

2015年01月29日

探路者 (300005.SZ)

户外白马，体育新秀

■事件：公司公告与天津新起点（公司全资子公司）、江西和同资产共同发起设立探路者和同体育产业并购基金。该基金募集规模为人民币3亿元，其中探路者和同体育产业并购基金管理公司（注册资本2000万元，由和同资产与天津新起点分别出资人民币1020万元和980万元，持股比例分别为51%及49%）与探路者分别出资2000万元、4000万元并同时承担劣后级有限合伙人的相关权利义务。其余份额可以为优先级份额，由和同资产负责募集。

■探路者基金有望成为公司布局体育产业的孵化池，与原有户外产业业务形成有效协同互补。探路者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，而探路者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，因此该基金在很大程度上可以认为是探路者在体育产业领域的项目孵化池，将有利于公司在体育垂直类媒体和大众体育赛事等领域寻找优质投资项目进行延展和布局。同时，合同资产在体育产业领域有较强背景优势，其执行董事李立强曾任北京青年报体育版编辑、法制晚报体育部主任、中国网球公开赛市场总监等，且有5年投资银行与基金管理工作经历，产业背景丰富的投资团队将有利于公司在发掘和筛选体育项目上更好地识别潜在风险。

■投资建议：国务院46号文体育产业政策出台，至2025年体育产业总规模超过5万亿元，对应体育产业年均增速近20%。体育与户外行业历来联系紧密，此次公司发起成立体育产业并购基金，积极把握国内体育产业快速发展的有利时机，进一步巩固公司在户外行业中的竞争优势，同时北京申办2022年冬奥会有望带来冰雪运动项目的大众关注度。考虑到服装行业持续低迷，我们预计公司2014-2016年EPS为0.58/0.69/0.82元，维持买入-B的投资评级，目标价24.15元，对应2015年35倍动态市盈率。短期内体育概念对公司估值有一定提升作用，投资者可视风格关注。

■风险提示：1) 服装实体消费持续低迷；2) 项目、团队整合风险

| 摘要(百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1,105.5 | 1,445.3 | 1,714.8 | 2,009.8 | 2,281.8 |
| 净利润 | 168.7 | 248.8 | 295.0 | 352.4 | 415.9 |
| 每股收益(元) | 0.33 | 0.49 | 0.58 | 0.69 | 0.82 |
| 每股净资产(元) | 1.57 | 2.03 | 2.58 | 3.03 | 3.54 |

| 盈利和估值 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 市盈率(倍) | 63.4 | 43.0 | 36.2 | 30.3 | 25.7 |
| 市净率(倍) | 13.3 | 10.3 | 8.1 | 6.9 | 5.9 |
| 净利润率 | 15.3% | 17.2% | 17.2% | 17.5% | 18.2% |
| 净资产收益率 | 21.1% | 24.1% | 22.4% | 22.8% | 23.0% |
| 股息收益率 | 0.5% | 1.0% | 0.9% | 1.2% | 1.4% |
| ROIC | 71.0% | 111.4% | 91.4% | 134.7% | 127.9% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司动态分析

证券研究报告

服装 III

投资评级

买入-B

维持评级

6个月目标价

24.15元

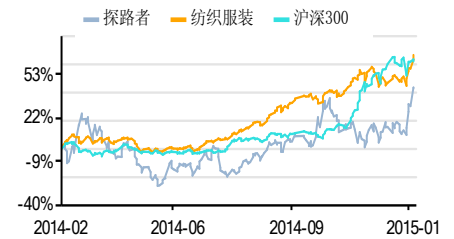
股价(2015-01-28)

23.02元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 11,749.82 |
| 流通市值(百万元) | 7,417.69 |
| 总股本(百万股) | 510.42 |
| 流通股本(百万股) | 322.23 |
| 12个月价格区间 | 12.88/24.50元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | 25.37 | -37.30 | -45.69 |
| 绝对收益 | 27.68 | 8.58 | 13.12 |

苏林洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110002
suj@essence.com.cn
021-68763865

相关报告

| | |
|--|------------|
| 立足“户外生态圈”战略， 打造户外体育平台 | 2015-01-26 |
| 投资户外旅行及户外用品零 售商，为搭建“户外生态系 统”夯实基础 | 2014-12-26 |
| 打造北斗户外安全平台，可 穿戴产品值得期待 | 2014-12-12 |

