

2025 年 04 月 28 日

户外主业和 G2 表现靓丽，芯能商誉计提完毕

探路者(300005)

评级:	买入	股票代码:	300005
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	10.01/4.49
目标价格:		总市值(亿)	71.67
最新收盘价:	8.11	自由流通市值(亿)	71.64
		自由流通股数(百万)	883.32

事件概述

2024 年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 15.92/1.07/0.84/2.25 亿元、同比增长 14.44%/48.50%/252.83%/-44.90%。我们分析，归母净利增幅高于收入主要由于 G2 芯片净利润高增、费用率下降。剔除资产减值损失（23/24 年为 1.71/1.26 亿元）、公允价值变动收益（23/24 年为 0.79/0.08 亿元）及信用减值损失（23/24 年为 0.27/0.04 亿元）后归母净利为 2.20 亿元、同比增长 60.1%。经营性现金流高于净利，主要由于资产减值准备计提以及应收项目的减少。24Q4 单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为 4.84/0.049/-0.07 亿元、同比增长 5.15%/-81.03%/92.16%，收入提升而归母净利大幅下降主要由于公允价值变动收益下降 7200 万元。

2024 年拟每 10 股派发现金红利 0.12 元，分红率为 9.6%，股息率为 0.15%。

2025Q1 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 3.56/0.49/0.48 亿元、同比增长-7.04%/-30.70%/-27.78%，净利率降幅高于收入主要由于费用率提升。

分析判断：

户外收入利润均有所提升。24 年户外收入/净利/净利率为 13.69/1.24 亿元/9.0%，同比增长 8.91%/135.1%/4.8PCT。（1）分产品看，户外服装/户外鞋品/户外装备/其他收入分别为 10.59/2.30/0.75/0.06 亿元、同比增长 8.18%/14.72%/4.37%/-5.4%。（2）分渠道来看，增长主要来自线上、加盟、联营、大客户贡献，直营下滑。线上/直营/加盟/联营/集团大客户业务/其他收入分别为 3.74/1.27/3.47/3.73/3.65/0.06 亿元，同比增长 8.48%/-25.96%/21.44%/35.57%/18.63%/-5.4%。（3）分品牌看，核心品牌探路者增长 11%，店数和店效双增。探路者/TOREADKIDS 分别实现线下营收 9.44/0.36 亿元、同比增长 11.0%/15.4%。探路者/TOREADKIDS 店数分别为 833/75 家、净开 26/-3 家。探路者/TOREADKIDS 店效分别为 113/47 万元/年，同比增长 7.5%/20%。24 年末公司门店 908 家、净开 15 家，其中直营/加盟（联营）分别为 62/846 家、同比增长 1.6%/1.7%；24 年直营店效/加盟（联营）单店出货分别为 204/41 万元/年、同比增长-27.2%/19.4%；单店面积分别为 117/104 m²、同比增长 4.4%/30.4%，直营平效/加盟单平出货分别为 1.75/0.39 万元/年、同比增长-30.3%/-8.4%。开业 12 个月以上的成熟直营门店店效为 241 万元/年、同比下降 15%。（4）分地区看，华北和海外地区略有下滑，其他地区均实现增长；24 年华北/华南/华东/东北/西北/西南/华中/海外地区分别实现营收 3.54/2.03/3.07/1.32/0.60/0.56/0.64/0.36 亿元、同比增长-2.12%/45.51%/15.31%/37.14%/55.71%/54.96%/21.21%/-26.11%。

芯片业绩贡献主要来自 G2Touch。2024 年北京芯能/G2Touch 收入分别为 94/18940 万元、同比增加-12.6%/54.8%，高增长有并表时点因素影响（2023 年 5 月 31 日和 10 月公司分别收购了 G2 Touch72.79%/22.22% 股权，23 年末持股比例 95%），净利润分别为-9085/8988 万元，归母净利贡献-5451/8540 亿元，北京芯能计提商誉减值 4899 万元，商誉计提完毕，预计未来 G2Touch 对业绩贡献将持续放大。

