

**2014年07月18日**

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元) 15.0

**公司基本信息**

|                 |            |      |      |
|-----------------|------------|------|------|
| 产业别             | 纺织服装       |      |      |
| A 股价(2014/7/16) | 13.90      |      |      |
| 深证成指(2014/7/16) | 7261.91    |      |      |
| 股价 12 个月高/低     | 25.15/10.1 |      |      |
| 总发行股数(百万)       | 510.42     |      |      |
| A 股数(百万)        | 322.06     |      |      |
| A 市值(亿元)        | 70.95      |      |      |
| 主要股东            | 盛发强        |      |      |
| 每股净值(元)         | (28.93%)   |      |      |
| 股价/账面净值         | 1.98       |      |      |
| 一个月             | 三个月        | 一年   |      |
| 股价涨跌(%)         | 3.3        | -6.6 | 54.9 |

**近期评级**

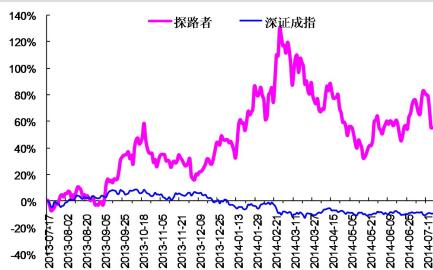
| 出刊日期       | 前日收盘  | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2014-04-15 | 19.96 | 持有 |
| 2014-01-23 | 18.29 | 持有 |

**产品组合**

|      |        |
|------|--------|
| 户外服装 | 72.3%  |
| 户外鞋品 | 20.99% |
| 户外装备 | 6.47%  |

**机构投资者占流通 A 股比例**

|    |       |
|----|-------|
| 基金 | 39.2% |
|----|-------|

**股价相对大盘走势**

**探路者(300005.SZ)**
**Neutral 中性**
**预告 2014 年上半年净利润同比增长 27%，增速放缓**
**结论与建议：**

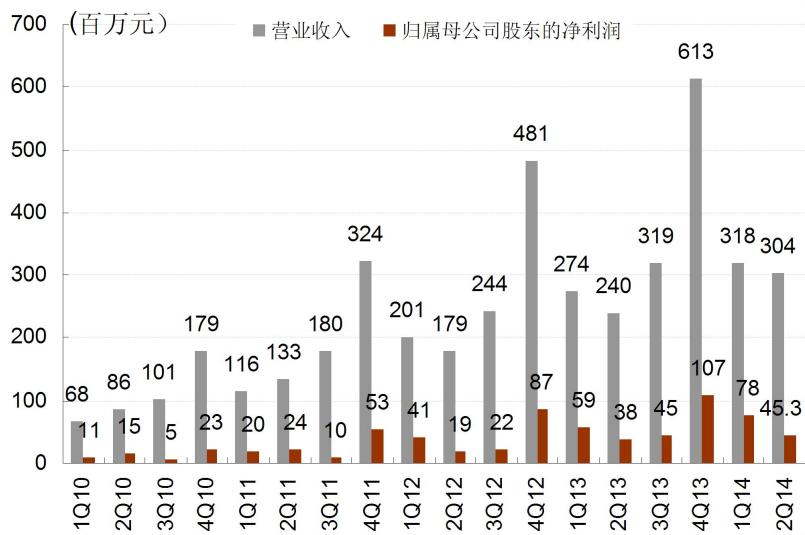
公司预告 2014 年上半年实现净利润 1.23 亿元，同比增长 27%，较 1Q 增速放缓。受行业竞争加剧的影响，公司的展店速度下降，订单情况不佳，同时绿野网在短期内对业绩难有贡献，预计 2014 年和 2015 年净利润增速将进一步放缓。目前股价对应 2014、2015 年 PE 为 24.33 倍和 21.55 倍，下调评级至中性。

