

2026年02月03日

探路者（300005.SZ）

公司快报

拟收购贝特莱/上海通途，增强第二增长曲线

投资要点

◆ **拟收购贝特莱/上海通途股份，深度互补与全面强化现有芯片业务。**公司拟以自有资金合计 6.78 亿元，分别收购贝特莱 51% 股权（交易金额 3.21 亿元）和上海通途 51% 股权（交易金额 3.57 亿元）。本次收购的核心目的是与公司现有的芯片业务板块形成深度互补与全面强化。通过此次收购，公司将补充 80 余款成熟量产产品，含发明专利、实用新型专利、软件著作权、集成电路布图设计在内的 230 余项知识产权，70 余名研发人员。（1）贝特莱：贝特莱聚焦数模混合信号链芯片设计，在智能门锁指纹识别领域位居行业首位；在可信安防指纹、笔记本电脑触控板、电容式主动笔、智能穿戴等领域均位居行业前列，其在信号链芯片上的技术积累，将与公司现有产品线形成有力互补，显著拓展公司在模拟及数模混合芯片市场的产品维度与客户广度。（2）上海通途：上海通途的 IP 技术资源将增强公司在显示驱动、视频处理等方向的技术竞争力与创新能力，其视频压缩、AMOLED 显示驱动及视频处理三大 IP 技术在性能参数、算法效率、模型轻量化、架构灵活性等方面具有相对优势，IP 已成功授权超过 20 家中大型芯片公司；并基于以上技术开发的手机显示屏桥接芯片的出货量名列行业前茅。两家公司的客户包括电子 OEM/ODM 厂商、头部消费电子品牌商、中大型芯片设计公司、智能视觉方案提供商。通过此次收购，公司覆盖的下游应用领域可延伸至更广泛的消费电子市场、更高可靠性的工业控制市场、更高附加值的新兴市场，同时优化客户结构，改善盈利水平。

◆ **拟募资 18.58 亿元，聚焦“户外+芯片”双主业战略支持。**公司拟向特定对象发行募集资金总额不超过人民币 18.58 亿元（含本数），扣除发行费用后拟将全部用于补充流动资金。面对全球经济变革和技术创新浪潮，公司坚定推行“户外+芯片”双主业战略，需要以核心技术攻关和产业链协同布局为抓手，推动关键领域自主可控，完成基础技术的不断迭代优化、科技平台的战略升级。本次发行拟使用募集资金补充流动资金，增强了公司资金储备，为公司技术创新、产品开发和项目投资等方面提供了资金支持，有助于公司实现长期战略发展目标，巩固行业优势地位。（1）**户外业务行业竞争加剧，强化产品创新和研发赋能。**随着国内户外品牌的品牌集中度低、竞争激烈的特点愈加凸显，国外知名品牌建立了良好的用户口碑和广泛的市场基础环境下，户外业务面临着较大的竞争压力。公司计划依托多年的行业积累，围绕“产品创新、品牌赋能、渠道深耕”三大核心战略，驱动业务增长与价值跃升。在技术研发方面，加速轻量化、专业化、智能化产品研发，持续提升产品性能与场景适应性；统筹重大项目全周期管理，在保障项目高效落地的同时强化科技攻关与平台技术沉淀，驱动公司技术储备体系升级与创新成果转化；积极推动构建创新科研联合体，攻克关键核心技术、促进产业发展，提高技术转化速度。（2）**以市场需求为导向，持续探索芯片应用化领域。**近年来，公司的芯片业务发展态势良好、业务增长迅猛。公司将以“技术驱动、全球协同、生态聚合”为核心战略，聚焦显示芯片设计核心领域，强化技术研发与产品创新，持续巩固显示芯片领域竞争优势，向高附加值领域延伸布局。公司在智能穿戴设备方面的研发能力、产品定义、商业化运营、生态建设及市场拓展等方面具备优势。2024 年，公司依托多年的品牌沉淀和技术积累，先后发布下肢外骨骼、5G 智能户外手表、智能滑雪头盔和悬镜式高

纺织服装 | 体育及户外品牌III

投资评级

增持(首次)

