128%	106%	-22%	115%	67%				

来源: 国金证券研究所

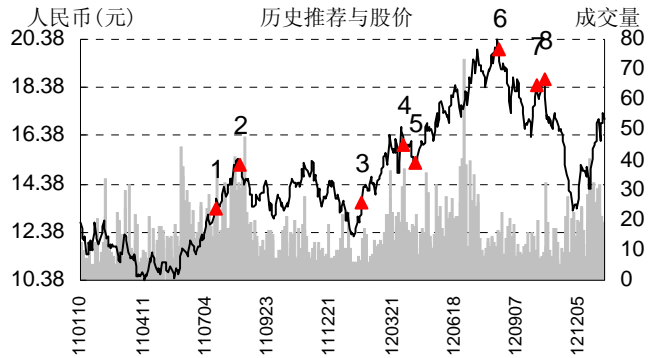
**附录: 三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>294</b>	<b>434</b>	<b>754</b>	<b>1,104</b>	<b>1,567</b>	<b>1,993</b>	货币资金	410	379	365	400	500	600
增长率		47.9%	73.6%	46.4%	42.0%	27.2%	应收款项	11	13	19	120	274	504
<b>主营业务成本</b>	<b>-153</b>	<b>-221</b>	<b>-395</b>	<b>-547</b>	<b>-806</b>	<b>-1,036</b>	存货	71	89	178	235	378	533
%销售收入	52.1%	51.0%	52.5%	49.5%	51.4%	52.0%	其他流动资产	1	7	15	13	18	23
<b>毛利</b>	<b>141</b>	<b>213</b>	<b>358</b>	<b>557</b>	<b>761</b>	<b>958</b>	流动资产	492	489	577	768	1,170	1,660
%销售收入	47.9%	49.0%	47.5%	50.5%	48.6%	48.0%	%总资产	92.4%	78.3%	68.2%	68.7%	72.9%	76.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	37	129	254	345	432	515
<b>营业费用</b>	<b>-57</b>	<b>-92</b>	<b>-118</b>	<b>-193</b>	<b>-266</b>	<b>-339</b>	%总资产	6.9%	20.6%	30.0%	30.9%	26.9%	23.6%
%销售收入	19.3%	21.3%	15.7%	17.5%	17.0%	17.0%	无形资产	4	8	6	2	2	2
<b>管理费用</b>	<b>-32</b>	<b>-54</b>	<b>-91</b>	<b>-127</b>	<b>-172</b>	<b>-219</b>	非流动资产	41	137	269	350	436	519
%销售收入	11.0%	12.4%	12.1%	11.5%	11.0%	11.0%	%总资产	7.8%	22.0%	31.8%	31.3%	27.1%	23.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>50</b>	<b>65</b>	<b>145</b>	<b>231</b>	<b>315</b>	<b>390</b>	<b>资产总计</b>	<b>532</b>	<b>624</b>	<b>845</b>	<b>1,118</b>	<b>1,606</b>	<b>2,179</b>
%销售收入	17.0%	14.9%	19.3%	21.0%	20.1%	19.5%	短期借款	0	0	0	113	360	670
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>-6</b>	<b>-16</b>	应付款项	68	107	193	190	277	355
%销售收入	-0.1%	-0.9%	-0.5%	-0.2%	0.4%	0.8%	其他流动负债	8	22	47	119	149	178
<b>资产减值损失</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-26</b>	<b>-6</b>	<b>-19</b>	<b>-24</b>	流动负债	76	128	239	421	786	1,203
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	1	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>76</b>	<b>128</b>	<b>239</b>	<b>421</b>	<b>786</b>	<b>1,204</b>
<b>营业利润</b>	<b>46</b>	<b>65</b>	<b>123</b>	<b>228</b>	<b>289</b>	<b>350</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>457</b>	<b>499</b>	<b>606</b>	<b>697</b>	<b>820</b>	<b>975</b>
营业利润率	15.8%	15.0%	16.4%	20.7%	18.4%	17.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>533</b>	<b>627</b>	<b>845</b>	<b>1,118</b>	<b>1,606</b>	<b>2,179</b>
<b>税前利润</b>	<b>52</b>	<b>64</b>	<b>125</b>	<b>228</b>	<b>289</b>	<b>350</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	17.6%	14.8%	16.5%	20.7%	18.4%	17.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-18</b>	<b>-57</b>	<b>-72</b>	<b>-88</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.9%	16.0%	14.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.657	0.402	0.400	0.489	0.620	0.750
