

2011-04-18

纺织和服装

探路者 300005.SZ

一季度业绩略超预期

◆ 事件：公司公布一季度季报

◆ 一季度净利润增长 84%，略超市场预期

公司 2011 年一季度实现营业收入 1.16 亿元，同比增长 70.86%，归属上市公司净利润 0.20 亿元，同比增长 83.92%，摊薄后每股收益 0.15 元，略超预期。

毛利率由去年同期的 48.60% 提高到 49.68%，提升 1.08 个百分点。

销售费用率大幅降低 3.22 个百分点至 18.23%。管理费用率略微提升 0.68 个百分点至 11.84%，主要由于股权激励费用摊销以及人员费用和研发费用增加所致。

◆ 渠道扩张大力推进，门店 ERP 覆盖率继续提高，开拓新型销售渠道

公司大力推进门店扩张，3 月底店铺数量较 2010 年年底净增 56 家达 722 家(其中加盟店 609 家，直营店 113 家)，增幅达 8.4%。在户外竞争日趋激烈背景下，公司现阶段大力投入资源加快开店、扩大规模，以期完成早期战略布局，扩大市场占有率，在未来竞争中占得先机。我们预计 2011 年公司新增门店 300 家左右。

公司信息化系统建设按计划有序推进，一季度信息化店铺净增 53 达 546 家，信息化覆盖率达 75.62%。完成对财务预算软件系统的升级和上线运行，持续加强研发投入，优化供应链管理，引入外部专业战略咨询机构，辅助管理层研究完善未来发展战略，精细化管理初见成效。2011 年至今，新获“实力品牌奖”、“最受驴友喜爱品牌奖”、“品牌推广奖”、“北京知名品牌”等多项荣誉；连续三年荣列全国市场同类产品销量第一名。

此外，公司计划合理规划定位传统连锁店铺与新型渠道业务类型的发展，加强电子商务、集团客户等新型销售渠道的开拓，积极探索新的利润增长点。

◆ 募投项目稳步推进，超募项目顺利完成

募投项目进展方面，截止 3 月末，营销网络建设项累计使用募集资金 0.5 亿元，共完成 53 家店铺建设(其中 40 家店已正式开业，另外 13 家店处于规划设计或装修中)，基本符合规划进度。信息系统建设项目也基本符合计划进度。

公司超募资金总计 1 亿元，户外产品研发技术、生产管理中心建设项目于 10 年 6 月按计划完成；2010 年度“探路者”品牌与市场推广项目也于 10 年 12 月按计划完成。

◆ 11 年确定性强，未来高成长可期，维持“买入”评级

由于春夏、秋冬订货会锁定 85% 以上的年收入，且公司加速外延扩张，预计 11 年收入增速将不低于 60%。同时，公司引进专业高管，重新梳理业务、调整渠道结构和布局，提高对加盟商的补助。我们认为公司未来有望保持高成长。公司预测上半年净利润同比增速为 50%-100%，我们预计 11-13 年公司 EPS 分别为 0.69 元、1.11 元、1.55 元，成长阶段可以相应获得较高估值，给予目标价 37.95 元，“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	294	434	759	1,217	1,687
营业收入增长率	38.46%	47.86%	74.84%	60.36%	38.65%
净利润(百万元)	44	54	93	148	208
净利润增长率	72.92%	22.39%	71.73%	60.09%	40.16%
EPS(元)	0.33	0.40	0.69	1.11	1.55
ROE(归属母公司)	9.64%	10.81%	16.02%	21.22%	24.11%
P/E	86	70	41	26	18

维持

买入

当前价格	28.27 元
目标价格	37.95 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕(执业证书编号：S0930511010001)

021-2216 9107

lijie_yjs@ebsecn.com

联系人：谢宁铃

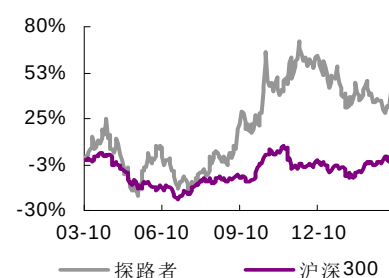
021-2216 9127

xienl@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	134
总市值(百万元)	4,214
流通比例(%)	42.10%
12 个月最高/最低(元)	58.43/17.61
近 3 月日均成交量(百万股)	1.04
主要股东	盛发强

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.05	-11.42	40.27
绝对收益	-1.45	-12.30	37.93

相关报告：

内外双修，未来长线看好

..... 2011-03-03

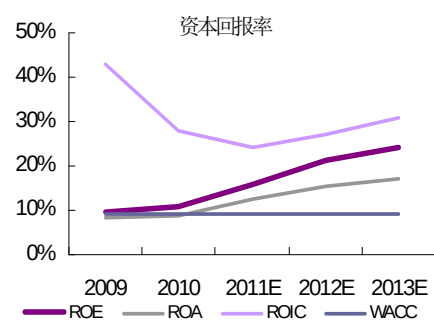
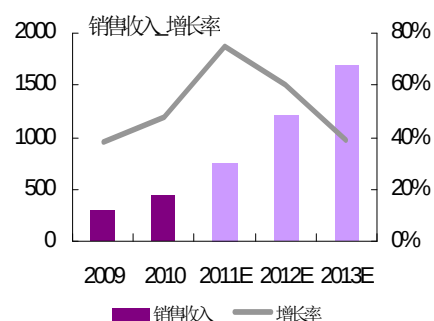
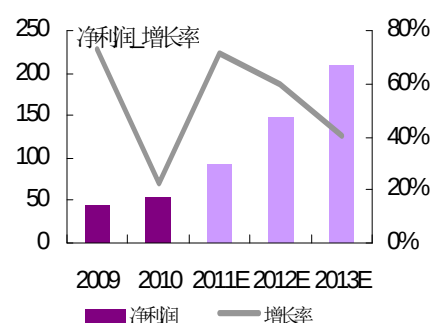
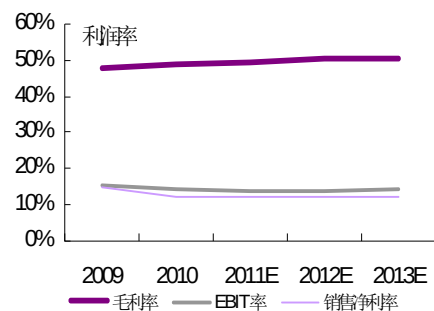
探路者-10 年业绩符合预期，11 年高成长无忧

