

传统业务稳健经营，芯片打造第二成长曲线

——探路者（300005.SZ）公司首次覆盖

2025 年 05 月 13 日

- **品牌力+科技力双引擎，国内户外龙头扬帆再起航。** 历经二十余年的发展，公司逐渐成长为拥有过硬科研实力的综合型户外用品集团。目前公司共有户外连锁经营门店 900 多家，芯片业务涉及触控芯片设计、Mini LED 显示驱动 IC 设计、芯片封测等。分产品看，2024 年公司户外服装营业收入占比约 2/3 为绝对主导，芯片类产品同比高增 66.4%，内部份额也来到 13.9%。分区域看，2024 年公司电子商务与华北地区营业收入占比在 20%以上，西北与西南地区同比增速较快。分销售模式看，线上、加盟、联营、集团大客户齐头并进。2024 年公司实现营业收入 15.92 亿/+14.4%、归母净利润 1.07 亿/+48.5%，2025Q1 实现营业收入 3.56 亿/-7%、归母净利润 0.49 亿/-30.7%，芯片类产品、华南地区、加盟、集团大客户盈利能力相对坚挺。公司推动商品全链路运营效率升级，费用管控良好，期间费用率大幅降低，研发费用率维持在 5%附近。
- **户外竞争多元化、专业化、生态化并行，Mini LED 终端应用不断拓宽。** 据国家统计局数据，2024 年全国居民人均衣着消费支出 1,521 元/+2.8%，据北京体育大学体育休闲与旅游学院、美团研究院数据，2024 年国内户外运动商户总量约 2.7 万家，户外运动线上消费约 2 亿人次，消费总额超 3,000 亿，户外市场增量前景广阔。目前户外行业竞争格局呈现多元化、专业化、生态化并行特征，国际知名品牌凭借技术积累与全球化布局主导高端市场，尤其在功能性服饰领域占据显著优势，本土新兴品牌则依托供应链效率快速崛起，以轻量化装备、场景化消费为突破口，抢占中端及大众市场。触控芯片方面，目前主要技术路径有 On-Cell、In-Cell、OGS，On-Cell 又分为单层与双层，显示芯片方面，目前主要技术路径有 LCD、OLED、Mini LED、Micro LED 等。据 TrendForce 数据，2024 年全球 Mini LED 显示屏市场规模约 6.76 亿美元，P1.2 以下小间距占比超 55%，透明屏、柔性屏、一体机等形态快速拓展。
- **投资建议：**公司户外+芯片双轮驱动，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.57/2.46/3.3 亿，EPS 分别为 0.18/0.28/0.37 元，对应 PE 分别为 56.3x/35.9x/26.7x，考虑新业务不断突破可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**户外行业竞争加剧的风险；芯片行业技术迭代加速的风险；存货跌价的风险；商誉减值的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,591.59	1,794.66	2,056.41	2,401.76
收入增速（%）	14.44	12.76	14.58	16.79
归母净利润（百万元）	106.62	156.75	245.70	330.30
利润增速（%）	48.50	47.02	56.74	34.43
毛利率（%）	47.35	47.68	48.06	48.37
摊薄 EPS（元）	0.12	0.18	0.28	0.37
PE	82.72	56.26	35.90	26.70

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

探路者（300005.SZ）

推荐 首次评级

分析师

赵良毕

☎：010-8092-7619

✉：zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

郝帅

☎：010-8092-7622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

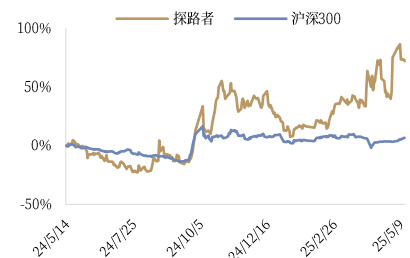
市场数据

2025-05-13

股票代码	300005.SZ
A 股收盘价（元）	9.98
上证指数	3,374.87
总股本（万股）	88,370
实际流通 A 股（万股）	88,331
流通 A 股市值（亿元）	88

相对沪深 300 表现图

2025-05-13



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 品牌力+科技力双引擎，国内户外龙头扬帆起航 3

二、 户外竞争多元化、专业化、生态化并行，Mini LED 终端应用不断拓宽 6

 （一）政策引导与信心修复共振，品牌推广效果初显.....6

 （二）智能终端升级与新兴应用场景拓展并行，市场需求驱动芯片业务加速.....7

三、 盈利预测、估值分析与投资建议 11

 （一）盈利预测..... 11

 （二）估值分析与投资建议..... 11

四、 风险提示..... 12

一、品牌力+科技力双引擎，国内户外龙头扬帆起航

探路者控股集团股份有限公司 1999 年 1 月成立于北京市通州区，历经二十余年的发展，逐渐成为拥有过硬科研实力的综合型户外用品集团公司，2001 年制定国内第一份旅行帐篷技术工艺标准，2003 年第一家户外用品专卖店开业，2008 年入选北京奥运会特许生产商，2009 年 10 月首批登陆深交所创业板，2012 年建立“极地仿生科技平台”，自主研发 TIEF 面料，2016 年与中国航天在多个领域开展深度合作，同时荣登《2016 年服装百强企业》，2019-2020 年逐步剥离亏损业务，降低对图途、易游天下等的持股比例，2021 年迎来全新领导团队，通过收购北京芯能 60% 的股权，开启“户外+芯片”双主业发展战略。目前公司户外产品涵盖服装、鞋品、装备等，“探路者(TOREAD)”品牌深入人心，共有连锁经营门店 900 多家，芯片业务涉及触控芯片设计、Mini LED 显示驱动 IC 设计、芯片封测等，同时提供相应的解决方案与技术服务。分产品看，2024 年公司户外服装营业收入占比约 2/3，仍是绝对主导，芯片类产品同比高增 66.4%，内部分额也来到 13.9%。分区域看，2024 年公司电子商务与华北地区营业收入占比在 20% 以上，西北与西南地区同比增速较快。分销售模式看，线上、加盟、联营、集团大客户齐头并进。

