

打造大户外生态圈战略稳步推进，15 年 旅行业务有望贡献收入

核心观点：

- 公司发布 14 年年报和 15 年一季报。(1) 2014 年收入 17.15 亿，同比增 18.7%；营业利润 3.24 亿，同比增 21.3%；净利润 2.82 亿，同比增 16.8%；EPS 为 0.58 元。(2) 测算 Q4 当季收入 7.07 亿，同比增 15.3%；营业利润 1.28 亿，同比增 14.3%；净利润 1.15 亿，同比增 7.5%。(3) 2015 年 Q1 收入 3.84 亿，同比增 20.8%；营业利润 1.13 亿，同比增 28.9%；归属于上市公司股东的净利润 0.94 亿，同比增 21.4%。**分红预案：每 10 股派发现金股利 2 元（含税）。**与此同时，**公司预计 15 年实现收入不低于 28 亿元，同比增 63%。**其中多品牌业务力争实现营业收入不低于 20 亿元（同比增 16.6%），旅行服务业务力争实现营业收入不低于 8 亿元；**计划实现净利润 3.15 亿元（同比增 11.7%），**其中多品牌业务贡献 3.35 亿元，旅行服务业务亏损不超过 0.2 亿元。
- 探路者主品牌仍为主要收入来源，线上业务增速有所放缓。2014 年 17.15 亿收入主要由探路者主品牌贡献，ACANU 贡献收入 1798 万元（同比增 466%）、Discovery 贡献收入 3980 万元（同比增 1439%），仍处于培育期。从渠道看，自 13 年公司将经销商纳入线上分销平台，大力发展电商渠道，14 年线上收入达 4.43 亿，同比增 62.7%，收入占比提升至 25.8%。线下渠道净增 63 家达 1677 家，14 年线下传统渠道渠道约 12.7 亿，同比增 9%。以绿野网为基础的户外旅行综合平台业务有序推进，14 年实现收入 954 万元（纳入合并范围收入 644.6 万），共有 125.2 万人次通过绿野平台报名参加户外活动，同比增 161%，领队增至 6000 余名。
- 14 年营业利润增速高于收入增速源于严控费用。14 年毛利率下滑 1.2 个百分点至 48.8%。严控费用下营业利润增速（21.3%）超过收入增速（18.7%）：销售费用同比增 13.4%至 2.87 亿，主要来自于业务规模持续扩大带来的市场推广费、仓储运输费、人员费用、电子平台服务费的增加；管理费用同比增 11.4%至 1.75 亿，主要源于人员费用和研发费用的增加。15 年 Q1 毛利率保持稳定，并继续严格控制费用，销售费用同比增 19.1%至 0.56 亿，管理费用保持稳定在 0.27 亿。
- 大环境不佳背景下，探路者给予经销商授信略增加，但依然处于非常良性水平，存货规模保持稳定。14 年经营性现金流净额 2.91 亿，同比增加 33.5%：受经销商授信加大的影响，14 年应收账款和应收票据总计为 1.4 亿（较去年同期增 0.38 亿），同比增 37.7%，高于收入增速 18.7%，周转率天数增加到 25 天；存货 3 亿保持稳定（较去年同期增 0.1 亿）。2015 年 Q1 经营性现金流净额为-0.39 亿，较去年同期增 0.83 亿：其中存货较年初增加 24.4%至 3.72 亿，应收款项较年初减 6.8%至 1.24 亿。

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)

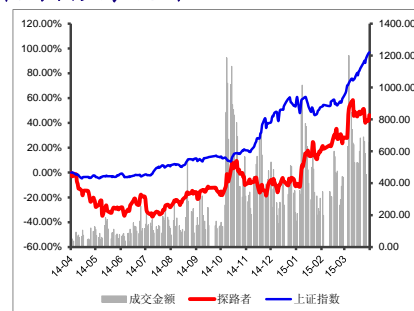
执业证书编号：S0130514050004

市场数据 2015.04.14

A 股收盘价(元)	29.21
A 股一年内最高价(元)	32.6
A 股一年内最低价(元)	17.2
上证指数	4135.56
市净率	11.95
总股本(万股)	51302
实际流通 A 股(万股)	32419
限售 A 股(万股)	18883
流通 A 股市值(亿元)	95

