

探路者:2012 年春夏订货额略超预期

 评级: **买入-A**

上次评级: 增持-B

 目标价格: **20.00 元**

期限: 12 个月 上次预测: 17.94 元

现价 (2011 年 07 月 04 日) : 16.49 元

 报告日期: **2011-07-05**

报告关键点:

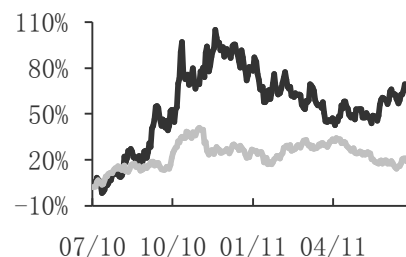
- 2012年春夏订货额同比增长约66%，略超市场预期
- 渠道扩展加速是订货会数据超预期的主要原因
- 上调投资评级至“买入-A”

报告摘要:

- 2012年春夏订货额同比增长约66%，略超市场预期：**2011年6月29日至7月2日，探路者在北京召开了2012年春夏产品订货会，春夏产品订货额总计为4.82亿元，同比增长约66%，而市场一致预期在60%左右，实际数据略超预期。从订单构成看，加盟商订单额约为3.80亿元，直营、团购、电子商务订单额合计约为1.02亿元，各业务模块数据良好。
- 产品首推南方款，户外装备占比提升：**2012年春夏产品订货会以“地球之歌”为主题，产品特点主要体现在：(1) 2012年春夏将首次推出专门针对南方市场的款型，与北方款作明显区分，为南方市场开拓提供产品设计支撑；(2) 随着户外运动和休闲的逐步普及，户外装备消费量将稳步提升，公司在本次订货会通过调价等政策引导加盟商增加户外装备的订货比重，是适应市场需求的变化，合理平衡公司产品结构。
- 渠道拓展加速是订货会数据超预期的主要原因：**公司自上市以来，不断加快渠道拓展步伐，2010年公司新开店185家，店铺数量合计为666家，数量同比增长约38%。2011年计划开店数量300家以上，店铺数量增速45%以上。截至2011年3月31日，公司已新开店56家，店铺总数达722家，开店进展顺利。大量新开店和次新店成为订货会订单增量的主要来源。
- 上调投资评级至“买入-A”：**户外用品行业在国内快速发展的背景下，探路者抓住机遇，加快渠道扩张，将充分享受行业快速增长带来公司规模和业绩的快速扩张。我们预期未来2-3年公司仍将保持快速的渠道扩张，考虑到2012年春夏订货会数据超出我们此前预期，据此上调公司2012年盈利预测，预计公司2011-2013年EPS分别为0.34元、0.50元和0.79元，将公司投资评级由“增持-B”上调至“买入-A”，给予公司2012年40倍PE，上调12个月目标价至20元。
- 风险提示：**店铺扩张加快可能对公司供应链管理提出挑战。

总市值(百万元)	4,419.32
流通市值(百万元)	1,862.59
总股本(百万股)	268.00
流通股本(百万股)	112.95
12 个月最低/最高	13.27/39.70 元
十大流通股东(%)	20.70%
股东户数	9,262

12 个月股价表现



— 探路者 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.95	23.88	49.87
绝对收益	8.49	19.27	74.12

赵梅玲

 021-68765110
 执业证书编号

行业分析师

 zhaoml@essence.com.cn
 S1450511020032

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	293.6	434.1	788.4	1,250.8	1,979.6
Growth(%)	38.5%	47.9%	81.6%	58.6%	58.3%
净利润	44.0	53.9	90.8	132.7	211.5
Growth(%)	72.9%	22.4%	68.5%	46.1%	59.4%
毛利率(%)	47.9%	49.0%	49.0%	48.0%	48.0%
净利润率(%)	15.0%	12.4%	11.5%	10.6%	10.7%
每股收益(元)	0.16	0.20	0.34	0.50	0.79
每股净资产(元)	1.70	1.86	2.12	2.49	3.08
市盈率	100.4	82.0	48.7	33.3	20.9
市净率	9.7	8.9	7.8	6.6	5.4
净资产收益率(%)	9.6%	10.8%	16.0%	19.9%	25.6%

