

探路者 (300005.SZ) 服装行业

评级：买入 维持评级

公司点评

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

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

进一步调动核心管理团队的积极性

- 公司于 2012 年 2 月 9 日公告其股权激励计划草案：本激励计划包括股票期权激励计划、限制性股票激励计划两部分，拟向 37 人授予权益总计 350 万份（预留 34.75 万份给预留激励对象），其中，股票期权激励 100 万份，限制性股票激励 250 万股；有效期自授权日起 5 年；这是公司自上市以来的第二期股权激励计划；激励对象涉及到公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心业务（技术）人员；
- 激励对象不同：
 - 股票期权激励对象为 33 名核心业务（技术）人员，人均 2.73 万份，行权价格为 17.37 元；
 - 限制性股票激励对象为总裁彭昕，副总裁张成、孟永立、韩涛，分别获得股票数量 150 万股、50 万股、15 万股、10 万股，授予价格为每股 8.36 元；
 - 行权条件、解锁条件均为：1）以 2011 年扣除非经常性损益净利润为基数，2012-2014 年净利润增幅分别不低于 40%、90%、150%，即 2012-2014 年净利润同比增幅分别不低于 40%、35.71%、31.58%；2）同时，2012-2014 年加权平均净资产收益率分别不低于 20%、20%、20%；
 - 若符合行权（解锁）条件：在授权日满 12（24、36）个月起至未来 12 个月内，激励对象可按 30%、30%、40%的比例行权（解锁）；

评论

- 激励股票期权及限制性股票，凸显公司信心：
 - 若将本次激励的行权条件（解锁条件）换算成同比增速：即为 2011-2014 年 3 年间公司净利润同比复合增长率不得低于 36%；
 - 股权激励方案的推出充分显示了公司管理层对于未来户外运动服饰行业及公司业绩高增长的信心；
 - 限制性股票激励涵盖了公司 4 名核心高管，有助于调动核心管理团队的积极性；股票期权激励覆盖了公司 33 名核心技术（业务）人员，我们认为这将有维护公司核心团队的稳定性，为公司留住了关键人才和主要骨干，有利于公司的长远发展。
- 我们预计公司可以实现股权激励所必要的业绩增长条件：
 - 公司是户外用品行业的龙头企业：户外用品发展于 21 世纪，虽然是小众行业，但基数低，近年来以及未来发展速度都可能超过 30%，公司作为龙头企业充分享受这一市场机遇；
 - 渠道扩张策略：公司力争通过对渠道扩张的大力推进，谋求在户外行业内的先发优势，在渠道结构方面，公司加大了对专卖店的倾斜力度，提高专卖店的数量占比；此外，公司尝试多样化渠道结构，如奥特莱斯、电子商务等；
 - 从产品结构来看：公司加大了对盈利能力较高的服装和鞋品的开发力度，近期订单结构与订货会结构显示，强势品类产品增速超过公司整体收入增速，未来将有望通过提高公司整体的毛利率水平；
 - 从产品设计来看：公司未来将继续强化产品设计实力，未来将继续朝着科技创新、品牌差异化、高性价比等方面循序渐进的调整；

投资建议

- 之前公司公布 2011 年业绩快报，营业收入增长 73.42%，净利润增长 97.52%，考虑到公司未来业绩在外延式扩张、产品结构调整、强化产品设计的共同拉动作用下，业绩较快增长的概率较大，我们上调公司 2012-2013 年的业绩预测，预计公司净利润分别为 1.6 亿元、2.4 亿元，同比增速分别 51.8%、49.9%，对应的 EPS 分别为 0.602 元、0.902 元，维持公司买入评级。

