

## 1.5 亿增资图途取得 20% 股权，向“户外旅行综合服务平台”转型坚定推进

### 核心观点：

- 公司今日发布公告，探路者与图途原有股东协议约定对通过增资扩股的方式分两次对图途增资 1.5 亿元（第一次增资 5,000 万，第二次增资 1 亿），取得增资后图途的 20% 股权。暂定图途估值为 6 亿元（不含本次投资金额），以图途及其股东承诺的 2015 年-2017 年经营业绩目标能够完成为基础，三年营业收入分别为 6 亿、9.6 亿、14.4 亿（同比增 114%、60%、50%），毛利分别为 2.1 亿、3.36 亿、5.04 亿，净利润为 2015、2016 年 > 0，2017 年达到 1.4 亿元。
- 图途“线下大店+旅行服务”模式驱动盈利增长。成立于 2007 年的图途，总部设在福建厦门。2013 年收入 1.54 亿，净利润 91 万元，净资产 1503 万元。2014 年预计实现销售收入 2.8 亿元左右（同比增 82%），净利润 54 万元左右（同比降 41%）。图途目前代理 200 多个知名户外品牌，已在全国三十多个省市开设了 700 多家门店，包括十几家 1000 平方米以上的大型体验店。同时在 2013 年初设立了全资子公司图途（厦门）旅行社有限公司，依托于线下门店会员的资源开展旅行服务，构建“线下大店+旅行服务”的盈利模式。我们认为图途未来的收入驱动主要在于线下 1000 平以上大型体验店的大规模扩张（2015 年北上广大店相继开业）和线上旅行平台的快速发展。
- 探路者本次增资图途旨在推进“户外旅行综合服务平台”的布局。  
1、深化双方线上线下的资源共享。依托于图途线下大型体验店、探路者品牌门店的会员资源为绿野网、图途旅行引导流量，图途旅行目前已开设云南大理和内蒙古两条户外旅行线路，2014 年图途户外旅行业务收入已达 1,000 万元左右，出行人次约 2,000 人/次，其中 70% 的出行人群来源于图途线下店铺会员（通过举办门店会员推介会、分享会等方式将门店会员有效转化为旅行客户）。  
2、有利于探路者垂直电商平台和线下体验店的建设。图途在多品牌、多品类户外品牌经营和大型体验店的管理运营方面有很强的资源优势，可以为探路者建设垂直电商平台的战略的推进提供专业化的服务支持。  
3、有利于双方线下店铺资源的互补。图途以户外多品店模式见长，而探路者渠道以单一品牌专卖店为主，双方的线下资源有一定的差异性，本次投资有利于弥补探路者现有渠道模式的短板。
- 投资建议：维持推荐评级。我们预计 2014 年、2015 年收入规模 17.34 亿、19.94 亿、同比增 20%、15%，净利润分别为 3.04 亿、3.49 亿、同比增 22%、15%，当前股价对应 PE 为 30 倍、26 倍；考虑到公司在户外细分行业中龙头地位、向“户外旅行综合服务平台”转型的坚定推进，以及借 2015 年 7 月北京确定为 2022 年冬奥会东道主之机，以冰雪为突破口，在冰雪赛事运营、装备等领域谋求发展等，维持对公司推荐评级。

## 探路者（300005.SZ）

推荐 维持评级

### 分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：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)

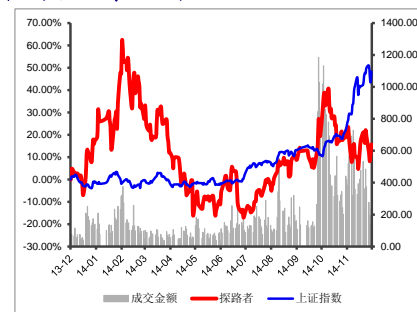
执业证书编号：S0130514050002

### 市场数据 2014.12.25

A 股收盘价(元)	17.96
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	3072.5
市净率	8.01
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)	57.87

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

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%	
营业总收入	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) 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	379	365	587	731	941	营业收入	754	1106	1445	1734	1995
应收票据	0	0	3	27	0	营业成本	395	542	722	867	997
应收账款	8	13	41	73	73	营业税金及附加	4	8	10	17	18
预付款项	4	10	8	18	13	销售费用	118	205	253	312	359
其他应收款	6	6	5	18	9	管理费用	91	136	157	187	218
存货	89	178	164	291	234	财务费用	-4	-5	-10	-19	-19
其他流动资产	2	5	3	4	4	资产减值损失	26	26	45	32	27
长期股权投资	0	0	0	49	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	109	229	240	239	212	营业利润	123	193	267	337	394
在建工程	19	25	6	1	1	营业外收支净额	1	2	15	20	17
无形资产	2	3	8	8	8	税前利润	125	195	282	357	411
长期待摊费用	6	3	2	1	1	减: 所得税	18	27	41	54	62
资产总计	626	845	1086	1489	1527	净利润	107	168	241	304	349
预收款项	30	43	24	28	59	归属于母公司净利润	107	169	249	304	349
应付职工薪酬	8	11	21	23	28	基本每股收益	0.40	0.48	0.59	0.60	0.68
应交税费	13	35	61	66	80	稀释每股收益	0.21	0.33	0.49	0.60	0.68
其他应付款	19	16	28	39	46	<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	0	2	1	0	营收增长率	73.64%	46.68%	30.74%	20.00%	15.00%
长期借款	0	0	0	0	0	营业利润增长率	89.93%	56.26%	38.62%	26.14%	16.76%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	98.81%	57.44%	47.48%	22.09%	14.90%
负债合计	127	239	281	439	456	销售毛利率	47.53%	50.94%	50.02%	50.00%	50.00%
股东权益合计	499	606	806	1050	1070	销售净利率	14.22%	15.26%	17.21%	17.51%	17.50%

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。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**

**机构请致电：**

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼      上海地区：何婷婷    021-20252612    [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层      深广地区：詹璐    0755-83453719    [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座      海外机构：李笑裕    010-83571359    [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座      北京地区：王婷    010-66568908    [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座      海外机构：刘思瑶    010-83571359    [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)

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