

## 纺织服装：探路者（300005）事件点评

2015年3月19日

## 户外旅行服务板块再添新秀，生态圈规划逐步落实

## 事件

3月18日晚间，公司分别连发两则公告：1、公司的实际控制子公司非凡探索户外用品有限公司与越野一族传媒科技有限公司于2015年3月17日签署战略合作协议，双方拟共同就户外越野自驾领域的赛事承办推广、俱乐部运营管理、联成产品开发销售、双方会员协同互动等方面进行全方位的战略合作。2、公司以股权转让和增资相结合的方式合计取得投资后易游天下74.56%的股权，其中易游天下原股东合计转让61.84%的股权，转让总价款为人民币3073.9万元；在上述股权转让事项完成后的两个月内，探路者向易游天下再增资人民币10000万元。

## 非凡探索牵手越野一族，进行全方位的战略合作

越野一族以SUV、越野和公益为主题，涵盖汽车、飞行、航海、旅行、户外、赛事等领域。越野一族作为越野e族”系列品牌和知识产权的持有者和使用者，其主要网站“越野e族(FBLIFE.COM)”定位于打造以现实生活为主线的平台类网站，目前拥有遍及全国乃至海外的约60万实名会员和约600万受众群体，每年有规模、有记载的各类大型主题活动上千次。非凡探索本次与越野一族牵手，将借助其在自驾领域的各种优势，共同承办国内专业级越野赛事、创办并运维自驾俱乐部以及共同开发联成产品系列。

## 加码户外旅行，完善公司旅行业务板块结构

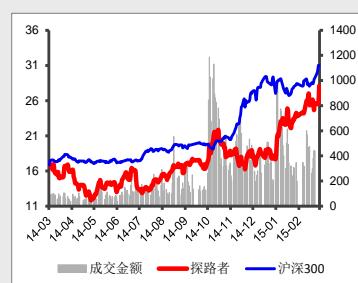
公司本次收购易游天下是继参股新加坡Asiatravel、控股绿野、极之美之后，在户外旅行业务板块的又一重大布局。易游天下的主营产品是大众服务，定位于旅行O2O综合服务商，以ETS系统平台为基础整合上游产品端、下游零售端资源开展B2B2C业务。具有庞大的基础用户群，通过该平台预定的年出游人次数近100万人次，2014年预计营业收入已达6.84亿元。2015年，易游天下进一步推出“系统平台+旅行规划师+自营旅行产品”三位一体的新营销模式。易游天下在未来三年（2015-2017年）预计的营业收入分别不低于人民币15亿元、40亿元、60亿元，同时累计实现税后净利润不低于人民币3500万元。

## 投资建议

公司以用户为主导，全面发展多品牌户外用品、大众体育产业、户外运动及自然旅行市场，打造探路者户外生态圈。生态圈划分为：多品牌户外用品版块、户外旅行服务版块和体育及运动版块这三大独立板块。目前，户外旅行服务版块再添新秀，生态圈规划逐步落实。我们预计公司

推荐（维持）

市场表现 截至 2015.3.19



市场数据 2015-3-19

|            |          |
|------------|----------|
| A股收盘价(元)   | 28.09    |
| 一年内最高价(元)  | 28.09    |
| 一年内最低价(元)  | 11.58    |
| 上证指数       | 3,582.27 |
| 市净率        | 10.4     |
| 总股本(万股)    | 51,042   |
| 实际流通A股(万股) | 32,223   |
| 限售流通A股(万股) | 18,819   |
| 流通A股市值(亿元) | 90.5     |

分析师：易华强

执业证书号：S1490513080001

电话：010-58565074

邮箱：yihuaqiang@hrsec.com.cn

联系人：尤越

电话：010-58566850

邮箱：youyue@hrsec.com.cn

证券研究报告

2014-2016 年 EPS 分别为 0.58, 0.71 和 0.88 元, 对应 PE 分别为 48.56 倍、39.45 倍和 32.02 倍。我们继续维持探路者 (300005) “推荐” 评级。

#### ⑤ 风险提示

“商品+服务”的互联网转型战略效果不及预期; 原材料及人工费用上涨导致毛利率下降; 新产品开发不及预期; 新业务市场反应不及预期等。

图表: 财务数据与估值

| 会计年度        | 2012    | 2013    | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 (百万元)  | 1,105.5 | 1,445.3 | 1,715.3 | 2,129.9 | 2,613.5 |
| 同比增长 (+/-%) | 46.7%   | 30.7%   | 18.7%   | 24.2%   | 22.7%   |
| 归母净利润 (百万元) | 168.7   | 248.8   | 295.3   | 363.4   | 447.8   |
| 同比增长 (+/-%) | 57.4%   | 47.5%   | 18.7%   | 23.1%   | 23.2%   |
| 每股收益 (元)    | 0.33    | 0.49    | 0.58    | 0.71    | 0.88    |
| PE          | 84.99   | 57.63   | 48.56   | 39.45   | 32.02   |
| PB          | 12.37   | 11.55   | 11.20   | 9.05    | 7.34    |

## 附表：

## 利润表

| 单位: 百万元     | 2012         | 2013         | 2014E        | 2015E        | 2016E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入        | 1,105.5      | 1,445.3      | 1,715.3      | 2,129.9      | 2,613.5      |
| 营业成本        | 542.4        | 722.4        | 858.4        | 1,060.8      | 1,306.9      |
| 营业税金及附加     | 8.3          | 10.3         | 8.6          | 10.6         | 13.1         |
| 营业费用        | 204.9        | 253.3        | 295.7        | 378.4        | 464.4        |
| 管理费用        | 135.7        | 156.6        | 204.2        | 251.0        | 305.8        |
| 财务费用        | -4.5         | -9.6         | -25.4        | -30.8        | -40.4        |
| 资产减值损失      | 25.9         | 44.9         | 35.3         | 46.1         | 54.9         |
| 公允价值变动净收益   | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 投资收益        | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>营业利润</b> | <b>193.0</b> | <b>267.5</b> | <b>338.5</b> | <b>413.7</b> | <b>508.9</b> |
| 营业外收入       | 2.8          | 15.3         | 5.8          | 6.3          | 7.5          |
| 营业外支出       | 0.4          | 0.8          | 1.4          | 0.7          | 0.8          |
| <b>利润总额</b> | <b>195.4</b> | <b>282.0</b> | <b>342.8</b> | <b>419.4</b> | <b>515.6</b> |
| 所得税         | 27.1         | 40.5         | 50.0         | 59.6         | 73.5         |
| <b>净利润</b>  | <b>168.3</b> | <b>241.4</b> | <b>292.8</b> | <b>359.7</b> | <b>442.1</b> |
| 少数股东权益      | -0.4         | -7.4         | -2.4         | -3.7         | -5.7         |
| 归属母公司所有者净利润 | 168.7        | 248.8        | 295.3        | 363.4        | 447.8        |
| EPS (元)     | 0.33         | 0.49         | 0.58         | 0.71         | 0.88         |

## 主要财务比率

| 单位: 百万元      | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>同比增长率</b> |       |       |       |       |       |
| 营业收入         | 46.7% | 30.7% | 18.7% | 24.2% | 22.7% |
| 营业利润         | 56.3% | 38.6% | 26.6% | 22.2% | 23.0% |
| 净利润          | 57.1% | 43.5% | 21.3% | 22.8% | 22.9% |
| <b>盈利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率          | 50.9% | 50.0% | 50.0% | 50.2% | 50.0% |
| 净利率          | 15.2% | 16.7% | 17.1% | 16.9% | 16.9% |
| ROE          | 21.1% | 24.1% | 23.1% | 23.0% | 22.9% |
| ROIC         | 23.7% | 25.9% | 24.5% | 24.4% | 24.3% |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率        | 25.8% | 29.5% | 27.6% | 27.5% | 27.5% |
| 流动比率         | 2.89  | 2.65  | 2.53  | 2.65  | 2.76  |
| 速动比率         | 2.30  | 1.98  | 1.84  | 1.96  | 2.10  |

**营运能力**

|                |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产周转率          | 1.02  | 0.97  | 0.96  | 0.97  | 0.97  |
| 存货周转率          | 3.31  | 2.48  | 2.56  | 2.59  | 2.70  |
| 应收账款周转率        | 25.12 | 14.42 | 27.81 | 24.68 | 21.55 |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.33  | 0.49  | 0.58  | 0.71  | 0.88  |
| 每股经营现金         | 0.64  | 0.51  | 0.66  | 0.71  | 0.89  |
| 每股净资产          | 2.27  | 2.43  | 2.51  | 3.10  | 3.83  |
| 每股股利           | 0.05  | 0.10  | 0.10  | 0.11  | 0.14  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 84.99 | 57.63 | 48.56 | 39.45 | 32.02 |
| PB             | 12.37 | 11.55 | 11.20 | 9.05  | 7.34  |