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月28日)

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业收入 | 1,105.5 | 1,445.3 | 1,714.8 | 2,009.8 | 2,281.8 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 542.4 | 722.4 | 853.3 | 1,000.4 | 1,126.7 | 营业收入增长率 | 46.7% | 30.7% | 18.6% | 17.2% | 13.5% |
| 营业税费 | 8.3 | 10.3 | 12.0 | 14.1 | 16.0 | 营业利润增长率 | 56.3% | 38.6% | 20.7% | 18.9% | 19.5% |
| 销售费用 | 204.9 | 253.3 | 308.7 | 361.8 | 399.3 | 净利润增长率 | 57.4% | 47.5% | 18.6% | 19.5% | 18.0% |
| 管理费用 | 135.7 | 156.6 | 188.6 | 217.1 | 241.9 | EBITDA 增长率 | 59.1% | 35.2% | 20.2% | 18.6% | 19.4% |
| 财务费用 | -4.5 | -9.6 | -13.6 | -17.3 | -20.9 | EBIT 增长率 | 57.4% | 36.8% | 19.9% | 18.5% | 19.5% |
| 资产减值损失 | 25.9 | 44.9 | 43.0 | 50.0 | 60.0 | NOPLAT 增长率 | 57.8% | 36.0% | 19.9% | 19.1% | 19.5% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | -13.4% | 46.2% | -19.2% | 25.9% | -21.3% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 32.9% | 30.4% | 26.4% | 16.6% | 16.4% |
| 营业利润 | 193.0 | 267.5 | 322.8 | 383.9 | 458.8 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 2.4 | 14.5 | 15.1 | 17.9 | 15.2 | 毛利率 | 50.9% | 50.0% | 50.2% | 50.2% | 50.6% |
| 利润总额 | 195.4 | 282.0 | 337.9 | 401.8 | 474.1 | 营业利润率 | 17.5% | 18.5% | 18.8% | 19.1% | 20.1% |
| 减:所得税 | 27.1 | 40.5 | 48.7 | 56.2 | 66.4 | 净利润率 | 15.3% | 17.2% | 17.2% | 17.5% | 18.2% |
| 净利润 | 168.7 | 248.8 | 295.0 | 352.4 | 415.9 | EBITDA/营业收入 | 18.0% | 18.6% | 18.9% | 19.1% | 20.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 17.0% | 17.8% | 18.0% | 18.2% | 19.2% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 固定资产周转天数 | 76 | 60 | 49 | 40 | 34 |
| 货币资金 | 587.5 | 731.2 | 1,074.9 | 1,230.9 | 1,545.5 | 流动营业资本周转天数 | -14 | -8 | -7 | -4 | -3 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 226 | 246 | 267 | 282 | 296 |
| 应收帐款 | 46.9 | 90.8 | 21.7 | 125.8 | 52.4 | 应收帐款周转天数 | 11 | 17 | 12 | 13 | 14 |
| 应收票据 | 2.6 | 27.1 | 6.5 | 13.9 | 15.3 | 存货周转天数 | 56 | 57 | 58 | 57 | 57 |
| 预付帐款 | 7.9 | 18.3 | 12.0 | 23.0 | 17.0 | 总资产周转天数 | 315 | 321 | 334 | 338 | 343 |
| 存货 | 163.6 | 291.4 | 259.0 | 376.2 | 341.1 | 投资资本周转天数 | 69 | 61 | 55 | 47 | 42 |
| 其他流动资产 | 3.4 | 4.3 | 4.3 | 4.0 | 4.2 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 21.1% | 24.1% | 22.4% | 22.8% | 23.0% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 15.5% | 16.2% | 17.1% | 16.6% | 17.9% |
| 长期股权投资 | - | 49.2 | 88.2 | 88.2 | 88.2 | ROIC | 71.0% | 111.4% | 91.4% | 134.7% | 127.9% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 240.2 | 238.9 | 230.1 | 221.3 | 212.5 | 销售费用率 | 18.5% | 17.5% | 18.0% | 18.0% | 17.5% |
| 在建工程 | 5.9 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 管理费用率 | 12.3% | 10.8% | 11.0% | 10.8% | 10.6% |
| 无形资产 | 8.5 | 8.1 | 12.8 | 14.5 | 13.2 | 财务费用率 | -0.4% | -0.7% | -0.8% | -0.9% | -0.9% |