图1：探路者发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

民企股权结构相对分散，参控股子公司众多。截至 2025Q1 公司前十大股东合计持股 32.4%，公司第一大股东通域基金持股 7.80%，公司控股股东通域众合为第二大股东，是第一大股东的控股子公司兼一致行动人，持股 5.9%，股权结构相对分散，董事长李明先生为实际控制人，拥有丰富的芯片领域背景，奠定公司战略转型基础，上海芯奉与国都鼎源 1 号私募分别持股 2.5% 与 1.3%，前十大股东中的其余股东均为个人。探路者拥有各类参控股子公司 20 家，其中全资子公司 12 家、控股子公司 3 家、间接全资子公司 2 家、间接控股子公司 3 家，涉及户外旅行网站、半导体设计开发与软件开发、半导体集成电路、企业管理咨询等业务，G2 Touch、天津探路者、天津新起点规模相对较大。

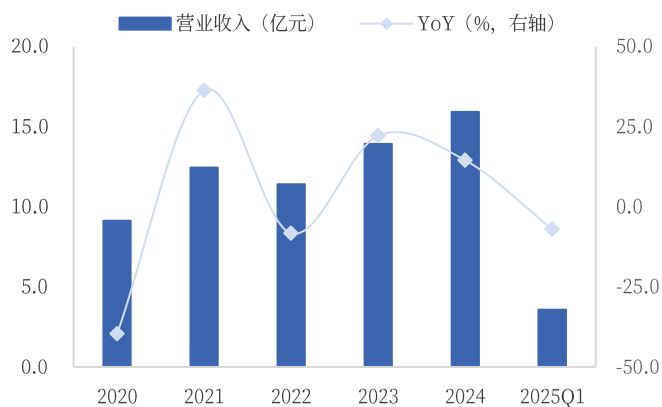
图2：截至 2025Q1 探路者股权结构



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

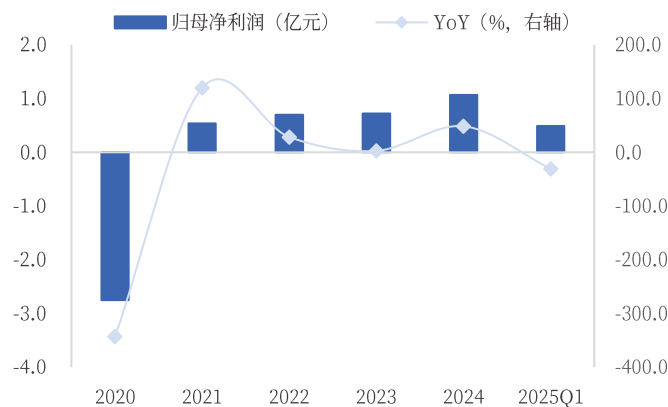
2024 年公司实现营业收入 15.92 亿/+14.4%、归母净利润 1.07 亿/+48.5%，2025Q1 实现营业收入 3.56 亿/-7%、归母净利润 0.49 亿/-30.7%。自 2021 年开启“户外+芯片”双主业发展战略后，公司在户外业务方面更为注重产品的细分化、专业化、立体化，力争打造爆款，将自研的 TIEF 科技与服装融合，与国际高性能材料品牌合作，线上渠道规模持续扩张，2022 年引入代运营模式，一方面提升电商团队专业水平，另一方面增强店铺视觉呈现，最大化线上资源收益。2023 年起公司芯片类业务崭露头角，支撑公司在国际经济形势复杂程度加剧的背景下，依旧维持双位数增长，触控 IC 方面，成功向头部面板厂商导入新一代显示触控产品，完成车载领域的新品验证，Mini LED 显示驱动 IC 方面，依托“背光+直显”技术双引擎优势，探索玻璃基等新材料应用场景，拓宽产品边界，同时下沉至模组厂合作，缩短大客户验证周期，加速项目导入，芯片封测方面，以大客户为主、小客户保底，扩大红外封装产线规模，成功开发工业线扫相机模块封装解决方案，切入高端工业检测赛道。2024 年公司实现销售毛利率 47.4%/-0.9pct、销售净利率 4.7%/+1.6pct、加权 ROE 5.3%/+1.9pct，2025Q1 实现销售毛利率 48.8%/+1.3pct、销售净利率 12.6%/-5pct、加权 ROE 2.5%/-0.9pct，毛销差持续抬升，芯片类产品、华南地区、加盟、集团大客户盈利能力相对坚挺。公司深化新品开发与运营效能，构建“趋势洞察-场景适配-资源协同”的闭环管理体系，推动商品全链路运营效率升级，同时建立 BBG 商品分级管理体系，基于多维标签构建产品档案，提升货品匹配效率，进销存端聚焦结构优化，费用管控良好，期间费用率大幅降低。近年来公司研发费用率维持在 5%附近，在研项目中户外业务约 17 项、芯片类业务约 11 项。

