

2026年04月28日

Q1 业绩超预期，芯片业务并表开始贡献

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:	17.06/8.09
目标价格:		总市值(亿)	145.28
最新收盘价:	16.44	自由流通市值(亿)	144.11
		自由流通股数(百万)	876.58

事件概述

2025年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为13.81/0.79/-0.034/0.41亿元，同比增长-13.25%/-25.92%/-104.08%/-81.90%，非经常性损益主要为联营企业投资收益0.57亿元及政府补助0.08亿元。经营现金流低于归母净利，主要由于存货增加。25Q4营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为4.28/0.46/-0.30亿元，同比-33.0%/-37.8%/由盈转亏。

公司拟每10股派发现金红利0.1元，分红率10.8%，股息率0.1%。

2026Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为4.96/0.56/0.64亿元，同比增长39.41%/14.44%/32.36%，业绩超市场预期，主要来自并购芯片并表贡献及汇兑收益增加。

分析判断:

芯片并表驱动 Q1 收入高增，户外业务仍在调整。分业务来看，2025年户外/芯片收入分别为11.51/2.30亿元，同比增长-15.96%/+3.43%，户外下滑因渠道收缩（净关店61家）及加盟/联营收入下降；芯片微增但子公司北京芯能亏损0.96亿元拖累整体。2026Q1芯片收入1.79亿元（同比+206.92%），主因贝特莱、上海通途并表；户外收入3.15亿元（+8.02%），恢复增长。分销售模式（2025年），线上/直营/加盟/联营/团购及其他收入分别为3.80/0.99/2.35/3.35/3.23亿元，同比增长+1.67%/-22.06%/-32.19%/-10.26%/-11.54%。2025年直营/加盟店数分别为61/786家（不含童装），净开-13/-15家，推算直营店效/加盟单店出货（16/30万元）同比提升-7%/-28%。芯片子公司G2 Touch收入1.73亿元，净利0.44亿元；北京芯能收入0.17亿元，净利润-0.96亿元。

2025年扣非净利率转负，2026Q1毛利率下降而净利率提升来自汇兑收益增加、其他收益增加、资产减值冲回贡献。（1）2025年公司毛利率为47.39%、同比提升0.50PCT，其中户外/芯片毛利率分别为47.57%/46.52%、同比+0.28/-1.23PCT。25Q4/26Q1毛利率为52.20%/42.77%，同比变动-2.4/-6.4PCT（26Q1下降主要因低毛利芯片并表）。（2）2025年扣非净利率为-0.25%（即-0.0025，绝对值较低），同比下降7.77PCT，转亏主因资产减值损失1.04亿元（主要为存货跌价）及财务费用因汇率波动增加0.45亿元。26Q1扣非净利率为12.90%、同比略降1.0PCT（因毛利率下降幅度大于费用率改善）。

存货周转放缓，商誉激增。2025年末存货为4.46亿元，同比增长27.8%，存货周转天数194天、同比增加34天。应收账款为1.77亿元、同比下降18.4%，应收账款周转天数为49天、同比增加4天。应付账款为2.47亿元，同比增长9.4%，应付账款周转天数为140天，同比增加36天。2026Q1末商誉由1.81亿元增至7.31亿元（+304%），主要因收购贝特莱及上海通途；存货周转天数环比增至206天。

投资建议:

我们分析，（1）户外行业仍在快速增长，户外业务Q1高单增长、较25年有所改善；公司主业在产品功能性提升、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，通途和贝特莱并购增厚利润，同时通过收购通途补充了公司在芯片链条最高环节（license）中的布局，且有望形成客户协同效应。

调整26/27年收入预测28.29/33.42至22.03/26.12亿元，新增28年收入预测为30.96亿元，调整26/27年归母净利预测3.69/4.54至2.07/2.94亿元，新增28年归母净利预测3.57亿元，对应调整26/27年EPS预

