

中性-A (首次)

探路者 300005.SZ

目标估值: NA

当前股价: 23.81 元

2010年8月16日

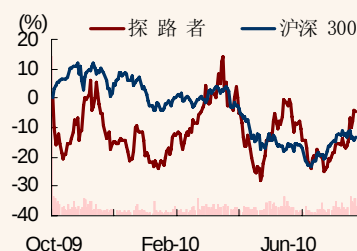
费用增长拉低利润增速 夯实基础为首要任务

基础数据

上证综指	2607
总股本(万股)	13400
已上市流通股(万股)	3400
总市值(亿元)	32
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	10.8
资产负债率	8.3%
主要股东	盛发强
主要股东持股比例	31.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	17	142
相对表现	9	29	159



相关报告

- 1、《服饰品牌研究第二卷：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 2、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6
- 3、《服饰品牌研究第五卷-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8
- 4、《服装纺织行业 2010 年中报前瞻分析-关注中报快速增长的公司，等待旺季的催化》2010/7/18

王薇

0755-82960477

wang_w@cmschina.com.cn

S1090208070223

张永为, S1090210020002

zhangyw@cmschina.com.cn

公司上半年的收入实现了 34.15% 的快速增长，而营业利润仅增长了 14.55%，这与公司需稳固地位，夯实基础密切相关。建议持续跟踪，待基础逐步扎实、地位更趋稳固、利润可同步体现快速增长趋势的时点再关注。

□ **配饰与装备收入有所拖累，上海地区上升势头良好。**2010 年 1 月-6 月，公司实现营业收入 1.54 亿，同比增长 34.15%；实现营业利润和净利润分别为 2760.66 万和 2525.64 万元，同比分别增长了 14.55% 和 34.01%。收入状况总体符合预期，其中户外服装发展最好，实现了 57.76% 的高速增长，而鞋和装备类发展一般，分别增长了 27.22% 和下降了 12.75%，体现出更专业的装备类与国际领先户外品牌的差距较大。上海地区拓展势头不错，同比获得了 515.23% 的增长，在一线城市的良好发展是市场希望见到的状况。同时公司设立了研发设计中心南方分部，积极开发符合南方市场需求的产品。

□ **渠道拓展符合预期。**公司净新开店 71 家，达到了年初计划开店的一半左右，其中直营店 27 家，加盟店 44 家。同时，公司加强了渠道的精细化管理，建立了七大销售区域，使渠道管理和服务进一步贴近加盟商，并大力支持优质加盟商发展壮大。公司的渠道管理体系处在不断规范和成熟中。

□ **毛利率持续上升，夯实基础使得费用增加较多。**综合毛利率达到 48.07%，同比提高了 2.55 个百分点；但公司尚属于年轻的品牌公司，为了更有底气地快速发展，夯实渠道、品牌以及供应链的基础是重中之重。公司上市后全面加强了市场推广、研发等，并推进七大销售区域建设，使得销售费用与管理费用增长较快，分别增长了 99.09% 和 46.61%，这是营业利润的增幅小于销售收入增幅的主要原因。而净利增幅显著高于营业利润的增幅，主要由于 09 年中期仍依据原 25% 的税率预交了所得税，而目前的税率为 15%。经营性现金流同比下降了 512.56%，主要为秋冬产品支付了较多预付款。

□ **盈利预测与投资建议：**户外用品行业是发展快速的朝阳行业，但由于起步较晚，品牌公司的运作还处于不断探索中，基础并不牢固，公司将夯实基础作为首要任务有利于长期发展。预计 10-12 年 EPS 分别为 0.36、0.50 和 0.72 元/股，对应 10、11 年的 65 和 47 倍，估值较高，给予“中性-A”的评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	212	294	409	572	793
同比增长	78%	38%	39%	40%	39%
营业利润(百万元)	33	46	58	77	111
同比增长	98%	39%	25%	33%	44%
净利润(百万元)	25	44	48	67	96
同比增长	132%	73%	10%	38%	45%
每股收益(元)	0.51	0.66	0.36	0.50	0.72
PE	45.7	35.5	64.7	46.9	32.4
PB	12.8	3.4	6.4	5.8	5.2

