

2015年01月26日

探路者 (300005.SZ)

立足“户外生态圈”战略，打造户外体育平台

■ **事件：**近期，我们参加了探路者投资者交流会，与董秘张成就公司基本面、体育产业发展规划等方面进行了交流。

■ **立足“户外生态圈”，探索户外体育相关领域：**2014年以来公司围绕“户外生态圈”进行的收购、参股布局，包括控股极之美、参股图途、与侨兴宇航合作，均立足于大户外主业，建立在“多品牌+绿野网+垂直电商”的战略布局上。2015年绿野将明确互联网公司定位，其APP将定位于基于地理位置信息服务的户外特色线路提供商，借侨兴宇航北斗优势搭建户外安全保障体系，同时图途的旅游业务与绿野的协同效应呈现，未来一年将通过事件营销、组织活动进行绿野的推广。在体育产业布局方面，公司或将借助北京申办2022年冬奥会的历史机遇，与包括滑雪、自行车等赛事运营、体育用品相关公司合作，并通过成立体育产业基金的方式向户外体育领域发展。

■ **服装行业仍处于调整期，2015年增速放缓至20%以下：**此前公司公告的2014年业绩快报略低于市场预期，主要源于电商收入（主要是双十一）低于预期，同时对经销商补贴导致毛利率下降。其余两个品牌中，DE收入约4000万（增1439%），阿肯诺收入1800万增（400%）。从售罄率（36%）、期货执行率（95%）和存货（2014年占比65%）指标来看，与往年相比差别不大。展望2015年，由于行业调整未结束，我们预计业绩增速中枢将降至20%以内。

■ **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，从政策层面推进体育产业化进程，体育与户外天生有相关性，公司在坚持“户外生态圈”战略方向的同时，已探索向户外相关的体育运动项目及服装品类进军。考虑到服装行业持续低迷，我们略下调公司2014-2016年EPS为0.58/0.69/0.82元，维持买入-B的投资评级，短期目标价24.15元，后续体育项目整合进度及体育政策推进或将成为股价催化剂，持续推荐。

■ **风险提示：**1) 服装销售持续低迷；2) 转型团队整合风险

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

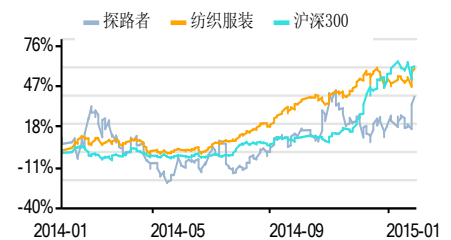
股价(2015-01-23)

20.95元

交易数据

总市值(百万元)	10,693.25
流通市值(百万元)	6,750.68
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	17.43	-40.18	-43.58
绝对收益	24.85	8.89	16.45

苏林洁

分析师

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

相关报告

投资户外旅行及户外用品零售 厂商，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
绿野出行人次增187%，智 能穿戴有序推进	2014-10-24

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月26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					
现金流量表							2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	168.3	241.4	295.0	352.4	415.9	EPS(元)	0.33	0.49	0.58	0.69	0.82
加:折旧和摊销	13.3	13.2	14.1	17.1	20.1	BVPS(元)	1.57	2.03	2.58	3.03	3.54
资产减值准备	25.9	44.9	-	-	-	PE(X)	63.4	43.0	36.2	30.3	25.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.3	10.3	8.1	6.9	5.9
财务费用	-	-	-13.6	-17.3	-20.9	P/FCF	53.7	68.0	30.5	36.6	22.3
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	9.7	7.4	6.2	5.3	4.7
少数股东损益	-0.4	-7.4	-5.8	-6.9	-8.2	EV/EBITDA	27.3	22.4	29.7	24.6	19.9
营运资金的变动	34.2	-99.2	62.9	-70.8	51.3	CAGR(%)	27.1%	19.1%	39.2%	27.1%	19.1%
经营活动产生现金流量	224.7	218.3	352.7	274.5	458.2	PEG	2.3	2.3	0.9	1.1	1.3
投资活动产生现金流量	-10.6	-54.1	-10.0	-10.0	-10.0	ROIC/WACC	6.4	10.0	8.2	12.1	11.5
融资活动产生现金流量	8.4	-20.5	1.0	-108.5	-133.6	REP	4.3	2.1	5.0	2.6	3.4

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