..... 2011-03-18

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	294	434	759	1,217	1,687
营业成本	153	221	382	605	839
折旧和摊销	3	5	13	17	20
营业税费	2	2	4	6	8
销售费用	57	92	172	275	381
管理费用	32	54	102	162	219
财务费用	0	-4	-3	-3	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	46	65	110	173	243
利润总额	52	64	109	174	244
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	44.03	53.90	92.55	148.17	207.68

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	533	626	749	960	1,217
流动资产	492	489	526	683	910
货币资金	410	379	318	355	456
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5	8	15	23	32
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	6	6	15	24	34
存货	71	89	172	272	377
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	37	109	182	228	256
无形资产	1	2	1	1	1
总负债	76	127	172	262	355
无息负债	76	127	172	262	355
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	457	499	578	698	862
股本	67	134	134	134	134
公积金	336	276	285	300	320
未分配利润	54	89	159	265	407
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	49	84	47	131	192
净利润	44	54	93	148	208
折旧摊销	3	5	13	17	20
净营运资金增加	14	-4	103	99	103
其他	-12	28	-161	-133	-139
投资活动产生现金流	-9	-100	-99	-69	-49
净资本支出	8	98	100	70	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-18	-199	-199	-139	-99
融资活动现金流	324	-14	-10	-25	-41
股本变化	17	67	0	0	0
债务净变化	-15	0	0	0	0
无息负债变化	19	51	44	90	94
净现金流	363	-30	-62	37	101

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	38.46%	47.86%	74.84%	60.36%	38.65%
净利润增长率	72.92%	22.39%	71.73%	60.09%	40.16%
EBITDA 增长率	38.77%	35.91%	77.17%	57.43%	39.72%
EBIT 增长率	37.16%	33.63%	72.11%	60.03%	41.73%
估值指标					
PE	86	70	41	26	18
PB	8	8	7	5	4
EV/EBITDA	31	52	30	19	14
EV/EBIT	33	57	34	21	15
EV/NOPLAT	39	68	40	25	18
EV/Sales	5	8	5	3	2
EV/IC	17	19	10	7	5
盈利能力 (%)					
毛利率	47.89%	49.05%	49.60%	50.30%	50.30%
EBITDA 率	16.69%	15.34%	15.55%	15.26%	15.38%
EBIT 率	15.62%	14.12%	13.90%	13.87%	14.18%
税前净利润率	17.62%	14.79%	14.35%	14.32%	14.48%
税后净利润率 (归属母公司)	15.00%	12.42%	12.20%	12.17%	12.31%
ROA	8.26%	8.61%	12.35%	15.44%	17.07%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.64%	10.81%	16.02%	21.22%	24.11%
经营性 ROIC	42.73%	27.90%	23.97%	27.27%	30.88%
偿债能力					
流动比率	6.51	3.84	3.07	2.61	2.56
速动比率	557.84%	313.67%	206.20%	157.14%	150.04%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.33	0.40	0.69	1.11	1.55
每股红利	0.10	0.10	0.21	0.33	0.46
每股经营现金流	0.36	0.63	0.35	0.98	1.43
每股自由现金流(FCFF)	0.18	-0.26	-0.80	-0.06	0.53
每股净资产	3.41	3.72	4.31	5.21	6.43
每股销售收入	2.19	3.24	5.66	9.08	12.59

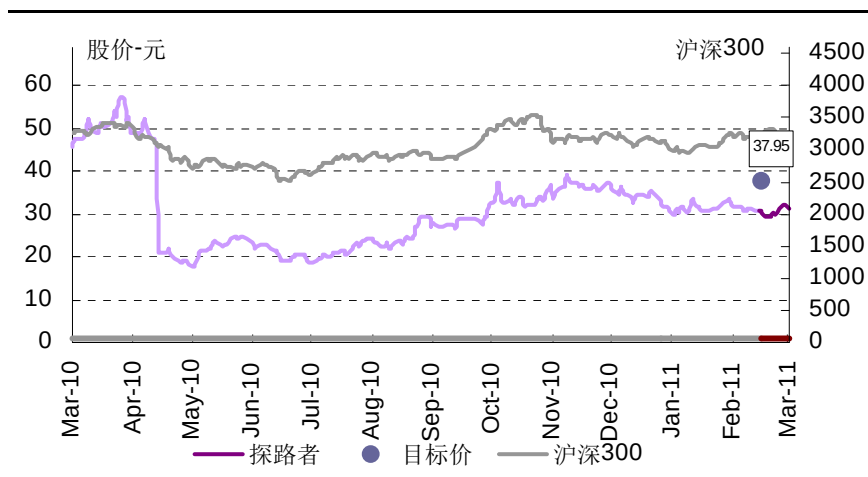
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

探路者（300005）



日期	股价	目标价	评级
2011-03-03	30.91	37.95	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。