

## 布局商品+服务模式 战略转型正逐步推进

### 投资要点：

- 公司 2013 年实现营业收入 14.45 亿元,较上年同期相比增长 30.74%,营业利润为 2.67 亿元,较上年同期相比增长 38.62%;归属于上市公司股东的净利润 2.49 亿元,较上年同期相比增长 47.48%。每股收益为 0.59 元。利润分配方案为:每 10 股转增 2 股,送 2.5 元(含税)。
- 公司 2014 年 1 季度实现营业收入为 3.18 亿元,较上年同期增长 16.03%;营业利润 8750.40 万元,较上年同期增长 28.73%;归属于上市公司股东的净利润 7769.94 万元,较上年同期增长 31.53%。每股收益为 0.18 元。
- 多品牌协同发展:Discovery Expedition 品牌于 2013 年下半年开始线上试运营并于 2013 年底开始拓展线下店铺,三大品牌协同发展运营的格局初步形成。阿肯诺品牌 2013 全年贡献收入 317.52 万元,Discovery Expedition 贡献营业收入 258.53 万元,对整体收入贡献尚小。
- 线上线下加速融合:在线上业务方面,公司已入驻淘宝、京东、等第三方平台,并且采用线上线下差异化的产品策略。公司鼓励加盟商参与线上业务,目前已有超过 20 家加盟商进入淘宝平台,并且已发展线上分销商超过 300 家。公司 2013 年全年电子商务业务收入 2.79 亿元,较上年同期增长 148.74%,占公司营业收入 19.31%。线下业务扩展方面,公司加强现有店铺的改造升级和二、三线城市的渠道托张,2013 年底,公司线下连锁经营店铺总数已达 1614 家,较 2012 年底净新开店 219 家;其中按店铺性质划分:直营店 195 家,加盟店 1419 家,分别较 2012 年底净增加 36 家和 183 家。
- 加速战略业务投资并购:2013 年中期公司提出了打造户外旅行综合服务平台战略构想,并积极布局商品+服务的 O2O 模式,先后战略投资新加坡 Asiatravel 公司和绿野网等,以加快公司互联网转型的步伐。从披露的一季报情况看,绿野网运营工作正有序推进。
- 公司年报披露,2014 年,公司力争实现营业收入不低于 18 亿元,较公司 2013 年度营业收入 14.45 亿元增长约 25%,计划实现净利润 3.15 亿元,探路者品牌净新开店不少于 150 家,Discovery 品牌净新开店不少于 60 家。
- 2014 年一季度公司探路者品牌净新开店 16 家,截止报 2014 年一季度末“探路者”连锁经营店铺总数已达 1630 家;另外,Discovery 品牌也加强了对线下渠道的拓展力度,截止报告期末 Discovery 线下经营店铺已达 6 家。
- 合同执行情况:2013 年春夏产品期货订单(6.5 亿元)执行率为 83%、2013 年秋冬产品期货订单(11.80 亿元)执行率为 89%。公司已经从 2013 年秋冬产品开始逐步降低期货订单在全年产品销售中的比重。2014 年春夏产品期货订单(7.8 亿元)截止 2014 年一季度末执行率为 51%。
- 毛利率、费用率下降:公司 2013 年主营业务毛利率为 50.13% 较上年同期下降 1.25%;

## 探路者 (300005.SZ)

分析师:张丽华

执业证书编号:S0050510120019

Tel:010-59355982

Email:zhanglh@chinans.com.cn

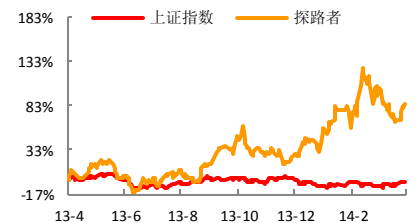
### 投资评级

本次评级:	增持
跟踪评级:	维持
目标价格:	23

### 市场数据

市价(元)	20.6
上市的流通 A 股(亿股)	2.58
总股本(亿股)	4.24
52 周股价最高最低(元)	26.45-8.5
上证指数/深证成指	2131.54/ 7583.28
2013 年股息率	0.93%

### 52 周相对市场改变



### 相关研究

期间费用率为 27.69%，较上年同期下降了 2.71%，有效的提升公司的盈利水平。

- 经营现金流量净额下降 2013 年年底公司经营活动产生的现金流量净额为 2.18 亿元，较上年同期下降 2.85%。2013 年一季度末经营活动产生的现金流量净额为-1.22 亿元，较上年同期下降 125.33%。上述净额变化主要是公司实行多品牌战略、增加线上投入及货品结构变化所致。
- 盈利预测与投资评级：受整体消费低迷及行业增速放缓影响，公司收入增速有所放缓，但公司积极做出战略调整，提升其竞争力，我们预测公司 2014 年、2015 年、2016 年每股收益分别为 0.76 元、0.97 元、1.19 元，维持“增持”评级。
- 风险提示：消费低迷；绿野业务扩展速度低于预期。

