

2017年08月17日

## 探路者 (300005.SZ)

## 公司快报

### 户外用品继续调整，旅行板块带动整体收入增长

#### 事件

公司发布半年报，上半年实现营收 12.78 亿元、同比增长 17.48%，归母净利润 0.79 亿元，同比分别下滑 16.30%，EPS 为 0.09 元/股；其中二季度实现营收 6.54 亿元、同比增长 14.09%，归母净利润 0.29 亿元，同比增长 27.41%。

#### 投资要点

◆ **户外板块继续调整，旅行板块中机票业务带动收入上升**：上半年，公司共实现总营业收入 12.78 亿元，比上年同期增长 17.48%；收入增长由旅游板块国际机票业务贡献较为明显。实现归母净利润 7,901.26 万元，比上年同期减少约 16.30%，主要是对利润贡献最大的户外用品板块下滑所致。库存下降 6.75 个百分点至 315 亿元，主要是公司去年下半年度过季库存降解，并合理控制当期期货产品的下单采购量所致。分业务看：

(1) 户外用品收入 5.43 亿元，较去年同期降低 19.83%，服装、鞋品毛利率基本保持稳定，分别为 49.16%和 49.06%。装备毛利率下滑 4.11 个百分点至 42.85%。其中探路者品牌实现营业收入 4.86 亿元，同比降低 21.01%，主要是受整体零售消费低迷、行业竞争持续等市场环境因素影响，且由于公司经营政策调整导致线上零售明显下滑；门店数量较 2016 年底 1370 家小幅下降 17 家至 1353 家，同时增加购物中心等新型渠道中的店铺数量。Discovery Expedition 合并层面实现营收 6,491.00 万元，同比增长 15.56%，门店数量由 2016 年末的 120 家增长至 147 家，延续了较快的外延门店数量增长，加强对一二线城市和小部分经济发达的三线城市的渗透。

(2) 旅行业务实现营收 7.23 亿元，同比增长 81.31%，主要是大力拓展国际机票业务，在国际机票采购、私人定制旅行方面与携程网签署战略合作协议，迅速扩展国际机票业务的规模使得收入增幅明显。但毛利率由去年同期的 3.62%下降到 2.99%。

◆ **重心回归户外用品主业，促进旅行服务和体育业务发展，完善业务生态协同体系搭建**：户外用品板块是集团现阶段的基石业务，也是公司利润贡献的主要来源，通过探路者、Discovery 等多品牌业务覆盖不同户外用户群；旅行服务板块目前主要作为集团用户流量的入口，同时是集团收入的重要贡献者，致力于为广大用户提供有温度的体验式旅行产品、路线等，主要包括易游天下等子公司；体育板块业务目前主要通过参与体育并购基金、设立投资孵化平台、集团并购投资等方式开展，并持续加强体育板块自营滑雪场及参股投资的赛事运营等相关资源与户外用品板块的资源业务协同。公司始终以消费者为核心，不断构建户外用品、旅行服务和大体育三大板块协同发展的社群生态。

◆ **投资建议**：公司户外用品板块上半年下降拖累净利润，旅行板块机票业务对收入提升作用明显，但毛利率略有下滑，我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.19、0.22 和 0.24 元。户外行业前景良好，关注公司户外服品、旅行、体育

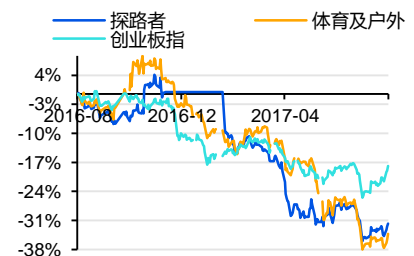
纺织服装 | 体育及户外 III

投资评级 **增持-B(维持)**  
 6 个月目标价 8 元  
 股价(2017-08-16) 7.49 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	6,675.79
流通市值 (百万元)	4,820.62
总股本 (百万股)	891.29
流通股本 (百万股)	643.61
12 个月价格区间	6.91/17.55 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.13	-5.45	-13.21
绝对收益	6.7	-4.89	-30.28

#### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

齐莉娜  
 qilina@huajinsec.cn  
 021-20377037

#### 相关报告

探路者：易游天下战略缩减致营收下滑，毛利率回升 2017-05-02

探路者：易游天下战略转型导致整体营收下滑，体育产业布局值得期待 2017-02-27

三大板块的构建和发展，维持增持-B 评级，6 个月目标价为 8 元，对应 2018 年 36 倍的动态市盈率。

- ◆ **风险提示**：户外用品行业增速放缓且竞争持续加剧的风险、业务成本及费用的增加、户外、旅游、体育三板块的整合效果不佳等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,807.6	2,877.8	3,453.4	3,971.4	4,567.1
同比增长(%)	122.0%	-24.4%	20.0%	15.0%	15.0%
营业利润(百万元)	274.7	99.6	156.6	185.4	205.4
同比增长(%)	-15.3%	-63.7%	57.2%	18.4%	10.7%
净利润(百万元)	263.4	165.6	172.0	197.6	215.3
同比增长(%)	-10.5%	-37.1%	3.9%	14.9%	9.0%
每股收益(元)	0.30	0.19	0.19	0.22	0.24
PE	25.3	40.3	38.8	33.8	31.0
PB	4.7	2.4	2.1	1.9	1.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3,807.6	2,877.8	3,453.4	3,971.4	4,567.1	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	2,901.1	2,035.9	2,693.7	3,058.0	3,516.7	营业收入增长率	122.0%	-24.4%	20.0%	15.0%	15.0%
营业税费	15.2	19.4	23.5	27.8	32.0	营业利润增长率	-15.3%	-63.7%	57.2%	18.4%	10.7%
销售费用	344.7	384.9	345.3	417.0	479.5	净利润增长率	-10.5%	-37.1%	3.9%	14.9%	9.0%
管理费用	218.3	286.8	241.7	297.9	342.5	EBITDA 增长率	-12.8%	-61.5%	41.6%	13.9%	7.6%
财务费用	-3.4	-5.0	-17.4	-24.7	-28.3	EBIT 增长率	-13.5%	-65.1%	47.2%	15.5%	10.2%
资产减值损失	57.2	57.8	30.0	30.0	39.3	NOPLAT 增长率	-11.7%	-66.0%	48.0%	15.5%	10.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	199.9%	57.4%	29.6%	-41.4%	70.9%
投资和汇兑收益	0.2	1.6	20.0	20.0	20.0	净资产增长率	22.3%	82.9%	15.7%	5.6%	5.8%
<b>营业利润</b>	274.7	99.6	156.6	185.4	205.4	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	17.4	33.2	36.1	35.9	35.9	毛利率	23.8%	29.3%	22.0%	23.0%	23.0%
<b>利润总额</b>	292.0	132.8	192.7	221.4	241.3	营业利润率	7.2%	3.5%	4.5%	4.7%	4.5%
减:所得税	39.1	20.5	28.9	33.2	36.2	净利润率	6.9%	5.8%	5.0%	5.0%	4.7%
<b>净利润</b>	263.4	165.6	172.0	197.6	215.3	EBITDA/营业收入	7.5%	3.8%	4.5%	4.4%	4.2%
						EBIT/营业收入	7.1%	3.3%	4.0%	4.0%	3.9%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	39.7%	20.2%	17.4%	21.7%	21.3%
货币资金	755.3	1,186.7	1,309.5	2,173.7	1,661.4	负债权益比	65.9%	25.4%	21.1%	27.8%	27.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.66	3.59	4.66	3.65	3.79
应收帐款	197.1	248.8	191.3	301.5	317.3	速动比率	1.13	3.19	3.51	3.30	2.87
应收票据	1.0	12.4	16.1	3.0	24.0	利息保障倍数	-80.92	-18.75	-8.00	-6.52	-6.26
预付帐款	190.9	257.8	191.1	318.5	330.6	<b>营运能力</b>					
存货	544.2	292.6	754.9	349.3	920.6	固定资产周转天数	22	29	23	19	16
其他流动资产	22.6	621.2	614.6	419.5	551.8	流动营业资本周转天数	11	58	94	69	61
可供出售金融资产	246.7	304.8	300.0	300.0	300.0	流动资产周转天数	144	271	297	301	291
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	16	28	23	22	24
长期股权投资	9.1	41.9	41.9	41.9	41.9	存货周转天数	40	52	55	50	50
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	208	391	401	389	366
固定资产	231.3	227.1	217.6	208.1	198.6	投资资本周转天数	53	135	158	123	107
在建工程	31.6	49.1	49.1	49.1	49.1	<b>费用率</b>					
无形资产	11.9	16.3	9.9	3.5	-	销售费用率	9.1%	13.4%	10.0%	10.5%	10.5%
其他非流动资产	385.3	372.2	362.2	356.5	361.5	管理费用率	5.7%	10.0%	7.0%	7.5%	7.5%
<b>资产总额</b>	2,627.1	3,631.0	4,058.4	4,524.6	4,756.8	财务费用率	-0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.6%	-0.6%
短期债务	304.0	-	-	-	-	三费/营业收入	14.7%	23.2%	16.5%	17.4%	17.4%
应付帐款	488.4	371.8	563.7	528.2	792.7	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	18.6%	6.0%	5.3%	5.8%	5.9%
其他流动负债	238.9	358.5	97.3	447.3	211.2	ROA	9.6%	3.1%	4.0%	4.2%	4.3%
长期借款	-	-	36.2	-	-	ROIC	84.1%	9.5%	9.0%	8.0%	15.0%
其他非流动负债	12.4	4.3	8.7	8.5	7.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,043.7	734.6	705.9	984.0	1,011.1	DPS(元)	-	0.13	-	-	-
少数股东权益	163.9	126.0	117.8	108.4	98.2	分红比率	0.0%	71.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	513.9	594.2	891.3	891.3	891.3	股息收益率	0.0%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	908.8	2,176.2	2,343.4	2,540.9	2,756.3						
<b>股东权益</b>	1,583.4	2,896.4	3,352.5	3,540.7	3,745.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.30	0.19	0.19	0.22	0.24
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	1.59	3.11	3.63	3.85	4.09
净利润	252.9	112.2	172.0	197.6	215.3	PE(X)	25.3	40.3	38.8	33.8	31.0
加:折旧和摊销	13.6	18.9	15.9	15.9	13.0	PB(X)	4.7	2.4	2.1	1.9	1.8
资产减值准备	57.2	57.8	-	-	-	P/FCF	724.2	-10.8	-36.5	7.7	-13.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	1.8	2.3	1.9	1.7	1.5
财务费用	7.3	9.3	-17.4	-24.7	-28.3	EV/EBITDA	11.5	27.4	33.2	24.0	24.9
投资损失	-0.2	-1.6	-20.0	-20.0	-20.0	CAGR(%)	-9.4%	22.2%	-16.6%	-9.4%	22.2%
少数股东损益	-10.5	-53.4	-8.2	-9.4	-10.3	PEG	-2.7	1.8	-2.3	-3.6	1.4
营运资金的变动	-268.4	-495.2	-396.7	697.4	-728.9	ROIC/WACC	8.0	0.9	0.9	0.8	1.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	61.9	284.3	-254.5	856.7	-559.1						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-409.2	-782.4	31.5	18.9	18.5						
<b>融资活动产生现金流量</b>	211.5	928.4	345.9	-11.5	28.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 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

王冯声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn