

强烈推荐-A (维持)

探路者 300005.SZ

目标估值: 20.13 元

当前股价: 17.94 元

2012 年 10 月 15 日

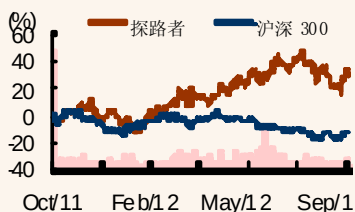
发货节奏放缓影响单季收入增长 预计四季度发货将加快

基础数据

上证综指	2105
总股本(万股)	35266
已上市流通股(万股)	15242
总市值(亿元)	63
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	1.9
ROE(TTM)	18.7
资产负债率	14.7%
主要股东	盛发强
主要股东持股比例	31.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	12	33
相对表现	0	23	47



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《纺织服装行业 2012 年中期投资策略(服饰品牌研究第九卷)-下一根“稻草”:零售能力与渠道控制力》2012/6/14
- 2、《探路者-单季运营偏淡 短期业绩有所波动 但无碍全年高增长》2012/6/28
- 3、《探路者-单季度业绩波动无碍全年高增长 依旧看好未来发展》2012/8/16

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

孙好

0755-83295441
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

三季度因公司发货节奏较去年同期放缓影响,单季度收入增速有所放缓。但公司对新管理层管理下的新秋冬货品较为满意,预计四季度发货节奏将加快,全年的收入增长预计可基本达到 50%左右的水平。总体看今年的订货会执行率不如往年高,是目前经济状况下可以理解的现象,相对而言 50%的增长水平在业内仍大幅领先。鉴于短期业绩增速有所波动,估值短期偏高,但因近两年相对大幅高出其他公司的成长性,明年估值未明显偏高。若本次短期股价有回调,可再择机进行选择。

□ 三季度收入增长低于预期,但利润状况大幅超预期。今日公司公布中期业绩快报,预计 12 年前三季度实现营业收入约 6.24 亿元,同比增长 45.25%,利润总额及净利润分别约为 1.15 亿元和 0.81 亿元,同比分别增长 78.51%和 51.09%。单季度测算,因三季度发货节奏放缓,报表收入增幅相对不快,单季度营业收入同比增幅为 35.39%,但同期因存货资产减值准备计提减少,公司三季度利润总额及归属母公司净利润同比分别实现 135.61%和 114.80%的高增长。

□ 三季度发货节奏放缓导致单季度收入增长低于预期。公司全年的发货节奏并不均衡,三季度秋冬装货品发货节奏的放缓直接导致单季度收入增速出现明显放缓。由于今年春夏装售罄率确实略低于往年,占用了加盟商手中的部分资金,因此公司也适度放缓了秋冬装的发货,以帮助调节加盟商的压力。这是三季度单季收入增速放缓的主要原因。但国庆假期的销售达到 70%左右的增长,公司对新管理层管理下的新秋冬货品较为满意,预计四季度发货节奏将加快,全年的收入增长预计可基本达到 50%左右的水平。如此的增长水平相较于订货会偏低,由于经济对国内消费的影响,今年公司的订货会执行率不如往年高,是目前经济状况下可以理解的现象,相对而言 50%的增长水平在业内仍大幅领先。

□ 资产减值计提同比减少及毛利率增加,推升盈利表现。三季度在收入增速放缓的情况,公司盈利表现非常抢眼,主要归于以下三方面:1) 11 年三季度对于 10 年的库存商品计提了 824 万元的减值损失,但今年并未出现集中计提;2) 在规模效应的集中体现下,尽管产品售价有所下调,但预计前三季度毛利率水平仍有提升;3) 预计二季度公司相应提前计提了部分费用。