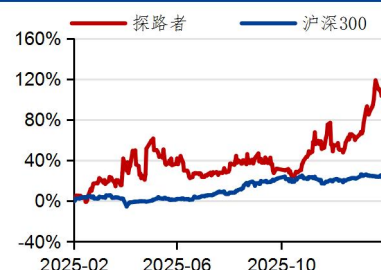
股价(2026-02-03)

14.60 元

交易数据

总市值（百万元）	12,902.05
流通市值（百万元）	12,896.39
总股本（百万股）	883.70
流通股本（百万股）	883.31
12 个月价格区间	13.93/6.75

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	34.16	55.56	94.45
绝对收益	34.81	55.98	116.53

分析师

熊军

 SAC 执业证书编号：S0910525050001
 xiongjun@huajinsc.cn

相关报告

清户外影院等多款户外智能装备。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2025 年至 2027 年营业收入分别为 13.67/16.47/21.45 亿元，增速分别为-14.1%/20.5%/30.2%；归母净利润分别为 0.63/1.48/2.02 亿元，增速分别-40.8%/134.4%/36.1%。公司通过内生+外延并购进一步整合芯片业务和资源，有望不断提高芯片业务规模及竞争力，扩展业绩增量空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**行业与市场波动风险；国际贸易摩擦风险；人工智能发展不及预期；新技术、新工艺、新产品、新项目无法如期产业化风险；整合后在业务协同、管理融合、文化适配方面存在不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,391	1,592	1,367	1,647	2,145
YoY(%)	22.1	14.4	-14.1	20.5	30.2
归母净利润(百万元)	72	107	63	148	202
YoY(%)	2.7	48.5	-40.8	134.4	36.1
毛利率(%)	48.2	47.4	48.3	51.5	51.7
EPS(摊薄/元)	0.08	0.12	0.07	0.17	0.23
ROE(%)	2.0	3.9	2.2	4.9	6.3
P/E(倍)	179.7	121.0	204.2	87.1	64.0
P/B(倍)	6.0	6.2	6.1	5.7	5.3
净利率(%)	5.2	6.7	4.6	9.0	9.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

1、盈利预测与估值

目前公司主营业务涵盖户外业务和芯片业务两块业务，分别属于户外行业和半导体行业。

(1) 户外行业：当下，“全民健身”热潮澎湃而至，运动户外早已褪去小众标签，深度融入大众生活。随着消费者健康意识的全面觉醒与运动需求的日益多元化，运动户外行业正迎来前所未有的黄金发展期。根据《2025 秋冬·淘宝天猫运动户外行业鞋服趋势白皮书》(简称《白皮书》)，2020 至 2024 年期间在产业规模不断扩大的同时，中国体育产业总产出由 27,372 亿元增长至 38,945 亿元，年均增长约 9.22%，全国体育总产出值与国民参与度实现了双增长。《白皮书》显示，户外运动持续吸引大量新客户，女性、青少年和 50 岁+熟龄中年客户群体消费潜力巨大，他们带着对健康、兴趣、社交等多元需求涌入运动户外圈。青少年热衷于城市训练球类运动、动静结合养生运动；女性偏好露营、瑜伽等运动；成熟人群则倾向于品质中产的悦己持续向外运动，如滑雪、登山等。新客入圈兴趣广泛，涵盖户外、休闲运动、专业运动等多个圈层，这为行业发展带来新的机遇和挑战。此外，运动户外用品凭借其实用性和独特的情绪价值，已成为节日礼赠的热门选择。

(2) 半导体行业：触控芯片方面，目前触控芯片领域的主要技术路径为 On-Cell、In-Cell 及 OGS，On-Cell 又分为单层和双层，公司触控 IC 产品包括 LCD 触控 IC、OLED 触控 IC 及电池保护 IC 等产品，主要应用于笔记本电脑显示屏、车载显示屏、手机、平板等产品中，触控 IC 产品主要采用 On-Cell 单层技术。显示芯片方面，市场上主流显示技术有 LCD、OLED、Mini LED、Micro LED 等，公司专注 Mini/Micro LED 显示驱动模拟芯片设计及模组研发，是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，具有开发 AM 驱动元件集成组件以及提供高分辨率大型屏幕驱动的技术能力。根据 Omdia 数据，2025 年全球电视市场维持稳定态势，出货量约为 2.09 亿台，其中高端电视技术成为市场主要增长动能。Mini LED 电视出货量预计达到 1238 万台，同比增长约 82.9%，主要增长动力来自中国、北美与欧洲市场。根据群智咨询数据，2024 年全球车载显示面板出货量达到 2.3 亿片，同比增长 8.5%，预计 2025 年将维持 5.4% 的高速增长，达到 2.5 亿片。目前，车载显示正呈现“大屏化”和“多屏化”两大趋势，除传统中控与仪表盘之外，HUD、前排乘客屏、后排娱乐屏、电子后视镜、透明 A 柱等创新产品纷纷落地，进一步拉升用屏数量。