前期研究成果

探路者: 渠道快速扩张是亮点	2011-03-18
探路者: 投入加大, 业绩平稳	2010-08-17
探路者: 股权激励, 意在长远	2010-05-25

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2011-7-4

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	293.6	434.1	788.4	1,250.8	1,979.6	成长性					
减:营业成本	153.0	221.2	402.1	650.4	1,029.4	营业收入增长率	38.5%	47.9%	81.6%	58.6%	58.3%
营业税费	1.8	2.3	4.3	6.9	10.9	营业利润增长率	39.5%	40.4%	64.8%	48.4%	57.8%
销售费用	56.7	92.3	173.5	275.2	435.5	净利润增长率	72.9%	22.4%	68.5%	46.1%	59.4%
管理费用	32.2	53.8	102.5	156.3	247.4	EBITDA 增长率	39.5%	36.0%	76.0%	48.0%	55.5%
财务费用	-0.4	-3.7	-3.1	-2.2	-2.4	EBIT 增长率	37.8%	33.6%	69.7%	50.7%	58.5%
资产减值损失	4.1	3.3	2.0	5.3	8.0	NOPLAT 增长率	70.3%	15.1%	75.8%	48.3%	60.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.1%	158.8%	170.7%	31.9%	34.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	400.7%	9.2%	13.7%	17.6%	23.8%
营业利润	46.3	65.0	107.1	158.9	250.7	利润率					
加:营业外净收支	5.4	-0.8	1.0	-1.0	1.0	毛利率	47.9%	49.0%	49.0%	48.0%	48.0%
利润总额	51.7	64.2	108.1	157.9	251.7	营业利润率	15.8%	15.0%	13.6%	12.7%	12.7%
减:所得税	7.7	10.3	17.3	25.3	40.3	净利润率	15.0%	12.4%	11.5%	10.6%	10.7%
净利润	44.0	53.9	90.8	132.7	211.5	EBITDA/营业收入	16.1%	14.9%	14.4%	13.4%	13.2%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	15.6%	14.1%	13.2%	12.5%	12.5%
货币资金	409.5	379.4	340.9	386.9	476.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	44	60	66	56	39
应收账款	11.0	13.4	27.8	44.1	69.8	流动营业资本周转天数	7	-5	21	42	45
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	379	407	233	176	150
预付账款	0.7	4.4	4.4	4.4	4.4	应收账款周转天数	6	5	6	6	6
存货	70.5	89.2	157.0	253.9	401.9	存货周转天数	79	71	60	62	63
其他流动资产	-0.0	2.5	2.5	2.5	2.5	总资产周转天数	428	481	312	239	193
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	53	65	96	102	86
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	9.6%	10.8%	16.0%	19.9%	25.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.3%	8.6%	12.3%	14.4%	17.6%
固定资产	36.5	109.1	181.6	207.1	226.2	ROIC	103.7%	114.6%	77.9%	42.6%	51.8%
在建工程	-	19.5	9.5	4.0	3.4	费用率					
无形资产	0.7	1.6	1.5	1.5	1.5	销售费用率	19.3%	21.3%	22.0%	22.0%	22.0%
其他非流动资产	4.3	7.1	14.1	16.1	18.1	管理费用率	11.0%	12.4%	13.0%	12.5%	12.5%
资产总额	533.2	626.2	739.4	920.5	1,203.7	财务费用率	-0.1%	-0.9%	-0.4%	-0.2%	-0.1%
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	30.1%	32.8%	34.6%	34.3%	34.4%
应付账款	51.5	76.4	132.2	213.8	338.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	14.3%	20.4%	23.3%	27.6%	31.5%
其他流动负债	24.0	51.0	50.4	50.4	50.4	负债权益比	16.7%	25.6%	30.4%	38.1%	45.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	6.51	3.84	3.09	2.72	2.52
其他非流动负债	0.8	-	-	-	-	速动比率	5.52	3.09	2.13	1.67	1.40
负债总额	76.3	127.4	172.5	254.2	378.8	利息保障倍数	-106.06	-16.44	-33.49	-70.36	-102.55
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	67.0	134.0	268.0	268.0	268.0	DPS(元)	-	0.05	0.07	0.10	0.16
留存收益	389.9	364.7	298.8	398.3	556.9	分红比率	0.0%	24.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	456.9	498.7	566.8	666.3	824.9	股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	1.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	44.0	53.9	90.8	132.7	211.5	EPS(元)	0.16	0.20	0.34	0.50	0.79
加:折旧和摊销	3.1	5.3	9.4	11.2	12.7	BVPS(元)	1.70	1.86	2.12	2.49	3.08
资产减值准备	4.1	3.3	2.0	5.3	8.0	PE(X)	100.4	82.0	48.7	33.3	20.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.7	8.9	7.8	6.6	5.4
财务费用	0.3	0.6	-	-3.1	-2.2	P/FCF	163.4	-282.9	-47.7	126.7	62.2
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	15.1	10.2	5.6	3.5	2.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	14.6	28.3	36.7	24.8	15.9
营运资金的变动	-5.3	18.3	-30.9	-38.9	-59.1	CAGR(%)	44.4%	57.7%	52.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	48.7	84.1	68.2	108.0	170.6	PEG	2.3	1.4	0.9	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-9.4	-100.5	-77.1	-31.1	-31.1	ROIC/WACC	10.4	11.5	7.8	4.3	5.2
融资活动产生现金流量	324.2	-13.7	-5.1	-24.3	-39.9	REP	1.5	1.4	1.7	2.4	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007 年 7 月加入安信证券研究中心。

分析师声明

赵梅玲声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券评级体系

公司收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

行业收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;
同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034