图3：2020-2025Q1 公司营业收入与增速



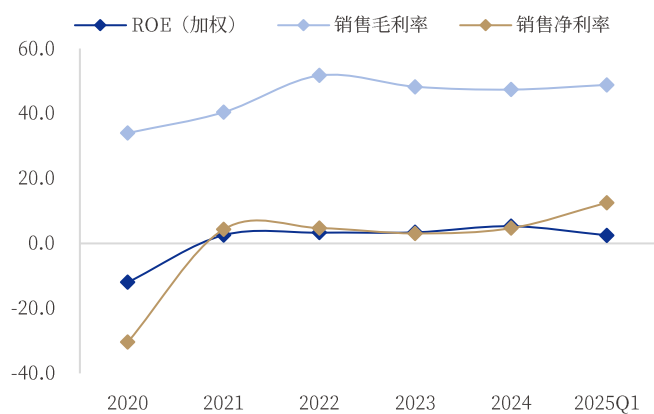
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：2020-2025Q1 公司归母净利润与增速



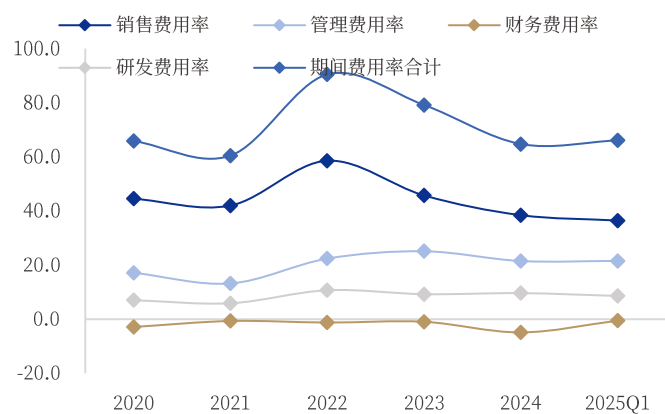
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：2020-2025Q1 公司盈利能力（单位：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：2020-2025Q1 公司三大期间费用率（单位：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、户外竞争多元化、专业化、生态化并行, Mini LED 终端应用不断拓宽

(一) 政策引导与信心修复共振, 品牌推广效果初显

近年来, 随着宏观经济复苏与居民消费信心逐步修复, 户外运动作为“健康中国”战略重要支撑, 持续释放增长潜力。据国家统计局数据, 2024 年全国居民人均可支配收入达 4.13 万/+5.3%, 社会消费品零售总额达到 48.79 万亿/+3.5%, 人均衣着消费支出 1,521 元/+2.8%, 为户外景气度回升提供支撑。

户外运动消费正从“功能导向”向“生活方式导向”转型, 据淘宝天猫运动户外事业部、天猫新品创新中心、智篆 GI 联合发布的《2025 春夏淘宝天猫运动户外行业趋势白皮书》数据: (1) 文旅赛事不断加码进一步刺激市场需求, 带来春夏新机遇, 传统竞技与新兴运动同步升温, 用户从城市到近郊多场景深度参与, 形成全民化、生活化消费新势能; (2) 业内头部企业加速跨领域技术融合, 逐步实现科技对运动户外的效率提升与安全守护。周边赛道将运动户外当作重点场景渗透, 做针对性的智能模式开发; (3) 18-39 岁人群稳定七成贡献持续成长, 青少年与 40 岁+人口红利爆发, 市场增量空间巨大; (4) 运动潮流加速升级, 圈层化潮流风格之间相互融合, 引领行业时尚潮流; (5) 随着现代用户的生活方式转变, 提倡自我愉悦、及时行乐、拥抱自然, 由用户情绪带起的消费驱动力显著加深, 未来也将成为影响运动户外行业发展的重要因子之一。据北京体育大学体育休闲与旅游学院与美团研究院联合发布的《2024 户外运动线上消费发展报告》数据, 国内户外运动逐步从休闲活动向健身、文化、社交等多维度拓展, 截至 2024 年末, 国内户外运动商户总量约 2.7 万家, 新增收录商户超 1 万家, 新增率约 51.9%, 净增率约 21.4%。户外运动商户分布的城市等级方面, 一线与新一线城市凭借强大的消费能力与对新潮生活方式的追求, 成为户外运动商户的主要聚集地。2024 年国内户外运动线上消费约 2 亿人次, 消费总额超 3,000 亿。从不同类型户外运动的消费人次分布来看, 陆地与山地运动凭借其广泛的参与性与多样化的活动形式, 深受广大户外运动爱好者的青睐, 稳居各类户外运动之首, 水上运动与冰雪运动紧随其后。

目前户外行业竞争格局呈现多元化、专业化、生态化并行特征, 国际知名品牌凭借技术积累与全球化布局主导高端市场, 尤其在功能性服饰领域占据显著优势。本土新兴品牌则依托供应链效率快速崛起, 以轻量化装备、场景化消费为突破口, 通过电商与社交平台抢占中端与大众市场。产业链各环节竞争持续升级, 上游材料企业加速推进环保科技研发, 例如低碳保暖材料、可降解纤维等创新应用, 中游制造端向高附加值设计与定制化生产转型, 下游渠道端形成“专业零售+内容生态+文旅体验”深度融合的新模式。政策驱动下, 户外基础设施运营、特色赛事开发、目的地资源整合等成为竞争新焦点, 而可持续发展能力正重塑行业标准, 具备绿色供应链管理、资源循环体系的企业逐步构建核心壁垒。未来竞争将聚焦于技术创新迭代速度、生态协同效率以及用户社群价值挖掘能力。