资料来源：招商证券

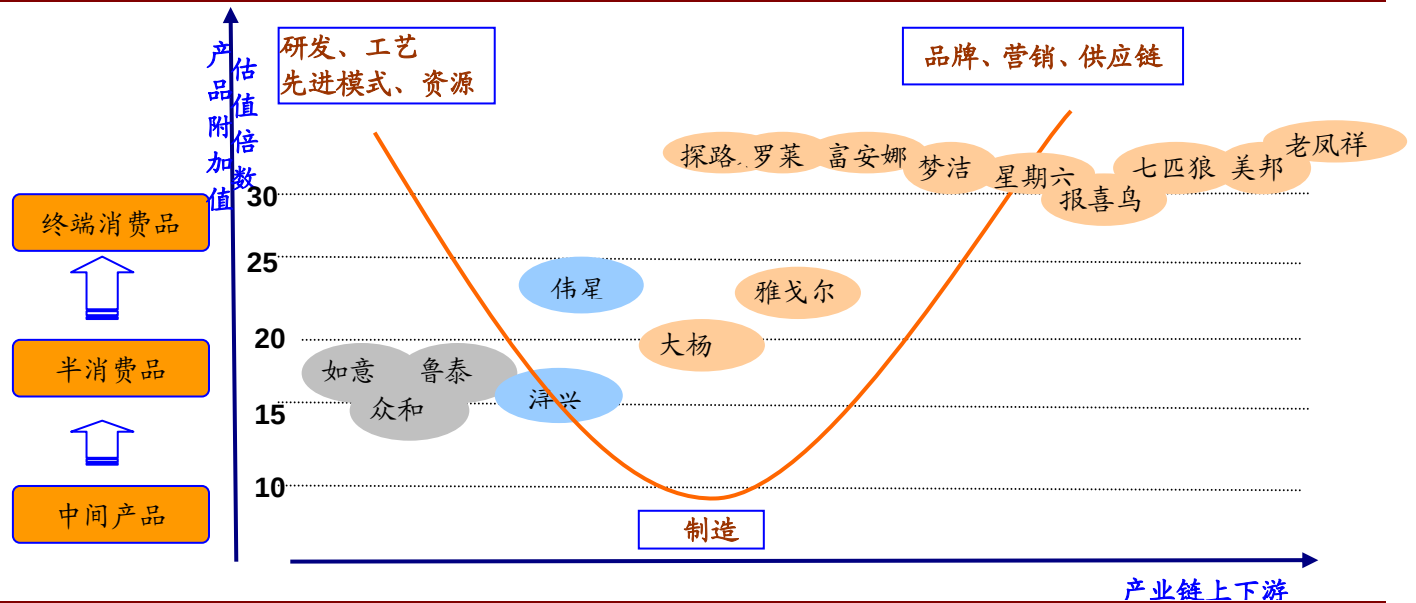
敬请阅读末页的重要说明

【限时促销】现在购买顶级研究报告，将同时获得赠送：1、正版高速沪深level-2十档行情；2、传递超前与深度股票信息的QQ群或MSN群的会员资格。

【RICH客服，传递财富】QQ：1078174455，MSN/E_mail：1078174455@qq.com

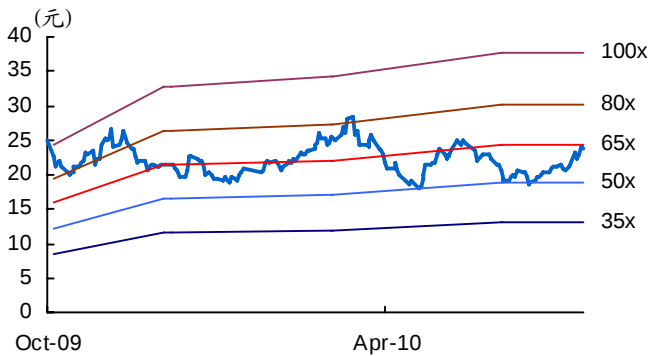
风险因素：1、经济复苏程度低于预期。
2、夯实基础未达预期。

图 5：V 式估值法（根据 10 年 EPS）



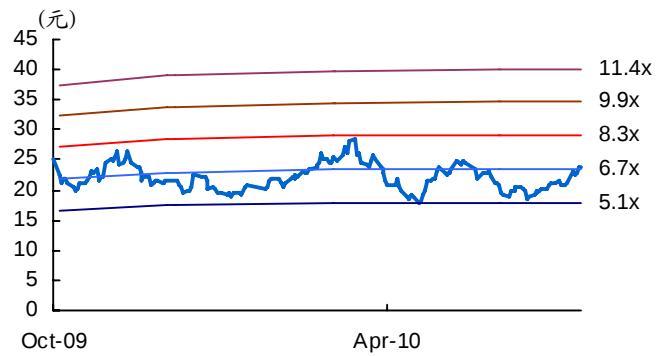
资料来源：招商证券

图 1：探路者历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：探路者历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 1: 香港同类可比公司估值表

领域	股票名称	收盘价	市值	PB	ROE (%)	EPS			PE			10-11 增长率
						2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
女装	思捷环球	45.3	58357	3.4	31.3	4.02	3.56	3.96	11.3	12.7	11.4	11.3%
	宝姿	20.55	11637	7.5	37.9	0.70	1.10	1.31	29.3	18.7	15.7	19.2%
	安莉芳	4.43	1792	1.8	12.0	0.30	0.37	0.49	14.6	12.0	9.0	32.4%
休闲装	利丰	37.7	143756	8.0	21.6	0.80	1.31	1.68	47.0	28.7	22.5	27.7%
	波斯登	2.36	18343	2.4	16.1	0.08	0.18	0.21	29.7	13.0	11.3	15.8%
	班尼路	7.8	10412	2.3	23.1	0.47	0.87	1.01	16.7	9.0	7.7	16.0%
	真维斯	2.92	3093	1.5	13.3	0.49	0.29	0.32	6.0	10.1	9.1	10.3%
