

## 发布股权激励彰显信心，布局冰雪产业 加速落地，三大板块协同发展

核心观点：

- **公司披露2015年半年报：**(1)上半年收入6.76亿，同比增8.6%；营业利润1.64亿，同比增24.3%；净利润1.24亿，同比增1.2%，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，同比增约16.48%。(2)测算14Q2收入2.92亿，同比降4.1%；营业利润5164万元，同比增15.4%；净利润2973万元，同比降33.9%，若按照税率15%测算，净利润约0.49亿，同比增7.9%。公司同时维持对15年业绩的判断：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。
- **公司发布第三期股权激励计划。**向300余人以28.44元授予1000万份期权，要求以14年为基数，2016到2018年收入增速不低于240%、400%、600% (即不低于58亿、86亿、120亿)，我们认为此业绩目标主要基于易游天下的旅行、体育板块中的冰雪项目的发展目标而设定，净利润增速不低于20%、85%、170% (即不低于3.4亿、5.2亿、7.6亿)，净利润增速大幅低于收入增速则在于未来会快速增长的旅行项目净利润率极低，而2016年相对于2014年净利增长目标只有20%则由于旅行及体育中的冰雪项目尚在培育过程中，我们认为2017、2018年冰雪和旅行有望逐步产生效益。
- **公司披露对外投资公告。**探路者拟出资3450万元(占首期注册资本60%股权)与孙波先生共同设立北京探路者冰雪控股发展有限公司，在合适地点、全国范围进行滑雪场建设运营。孙波源于其团队拥有造雪保雪技术优势和运营经验出资10万占40%股权，孙波将其拥有的新型造雪技术及造雪设备生产销售、雪场设计施工业务转给合资公司并具有排他性，同时承诺新增投入不超过200万元的前提下，合资公司2016-2018年将实现240、288、345万的净利润。我们认为在冬奥会背景下国内冰雪市场具有良好发展机遇，滑雪场、露营滑雪、户外多功能体验中心项目估计是公司2017、2018年利润增速实现股权激励目标的重要保障。
- **探路者主品牌仍为公司业绩主要来源。**2015年上半年6.76亿主要由户外多品牌业务贡献(收入6.67亿元，归母净利润1.27亿元)，其中探路者主品牌收入6.26亿，收入占比约92.6%，ACANU贡献收入652万元(同比增194.1%)、Discovery贡献收入3479万元(同比增762.21%)。旅行服务板块上半年实现营业收入433.25万元，归母净利润-313.58万元，旅游服务的营业收入贡

探路者(300005.SZ)

推荐 维持评级

分析师

马莉

电话：(8610) 6656 8489

电子邮箱：mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539

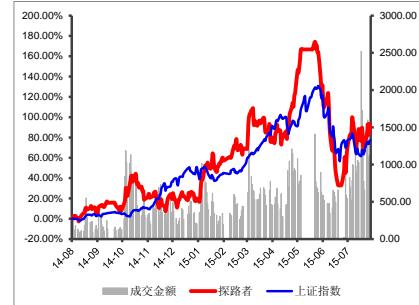
电子邮箱：yanglan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050004

市场数据	2015.08.16
A股收盘价(元)	28.44
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	3965.34
市净率	11.73
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

献主要来源于绿野网和极之美，其中极之美于 15 年 4 月并表，易游天下于 7 月份并表。2015 年 1-6 月通过绿野平台的活动报名约 56 万人次，同比增长约 47%。绿野直通车从 6 月下旬已开始试运营，绿野旗下的六只脚网站及 APP 在报告期末的 UGC (User Generated Content) 户外线路已达 30 万条，线路数量相比 2014 年末又增加了近 10 万条。

- **15 年 H1 毛利率大幅提升 1.85 个百分点，费用控制严格。**得益于公司持续加强对产品成本的有效管控，上半年综合毛利率提升 1.85 个百分点至 51.3%，同时公司加大费用控制力度，H1 的销售费用率+管理费用率约为 25.3%，较上年同期降低 0.3 个百分点。其中销售费用 1.13 亿，同比增 8.9%，主要是广告宣传推广费用增加 452 万 (同比增 23.3%)，电子商务平台服务费用增加 439 万 (同比增 81.6%)。管理费用 0.58 亿，同比增 4.8%，主要源于职工薪酬增加了 285 万元 (同比增 13.5%)，以及研发支出增加 355 万元 (同比增 31.7%)。
- **大环境不佳背景下，探路者给予经销商授信略增加。**15 年 H1 经营性现金流净额-1.63 亿，较去年同期情况下滑 0.6 亿 (去年同期-1.03 亿)。其中存货 3.39 亿 (较去年同期增加 1921 万，较期初增加 3967 万，周转率与去年同期 1.03 持平)，应收账款 1.60 亿 (较去年同期增加 8394 万，较期初增加 2695 万，周转率由去年同期 6.51 下滑至 4.54)。投资性现金流净额-2.70 亿 (去年同期-0.64 亿)，主要源于公司购买银行理财以及预付易游天下等投资款项。筹资性现金流净额 1.81 亿 (上年同期-0.92 亿)，增长主要是因为本期未进行利润分配支付，并且新增银行短期借款 1.63 亿所致。
- **投资建议：维持推荐评级。**我们认为公司在构建户外用品、旅行服务、大体育三大板块协同发展的生态圈过程中，先后对 Asiatravel、绿野、极之美、图途、易游天下进行了战略投资。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。公司当前市值 146 亿，我们预计传统户外用品 15 年净利润 3.3 亿、考虑易游天下亏损有望实现 3.15 亿净利润，单纯从传统业务利润对公司进行定价意义不大，市值空间更主要看冰雪项目、旅行项目落地实施进展。从公司提前披露半年报及发布股权激励内容来看体现出公司高层对自身发展前景的坚定信心。从中长线角度，考虑到中国户外 (含冰雪、露营) 广阔发展前景，公司在行业中的龙头地位，以及公司自身的信心，维持推荐评级。

表 1：探路者 (300005.SZ) 逐季业绩增速 (百万元)

指标	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入	318.6	612.7	318.1	304.4	385.3	707.4	384.2	291.9
同比	30.34%	27.35%	16.03%	26.89%	20.95%	15.46%	20.79%	-4.12%
营业成本	161.2	297.8	159.4	155.2	195.1	367.8	188.4	140.8
同比	27.57%	30.00%	16.68%	22.49%	21.02%	23.49%	18.19%	-9.29%
销售费用	67.6	98.6	46.6	57.4	72.2	110.9	55.5	57.8
同比	19.94%	27.87%	7.49%	31.24%	6.74%	12.54%	19.19%	0.58%
管理费用	46.0	54.5	27.0	28.4	55.5	63.6	27.2	30.8
同比	45.25%	-9.67%	1.88%	-4.33%	20.80%	16.76%	0.99%	8.41%
EBIT	43.6	109.2	84.7	41.9	61.6	125.4	110.8	49.1
同比	47.34%	42.75%	28.45%	6.91%	41.31%	14.87%	30.88%	17.10%
财务费用	-2.8	-2.4	-2.8	-2.9	-1.9	-3.2	-2.0	-2.6
资产减值损失	0.0	45.6	0.0	20.3	0.0	33.1	0.0	12.0
营业利润	46.4	111.6	87.5	44.8	63.4	128.6	112.8	51.6

同比	50.74%	43.13%	28.73%	7.82%	36.79%	15.28%	28.91%	15.36%
加：营业外收入	1.9	7.3	4.3	4.0	0.5	2.4	0.9	3.8
减：营业外支出	0.1	0.3	0.1	2.3	0.1	0.8	3.1	0.2
利润总额	48.1	118.6	91.7	46.5	63.9	130.2	110.6	55.3
同比	54.31%	48.31%	29.25%	4.72%	32.87%	9.80%	20.73%	18.96%
减：所得税	10	12	15	8	11	15	18	29
净利润	38.5	106.5	76.3	38.1	52.8	114.8	92.5	26.5
同比	74.73%	22.43%	29.40%	2.03%	36.95%	7.75%	21.16%	-30.44%
母公司所有者净利润	45.0	107.2	77.7	44.9	55.8	115.9	94.3	29.7
同比	103.73%	22.65%	31.53%	19.71%	23.83%	8.15%	21.42%	-33.85%
完全摊薄 EPS	0.11	0.00	0.18	0.00	0.11	0.00	0.18	0.00
<b>盈利能力</b>								
毛利率	49.41%	51.39%	49.88%	49.00%	49.38%	48.01%	50.96%	51.75%
营业利润率	14.56%	18.21%	27.51%	14.70%	16.46%	18.18%	29.36%	17.69%
销售净利润率	12.10%	17.39%	24.00%	12.52%	13.70%	16.23%	24.07%	9.09%
所得税率	19.87%	10.15%	16.72%	18.00%	17.40%	11.82%	16.42%	52.05%
<b>费用控制能力</b>								
销售费用率	21.22%	16.09%	14.65%	18.86%	18.73%	15.68%	14.46%	19.79%
管理费用率	14.42%	8.89%	8.47%	9.34%	14.41%	8.99%	7.08%	10.56%

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、杨嵒，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](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)