

## 线上驱动 H1 收入增长，构建“户外生态体系”进行时

核心观点：

- 探路者今日发布中报，符合我们前期预期。(1) 2014 年 H1 收入 6.22 亿，同比增 21.1%；营业利润 1.32 亿，同比增 20.8%；归属于上市公司的净利润 1.23 亿，同比增 26.9%；每股收益为 0.24 元。(2) 根据测算，2014 年 Q2 当季收入 3.04 亿，同比增 26.9%；营业利润 0.45 亿，同比增 7.8%；归属母公司净利润 0.45 亿，同比增 19.7%。
- 电商平台发展迅猛，精准营销改善产品结构。2014 年 H1 的 6.22 亿收入主要由探路者主品牌贡献，阿肯诺和 Discovery Expedition 仍处于培育期(收入贡献分别为 222 万元和 404 万元)。从渠道看，线上贡献收入 1.62 亿，同比增 127%，收入占比高达 26%。线下渠道受到消费大环境不佳的影响，收入同比增约 4% 至 4.61 亿。探路者主品牌线下渠道较年初新增 46 家至 1660 家，Discovery Expedition 渠道新增 26 家，另外为了推进线下店铺作为户外爱好者社交聚集地的功能，上半年公司完成了 30 余家的店铺改造升级。从产品结构看，服装和鞋品仍是主要品类，收入占比与去年水平大致相同(收入占比约 91.6%)，其中，受益于精准营销广告的投放，皮肤衣在春季服装品类中的销售占比大幅提升至 40% (同比增 300% 以上)，改善了往年都靠速干 T-shirt 拉动收入的品类结构。
- H1 毛利率同比增 0.7 个百分点，公司费用控制严格。2014H1 毛利率为 49.4%，结合分区域毛利率情况，华北地区 3.72 亿收入(同比增 28.9%)、毛利率提升 3 个点至 53%，我们估计主要源于直营电商占比快速提升，其他批发为主的区域毛利率下滑较为明显。严控费用下利润增速高于收入增速：销售费用同比增 19.4% 至 1.04 亿，主要来自于销售规模扩大带来的人工费用的刚性增加(0.26 亿增至 0.32 亿)，其他费用都在加大控制力度，受益于精准营销广告的投放，广告推广费同比降 17% (从 0.29 亿降至 0.24 亿)。管理费用同比降 1.4% 至 0.55 亿，主要是研发费用的控制及股权激励费用的减少(研发费用自 0.1 亿增至 0.11 亿，股权激励费用自 0.15 亿降至 0.07 亿)。
- 大环境不佳背景下，探路者给予经销商授信略增加，存货增幅明显。经营性现金流净额 -1.03 亿，主要源于应收款项和存货的增加，其中应收票据 0.15 亿，应收账款 0.76 亿(较去年同期增 0.34 亿，较期初增 0.03 亿)。存货 3.2 亿(较去年同期增 1.13 亿，较期初增 0.28 亿)。投资性现金流净额 -0.64 亿(理财及支付新加 Asiatravel 公司投资款项)，筹资性现金流 -0.92 亿(股利分配 1.07 亿)。
- 通过“商品+服务+社区”的战略构建“户外生态体系”。我们认为户外行业未来的消费会呈现两种趋势，一是专业化产品满足细分运动类目的需求。二是实现商品和服务、线上和线下的互动互

探路者 (300005.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

马莉

固：(8610) 6656 8489

固：mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050004

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050002

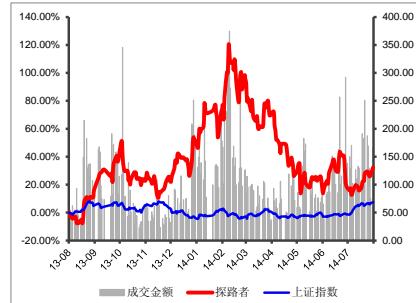
### 市场数据

2014.08.18

A 股收盘价(元)	15.13
A 股一年内最高价(元)	26.45
A 股一年内最低价(元)	12.41
上证指数	2239
市净率	7.65
总股本 (万股)	51042
实际流通 A 股(万股)	32223
限售 A 股(万股)	18819
流通 A 股市值(亿元)	48.75

