

乘体育东风，设立体育产业基金、图途增资阿肯诺

公司简报

◆公司公告设立体育产业基金，推动公司在体育媒体、体育赛事布局

探路者、子公司天津新起点、江西和同资产拟共同发起设立3亿探路者和同体育产业并购基金，分别出资4000万元、980万元、1020万元；基金将专注于投资体育垂直类媒体和大众体育赛事相关领域的企业，并作为公司对体育产业进行布局和资源的重要平台之一。

和同资产主要涉及体育产业、文化创意产业、移动互联网、医疗、智慧城市等新兴行业领域的金融服务，执行董事李立强毕业于北京体育大学运动生物化学专业，具有传媒、体育、金融行业多年从业背景，对于体育与传媒行业有较为深刻的认知。

设立体育产业基金的意义在于：（1）公司拥有在并购基金退出时对其所投资项目的优先购买权；（2）利于公司在体育垂直类媒体、大众体育赛事等领域布局，并基于用户实现价值链的整合和产业扩张，与原有户外业务协同互补；（3）利用和同资产团队的体育产业背景优势，增强公司对体育产业的投资能力，推动公司积极稳健地并购整合。

◆图途增资阿肯诺，有利于阿肯诺借助图途资源拓展线下、提升知名度、为O2O模式奠定基础

2014.12.24探路者对图途增资1.5亿取得图途20%股权。探路者今日公告，阿肯诺拟以增资扩股方式引进新的投资者图途，以便借助图途线下资源及渠道优势发展阿肯诺线下业务、提升品牌认知度，扩大市场规模。探路者放弃增资优先认缴权，图途增资857.1429万元、取得30%股权构成关联交易，增资后探路者持股由75%降为52.5%。

14年图途收入和净利分别为2.8亿和58万，净利高于此前公司增资图途公告中的预期（54万）。14年阿肯诺收入和净利分别为1798.44万和-157.53万元，收入增长400%。

图途增资的意义在于：（1）图途将帮助阿肯诺发展线下业务；图途的线下优势在于其“线下大店+旅行服务”模式，利于阿肯诺拓展线下、提升知名度、并为推动O2O模式奠定基础；（2）图途将对阿肯诺的产品供应链进行监督与管理，图途代理、分销200多个品牌，管理经验丰富。

◆转型进一步清晰：户外服务平台+体育产业布局

当前体育之风正盛，也是我们早在14年12月重点强调的长线主题，公司在户外综合服务平台日趋清晰和完善的基础上，进一步布局体育产业。随着体育改革、官办分离的政策出台，体育赛事运营、体育媒体都有望突破原有盈利模式，打开成长空间。此外，北京申办冬奥会也为公司在相关领域布局提供了机遇。

尽管公司线下增速放缓，但市场对此已有预期，公司目前库存合理，看好继皮肤衣之后弹力软壳冲锋衣新品的推广、电商占比提升、户外服务和体育产业布局进一步落地，维持14-16年EPS0.58、0.67和0.8元，参照贵人鸟参股虎扑后的市场表现，维持“买入”评级。

风险提示：与收购标的整合不当风险；大股东继续减持风险。

买入（维持）

当前价/目标价：23.02/26.8元

目标期限：6个月

分析师

李婕（执业证书编号：S0930511010001）

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

唐爽爽（执业证书编号：S0930513090002）

021-22169103

tangshuangshuang@ebsecn.com

市场数据

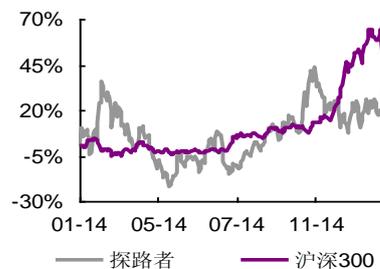
总股本(亿股)：5.10

总市值(亿元)：117.50

一年最低/最高(元)：12.41/26.45

近3月换手率：301.16%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|--------|-------|
| 相对 | 25.37 | -35.92 | -7.38 |
| 绝对 | 27.68 | 12.90 | 51.71 |

