

设立并购基金，体育产业战略逐步构建

2015年1月29日

投资要点

- ❖ **发起设立体育产业并购基金，体育产业战略扬帆起航。**根据公告，公司拟与其全资子公司天津新起点、以及和同资产共同发起设立“探路者基金”。同时，天津新起点拟出资 980 万元（49%）、和同资产拟出资 1020 万元（51%）共同成立基金管理公司作为基金的管理人。探路者基金募集规模 3 亿元，其中基金管理公司出资 2000 万元并承担劣后级有限合伙人的相关权利义务，探路者出资 4000 万元作为劣后级有限合伙人，其余份额可以为优先级份额由和同资产负责募集。投资决策委员会成员由和同资产委派 3 人、天津新起点委派 2 人，经天津新起点提名的 1 名投资决策委员会委员拥有一票否决权。未来，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。这标志着公司体育产业战略扬帆起航。
- ❖ **和同资产执行董事李立强具有较强体育产业背景。**和同资产从事国内外资本市场财务顾问、基金管理和市值管理等业务，主要涉及体育产业、文化创意产业等新兴行业领域的金融服务。和同资产执行董事李立强先生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，近 5 年来致力于投资银行与基金管理工作，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。我们预计李立强先生深厚的体育从业背景有助于保证该基金的投资标的质量和投资效果，未来该基金有望成为公司体育产业布局和资源的重要平台之一。
- ❖ **打造国内户外及体育产业的整合平台。**2015 年秋冬订货会公司发布最新战略构想，希望打造成国内户外及体育产业最具整合力企业平台，具体战略执行包括三个部分：“户外用品”（多品牌/可穿戴设备/O2O 店铺/零售商资源）、“户外及旅行服务”（户外社区/旅行机构/户外文化传播/露营地发展/垂直电商）、“体育及运动”（运动社区/体育赛事/体育传媒/智能健身管理）。我们预计未来公司将多点发力快速推进体育产业布局：1. 关注滑雪项目发展，包括将探路者 hero 系列打造成滑雪品牌、尝试布局引进国外滑雪品牌、探讨 2022 年冬奥会合作等；2. 寻找具有用户规模基础/与赛事运营及营销（骑行/羽毛球等）相关产业的发展机会；3. 运用并购基金等方式，借助资本和产业力量布局培育更多有潜力体育产业商业环节。
- ❖ **图途增资阿肯诺获 30% 股权。**图途现金出资 857.14 万元认购阿肯诺 30% 股份，增资后公司持有阿肯诺股权由 75% 降至 52.5%。图途经营的多品牌/多品类集成店铺，能够满足消费者对于户外用品和装备的一站式采购需求，逐渐成为户外线下销售的重要渠道。此次增资有助于阿肯诺利用图途线下资源和渠道迅速做强品牌，也有助于增强公司与图途之间合作紧密度。
- ❖ **风险因素：**1. 新战略的推行进度与效果仍存不确定性；2. 绿野的推广需较大费用支出；3. 期货订单执行存在不确定性。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**目前，公司已户外领域全面布局了服饰品牌矩阵/出行平台/移动终端/智能穿戴等，各环节的全面推进及协同料将巩固其龙头地位不可动摇。体育产业战略正在逐步构建，预期后续布局有望形成催化。维持 2014/15/16 年 EPS0.58/0.68/0.82 元预测，维持“买入”评级，上调目标价至 26 元，对应 2015 年 PE38 倍。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1106	1445	1715	1959	2315
增长率 YoY%	46.7	30.7	18.7	14.2	18.2
净利润 (百万元)	169	249	294	345	420
增长率 YoY%	57.4	47.5	18.1	17.4	21.6
每股收益 EPS (全面摊薄) (元)	0.33	0.49	0.58	0.68	0.82
毛利率%	50.9	50.0	48.7	48.7	48.8
净资产收益率 ROE%	21.1	24.1	23.4	22.7	22.8
PE	70	47	40	34	28
PB	14.7	11.4	7.8	6.4	5.3
EV/EBITDA	39	35	29	24	19

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 28 日收盘价



买入 (维持)

