

2016年10月26日
李晓璐
c0049@capital.com.tw
目标价(元)
17
公司基本资讯

产业别	纺织服装
A 股价(2016/10/25)	15.97
深证成指(2016/10/25)	10871.51
股价 12 个月高/低	26.05/15.11
总发行股数(百万)	594.19
A 股数(百万)	348.72
A 市值(亿元)	55.69
主要股东	盛发强 (24.84%)
每股净值(元)	4.61
股价/账面净值	3.46
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.6 -5.6 -21.3

近期评等

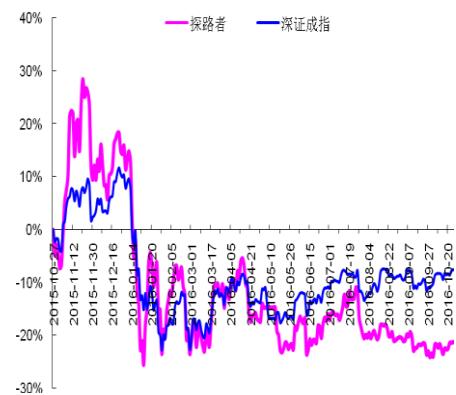
出刊日期	前日收盘	评等
2016-07-13	17.02	买入
2016-01-15	16.62	买入

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)
HOLD 持有
新产业处于培育期拖累业绩表现
结论与建议：

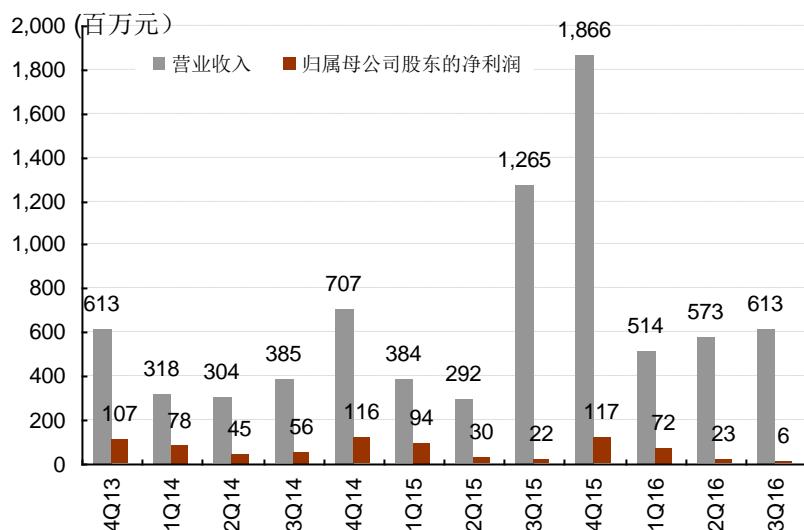
我们依然看好公司在体育方面的布局，公司作为 A 股唯一运动户外品牌标的，以国家普及冰雪运动为契机，将持续受益于全民体育战略的推进。但目前旅行板块表现低于预期，而体育板块尚未形成有效的利润贡献，可能会使得短期的业绩承受较大的压力。目前股价对应 2017 年动态市盈率为 39 倍，估值偏高，下调评级至持有。

- 2016 年前三季度，受国内户外用品竞争激烈以及消费环境低迷的影响，探路者实现营业收入 17 亿元，同比下降 12.43%，同时也受旅行板块仍处在亏损期的影响，最终实现归属上市公司净利润 1 亿元，同比下降约 32%。符合业绩预告。由于旅行板块营收占比下降，前三季度毛利率 29.71%，同比上升 2.35 个百分点，但旅行板块持续业务转型使得三季度费用率大幅增加，影响了净利润增速。
- 分业务板块看，户外多品牌业务实现营业收入 9.62 亿元，实现归属于母公司的净利润为 1.3 亿元。旅行服务业务实现营业收入 7.38 亿元，实现归属于母公司的净利润-0.25 亿元。体育板块主要以对外投资和巩义嵩顶滑雪场运营为主，尚未有所贡献。
- 分季度看，3Q 实现营业收入 6.13 亿元，同比下降 51.59%；实现归属母净利润 600 万元，同比下降 73.48%。公司 2015 年 3Q 并表旅行板块使得整体业务规模大幅度增加，而 2016 年以来旅行服务板块下属重要子公司易游天下大力推进业务转型，增强体验式旅行产品的研发力度，大幅缩减了盈利水平较低的普通旅行产品业务规模，使得 2016Q3 营收和净利润均出现同比大幅度下滑，也使得整个前三季度公司旅行服务业务的实际营业收入低于此前的预期。
- 公司已经从单一的户外用品的生产和销售拓展为“户外用品+旅行+大体育”。展望未来，体育板块有望成为新的盈利增长点，而主业户外用品竞争压力不减，旅行板块实现盈利的时间可能慢于原来的预期。目前体育板块处在布局阶段，主要以对外投资和巩义嵩顶滑雪场运营为主。巩义嵩顶滑雪场已完成 22 条雪道及其他配套设施的建设，具备每天 5000 人次的旅游、滑雪及山地运动的日接待能力。此外，公司已通过定增募集资金 12.57 亿元，将为公司发展提供有效的资金保障。
- 综上，我们预计 2016 年、2017 年公司实现净利润分别为 2.28 亿元（对应 EPS 为 0.38 元，同比下降 13.7%）和 2.42 亿元（对应 EPS 为 0.41 元，同比增长 6.53%）。