相关研报

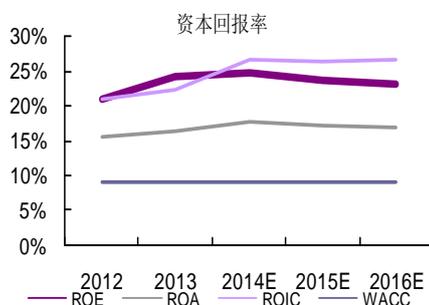
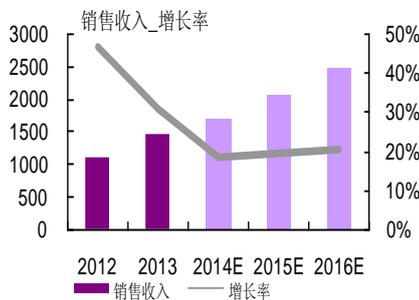
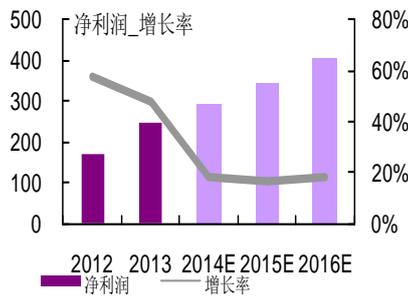
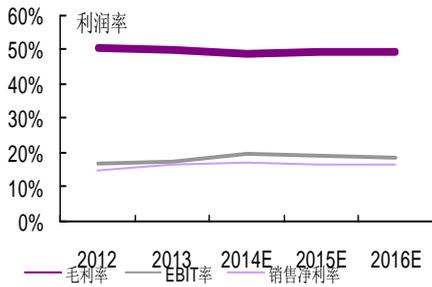
探路者：业绩低于预期，收入增速放缓
..... 2015-01-12

探路者：增资图途，推进垂直电商平台建设
..... 2014-12-27

探路者：绿野签署户外安全合作协议，户外服务平台进一步夯实
..... 2014-12-11

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 1,106 | 1,445 | 1,714 | 2,046 | 2,470 |
| 营业收入增长率 | 46.68% | 30.74% | 18.57% | 19.39% | 20.71% |
| 净利润 (百万元) | 169 | 249 | 296 | 345 | 409 |
| 净利润增长率 | 57.44% | 47.48% | 18.83% | 16.83% | 18.53% |
| EPS (元) | 0.33 | 0.49 | 0.58 | 0.67 | 0.80 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 21.06% | 24.07% | 24.61% | 23.69% | 23.21% |
| P/E | 70 | 47 | 40 | 34 | 29 |
| P/B | 15 | 11 | 10 | 8 | 7 |



| 利润表 (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 1,106 | 1,445 | 1,714 | 2,046 | 2,470 |
| 营业成本 | 542 | 722 | 875 | 1,037 | 1,247 |
| 折旧和摊销 | 13 | 13 | 25 | 28 | 30 |
| 营业税费 | 8 | 10 | 13 | 14 | 17 |
| 销售费用 | 205 | 253 | 317 | 360 | 445 |
| 管理费用 | 136 | 157 | 211 | 235 | 289 |
| 财务费用 | -5 | -10 | -1 | -3 | -6 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 193 | 267 | 343 | 402 | 476 |
| 利润总额 | 195 | 282 | 345 | 404 | 478 |
| 少数股东损益 | 0 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 168.70 | 248.80 | 295.66 | 345.42 | 409.42 |

| 资产负债表 (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 1,086 | 1,489 | 1,664 | 2,001 | 2,409 |
| 流动资产 | 812 | 1,163 | 1,321 | 1,636 | 2,045 |
| 货币资金 | 587 | 731 | 920 | 1,150 | 1,450 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 41 | 73 | 48 | 58 | 70 |
| 应收票据 | 3 | 27 | 3 | 4 | 5 |
| 其他应收款 | 5 | 18 | 9 | 10 | 12 |
| 存货 | 164 | 291 | 317 | 386 | 474 |
| 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 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| 固定资产 | 240 | 239 | 270 | 286 | 284 |
| 无形资产 | 8 | 8 | 8 | 7 | 7 |
| 总负债 | 281 | 439 | 446 | 526 | 629 |
| 无息负债 | 281 | 439 | 446 | 526 | 629 |
| 有息负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 806 | 1,050 | 1,218 | 1,475 | 1,780 |
| 股本 | 353 | 425 | 510 | 510 | 510 |
| 公积金 | 154 | 216 | 160 | 195 | 236 |
| 未分配利润 | 294 | 393 | 531 | 753 | 1,018 |
| 少数股东权益 | 5 | 16 | 16 | 16 | 16 |