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

- **公司战略清晰，打造“户外用品+户外旅行+大体育”三大板块打造大户外生态圈系统稳步推进中。**公司目前定位于健康生活方式的推动者，战略布局从户外延伸到体育和旅行板块，我们认为公司近期的动作对打造三大板块的并行成长具有实质性的推动作用。**旅行板块**引入线上交易平台“易游天下”及负责人甄浩；与创投投资拟共同发起设立1至2亿元的黑马探路者旅游基金，专注于旅游领域天使期和早期阶段企业投资。**体育板块**联合江西和同发起探路者和同体育产业并购基金，专注于投资体育垂直类媒体和大众体育赛事相关领域的企业赛事运营公司；与“越野一族”签署全面战略合作协议；并计划4月份引入体育产业资深人士任板块负责人，深度挖掘体育产业链的机会。**户外用品板块**借力冬奥会，计划通过并购滑雪品牌丰富多品牌集群等，公司打造大户外生态圈的战略稳步推进。
- **投资建议：维持推荐评级。**考虑到公司打造“户外用品+户外旅行+大体育”大户外生态圈的战略稳步推进，维持推荐评级。户外用品主业将为公司户外生态圈的打造提供有力支撑，公司将利用其上市公司的资本和平台优势，持续不断在户外旅行和体育产业人才、资源方面跑马圈地，深度布局。公司属于体育主题中难得具有业绩基础的标的，我们相信2015年公司在户外生态系统的各个领域均会有所突破、发展。

表 1：探路者（300005.SZ）逐季业绩增速（百万元）

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
营业收入	239.9	318.6	612.7	318.1	304.4	385.3	707.4	384.2
同比	33.96%	30.34%	27.35%	16.03%	26.89%	20.95%	15.46%	20.79%
营业成本	126.7	161.2	297.8	159.4	155.2	195.1	367.8	188.4
同比	38.04%	27.57%	30.00%	16.68%	22.49%	21.02%	23.49%	18.19%
销售费用	43.7	67.6	98.6	46.6	57.4	72.2	110.9	55.5
同比	17.83%	19.94%	27.87%	7.49%	31.24%	6.74%	12.54%	19.19%
管理费用	29.7	46.0	54.5	27.0	28.4	55.5	63.6	27.2
同比	38.18%	45.25%	-9.67%	1.88%	-4.33%	20.80%	16.76%	0.99%
EBIT	39.2	43.6	109.2	84.7	41.9	61.6	125.4	110.8
同比	14.30%	47.34%	42.75%	28.45%	6.91%	41.31%	14.87%	30.88%
财务费用	-2.3	-2.8	-2.4	-2.8	-2.9	-1.9	-3.2	-2.0
资产减值损失	-0.6	0.0	45.6	0.0	20.3	0.0	33.1	0.0
营业利润	41.5	46.4	111.6	87.5	44.8	63.4	128.6	112.8
同比	17.37%	50.74%	43.13%	28.73%	7.82%	36.79%	15.28%	28.91%
加：营业外收入	3.1	1.9	7.3	4.3	4.0	0.5	2.4	0.9
减：营业外支出	0.3	0.1	0.3	0.1	2.3	0.1	0.8	3.1
利润总额	44.4	48.1	118.6	91.7	46.5	63.9	130.2	110.6
同比	25.56%	54.31%	48.31%	29.25%	4.72%	32.87%	9.80%	20.73%
减：所得税	7	10	12	15	8	11	15	18
净利润	37.4	38.5	106.5	76.3	38.1	52.8	114.8	92.5
同比	101.17%	74.73%	22.43%	29.40%	2.03%	36.95%	7.75%	21.16%
母公司所有者净利润	37.5	45.0	107.2	77.7	44.9	55.8	115.9	94.3
同比	102.01%	103.73%	22.65%	31.53%	19.71%	23.83%	8.15%	21.42%
完全摊薄 EPS	0.00	0.11	0.00	0.18	0.00	0.11	0.00	0.18

盈利能力

毛利率	47.17%	49.41%	51.39%	49.88%	49.00%	49.38%	48.01%	50.96%
营业利润率	17.31%	14.56%	18.21%	27.51%	14.70%	16.46%	18.18%	29.36%
销售净利润率	15.57%	12.10%	17.39%	24.00%	12.52%	13.70%	16.23%	24.07%
所得税率	15.84%	19.87%	10.15%	16.72%	18.00%	17.40%	11.82%	16.42%

费用控制能力

销售费用率	18.24%	21.22%	16.09%	14.65%	18.86%	18.73%	15.68%	14.46%
管理费用率	12.39%	14.42%	8.89%	8.47%	9.34%	14.41%	8.99%	7.08%

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