	佐丹奴	4.13	6146	2.9	14.5	0.20	0.22	0.25	20.9	18.5	16.5	11.7%
运动装	李宁	25	26268	8.5	41.3	0.45	1.25	1.52	55.5	19.9	16.4	21.3%
	中国动向	4.32	24479	2.9	20.7	0.13	0.34	0.39	33.4	12.8	11.0	15.9%
	安踏体育	14.5	36155	6.2	26.2	0.22	0.67	0.81	67.2	21.6	18.0	20.5%
	特步	5.6	12178	3.6	23.0	0.10	0.42	0.50	54.9	13.4	11.2	20.3%
	鸿星尔克	0.145	406	0.5	3.2	0.15	0.01	0.01	1.0	19.0	14.4	31.6%
	宝胜国际	1.04	4462	0.8	-0.5	0.01	0.07	0.09	139.8	14.9	12.2	22.2%
女鞋	百丽国际	12.38	104416	5.9	17.7	0.23	0.43	0.50	52.8	28.9	24.7	17.1%
	永恩国际	7.34	12022	5.5	19.4	0.23	0.41	0.53	31.3	17.7	14.0	27.1%
	盈进集团	1.42	884	1.2	0.4	0.13	0.01	0.01	10.6	236.7	177.5	33.3%
	九兴控股	14.6	11598	1.9	13.4	0.14	1.13	1.29	101.1	12.9	11.3	13.7%
配饰/ 化妆品	周生生	15.82	10709	2.4	16.1	0.76	-	-	20.7	-	-	-
	霸王	4.36	12707	5.4	31.0	0.06	0.20	0.26	69.9	22.2	16.9	31.4%
	莎莎	6.02	8378	7.0	32.9	0.16	0.32	0.39	37.8	18.7	15.6	19.6%
生产	新宇亨得利	3.7	15055	4.6	14.7	0.10	0.17	0.21	36.1	22.3	17.9	24.1%
	魏桥	5.4	6450	0.4	6.5	4.52	0.74	0.82	1.2	7.3	6.5	10.8%
	裕元	25.05	41223	1.7	16.0	0.22	2.14	2.47	114.9	11.7	10.2	15.3%