**资产负债表**

| 单位: 百万元      | 2012           | 2013           | 2014E          | 2015E          | 2016E          |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>  | <b>811.9</b>   | <b>1,163.2</b> | <b>1,246.3</b> | <b>1,600.4</b> | <b>2,051.1</b> |
| 现金           | 587.5          | 731.2          | 811.3          | 1,060.0        | 1,392.1        |
| 交易性投资        | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 应收票据         | 2.6            | 27.1           | 9.0            | 14.0           | 21.5           |
| 应收款项         | 41.4           | 73.1           | 52.6           | 72.3           | 99.7           |
| 其他应收款        | 5.5            | 17.7           | 16.1           | 18.1           | 22.8           |
| 存货           | 163.6          | 291.4          | 335.0          | 408.8          | 483.6          |
| 其他           | 11.3           | 22.6           | 22.2           | 27.2           | 31.2           |
| <b>非流动资产</b> | <b>274.6</b>   | <b>326.3</b>   | <b>540.4</b>   | <b>598.0</b>   | <b>649.5</b>   |
| 长期股权投资       | 0.0            | 49.2           | 49.2           | 49.2           | 49.2           |
| 固定资产         | 240.2          | 238.9          | 407.3          | 480.7          | 522.3          |
| 无形资产         | 8.5            | 8.1            | 9.0            | 10.2           | 10.4           |
| 其他           | 25.9           | 30.1           | 75.0           | 58.0           | 67.6           |
| <b>资产总计</b>  | <b>1,086.4</b> | <b>1,489.5</b> | <b>1,786.6</b> | <b>2,198.4</b> | <b>2,700.5</b> |
| <b>流动负债</b>  | <b>280.8</b>   | <b>439.2</b>   | <b>492.4</b>   | <b>604.6</b>   | <b>743.2</b>   |
| 短期负债         | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 应付账款         | 144.0          | 281.6          | 269.3          | 347.2          | 423.6          |
| 预收账款         | 24.3           | 28.1           | 42.9           | 53.2           | 65.3           |
| 其他           | 112.5          | 129.4          | 180.2          | 204.1          | 254.3          |
| <b>长期负债</b>  | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     |
| 长期借款         | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 其他           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>负债合计</b>  | <b>280.8</b>   | <b>439.2</b>   | <b>492.4</b>   | <b>604.6</b>   | <b>743.2</b>   |
| 股本           | 352.7          | 425.0          | 510.4          | 510.4          | 510.4          |
| 资本公积金        | 111.8          | 146.9          | 61.5           | 61.5           | 61.5           |

|                |                |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 留存收益           | 336.6          | 461.9          | 708.3          | 1,011.6        | 1,380.7        |
| 少数股东权益         | 4.6            | 16.4           | 14.0           | 10.3           | 4.7            |
| 母公司所有者权益       | 801.0          | 1,033.9        | 1,280.2        | 1,583.5        | 1,952.7        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>1,086.4</b> | <b>1,489.5</b> | <b>1,786.6</b> | <b>2,198.4</b> | <b>2,700.5</b> |

**现金流量表**

单位: 百万元

|                |              |              |               |              |              |
|----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>198.8</b> | <b>173.3</b> | <b>336.5</b>  | <b>361.8</b> | <b>453.0</b> |
| 净利润            | 168.3        | 241.4        | 292.8         | 359.7        | 442.1        |
| 折旧摊销           | <b>13.3</b>  | <b>13.2</b>  | <b>27.9</b>   | <b>35.6</b>  | <b>40.9</b>  |
| 财务费用           | 0.0          | 0.0          | -25.4         | -30.8        | -40.4        |
| 投资收益           | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>    | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |
| 营运资金变动         | 3.0          | -93.6        | 75.1          | -28.8        | -13.3        |
| 其他             | 14.2         | 12.3         | -34.1         | 26.1         | 23.7         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-10.6</b> | <b>-54.1</b> | <b>-232.9</b> | <b>-83.7</b> | <b>-82.6</b> |
| 资本支出           | -10.6        | -4.9         | -232.9        | -83.7        | -82.6        |
| 其他投资           | 0.0          | -49.2        | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>26.3</b>  | <b>54.6</b>  | <b>-23.5</b>  | <b>-29.3</b> | <b>-38.3</b> |
| 借款变动           | 0.0          | 0.0          | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| 普通股增加          | 84.7         | 72.4         | 85.4          | 0.0          | 0.0          |
| 资本公积增加         | -31.5        | 35.1         | -85.4         | 0.0          | 0.0          |
| 股利分配           | -26.8        | -52.9        | -48.9         | -60.2        | -78.6        |
| 其他             | 0.0          | 0.0          | 25.4          | 30.8         | 40.4         |

## 投资评级定义

| 公司评级 |                                  | 行业评级 |                           |
|------|----------------------------------|------|---------------------------|
| 强烈推荐 | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上    | 看好   | 预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上 |
| 推荐   | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%  | 中性   | 预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平    |
| 中性   | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内 | 看淡   | 预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上 |
| 卖出   | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上    |      |                           |

## 免责声明

易华强，在此声明，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)