图表1：销售预测

项 目	2006	2007	2008	1H09	2009	1H10	2010	1H11	2011E	2012E	2013E
服装类											
销售收入（百万元）	29.89	58.80	108.27	60.37	171.41	95.20	291.28	157.81	518.48	855.49	1,326.01
增长率（YOY）		96.75%	84.12%		58.32%	57.70%	69.93%	65.77%	78.00%	65.00%	55.00%
毛利率	20.90%	32.33%	44.88%	46.39%	48.26%	47.76%	48.75%	50.00%	50.50%	50.50%	50.50%
销售成本（百万元）	23.64	39.79	59.68	32.36	88.69	49.73	149.28	78.91	256.65	423.47	656.37
增长率（YOY）		68.32%	49.99%		48.61%	53.68%	68.32%	58.67%	71.92%	65.00%	55.00%
毛利（百万元）	6.25	19.01	48.59	28.01	82.72	45.47	142.00	78.90	261.83	432.02	669.63
增长率（YOY）		204.38%	155.56%		70.25%	62.35%	71.66%	73.52%	84.39%	65.00%	55.00%
占总销售额比重	41.14%	50.44%	51.92%	52.56%	58.39%	61.81%	67.39%	63.29%	68.81%	70.26%	52.01%
占主营业务利润比重	29.80%	47.74%	52.63%	53.54%	58.85%	61.40%	77.60%	63.48%	68.89%	70.35%	53.13%
鞋类											
销售收入（百万元）	16.60	28.40	52.02	28.28	66.78	35.95	94.51	61.93	165.39	264.63	383.71
增长率（YOY）		71.07%	83.19%		28.38%	27.14%	41.52%	72.27%	75.00%	60.00%	45.00%
毛利率	20.84%	29.00%	42.44%	44.12%	46.12%	47.07%	47.63%	49.61%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	13.14	20.16	29.94	15.80	35.98	19.03	77.59	31.21	82.70	132.31	191.86
增长率（YOY）		53.42%	48.51%		20.18%	20.44%	115.64%	63.99%	5.88%	60.00%	45.00%
毛利（百万元）	3.46	8.24	22.08	12.48	30.80	16.92	16.92	30.72	82.70	132.31	191.86
增长率（YOY）		138.09%	168.08%		39.50%	35.63%	-45.06%	81.57%	330.56%	60.00%	45.00%
占总销售额比重	22.85%	24.36%	24.95%	24.62%	22.75%	23.34%	21.87%	24.84%	21.95%	21.73%	25.61%
占主营业务利润比重	16.50%	20.68%	23.92%	23.85%	21.91%	22.85%	9.25%	24.72%	21.76%	21.55%	24.75%
装备类											
销售收入（百万元）	26.16	29.38	48.24	26.22	55.36	22.87	46.45	29.60	69.68	97.55	126.81
增长率（YOY）		12.30%	64.19%		14.76%	-12.76%	-16.09%	29.41%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率	43.01%	42.82%	44.88%	45.11%	48.87%	50.98%	51.82%	49.55%	51.00%	51.00%	51.00%
销售成本（百万元）	14.91	16.80	26.59	14.39	28.31	11.21	22.38	14.93	34.14	47.80	62.14
增长率（YOY）		12.68%	58.27%		6.45%	-22.10%	-20.94%	33.20%	52.55%	40.00%	30.00%
毛利（百万元）	11.25	12.58	21.65	11.83	27.05	11.66	24.07	14.66	35.53	49.75	64.67
增长率（YOY）		11.79%	72.10%		24.95%	-1.40%	-11.03%	25.77%	47.63%	40.00%	30.00%
占总销售额比重	36.01%	25.20%	23.13%	22.82%	18.86%	14.85%	10.75%	11.87%	9.25%	8.01%	22.38%
占主营业务利润比重	53.69%	31.59%	23.45%	22.61%	19.25%	15.75%	13.15%	11.80%	9.35%	8.10%	22.12%
销售总收入（百万元）	72.65	116.58	208.53	114.86	293.55	154.02	432.24	249.33	753.55	1217.66	1836.53
销售总成本（百万元）	51.69	76.75	116.21	62.55	152.97	79.97	249.25	125.05	373.48	603.58	910.37
毛利（百万元）	20.96	39.83	92.32	52.31	140.58	74.05	182.99	124.29	380.06	614.08	926.16
平均毛利率	28.85%	34.17%	44.27%	45.54%	47.89%	48.08%	42.34%	49.85%	50.44%	50.43%	50.43%