我们选取以下公司为可比公司：三夫户外以研发销售专业优质户外运动用品、组织户外活动赛事团建，构建亲子青少年综合户外素质教育体验平台为主营业务；森马服饰以休闲服饰、儿童服饰为主导产品的企业集团，旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰两大品牌集群。三安光电在国内化合物半导体领域，构建起垂直产业链布局优势，在稳固传统优势领域市场份额的同时，主动向 Mini/MicroLED、车用 LED、植物照明 LED 等细分领域发力，加速产品市场应用推广。汇顶科技触控产品覆盖消费级、车规级、工规级，可广泛应用于智能手机、平板、PC、主动笔、智能眼镜、汽车、医疗、工业等带屏终端设备。

我们预测公司 2025 年至 2027 年营业收入分别为 13.67/16.47/21.45 亿元，增速分别为 -14.1%/20.5%/30.2%；归母净利润分别为 0.63/1.48/2.02 亿元，增速分别 -40.8%/134.4%/36.1%。公司通过内生+外延并购进一步整合芯片业务和资源，有望不断提高芯片业务规模及竞争力，扩展业绩增量空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 1：公司业务盈利预测（百万元/%）

产品	指标	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
户外服装	收入	907.68	872.87	978.93	1,058.96	863.31	1,000.51	1,210.58
	YoY	33.31%	-3.84%	12.15%	8.18%	-18.48%	15.89%	21.00%
	成本	521.20	401.14	477.80	532.25	430.10	449.03	537.38
	毛利率	42.58%	54.04%	51.19%	49.74%	50.18%	55.12%	55.61%
芯片业务	收入		8.43	133.35	221.90	248.56	356.68	564.22
	YoY			1482.39%	66.40%	12.01%	43.50%	58.19%
	成本		2.06	74.18	115.97	132.13	187.83	294.19
	毛利率		75.56%	44.37%	47.74%	46.84%	47.34%	47.86%
户外鞋品	收入	197.40	160.71	200.45	229.95	193.41	223.56	287.79
	YoY	52.09%	-18.58%	24.73%	14.72%	-15.89%	15.59%	28.73%
	成本	123.14	84.52	111.91	133.80	102.76	118.22	150.69
	毛利率	37.62%	47.41%	44.17%	41.81%	46.87%	47.12%	47.64%
户外装备	收入	116.96	86.75	71.75	74.89	55.91	60.96	76.62
	YoY	35.64%	-25.83%	-17.29%	4.37%	-25.34%	9.02%	25.70%
	成本	78.70	55.77	49.95	49.50	36.47	39.55	49.34
	毛利率	32.72%	35.71%	30.38%	33.90%	34.78%	35.12%	35.61%
其他业务	收入	20.64	10.20	6.23	5.89	5.67	5.77	5.30
	YoY	57.36%	-50.60%	-38.94%	-5.40%	-3.68%	1.65%	-8.14%
	成本	17.68	6.68	6.18	6.40	5.12	5.17	4.73
	毛利率	14.32%	34.46%	0.67%	-8.65%	9.76%	10.32%	10.78%
合计	收入	1,242.69	1,138.95	1,390.71	1,591.59	1,366.86	1,647.47	2,144.52
	YoY	36.23%	-8.35%	22.10%	14.44%	-14.12%	20.53%	30.17%
	成本	740.78	550.18	720.03	837.92	706.58	799.79	1,036.31
	毛利率	40.39%	51.69%	48.23%	47.35%	48.31%	51.45%	51.68%