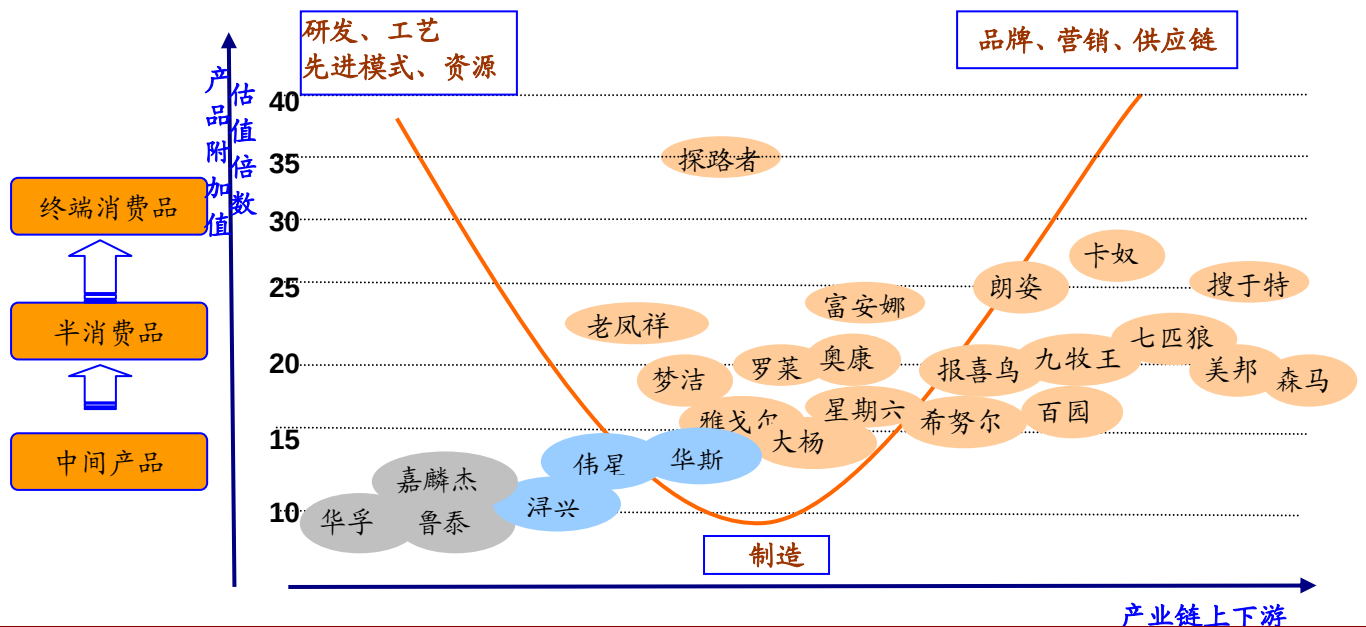
财务数据与估值

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	434	754	1129	1620	2222
同比增长	48%	74%	50%	43%	37%
营业利润(百万元)	65	123	215	321	458
同比增长	41%	90%	74%	49%	43%
净利润(百万元)	54	107	179	269	387
同比增长	22%	99%	67%	50%	44%
每股收益(元)	0.40	0.40	0.51	0.77	1.11
PE	44.6	44.9	34.9	23.2	16.1
PB	4.8	7.9	7.7	6.0	4.6

资料来源: 公司数据、招商证券

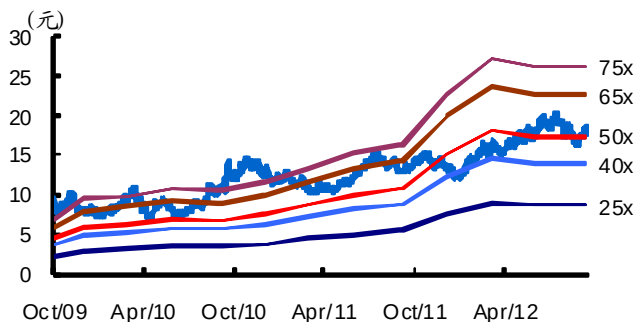
- **盈利预测与投资建议：**考虑到四季度发货将增多，且全年品牌及渠道等提升继续推进，预计在全年两次订货会的保障下，虽订货会执行率略偏低，但仍给予公司相对较高的增速保证。若四季度不出现极端天气，全年业绩总体可延续相对的高增长趋势，我们基本维持前期对今年的高增长预判，但由于明年的零售环境仍未见乐观，相应调整未来两年的盈利预测，预计 12-14 年的 EPS 分别为 0.51、0.77 和 1.11 元/股，对应 12、13 年的 PE 分别为 34.9 和 23.2 倍。鉴于短期业绩增速有所波动，估值短期偏高，股价可能会随之有所调整，但因近两年相对大幅高出其他公司的成长性，明年估值未明显偏高，维持“强烈推荐-A”的投资评级。半年至一年目标价可给予 13 年 25-27 倍的估值，目标价格中枢为 20.13 元，若本次短期股价有回调，可再择机进行选择。
- **风险提示：**经济形势影响消费；费用高企；管理提升不及预期；四季度大非解禁的风险。