注：\*价格未复权

### 相对指数表现图



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

联。探路者今年重点工作在于“商品+服务+社区”战略的推进，公司事业部制的组织变革对于实现产品专业化的转型具有重要意义，下半年集合体验店的推出，户外俱乐部的建设可以为消费者提供全品类的户外产品和服务。公司通过CRM体系打通线上线下、直营加盟、活动和产品、粉丝和用户的连接，从而产生的大数据来实现精准营销，并通过绿野板块（绿野旅行4月18日正式上线，6月份微信平台上线，7月底完成支付闭环的搭建，年底完成所有功能的搭建）来搭建完整的户外生态体系。

- **投资建议：**结合2014年两次订货会增速、以及电商业务发展速度，我们预计2014、2015年收入增速20%、20%，净利润增速32.8%、20.7%，EPS分别为0.65元、0.78元，对应PE分别为23.4、19.4倍；考虑到公司在户外细分行业中龙头地位、公司对高管的充分激励、在不佳的背景下依然取得业绩增速、以及向“户外旅行综合服务平台”转型的预期，维持对公司推荐评级。
- **短期股价表现的催化剂：**下半年智能穿戴新品的推出。潜在风险在于线上快发展同时，线下加盟业务存在不确定性。

**表 1：历史订货会数据及订单执行率测算**

单位：百万	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2011 上半年	2012 上半年	2013 上半年	2014 上半年	2015 上半年	2011 下半年	2012 下半年	2013 下半年	2014 下半年
订货额	877	1,425	1,998	2,095	290	482	725	780	875	587	943	1,273	1315
YOY	77.20%	62.50%	40.20%	4.85%	51.83%	66.21%	50.41%	7.59%	12.18%	93.10%	60.60%	34.99%	3.30%
加盟	424	1,099	1,464		380	544				424	719	920	
YOY			33.20%				43.16%				69.60%	28.00%	
直营及电商等	163	326	535		102	182				163	224	353	
YOY			64.10%				78.43%				37.40%	57.60%	
营业收入	754	1,106	1,445		249	380	514	622	744	504	726	931	
YOY	73.60%	46.70%	30.71%		61.90%	52.40%	35.30%	21.01%	19.57%	80.10%	44.05%	28.24%	
订单执行率	101.15%	91.27%	85.09%		101.01%	92.75%	83.41%	92%	100.00%	103.50%	92.76%	89.00%	

注：(订单执行率测算：收入/(订货额\*85%)) 2014年春夏期货执行率总体是92%，若将电商销售以实际售罄来计算的话，执行率是80%。

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

**表 2：探路者（300005.SZ）逐季业绩增速（百万元）**

指标	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2
营业收入	244.4	481.2	274.1	239.9	318.6	612.7	318.1	304.4
同比	35.43%	48.56%	36.47%	33.96%	30.34%	27.35%	16.03%	26.89%
营业成本	126.4	229.1	136.6	126.7	161.2	297.8	159.4	155.2
同比	32.61%	30.81%	43.66%	38.04%	27.57%	30.00%	16.68%	22.49%
销售费用	56.4	77.1	43.4	43.7	67.6	98.6	46.6	57.4
同比	31.93%	132.81%	26.21%	17.83%	19.94%	27.87%	7.49%	31.24%
管理费用	31.6	60.3	26.5	29.7	46.0	54.5	27.0	28.4
同比	45.01%	59.15%	19.23%	38.18%	45.25%	-9.67%	1.88%	-4.33%
EBIT	29.6	76.5	65.9	39.2	43.6	109.2	84.7	41.9