- 公司预告 2014 年上半年实现营业收入 6.22 亿元，同比增长 21%；实现归属上市公司净利润 1.23 亿元，同比增长 27%。符合预期。
- 估算 2014Q2 实现营业收入 3.04 亿元，同比增长 27%，环比下降 4.4%；实现归属上市公司净利润 4530 万元，同比增长 21%，环比下降 42%。2Q 业绩环比下滑主要是由于春夏服饰和秋冬服饰产品单价有高低之分，属于季节性变化。
- 2015 年春夏签订 7 亿元期货订单额，比 2014 年春夏订单额减少 10%，相比 2014 年春夏订单额同比增长 7.5% 的资料，接单状况继续恶化。
- 受户外用品市场零售总额增速放缓的影响，公司展店速度放慢。2014Q1 新开门店 16 家，我们预计全年新增店铺难以达到以往年均增加 350-400 家的速度。
- 公司收购绿野网试水户外运动细分市场，短期内还难以对业绩有所贡献。公司 2014 年计划完成绿野网平台的基础搭建，预计 2015 年开始运行和推广，希望 2016 年能达到 10-15 亿的交易规模。根据公司披露的信息，预估绿野网 2012 年交易规模约 2 千万元，据此，2016 年交易规模能否达到公司的预期尚需观察。
- 综上，维持公司盈利预测。预计公司 2014、2015 年将分别实现净利润 2.92 亿元和 3.3 亿元，分别同比增长 17.16% 和 13.18%，对应的 EPS 为 0.57 元和 0.65 元。

接续下页

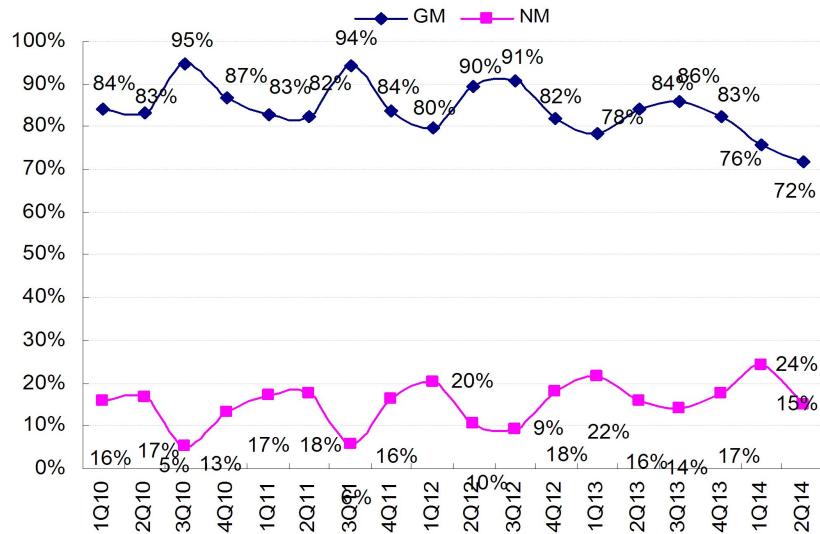
| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2010   | 2011  | 2012  | 2013  | 2014F | 2015F |
|-----------------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 54     | 107   | 169   | 249   | 292   | 330   |
| 同比增减            | %       | 22.39  | 98.81 | 57.44 | 47.48 | 17.16 | 13.18 |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 0.40   | 0.40  | 0.48  | 0.59  | 0.57  | 0.65  |
| 同比增减            | %       | -50.62 | 0.00  | 20.33 | 22.02 | -2.73 | 13.18 |
| A 股市盈率(P/E)     | X       | 34.75  | 34.75 | 28.88 | 23.67 | 24.33 | 21.50 |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.10   | 0.10  | 0.15  | 0.25  | 0.25  | 0.25  |
| 股息率 (Yield)     | %       | -      | 0.72  | 1.08  | 1.80  | 1.80  | 1.80  |

