

投资评级：推荐（维持）

**分析师**

黄淑妍 0755-83753659

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

联系人（研究助理）：

张正威 0755-83669524

Email:zhangzhengwei@cgws.com

从业证书编号:S1070115100009

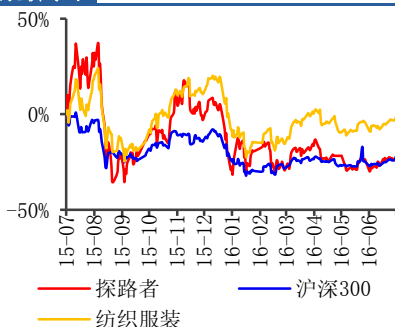
**市场数据**

目前股价	17.02
总市值（亿元）	101.09
流通市值（亿元）	59.23
总股本（万股）	59,394
流通股本（万股）	34,801
12个月最高/最低	31.90/13.91

**盈利预测**

	2015A	2016E	2017E
营业收入	3807.6	5925.4	7710.1
(+/-%)	122.0%	55.6%	30.1%
净利润	263.4	204.0	254.0
(+/-%)	-10.5%	-22.6%	24.5%
摊薄 EPS	0.44	0.34	0.43
PE	38.39	49.57	39.82

**股价表现**



数据来源：贝格数据

## 持续去库存业绩承压，稳步转型社群生态服务中心 ——探路者（300005）公司动态点评

**投资建议**

公司积极布局户外用品、旅游服务以及大体育业务，同时推进三大事业群板块的协同发展，凭借体育及户外行业进入高速发展期的契机，充分挖掘户外、旅游及体育行业的潜力，构建大户外及大体育社群生态圈，打造流量入口、分销平台、产品经理、供应链和生态支持系统五个层级的社群生态体系，想象空间巨大，预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.34 元、0.43 元和 0.51 元，对应 PE 分别为 50X、40X 和 34X，维持“推荐”的投资评级。

**投资要点**

- **上半年营收大幅增长，伴随利润下滑：**公司公告 2016 年上半年业绩预告，预计业绩同向下降，实现营收约 10.87 亿元，同比增长约 61%，实现归属上市公司股东净利润约 9400 万元，同比减少约 24%。公司上半年营收大幅增长的同时，净利润下滑，主要有两方面原因：一、户外用品板块由于库存优化、调整终端店铺等措施，整体营收同比增长 1% 左右，但同时四家加盟商并表致使零售终端费用大幅上升，导致户外用品板块净利润同比下滑明显；二、由于易游天下并表，旅行服务板块提升了整体营收水平，但由于易游天下处于转型阵痛期，以及绿野中国计划也处于业务拓展期，旅行服务板块负面影响公司上半年的整体净利润。
- **持续执行库存优化政策，加盟商并表影响期间费用：**2016 年鞋服消费品行业洗牌形式继续，公司过去的期货模式无以为继，继续库存优化依然是公司的主要任务之一，今年的清货计划目标是较去年降低 25%，公司将调整期货采购节奏、提升翻单补货及柔性供应链的运营能力，力争今年内调整到一个正常周期。公司在 2015 年收购的 4 家优质加盟商将有助于公司消化库存，改善渠道经营质量，但同时 4 家加盟商的并表或对期间费用造成一定影响，致使户外板块业绩有所下滑，待今年存货量回到正常水平后户外板块或将恢复企稳至正常水平，为来年业绩回升奠定基础。
- **易游天下并表增厚营收，旅行服务及户外用品初显协同：**旅行服务板块方面，由于去年 7 月所收购的易游天下并表，使得旅行服务板块上半年营收增厚，上半年旅行服务业务占总营收比例约 37%，公司重心转移的效果显著，旅行服务业务已初步显现出与户外用品业务间的协同效应，但由于易游天下及绿野尚处于业务转型期，短期内未能贡献利润，随旅行服务业务的持续开发拓展，未来或将成为公司转型战略及整体社群生态体系构建的基石。
- **业务重心逐步转移，致力打造社群生态服务中心：**今年公司将工作的重

点放在业务的进化突破上，2016年是公司的进化元年，公司重新梳理整体业务模式，积极推进户外、旅行、体育三大事业群，我们看好公司的整体战略转型方向，搭建平台及完善运营团队为户外产业的爆发夯实基础，为消费者提供个性化及体验式的户外、运动、旅行服务，围绕社群生态打造服务平台，以此适应未来消费者的偏好转变，从传统的产品品牌商发展成为搭建户外运动生态体系的服务商。