同比	142.48%	31.58%	37.08%	14.30%	47.34%	42.75%	28.45%	6.91%
财务费用	-1.2	-1.5	-2.1	-2.3	-2.8	-2.4	-2.8	-2.9
资产减值损失	0.0	33.4	0.0	-0.6	-0.6	45.6	0.0	20.3
营业利润	30.8	78.0	68.0	41.5	46.4	111.6	87.5	44.8
同比	134.07%	32.42%	39.16%	17.37%	50.74%	43.13%	28.73%	7.82%
加：营业外收入	0.4	2.2	3.0	3.1	1.9	7.3	4.3	4.0
减：营业外支出	0.0	0.2	0.1	0.3	0.1	0.3	0.1	2.3
利润总额	31.2	80.0	70.9	44.4	48.1	118.6	91.7	46.5
同比	136.89%	33.01%	45.03%	25.56%	54.31%	48.31%	29.25%	4.72%
减：所得税	9	-7	12	7	10	12	15	8
净利润	22.1	87.0	59.0	37.4	38.5	106.5	76.3	38.1
同比	114.72%	63.14%	45.12%	101.17%	74.73%	22.43%	29.40%	2.03%
母公司所有者净利润	22.1	87.4	59.1	37.5	45.0	107.2	77.7	44.9
同比	115.16%	63.78%	45.33%	102.01%	103.73%	22.65%	31.53%	19.71%
完全摊薄 EPS	0.06	0.00	0.17	0.00	0.11	0.00	0.18	0.00
<b>盈利能力</b>								
毛利率	48.31%	52.39%	50.16%	47.17%	49.41%	51.39%	49.88%	49.00%
营业利润率	12.59%	16.20%	24.80%	17.31%	14.56%	18.21%	27.51%	14.70%
销售净利润率	9.02%	18.09%	21.52%	15.57%	12.10%	17.39%	24.00%	12.52%
所得税率	29.23%	-8.84%	16.81%	15.84%	19.87%	10.15%	16.72%	18.00%
<b>费用控制能力</b>								
销售费用率	23.06%	16.02%	15.82%	18.24%	21.22%	16.09%	14.65%	18.86%
管理费用率	12.94%	12.54%	9.65%	12.39%	14.42%	8.89%	8.47%	9.34%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 3：探路者（300005.SZ）财务报表预测

资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	利润表（百万元）	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	365	587	731	944	929	营业收入	754	1106	1445	1734	2081
应收票据	0	3	27	0	0	营业成本	395	542	722	867	1041
应收账款	13	41	73	73	135	营业税金及附加	4	8	10	17	19
预付款项	10	8	18	13	25	销售费用	118	205	253	295	354
其他应收款	6	5	18	9	23	管理费用	91	136	157	173	208
存货	178	164	291	234	397	财务费用	-4	-5	-10	-19	-19
其他流动资产	5	3	4	4	4	资产减值损失	26	26	45	32	27
长期股权投资	0	0	49	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	229	240	239	212	186	营业利润	123	193	267	369	452
在建工程	25	6	1	1	1	营业外收支净额	1	2	15	20	17
无形资产	3	8	8	8	8	税前利润	125	195	282	389	469
长期待摊费用	3	2	1	1	1	减：所得税	18	27	41	58	70
资产总计	845	1086	1489	1530	1738	净利润	107	168	241	330	398
预收款项	43	24	28	59	45	归属于母公司净利润	107	169	249	330	398
应付职工薪酬	11	21	23	28	33	基本每股收益	0.40	0.48	0.59	0.65	0.78
应交税费	35	61	66	80	96	稀释每股收益	0.21	0.33	0.49	0.65	0.78
其他应付款	16	28	39	46	56	<b>财务指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
其他流动负债	0	2	1	0	0	营收增长率	73.64%	46.68%	30.74%	20.00%	20.00%
长期借款	0	0	0	0	0	营业利润增长率	89.93%	56.26%	38.62%	37.84%	22.54%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	98.81%	57.44%	47.48%	32.78%	20.61%
负债合计	239	281	439	456	617	销售毛利率	47.53%	50.94%	50.02%	50.00%	50.00%
股东权益合计	606	806	1050	1074	1121	销售净利率	14.22%	15.26%	17.21%	19.05%	19.14%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## 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。

**马莉、杨岚、花小伟，纺织服装行业证券分析师。**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。

### 覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)

## 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提供。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 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)