

2023年8月31日

主业实现高增长，期待芯片业务改善

探路者(300005)

评级:	增持	股票代码:	300005
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	9.18/6.78
目标价格:		总市值(亿)	65.57
最新收盘价:	7.42	自由流通市值(亿)	46.18
		自由流通股数(百万)	622.41

事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 5.56/0.22/0.13/0.82 亿元、同比增长 19.5%/3.1%/230.4%/239.0%，较 21H1 增长 35.8%/51.7%/384.4%/1493.6%。归母净利增幅低于收入主要由于存货跌价损失及合同履约成本减值损失提升；扣非归母净利增幅高于归母净利主要由于非流动资产处置（长期股权投资处置）同比减少 0.17 亿元；经营性现金流高于归母净利受应收账款减少所致。总的来说，上半年户外业务发展较好、收入增速超过运动行业；芯片业务方面，北京芯能不及承诺预期，G2 Touch 表现超我们预期。

2023Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 33.13/0.03/-0.0001 亿元、同比增长 23.64%/-74.62%/99.96%。归母净利增速低于收入主要受资产减值损失增长影响。

分析判断:

主业实现增长 18%，增速好于运动同行，主要来自联营贡献。收入拆分：23H1 公司户外用品行业营业收入 5.40 亿元、同比增长 17.80%。（1）分产品看，户外服装/户外鞋品/户外装备/其他分别收入 4.00/0.98/0.35/0.07 亿元、同比增长 19.76%/39.82%/-17.38%/-41.96%。（2）分品牌看，探路者/Discovery/TOREADKIDS/TOREAD.X 分别实现营收 4.86/0.10/0.31/0.06 亿元、同比增长 29.74%/-76.02%/38.00%/-3.48%，Discovery 下滑主要由于公司与相关方签署协议，品牌处在过渡期。（3）分渠道来看，线上/直营/加盟/联营/集团大客户业务及其他收入分别为 1.15/0.99/0.93/1.22/1.20 亿元，同比增长 8.9%/7.7%/-45.2%/245.3%/176.1%。根据公司公告，公司已实现在北京、天津、广州、成都等重点区域发展直营/联营门店。（4）分内生外延看，线下直营渠道优化加速、店效大幅提高，加盟（含联营）恢复开店、单店出货下滑：23H1 直营/加盟（含联营）实现营收 0.99/2.15 亿元、同比增长 7.7%/4.6%。23H1 公司门店 830 家（直营/加盟（含联营）为 91/739 家，分别同比增长-46.5%/20.2%），上半年净开店 34 家（直营/加盟（含联营）净开-6/40 家）；推算半年直营/加盟（含联营）店效为 109/29 万元、同比增长 101%/-13%，相较 21H1 增长 71%/75%；单店面积为 99/95 m²、同比下降 4%/1%，半年平效分别为 1.10/0.31 万元/m²、同比增长 109%/-12%，较 21H1 增长 74%/73%；直营门店中开业 12 个月以上的成熟门店店效为 252.73 万元/年、同比提升 129.96%。（5）分地区看，主要销售区域华北/华东地区分别实现营收 2.07/0.84 亿元、同比增长 35.8%/-22.0%。

北京芯能业绩净亏损，G2 Touch 多项技术进入研发阶段。23H1 公司芯片业务收入为 1544.37 万元。从子公司角度，北京芯能/G2 Touch 收入分别为 32.75/1511.62 万元，净利润分别为-3840.72/336.23 万元。23H1 北京芯能的 Mini LED 背光和直显芯片均推出新的单层板产品，同时公司已实现 0.8mm 间距像素颗粒稳定产出。G2 Touch 的 LCD 触控 IC 产品已形成成熟的产品矩阵，针对不同尺寸、分辨率的笔记本电脑屏幕有多款芯片产品。公司目前正与客户进行低成本解决方案及主动笔产品的研发，承接三星车载触摸芯片研发项目（预计于 23 年底完成），未来将在终端市场形成销售放量；公司的独特技术实现通过触摸芯片实现悬浮感应，正与三星进行研讨近场感应功能；具备重大尺寸 OLED 折叠屏供货能力。

毛利率大幅改善来自联营占比提升下、终端折扣改善，资产减值损失增长导致净利率承压。（1）23H1 公司毛利率为 53.36%、同比增长 10.16PCT，分渠道：线上/直营/加盟/联营/集团大客户及其他毛利率为 59.85%/69.47%/50.33%/50.81%/42.99%、同比提升 14.32/9.88/15.77/13.28/-4.76PCT；23H1 公司归母净利率为 3.89%、同比下降 0.62PCT，归母净利率增幅低于毛利率主要由于：1）资产/信用减值损失占比提升 11.69/-