为进一步提升全民健身发展水平, 推动户外运动产业成为新的经济增长点, 国家发改委、体育总局相继发布《户外运动产业发展规划(2022-2025 年)》、《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案(2023-2025 年)》、《关于建设高质量户外运动目的地的指导意见》等一系列政策文件, 为我国户外运动产业的高质量发展提供了明确的政策指引和行动纲领, 推动基础设施建设、户外场景融合、文旅一体化提速, 形成行业发展的政策合力。

国内户外用品行业正处于消费升级与国产替代的关键窗口期, 目前行业呈“金字塔”式品牌分布结构, 高端市场由始祖鸟、Patagonia、Snow Peak 等海外品牌占据主导地位, 中高端市场则以

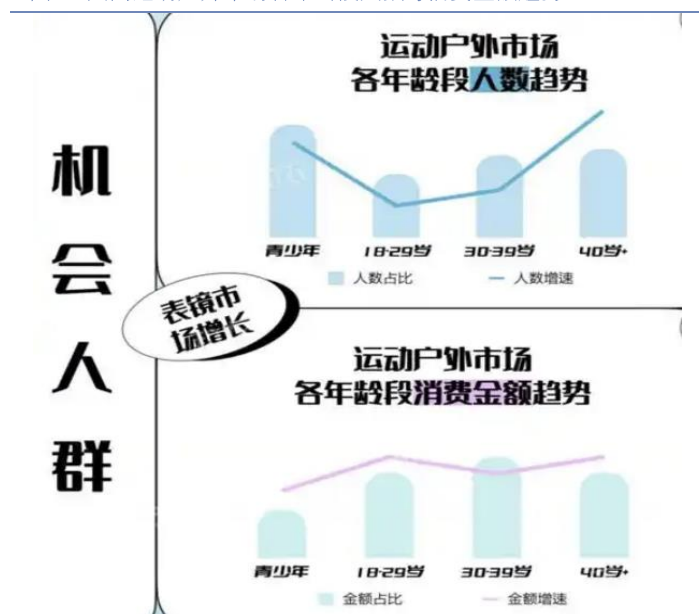
探路者、牧高笛、凯乐石等为代表，国产品牌正逐步缩小与国际巨头的产品力与品牌力差距。

图7：国内运动户外市场 Top 圈层消费趋势



资料来源：淘宝天猫运动户外事业部、天猫新品创新中心、智篆 GI《2025 春夏淘宝天猫运动户外行业趋势白皮书》，中国银河证券研究院

图8：国内运动户外市场各年龄段人数与消费金额趋势

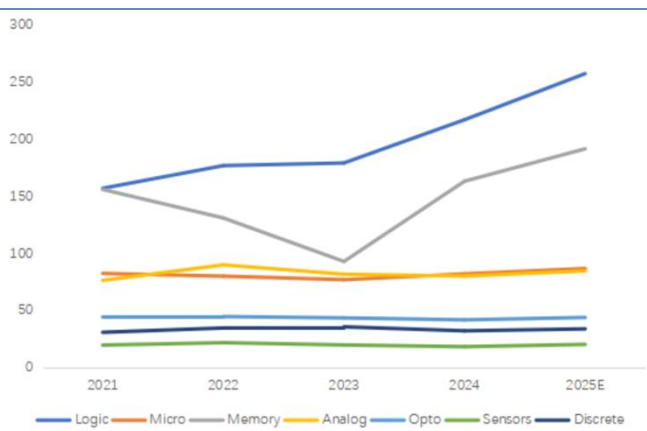


资料来源：淘宝天猫运动户外事业部、天猫新品创新中心、智篆 GI《2025 春夏淘宝天猫运动户外行业趋势白皮书》，中国银河证券研究院

（二）智能终端升级与新兴应用场景拓展并行，市场需求驱动芯片业务加速

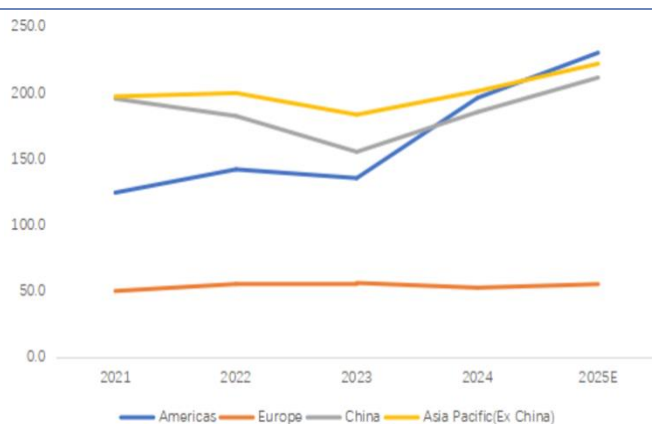
当前全球智能硬件市场正处于新一轮技术变革与应用扩张周期，AI 算力升级、消费电子复苏、汽车智能化与感知系统普及等因素相互叠加，带动触控 IC、显示驱动 IC 及红外感知芯片等上游核心器件需求稳步释放。据世界半导体贸易统计协会（WSTS）预测，2025 年全球半导体市场规模近 7,000 亿美元，呈现稳步回升态势，2024 年中国反超美国成为全球半导体需求最大的单一市场，政策支持与产业链配套日益完善。触控 IC、Mini LED/Micro LED 显示驱动芯片、红外类封装产品，正处于多场景高景气赛道，市场空间广阔，成长弹性充足。触控芯片方面，目前主要技术路径有 On-Cell、In-Cell、OGS，On-Cell 又分为单层与双层，显示芯片方面，目前主要技术路径有 LCD、OLED、Mini LED、Micro LED 等。