#### 公司财务数据及预测

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5716.59	1806.69	2222.22	2666.67
增长率(%)	20.57	25.00	23.00	20.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	376.01	324.71	413.89	506.43
增长率(%)	29.44	30.51	27.47	22.36
毛利率%	17.38	50.20	50.30	50.40
净资产收益率(%)	16.63	24.07	24.77	24.46
EPS(元)	0.67	0.76	0.97	1.19
P/E(倍)	13.73	27	21	17
P/B(倍)	2.34	6	5	4

数据来源：民族证券

## 财务预测

单击此处输入文字。

### 资产负债表

单位: 百万元

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1163.18	1146.49	1371.05	1714.44
现金	731.21	805.65	952.24	1212.38
应收账款	100.23	123.75	152.21	182.65
其它应收款	17.72	19.80	24.35	29.22
预付账款	18.25	24.75	30.44	36.53
存货	291.44	172.55	211.81	253.66
其他	4.34	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	326.27	654.01	952.37	1221.31
长期投资	49.16	49.16	49.16	49.16
固定资产	248.67	568.72	858.77	1118.81
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.43	36.13	44.44	53.33
<b>资产总计</b>	1489.45	1800.51	2323.42	2935.75
<b>流动负债</b>	439.16	376.94	469.15	511.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	281.64	110.93	136.16	163.07
其他	157.52	266.01	332.99	347.93
<b>非流动负债</b>	0.00	67.77	185.90	369.27
长期借款	0.00	46.64	89.79	184.27
其他	0.00	21.13	96.11	185.00
<b>负债合计</b>	439.16	444.71	655.05	880.27
少数股东权益	16.44	6.98	-2.70	-14.68
归属母公司股东权益	1033.86	1348.82	1671.08	2070.16
<b>负债和股东权益</b>	1489.45	1800.51	2323.42	2935.75

### 现金流量表

单位: 百万元

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	218.27	403.57	418.78	506.44
净利润	241.44	324.71	332.22	411.43
折旧摊销	13.30	13.97	14.67	15.40
财务费用	-9.62	-10.10	-10.61	-11.14
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	52.18	75.00	82.50	90.75
<b>投资活动现金流</b>	-54.06	-59.46	-65.41	-71.95
资本支出	-5.19	-5.97	-6.87	-7.90
<b>筹资活动现金流</b>	-20.51	-24.61	-29.53	-35.43
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	143.71	319.50	323.84	399.06

数据来源: 贝格数据, 民族证券

### 利润表

单位: 百万元

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	1445.35	1806.69	2222.22	2666.67
营业成本	722.38	899.73	1104.44	1322.67
营业税金及附加	10.27	12.65	15.56	18.67
营业费用	253.29	314.36	382.22	453.33
管理费用	156.62	184.28	222.22	258.67
财务费用	-9.62	-10.10	-10.61	-11.14
资产减值损失	44.94	54.20	66.67	80.00
公允价值变动	0.00	0	0	0
投资净收益	0.00	0	0	0
<b>营业利润</b>	267.46	351.57	441.72	544.47
营业外收支	14.52	15.00	15.00	15.00
<b>利润总额</b>	281.98	366.57	456.72	559.47
所得税	40.54	51.32	52.51	65.03
<b>净利润</b>	241.44	315.25	404.21	494.45
少数股东损益	-7.37	-9.46	-9.68	-11.98
<b>归属母公司净</b>	248.80	324.71	413.89	506.43
EPS (元)	0.5873	0.76	0.97	1.19

### 主要财务比率

### 成长能力

营业收入	30.74%	25.00%	23.00%	20.00%
营业利润	38.62%	31.45%	25.64%	23.26%
归属母公司净	47.48%	30.51%	27.47%	22.36%

### 获利能力

毛利率	50.02%	50.20%	50.30%	50.40%
净利率	16.70%	17.45%	18.19%	18.54%
ROE	24.07%	24.07%	24.77%	24.46%

### 偿债能力

资产负债率	29.48%	24.70%	28.19%	29.98%
流动比率	264.87%	304.16%	292.24%	335.51%
速动比率	198.50%	258.38%	247.09%	285.87%

### 每股指标(元)

每股收益	0.59	0.76	0.97	1.19
每股经营现金	0.51	0.95	0.99	1.19
每股净资产	2.47	3.19	3.93	4.84

### 估值比率

P/E	35	27	21	17
P/B	8	6	5	4

## 分析师简介

张丽华，经济学硕士。2007 年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008 年 12 月进入民族证券，供职于研究所。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)