图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元



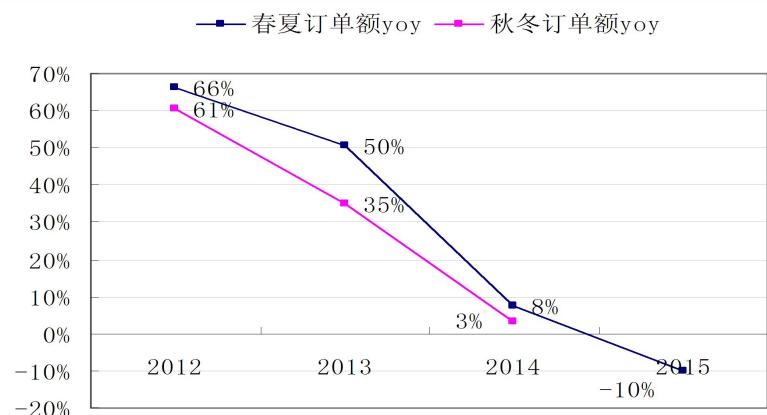
资料来源：公司公告、群益证券

图 2：公司利润率情况 单位：%



资料来源：公司公告、群益证券

图 3：探路者一年两季订货会金额同比趋势



资料来源：公司公告、群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq 30\%$ ); 买入 Buy (30%  $>$  ER  $\geq 10\%$ )

中性 Neutral (10%  $>$  ER  $>$  -10%)

卖出 Sell (-30%  $<$  ER  $\leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq -30\%$ )

附一：合并损益表

| 百万元           | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 营业收入          | 754  | 1106 | 1445 | 1801  | 2161  |
| 经营成本          | 395  | 542  | 722  | 947   | 1158  |
| 营业税金及附加       | 4    | 8    | 10   | 8     | 10    |
| 销售费用          | 118  | 205  | 253  | 311   | 373   |
| 管理费用          | 91   | 136  | 157  | 224   | 268   |
| 财务费用          | -4   | -5   | -10  | -10   | -12   |
| 资产减值损失        | 26   | 26   | 45   | 0     | 0     |
| 投资收益          | 0    | 0    |      | 1     | 0     |
| 营业利润          | 123  | 193  | 267  | 322   | 363   |
| 营业外收入         | 2    | 3    | 15   | 10    | 10    |
| 营业外支出         | 0    | 0    | 1    | 1     | 2     |
| 利润总额          | 125  | 195  | 282  | 331   | 370   |
| 所得税           | 18   | 27   | 41   | 49    | 52    |
| 少数股东损益        | 0    | 0    | -7   | -9    | -12   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 107  | 169  | 249  | 292   | 330   |

附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|-----------|------|------|------|-------|-------|
| 货币资金      | 365  | 587  | 731  | 849   | 973   |
| 应收账款      | 13   | 41   | 73   | 95    | 124   |
| 存货        | 178  | 164  | 291  | 379   | 493   |
| 流动资产合计    | 577  | 812  | 1163 | 1323  | 1589  |
| 长期股权投资    | 0    | 0    | 49   | 49    | 49    |
| 固定资产      | 229  | 240  | 239  | 287   | 344   |
| 在建工程      | 25   | 6    | 1    | 1     | 1     |
| 非流动资产合计   | 269  | 275  | 326  | 392   | 470   |
| 资产总计      | 845  | 1086 | 1489 | 1715  | 2059  |
| 流动负债合计    | 239  | 281  | 439  | 549   | 686   |
| 非流动负债合计   | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 负债合计      | 239  | 281  | 439  | 549   | 686   |
| 少数股东权益    | 0    | 5    | 16   | 16    | 33    |
| 股东权益合计    | 606  | 801  | 1034 | 1149  | 1340  |
| 负债及股东权益合计 | 845  | 1086 | 1489 | 1715  | 2059  |

附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 129  | 225  | 218  | 282   | 288   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -132 | -11  | (54) | -149  | -149  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -12  | 8    | (21) | -15   | -15   |
| 现金及现金等价物净增加额  | -14  | 222  | 144  | 118   | 124   |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核审。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证人持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。