| 现金流量表 (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 225 | 218 | 386 | 366 | 427 |
| 净利润 | 169 | 249 | 296 | 345 | 409 |
| 折旧摊销 | 13 | 13 | 25 | 28 | 30 |
| 净营运资金增加 | 147 | 219 | 96 | 171 | 218 |
| 其他 | -104 | -263 | -31 | -179 | -230 |
| 投资活动产生现金流 | -11 | -54 | -70 | -50 | -30 |
| 净资本支出 | -11 | -5 | -70 | -50 | -30 |
| 长期投资变化 | 0 | 49 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | 0 | -98 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 8 | -21 | -127 | -86 | -98 |
| 股本变化 | 85 | 72 | 85 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | 41 | 158 | 7 | 80 | 103 |
| 净现金流 | 222 | 144 | 189 | 230 | 300 |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 46.68% | 30.74% | 18.57% | 19.39% | 20.71% |
| 净利润增长率 | 57.44% | 47.48% | 18.83% | 16.83% | 18.53% |
| EBITDA/EBITDA 增长率 | 57.54% | 34.36% | 35.68% | 15.94% | 17.40% |
| EBIT/EBIT 增长率 | 57.39% | 36.85% | 32.91% | 16.24% | 18.09% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 70 | 47 | 40 | 34 | 29 |
| PB | 15 | 11 | 10 | 8 | 7 |
| EV/EBITDA | 40 | 36 | 32 | 27 | 23 |
| EV/EBIT | 43 | 38 | 34 | 29 | 24 |
| EV/NOPLAT | 50 | 44 | 40 | 34 | 29 |
| EV/Sales | 7 | 7 | 7 | 6 | 5 |
| EV/IC | 10 | 10 | 11 | 9 | 8 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 50.94% | 50.02% | 48.95% | 49.30% | 49.50% |
| EBITDA 率 | 18.25% | 18.75% | 21.46% | 20.84% | 20.27% |
| EBIT 率 | 17.04% | 17.84% | 20.00% | 19.47% | 19.05% |
| 税前净利润率 | 17.67% | 19.51% | 20.16% | 19.72% | 19.37% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 15.26% | 17.21% | 17.25% | 16.88% | 16.58% |
| ROA | 15.49% | 16.21% | 17.77% | 17.27% | 16.99% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 21.06% | 24.07% | 24.61% | 23.69% | 23.21% |
| 经营性 ROIC | 21.05% | 22.24% | 26.53% | 26.26% | 26.56% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 2.89 | 2.65 | 2.96 | 3.11 | 3.25 |
| 速动比率 | 2.31 | 1.99 | 2.25 | 2.38 | 2.50 |
| 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算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.33 | 0.49 | 0.58 | 0.67 | 0.80 |
| 每股红利 | 0.15 | 0.25 | 0.17 | 0.20 | 0.24 |
| 每股经营现金流 | 0.44 | 0.43 | 0.76 | 0.72 | 0.84 |
| 每股自由现金流(FCFF) | 0.09 | 0.11 | 0.21 | 0.29 | 0.36 |
| 每股净资产 | 1.57 | 2.03 | 2.35 | 2.86 | 3.46 |
| 每股销售收入 | 2.17 | 2.83 | 3.36 | 4.01 | 4.84 |