当前价：23.02 元

目标价：26.00 元

中信证券研究部

鞠兴海

电话：021-20262106

邮件：juxh@citics.com

执业证书编号：S1010510120059

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

汪蓉

电话：0755-23835392

邮件：wangrong@citics.com

执业证书编号：S1010511040003

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3525.32 点
总股本/流通股本	510.4/322.2 百万股
近 12 月最高/最低价	25.15 元/12.88 元
近 1 月绝对涨幅	27.68%
近 6 月绝对涨幅	74.13%
今年以来绝对涨幅	24.03%
12 个月日均成交额	233.47 百万元

相关研究

1. 探路者 (300005) 调研纪要——15 秋冬订货会暨战略规划发布 (2015-1-28)
2. 探路者 (300005) 参股“图途”点评——多维度推进“户外生态圈”战略
.....(2014-12-26)
3. 探路者 (300005) “绿野旅行”上线新闻
发布会点评及纪要——新绿野，新空间
.....(2014-04-21)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,106	1,445	1,715	1,959	2,315
营业成本	542	722	880	1,006	1,185
毛利率	50.94%	50.02%	48.72%	48.65%	48.80%
营业税金及附加	8	10	12	14	16
营业费用	205	253	306	347	398
营业费用率	18.54%	17.52%	17.85%	17.70%	17.20%
管理费用	136	157	184	208	241
管理费用率	12.27%	10.84%	10.70%	10.60%	10.40%
财务费用	-5	-10	-15	-19	-24
财务费用率	-0.41%	-0.67%	-0.87%	-0.97%	-1.03%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	193	267	325	389	473
营业利润率	17.45%	18.51%	18.97%	19.88%	20.43%
营业外收入	3	15	8	8	20
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	195	282	333	397	493
所得税	27	41	48	56	69
所得税率	13.86%	14.38%	14.30%	14.00%	14.00%
少数股东损益	0	-7	-9	-3	4
归属于母公司股东的净利润	169	249	294	345	420
净利率	15.26%	17.21%	17.13%	17.62%	18.13%
每股收益(元)(摊薄)	0.33	0.49	0.58	0.68	0.82

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	169	249	294	345	420
少数股东损益	0	-7	-9	-3	4
折旧和摊销	13	13	13	14	14
营运资金变动	3	-94	-173	-41	-54
其他	40	57	8	-4	2
经营现金流	225	218	134	310	386
资本支出	-11	-5	-10	-10	-10
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	-49	0	0	0
投资现金流	-11	-54	-10	-10	-10
发行股票	35	32	0	0	0
负债变化	0	0	43	-43	0
股息支出	-27	-53	-73	-79	-97
其他	0	0	15	19	24
融资现金流	8	-21	-15	-104	-73
现金净增加额	222	144	109	197	304

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	587	731	840	1,037	1,342
存货	164	291	356	400	471
应收账款	41	73	89	98	116
其他流动资产	19	67	82	93	109
流动资产	812	1,163	1,368	1,629	2,038
固定资产	240	239	235	231	226
长期股权投资	0	49	49	49	49
无形资产	8	8	8	8	8
其他长期资产	26	30	30	30	30
非流动资产	275	326	323	318	313
资产总计	1,086	1,489	1,690	1,947	2,352
短期借款	0	0	43	0	0
应付账款	144	282	220	251	296
其他流动负债	137	158	165	171	203
流动负债	281	439	428	423	500
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	281	439	428	423	500
股本	353	425	510	510	510
资本公积	112	147	147	147	147
股东权益合计	801	1,034	1,254	1,520	1,843
少数股东权益	5	16	8	4	9
负债股东权益总计	1,086	1,489	1,690	1,947	2,352

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率(%)					
营业收入	46.7	30.7	18.7	14.2	18.2
营业利润	56.3	38.6	21.7	19.7	21.5
净利润	57.4	47.5	18.1	17.4	21.6
利润率(%)					
毛利率	50.9	50.0	48.7	48.7	48.8
EBIT Margin	19.4	20.9	19.5	19.7	20.5
EBITDA Margin	20.6	21.9	20.2	20.4	21.1
净利率	15.3	17.2	17.1	17.6	18.1
回报率(%)					
净资产收益率	21.1	24.1	23.4	22.7	22.8
总资产收益率	15.6	19.5	18.6	19.0	19.6
其他(%)					
资产负债率	25.8	29.5	25.3	21.7	21.2
所得税率	13.9	14.4	14.3	14.0	14.0
股利支付率	13.3	25.0	25.8	23.2	22.8

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。