

服装体育主题概念中、当前价位下最靠谱的标的

核心观点：

- 公司当前总市值 94.22 亿，根据业绩快报，公司 2014 年营业收入 17.15 亿，同比增 18.68%，营业利润 3.26 亿，同比增 21.76%，利润总额 3.34 亿，同比增 18.29%，净利润 2.95 亿，同比增 18.39%。
- 对于没有成功参股虎扑表示遗憾，但同时表示，从长期布局看，一城一地的得失没那么重要。**探路者看好在体育产业领域的拓展是战略方向，在未来3-6个月会有突破。**目前做三个事，一是欧洲滑雪品牌在接洽，上半年会有结果；二是准备成立体育产业基地；三是寻找赛事运营方面有基础的团队。
- 除体育外，公司大的生态圈仍在打造过程中；因此公司也有资金的需求，不排除 2015 年有增发的想法。
- **投资建议：维持推荐评级。**我们预计 2015 年收入增速 15%，净利润增 15.1%，EPS 为 0.66 元、对应当前股价 PE 为 28 倍；从利润规模看，2014 年为 2.95 亿、2015 年估计在 3.4 亿，与贵人鸟比较类似。长远看消费逐步回归至户外的本质，而不是当作休闲服去购买，随着户外真正参与者增多，公司原有的主业将进入稳定的发展阶段。
- **2015 年的看点主要在于公司在体育方面的发展，以及基于绿野平台大生态圈的打造；在我们看到的几家已经涉足体育或准备涉足体育的公司中，我们认为探路者是当前体育主题概念中、当前价位总市值下最靠谱的标的。**

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

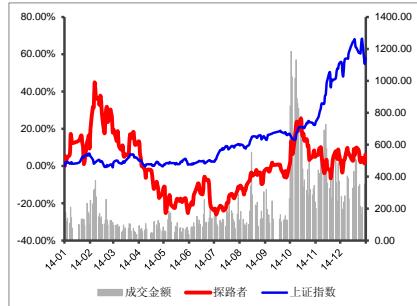
市场数据

2015.1.20

A股收盘价(元)	18.46
A股一年内最高价(元)	19.45
A股一年内最低价(元)	17.20
上证指数	3173.05
市净率	7.55
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)	59.48

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

【详细纪要】

一、 品牌业务经营情况

(一) 终端销售数据

1. 线下销售稳定增长。2014 年线下零售流水同比增 10%，线下店铺平均店效同比增 4%。
2. 截止 12 月底，14FW 售罄率为 36%，期货执行率为 94.8%。
3. 截止 12 月底的存货情况：65% 的存货是 2014 年之后的，存货结构健康。
4. 2014 年线上销售收入约 4.4 亿元，占总收入 26%，同比增 58%。从 2013 年下半年开始放开加盟商线上渠道的授权范围，目前有 28 家线下加盟商，实现了 1.1 亿销售流水，同比增 300%。

(二) O2O 进展

1. 基于 CRM 系统的“商品+服务”。2014 年 11 月，CRM 系统正式上线，打通线上线下、加盟与直营、现有会员与潜在会员、商品与服务。CRM 系统为探路者电商平台的 100 余万会员进行了商品差异化推荐和户外活动介绍，老顾客回购率明显提升。探路者官方旗舰店等天猫、京东店都已经纳入 CRM 系统，线下实体店也可以与品牌互动（扫描线下实体店探路者微信服务号二维码）。
2. 线上创新营销模式。电商推出双十一、双十二创新营销模式“等峰来”活动，汪峰担任明星店长；助力 2022 年东奥申办；双十一、十二稳居户外类目排名第一；粉丝经济，精准营销，加强与绿野、马蜂窝、乐途等户外旅行网站的合作。

(三) 品类创新-皮肤衣

创新推出皮肤衣品类，轻薄易携；由事业部承担产品企划、设计、销售、品牌推广的职能，回归到户外运动中，与用户进行良好互动。2014 年热销 70 万件。

(四) 多品牌进展

1. 荒野求生“贝爷”代言 Discovery 旗下品牌。Discovery Expedition 正式落地中国，成绩突出。2014 年实现营业收入约 4000 万元，较去年同期增长 1439%。品牌在全国已发展 54 家门店，遍布 29 个主要城市。线上线下结合的推广，14 年 9 月贝尔来华的时候，聘请贝尔成为大中华区的品牌代言人，后续会借助于探索频道继续拓展。
2. 阿肯诺品牌。2014 年收入 1800 万，较去年同期增 400%。阿肯诺大学生骑行文化入手，加强与网游合作，在线下深化与图途多品店合作，强化品牌线下认知和产品体验。