资料来源：招商证券

表 2：国际同类可比公司估值表

领域	公司	收盘价	市值 (百万)	PB	ROE (%)	EPS			PE			10-11 增长率
						2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
运动	NIKE	72.08	34662	3.6	20.7	3.80	4.23	4.77	19.0	17.0	15.1	11.32%
	ADS	41.605	8704	1.8	6.8	1.17	2.58	3.14	35.5	16.1	13.3	21.32%
	Puma	217.91	3287	2.2	10.6	8.50	15.48	18.03	25.6	14.1	12.1	16.46%
奢侈品 /高档 品	LVMH	93.18	45672	3.0	13.1	3.58	4.98	5.72	26.0	18.7	16.3	14.71%
	HERMES	136	14357	8.0	17.1	2.74	3.51	3.94	49.7	38.7	34.5	12.18%
	COACH	37.71	11506	7.5	45.9	2.04	2.64	2.94	18.5	14.3	12.8	11.54%
	POLO	81.77	7839	2.6	16.4	6.24	4.86	5.60	13.1	16.8	14.6	15.26%
	TOD'S	57.34	1755	2.7	13.7	2.80	3.20	3.58	20.5	17.9	16.0	12.08%
	BOSS	28.26	2201	9.1	51.8	2.90	2.20	2.45	9.7	12.9	11.5	11.75%
	BURBERRY	832.5	3624	6.1	14.4	-0.01	40.80	48.60	-	20.4	17.1	19.12%
	Perry Ellis	20.12	284	1.2	5.1	-0.91	1.59	1.88	-22.0	12.7	10.7	18.61%
	Phillips-Van	50.24	3332	1.9	14.9	1.38	3.62	4.58	36.3	13.9	11.0	26.27%
	PPR	103.1	13058	1.3	10.2	7.77	7.39	8.63	13.3	14.0	12.0	16.71%
大众品	UNIQLO	12620	1337589	4.2	19.1	469.46	636.90	617.99	26.9	19.8	20.4	-2.97%
	H&M	50.24	3332	1.9	14.9	1.38	3.62	4.58	36.3	13.9	11.0	26.27%
	INDITEX	5.33	974	0.6	8.7	0.67	0.63	0.67	8.0	8.5	7.9	7.34%
	GAP	77.86	8573	2.3	12.5	5.47	6.16	6.70	14.2	12.6	11.6	8.72%
	VF	17.87	11626	2.4	23.8	1.49	1.79	1.89	12.0	10.0	9.5	5.47%
	LTD US	25.12	8169	4.1	22.1	0.68	1.80	2.03	37.1	13.9	12.4	12.37%
	NEXT	1950	3589	27.9	265.6	1.64	209.40	225.40	1186.8	9.3	8.7	7.64%
	GUESS	36.6	3412	3.2	27.1	2.29	2.89	3.30	16.0	12.6	11.1	13.93%
	Benetton	5.33	974	0.6	8.7	0.67	0.63	0.67	8.0	8.5	7.9	7.34%
	Abercrombie&	37.6	3317	1.8	0.0	3.09	1.80	2.53	12.2	20.9	14.8	40.57%
	American Eagle	12.29	2525	1.7	11.3	0.87	0.97	1.12	14.1	12.6	10.9	15.53%
	Aeropostale	23.99	2244	5.0	58.1	1.60	2.76	2.96	15.0	8.7	8.1	7.27%
配饰/ 化妆品	Bulgari	233	362984	10.1	42.2	11.22	11.68	12.85	-	19.9	18.1	10.02%
	RICHEMONT	12620	1337589	4.2	19.1	469.46	636.90	617.99	26.9	19.8	20.4	-2.97%
	Fossil	50.08	31216	5.8	26.2	2.01	2.59	2.88	24.9	19.3	17.4	11.11%
	Tiffany	37.6	3317	1.8	0.0	3.09	1.80	2.53	12.2	20.9	14.8	40.57%
	Estee Lauder	48.63	14974	1.8	13.6	2.87	3.76	4.26	16.9	12.9	11.4	13.16%
	Swatch	12.29	2525	1.7	11.3	0.87	0.97	1.12	14.10	12.64	10.94	15.53%

资料来源：招商证券

参考报告：**1、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:**

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

2、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

3、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

4、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷下）：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

5、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯队图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

6、《七匹狼-持续拓展、勇于改进的狼族代表》2009/12/24:

结合品牌评价系统的要素，细致探讨了在经济将走向复苏的新阶段，公司近期与中长期的发展方向。

7、《伟星股份(002003)-期权行权利于长期发展 坚持研发与营销的特色道路》2010/1/29**8、《罗莱家纺(002293)-收入恢复增长态势明显 盈利能力持续提高》2010/3/30****9、《富安娜—加盟拓展力度加大 危机中获得相对快速发展》2010/4/27****10、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:**