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)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	212	294	434	754	1,218	1,837
增长率		38.5%	47.9%	73.6%	61.6%	50.8%
主营业务成本	-116	-153	-221	-373	-604	-910
% 销售收入	54.8%	52.1%	51.0%	49.6%	49.6%	49.6%
毛利	96	141	213	380	614	926
% 销售收入	45.2%	47.9%	49.0%	50.4%	50.4%	50.4%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-4	-7	-10
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-37	-57	-92	-158	-262	-395
% 销售收入	17.3%	19.3%	21.3%	21.0%	21.5%	21.5%
管理费用	-24	-32	-54	-95	-158	-239
% 销售收入	11.2%	11.0%	12.4%	12.6%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	34	50	65	123	187	282
% 销售收入	16.1%	17.0%	14.9%	16.3%	15.4%	15.4%
财务费用	0	0	4	4	5	5
% 销售收入	0.0%	-0.1%	-0.9%	-0.5%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-1	-4	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	33	46	65	126	192	288
营业利润率	15.7%	15.8%	15.0%	16.8%	15.8%	15.7%
营业外收支	1	5	-1	0	0	0
税前利润	34	52	64	126	192	288
利润率	16.0%	17.6%	14.8%	16.8%	15.8%	15.7%
所得税	-8	-8	-10	-20	-31	-46
所得税率	25.0%	14.9%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	26	44	54	106	161	242
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	25	44	54	106	161	242
净利率	12.0%	15.0%	12.4%	14.1%	13.2%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	26	44	54	106	161	242
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	7	9	7	12	16
非经营收益	1	0	0	0	0	1
营运资金变动	3	-3	22	-27	-21	-52
经营活动现金净流	32	49	84	87	152	207
资本开支	-20	-8	-98	-97	-99	-100
投资	1	0	0	-1	0	0
其他	0	-1	-2	0	0	0
投资活动现金净流	-19	-9	-100	-98	-99	-100
股权募资	45	327	1	0	0	0
债权募资	5	-15	0	0	0	-41
其他	-28	13	-15	0	-27	-28
筹资活动现金净流	23	324	-14	0	-27	-69
现金净流量	36	363	-30	-11	26	38

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	64	410	379	368	395	433
应收款项	6	11	13	23	36	55
存货	54	71	89	143	248	412
其他流动资产	3	1	7	9	14	20
流动资产	127	492	489	544	693	920
% 总资产	77.5%	92.6%	78.1%	70.6%	68.8%	69.8%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	36	37	129	222	311	395
% 总资产	22.0%	6.9%	20.5%	28.9%	30.8%	30.0%
无形资产	1	4	8	1	1	1
非流动资产	38	41	137	227	314	398
% 总资产	23.1%	7.8%	21.9%	29.4%	31.2%	30.2%
资产总计	163	531	626	770	1,007	1,317
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	48	68	107	139	225	340
其他流动负债	7	9	21	53	69	91
流动负债	55	77	127	192	295	431
长期贷款	15	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	1	0	0	0	0
负债	70	77	127	192	295	432
普通股股东权益	91	457	499	578	713	928
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	161	534	626	770	1,007	1,359

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.509	0.657	0.402	0.396	0.602	0.902
每股净资产	1.825	6.819	3.722	4.315	5.318	6.922
每股经营现金净流	0.647	0.727	0.627	0.648	1.135	1.548
每股股利	0.000	0.200	0.100	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	27.91%	9.64%	10.81%	15.75%	19.47%	22.30%
总资产收益率	15.78%	8.24%	8.61%	11.91%	13.42%	14.58%
投入资本收益率	24.06%	9.31%	10.86%	15.21%	17.93%	20.14%
增长率						
主营业务收入增长率	77.91%	38.46%	47.86%	73.61%	61.59%	50.82%
EBIT增长率	96.69%	46.22%	29.20%	90.17%	52.61%	50.81%
净利润增长率	132.36%	72.92%	22.39%	97.09%	51.82%	49.93%
总资产增长率	95.40%	231.08%	17.20%	18.33%	29.66%	30.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.5	6.0	5.4	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	143.7	148.2	131.8	140.0	150.0	165.0
应付账款周转天数	34.0	59.2	74.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	61.9	45.4	91.8	97.8	87.0	74.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.92%	-89.64%	-76.07%	-62.12%	-54.03%	-51.72%
EBIT利息保障倍数	382.8	-115.5	-17.3	-27.3	-46.7	-83.4
资产负债率	43.45%	14.48%	20.35%	24.40%	31.06%	34.58%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-07-26	买入	10.11	20.38 ~ 24.09
2	2010-08-15	买入	11.87	N/A
3	2010-10-26	买入	16.63	N/A
4	2011-02-15	买入	16.78	35.18 ~ 38.38
5	2011-03-20	买入	15.04	32.30 ~ 38.70
6	2011-07-17	买入	17.41	17.74
7	2011-08-17	买入	19.86	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

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

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B