图9：2021-2025 年全球半导体分产品市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：WICA，中国银河证券研究院

图10：2021-2025 年全球半导体分区域市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：WICA，中国银河证券研究院

触控笔电渗透率提升，AI PC 引领新一轮换机潮。笔记本电脑作为最典型的个人生产力终端，

近年来在便携化、触控化、AI化趋势带动下，产品结构持续向高端迭代。据 TrendForce 数据，2024 年全球笔记本出货量约 1.74 亿台/+3.9%，其中触控笔记本渗透率约 19%，随着 AI 附加功能的趋势推动整机规格升级，笔记本市场整体需求及触摸屏的渗透率预计将持续提升。AI PC 作为下一代主流笔电形态，2024 年起进入规模化部署阶段。微软、英特尔、高通等厂商陆续推出具备 AI 算力模块的“AI Ready”标准笔电，对触控体验、多任务交互与显示性能提出更高要求。触控屏逐步成为中高端标配，部分教育类与商务类笔电也在快速导入触控设计，带动上游触控 IC 用量增加，推动相关厂商订单稳定释放。

电视作为家庭场景的视觉中枢，其面板技术正经历从 LCD 向 Mini LED 背光/OLED 主流化过渡。据奥维睿沃（AVC Revo）数据，2024 年全球电视面板出货量约 2.5 亿片/+4.7%。在整体温和增长的背景下，Mini LED 电视却逆势爆发，出货量约 675 万台/+65%，增长动能主要来自国内市场，海信、TCL、小米等品牌以更具竞争力的价格吸引消费者。价格下探与性能升级的“双轮驱动”推动消费者认知度迅速提升，使 Mini LED 产品逐步自高端旗舰向主流价格段扩展。Mini LED 电视需搭配高驱动精度、低延迟的主动式显示驱动 IC，推动上游芯片厂商进入新一轮产品验证与导入周期。

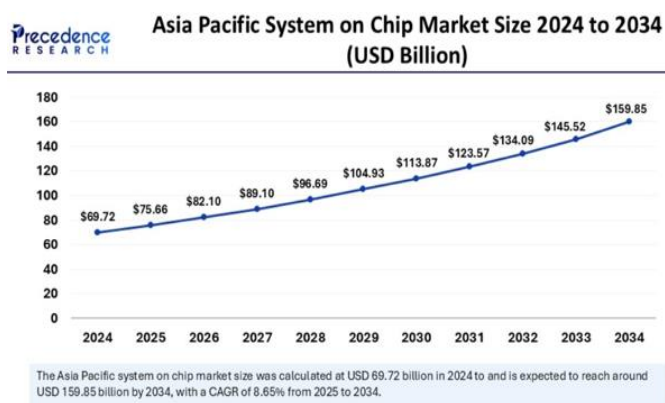
车载显示扩展至多屏交互，成为中期增长主力赛道。汽车智能化趋势驱动下，车载显示作为智能座舱的重要组成部分，也正朝着多元化的方向发展。在智能座舱内，除传统的中控与仪表盘需要显示屏外，还涌现出平视显示器（HUD）、副驾驶显示屏、后排娱乐显示屏、电子后视镜、透明 A 柱等一系列创新产品，形成以“多屏联动+人机交互”为核心的新型座舱架构，这些因素共同促使车载显示屏的装配量实现了迅猛增长。据 TrendForce 数据，预计到 2026 年全球车载显示面板出货量将超 2.4 亿片。技术升级方面，传统 TFT-LCD 已逐渐向 Mini LED 背光与 OLED 方案转型。Mini LED 凭借亮度高、分区可控、支持曲面、功耗较低等优势，成为新能源与高端车型显示升级首选。据 TrendForce 数据，预计到 2026 年 OLED 将在车载显示市场中占据近 9% 的份额。无论是 Mini LED 还是 OLED，其对显示驱动芯片的响应速度、灰阶控制、动态亮度管理等均提出更高要求，叠加车规级可靠性认证门槛，使相关 IC 厂商具备更强技术壁垒，预计到 2028 年全球 Mini LED 背光车载显示出货量将达 1,500 万片，较 2024 年增长约 10 倍，渗透率将自目前的 1% 提升至 10% 以上。OLED 因具备柔性化、自发光、高对比度等特性，也日益受到下游整车厂的青睐。

虚拟拍摄与商业场景推动 Micro LED 与一体机需求随着内容制作行业对“虚拟拍摄”的接受度持续提升，Micro LED 与 Mini LED 直显产品迎来全新应用场景。Mini/Micro LED 直显产品，主要应用于小间距显示、虚拟拍摄、透明屏、一体机等显示屏市场。据 TrendForce 数据，2024 年全球 Mini LED 显示屏市场规模约 6.76 亿美元，主要应用于企业会议与教育空间、活动、零售展示、演讲厅、控制室、电竞场所、家庭剧院等，以 P1.2 以下小间距为主流，占比超 55%，≤P0.625 以三星推出的 110 英寸 The Wall 为主。其中透明屏、柔性屏、一体机等形态快速拓展，虚拟拍摄 LED 显示屏更为注重高分辨率、高灰阶、高刷新率与高动态范围影像，整体产业延伸至电影、电视、戏剧、音乐、广告拍摄，2024 年市场产值约 3.11 亿美元。LED 一体机则通过标准化集成方案进入教育、会议、演讲厅、控制室等中型空间市场，2024 年出货量约 6,400 台。透明显示作为 Mini LED 新的应用方向，其高通透与超轻薄特性，将 LED 显示屏产品应用扩展到更多不同场景，例如百货零售、舞台装饰、媒体广告、创意文旅等。据 TrendForce 数据，在零售百货、创意文旅等需求推动下，预计到 2027 年 LED 透明屏市场规模将达 2.38 亿美元。

