

户外主业恢复，期待“芯”业务放量

中性(首次)

2022年03月28日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	912	1,216	1,583	2,054
同比(%)	-39.64	33.32	30.14	29.79
归属母公司净利润(百万元)	-275	56	76	147
同比(%)	-343.11	120.46	34.29	94.38
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	-0.31	0.06	0.09	0.17
P/E(现价&最新股本摊薄)	/	118.49	88.24	45.40

投资要点

- 户外用品龙头股权变更完成，拟切入芯片赛道。**公司成立于1999年，为国内户外用品行业龙头，产品涵盖户外服装、鞋品和装备，位列国内户外行业市占率第一，于2009年A股上市。2019年开始股权变更，原实控人、创始人盛发强和王静夫妇分别于2019.12/2021.1/2021.9月向通域基金(通域众合一致行动人)/通域众合/百益钎顺(表决权委托给通域众合)转让7.8%/5.85%/5%股份，至此通域基金&通域众合持有公司18.65%表决权，新实控人李明具备丰富半导体领域研究及履历背景，并于2021年9月启动北京芯能收购计划、拟进入芯片领域。
- 多元化业务剥离完成，重新回归户外主业。**1) 2009-2015年(6年收入CAGR 53.28%):收入高增，布局多元化。公司于2009年上市后保持高速增长，2013年通过投资收购Asiatravel和绿野网等公司、设立体育产业并购基金开启多元化布局，形成户外+旅游+体育三大主业。2) 2015-2018年(3年收入CAGR-19.43%):增长受阻，剥离亏损业务。2014年后户外用品行业增速放缓、竞争激烈，户外业务下滑明显，旅游&体育业务持续亏损或收入贡献较小，2017年公司开始剥离亏损业务，重心回归户外主业。3) 2019年:盈利能力提升、业绩大幅回升。聚焦主业效果显现，毛利率提升明显、资产减值风险大幅降低，盈利能力回升，收入下滑24.12%、归母净利润大增162.16%。4) 2020年:疫情冲击，业绩下滑。因疫情冲击，公司计提大额资产减值损失，收入/归母净利润分别下滑39.64%/343.11%。5) 2021年:行业复苏，业绩恢复。随疫情缓解，公司毛利率提升&减值损失下降推动业绩恢复，2021年Q1-Q3营收+41.70%/较2019年-33.28%、归母净利润+116.29%/较2019年-70.22%。
- 2021年户外业务有所恢复。**公司户外主业旗下品牌包括探路者、Discovery Expedition、Toreadkids(童装品牌)和TOREAD.X，2021年H1探路者/DE/kids/Toread.X营收分别同比增33.29%/56.51%/54.31%/无可比数据、较2019年分别-33.02%/-13.13%/+24.1%/无可比数据，占比分别为79.2%/12.5%/7.0%/1.3%，童装品牌较2019年取得高速增长，其他品牌尚未恢复到疫情前水平。公司采用线上线下全渠道运营，2021年H1线上/线下/其他渠道营收分别同+20.95%/+59.57%/-9.01%，占比分别为29.0%/63.6%/7.4%。截止2021年H1，线下渠道直营/加盟(含联营)门店分别为205/742家、较上期末分别净开店+7/-59家，收入增长主要来自店效增长贡献。
- 收购北京芯能，步入芯片领域，提供全新业绩增长极。**公司于2021.9启动收购北京芯能60%股权事项，2022.2已完成工商变更登记及相关交割手续，收购进展顺利。当前背景下，国际芯片产能受限、下游需求旺盛叠加地缘政治因素，国家激励政策众多，为国产替代企业提供较好机遇。北京芯能主要产品Mini LED作为新一代LED技术前景可期，随Mini LED成本下降、实现量产，将逐步成为LED产业主流，公司预计2024年Mini LED全球市场规模达23.2亿美元/CAGR147.88%。北京芯能作为国内首家同时拥有直显+背光Mini LED主动式显示驱动芯片产品的公司，有望受益于政策、行业成长利好为探路者提供新业绩增长极。北京芯能2020年收入/归母净利润分别为209.32/-1356.62万元、2021年Q1-Q3为200.38/-995.49万元，承诺2022年主营收入不低于7030万元，2023、2024年扣非息税前净利润分别不低于8597万、1.72亿元。
- 盈利预测与投资评级:**户外业务恢复，公司预告2021全年实现归母净利润0.50-0.62亿元，如收购顺利、拓展芯片业务有望提供未来新的业绩增长驱动力。我们预计2021-2023年归母净利润分别同增120.5%/34.3%/94.4%、EPS为0.06/0.09/0.17元/股、对应PE118.5X/88.2X/45.4X，估值较高，首次覆盖给予“中性”评级。
- 风险提示:**疫情反复影响消费、芯片业务收购及发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.54
一年最低/最高价	7.00/12.16
市净率(倍)	3.11
流通A股市值(百万元)	5,283.48
总市值(百万元)	6,663.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.42
资产负债率(% ,LF)	14.62
总股本(百万股)	883.70
流通A股(百万股)	700.73