3.11PCT，资产减值损失主要受存货跌价及合同履行成本减值增加影响，应收账款坏账损失转回导致信用减值损失占比下降；2) 其他收益及投资净收益占比下降 4.41PCT，主要由于理财产品及股权处置收益同比减少 77%；3) 少数股东损益占比下降 2.38PCT；4) 所得税率提升 0.49PCT；5) 销售/管理/研发/财务费用率下降 3.98/-3.19/-0.89/0.58PCT，其中销售费用率主要受营收规模增长影响，职工薪酬、并购费用、无形资产摊销增加导致管理费用同比增长 58.17%；6) 营业外净收入及公允价值变动净收益占比提升 0.02PCT；7) 税金占比提升 0.18PCT。(2) 从主要控股公司角度，北京探路者/郑州探路者/天津探路者/北京守望绿途/北京芯能/G2 Touch 净利润分别为 0.34/0.03/-0.10/0.01/-0.38/0.03 亿元，净利率分别为 16%/13%/-49%/5%/-11727%/22%、同比提升 23/15/-33/7/-11688/NA PCT。(3) 23Q2 公司毛利率为 56.84%、同比提升 15.78PCT，归母净利率为 1.02%、同比下降 4.01PCT，毛利率增幅高于归母净利率主要由于资产减值损失大幅提升所致。

关注存货增长，周转天数增加。2023H1 公司存货为 3.05 亿元、同比增长 17.23%，存货周转天数为 228 天、同比增加 45 天；应收账款为 3.07 亿元、同比下降 39.19%，应收账款周转天数为 110 天、同比减少 81 天；应付账款为 1.26 亿元、同比增长 2.92%，应付账款周转天数为 129 天、同比增加 27 天。

投资建议

我们分析，(1) 公司主业增长势头较好，一方面在联营模式占比提升，提高利润弹性，另一方面去年聘请新代言人刘昊然之后，公司品牌力提升，同时店效改善明显。(2) 从芯片业务来看，预计北京芯能下半年有望减亏，而 G2 Touch 的并购则较为成功、受益于技术开发及下游客户开拓。

维持 23-25 年收入预测 13.46/15.65/18.08 亿元，维持 23-25 年归母净利预测 1.22/1.63/1.94 亿元，对应 EPS 0.14/0.18/0.22 元，2023 年 8 月 30 日收盘价 7.42 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 54/40/34X，维持“买入”评级。

风险提示

开店进展不及预期、收购标的业绩不确定性，露营可持续性，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,243	1,139	1,346	1,565	1,808
YoY (%)	36.2%	-8.3%	18.2%	16.2%	15.5%
归母净利润(百万元)	54	70	122	163	194
YoY (%)	119.8%	28.4%	74.8%	32.9%	19.1%
毛利率 (%)	40.4%	51.7%	45.0%	45.0%	45.0%
每股收益 (元)	0.06	0.08	0.14	0.18	0.22
ROE	2.5%	3.4%	5.6%	6.9%	7.6%
市盈率	120.39	93.78	53.64	40.35	33.87

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,139	1,346	1,565	1,808	净利润	54	122	163	194
YoY (%)	-8.3%	18.2%	16.2%	15.5%	折旧和摊销	69	25	27	28
营业成本	550	740	861	994	营运资金变动	38	74	-126	-131
营业税金及附加	5	7	9	9	经营活动现金流	202	323	170	202
销售费用	322	253	275	331	资本开支	-79	-130	-133	-125
管理费用	123	97	113	117	投资	249	-211	-275	-262
财务费用	-7	-16	-15	-12	投资活动现金流	81	-340	-408	-385
研发费用	59	23	27	31	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-98	-103	-108	-113	债务募资	0	0	0	0
投资收益	27	1	1	2	筹资活动现金流	-107	0	0	0
营业利润	57	147	195	232	现金净流量	176	-17	-238	-184
营业外收支	3	1	1	1					
利润总额	60	147	196	233	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	6	25	33	40	成长能力 (%)				
净利润	54	122	163	194	营业收入增长率	-8.3%	18.2%	16.2%	15.5%
归属于母公司净利润	70	122	163	194	净利润增长率	28.4%	74.8%	32.9%	19.1%
YoY (%)	28.4%	74.8%	32.9%	19.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.08	0.14	0.18	0.22	毛利率	51.7%	45.0%	45.0%	45.0%
					净利率	4.7%	9.1%	10.4%	10.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	2.7%	4.7%	5.9%	6.4%
货币资金	845	828	590	406	净资产收益率 ROE	3.4%	5.6%	6.9%	7.6%
预付款项	11	26	28	31	偿债能力 (%)				
存货	351	274	307	341	流动比率	4.59	7.20	6.62	6.23
其他流动资产	777	694	988	1,271	速动比率	3.75	6.01	5.46	5.10
流动资产合计	1,984	1,821	1,912	2,048	现金比率	1.95	3.27	2.04	1.24
长期股权投资	39	39	39	39	资产负债率	20.9%	14.4%	14.7%	14.9%
固定资产	233	284	334	372	经营效率 (%)				
无形资产	65	120	177	237	总资产周转率	0.43	0.52	0.56	0.60
非流动资产合计	652	757	865	962	每股指标 (元)				
资产合计	2,636	2,579	2,777	3,010	每股收益	0.08	0.14	0.18	0.22
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.35	2.49	2.67	2.89
应付账款及票据	246	132	153	177	每股经营现金流	0.23	0.37	0.19	0.23
其他流动负债	187	121	136	151	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	432	253	289	329	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	93.78	53.64	40.35	33.87
其他长期负债	119	119	119	119	PB	3.23	2.99	2.78	2.57
非流动负债合计	119	119	119	119					
负债合计	552	372	408	448					
股本	884	884	884	884					
少数股东权益	10	10	10	10					
股东权益合计	2,084	2,207	2,369	2,563					
负债和股东权益合计	2,636	2,579	2,777	3,010					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。