红外感知全面渗透民用市场，军工、工业、医疗多点开花。红外成像是光电成像的重要子类，红外线指波长 0.76μm-1mm 范围的电磁波，是自然界中最为广泛存在的辐射，所有温度高于绝对零度（-273℃）的物质均不断地向外辐射红外线，该技术具备普适性探测能力。在军用领域，红外热成像技术应用场景包括夜视侦察、导弹制导、远距离监控、热源识别等，因出口受限、核心技术封锁等原因，国产替代空间广阔。随着国内在军工信息化建设上的持续投入，红外热成像设备在各

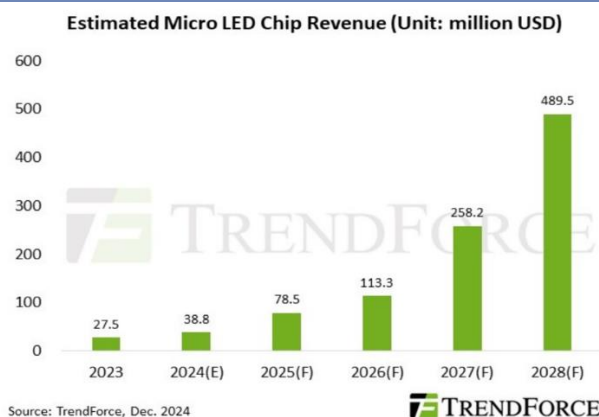
类作战平台、陆海空武器系统中的覆盖率显著提升。同时红外技术正加速向民用场景渗透，应用领域包括工业设备检测、安防监控、森林防火、消防救援、智能建筑、体温筛查、医学辅助成像、无人驾驶辅助等。随着探测器制造良率提升与系统集成成本下降，红外类设备正逐步进入“消费化”阶段。据 IMARC Group 数据，2024 年全球红外成像市场规模约 73.7 亿美元，预计到 2033 年将达到 120.5 亿美元，九年 CAGR 约 5.5%。

图11：2025-2034 年亚太芯片系统市场规模与增速



资料来源：Precedence Research, 中国银河证券研究院

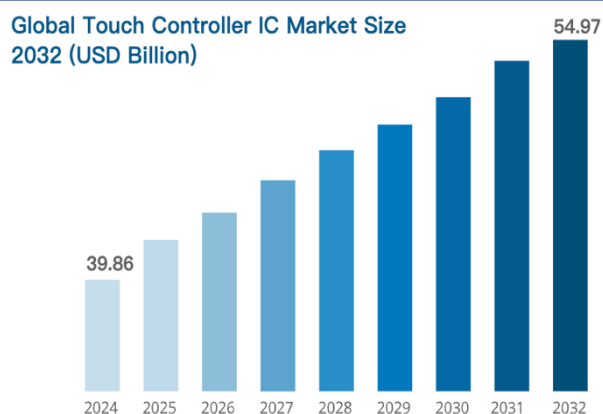
图12：2023-2028 年全球 Micro LED 芯片市场规模



资料来源：TrendForce, 中国银河证券研究院

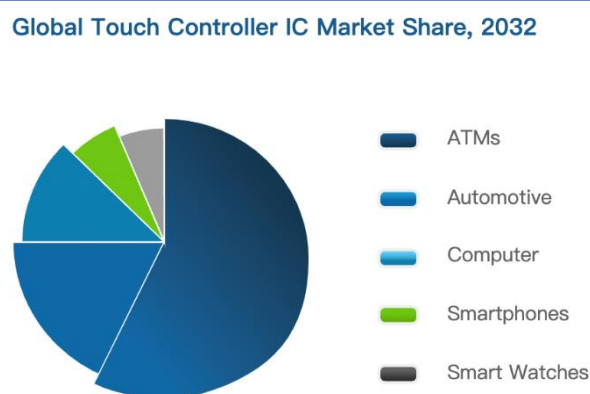
触控 IC 行业当前整体呈现出“高端垄断、中低端内卷、新兴场景分散”的多元竞争格局。国际头部厂商凭借在架构设计、算法优化的领先，以及头部客户的粘性主导高端市场，该点在手机、汽车等门槛较高的领域体现得尤为明显。而国内企业则依托本土化供应链、快速响应能力与成本控制优势，在中低端消费电子市场占据一定份额，并正加速向车载电子、工业控制、教育信息化等增量场景延伸。未来竞争将围绕智能汽车多屏交互、AR/VR 手势控制等新兴场景，通过“芯片+算法+解决方案”的生态化服务、AI 优化及低功耗设计构建差异化优势，同时需平衡技术投入与供应链韧性以应对行业整合。