- **风险提示：**旅行业务拓展进程不及预期，户外产品去库存化进展不及预期。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1715	3808	5925	7710	9880	成长性					
营业成本	878	2901	4497	5798	7410	营业收入增长	18.7%	122.0%	55.6%	30.1%	28.2%
销售费用	287	345	634	813	1075	营业成本增长	21.5%	230.6%	55.0%	28.9%	27.8%
管理费用	175	218	505	752	988	营业利润增长	21.3%	-15.3%	-22.4%	26.5%	19.4%
财务费用	-11	-3	-5	-10	-11	利润总额增长	17.8%	-12.1%	-21.1%	24.5%	18.2%
投资净收益	3	0	0	0	0	净利润增长	18.3%	-10.5%	-22.6%	24.5%	18.2%
营业利润	324	275	213	269	322	盈利能力					
营业外收支	8	17	17	17	17	毛利率	48.8%	23.8%	24.1%	24.8%	25.0%
利润总额	332	292	230	287	339	销售净利率	16.4%	6.6%	3.3%	3.2%	2.9%
所得税	50	39	35	43	51	ROE	23.6%	18.6%	13.2%	14.9%	16.0%
少数股东损益	-12	-11	-8	-10	-12	ROIC	67.3%	50.2%	18.1%	22.4%	22.9%
净利润	294	263	204	254	300	营运效率					
资产负债表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	销售费用/营业收入	16.7%	9.1%	10.7%	10.6%	10.9%
流动资产	1259	1660	1787	2119	2680	管理费用/营业收入	10.2%	5.7%	8.5%	9.8%	10.0%
货币资金	788	704	534	531	646	财务费用/营业收入	-0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
应收票据及账款	138	170	309	314	484	投资收益/营业利润	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
预付账款	13	191	125	282	238	所得税/利润总额	15.1%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	299	544	763	922	1232	应收账款周转率	12.43	22.44	19.17	24.57	20.40
非流动资产	388	869	778	687	597	存货周转率	2.93	5.33	5.89	6.29	6.02
固定资产合计	233	264	176	88	0	流动资产周转率	1.25	1.89	2.69	2.99	3.12
资产总计	1647	2529	2565	2806	3276	总资产周转率	1.04	1.51	2.31	2.75	3.02
流动负债	352	945	865	962	1260	偿债能力					
短期借款	0	304	0	0	0	资产负债率	21.4%	37.4%	33.7%	34.3%	38.5%
应付票据及账款	273	284	580	534	890	流动比率	3.58	1.76	2.07	2.20	2.13
非流动负债	1	0	0	0	0	速动比率	2.70	1.16	1.16	1.22	1.13
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 ( 元 )					
负债合计	352	945	865	962	1260	EPS	0.50	0.44	0.34	0.43	0.51
股东权益	1295	1583	1700	1845	2016	每股净资产	2.18	2.67	2.86	3.10	3.39
股本	513	514	514	514	514	每股经营现金流	0.24	-0.23	-0.29	0.00	0.19
留存收益	562	723	847	1002	1185	每股经营现金/EPS	0.49	-0.52	-0.83	-0.01	0.38
少数股东权益	47	164	156	146	134	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	1647	2529	2565	2806	3276	PE	34.36	38.39	49.57	39.82	33.68
现金流量表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	PEG	-7.17	8.60	0.89	1.32	1.20
经营活动现金流	291	62	193	69	204	PB	8.10	7.12	6.55	5.95	5.37
其中营运资本减少	184	-193	208	235	262	EV/EBITDA	5.90	2.66	1.71	1.31	1.02
投资活动现金流	-87	-409	15	15	15	EV/SALES	23.76	27.52	31.58	26.58	22.51
其中资本支出	2	33	0	0	0	EV/IC	4.64	2.18	1.38	1.06	0.82
融资活动现金流	-61	211	-378	-87	-104	ROIC/WACC	16.99	8.51	8.36	7.16	6.62
净现金总变化	143	-136	-170	-3	115	REP	0.67	0.50	0.18	0.22	0.23

## 研究员介绍及承诺

**黄淑妍:** 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 任纺织服装行业高级研究员, 2014 年入围新财富纺织服装行业最佳分析师。

**张正威:** 2015 年加入长城证券, 任纺织服装行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

### 北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com  
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>