

分析师：雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

联系人：雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

今年业绩高增长确认，明年外延扩张再续

事件描述

探路者今日发布 2011 年度业绩快报：

预计公司 2011 年度公司实现营业总收入 75,273.22 万元，较去年同期增长 73.42%；营业利润为 12,950.14 万元，较去年同期增长 99.20%；利润总额为 13,069.55 万元，较去年同期增长 103.61%；净利润为 10,645.60 万元，较去年同期增长 97.52%；基本每股收益为 0.3972 元，略高于我们之前的预期。

业绩预增原因主要来源于三个方面：

1. 公司主营业务发展良好，市场规模不断扩大，加速营销渠道扩张，业绩略超预期；
2. 公司不断优化成本控制模式，有效控制外包生产成本，保持均衡的较高毛利率水平；
3. 合理控制三费支出，实现营业收入和净利润同比双高增长的优良经营业绩。

我们预计，2012、2013 年的营业收入分别为 11.65 亿元、16.31 亿元，每股收益分别为 0.64 元、0.89 元，目前对应 PE 分别为 26.95、19.38 倍，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，公司主营业务发展良好，加速营销渠道扩张，业绩略超预期

2011 年度公司预计实现营业总收入 75,273.22 万元，较去年同期增长 73.42%；其中 4 季度单季度实现营业总收入 18,048.85 万元，较去年同期增长 79.08%。其高速增长的主要动力来自加速营销渠道扩张的同时，开始注重对单店的精细化、一体化管理。截至 9 月 30 日，公司终端店铺总数达 956 家，其中，直营店 147 家、加盟店 809 家。

第二，深化供应链管理，强化产品成本控制，合理控制三费支出，实现收入和净利双高增长

报告期内，公司进一步加强对供应链资源的改善和整合，充分利用供应商研发能力，与优质产品供应商建立长期共赢的战略合作伙伴关系，有效控制外包生产成本，保持均衡的较高毛利率水平。

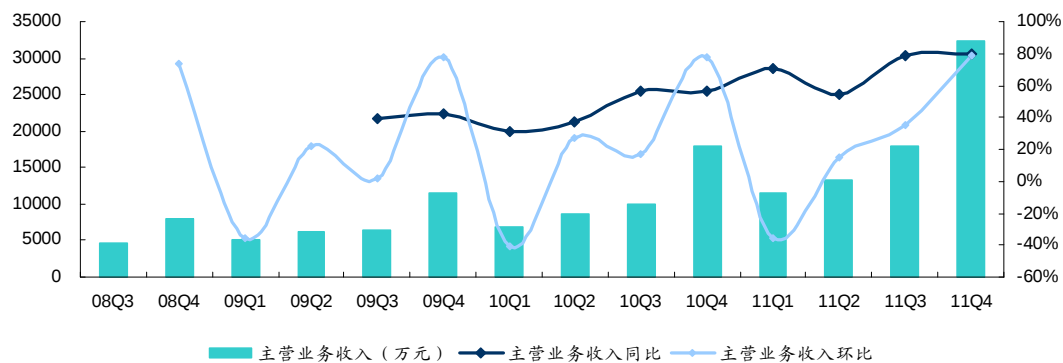
同时，合理控制三费支出，实现营业收入和净利润同比双高增长的优良经营业绩。

第三，上调公司 2012-2013 年 EPS 至 0.64 元和 0.89 元，维持“谨慎推荐”评级

公司在品牌和渠道上都具有一定的优势，目前公司正积极开展渠道的建设，优化供应链。2012 年的春夏订货会同比增速 60%以上，2012 的营收高增速可期待。但是我们目前较谨慎对待服装行业快速发展后普遍出现的存货情况。此次业绩快报超出预期，上调盈利预测，预计公司 2012、2013 年的营业收入分别为 11.65 亿元、16.31 亿元，每股