24 年毛利率下降而归母净利率提升，主要由于费用率（销售、管理、财务）下降、减值拨回。（1）24 年毛利率为 44.74%、同比下降 0.9PCT，其中户外服装/户外鞋品/芯片毛利率分别为 49.74%/41.81%/47.74%、同比提升-1.45/-2.35/3.36PCT；归母净利率为 6.7%、同比提升 1.5PCT。从费用率来看，24 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.2%/11.3%/5.1%/-2.8%、同比增加-3.4/-1.7/0.3/-2.1PCT。税金及附加占比下降 0.1PCT，

其他收益占比提升 0.1PCT；投资净收益占比下降 0.9PCT 至 0.2%，主要由于 23 年存在处置长期股权投资；公允价值变动收益占比下降 5.2PCT 至 5.68%；减值拨回 2.8PCT，营业外收入占比下降 0.1PCT，所得税占比提升 1.3PCT。（2）24Q4 毛利率为 43.8%、同比下降 2.8PCT；归母净利率为 1.0%、同比下降 4.6PCT，主要由于公允价值变动收益占比下降。从费用率来看，24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.1%/11.3%/6.3%-6.5%、同比下降 5.6/3.2/-1.2/8.0PCT，财务费用下降主要由于汇兑收益增加，税金及附加占比下降 0.2PCT，其他收益占比下降 0.8PCT；投资净收益占比下降 1.9PCT 至 0.2%，公允价值变动收益占比下降 15.7PCT 至 1.2%；减值拨回 3.1PCT，资产处置收益下降 0.1PCT，营业外净收入占比提升 0.1PCT，所得税占比提升 1.9PCT，少数股东损益占比下降 0.5PCT。（3）25Q1 毛利率为 48.8%、同比提升 1.3PCT；归母净利率为 13.9%、同比下降 4.7PCT，主要由于费用率提升、其他收益及投资收益占比下降。从费用率来看，25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.7%/11.0%/4.4%/-0.3%、同比增加 1.1/0.5/1.2/2.9PCT。其他收益占比下降 0.2PCT；投资净收益占比下降 0.3PCT；公允价值变动收益占比下降 0.2PCT；营业外净收入占比下降 0.1PCT，所得税占比下降 0.3PCT，少数股东收益占比提升 0.2PCT。

存货略有提升，存货周转天数改善。24 年末存货/应收账款金额分别为 3.49/2.17 亿元、同比增加 4.8%/-12.1%。存货/应收账款周转天数分别为 147/52 天、同比减少 25/28 天。25 年 3 月末存货/应收账款金额分别为 4.38/2.66 亿元、同比增长 11.55%/-7.95%、环比增长 25.6%/22.51%，存货/应收账款周转天数分别为 195/61 天、同比增加 32/-2 天。

投资建议

我们分析，（1）近年来，户外行业势头发展迅猛，接替了此前的运动趋势成为下一个服装细分行业增长点。公司主业增长势头较好，并在产品功能性提升、加大营销投入、店效改善上发力，未来期待终端折扣率改善带来品牌力重塑及盈利能力改善。（2）从芯片业务来看，G2 Touch 的并购较为成功、主要受益于技术开发及下游客户开拓，未来有望在车载领域仍存在拓展空间，公司依赖 ONCELL 技术优势、未来也有望发展 INCELL 技术。（3）公司发布了下肢外骨骼、5G 智能户外手表、智能滑雪头盔和悬镜式高清户外影院等四款户外智能装备，在助力效果、续航时间、适应性、轻量化、智能交互等方面均有改善。维持盈利预测，维持 25-26 年收入预测 20.11/22.80 亿元/新增 27 年收入预测 25.88 亿元；维持 25-26 年归母净利预测 2.37/ 2.76 亿元，新增 27 年归母净利润预测 3.25 亿元；对应维持 25-26EPS 预测 0.27/0.31 元，新增 27 年 EPS 预测 0.37 元。2025 年 4 月 28 日收盘价 8.11 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 30/26/22X，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、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,391	1,592	2,011	2,280	2,588
YoY (%)	22.1%	14.4%	26.4%	13.4%	13.5%
归母净利润(百万元)	72	107	237	276	325
YoY (%)	2.7%	48.5%	122.2%	16.4%	17.9%
毛利率 (%)	48.2%	47.4%	45.0%	45.0%	45.0%
每股收益 (元)	0.08	0.12	0.27	0.31	0.37
ROE	3.4%	5.5%	10.8%	11.2%	11.7%
市盈率	99.82	67.22	30.25	26.00	22.06

