

三大业务线协同发展、打造“户外运动+户外旅行+大体育”大户外生态圈

核心观点：

- 公司于今日复牌，当前市值仅 103 亿，我们预计 15 年净利润约 3.3 亿左右，当前股价自高点回调 55%。维持推荐评级。
- 公司前期发布 2015 上半年业绩预告：(1) 2015 年 H1 收入 6.75 亿，同比增 8.5%，利润总额 1.67 亿，同比增 20.5%，净利润 1.25 亿，同比增 50%，因公司高新技术证书失效，按照谨慎原则计提 25% 的税率，若按 15% 的税率计算，上半年净利润 1.43 亿，同比增 16.5%。(2) 测算 Q2 收入约 2.91 亿，同比下滑 4.3%，利润总额 0.56 亿，同比增 20.1%，净利润 0.49 亿，同比增 8% (按税率 15% 测算)。
- 结合公司近期动作，我们认为大户外生态圈系统战略正在加速推进。探路者作为户外细分行业龙头，定位于健康生活方式的推动者，战略布局从户外用品延伸到体育和旅行板块，近期定增 21 亿及内部架构调整标志着公司打造“户外用品+户外旅行+大体育”大户外生态圈系统战略加速落地。户外多品牌主业贡献稳定利润，为公司户外生态圈的打造提供有力支撑；旅游板块作为整个生态圈的用户流量入口；体育板块作为公司利润增长点，形成完整用户生态圈。
- 体育板块引入资深人士张涛，体育板块布局逐步落地。作为前安踏集团副总裁兼北京分公司总经理，张涛多年来专注于全球体育产业的战略研究，在体育营销、战略管理、品牌营销、TMT 投资并购等领域拥有广泛人脉资源和丰富实战经验。体育产业作为长链条行业，从体育赛事整个驱动体育产业的金字塔直到终端拉动相关产业。公司计划以体育赛事、体育社区和培训、体育内容及传媒、智慧体育 (TMT 体育) 为重点，依靠直投和产业投资基金为手段，以股权投资为主要介入方式，进行体育产业链条深度布局。另外公司定增募投项目中的滑雪场项目也在持续推进中。
- 旅行板块引入线上交易平台“易游天下”及负责人甄浩，致力于打通产业链，完善生态圈布局。公司 3 月份公告投资“易游天下”，这是继参股新加坡 Asiatravel 和控股绿野、极之美之后，公司在旅行板块的又一重大布局。易游天下成立于 2007 年 12 月，定位于旅行的 O2O 综合服务商，现以 ETS 系统平台为基础整合上游产品端、下游零售端资源，逐步完善易游天下、极之美、探路者文化、票务公司的布局；在用户层次、目的地等领域进行细分；通过户外度假亲野营地，房车、帐篷营地建设，旅游规划师项目的推进等，布局全产业链形成旅游生态圈。
- 户外用品板块贡献稳定利润，打造垂直电商丰富多品牌集群。作为户外细分行业龙头，探路者在户外用品行业具有先发优势，公司提前布局滑雪领域，目前已经推出滑雪产品线，与欧美滑雪品牌的合作也在洽谈中，随着 2022 年冬奥会申办结果在 7 月

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

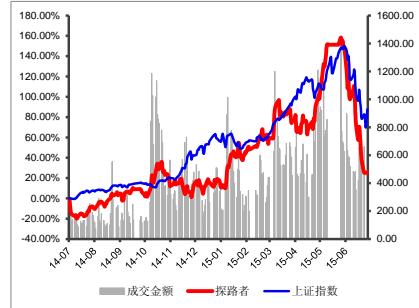
市场数据

2015.07.12

A股收盘价(元)	20.11
A股一年内最高价(元)	44.39
A股一年内最低价(元)	17.2
上证指数	3877.8
市净率	8.29
总股本 (万股)	51368
实际流通 A股(万股)	34769
限售 A股(万股)	16599
流通 A股市值(亿元)	70

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

份揭晓，公司有望实现与奥组委的深度合作，在提升品牌力的同时获取优质的体育资源，与体育板块协同发展。

- **投资建议：**维持推荐评级。我们认为公司打造“户外用品+户外旅行+大体育”户外生态圈的战略正在加速落地。户外用品主业将为公司户外生态圈的打造提供有力支撑，公司不断利用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 年公司在大户外生态系统的各个领域均会有所突破、发展。**公司当前市值仅 103 亿，我们预计 15 年净利润约 3.3 亿左右，同比增 12%，EPS0.64 元，当前股价对应 PE31 倍，维持推荐评级。**

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提供。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