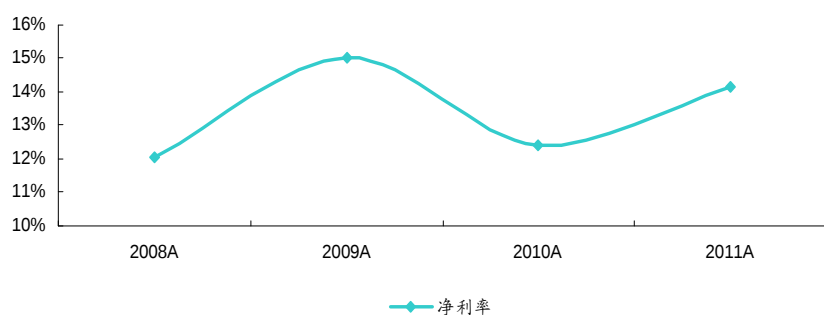
收益分别为 0.64 元、0.89 元，目前对应 1 月 17 日 PE 分别为 26.95、19.38 倍，维持“谨慎推荐”评级。

图 1: 公司单季度营业收入及增长情况



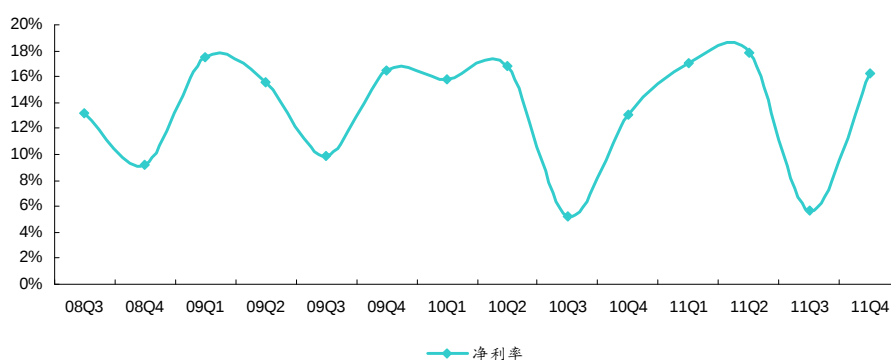
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2: 公司净利率变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3: 公司单季度净利率变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	434	752	1165	1631	货币资金	379	483	667	915
营业成本	221	380	583	816	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	213	372	583	816	应收账款	13	21	32	46
% 营业收入	49.0%	49.5%	50.0%	50.0%	存货	89	154	237	332
营业税金及附加	2	4	6	9	预付账款	4	8	12	16
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	2	4	6	9
销售费用	92	162	233	326	流动资产合计	489	671	954	1318
% 营业收入	21.3%	21.5%	20.0%	20.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	54	90	144	202	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.4%	12.0%	12.4%	12.4%	长期股权投资	0	5	10	15
财务费用	-4	-2	-2	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.9%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	244	243	243	244
资产减值损失	3	1	1	1	无形资产	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	65	117	200	280	其他非流动资产	-109	-109	-109	-109
% 营业收入	15.0%	15.6%	17.2%	17.2%	资产总计	626	811	1099	1469
营业外收支	-1	9	7	7	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	64	126	207	287	应付款项	57	93	142	199
% 营业收入	14.8%	16.8%	17.8%	17.6%	预收账款	30	53	82	114
所得税费用	10	19	31	43	应付职工薪酬	8	13	20	28
净利润	54	107	176	244	应交税费	13	23	37	52
归属于母公司所有者					其他流动负债	19	23	35	49
的净利润	53.9	104.8	172.0	238.5	流动负债合计	127	205	316	443
少数股东损益	0	3	4	6	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.20	0.39	0.64	0.89	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	84	135	219	286	负债合计	127	205	316	443
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	499	604	776	1014
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-5	-5	-5	少数股东权益	0	3	7	12
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	499	606	782	1027
固定资产投资	-98	-28	-32	-36	负债及股东权益	626	811	1099	1469
其他	-2	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-100	-33	-37	-41		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.201	0.391	0.642	0.890
股权融资	1	0	0	0	BVPS	3.72	4.50	2.89	3.78
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	85.78	44.11	26.87	19.38
筹资成本	13	2	2	3	PEG	1.34	0.69	0.42	0.30
其他	-28	0	0	0	PB	4.63	3.83	5.96	4.56
筹资活动现金流净额	-14	2	2	3	EV/EBITDA	65.52	28.64	17.19	11.86
现金净流量	-30	104	184	248	ROE	10.8%	17.4%	22.2%	23.5%

分析师介绍

雷玉，厦门大学企业管理专业毕业，从事纺织行业研究。曾在家纺企业工作三年多。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。