.....接续下页.....

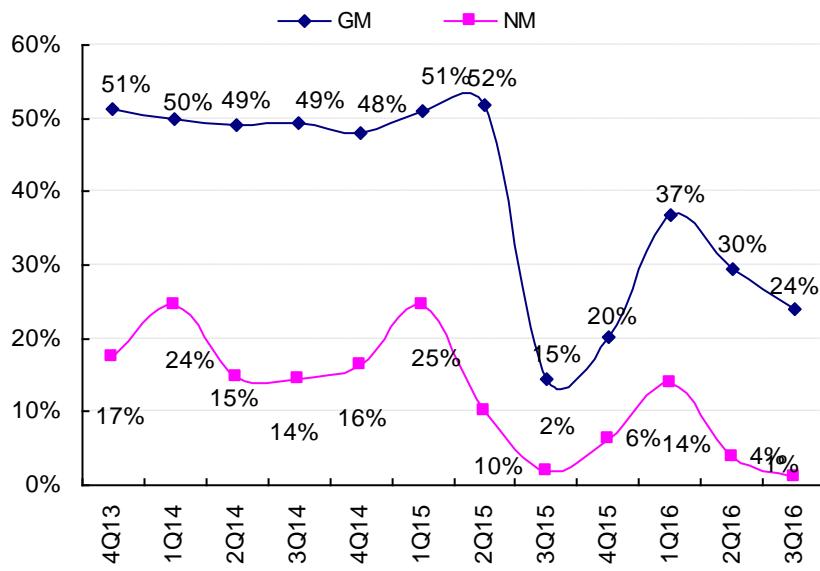
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	169	249	294	263	228	242
同比增减	%	57.44	47.48	18.28	-10.50	-13.59	6.53
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.48	0.59	0.58	0.51	0.38	0.41
同比增减	%	20.33	22.02	-1.92	-10.78	-25.46	6.53
A 股市盈率(P/E)	X	33.18	27.19	27.73	31.08	41.69	39.14
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.25	0.20	0.25	0.30	0.35
股息率 (Yield)	%	0.94	1.57	1.25	1.57	1.88	2.19

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	2015	2016F	2017F
营业收入	1445	1715	3808	5714	7895
经营成本	722	878	2901	4549	6318
营业税金及附加	10	12	15	24	33
销售费用	253	287	345	502	694
管理费用	157	175	218	411	568
财务费用	-10	-11	-3	6	8
资产减值损失	45	53	57	-2	0
投资收益		3	0	6	0
营业利润	267	324	275	229	274
营业外收入	15	11	21	25	10
营业外支出	1	3	4	3	2
利润总额	282	332	292	251	282
所得税	41	50	39	48	39
少数股东损益	-7	-12	-11	-25	0
归属于母公司所有者的净利润	249	294	263	228	242

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	731	874	755	600	463
应收账款	73	133	169	186	213
存货	291	299	544	408	367
流动资产合计	1163	1345	1711	1934	2185
长期股权投资	49	0	1	0	0
固定资产	239	233	231	234	237
在建工程	1	0	1	0	0
非流动资产合计	326	422	916	1053	1211
资产总计	1489	1767	2627	2987	3396
流动负债合计	439	463	1031	1279	1458
非流动负债合计		9	12	123	51
负债合计	439	473	1044	1401	1509
少数股东权益	16	47	164	246	320
股东权益合计	1034	1248	1420	1586	1888
负债及股东权益合计	1489	1767	2627	2987	3396

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	218	291	62	86	118
投资活动产生的现金流量净额	(54)	(87)	(409)	-249	-208
筹资活动产生的现金流量净额	(21)	(61)	211	8	-47
现金及现金等价物净增加额	144	143	(136)	-155	-137

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i @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i @。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。