

## 借北京申冬奥成功契机，积极布局冰雪产业，打造“户外运动+旅行+体育”大户外生态圈

### 核心观点：

- **2015 年 7 月 31 日，北京和张家口获得 2022 年第 24 届冬季奥林匹克运动会举办权。**我们认为随着这次申奥成功标志着，我国的冰雪运动将进入黄金发展期，此次申办 2022 年冬奥会，政府提出了“通过政府推动、政策拉动、规划策动、宣传鼓动等手段，带动 3 亿人参与冰雪运动”的目标，这对中国冬季体育运动发展有极大的推动作用，可带动更多的人特别是青少年参与冰雪运动，关注健身，改善生活方式。同时，也可进一步扩大开展冬季运动的区域，推动大量冬季项目体育设施的建设，为我国冬季体育产业的蓬勃发展带来新机遇。
- **我国滑雪产业将进入高速发展期。**随着国民收入水平的提高带来的消费升级，大众冰雪运动近年来迅猛发展，90 年代我国只有 9 个滑雪场，会滑雪的人数不超过 1,000 人，2014 年我国雪场总数 458 家，滑雪人次突破 1000 万，预计到 2020 年，我国雪场总数将达 650 家，滑雪人次预计突破 2300 万。与欧美国家相比，我国的冰雪运动尚处于起步阶段。面对急剧增长的冰雪消费人群以及日益丰富的需求，冰雪运动市场仍有较大的发展空间。在去年发布的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见（46 号文）》中也提出以冰雪运动等特色项目为突破口，促进健身休闲项目的普及和提高。
- **综合滑雪度假区代表未来发展趋势，冰雪装备市场具有巨大发展空间。**伴随冰雪运动热潮和冬奥会的成功申办，中国的滑雪市场将迎来爆发式增长。欧美国家滑雪场以综合滑雪度假区为主，形成了以滑雪项目为基础，包含雪场、观光、购物、美食等一系列休闲娱乐活动的综合度假模式。如美国的 VAIL 集团。成立于 1997 年，旗下拥有全美八大知名滑雪场，主营山地度假，同时拥有两家城区滑雪场。2014 财年收入 12.5 亿美元，接待滑雪人次 770 万，净利润 2820.6 万美元。目前我国仍以单一滑雪场为主，我们认为集住宿、休闲、购物、娱乐等为一体的综合滑雪度假区是未来发展的趋势，空间巨大。另外冰雪装备、器材也具有巨大市场潜力。冰雪运动作为极限运动对器械的依赖性很强，我国冰雪装备市场主要被国外知名品牌垄断，本土品牌通过技术升级创新仍有较大市场潜力有待挖掘。
- **探路者将借此次申奥成功的契机，积极布局冰雪产业，打造大户外生态圈。**在体育事业群的构建中，滑雪是一个重要版块。探路者计划募资 21 亿打造户外生态圈所要进行的 6 大项目就包括露营滑雪及户外多功能体验中心项目，体育事业群计划将在 2015 年开设第一家滑雪场，力争在 2017 年达到 20 家，2021 年突破 50 家，并将与旅行事业群协同发展，建成以冰雪文化为核

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

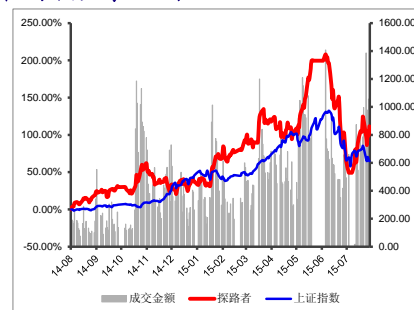
### 市场数据

2015.07.31

A 股收盘价(元)	28.5
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	3663.73
市净率	11.76
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)	99

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

心的户外文化体验中心。另外在户外运动装备板块，公司已提前布局，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，随着冬奥会的成功申办，公司有望实现与奥组委的深度合作。

- **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。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，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，构建完整用户生态圈。探路者作为我们七月份的十大金股之一，自 7.6 底部以来单月上涨 40%，已部分反映冬奥会申办成功的预期，七月份整个体育板块比较活跃。公司当前市值 146 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 PE44 倍，维持推荐评级。

#### 附冬奥会相关资料：

2015 年 7 月 31 日，北京和张家口获得 2022 年第 24 届冬季奥林匹克运动会举办权。

**其中主要项目：**速度滑冰、花样滑冰、高山滑雪、高山滑雪、自由式滑雪、越野滑雪、冰壶、冰球、雪橇、学车等。

#### 收支预算：

**运营成本：**本次冬奥会北京奥组委预计赛事运营预算 15.6 亿美元（96.9 亿人民币）。

**场馆建设：**非组委会预算场馆资本投资支出 15.1 亿美元（93.8 亿人民币，65%由企业投资，其中三个奥运村投资 100%由企业投资）

**预算收入：**国内赞助商 6.6 亿美元、国际奥委会分配 3.38 亿美元、顶级赞助商 1.57 亿美元、门票收入 1.18 亿美元、政府补贴 9400 万美元、品牌授权 8000 万美元。合计 14.47 亿美元（89.9 亿人民币）。

**所需基建投资：**除去 15.1 亿美元的场馆投资，冬奥会设计的投资还包括计划新建的京北路，使北京、延庆和张家口间的交通更加通畅；京张高速今年内正式开工；张家口未来有扩建可能。

**门票价格：**热门赛事平均价格 100 美元，开闭幕式 118-787 美元；整体门票价格 8-238 美元

**举办规模：**2014 年索契冬奥会参会人数达到 5000 多人，历时 17 天。

**转播时间：**索契冬奥会电视转播时间 8.8 万小时，464 家电商频道转播了索契冬奥会；有数据显示，此届冬奥会有 3/4 的美国人曾观看，加拿大高达 90%，韩国观看人数也达到了 2/3。中国约 1.9 亿人观看至少 15 分钟转播。通过电视、网络等各个渠道参与本届冬奥会的转播时长达 10.2 万小时，其中电视 4.2 万小时。

#### **冰雪产业发展空间（与国外对比）：**

**1、大众运动：**滑雪项目为例，据不完全统计，目前中国滑雪市场每年产值约为 120 亿元。2013-2014 雪季，中国滑雪人次在 1300 万次左右，参与率超过 0.4%，且主要集中在东三省及北京；但是，目前部分欧美国家滑雪人口占总人口超过 30%。

**而在我国举办冬奥会有望带动 3 亿民众参与冰雪运动。**为实现此目标，我国政府从 15 年至 22 年这 7 年间，将通过政府推动、政策拉动、规划策动、宣传鼓励等手段鼓励更多群众加入冰雪运动。

目前我国已设立了 3000 万美元的冬季项目专项资金。随着带动三亿人参与冰雪运动计划的推进，以及“百万青少年上冰雪”、“冰雪阳光体育”等多个项目的推广，未来冬季人口将会继续增长。

**2、职业联赛：**北美地区的冰球职业联赛—NHL 已经是全球竞技性和商业化最高的冰球联赛。通过门票、广告、电视转播，13-14 赛季 NHL 球队收入达到 37 亿美元，经营利润合计 4.53 亿美元。30 支球队合计价值达到 147 亿美元。我国目前在这方面还是空白。

**3、基础设施：**目前全球范围内共有 6000 余个滑雪场，每年带来 7000 亿美元收入。中国滑雪场 500 个左右，年收入 100 亿。除去北上广等一线城市，全国在建冰场 200 块。荷兰只有 1600 万人口，对应冰场超过 1000 块，每年新建 100 块冰场。相比之下，我国冰雪场馆

建设未来仍有巨大的提升空间。

未来几年张建口将借助冬奥机遇，集中力量把冰雪产业打造成全市支柱产业。2014 年张

家口共接待国内外游客 3318 万人次，旅游收入 237.6 亿元，同比分别增长 20.33%和 28.46%、

崇礼 2014-2015 年雪季，滑雪旅游人数达到 167 万人次，旅游收入 11.7 亿元。

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
<b>盈利能力</b>								
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%
<b>费用控制能力</b>								
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](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)