图13：2024-2032 年全球触控 IC 市场规模



资料来源：Business Research Insights, 中国银河证券研究院

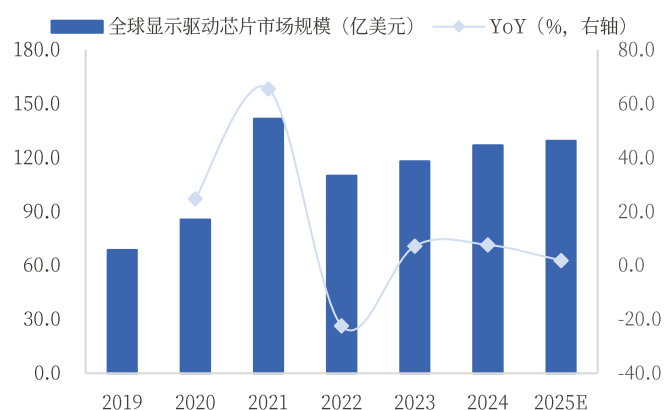
图14：2023 年全球触控 IC 各细分市场份



资料来源：Business Research Insights, 中国银河证券研究院

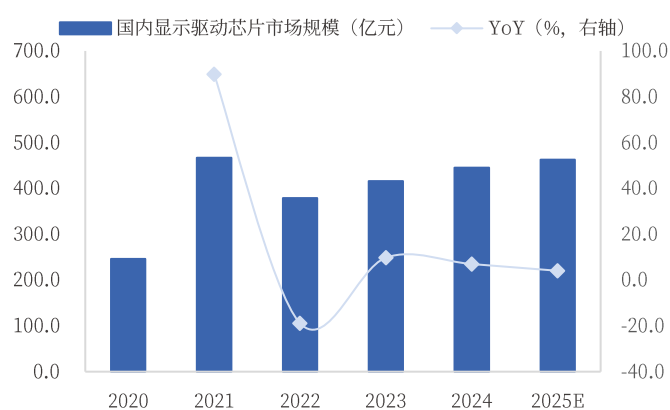
全球显示驱动芯片企业主要分布在中国、韩国。韩国与中国台湾地区因其在显示面板领域的先发优势在显示驱动芯片领域拥有深厚的技术积累，大陆企业也在迅速崛起，技术上已呈现较高水平。目前国内显示驱动芯片的国产化率仍较低，随着全球显示面板产能逐步向国内转移以及头部面板厂商供应链国产化需求增强，未来显示芯片行业的国产化替代空间广阔。

图15: 2019-2025 年全球显示驱动芯片市场规模与增速



资料来源: CINNO, 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

图16: 2020-2025 年国内显示驱动芯片市场规模与增速



资料来源: CINNO, 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

光芯片封测行业呈现“国际主导与国内追赶并行”的竞争格局。全球市场由少数头部企业主导，其依托 3D 封装、Chiplet 异构集成等先进封装技术与规模化产能占据优势，尤其在晶圆级封装（WLP）、系统级封装（SiP）等高端领域形成技术壁垒，主导全球大部分高端封测市场。而传统封装市场则因门槛较低、利润微薄，主要由中小厂商承接，竞争聚焦于成本控制。随着全球半导体产业链向国内转移，封测已成为国内半导体的强势产业，市场规模持续扩张，国内封测龙头通过外延式并购扩张与内涵式技术突破，已在销售规模与技术实力上进入全球第一梯队。

三、盈利预测、估值分析与投资建议

（一）盈利预测

公司户外业务受益于消费回暖，提供稳定现金流，芯片类业务加速布局，On-Cell 单层触控、有源驱动等技术储备雄厚，与三星、LG、京东方、利亚德等国内外知名客户展开深入合作。

我们预计公司 2025-2027 年户外业务营业收入增速 10%/12%/15%，毛利率 47.5%/47.8%/48%，芯片业务营业收入增速 30%/28%/25%，毛利率 48%/48.5%/49%，可得公司 2025-2027 年整体营业收入分别为 17.95/20.56/24.02 亿，同比增长 12.8%/14.6%/16.8%，归母净利润分别为 1.57/2.46/3.3 亿元，同比增长 47%/56.7%/34.4%，EPS 分别为 0.18/0.28/0.37 元。

（二）估值分析与投资建议

首次覆盖给予探路者“推荐”评级。从行业类别、业务相似度、下游应用、经营规模、财务数据可比性等角度综合考量，我们选取三安光电、乾照光电、北鼎股份、三夫户外这四家作为探路者的可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 50.1x/36.7x/29.6x，中值为 45.9x/35x/29.3x，考虑公司核心竞争力与新业务发展预期，首次覆盖，给予探路者“推荐”评级。

表1：可比公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600703.SH	三安光电	0.05	0.26	0.38	0.48	250.40	47.68	32.82	26.02
300102.SZ	乾照光电	0.10	0.17	0.23	0.29	108.60	64.91	46.49	37.15
300824.SZ	北鼎股份	0.21	0.30	0.35	0.40	61.18	44.13	37.21	32.64
002780.SZ	三夫户外	-0.14	0.29	0.41	0.56	-	43.65	30.19	22.50
均值						140.06	50.09	36.68	29.58
中值						108.60	45.90	35.01	29.33
300005.SZ	探路者	0.12	0.18	0.28	0.37	82.72	56.26	35.90	26.70

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：表中除探路者盈利预测采用中国银河证券研究院预测外，其余公司均采用 Wind 一致预测，收盘价更新至 2025 年 5 月 13 日。