<b>净利润</b>	<b>44</b>	<b>54</b>	<b>107</b>	<b>171</b>	<b>217</b>	<b>263</b>	每股净资产	6.819	3.722	2.261	2.600	3.059	3.638
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.727	0.627	0.483	0.101	0.178	0.035
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>44</b>	<b>54</b>	<b>107</b>	<b>171</b>	<b>217</b>	<b>263</b>	每股股利	0.200	0.100	0.100	0.300	0.350	0.400
净利率	15.0%	12.4%	14.2%	15.5%	13.8%	13.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	9.64%	10.81%	17.68%	24.56%	26.45%	26.92%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	8.26%	8.59%	12.67%	15.31%	13.51%	12.05%
<b>净利润</b>	<b>44</b>	<b>54</b>	<b>107</b>	<b>171</b>	<b>217</b>	<b>263</b>	投入资本收益率	9.31%	10.86%	20.60%	21.45%	20.00%	17.74%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>34</b>	<b>16</b>	<b>33</b>	<b>41</b>	主营业务收入增长率	38.46%	47.86%	73.64%	46.42%	42.02%	27.17%
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	EBIT增长率	46.22%	29.20%	125.02%	59.34%	35.93%	23.84%
<b>营运资金变动</b>	<b>-3</b>	<b>22</b>	<b>-4</b>	<b>-172</b>	<b>-217</b>	<b>-321</b>	净利润增长率	72.92%	22.39%	98.81%	59.71%	26.72%	21.06%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>49</b>	<b>84</b>	<b>129</b>	<b>27</b>	<b>48</b>	<b>9</b>	总资产增长率	230.45%	17.62%	34.80%	32.25%	43.61%	35.71%
资本开支	-8	-98	-132	-100	-99	-100	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	6.0	5.4	5.0	35.0	60.0	90.0
其他	-1	-2	0	0	0	0	存货周转天数	148.2	131.8	123.3	160.0	180.0	200.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-9</b>	<b>-100</b>	<b>-132</b>	<b>-101</b>	<b>-99</b>	<b>-100</b>	应付账款周转天数	59.2	74.1	88.6	80.0	80.0	80.0
股权募资	327	1	2	0	0	0	固定资产周转天数	45.4	91.8	110.7	105.5	94.5	89.5
债权募资	-15	0	0	113	247	312	<b>偿债能力</b>						
其他	13	-15	-14	-4	-96	-121	净负债/股东权益	-89.64%	-76.07%	-60.25%	-41.26%	-17.10%	7.32%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>324</b>	<b>-14</b>	<b>-12</b>	<b>109</b>	<b>151</b>	<b>191</b>	EBIT利息保障倍数	-115.5	-17.3	-38.5	-87.7	50.7	24.8
<b>现金净流量</b>	<b>363</b>	<b>-30</b>	<b>-14</b>	<b>35</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	资产负债率	14.32%	20.48%	28.32%	37.68%	48.94%	55.25%

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-07-17	增持	13.34	17.74
2	2011-08-17	增持	15.21	N/A
3	2012-02-10	增持	13.59	N/A
4	2012-04-10	增持	15.99	N/A
5	2012-04-24	增持	15.24	N/A
6	2012-08-15	增持	20.00	N/A
7	2012-10-10	增持	18.50	17.12 ~ 19.56
8	2012-10-21	增持	18.71	N/A

来源：国金证券研究所



**投资评级的说明:**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

### 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, 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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B