图 1：V 式估值法（根据 12 年 EPS）



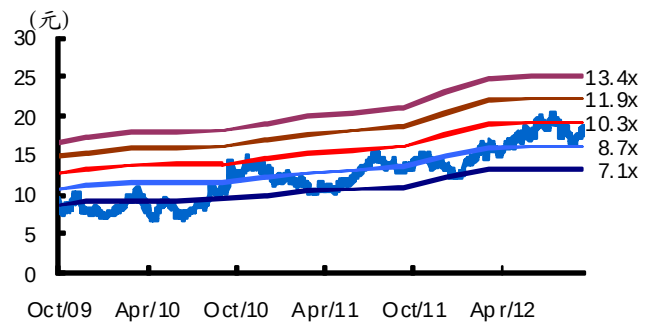
资料来源：招商证券

图 2：探路者历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 3：探路者历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《探路者-订货会超预期增长 精耕细作夯实发展脚步》2011/1/20
- 2、《探路者-订货会已给予业绩强有力支撑 静待股价黎明破晓时》2011/2/16
- 3、《探路者-静观 2011 年辉煌腾飞 中长期投资价值明显》2011/3/18
- 4、《探路者-如预期般步入良性增长阶段 业绩高速增长超预期》2011/4/19
- 5、《探路者-精细化程度进一步提升 成长轨迹清晰》2011/4/21
- 6、《织行业近期投资机会及 11 年一季报回顾分析-消费良好趋势延续 防御与进攻的能力都具备》2011/5/9
- 7、《探路者-经营成效日益提升 良好的战略性配置品种》2011/6/26
- 8、《纺织服饰行业 2011 年中期投资策略（服饰品牌研究第七卷）-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11:

系统的阐述了近几年国内品牌服饰行业面临的经营环境的变革的问题，在此基础上详细探讨了经营环境的变革将对未来国内品牌的竞争产生深远影响。通过构建国内服饰各领域品牌化消费升级图谱，分析出与舒适、健康等内在生活品质相关的消费升级后端的行业目前正在享受进入品牌化消费的盛宴；同时针对消费升级前端的行业，创新的提出了单店质量提升图谱。独特的用此逻辑对从行业到公司的投资机会进行逻辑性强的判断。

- 9、《探路者-经营质地提升显著 持续高成长可期》2011/8/17
- 10、《探路者-经营基础夯实 业绩高增长延续》2011/10/24
- 11、《探路者-秋冬订货会符合预期高增长 明年业绩有保证》2011/12/19
- 12、《纺织服饰行业 2012 年年度投资策略（服饰品牌研究第八卷）-推拉合力 逐鹿中国》2012/1/4:

创新的构建了“渠道推力”和“品牌拉力”的分析框架。详细的阐述了渠道推力在中国市场如何被演绎的淋漓尽致，并指出国内已经进入依靠品牌拉力竞争的时代。独特的通过细分行业的渠道推力图谱，以及推拉结合分析图谱，围绕销量增长的能力这条主线，寻找消费升级前端行业和后端行业面临的不同投资机会。

- 13、《纺织服装行业近期投资机会与 2011 年年报前瞻分析-近期消费整体平稳，年报多数符合预期》2012/2/3
- 14、《探路者-第二批股权激励推出 彰显公司发展信心》2012/2/10
- 15、《探路者-品牌向休闲户外领域延伸 开拓新的发展机遇》2012/3/2
- 16、《探路者-弱市中销售势头不减 一季报再超预期》2012/4/5
- 17、《探路者（300005）-规模化优势显现 业绩高成长性不减》2012/4/24
- 18、《纺织服饰行业 2012 年中期投资策略（服饰品牌研究第九卷）-下一根“稻草”：零售能力与渠道控制力》2012/6/14:

零售业态与服饰行业的发展是唇齿相依的关系，并且目前国内零售行业也在面临转型，我们在本卷中，创新的从零售业态的角度对渠道推力进行了新的理解。且引入 SPA 风行全球的深层原因，提出零售能力和渠道控制力，是未来国内服饰企业获得持续健康发展的下一根最为重要的“稻草”，也是对品牌拉力另角度的解读。