| 其他非流动资产 | 20.0 | 29.4 | -20.8 | -17.7 | -16.4 | 三费/营业收入 | 30.4% | 27.7% | 28.2% | 27.9% | 27.2% |
| 资产总额 | 1,086.4 | 1,489.5 | 1,689.2 | 2,080.7 | 2,273.7 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | - | - | - | - | - | 资产负债率 | 25.8% | 29.5% | 21.4% | 25.7% | 20.8% |
| 应付帐款 | 172.0 | 320.2 | 205.7 | 425.2 | 299.0 | 负债权益比 | 34.9% | 41.8% | 27.3% | 34.5% | 26.3% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 2.89 | 2.65 | 3.81 | 3.32 | 4.17 |
| 其他流动负债 | 108.8 | 118.9 | 156.4 | 108.6 | 174.6 | 速动比率 | 2.31 | 1.99 | 3.09 | 2.62 | 3.45 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | -41.50 | -26.80 | -22.80 | -21.17 | -21.01 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 280.8 | 439.2 | 362.1 | 533.9 | 473.6 | DPS(元) | 0.10 | 0.21 | 0.19 | 0.25 | 0.30 |
| 少数股东权益 | 4.6 | 16.4 | 10.7 | 3.7 | -4.4 | 分红比率 | 31.4% | 42.7% | 33.0% | 35.7% | 37.1% |
| 股本 | 352.7 | 425.0 | 510.0 | 510.0 | 510.0 | 股息收益率 | 0.5% | 1.0% | 0.9% | 1.2% | 1.4% |
| 留存收益 | 448.4 | 608.8 | 806.4 | 1,033.1 | 1,294.5 | | | | | | |
| 股东权益 | 805.6 | 1,050.3 | 1,327.1 | 1,546.8 | 1,800.1 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | EPS(元) | 0.33 | 0.49 | 0.58 | 0.69 | 0.82 |
| 净利润 | 168.3 | 241.4 | 295.0 | 352.4 | 415.9 | BVPS(元) | 1.57 | 2.03 | 2.58 | 3.03 | 3.54 |
| 加:折旧和摊销 | 13.3 | 13.2 | 14.1 | 17.1 | 20.1 | PE(X) | 63.4 | 43.0 | 36.2 | 30.3 | 25.7 |
| 资产减值准备 | 25.9 | 44.9 | - | - | - | PB(X) | 13.3 | 10.3 | 8.1 | 6.9 | 5.9 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/FCF | 53.7 | 68.0 | 30.5 | 36.6 | 22.3 |
| 财务费用 | - | - | -13.6 | -17.3 | -20.9 | P/S | 9.7 | 7.4 | 6.2 | 5.3 | 4.7 |
| 投资损失 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | 27.3 | 22.4 | 29.7 | 24.6 | 19.9 |
| 少数股东损益 | -0.4 | -7.4 | -5.8 | -6.9 | -8.2 | CAGR(%) | 27.1% | 19.1% | 39.2% | 27.1% | 19.1% |
| 营运资金的变动 | 34.2 | -99.2 | 62.9 | -70.8 | 51.3 | PEG | 2.3 | 2.3 | 0.9 | 1.1 | 1.3 |
| 经营活动产生现金流量 | 224.7 | 218.3 | 352.7 | 274.5 | 458.2 | ROIC/WACC | 6.4 | 10.0 | 8.2 | 12.1 | 11.5 |
| 投资活动产生现金流量 | -10.6 | -54.1 | -10.0 | -10.0 | -10.0 | REP | 4.3 | 2.1 | 5.0 | 2.6 | 3.4 |
| 融资活动产生现金流量 | 8.4 | -20.5 | 1.0 | -108.5 | -133.6 | | | | | | |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

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;

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;

■ 分析师声明

苏林洁声明, 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。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 凌洁 | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 张莹 | 010-59113571 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558087 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 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

上海市

地址： 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

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