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：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,592	2,011	2,280	2,588	净利润	75	237	276	325
YoY (%)	14.4%	26.4%	13.4%	13.5%	折旧和摊销	73	34	36	38
营业成本	838	1,106	1,254	1,423	营运资金变动	-21	-327	-158	-165
营业税金及附加	9	10	13	13	经营活动现金流	225	82	299	348
销售费用	322	320	359	405	资本开支	-16	-16	-19	-19
管理费用	180	141	160	181	投资	-190	-211	-275	-262
财务费用	-41	-8	-5	-5	投资活动现金流	-103	-225	-294	-279
研发费用	81	34	39	44	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-126	-132	-139	-146	债务募资	160	-10	0	0
投资收益	3	2	1	3	筹资活动现金流	-65	-17	-7	-7
营业利润	104	286	333	392	现金净流量	59	-161	-2	62
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	104	285	332	391	成长能力 (%)				
所得税	29	49	56	67	营业收入增长率	14.4%	26.4%	13.4%	13.5%
净利润	75	237	276	325	净利润增长率	48.5%	122.2%	16.4%	17.9%
归属于母公司净利润	107	237	276	325	盈利能力 (%)				
YoY (%)	48.5%	122.2%	16.4%	17.9%	毛利率	47.4%	45.0%	45.0%	45.0%
每股收益	0.12	0.27	0.31	0.37	净利率	4.7%	11.8%	12.1%	12.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	4.1%	9.0%	9.3%	9.7%
货币资金	748	587	585	648	净资产收益率 ROE	5.5%	10.8%	11.2%	11.7%
预付款项	14	39	41	44	偿债能力 (%)				
存货	349	409	447	487	流动比率	3.24	5.06	5.34	5.61
其他流动资产	700	844	1,142	1,430	速动比率	2.59	3.86	4.16	4.46
流动资产合计	1,811	1,879	2,215	2,610	现金比率	1.34	1.58	1.41	1.39
长期股权投资	103	103	103	103	资产负债率	26.1%	18.5%	18.0%	17.4%
固定资产	217	208	197	184	经营效率 (%)				
无形资产	40	34	28	21	总资产周转率	0.61	0.76	0.77	0.78
非流动资产合计	778	760	743	724	每股指标 (元)				
资产合计	2,589	2,638	2,958	3,333	每股收益	0.12	0.27	0.31	0.37
短期借款	10	0	0	0	每股净资产	2.21	2.47	2.79	3.15
应付账款及票据	329	197	223	253	每股经营现金流	0.25	0.09	0.34	0.39
其他流动负债	220	174	192	212	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	559	371	415	466	估值分析				
长期借款	100	100	100	100	PE	67.22	30.25	26.00	22.06
其他长期负债	16	16	16	16	PB	3.18	3.28	2.91	2.57
非流动负债合计	116	116	116	116					
负债合计	675	487	531	581					
股本	884	884	884	884					
少数股东权益	-34	-34	-34	-34					
股东权益合计	1,914	2,151	2,427	2,752					
负债和股东权益合计	2,589	2,638	2,958	3,333					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

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。