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

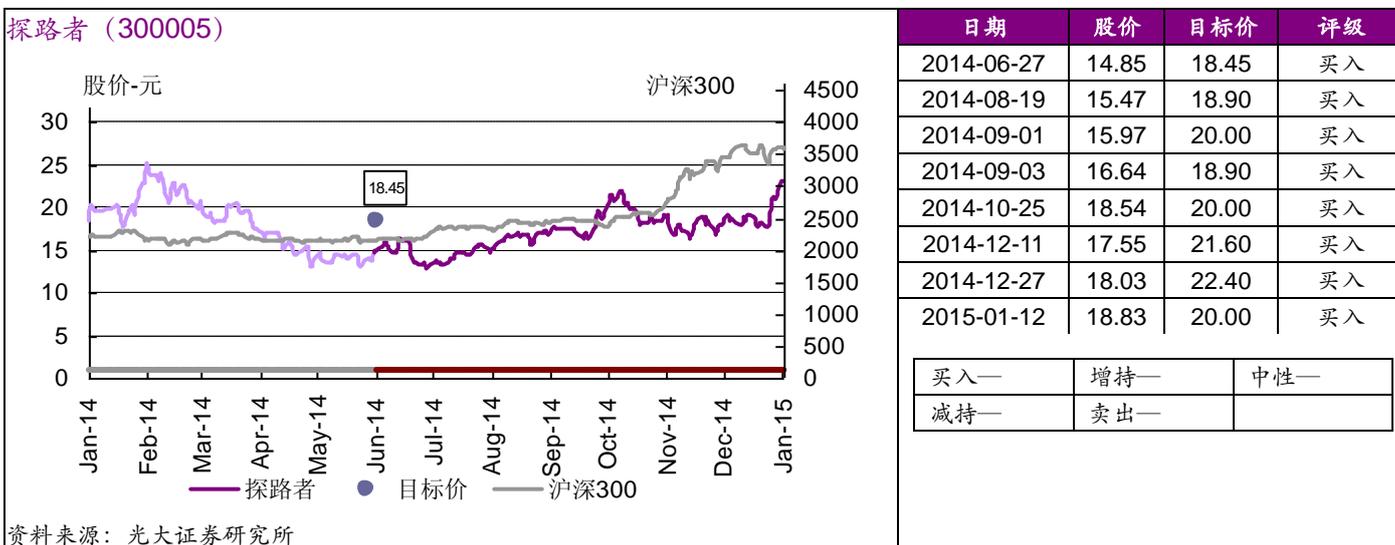
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2014 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1 名。

唐爽爽，中国人民大学经济学硕士，海通证券研究所、华创证券研究所 4 年从业经验，2011、2012 年新财富第 4、5 名团队，2013 年 9 月加入光大证券研究所，负责纺织服装行业及公司研究。作为团队核心成员 2013、2014 年分别获得新财富纺织服装行业第 3、1 名。熟悉上市公司：中银绒业、富安娜、探路者、卡奴迪路。

投资建议历史表现图



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；
 - 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：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；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。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 销售交易总部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 |
|--------|-----|---------------|-------------|------------------------|
| 上海 | 严非 | 021-62152373 | 13611990668 | puwn@ebscn.com |
| | 周薇薇 | 021-22167101 | 18621181721 | jishuang@ebscn.com |
| | 徐又丰 | 021-22169082 | - | xuyf@ebscn.com |
| | 李强 | 021-22169131 | | liqiang88@ebscn.com |
| | 张弓 | 021-22169083 | | zhanggong@ebscn.com |
| | 罗德锦 | 021-22169146 | - | luodj@ebscn.com |
| | 濮维娜 | | | |
| 北京 | 计爽 | | | |
| | 郝辉 | 010-59046212 | 18611386181 | zhulin1@ebscn.com |
| | 黄怡 | 010-58452027 | - | huangyi@ebscn.com |
| | 梁晨 | - | - | liangchen@ebscn.com |
| | 刘公直 | 010-58452029 | - | liugongzhi@ebscn.com |
| 深圳 | 朱林 | | | |
| | 黎晓宇 | 0755-83553559 | - | lixiao1@ebscn.com |
| | 李潇 | 0755-83559378 | - | lixiao1@ebscn.com |
| | 张亦潇 | 0755-23996409 | - | zhangyx@ebscn.com |
| 国际业务 | 王渊锋 | | - | wangyuanfeng@ebscn.com |
| | 陶奕 | 021-62152393 | 18018609199 | taoyi@ebscn.com |
| | 戚德文 | 021-22169152 | 13585893550 | qidw@ebscn.com |
| | 顾胜寒 | 021-22167094 | 18352760578 | gush@ebscn.com |