

## 探路者 变革中成长

### 看好公司一站式“产品+服务”平台化战略

公司借助线上平台的打造转型为户外产品+户外旅游服务供应商，一方面我们看好户外在线旅游的前景，另一方面我们认为由于户外活动天然的社交属性，公司的户外旅游服务和户外用品销售能更快地产生协同效应。线上平台提供了宝贵的用户入口，而公司全国 1,600 多家线下实体店则可以作为产品甚至服务的体验终端，实现 O2O 的闭环。

### 线上业务快速推进

公司前瞻且积极地开拓电商业务，12 年收入增长 192%，我们预计 13 年增长 165%，目前营收占比接近 21%，部分消化了线下需求放缓的压力。我们认为电商业务快速增长的重要因素是：1) 将加盟商纳入获利体系中；2) 推出线上专供款，区隔线上/线下产品重心，减少了传统渠道对于线上业务抵制。

### 线下业务积极变革

公司公告一季度收入同比增长 16%，相较之前有所放缓，主要是终端零售环境较为疲软。我们认为股价前期调整已对此做出充分反应，同时我们认同公司面对低迷的线下销售环境作出的积极应对：1) 12 年公司部分产品零售价降低 20-30%，我们认为这在消费降级的趋势下可能较易抢占市场份额；2) 主动降低期货占比，提高快速响应能力，我们预期 14 年期货比重可能下降至 70% 左右；3) 整合供应商资源，提升规模经济；4) 细化终端零售门店管理。

### 估值：上调目标价至 23.0（原 17.0 元），上调评级至“买入”

我们将 13-15 年盈利预测从 0.58/0.74/1.00 调整至 0.59/0.75/0.96 元。考虑到公司战略转型为产品+服务供应商，我们上调 18 年以后中期收入增速及毛利率。我们根据瑞银 VCM 估值模型（WACC 为 7.5%），进行现金流贴现推导出新目标价 23.0 元（原 17.0 元），上调评级至“买入”。

## Equities

中国  
服装零售业

12 个月评级 **买入**  
之前：中性

12 个月目标价 **Rmb23.00**  
之前：Rmb17.00

股价 **Rmb19.50**

路透代码：300005.SZ 彭博代码 300005 CH

### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb25.15-9.06
市值	Rmb8.29 十亿/US\$1.34 十亿
已发行股本	425 百万 (ORDA)
流通股比例	25%
日均成交量(千股)	7,124
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb143.7
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb0.99 十亿
市净率 (12/13E)	8.3x
净债务 / EBITDA	NM

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/13E	0.58	0.59	2.27
12/14E	0.74	0.75	1.55
12/15E	1.00	0.96	-4.29

胡昀昀

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	434	754	1,106	1,449	1,792	2,186	2,667	3,197
息税前利润(UBS)	61	120	188	274	353	450	555	665
净利润 (UBS)	54	107	169	249	320	407	501	600
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.13	0.26	0.40	0.59	0.75	0.96	1.18	1.41
每股股息 (Rmb)	0.03	0.06	0.12	0.15	0.18	0.23	0.29	0.42
现金 / (净债务)	379	365	587	775	1,005	1,297	1,656	2,077
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	14.1	15.9	17.0	18.9	19.7	20.6	20.8	20.8
ROIC (EBIT) (%)	73.2	71.5	88.1	125.9	149.4	167.0	177.6	182.8
EV/EBITDA(core)x	46.8	32.9	26.6	26.6	20.2	15.4	12.0	9.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	63.4	41.9	34.4	33.0	25.9	20.4	16.6	13.8
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(0.4)	(0.1)	3.7	2.8	3.4	4.2	5.2	6.2
净股息收益率(%)	0.4	0.6	0.9	0.8	0.9	1.2	1.5	2.2

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2014 年 04 月 09 日 22 时 37 分的股价(Rmb19.50)得出；

# 投资主题

## 探路者

### 投资理由

探路者是户外用品行业的领先品牌，12 年市场占有率达到 14%。公司于 13 年提出，计划实施商品+服务的 O2O 模式，目标从单一的户外产品提供商向综合的户外服务平台转变。我们认为公司的投资亮点在于：1) 品牌战略清晰：借助强大的研发和营销持续强化中端品牌的品牌力；并通过新品牌向高端和中低端市场延伸。2) 积极推进电商业务，打造多渠道的运营模式。3) 构建平台型公司，发掘户外在线旅游服务和户外产品的协同效应。