相关研究

探路者三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,052	2,089	2,284	2,585	营业总收入	912	1,216	1,583	2,054
货币资金及交易性金融资产	1,289	1,293	1,310	1,388	营业成本(含金融类)	602	689	897	1,148
经营性应收款项	415	371	497	645	税金及附加	4	6	8	10
存货	278	349	393	456	销售费用	268	371	475	575
合同资产	0	0	0	0	管理费用	103	112	136	173
其他流动资产	70	75	84	97	研发费用	42	55	79	113
非流动资产	348	339	333	327	财务费用	-17	-1	-1	-1
长期股权投资	49	49	49	49	加:其他收益	18	43	55	72
固定资产及使用权资产	180	174	170	166	投资净收益	1	18	32	41
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	6	4	2	0	减值损失	-253	-3	-3	-3
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	17	8	10
长期待摊费用	13	13	13	13	营业利润	-322	60	80	156
其他非流动资产	100	99	99	99	营业外净收支	3	1	2	2
资产总计	2,400	2,428	2,617	2,912	利润总额	-319	61	81	158
流动负债	273	323	396	506	减:所得税	-42	5	6	12
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	-277	56	75	146
经营性应付款项	155	179	221	283	减:少数股东损益	-2	0	0	0
合同负债	36	34	45	57	归属母公司净利润	-275	56	76	147
其他流动负债	82	109	130	165					
非流动负债	8	8	8	8	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.31	0.06	0.09	0.17
长期借款	0	0	0	0	EBIT	-303	-16	-13	35
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	-286	-6	-3	45
租赁负债	0	0	0	0					
其他非流动负债	8	8	8	8					
负债合计	281	331	404	514	毛利率(%)	33.98	43.38	43.30	44.13
归属母公司股东权益	2,110	2,089	2,204	2,391	归母净利率(%)	-30.14	4.62	4.77	7.15
少数股东权益	8	8	8	8	收入增长率(%)	-39.64	33.32	30.14	29.79
所有者权益合计	2,119	2,097	2,212	2,399	归母净利润增长率(%)	-343.11	120.46	34.29	94.38
负债和股东权益	2,400	2,428	2,617	2,912					

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-125	48	-60	-10	每股净资产(元)	2.39	0.78	0.82	0.89
投资活动现金流	-498	-66	-63	-52	最新发行在外股份 (百万股)	884	884	884	884
筹资活动现金流	-57	-78	40	40	ROIC(%)	-11.54	-0.70	-0.55	1.42
现金净增加额	-680	-96	-83	-22	ROE-摊薄(%)	-13.03	2.69	3.43	6.14
折旧和摊销	17	10	10	10	资产负债率(%)	11.72	13.64	15.45	17.63
资本开支	-8	16	6	8	P/E (现价&最新股本摊薄)	/	118.49	88.24	45.40
营运资本变动	-76	-7	-119	-138	P/B (现价)	3.16	9.73	9.22	8.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>