

探路者（300005）—2014 年报点评

构建三大板块协同发展生态圈。

推荐

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,715	2,139	2,824	3,917
同比（%）	18.7%	24.7%	32.0%	38.7%
净利润（百万元）	294	427	550	753
同比（%）	18.3%	45.0%	28.8%	36.9%
毛利率（%）	48.1%	49.2%	48.9%	48.8%
ROE（%）	23.6%	27.2%	27.9%	30.1%
每股收益（元）	0.57	0.83	1.07	1.47
P/E	46.28	31.91	24.77	18.09
P/B	10.91	8.67	6.91	5.44

- **业绩稳定增长。**本年度实现营业收入 17.15 亿元，较上年同期增长 18.67%；营业利润 3.24 亿元，较上年同期增长 21.27%；归属于上市公司股东的净利润 2.94 亿元，较上年同期上升 18.28%。每股收益 0.58 元，略高于我们预期（0.57 元），公司拟每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）。
- **多品牌发展，专注不同领域。**公司旗下 ACANU 专注户外骑行市场，通过大学生骑行文化推广、与途途渠道商加强合作，提高品牌知名度和影响力，年内实现营业收入 1,798.44 万元，同比增长 466.40%。另一品牌 Discovery Expedition 专注自驾、越野领域，2014 年与 Discovery 探索频道著名主持人、全球知名探险专家贝尔格里尔斯签约，担任中国区的品牌代言人并推出以其命名的荒野求生户外系列 DX/BG，借助 Discovery 在全球范围内的知名度和影响力，促进品牌快速发展，年内该品牌实现营收 3,979.55 万元，同比增长 1439.30%。此外，公司将“探路者”商标授权给童装品牌派克兰帝，希望借此填补童装市场的空白，产品已于 2014 年下半年上市销售。
- **构建三大板块协同发展生态圈。**公司自 2013 年以来先后参股了 Asiatravel、绿野网、极之美和易游天下多家旅游服务公司，希望打造基于旅游服务的 O2O 户外旅行综合服务平台；2015 年设立体育产业基金，用于投资体育垂直类媒体和大众体育赛事等；公司希望构建户外用品、旅行服务和大体育三大板块协同合作的探路者生态圈，实现“产品+服务”的 O2O 模式，优化供应链，打造社区化的渠道体系，并且以用户为中心，提升产品附加值。公司未来可能会继续寻找合适的投资标的，充实户外旅游服务和大体育产业。
- **盈利预测。**1) 据纺织品商业协会户外用品分会统计，2014 年我国户外用品零售额为 200.8 亿元，同比增长 11.24%，增速较去年大幅下降，市场进入调整期，不再是简单粗放快速增长阶段，公司作为龙头企业，将受益于行业整合；2) 随着国家加大对健康生活、体育运动的普及和推广，公司布局大体育产业和户外旅游也是顺应时势，未来有望成为国内首屈一指的综合服务平台，但短期内对公司业绩的帮助较小；3) 主品牌 Tread 的销售业绩保持稳定增长，ACANU 和 Discovery Expedition 两大品牌收入虽有大幅增长，但对总体收入的贡献较小，仍处于孕育期，等待品牌成熟后会逐步提高业绩。我们预计公司 15-17 年的 EPS 分别为 0.83 元、1.07 元和 1.47 元，对应 PE 分别为 31.91 倍、24.77 倍和 18.09 倍。
- **风险因素。**行业整合、竞争加剧；三大板块协同发展不达预期等。

2015 年 4 月 17 日

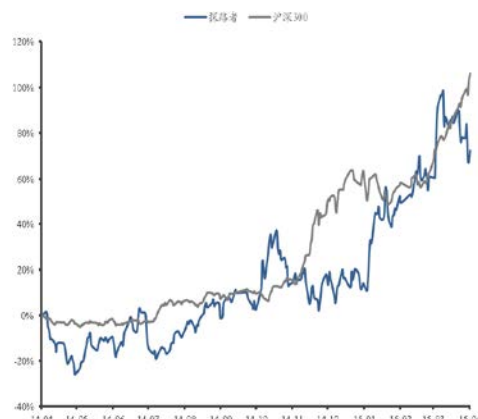
行业分析师 庄沁

执业资格证书号码：S0600515010001

0512- 62938317

zhuangq@dwzq.com.cn

股价走势



单位: 百万元

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1344.9	1735.9	2357.6	3185.6	营业收入	1715.2	2139.1	2824.2	3917.5
现金	874.0	1151.5	1558.3	2101.9	营业成本	877.5	1071.0	1423.4	1979.9
应收款项	149.8	180.7	242.7	333.8	营业税金及附加	12.1	15.4	20.1	27.8
存货	299.1	373.4	518.5	695.5	营业费用	287.1	376.5	488.3	674.2
其他	22.0	30.4	38.1	54.5	管理费用	178.1	225.1	292.4	408.9
非流动资产	422.4	468.2	457.6	445.7	财务费用	-10.8	-26.3	-35.2	-47.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	2.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	233.1	279.3	269.0	257.5	其他	-49.7	0.3	0.3	0.3
无形资产	9.9	9.6	9.2	8.9	营业利润	324.3	477.7	635.7	874.6
其他	179.3	179.3	179.3	179.3	营业外净收支	7.9	8.5	8.5	8.5
资产总计	1767.3	2204.2	2815.2	3631.3	利润总额	332.2	486.2	644.2	883.1
流动负债	463.3	588.2	798.9	1081.9	所得税费用	50.2	70.3	94.4	130.2
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	-12.2	-10.9	0.0	0.0
应付账款	273.4	345.2	485.8	643.6	母公司净利润	294.3	426.9	549.8	752.9
其他	189.9	243.0	313.2	438.3	EBIT	364.0	451.3	600.4	827.0
非流动负债	9.4	9.4	9.4	9.4	EBITDA	376.3	481.2	631.9	860.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	财务与估值指标				
其他	9.4	9.4	9.4	9.4	每股收益(元)	0.57	0.83	1.07	1.47
负债总计	472.7	597.6	808.3	1091.3	每股净资产(元)	2.43	3.06	3.84	4.88
少数股东权益	46.7	35.8	35.8	35.8	发行在外股份	513.0	513.0	513.0	513.0
母公司股东权益	1247.9	1570.8	1971.1	2504.3	ROIC(%)	26.9%	30.1%	40.2%	55.4%
负债和股东权益总计	1767.3	2204.2	2815.2	3631.3	ROE(%)	23.6%	27.2%	27.9%	30.1%
现金流量表					毛利率(%)	48.1%	49.2%	48.9%	48.8%
经营活动现金流	290.9	403.7	577.1	784.7	EBIT Margin(%)	21.2%	21.1%	21.3%	21.1%
投资活动现金流	-86.7	-22.3	-20.8	-21.3	销售净利率(%)	17.2%	20.0%	19.5%	19.2%
筹资活动现金流	-61.3	-104.0	-149.4	-219.8	资产负债率(%)	26.7%	27.1%	28.7%	30.1%
现金净增加额	142.8	277.4	406.8	543.6	收入增长率(%)	18.7%	24.7%	32.0%	38.7%
折旧和摊销	12.3	29.8	31.5	33.2	净利润增长率(%)	18.3%	45.0%	28.8%	36.9%
资本开支	42.7	-22.3	-20.8	-21.3	P/E	46.28	31.91	24.77	18.09
营运资本变动	-146.9	-42.0	-4.2	-1.4	P/B	10.91	8.67	6.91	5.44
企业自由现金流	269.5	351.6	519.0	715.6	EV/EBITDA	37.45	29.55	22.83	17.10

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： (0512) 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>