二、战略业务发展情况

(一) 绿野平台

1. 2014 年 1-12 月，125.16 万人次通过平台报名活动，约 161% 的同比增长率，绿野社区活动数量快速增长。
2. 全站 5000 余名领队。成立了领队服务部，通过多个项目来扶持领队发展。
3. 2014 年 12 月，六只脚及 APP 的 UGC 用户原创户外线路累计新增 2.76 万条，累计用户 36.1 万。
4. 700 条产品线路，覆盖七大洲、全品类的户外体验活动，包括骑行、穿越、潜水、飞行、极限、科考等类别。
5. 以用户为中心、围绕户外安全（北斗）、交易担保、评价体系等方面夯实平台的软、硬件建设。

(二) 牵手侨兴宇航-绿野网启动户外安全保障网络

基于北斗系统，推出绿野网北斗“实时在线”户外安全平台（2015 年上半年上线）。分为可穿戴终端产品、运营服务应用平台、以及配套 APP。平台上线后，会增强绿野在户外安全服务领域的综合服务能力，提供位置互动和安全服务，促进“户外生态系统”的建设。

(三) 1.5 亿增资图途--推进垂直电商平台建设。

12 月 25 日，公司公告增资 1.5 亿取得图途 20% 的股权。参股图途有利于推进探路者垂直电商平台的建设，加快公司重大战略；深化探路者、绿野网与图途在线上线下不同业务领域的资源；促进探路者与图途子在线下店铺

资源的互补。图途与三夫不同，开始销售的是不知名品牌，发展线下店铺的会员。探路者对其主要考核收入和毛利率，2017年以后会有正常贡献，毛利率40%的情况下，净利率能达到10%。三年后若图途能达到业绩对赌条件，而且放弃上市计划，探路者可能会通过换股的方式对图途进行控股。

(四) 可穿戴设备—运动伴侣 goccia 精灵。

9.19 推出 goccia 精灵。可穿戴市场在国内还不够成熟，但公司决定切入这个市场。探路者和美国 G-wearable 实验室联合推出 goccia 精灵；具备运动监测，睡眠监测分析，定位、分享及社交等功能。公司希望通过可穿戴事业部建立桥梁，将线上线下资源对接，户外生态系统的构建更加完善。

(五) 体育产业展望

1. 在冰雪运动领域力求突破，由登山事业部推动滑雪服等重点品类的发展；通过资本运作，投资并购有关标的。
2. 借北京申请 2022 年冬奥会举办城市之际，推动冰雪户外装备的发展。探路者为第二届鸟巢欢乐冰雪季提供赞助和支持。
3. 关注体育垂直类媒体和大众体育赛事相关企业，增强对体育产业的投资和布局，整合产业内优势资源。成熟的资源直接投资，有些不成熟的标的采取赛马机制，成立并购基金参股。

三、 问答环节

问：户外行业发展情况？竞争格局？

答：现在户外品牌有将近 900 个，但行业内有优势的四家品牌能占到一半以上的市场份额。探路者有领先优势，市占率 15% 左右，行业近年来发展速度放缓，很多品牌出现导致了无序竞争，行业整固以后会有更广阔的发展空间，目前探路者的竞争对手还是国内的品牌，牧高笛披露了招股书，还有哥伦布等，但规模等都没法跟探路者比。

问：探路者会员结构统计？

答：正在做，探路者定位户外生态系统，后台资源可以共享。需要对用户精准分析，现在还是数据收集阶段，目前在电商上做了尝试，会为电商会员推送更精准的信息。

问：探路者为什么没有和虎扑合作？

答：探路者在2个月前就开始接触虎扑了，之前贵人鸟已经接触了3、4个月了，差一点机缘，虽然这个标的没有成功，但是从长期布局看，一城一地的得失没那么重要。探路者看好在体育产业领域的拓展是战略方向，在未来3-6个月会有突破。目前做三个事，1、欧洲滑雪品牌在接洽，上半年会有结果。2、准备成立体育产业基金；3、寻找赛事运营方面有基础的团队。

问：如何看待户外和体育的结合？

答：户外行业近几年发展很快，60%以上的产品来自于服装，50-60%的消费者买了衣服后没去过户外，所以行业处于发展的初级阶段。40多岁参与户外的人，很容易将理念渗透到下一代，这一代是体育产业渗透的年龄段，虎扑的消费者是18-35岁，但虎扑为35岁的消费者提供不了什么，探路者可以。

