

政策东风不断，打造“户外用品+旅行+体育”大户外生态圈系统

核心观点：

- **政策东风不断。**2015 年 2 月 27 日习近平主持召开中央全面深化改革领导小组第十次会议，审议通过了《中国足球改革总体方案》。这份方案不仅从国家战略的高度上进行了顶层设计，彰显国家最高领导人对足球改革的高度重视，我们认为全面的足球改革将推动全面的体育改革的深化。与此同时，3 月 1 日晚网易首页显示，全国政协办公厅新闻局局长张敬安透露，姚明关于“取消赛事审批 激活体育市场”的建议已被采纳，并即将在今年的政府工作报告中有所体现。以上内容均有望让沉寂近一个月的体育板块再次推向新高潮，而纺服板块向体育转型的三家公司中，我们仍强调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。
- **探路者积极致力于打造“户外用品、旅行和体育”大户外生态圈。**户外用品是探路者当前利润的主要来源，TOREAD 品牌毫无疑问是户外用品品牌龙头，而 DISCOVERY 经过持续调整和发展（14 年引入贝尔作为代言人）将有望在 2015 年呈现出较大增长，此外，参股图途 20% 股权也在进入户外用品零售零售；受 2014 年整体户外用品行业进入整合阶段、增速有所放缓影响，该部分业绩增速较前两年也出现一定下滑，但可以预期的是，随着整合完成、东奥成功，将会呈现将该行业推向新的发展阶段。此外，以户外用品为基础和现金流来源，公司在积极打造“户外用品+旅行+体育”大户外生态圈系统：
- 探路者在 2013 年中期提出向户外旅行综合服务平台转型，并参股 Asiatravel 和绿野平台（2014 年初），随后绿野在线上线，收购极之美、参股图途 20% 股权（图途同样有户外旅行俱乐部资源）、与北斗合作解决安全技术性问题，均表明公司不断充实壮大其户外旅行在线业务的基石。此外，基于户外旅行与体育的天然相关性，探路者进一步布局体育产业，2015 年 1 月公告成立体育产业基金，作为公司对体育产业布局 and 资源整合的重要平台之一。另外，基于绿野在冰雪领域的先发优势、依托 2015 年申办冬奥会之机，公司积极在冰雪赛事运营、装备等领域进行布局、谋求发展。可以预期的是，探路者肯定会充分利用其上市公司的资本和平台优势，持续不断在体育人才、资源方面跑马圈地，深度布局。
- **在纺服板块转型体育的三家标的中，维持对探路者首推评级。**公司当前总市值 125 亿，根据业绩快报，公司 2014 年营业收入 17.15 亿，同比增 18.68%，净利润 2.95 亿，同比增 18.39%。我们预计 2015 年收入增速 15%，净利润增 15.1%，净利润约 3.4 亿、当前总市值 125 亿左右，公司属于体育主题中难得具有业绩基础的标的。借助资本市场平台优势，我们相信 2015 年公司在户外生态系统“户外用品+户外旅行+体育健身”各个领域均会努力有所突破、发展。

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

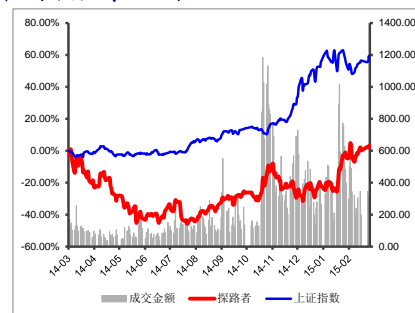
市场数据

2015.1.20

A 股收盘价(元)	24.48
A 股一年内最高价(元)	25.7
A 股一年内最低价(元)	17.2
上证指数	3310.3
市净率	10.01
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)	79

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

附：新华社当日发布的消息全文

2015年2月27日习近平主持召开中央全面深化改革领导小组第十次会议,审议通过了《中国足球改革总体方案》。会议强调,实现中华民族伟大复兴的中国梦与中国体育强国梦息息相关。发展振兴足球是建设体育强国的必然要求,也是全国人民的热切期盼。发展振兴足球,必须克服阻碍足球发展振兴的体制机制弊端,为足球发展振兴提供更好体制保障。要遵循足球运动发展规律,坚持立足国情和借鉴国际经验相结合、着眼长远和夯实基础相结合、创新重建和问题治理相结合、举国体制和市场体制相结合,持续研究推动,不断总结改进。发展振兴足球事业关键是把路子走对,长期努力、久久为功,注重打好群众基础、夯实人才根基,从娃娃抓起,从基层抓起,从基础抓起,从群众性参与抓起。要让校园足球、新型足球学校、职业俱乐部、社会足球等各种培养途径衔接贯通,使足球事业发展动力更足、活力更强。体育界特别是足球界要抓住时机,大胆改革,大胆探索,不仅要为我国足球发展振兴探索新体制,而且要趟出一条深化体育管理体制改革的新路来。

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，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

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