资料来源：Wind、华金证券研究所

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值	归母净利润（亿元）			PE		
		（亿元）	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002780.SZ	三夫户外	28.19	0.46	0.70	0.94	61.62	40.28	29.89
002563.SZ	森马服饰	151.14	9.40	11.28	13.08	16.08	13.40	11.56
	平均		4.93	5.99	7.01	38.85	26.84	20.72
600703.SH	三安光电	809.22	4.89	12.29	17.97	165.34	65.85	45.03
603160.SH	汇顶科技	362.03	8.34	10.21	12.18	43.40	35.48	29.73
	平均		6.62	11.25	15.07	104.37	50.67	37.38
	加权平均（户外 70%，芯片 30%）		5.43	7.57	9.43	58.51	33.99	25.72
300005.SZ	探路者	129.02	0.63	1.48	2.02	204.23	87.13	64.03

资料来源：Wind 一致预期、探路者盈利预测来自华金证券研究所、数据截至 2026 年 02 月 03 日

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1855	1811	1675	1937	1927
现金	764	748	608	733	461
应收票据及应收账款	247	217	293	284	458
预付账款	13	14	10	18	18
存货	333	349	287	415	490
其他流动资产	498	483	478	486	500
非流动资产	781	778	761	818	924
长期投资	44	103	130	163	198
固定资产	231	217	183	230	310
无形资产	55	42	30	17	17
其他非流动资产	451	415	418	409	399
资产总计	2636	2589	2437	2755	2852
流动负债	499	559	374	633	625
短期借款	0	10	5	6	6
应付票据及应付账款	255	329	171	390	339
其他流动负债	243	220	197	237	280
非流动负债	32	116	117	89	72
长期借款	0	100	78	59	41
其他非流动负债	32	16	38	30	30
负债合计	531	675	490	722	697
少数股东权益	-1	-34	-55	-105	-170
股本	884	884	884	884	884
资本公积	860	860	860	860	860
留存收益	497	584	620	703	819
归属母公司股东权益	2106	1949	2002	2137	2325
负债和股东权益	2636	2589	2437	2755	2852

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	409	225	-187	205	-181
净利润	43	75	42	99	136
折旧摊销	50	46	36	41	25
财务费用	-7	-41	-19	-24	-27
投资损失	-15	-3	-11	-9	-9
营运资金变动	221	-21	-187	132	-274
其他经营现金流	117	169	-48	-33	-31
投资活动现金流	-462	-103	59	-64	-90
筹资活动现金流	-58	-65	-12	-15	-2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.12	0.07	0.17	0.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.25	-0.21	0.23	-0.20
每股净资产(最新摊薄)	2.45	2.34	2.40	2.55	2.76

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1391	1592	1367	1647	2145
营业成本	720	838	707	800	1036
营业税金及附加	9	9	8	10	12
营业费用	329	322	339	381	513
管理费用	181	180	150	174	217
研发费用	67	81	83	93	120
财务费用	-7	-41	-19	-24	-27
资产减值损失	-145	-121	-105	-143	-148
公允价值变动收益	79	8	38	35	32
投资净收益	15	3	11	9	9
营业利润	49	104	53	127	175
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	50	104	54	127	176
所得税	8	29	11	28	40
税后利润	43	75	42	99	136
少数股东损益	-29	-32	-21	-49	-66
归属母公司净利润	72	107	63	148	202
EBITDA	77	135	73	150	185

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	22.1	14.4	-14.1	20.5	30.2
营业利润(%)	-13.5	110.5	-49.2	139.5	38.5
归属于母公司净利润(%)	2.7	48.5	-40.8	134.4	36.1
获利能力					
毛利率(%)	48.2	47.4	48.3	51.5	51.7
净利率(%)	5.2	6.7	4.6	9.0	9.4
ROE(%)	2.0	3.9	2.2	4.9	6.3
ROIC(%)	1.1	3.0	1.4	3.8	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	20.1	26.1	20.1	26.2	24.4
流动比率	3.7	3.2	4.5	3.1	3.1
速动比率	3.0	2.6	3.6	2.3	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6	0.8
应收账款周转率	4.5	6.9	5.4	5.7	5.8
应付账款周转率	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8
估值比率					
P/E	179.7	121.0	204.2	87.1	64.0
P/B	6.0	6.2	6.1	5.7	5.3
EV/EBITDA	151.7	87.7	164.5	78.1	64.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

熊军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn