



2016-04-26

公司点评报告

增持/维持

探路者 (300005)

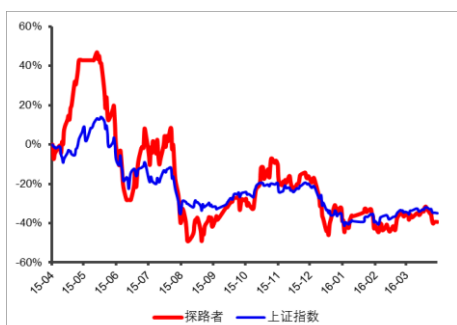
目标价: 20

昨收盘: 16.99

纺织服装 服装家纺

## 探路者 (300005): 户外、旅行、大体育社群生态圈建设持续深化

## ■ 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)   | 8,732/5,913 |
| 12 个月最高/最低(元) | 41.50/14.22 |

《营收快速增长, 积极打造户外、旅游、体育生态圈》—2015/10/21

证券分析师: 刘丽

电话: 010-88321609

E-MAIL: liuli@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516020001

**事件:** 2015 年公司实现营收 38.08 亿元, 同比增 121.99%; 归属于上市公司股东净利润为 2.63 亿元, 同比降 10.5%; 每股收益 0.51 元。2016Q1 实现营收 5.14 亿元, 同比增 33.87%, 归属于上市公司股东净利润为 7179 万元, 同比降 23.9%; 每股收益 0.14 元。公司净利润下滑的原因在于: 一方面, 户外用品业务处于去库存阶段, 盈利水平下降; 另一方面, 旅游板块处于业务开拓及转型期, 出现战略亏损。

**户外事业群是集团现阶段的基石业务, 利润的主要来源。**面对外部整体消费低迷, 行业竞争持续加剧的不利局面, 2015 年/2016Q1 户外事业群分别实现营业收入 18.07/3.57 亿元, 同比增 5.36%/1%, 收入占比 47.45%/69.46%, 实现净利润 2.87 亿元/8071 万元。1、专注于登山、徒步等领域的户外专业品牌**探路者 (Toread)** 2015 年实现收入 16.4 亿元, 与 2014 年同期基本持平。2015 年公司关闭低效门店, 提升单点效率, 线上门店数量下降到 1455 家, 较 2014 年同期的 1677 家减少 222 家。值得一提的是探路者品牌电商渠道 2015 年实现收入 4.53 亿元, 同比增长 20%, 占探路者品牌总收入的 28%, 2016 年 Q1 线上渠道销售收入持续高增长, 增速达到了 29%。2、专注于自驾、越野等户外休闲领域的 **Discovery Expedition** 品牌快速增长, 2015 年实现收入 1.33 亿元, 同比增长 235%, 线下店铺数量达到 73 家, 较 2014 年的 54 家增加 19 家。3、专注于户外骑行等领域的阿肯诺 (**ACANU**) 品牌实现收入 2974 万元, 同比增长 65.38%。在不利的外部环境影响下, 公司对于 2016 年户外用品板块的经营重点是消化库存, 大幅降低期货采购, 提升快速翻单补货的运营能力。

**旅行事业群目前主要作为集团用户流量的入口和集团销售收入的重要贡献者, 但是由于处于业务开拓及转型期, 仍处于战略亏损阶段。**2015 年/2016 年 Q1 分别实现销售收入 20.04 亿元/1.58 亿元, 收入占比分别为 52.63%/30.7%, 净利润分别亏损 2286 万元/637 万元。旅行事业群包括易游天下、绿野、探路者户外安全等多家子公司的运营。**易游天下**是旅行事业群的主要营收来源, 定位于旅行 O2O 综合服务商, 逐步拓展“旅游综合平台+旅行规划师+线下大型体验店”的模式, 不仅与绿野形成了协同发展效应, 也带动了公司户外产品的销售。**绿野网** 2015 年通过平台的活动报名人数达到了 140 万, 同比增 28%, 旗下的六只脚网站及 APP 户外线路已达 37 万条, 同增 20 万条。

**体育事业群目前以滑雪场运营及投资业务为主, 是集团培育的未来新兴业务板块。**主要投资领域包括赛事运营、冰雪运动、体育传媒、

体育培训、智能健身管理、体育社区等领域。公司发起设立的探路者体育产业并购基金已完成首期 1.1 亿元的资金募集，完成了对乐动天下、Fittime、奥美健康以及冰世界等重点项目的投资。

**非公开发行在即，助力公司发展进入新阶段：**目前公司的非公开发行股票申请已经获得证监会通过，发行数量不超过 8000 万股，募集资金总额不超过 12.8 亿元，扣除发行费用后将用于“探路者云项目”、“绿野户外旅行 020 项目”、“户外用品垂直电商项目”、“户外安全保障服务平台项目”和“补充流动资金项目”五个项目。

**投资建议：**公司户外用品板块处于去库存阶段，预计 2016 年营收和净利润增速为个位数；旅行服务板块由于内部结构调整，尚处于只贡献收入而净利润战略性呈亏损阶段；体育板块还处于起步阶段，因此整体来看，若要三大板块形成协同发展之势还需要一定时间的磨合。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.52 元、0.71 元、0.91 元，按照 4 月 25 日收盘价 16.99 元计算，对应的 PE 分别为 32.67 倍、23.93 倍、18.67 倍，估值略偏高。目前公司总市值不到 90 亿，市值较小，且从长远看，在 2016 年库存出清至健康后，户外板块的业绩将会回到正常水平，旅行板块也将为公司生态社群构建和战略转型贡献积极价值，未来股价弹性较大，给予“增持”评级。

#### ■ 主要财务指标

|           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1715  | 3808  | 4950  | 6187  |
| 净利润(百万元)  | 282   | 253   | 257   | 352   |
| 摊薄每股收益(元) | 0.57  | 0.51  | 0.52  | 0.71  |

资料来源：Wind，太平洋证券

| 资产负债表(百万) |       |       |       |       |       | 利润表(百万)       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |               | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金      | 788   | 704   | 693   | 677   | 1127  | 营业收入          | 1715  | 3808  | 4950  | 6187  | 7425  |
| 应收和预付款项   | 162   | 389   | 334   | 567   | 511   | 营业成本          | 878   | 2901  | 3564  | 4393  | 5197  |
| 存货        | 299   | 544   | 1097  | 926   | 1468  | 营业税金及附加       | 12    | 15    | 20    | 25    | 30    |
| 其他流动资产    | 9     | 23    | 23    | 23    | 23    | 销售费用          | 287   | 345   | 594   | 773   | 950   |
| 流动资产合计    | 1259  | 1660  | 2147  | 2193  | 3128  | 管理费用          | 175   | 218   | 470   | 588   | 728   |
| 长期股权投资    | 0     | 9     | 9     | 9     | 9     | 财务费用          | -11   | -3    | -8    | -15   | -20   |
| 投资性房地产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失        | 53    | 57    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产      | 233   | 264   | 261   | 257   | 254   | 投资收益          | 3     | 0     | 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  | 48    | 348   | 348   | 348   | 348   | 营业利润          | 324   | 275   | 310   | 424   | 540   |
| 长期待摊费用    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他非经营损益       | 8     | 17    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产   | 106   | 248   | 247   | 247   | 247   | 利润总额          | 332   | 292   | 310   | 424   | 540   |
| 资产总计      | 1647  | 2529  | 3012  | 3054  | 3986  | 所得税           | 50    | 39    | 53    | 72    | 92    |
| 短期借款      | 0     | 304   | 0     | 0     | 0     | 净利润           | 282   | 253   | 257   | 352   | 448   |
| 应付和预收款项   | 352   | 641   | 1223  | 983   | 1556  | 少数股东损益        | -12   | -11   | -11   | -15   | -19   |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 归母股东净利润       | 294   | 263   | 268   | 366   | 467   |
| 其他负债      | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |               |       |       |       |       |       |
| 负债合计      | 352   | 945   | 1223  | 983   | 1556  |               |       |       |       |       |       |
| 股本        | 513   | 514   | 514   | 514   | 514   | 预测指标          |       |       |       |       |       |
| 资本公积      | 173   | 183   | 183   | 183   | 183   |               | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 留存收益      | 562   | 723   | 939   | 1236  | 1613  | 毛利率           | 49%   | 24%   | 28%   | 29%   | 30%   |
| 归母公司股东权益  | 1248  | 1420  | 1636  | 1932  | 2310  | 销售净利率         | 16%   | 7%    | 5%    | 6%    | 6%    |
| 少数股东权益    | 47    | 164   | 153   | 139   | 120   | 销售收入增长率       | 19%   | 122%  | 30%   | 25%   | 20%   |
| 股东权益合计    | 1295  | 1583  | 1789  | 2071  | 2430  | EBIT 增长率      | 18%   | -10%  | 5%    | 35%   | 27%   |
| 负债和股东权益   | 1647  | 2529  | 3012  | 3054  | 3986  | 净利润增长率        | 17%   | -10%  | 2%    | 37%   | 27%   |
|           |       |       |       |       |       | ROE           | 24%   | 19%   | 16%   | 19%   | 20%   |
|           |       |       |       |       |       | ROA           | 20%   | 11%   | 10%   | 13%   | 13%   |
|           |       |       |       |       |       | ROIC          | 67%   | 49%   | 26%   | 38%   | 36%   |
| 现金流量表(百万) |       |       |       |       |       | EPS (X)       | 0.57  | 0.51  | 0.52  | 0.71  | 0.91  |
|           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | PE (X)        | 29.67 | 33.15 | 32.62 | 23.83 | 18.70 |
| 经营性现金流    | 291   | 62    | 337   | 38    | 519   | PB (X)        | 7.00  | 6.15  | 5.34  | 4.52  | 3.78  |
| 投资性现金流    | -87   | -409  | 0     | 0     | 0     | PS (X)        | 5.09  | 2.29  | 1.76  | 1.41  | 1.18  |
| 融资性现金流    | -61   | 211   | -348  | -55   | -69   | EV/EBITDA (X) | 23.71 | 27.47 | 26.14 | 19.42 | 14.44 |
| 现金增加额     | 143   | -135  | -11   | -16   | 450   |               |       |       |       |       |       |

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。