问：绿野的APP是什么样？

答：研发代表绿野属性和未来的产品，基于位置信息服务的，让大家有差异化的选择出行，户外特色线路的提供商的APP。六月底之前完成。

问：对冬奥会的展望？

答：国内滑雪市场处于初期，国外市场很大。从2008年奥运会对整个服饰行业的推动，可以预期2022年冬奥会的推动，出现几个品牌每年各自30-50亿的收入规模是没问题的。在和冬奥会的合作上，探路者作为唯一在户

外行业的民族品牌和上市公司，有决心和意愿参与。

问：如何和欧洲滑雪品牌合作？

答：也希望和欧洲品牌在技术上有合作，进入探路者的巅峰品牌，过去公司在高端产品的研发上是有能力的，但量不大，和国外合作可以突破门槛和界限。滑雪服是最容易涉足的领域，器材也是可以综合提供的。

问：14年Q4线上为什么低于预期？15年线上发展规划？

答：14年收入净利润都没有达到预期，收入是因为天猫等电商平台遇到了问题，价格优势丧失了，京东苏宁唯品会在双十一之前就开始大量做活动，对天猫有影响。探路者的流量是去年的55%，收入是有多上升，但是比预期还是打了很大折扣的，丧失的利润是在对线下客户的补贴上，Q4以货品让利的方式给加盟商补贴，所以毛利率下降。综合看探路者线上占比不到26%，基本达成格局调整的结果。2015年聚焦线上发展，线下营销环境、消费者氛围都没有发生本质变化，2015年的目标是35%左右的电商占比，在于重点品类的突破、解决线上运营对个别节日的依赖、成立线上电商的分销平台，线下有足够的资源可以消化如果判断错误导致的库存、增强京东唯品会的新平台的合作，比如去年和唯品会第一次合作，做了4000万，今年计划3个亿，京东的销售去年不到天猫的10%，今年希望缩小到20%的差距（天猫的总的成本比京东和唯品会高）。

问：怎么解决线上线下的矛盾？

答：线下业务处于不增长状态，可以通过大量发展俱乐部，提升整个品牌在专业消费的知名度。线上做特定客户定制专供款保证销售利润，目前为止还是效果不错的。未来可能会聚焦10-15个加盟商在线上运营，其他就为线下做货品配运。线上线下不同款。

问：做什么样的赛事类型？

答：做群众性的，初期以自行车、羽毛球为主要类别。

问：对15年消费形式的判断？

答：整个消费氛围和户外行业没有看到调整结束的迹象，15年是谨慎应对的心态。希望保持在15%左右的发展，2013年开始调整，三年基本上可以结束了，很多国内外的品牌都退出了，这是调整结束的迹象，从去年开始房地产价格的趋稳和调整，消费会增加，以及马拉松等热潮。可能在2016年会好起来。

问：线上售罄率如何？

答：秋冬产品线上自营的售罄率是57%，成立分销平台以后，就不存在售罄率的问题了。

表 1：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	939	916	营业收入	754	1106	1445	1715	1973
应收票据	0	3	27	0	0	营业成本	395	542	722	880	993
应收账款	13	41	73	71	126	营业税金及附加	4	8	10	17	18
预付款项	10	8	18	14	22	销售费用	118	205	253	301	355
其他应收款	6	5	18	9	22	管理费用	91	136	157	179	216
存货	178	164	291	242	360	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	326	382
在建工程	25	6	1	1	1	营业外收支净额	1	2	15	10	17
无形资产	3	8	8	8	8	税前利润	125	195	282	336	399
长期待摊费用	3	2	1	1	1	减：所得税	18	27	41	41	60
资产总计	845	1086	1489	1531	1676	净利润	107	168	241	295	339
预收款项	43	24	28	58	41	归属于母公司净利润	107	169	249	295	339
应付职工薪酬	11	21	23	27	32	基本每股收益	0.40	0.48	0.59	0.58	0.66
应交税费	35	61	66	79	91	稀释每股收益	0.21	0.33	0.49	0.58	0.66
其他应付款	16	28	39	46	53	财务指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
其他流动负债	0	2	1	0	0	营收增长率	73.64%	46.68%	30.74%	18.68%	15.00%
长期借款	0	0	0	0	0	营业利润增长率	89.93%	56.26%	38.62%	21.74%	17.42%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	98.81%	57.44%	47.48%	18.39%	15.14%
负债合计	239	281	439	461	566	销售毛利率	47.53%	50.94%	50.02%	48.70%	49.64%
股东权益合计	606	806	1050	1069	1110	销售净利率	14.22%	15.26%	17.21%	17.17%	17.19%

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。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

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

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

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

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

公司网址: www.chinastock.com.cn