

2015 年 09 月 18 日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

18

公司基本资讯

产业别	纺织服装
A 股价(2015/9/17)	15.20
深证成指(2015/9/17)	9739.89
股价 12 个月高/低	41.5/14.22
总发行股数(百万)	513.68
A 股数(百万)	347.75
A 市值(亿元)	52.86
主要股东	盛发强 (28.73%)
每股净值(元)	2.49
股价/账面净值	6.10
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-44.4 -45.4 -3.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-08-27	16.85	买入
2014-07-18	13.90	持有

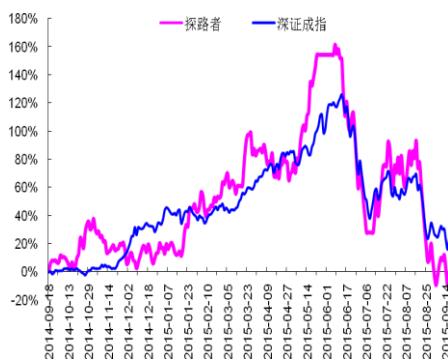
产品组合

户外服装	83.5%
户外鞋品	21.8%
户外装备	8.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	11.6%
----	-------

股价相对大盘走势



探路者(300005.SZ)

BUY 买入

短期控股四家加盟商有助减缓业绩波动，长期看好公司布局大体育

结论与建议：

公司拟以现金收购四家优质加盟商 51% 的股权，在整个户外用品零售增速放缓的背景下，此举有助于探路者利用加盟商资源增加收入和利润，减少公司业绩的波动。目前股价对应 2015 年、2016 年和 2017 年动态市盈率分别为 22 倍、18 倍和 14 倍，维持买入投资评级。

- 公司发布公告，拟以现金收购四家优质加盟商(分别为：北京山水乐途、青岛馨顺达、济南汇干、辽宁北福源)部分股权，控股比例均为 51%，总耗资约 2.57 亿元，收购 PE 值倍率在 9-11 倍之间。战略投资完成后，加盟商公司将变为合资公司，由探路者控股，仍由加盟商经营。在户外用品零售增速放缓的背景下，此举有利于公司转型，利用加盟商在当地优质的线下渠道、客户等资源，并增加公司整体在零售环节的收入和利润，有助减缓公司业绩的波动。
- 为了顺应政府鼓励体育产业发展的潮流，公司已经明确，从单一的运动休闲服饰用品品牌企业转变为户外综合解决方案提供商，从户外用品的生产和销售拓展为“户外用品+旅行+大体育”三大板块。6 月份，公司公告拟定增 21 亿元，用于建设探路者云、露营滑雪及户外多功能体验中心、绿野户外旅行 O2O、户外用品垂直电商、户外安全保障服务平台与补充流动资金。其中，探路者云沉淀大数据并整合资源，通过分享与挖掘，推动三大板块更好协同。露营滑雪项目具备前瞻性，建设 10 个功能式营地，辅以滑雪场，提供多种应季户外体验。在政府大力支持体育产业的背景之下，我们看好公司未来的发展。
- 根据四家公司给出的业绩承诺(见表 1)，2015 年至 2017 年四家公司为探路者贡献利润(控股 51%)约 2,534 万元、3,169 万元、3,961 万元。按照我们此前对探路者的业绩预估，对业绩的贡献比例约 6%。
- 2015 年上半年，公司实际实现归属上市公司净利润同比增长 16.48%。由于控股的四家公司的业绩占比小，暂不调整盈利预测，预计 2015 年、2016 年、2017 年公司实现净利润分别为：3.51 亿元(对应 EPS 为 0.68 元，同比增长 19%)；4.39 亿元(对应 EPS 为 0.86 元，同比增长 25%)；5.64 亿元(对应 EPS 为 1.1 元，同比增长 28%)。

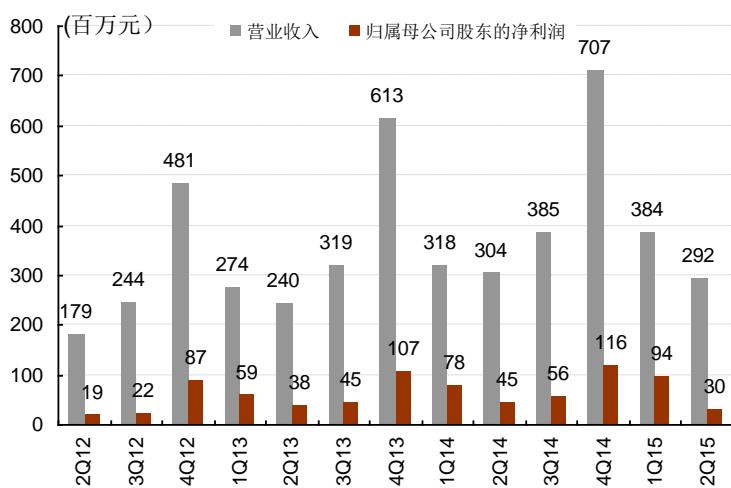
接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	169	249	294	351	439	564
同比增减	%	57.44	47.48	18.28	19.19	25.23	28.32
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.48	0.59	0.58	0.68	0.86	1.10
同比增减	%	20.33	22.02	-1.92	18.55	25.23	28.32
A 股市盈率(P/E)	X	31.58	25.88	26.39	22.26	17.78	13.85
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.25	0.20	0.25	0.30	0.35
股息率 (Yield)	%	0.99	1.64	1.32	1.64	1.97	2.30

表 1：收购的四家加盟商对未来的净利润承诺

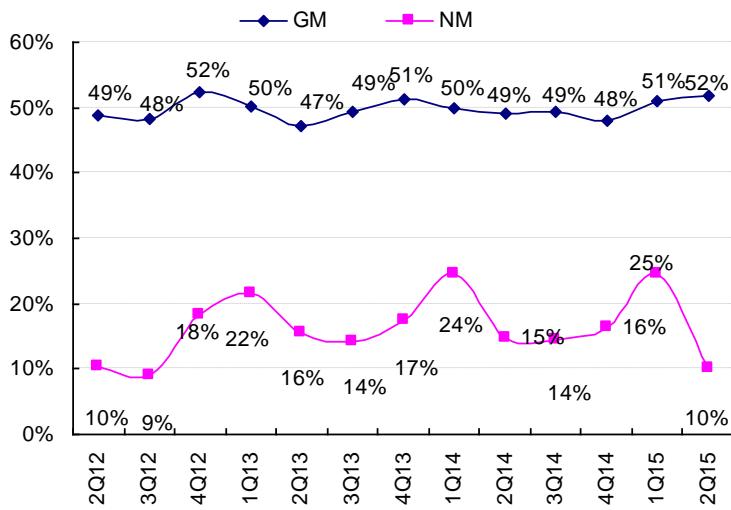
单位: 万元	2015	2016	2017	转让价款	收购 PE 值倍率
山水乐途	1,014	1,269	1,586	5,176	10
青岛鑫顺达	1,562	1,952	2,440	8,760	11
济南汇干	960	1,200	1,500	4,405	9
北福源	1,433	1,793	2,241	7,310	10
小计	4,969	6,214	7,767	25,651	

图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元



资料来源：公司公告、群益证券

图 2：公司利润率情况 单位：%



资料来源：公司公告、群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

 强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

 中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

 卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入	1445	1715	1950	2242	2578
经营成本	722	878	1024	1154	1260
营业税金及附加	10	12	15	17	20
销售费用	253	287	326	375	432
管理费用	157	175	196	226	260
财务费用	-10	-11	-11	-12	-14
资产减值损失	45	53	12	0	0
投资收益		3	0	0	0
营业利润	267	324	387	482	621
营业外收入	15	11	9	10	10
营业外支出	1	3	3	2	2
利润总额	282	332	393	490	628
所得税	41	50	57	69	88
少数股东损益	-7	-12	-15	-18	-23
归属于母公司所有者的净利润	249	294	351	439	564

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	731	874	1031	1217	1436
应收账款	73	133	213	341	546
存货	291	299	302	305	308
流动资产合计	1163	1345	1520	1717	1941
长期股权投资	49	0	0	0	0
固定资产	239	233	236	239	242
在建工程	1	0	0	0	0
非流动资产合计	326	422	486	559	642
资产总计	1489	1767	2006	2276	2583
流动负债合计	439	463	482	501	521
非流动负债合计		9	0	0	0
负债合计	439	473	496	521	547
少数股东权益	16	47	47	47	47
股东权益合计	1034	1248	1473	1738	2050
负债及股东权益合计	1489	1767	2068	2419	2831

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	218	291	368	408	456
投资活动产生的现金流量净额	(54)	(87)	-149	-249	-208
筹资活动产生的现金流量净额	(21)	(61)	-15	8	-47
现金及现金等价物净增加额	144	143	204	167	201

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。