



2015-10-21

公司点评报告

买入/首次

探路者 (300005)

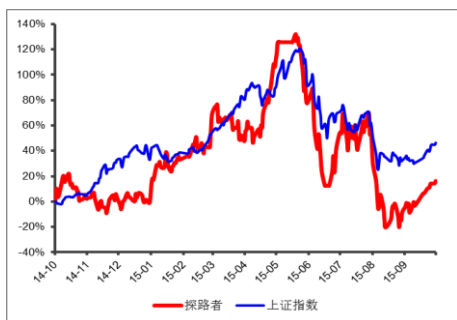
目标价: 24

昨收盘: 20.79

纺织服装 服装家纺

探路者 (300005): 营收快速增长, 积极打造户外、旅游、体育生态圈

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	514/348
总市值/流通(百万元)	10,679/7,230
12 个月最高/最低(元)	41.50/14.22

证券分析师: 程晓东

电话: 010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511050002

证券分析师: 刘丽

电话: 010-88321609

E-MAIL: liuli@tpyzq.com

事件: 2015 年 1-9 月, 公司实现营收 19.41 亿元, 同比增 92.63%; 归属于上市公司股东净利润为 1.47 亿元, 同比降 17.88%; 每股收益 0.29 元。其中第三季度实现营收 12.65 亿元, 同比增 228.35%, 归属于上市公司股东净利润为 2244 万元, 同比降 59.76%。

户外用品和旅行业务贡献大部分收入: 2015 年前三季度公司初步完成了户外用品、旅行服务、大体育三大事业群协同发展的战略布局, 其中户外用品及旅行服务贡献了绝大部分收入: 户外用品板块前三季度销售收入约为 10.14 亿元, 收入占比为 52.24%, 同比增 1%。旅行服务板块在 2015 年 4 月、7 月先后将极之美和易游天下纳入合并报表范围, 因此前三季度该板块收入金额为 9.27 亿元, 收入占比为 47.76%。分品牌来看, ACANU 实现营业收入 962 万元, 同比增 44.04%; Discovery Expedition 实现营业收入 5,635 万元, 同比增 334.58%。探路者品牌实现收入为 9.48 亿元, 同比降 4%。

因并表以及所得税税率调整的原因导致净利润负增长。 前三季度综合毛利率为 27.36%, 较上半年降 23.94 个百分点, 较去年同期降 22.06 个百分点。毛利率大幅度下降的原因在于收入占比为 47.76% 的旅行服务板块由于其行业特点毛利率仅为 1.94%, 拉低了整体毛利率。在毛利率大幅度下降的情况下, 公司积极控制费用, 前三季度三项费用率为 17.55%, 同比降 10.78 个百分点。其中销售费用率为 11.60%, 同比降 5.88 个百分点; 管理费用率为 5.66%, 同比降 5.34 个百分点; 财务费用率为 -0.29%, 同比增加 0.46 个百分点。另外, 由于公司母公司主体的高新技术企业证书已于 7 月 9 日到期, 公司暂按 25% 的税率计算预提了母公司 2015 年前三季度的所得税费用, 从而导致净利润的降幅 (同比降 17.88%) 远超过利润总额的降幅 (同比降 2.98%)。

■ 主要财务指标

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1445	1715	2796	3355
净利润(百万元)	241	282	305	387
摊薄每股收益(元)	0.48	0.57	0.62	0.79

资料来源: Wind, 太平洋证券

户外、旅游、体育三大事业群协同发展：户外用品事业群板块涵盖探路者、Discovery Expedition、ACANU 三大品牌，同时公司在 9 月份使用自有资金收购辽宁北福源商贸、济南汇乾贸易、青岛馨顺达商务、北京山水乐途这四家优质加盟商各 51% 股权，更加有效吸取优质加盟商运营经验，完善对零售终端的管控以及 O2O 用户消费体验，并充分利用互联网等方式整合各项资源，将公司旅行事业群、体育事业群的相关产品嵌入到加盟商的销售渠道中，实现协同发展的目的。旅行事业群板块目前初步形成以易游天下（出境游）、极之美（定制游）、绿野（周边游）三大业务结构，易游天下已在电商、微商交易平台共计上线 1100 多条线路产品，优化线路约 600 条；绿野网计划于 10 月中下旬发布绿野领队服务运营标准。极之美开启精品定制游服务的品牌打造，注重类互联网化产品的开发，并借助于淘宝“聚划算”、“去哪”等大型互联网平台开展活动。体育事业群板块，公司围绕冰雪运动、赛事运营、文化传媒、体育培训、智能健身管理等重点领域开展项目搜集和评估。8 月份成立合资公司，拟在河南郑州巩义市嵩山北坡筹建 25 万平方米的滑雪场，滑雪场内将规划建设冰雪广场、单板公园、初中高级滑雪道雪上飞碟区、戏雪区等，并配套服务大厅、餐饮酒店娱乐等服务设施，预计将于今年底开始试运营。

投资建议：公司打造的户外、旅游、体育生态圈正在加速完善中，且不排除未来公司通过外延式并购来丰富产品线，壮大生态圈的可能。根据公司的业绩承诺，即 2015 年营收不低于 28 亿元（户外 20 亿、旅行服务 8 亿），同比增 63%。净利润不低于 3.15 亿元（户外 3.35 亿、旅行服务亏损不超过 0.2 亿）以及未来户外、体育、旅游行业的增长趋势，我们预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.62 元、0.79 元、0.93 元，对应的 PE 分别为 30 倍、24 倍、20 倍，估值在纺织服装板块中属于偏低水平，目前公司总市值不到 100 亿，市值较小，未来股价弹性较大，给予“买入”评级。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	670	788	1077	1404	1814	营业收入	1445	1715	2796	3355	3858
应收和预付款项	136	162	165	227	223	营业成本	722	878	1733	2063	2361
存货	291	299	817	511	1008	营业税金及附加	10	12	20	24	27
其他流动资产	4	9	9	9	9	销售费用	253	287	319	386	448
流动资产合计	1102	1259	2068	2152	3055	管理费用	157	175	284	341	393
长期股权投资	49	0	0	0	0	财务费用	-10	-11	-21	-28	-36
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	45	53	53	53	53
固定资产	240	233	153	73	-7	投资收益	0	3	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	8	48	46	44	42	营业利润	267	324	407	515	613
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	15	8	0	0	0
其他非流动资产	1	106	106	106	106	利润总额	282	332	407	515	613
资产总计	1400	1647	2373	2375	3196	所得税	41	50	102	129	153
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	241	282	305	387	459
应付和预收款项	348	352	850	564	1042	少数股东损益	-7	-12	-13	-17	-20
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	249	294	319	403	479
其他负债	1	1	1	1	1						
负债合计	349	352	851	565	1043						
股本	425	513	513	513	513	预测指标					
资本公积	147	173	173	173	173		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
留存收益	462	562	803	1108	1470	毛利率	50%	49%	38%	39%	39%
归母公司股东权益	1034	1248	1489	1794	2156	销售净利率	17%	16%	11%	12%	12%
少数股东权益	16	47	33	17	-3	销售收入增长率	31%	19%	63%	20%	15%
股东权益合计	1050	1295	1522	1810	2153	EBIT 增长率	43%	18%	20%	26%	18%
负债和股东权益	1400	1647	2373	2375	3196	净利润增长率	43%	17%	8%	27%	19%
						ROE	24%	24%	21%	22%	22%
						ROA	19%	20%	16%	21%	18%
						ROIC	75%	67%	62%	88%	113%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.48	0.57	0.62	0.79	0.93
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	PE (X)	42.92	36.29	33.51	26.47	22.28
经营性现金流	219	291	346	398	491	PB (X)	10.33	8.56	7.17	5.95	4.95
投资性现金流	-54	-87	0	0	0	PS (X)	7.39	6.23	3.82	3.18	2.77
融资性现金流	-21	-61	-57	-71	-81	EV/EBITDA (X)	28.74	29.54	23.10	17.92	14.60
现金增加额	144	143	289	327	410						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。