我们预计公司 2013-15 年净利润预测 CAGR 有望达到 28%。我们基于瑞银 VCM 估值模型 (WACC 为 7.5%) 推导出目标价 23.0 元，对应 14 年 PE 为 31 倍，给予“买入”评级。

### 乐观情景

如果终端消费持续回升，同店增速加快，同时电商拓展超出预期，我们假设 2014/15 年线下收入增速 28%/28%，电商增速 90%/40%，整体毛利率 52.1%/52.1%，我们估算 2014/15 年预测 EPS0.91/1.19 元，每股估值 27.8 元。

### 悲观情景

如果零售消费市场疲弱，公司同店增速放缓，线上业务出现调整，我们假设 2014/15 年线下收入增速 15%/15%，电商增速 10%/10%，整体毛利率 48.1%/48.1%，我们估算 2014/15 年预测 EPS0.60/0.72 元，每股估值 17.9 元。

### 近期催化剂

我们认为公司未来催化剂主要有：1) 线上平台的建设和改进持续推进；2) 订货会增速超预期；3) 同店增速回升。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb23.00

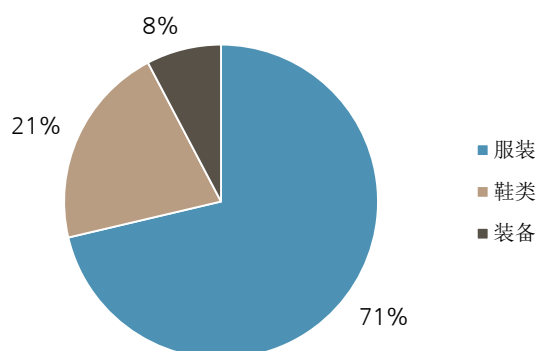
### 公司简介

公司是我国最大的户外用品品牌公司，采用外包生产、加盟与直营销售相结合的哑铃型品牌经营模式。公司目前旗下主要品牌包括探路者（主要针对徒步登山）、Discovery（专注于自驾越野）和 Acanu（专注于户外骑行）。公司于 2013 年陆续入股新加坡在线旅游平台 Asiatravel 以及国内最大的户外网站绿野网，切入快速增长的户外在线旅游市场。

### 行业展望

2013 年中国户外用品市场零售总额约 180 亿元，同比增长 24%，尽管增速放缓但仍然显著超出整体服装行业。我们认为户外市场目前渗透率仍较低（购买户外产品的群体仅 1.5-1.7 亿），参与人数 5,000-6,000 万，因此仍具备可观的增长空间。同时，随着户外运动的普及，户外消费的外延有望不断扩大，我们预计除了目前主流的鞋服用品，户外装备、旅游服务等产品的销售比重将逐步提升。

### 收入按渠道分布 2012(%)



来源: 公司数据

### 各渠道销售收入

(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
加盟	546	777	907	1,051	1,256	1,485
直营	110	152	180	199	220	246
电商	38	112	297	476	642	867
团购及其他	59	64	65	67	68	69
合计	754	1,106	1,449	1,792	2,186	2,667

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 打造户外旅行平台

公司陆续入股“新加坡携程”在线旅游平台 Asiatravel 以及国内最大的户外网站绿野网，并于 2 月 21 日宣布以 1,924 万元增持 Asiatravel 2,000 万股，持股比例从 14.15% 提升至 21.22%。公司借助线上平台的打造转型为产品+服务供应商，一方面我们看好户外在线旅游的前景，另一方面我们认为公司的平台价值将逐步凸显。由于户外活动天然的社交属性，我们认为公司的户外旅游服务和户外用品销售能更快地产生协同效应。线上平台提供了宝贵的用户入口，而公司全国 1,600 多家线下实体店则可以作为产品甚至服务的体验终端，实现 O2O 的闭环。

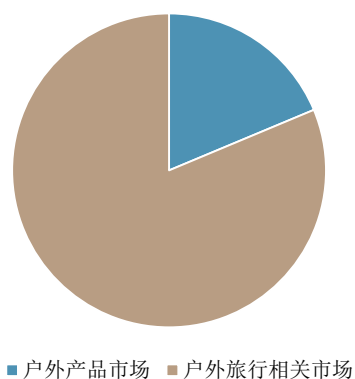
根据美国的户外产业数据，广义的户外运动行业规模约 6,455 亿美元，其中户外用品的销售额仅占 19%，同服务相关的旅行、酒店、餐饮、活动支持等占据了绝大部分比重。我们认为在线旅游市场的持续渗透以及户外服务体系的逐步完善将驱动在线户外旅游的快速增长。

绿野网是中国第一家也是目前最大的一家户外旅行活动网络平台，主要为户外旅行的商家、领队以及出行用户提供一站式的活动发布、报名和出行服务，具备高转化率的用户和丰富的领队资源。2013 年拥有 300 万注册用户，组织活动人次 40 万，聚集了 4,000 多名领队。绿野网之前的盈利模式仍然是以广告和保险为主，但已经基本具备综合性交易平台的架构。如，“自游通”作为在线支付系统，可为用户提供类似于“支付宝”的担保支付功能；领队评级机制可供用户对产品和服务做出反馈，推动信用机制的建立；公司还在业内率先推出了户外保险。

公司将在此基础上打造户外领域的“淘宝”，成为户外旅行者的资讯中心和交易中心。具体来说，公司可以为户外运动者提供户外信息的获取、户外旅行规划、产品推荐、行程服务、户外技能培训、旅行信息记录和分享以及金融服务等，通过一站式的服务聚集用户。

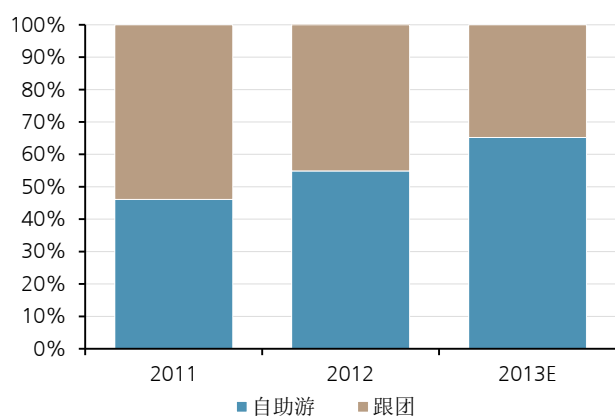
公司收购绿野网后，将在信息化产品建设和提升户外产品质量上加大投入。我们预计 14 年公司会对网站进行改版，将碎片化的资讯整合为以出行目的地为特征的信息，并将推出海外特色路线的高端户外旅行服务产品“绿野优品”。此外，在网站推广方面，公司也将在线下实体店开辟专门的区域来宣传绿野平台。

图表 1: 美国户外用品市场结构 (2012)



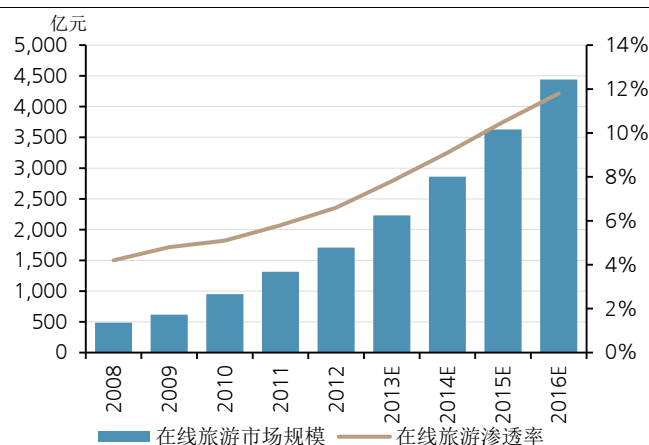
来源: OIA

图表 3: 中国在线旅游市场结构



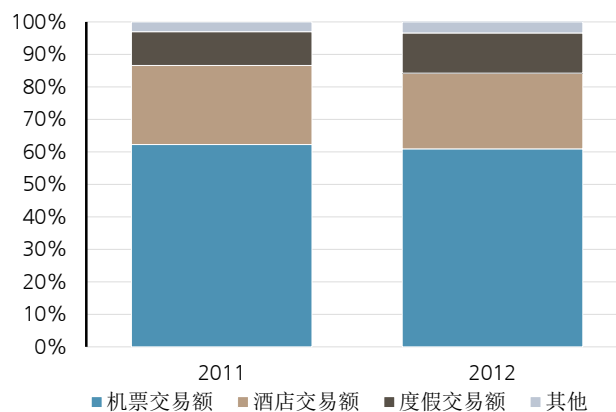
来源: 艾瑞咨询

图表 2: 中国在线旅游市场规模 vs 渗透率



来源: 艾瑞咨询

图表 4: 中国在线旅游交易额结构



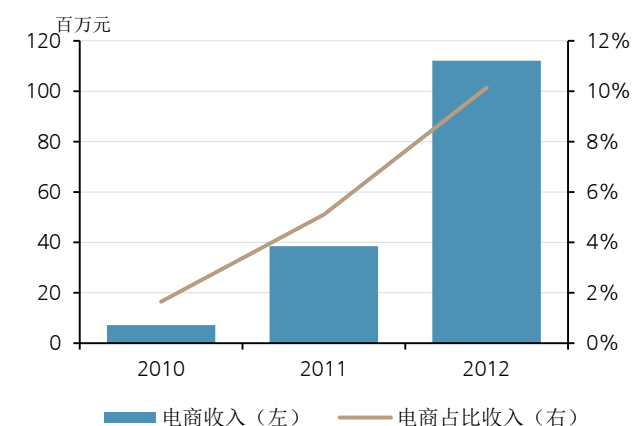
来源: 艾瑞咨询

## 电商业务快速推进

户外用品的线上销售无论是在发达市场还是新兴市场都呈现出强劲的增长态势，我们从 13 年美国的数据可以看到，线上渠道的增速约比整体高出 8 个百分点。

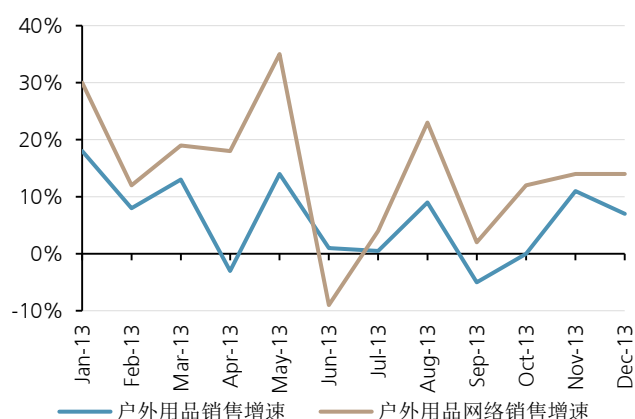
公司前瞻且积极地开拓电商业务，12 年收入增长 192%，我们预计 13 年增长 165%，目前营收占比接近 21%，部分消化了线下需求放缓的压力。我们认为公司的电商业务快速增长的重要因素在于 1) 将加盟商纳入了获利体系之中；2) 推出线上专供款，区隔线上和线下的产品重心，从而减少了传统渠道对于线上业务的抵制。公司计划向 50 家加盟商开放网上经营权，截止至 13 年末，已经有 20 多家线上代理商。我们预计在代理商的积极推进下，线上业务 14 年仍将维持高速增长。

图表 5: 探路者电商收入快速增长



来源: 公司数据

图表 6: 美国网络销售增速高于整体市场增速



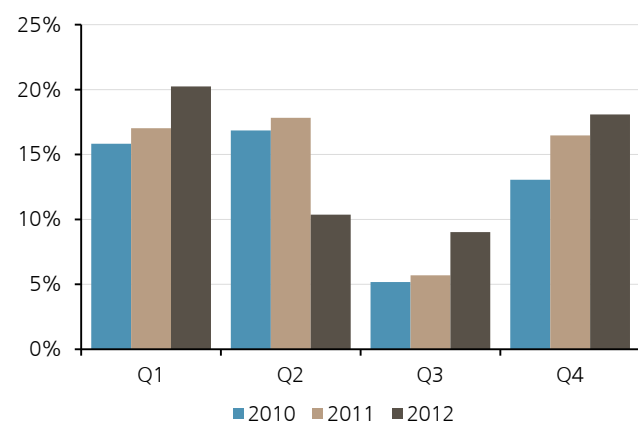
来源: OIA

## 线下业务积极转型

由于终端零售环境不佳，线下渠道存在压力，公司 13 年春夏和秋冬的订单执行率分别为 85%、82%。但 14 年秋冬产品期货订单较 13 年实际发货额同比增长 25%，较春夏订货会 20% 的增速有所回升。

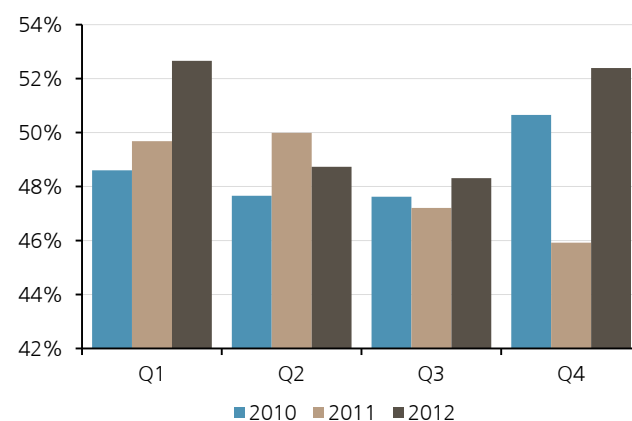
与此同时，我们认同公司面对低迷的销售环境作出的积极应对。我们认为以下举措将体现出正面效果：1) 12 年公司零售价降低 20-35%，我们认为这在整体消费降级的趋势下可能较易抢占市场份额；2) 主动降低期货占比，提高快速响应能力，我们预期 14 年期货比重可能下降至 70% 左右；3) 整合供应商资源，提升规模经济；4) 细化零售终端管理，公司铺设了基于供应链管理的 ERP 系统，可实时监控到销售及库存等情况变化，提高资源调配效率。在这些举措的推进下，公司毛利率改善，费用率控制良好，从而使得净利率明显提升。

图表 7: 净利率各季度均有所提升



来源: 公司数据

图表 8: 单季度毛利率



来源: 公司数据

## 估值：上调目标价至 23.0 元，上调至“买入”评级

我们将 13-15 年盈利预测做了小幅调整，2013/14/15 年预测 EPS 为 0.59/0.75/0.96 元（原 0.58/0.74/1.00 元）。

图表 9: 盈利预测调整表

百万元（除每股）	2013E			2014E			2015E		
	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化
营业总收入	1,473	1,449	-1.58%	1,691	1,792	5.98%	2,056	2,186	6.31%
营业总成本	1,201	1,165	-2.96%	1,327	1,426	7.45%	1,573	1,718	9.19%
营业成本	749	730	-2.54%	852	895	5.14%	1,025	1,077	5.04%
营业税金及附加	11	8	-26.48%	13	10	-20.83%	15	12	-20.59%
销售费用	251	261	4.20%	280	323	15.60%	330	390	18.25%
管理费用	166	176	6.28%	186	211	13.71%	221	257	16.18%
财务费用	-10	-10	0.90%	-13	-13	-0.37%	-18	-17	-4.20%
营业利润	252	284	12.92%	337	367	8.65%	446	467	4.76%
利润总额	280	293	4.97%	369	377	1.99%	498	479	-3.87%
所得税	42	44	4.97%	55	56	1.99%	75	72	-3.87%
净利润	238	249	4.97%	314	320	1.99%	423	407	-3.87%
归属于母公司所有者净利润	244	249	2.06%	314	320	1.99%	423	407	-3.87%
期末股本数（百万股）	423	425	0.44%	423	425	0.44%	423	425	0.44%
每股收益（元）	0.58	0.59	2.27%	0.74	0.75	1.55%	1.00	0.96	-4.29%

来源: 瑞银证券估算

图表 10: 收入关键假设调整

（百万元）	2013E			2014E			2015E		
	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化	更新前	更新后	变化
主营业务收入	1,473	1,449	-1.58%	1,691	1,792	5.98%	2,056	2,186	6.31%
直营	147	180	22.44%	166	199	19.90%	173	220	26.59%
加盟	987	907	-8.13%	1,103	1,051	-4.65%	1,327	1,256	-5.37%
电商	221	297	34.55%	288	476	65.40%	391	642	64.36%
团购及其他	118	65	-44.48%	135	67	-50.69%	164	68	-58.63%
整体毛利率	49.1%	49.6%	0.5%	49.6%	50.0%	0.4%	50.1%	50.7%	0.6%

来源: 瑞银证券估算

考虑到公司借助线上平台的打造战略转型为产品+服务供应商，通过线上和线下的互动提高客户粘性，优化了公司整体的竞争力，提升了成长空间，我们上调 18 年以后中期收入增速及毛利率，假设收入增速 19.7%，毛利率 50.2%，根据瑞银 VCAM 估值模型（WACC 为 7.5%），进行现金流贴现推导出目标价 23.0 元（原 17.0 元）。公司目前股价对应未来一年滚动 PE 为 24 倍，低于 11 年以来均值 28 倍。

图表 11: 绝对估值假设

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	353	450	555	665	796	953	1,053	1,137	1,199	1,234
折旧及摊销*	14	13	15	18	22	28	32	37	42	47
资本支出	(54)	(66)	(80)	(96)	(115)	(138)	(164)	(193)	(222)	(250)
运营资本变动	(22)	(25)	(32)	(35)	(42)	(50)	(46)	(45)	(43)	(38)
所得税 (营运)	(53)	(68)	(83)	(100)	(119)	(143)	(161)	(176)	(189)	(197)
其他	(10)	(12)	(14)	(16)	(19)	(23)	(24)	(25)	(25)	(23)
自由现金流	228	292	360	436	523	628	690	735	764	773
增长		28.5%	23.2%	21.1%	19.8%	20.0%	10.0%	6.5%	3.9%	1.1%

估值	
明计现金流现值	4,584
期末价值 (第 15 年) 现值	3,794
<b>企业价值</b>	<b>8,378</b>
占永续价值百分比	45%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	5
现金盈余**	791
-债务***	0
权益价值	9,164
已发行股数 [ m ]	425.0
<b>每股权益价值 (Rmb/股 )</b>	<b>21.60</b>
权益成本	7.5%
股息收益率	1.0%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>23.00</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	11.0%	5.0%	3.0%
息税前利润率	15.8%	9.6%	9.0%
资本支出/销售收入	3.2%	4.0%	4.0%
投资资本回报率	63.1%	23.9%	12.9%
估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 /			
息税折旧摊销前利润	22.8x	18.1x	21.3x
企业价值 / 息税前利润	23.7x	18.6x	22.1x
自由现金流收益率	2.7%	3.5%	2.9%
市盈率 (现值)	28.6x	22.5x	26.7x
市盈率 (目标)	30.5x	24.0x	28.5x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.61
债务/权益比率***	0.0%
边际税率	25.0%
权益成本	7.5%
债务成本	5.4%
<b>WACC</b>	<b>7.5%</b>

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	4.1%
投资资本回报率增幅	7.5%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.4x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM



图表 12: 探路者未来一年滚动 PE



来源: 朝阳永续, 瑞银证券估算

图表 13: 探路者 PB



来源: 朝阳永续



## 探路者 (300005.SZ)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	434	754	1,106	1,449	31.1	1,792	23.7	2,186	2,667	3,197
毛利	211	355	555	711	28.2	887	24.7	1,097	1,338	1,604
息税折旧摊销前利润(UBS)	65	125	199	287	44.0	367	28.1	463	570	683
折旧和摊销	(3)	(5)	(11)	(13)	18.4	(14)	11.2	(13)	(15)	(18)
息税前利润(UBS)	61	120	188	274	45.5	353	28.9	450	555	665
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(1)	1	2	9	276.6	10	10.0	11	12	13
净利息	4	4	5	10	125.1	13	30.6	17	22	28
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	64	125	195	293	50.2	377	28.3	479	589	706
税项	(10)	(18)	(27)	(44)	-62.6	(56)	-28.3	(72)	(88)	(106)
税后利润	54	107	168	249	48.2	320	28.3	407	501	600
优先股股息及少数股权	0	0	0	0	-	0	-28.3	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	54	107	169	249	47.9	320	28.3	407	501	600
净利润 (UBS)	54	107	169	249	47.9	320	28.3	407	501	600
税率(%)	16.0	14.1	13.9	15.0	8.3	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.13	0.26	0.40	0.59	48.2	0.75	27.5	0.96	1.18	1.41
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.13	0.26	0.40	0.59	48.2	0.75	27.5	0.96	1.18	1.41
EPS (UBS, 基本)	0.13	0.26	0.40	0.59	48.2	0.75	27.5	0.96	1.18	1.41
每股股息净值(Rmb)	0.03	0.06	0.12	0.15	20.8	0.18	16.6	0.23	0.29	0.42
每股账面价值	1.19	1.39	1.88	2.34	24.4	2.94	25.8	3.72	4.67	5.80
平均股数(稀释后)	418.08	418.08	423.19	422.31	-0.2	425.03	0.6	425.03	425.03	425.03
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	379	365	587	775	31.9	1,005	29.6	1,297	1,656	2,077
其他流动资产	110	212	224	329	46.6	404	22.9	488	596	714
流动资产总额	489	577	812	1,104	36.0	1,409	27.6	1,785	2,251	2,791
有形固定资产净值	129	229	240	260	8.2	303	16.6	356	421	499
无形固定资产净值	2	3	8	5	-39.1	2	-64.1	2	2	2
投资/其他资产	7	12	20	20	0.0	20	0.0	20	20	20
总资产	626	820	1,081	1,389	28.6	1,734	24.8	2,163	2,694	3,312
应付账款和其他短期负债	127	239	281	391	39.3	480	22.6	577	703	843
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	127	239	281	391	39.3	480	22.6	577	703	843
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	127	239	281	391	39.3	480	22.6	577	703	843
普通股股东权益	499	581	795	994	24.9	1,250	25.8	1,582	1,986	2,464
少数股东权益	0	0	5	5	0.0	5	0.0	5	5	5
负债和权益总计	626	820	1,081	1,389	28.6	1,734	24.8	2,163	2,694	3,312
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	54	107	169	249	47.9	320	28.3	407	501	600
折旧和摊销	3	5	11	13	18.4	14	11.2	13	15	18
营运资本变动净值	25	10	29	6	-80.4	13	130.7	14	19	21
其他营业性现金流	2	7	17	(10)	-	(13)	-30.6	(17)	(22)	(28)
经营性现金流	84	129	225	257	14.6	334	29.6	416	512	611
有形资本支出	(99)	(132)	(11)	(29)	-172.6	(54)	-85.5	(66)	(80)	(96)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(2)	0	0	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(100)	(132)	(11)	(29)	-173.1	(54)	-85.5	(66)	(80)	(96)
已付股息	(13)	(13)	(27)	(53)	-97.4	(64)	-20.5	(75)	(96)	(122)
股份发行/回购	0	2	35	2	-94.8	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	10	-	13	30.61	17	22	28
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(14)	(12)	8	(41)	-	(50)	-23.4	(58)	(74)	(94)
现金流量中现金的增加/(减少)	(30)	(14)	222	188	-15.7	230	22.4	293	359	421
外汇/非现金项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(30)	(14)	222	188	-15.7	230	22.4	293	359	421

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 探路者 (300005.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	63.4	41.9	34.4	33.0	25.9	20.4	16.6	13.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	63.4	41.9	34.4	33.0	25.9	20.4	16.6	13.8
股价/每股现金收益	59.6	39.9	32.4	31.4	24.8	19.8	16.1	13.4
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(0.4)	(0.1)	3.7	2.8	3.4	4.2	5.2	6.2
净股息收益率(%)	0.4	0.6	0.9	0.8	0.9	1.2	1.5	2.2
市净率	6.9	7.7	7.3	8.3	6.6	5.2	4.2	3.4
企业价值/营业收入(核心)	7.0	5.5	4.8	5.3	4.1	3.3	2.6	2.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	46.8	32.9	26.6	26.6	20.2	15.4	12.0	9.4
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	28.1	27.8	21.0	15.9	12.3	9.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	24.4	28.9	22.7	17.4	13.4	10.6
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
市值	3,426	4,491	5,762	8,288	8,288	8,288	8,288	8,288
净债务 (现金)	(394)	(372)	(476)	(681)	(890)	(1,151)	(1,476)	(1,866)
少数股东权益	0	0	5	5	5	5	5	5
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>3,032</b>	<b>4,118</b>	<b>5,290</b>	<b>7,611</b>	<b>7,403</b>	<b>7,142</b>	<b>6,816</b>	<b>6,426</b>
- 非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>核心企业价值</b>	<b>3,032</b>	<b>4,118</b>	<b>5,290</b>	<b>7,611</b>	<b>7,403</b>	<b>7,142</b>	<b>6,816</b>	<b>6,426</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
营业收入	47.9	73.6	46.7	31.1	23.7	21.9	22.0	19.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	36.0	93.0	59.1	44.0	28.1	26.1	23.1	19.9
息税前利润(UBS)	33.7	95.3	57.4	45.5	28.9	27.5	23.2	19.9
每股收益(UBS 稀释后)	-0.8	98.8	55.5	48.2	27.5	27.1	23.1	19.9
每股股息净值	-19.0	100.0	95.0	20.8	16.6	28.3	27.1	47.6
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
毛利率	48.5	47.1	50.2	49.1	49.5	50.2	50.2	50.2
息税折旧摊销前利润率	14.9	16.6	18.0	19.8	20.5	21.2	21.4	21.4
息税前利润率	14.1	15.9	17.0	18.9	19.7	20.6	20.8	20.8
净利 (UBS) 率	12.4	14.2	15.3	17.2	17.9	18.6	18.8	18.8
ROIC (EBIT)	73.2	71.5	88.1	125.9	149.4	167.0	177.6	182.8
税后投资资本回报率	61.5	61.4	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	11.3	19.9	24.5	27.9	28.5	28.7	28.1	27.0
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(5.9)	(2.9)	(3.0)	(2.7)	(2.7)	(2.8)	(2.9)	(3.0)
净债务/总权益	(76.1)	(62.9)	(73.5)	(77.7)	(80.1)	(81.8)	(83.2)	(84.1)
净债务/(净债务 + 权益)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(12.5)	(8.9)	(11.1)	(10.2)	(13.6)	(18.2)	(24.3)	(32.3)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	126.3	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	22.7	17.6	1.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	4.0	4.0	3.2	3.9	4.3	4.2	4.1	3.3
股息支付率 (UBS) %	24.9	25.0	31.4	25.6	23.4	23.6	24.4	30.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	434	754	1,106	1,449	1,792	2,186	2,667	3,197
<b>总计</b>	<b>434</b>	<b>754</b>	<b>1,106</b>	<b>1,449</b>	<b>1,792</b>	<b>2,186</b>	<b>2,667</b>	<b>3,197</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	61	120	188	274	353	450	555	665
<b>总计</b>	<b>61</b>	<b>120</b>	<b>188</b>	<b>274</b>	<b>353</b>	<b>450</b>	<b>555</b>	<b>665</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+17.9%
预测股息收益率	0.9%
预测股票回报率	+18.8%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+9.3%

---

## 风险声明

公司的下行风险包括：1) 户外用品行业市场饱和、竞争愈发激烈，品牌直接互相抢占市场份额；2) 售罄率下降，库存可能积压；3) 线上运营管理能力不足，实际效果不达预期。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例** **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：胡昀昀。

### 涉及报告中提及的公司的披露

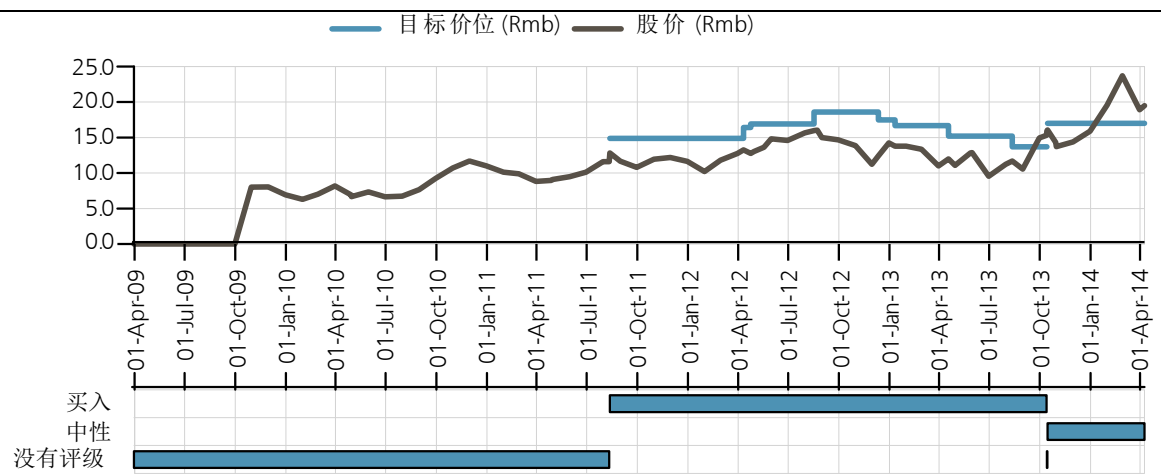
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
探路者	300005.SZ	中性	不适用	Rmb19.50	2014 年 04 月 09 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

探路者 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 4 月 9 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。



**英国和欧洲其他地区：** 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。 **法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。 **德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。 **西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。 **土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。 **波兰：** 由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。 **俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。 **瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。 **意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。 **南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。 **以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格投资者’，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。 **沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。 **美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。 **加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。 **巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。 **香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。 **新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. (mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C) 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd.，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。 **日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。 **澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。 **新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。 **迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。 **韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。 **马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。 **印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的主体或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