- 19、《探路者-单季运营偏淡 短期业绩有所波动 但无碍全年高增长》2012/6/28
- 20、《探路者-单季度业绩波动无碍全年高增长 依旧看好未来发展》2012/8/16

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	489	577	767	932	1054
现金	379	365	539	596	536
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	8	13	9	14	71
其它应收款	6	6	11	16	22
存货	89	178	203	297	399
其他	7	15	5	8	25
非流动资产	137	269	333	511	548
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	109	229	303	482	520
无形资产	2	3	2	2	2
其他	27	37	28	27	27
资产总计	626	845	1100	1443	1602
流动负债	127	239	289	403	233
短期借款	0	0	10	20	20
应付账款	57	135	136	194	138
预收账款	30	43	71	93	40
其他	40	62	72	96	35
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	127	239	289	403	233
股本	134	268	348	348	348
资本公积金	264	143	143	143	143
留存收益	101	195	320	549	878
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	499	606	811	1040	1369
负债及权益合计	626	845	1100	1443	1602

现金流量表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	84	129	233	314	93
净利润	54	107	179	269	387
折旧摊销	0	0	34	49	62
财务费用	0	0	(4)	(4)	(4)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	4	(19)	(328)
其它	30	22	20	19	(22)
投资活动现金流	(100)	(132)	(100)	(230)	(100)
资本支出	0	0	(100)	(230)	(100)
其他投资	(100)	(132)	0	0	0
筹资活动现金流	(14)	(12)	40	(26)	(54)
借款变动	0	0	10	10	0
普通股增加	0	0	80	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(54)	(40)	(58)
其他	(14)	(12)	4	4	4
现金净增加额	(30)	(14)	173	58	(60)

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	434	754	1129	1620	2222
营业成本	221	395	591	844	1151
营业税金及附加	2	4	7	10	11
营业费用	92	118	180	253	341
管理费用	54	91	140	197	265
财务费用	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
资产减值损失	3	26	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	65	123	215	321	458
营业外收入	3	2	1	1	1
营业外支出	4	0	5	4	4
利润总额	64	125	211	317	455
所得税	10	18	32	48	68
净利润	54	107	179	269	387
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	54	107	179	269	387
EPS (元)	0.40	0.40	0.51	0.77	1.11

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	48%	74%	50%	43%	37%
营业利润	41%	90%	74%	49%	43%
净利润	22%	99%	67%	50%	44%
获利能力					
毛利率	49.1%	47.5%	47.7%	47.9%	48.2%
净利率	12.4%	14.2%	15.9%	16.6%	17.4%
ROE	10.8%	17.7%	22.1%	25.9%	28.2%
ROIC	10.3%	17.0%	21.9%	25.4%	27.8%
偿债能力					
资产负债率	20.4%	28.3%	26.2%	27.9%	14.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.9%	1.4%	1.2%
流动比率	3.8	2.4	2.7	2.3	4.5
速动比率	3.1	1.7	2.0	1.6	2.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.1	1.4
存货周转率	2.8	3.0	3.1	3.4	3.3
应收帐款周转率	67.6	73.1	103.0	139.1	52.1
应付帐款周转率	4.9	4.1	4.4	5.1	6.9
每股资料(元)					
每股收益	0.40	0.40	0.51	0.77	1.11
每股经营现金	0.63	0.48	0.67	0.90	0.27
每股净资产	3.72	2.26	2.33	2.99	3.93
每股股利	0.10	0.12	0.15	0.12	0.17
估值比率					
PE	44.6	44.9	34.9	23.2	16.1
PB	4.8	7.9	7.7	6.0	4.6
EV/EBITDA	34.5	17.9	9.1	6.1	4.3

分析师承诺

负责本研究报告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首席分析师，6 年证券研究经验，5 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、2010、2011 年度第二名，2011 年度水晶球奖分析师纺织和服饰行业第一名，2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名。

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。同时依据各细分行业消费升级的不同顺序，建立了“品牌化消费升级图谱”，在此基础上，搭建了品牌服饰行业自上而下与自下而上结合的分析框架，并逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。