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

11、《服装纺织行业 2010 年中报前瞻分析-关注中报快速增长的公司，等待旺季的催化》2010/7/18

敬请阅读末页的重要说明

【限时促销】现在购买顶级研究报告，将同时获得赠送：1、正版高速沪深level-2十档行情；2、传递超前与深度股票信息的QQ群或MSN群的会员资格。
【RICH客服，传递财富】QQ：1078174455，MSN/E_mail：1078174455@qq.com

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	127	492	420	290	352
现金	64	410	329	165	182
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	5	5	4	4	5
其它应收款	2	6	4	6	8
存货	54	71	81	113	154
其他	3	1	2	2	3
非流动资产	38	41	138	344	397
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	36	37	135	341	395
无形资产	1	1	1	1	0
其他	1	4	3	2	2
资产总计	164	533	558	634	749
流动负债	58	76	67	97	144
短期借款	0	0	0	0	10
应付账款	17	32	45	62	87
预收账款	25	16	23	35	48
其他	16	27	0	0	0
长期负债	15	1	0	0	0
长期借款	15	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
负债合计	73	76	67	97	144
股本	50	67	134	134	134
资本公积金	25	329	262	262	262
留存收益	16	60	94	141	208
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	91	457	491	537	605
负债及权益合计	164	533	558	634	749

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	32	49	31	93	135
净利润	25	44	48	67	96
折旧摊销	0	0	12	30	46
财务费用	0	0	(4)	(2)	(1)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(16)	(10)	(15)
其它	7	5	(10)	10	9
投资活动现金流	(19)	(9)	(100)	(240)	(100)
资本支出	0	0	(100)	(240)	(100)
其他投资	(19)	(9)	0	0	0
筹资活动现金流	23	324	(12)	(18)	(18)
借款变动	0	0	0	0	10
普通股增加	0	0	67	0	0
资本公积增加	0	0	(67)	0	0
股利分配	0	0	(14)	(20)	(29)
其他	23	324	3	2	1
现金净增加额	36	363	(81)	(164)	17

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	212	294	409	572	793
营业成本	116	153	208	290	399
营业税金及附加	1	2	2	3	5
营业费用	37	57	92	130	178
管理费用	24	32	52	74	101
财务费用	0	(0)	(4)	(2)	(1)
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	33	46	58	77	111
营业外收入	2	6	1	2	4
营业外支出	2	1	2	1	2
利润总额	34	52	57	78	113
所得税	9	8	9	12	17
净利润	26	44	48	67	96
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	25	44	48	67	96
EPS (元)	0.51	0.66	0.36	0.50	0.72

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	78%	38%	39%	40%	39%
营业利润	98%	39%	25%	33%	44%
净利润	132%	73%	10%	38%	45%
获利能力					
毛利率	45.2%	47.9%	49.2%	49.4%	49.7%
净利率	12.0%	15.0%	11.8%	11.6%	12.2%
ROE	27.9%	9.6%	9.8%	12.4%	15.9%
ROIC	23.4%	8.5%	9.4%	11.9%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	44.4%	14.3%	12.1%	15.3%	19.3%
净负债比率	9.3%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%
流动比率	2.2	6.5	6.2	3.0	2.4
速动比率	1.3	5.6	5.0	1.8	1.4
营运能力					
资产周转率	1.3	0.6	0.7	0.9	1.1
存货周转率	2.5	2.5	2.7	3.0	3.0
应收帐款周转率	56.4	60.8	93.0	143.6	175.2
应付帐款周转率	10.7	6.2	5.4	5.4	5.4
每股资料(元)					
每股收益	0.51	0.66	0.36	0.50	0.72
每股经营现金	0.65	0.73	0.23	0.70	1.01
每股净资产	1.83	6.82	3.66	4.01	4.51
每股股利	0.20	0.20	0.11	0.15	0.22
估值比率					
PE	45.7	35.5	64.7	46.9	32.4
PB	12.8	3.4	6.4	5.8	5.2
EV/EBITDA	23.3	16.4	11.7	7.4	5.0

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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分解剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。