四、风险提示

- 1、国内宏观经济波动的风险；
- 2、芯片行业技术迭代加速的风险；
- 3、存货跌价的风险；
- 4、商誉减值的风险等。

图表目录

图 1：探路者发展历程..... 3

图 2：截至 2025Q1 探路者股权结构 4

图 3：2020-2025Q1 公司营业收入与增速 4

图 4：2020-2025Q1 公司归母净利润与增速 4

图 5：2020-2025Q1 公司盈利能力（单位：%） 5

图 6：2020-2025Q1 公司三大期间费用率（单位：%） 5

图 7：国内运动户外市场 Top 圈层消费趋势 7

图 8：国内运动户外市场各年龄段人数与消费金额趋势 7

图 9：2021-2025 年全球半导体分产品市场规模（单位：十亿美元） 7

图 10：2021-2025 年全球半导体分区域市场规模（单位：十亿美元） 7

图 11：2025-2034 年亚太芯片系统市场规模与增速 9

图 12：2023-2028 年全球 Micro LED 芯片市场规模 9

图 13：2024-2032 年全球触控 IC 市场规模 9

图 14：2032 年全球触控 IC 各细分市场份额 9

图 15：2019-2025 年全球显示驱动芯片市场规模与增速 10

图 16：2020-2025 年国内显示驱动芯片市场规模与增速 10

表 1：可比公司盈利预测与估值 11

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,811.03	2,116.65	2,508.02	3,021.62
现金	747.84	1,078.98	1441.65	1,902.12
应收账款	216.98	224.33	239.91	266.86
其它应收款	21.55	22.43	23.99	26.69
预付账款	13.92	14.09	13.88	14.88
存货	349.10	319.08	330.83	353.33
其他	461.64	457.74	457.74	457.74
非流动资产	777.96	800.52	822.36	843.31
长期投资	103.32	103.32	103.32	103.32
固定资产	217.46	210.21	202.05	192.99
无形资产	39.52	44.52	49.52	54.52
其他	417.66	442.47	467.47	492.47
资产总计	2,589.00	2,917.17	3,330.38	3,864.93
流动负债	558.65	673.60	781.11	925.35
短期借款	10.00	10.00	10.00	10.00
应付账款	226.17	273.88	326.33	396.11
其他	322.47	389.72	444.77	519.24
非流动负债	115.91	115.42	115.42	115.42
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00
其他	15.91	15.42	15.42	15.42
负债合计	674.56	789.01	896.52	1,040.77
少数股东权益	-34.49	-34.49	-34.49	-34.49
归属母公司股东权益	1,948.93	2,162.65	2,468.35	2,858.65
负债和股东权益	2,589.00	2,917.17	3,330.38	3,864.93

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	225.13	394.02	433.67	529.73
净利润	74.76	156.75	245.70	330.30
折旧摊销	72.62	52.26	53.16	54.06
财务费用	-26.87	6.28	6.28	6.28
投资损失	-3.46	-8.97	-10.28	-12.01
营运资金变动	-21.04	107.71	58.82	71.11
其它	129.12	80.00	80.00	80.00
投资活动现金流	-102.80	-61.93	-64.72	-62.99
资本支出	-16.26	-74.99	-75.00	-75.00
长期投资	-189.73	0.00	0.00	0.00
其他	103.19	13.06	10.28	12.01
筹资活动现金流	-64.80	0.55	-6.28	-6.28
短期借款	9.79	0.00	0.00	0.00
长期借款	100.00	0.00	0.00	0.00
其他	-174.59	0.55	-6.28	-6.28
现金净增加额	59.17	331.14	362.67	460.47

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,591.59	1,794.66	2,056.41	2,401.76
营业成本	837.92	939.00	1,068.00	1,240.00
营业税金及附加	8.78	9.33	10.28	12.01
营业费用	322.10	323.04	329.03	360.26
管理费用	180.22	188.44	201.53	228.17
财务费用	-40.79	-4.94	-9.91	-15.35
资产减值损失	-125.99	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动收益	8.12	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.46	8.97	10.28	12.01
营业利润	104.05	184.41	289.06	388.59
营业外收入	3.03	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	103.85	184.41	289.06	388.59
所得税	29.09	27.66	43.36	58.29
净利润	74.76	156.75	245.70	330.30
少数股东损益	-31.86	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	106.62	156.75	245.70	330.30
EBITDA	181.74	231.73	332.30	427.30
EPS (元)	0.12	0.18	0.28	0.37

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	14.44%	12.76%	14.58%	16.79%
营业利润增速	110.54%	77.23%	56.74%	34.43%
归母净利润增速	48.50%	47.02%	56.74%	34.43%
毛利率	47.35%	47.68%	48.06%	48.37%
净利率	6.70%	8.73%	11.95%	13.75%
ROE	5.47%	7.25%	9.95%	11.55%
ROIC	3.80%	6.66%	9.14%	10.62%
资产负债率	26.05%	27.05%	26.92%	26.93%
净负债比率	-31.04%	-43.07%	-52.56%	-61.60%
流动比率	3.24	3.14	3.21	3.27
速动比率	2.57	2.63	2.76	2.86
总资产周转率	0.61	0.65	0.66	0.67
应收账款周转率	6.86	8.13	8.86	9.48
应付账款周转率	3.55	3.76	3.56	3.43
每股收益	0.12	0.18	0.28	0.37
每股经营现金	0.25	0.45	0.49	0.60
每股净资产	2.21	2.45	2.79	3.23
P/E	82.72	56.26	35.90	26.70
P/B	4.53	4.08	3.57	3.09
EV/EBITDA	30.81	34.10	22.69	16.57
P/S	5.54	4.91	4.29	3.67

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵良华，通信&中小盘首席分析师，科技组组长。北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022年加入中国银河证券。8年中国移动通信产业研究经验，曾获得2020年Wind金牌通信分析师前五名，2022年Choice通信行业最佳分析师前三名。

郝帅，纺织服装行业分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，曾获得2019-2020年机构投资者II评选纺织零售行业第三名，2021-2023年水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn