



## 华丽转型，看好户外“商品+服务”O2O模式

2014.4.15

刘霞(高级分析师)

电话: 020-88831176

邮箱: liuxia@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310513070001

探路者 (300005)

谨慎推荐 评级

**事件:** 探路者 (300005) 发布 2013 年年报: 实现营业收入 14.45 亿元, 同比增长 30.74%; 归属于公司普通股股东的净利润约 2.49 亿元, 同比增长 47.48%; EPS 为 0.59, 符合预期。

### ● 差异化多品牌运作继续推进，产品品类不断延伸

主品牌探路者经营稳健，户外同类产品销售量连续六年行业第一，品牌领导力强。专注于自驾、越野等户外休闲领域的高端品牌 Discovery Expedition 全年收入 259 万，并表后亏损 370 万；专注于户外骑行等领域的电子商务品牌阿肯诺 (ACANU) 全年收入 318 万元，并表后亏损 233 万；Discovery Expedition 和 ACANU 两大品牌均在培育期，尚需时日。此外，公司也注重产品品类延伸，如自主研发可穿戴设备（蓝牙智能手环），发展童装品类。

### ● 线下渠道外延式扩张略低于预期，线上渠道发力

从线下渠道来看，2013 年底探路者共有门店数量 1614 家，较 2012 年底净新开 219 家（低于之前预期 350 家），渠道增速放缓（16%），其中直营店 195 家，加盟店 1419 家，分别较 2012 年底净增加 36 家（+23%）和 183 家（+15%）。预计 2014 年新增门店 230 家（150 家探路者+60 家 Discovery），渠道增速约 13%。从线上渠道来看，公司持续加强对电子商务业务的投入，目前公司已入驻淘宝、京东、当当、卓越、拍拍、1 号店、优购、邮乐等第三方平台，采用线上线下差异化的产品策略，并且鼓励加盟商积极参与线上分销平台。2013 年电商销售 2.8 亿，同比增长 149%，占公司收入比重 20%。

### ● 毛利率略有下滑，净利率稳步提升

公司综合毛利率 50.02%，较 2012 年的 50.94%略有下滑，主要是电商收入占比提升，略微拉低整体毛利率。其中，户外服装、户外鞋品、户外装备的毛利率分别为 49.38%、55.03%和 42.6%，同比变动-2.3%、3.4%和-5.4%。2013 年公司净利率为 16.7%，同比提升 1.5 个百分点，费用控制较好。公司期末存货余额为 2.9 亿，同比增长 61%，主要系 Discovery 和阿肯诺品牌备货致存货增加以及探路者新品提前入库，存货周转率良好，与去年持平。

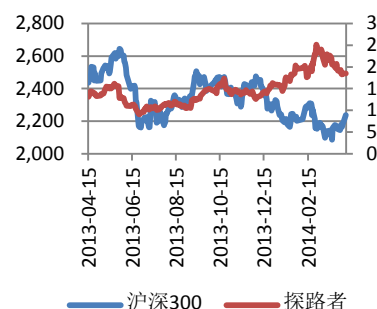
### ● 盈利预测与投资评级

我们测算公司 2014-2015 年的 EPS 为 0.75 和 0.93 元，对应 PE 为 27.3 和 22 倍。尽管户外行业增速放缓（2013 年 25%左右），但仍处于朝阳行业。探路者服装主业稳健，具有安全边际；跨界切入在线旅游，通过绿野网和 ASIA TRAVEL 打造户外综合服务平台，空间广阔；童装、可穿戴、微信支付等热点主题多。看好公司户外“商品+服务”O2O 模式，未来将由品牌服装零售向户外综合服务提供商转型，维持“谨慎推荐”评级，目标价 26 元。

### ● 风险提示

线下终端销售低迷；多品牌运作未达到预期；期货订单执行率低于预期。

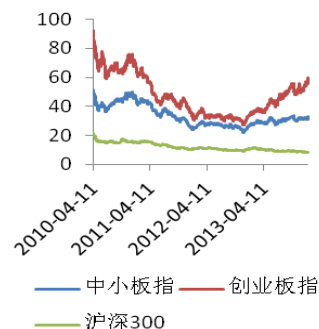
### 股价走势



### 股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
探路者	-5.11	18.7	26.9
创业板	-0.41	12.41	18.29
沪深 300	6.46	3.49	-8.74

