

## 户外龙头回归主业，业绩重拾稳健增长

- 探路者 (300005) 2018 年报及 2019 一季报点评

核心观点：

### 1. 事件

公司发布 2018 年报及 2019 一季报，2018 年公司实现营收 19.92 亿元，同比减少 34.34%；实现归属母公司净利润-1.82 亿元，同比减少 114.40%；实现扣非归母净利润-2.13 亿元，同比减少 14.85%。18 年实现 EPS 为-0.2046 元。

其中，2018Q1-Q4 营业收入分别减少 29.49%/33.19%/46.08%/30.48%；归属母公司净利润分别变化-58.58%/-208.37%/60.23%/9.40%。

2019 年一季度实现营收 3.21 亿元，同比减少 27.06%；实现扣非归母净利润 2.93 亿元，同比增长 53.49%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 回归主业，优化渠道，打造品牌

从各种拆分数据来看：

1) 按产品分，户外服装、户外鞋品、户外装备、旅行服务分别实现营收 10.41 亿元/2.20 亿元/0.60 亿元/6.53 亿元，分别同比减少 1.83%/16.72%/28.98%/59.25%。营业总收入 19.92 亿元，较去年同期减少 34.34%，主要是公司基于未来发展战略优化旅行服务业务结构，主动调整缩减利润率较低的国际机票等业务规模，使得旅行服务收入大幅减少所致。在国内户外用品行业发展阶段性趋缓、行业增速持续减缓的大背景下，公司户外用品主业的经营发展情况基本保持稳健。自 17 年底公司调整管理层人员以来，公司战略重心重归主业，逐步剥离及退出与户外主营业务不相关的业务，同时持续整合与户外主业有深度协同作用的项目，提升户外生态协同效应。预计随着冬奥会进一步带动冰雪运动发展，户外运动热度还将进一步提升，公司户外类产品规模有望继续提升。

2) 按地区分，内销、外销、线上、其他分别实现营收 17.30 亿元/99.43 万元/2.39 亿元/0.21 亿元，同比变化-36.87%/-83.30%/-10.34%/6.89%。公司加强线下线上店铺的整合与运营，调整探路者品牌店铺和 Discovery Expedition 品牌店铺的渠道结构，关闭低效店铺。重点拓展 ShoppingMall 和奥特莱斯等渠道类型。截至报告期末，TOREAD、Discovery Expedition、童装 TOREADKIDS 线下店铺总数为 1210 家/171 家/32 家，分别同比变化-85 家/20 家/-47 家，童装店大幅减少是因公司于 2017 年底收回探路者童装业务的经营权，报告期对原有体系的童装店铺渠道进行了整改升级。

3) 按品牌分，探路者、Discovery Expedition 分别实现营收 11.77 亿元/1.41 亿元，分别同比减少 3.68%/24.19%。在经济下行、行业整体增速放缓、市场竞争激烈的背景下，公司继续加强产品科技研发投入，年度研发费用 4878 万元。

探路者 (300005.SZ)

推荐 (首次评级)

分析师

李昂

☎: 8610-83574538

✉: liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

林相宜

☎: 8610-66568843

✉: linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130118090029

对本报告编制提供信息

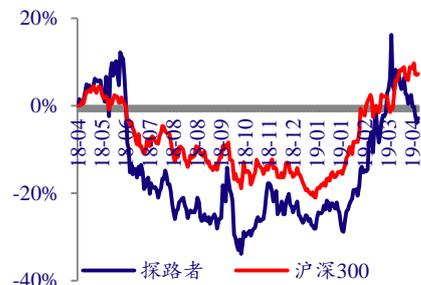
市场数据

2019-04-25

A 股收盘价(元)	10.48
A 股一年内最高价(元)	11.34
A 股一年内最低价(元)	8.63
上证指数	2,994.94
市盈率	11.54
总股本(万股)	92,260.23
实际流通 A 股(万股)	56,110.54
限售的流通 A 股(万股)	11,929.58
流通 A 股市值(亿元)	58.80

相对沪深 300 表现图

2019-04-25



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河纺织】行业深度报告\_纺织服装行业\_消费分层时代，服装龙头享价值增长