### 板块估值



### 相关报告

专题-关注 O2O 给服装零售个股带来的投资机会-刘霞-20131216

周报-移动互联网每周观察（第七期）：群雄逐鹿在线旅游，O2O 前景广阔-刘霞-20140410



资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1163.18	1401.86	1758.15	2108.84
现金	731.21	903.34	1148.15	1355.56
应收账款	73.13	90.33	111.11	135.56
其它应收款	17.72	6.01	21.99	15.35
预付账款	18.25	13.93	24.69	23.47
存货	291.44	347.82	403.77	520.48
其他	31.44	40.42	48.44	58.43
非流动资产	326.27	354.02	400.15	451.54
长期投资	49.16	49.16	49.16	49.16
固定资产	238.85	277.29	321.30	373.35
无形资产	8.12	7.51	6.84	5.67
其他	30.14	20.05	22.85	23.35
资产总计	1489.45	1755.88	2158.30	2560.38
流动负债	439.16	495.04	590.38	580.04
短期借款	0.00	149.05	0.00	37.96
应付账款	281.64	193.36	407.66	338.85
其他	157.52	152.63	182.72	203.24
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	439.16	495.04	590.38	580.04
少数股东权益	16.44	13.85	10.40	5.93
归属母公司股东权益	1033.86	1246.99	1557.52	1974.41
负债和股东权益	1489.45	1755.88	2158.30	2560.38
利润表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1445.35	1806.69	2222.22	2711.11
营业成本	722.38	903.34	1111.11	1355.56
营业税金及附加	10.27	12.65	15.56	18.98
营业费用	253.29	298.10	366.67	433.78
管理费用	156.62	186.09	226.67	271.11
财务费用	-9.62	-4.69	-7.41	-13.37
资产减值损失	44.94	45.17	55.56	67.78
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	267.46	366.03	454.08	577.28
营业外收入	15.30	5.00	5.00	5.00
营业外支出	0.78	0.49	0.50	0.50
利润总额	281.98	370.54	458.58	581.78
所得税	40.54	53.73	66.49	84.36
净利润	241.44	316.81	392.08	497.43
少数股东损益	-7.37	-2.59	-3.45	-4.47
归属母公司净利润	248.80	319.40	395.54	501.89
EBITDA	273.23	369.90	455.00	572.26
EPS (元)	0.59	0.75	0.93	1.18

现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	218.27	181.80	537.20	318.11
净利润	241.44	316.81	392.08	497.43
折旧摊销	13.19	19.41	22.72	26.89
财务费用	-9.62	-4.69	-7.41	-13.37
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-49.25	-159.71	132.91	-191.57
其它	22.52	9.99	-3.10	-1.26
投资活动现金流	-54.06	-57.15	-65.74	-77.03
资本支出	-8.11	37.74	43.02	50.14
长期投资	49.16	0.00	0.00	0.00
其他	-13.01	-19.41	-22.72	-26.89
筹资活动现金流	-20.51	-101.57	-77.60	-71.63
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-20.51	-101.57	-77.60	-71.63
现金净增加额	143.71	23.09	393.86	169.45
主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入增长率	0.31	0.25	0.23	0.22
营业利润增长率	0.39	0.37	0.24	0.27
归属于母公司净利润增长率	0.47	0.28	0.24	0.27
获利能力				
毛利率	0.50	0.50	0.50	0.50
净利率	0.17	0.18	0.18	0.18
ROE	0.27	0.28	0.28	0.28
ROIC	0.22	0.21	0.24	0.23
偿债能力				
资产负债率	0.29	0.28	0.27	0.23
净负债比率	0.00	0.12	0.00	0.02
流动比率	2.65	2.83	2.98	3.64
速动比率	1.99	2.13	2.29	2.74
营运能力				
总资产周转率	1.12	1.11	1.14	1.15
应收账款周转率	0.05	0.05	0.05	0.05
应付账款周转率	3.39	3.80	3.70	3.63
每股指标(元)				
每股收益	0.59	0.75	0.93	1.18
每股经营现金	0.51	0.43	1.26	0.75
每股净资产	2.47	2.97	3.69	4.66
估值比率				
P/E	23.24	27.41	22.14	17.45
P/B	5.59	7.02	5.62	4.43
EV/EBITDA	18.54	21.67	16.74	13.01

## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。