## (二) 公司整体毛利率显著提升

18 年毛利率同比增加 6.53PCT 至 28.95%。具体来看，

分产品来看，户外服装、户外鞋品、户外装备、旅行服务毛利率分别为 44.75%/38.63%/28.68%/1.30%，分别减少 0.20PCT/3.26PCT/9.53PCT/1.29PCT。随着公司回归主业，剥离旅游等毛利率较低的业务，公司整体毛利率有望进一步提升。

分地区看，内销、外销、线上、其他分别实现毛利率分别为 27.93%/37.99%/35.07%/42.98%，分别变化 8.69PCT/-1.03PCT/-14.44PCT/-50.94PCT。

综合来看，随着产品结构调整、店效提升，公司有望整体毛利率进一步提高。

## (三) 控费能力待提高，净利润出现拐点

存货账款规模较为稳定，应收账款规模增幅大。截至 2018 年末存货规模同比减少 2.42% 至 3.33 亿元，应收账款规模同比增加 35.27% 至 5.24 亿元，应收账款周转天数同比增加 25 至 58 天。

截至 2018 年末，公司资产负债率 15.38%，同比减少 4.73PCT，仍保持在较低水平。

2018 年全年毛利率增加 6.53PCT 至 28.95%，但是期间费用率增加 6.17PCT 至 26.88%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 17.28%/11.11%/-1.51%，同比变化 3.95PCT/3.30PCT/-1.08PCT。叠加资本减值损失/营收增加 5.2PCT，净利率减少 7.50PCT 至 -11.39%。

公司 17、18 年大幅计提商誉等资产减值损失分别超 2.5/2.68 亿元，导致 17/18 年分别亏损约 0.8/1.8 亿元，出现连续两年业绩亏损。18 年 Q1-Q4 扣非归母净利润分别同比变化 -58.58%/-208.37%/60.23%/9.40%。

2019Q1，公司毛利率同比增加 13.58PCT 至 40.85%，覆盖了期间费用率的增加，叠加其他收益及公允价值变动，最终净利率增加 8.80PCT 至 12.74%。

鉴于公司已充分计提各项减值损失，预计公司 2019 年资产减值损失大幅下降，公司调整期接近尾声，有望扭亏为盈。

## 3. 投资建议

公司是本土户外用品龙头，我们的分析如下：1) 受益于回归主业，公司收入和毛利率水平有所改善；2) 中长期来看，户外用品行业仍是蓝海。在北京冬奥的带动下，户外运动热度的提升将带给公司业绩的增长，从而提高盈利水平。

我们预计公司 2019-2021 年收入为 24.55/28.41/31.92 亿元，同比增速 23.25%/15.74%/12.35%，归母净利为 1.08/1.32/1.72 亿元，EPS 为 0.121/0.148/0.193 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 34.39/28.15/21.62 倍。公司回归主业，处于业绩拐点，首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

## 4. 风险提示

终端消费环境的不确定性、大幅资产减值或商誉减值等风险。

**附表 1: 主要财务指标**

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,877.83	3,033.53	1,991.68	2,454.81	2,841.29	3,191.96
YOY	-24.42%	5.41%	-34.34%	23.25%	15.74%	12.34%
归属母公司股东净利润(百万元)	165.61	-124.36	-200.27	108.09	132.02	171.90
YOY	-37.13%	-175.10%	-61.04%	153.97%	22.14%	30.20%
EPS (元)	0.19	-0.14	-0.22	0.12	0.15	0.19
ROE	5.98%	-4.88%	-8.57%	4.36%	4.98%	5.97%
P/E	22.44	-29.89	-18.56	34.39	28.15	21.62
P/B	1.34	1.46	1.59	1.50	1.40	1.29
P/S	1.29	1.23	1.87	1.51	1.31	1.16
EV/EBITDA	8.07	-17.57	-10.61	14.35	14.36	6.48

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

**附表 2: 公司财务报表**

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>					营业收入	1,991.68	2,454.81	2,841.29	3,191.96
现金	1,272.09	2,018.76	1,612.32	2,494.81	营业成本	1,415.10	1,755.85	2,013.91	2,238.20
应收账款	52,500.26	-3,484.63	60,217.34	3,517.28	营业税金及附加	10.85	13.37	15.48	17.39
其它应收款	15,056.44	16,517.57	20,027.49	21,027.93	营业费用	344.14	359.86	416.52	467.93
预付账款	4,011.53	29,085.20	8,875.81	33,313.05	管理费用	172.54	216.32	250.38	281.29
存货	33,346.27	30,588.43	42,742.85	38,755.60	财务费用	-30.13	-36.23	-40.09	-45.35
其他	2,580.74	2,580.74	2,580.74	2,580.74	资产减值损失	267.88	60.00	70.00	75.00
<b>非流动资产</b>					公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	9,653.76	9,653.76	9,653.76	9,653.76	投资净收益	17.39	-	-	-
固定资产	21,392.09	15,392.09	8,392.09	892.09	营业利润	-220.09	85.63	115.09	157.51
无形资产	1,009.98	1,009.98	1,009.98	1,009.98	营业外收入	-	-	-	-
其他	4,933.16	4,916.07	4,898.97	4,898.97	营业外支出	-48.78	-	-	-
<b>资产总计</b>	274,642.86	311,084.77	322,581.35	368,080.17	利润总额	-226.04	155.63	190.09	247.51
<b>流动负债</b>					所得税	19.06	23.34	28.51	37.13
短期借款	499.96	-	-	-	净利润	-245.10	132.29	161.58	210.38
应付账款	20,606.94	20,177.65	26,601.12	25,387.57	少数股东损益	-44.83	24.20	29.56	38.48
其他	16,091.99	36,791.66	21,501.42	41,699.77	归属母公司净利润	-200.27	108.09	132.02	171.90
<b>非流动负债</b>					EBITDA	-228.89	118.91	149.42	201.31
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	-0.22	0.12	0.15	0.19
其他	850.15	850.15	850.15	850.15					
<b>负债合计</b>	38,049.04	57,819.45	48,952.68	67,937.49	<b>主要财务比率</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	3,029.37	5,449.12	8,404.72	12,253.04	营业收入	1,991.68	2,454.81	2,841.29	3,191.96
归属母公司股东	233,564.44	247,816.19	265,223.95	287,889.64	营业利润	-220.09	85.63	115.09	157.51
<b>负债和股东权益</b>	274,642.86	311,084.77	322,581.35	368,080.17	归属母公司净利润	-200.27	108.09	132.02	171.90
<b>现金流量表</b>					毛利率	28.95%	28.47%	29.12%	29.88%
<b>经营活动现金流</b>					净利率	-12.31%	5.39%	5.69%	6.59%
净利润	-24,405.97	7,278.55	9,782.97	13,388.42	ROE	-8.57%	4.36%	4.98%	5.97%
折旧摊销	2,783.12	17.10	17.10	-	ROIC	-28.10%	3.95%	13.50%	8.75%
财务费用	147.14	-3,688.92	-4,084.96	-4,620.52	资产负债率	13.85%	18.59%	15.18%	18.46%

投资损失	26,787.71	6,000.00	7,000.00	7,500.00	净负债比率	16.08%	22.83%	17.89%	22.64%
营运资金变动	-20,778.83	52,478.31	-68,023.71	54,234.44	流动比率	6.39	4.92	6.21	5.24
其它	506.97	-	-	-	速动比率	5.42	4.33	5.27	4.63
<b>投资活动现金流</b>					总资产周转率	0.73	0.79	0.88	0.87
资本支出					应收帐款周转率	3.79	-70.45	4.72	90.75
长期投资	1,028.36	-	-	-	应付帐款周转率				
其他	-	5,950.00	6,375.00	7,650.00	每股收益	-0.22	0.12	0.15	0.19
<b>筹资活动现金流</b>					每股经营现金	-0.17	0.70	-0.62	0.79
短期借款	-	-499.96	-0.00	-0.00	每股净资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-	-	-	-	P/E	-18.56	34.39	28.15	21.62
其他	3,570.95	-	-	-	P/B	1.59	1.50	1.40	1.29
<b>现金净增加额</b>	<b>-14,229.09</b>	<b>74,666.95</b>	<b>-40,643.26</b>	<b>88,248.46</b>	P/S	1.87	1.51	1.31	1.16

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612hettingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479gengyouyou@ChinaStock.com.cn