测 0.42/0.51 至 0.23/0.33 元，新增 28 年 EPS 预测 0.40 元，对应 2026 年 4 月 28 日收盘价 16.44 元对应 26/27/28 年 PE 为 70.22/49.47/40.70X，维持“买入”评级。

风险提示

芯片业务业绩低于预期风险；户外业务库存高企风险；费用率高企风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,592	1,381	2,203	2,612	3,096
YoY (%)	14.4%	-13.2%	59.5%	18.6%	18.5%
归母净利润(百万元)	107	79	207	294	357
YoY (%)	48.5%	-25.9%	161.9%	42.0%	21.5%
毛利率 (%)	47.4%	47.4%	45.0%	45.0%	45.0%
每股收益 (元)	0.12	0.09	0.23	0.33	0.40
ROE	5.5%	3.9%	9.3%	11.7%	12.5%
市盈率	136.26	183.93	70.22	49.47	40.70

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,381	2,203	2,612	3,096	净利润	47	207	294	357
YoY(%)	-13.2%	59.5%	18.6%	18.5%	折旧和摊销	67	28	20	18
营业成本	726	1,211	1,437	1,703	营运资金变动	-116	-283	-151	-159
营业税金及附加	7	11	14	15	经营活动现金流	41	64	280	337
销售费用	333	449	483	577	资本开支	-34	0	-3	-2
管理费用	162	154	183	217	投资	-135	-211	-275	-262
财务费用	4	-7	-5	-5	投资活动现金流	-129	-209	-277	-262
研发费用	77	37	44	53	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-104	-110	-115	-121	债务募资	36	-36	0	0
投资收益	56	2	1	3	筹资活动现金流	-41	-42	-5	-5
营业利润	44	248	353	429	现金净流量	-137	-187	-2	70
营业外收支	1	1	1	1					
利润总额	44	249	354	430	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	-2	42	60	73	成长能力 (%)				
净利润	47	207	294	357	营业收入增长率	-13.2%	59.5%	18.6%	18.5%
归属于母公司净利润	79	207	294	357	净利润增长率	-25.9%	161.9%	42.0%	21.5%
YoY(%)	-25.9%	161.9%	42.0%	21.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.09	0.23	0.33	0.40	毛利率	47.4%	45.0%	45.0%	45.0%
					净利率	3.4%	9.4%	11.2%	11.5%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	3.0%	7.8%	9.8%	10.4%
货币资金	577	390	389	459	净资产收益率 ROE	3.9%	9.3%	11.7%	12.5%
预付款项	42	42	47	53	偿债能力 (%)				
存货	446	448	512	583	流动比率	2.37	3.66	3.94	4.19
其他流动资产	416	619	929	1,232	速动比率	1.59	2.47	2.77	3.04
流动资产合计	1,481	1,500	1,877	2,327	现金比率	0.92	0.95	0.82	0.83
长期股权投资	180	180	180	180	资产负债率	26.8%	18.8%	18.8%	18.7%
固定资产	180	170	159	147	经营效率 (%)				
无形资产	25	10	5	3	总资产周转率	0.52	0.83	0.87	0.90
非流动资产合计	1,175	1,148	1,132	1,117	每股指标 (元)				
资产合计	2,655	2,648	3,008	3,444	每股收益	0.09	0.23	0.33	0.40
短期借款	36	0	0	0	每股净资产	2.27	2.51	2.84	3.24
应付账款及票据	388	216	256	303	每股经营现金流	0.05	0.07	0.32	0.38
其他流动负债	201	194	221	252	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	624	409	476	556	估值分析				
长期借款	70	70	70	70	PE	183.93	70.22	49.47	40.70
其他长期负债	18	18	18	18	PB	4.77	6.56	5.79	5.07
非流动负债合计	88	88	88	88					
负债合计	712	497	564	643					
股本	884	884	884	884					
少数股东权益	-63	-63	-63	-63					
股东权益合计	1,944	2,151	2,444	2,801					
负债和股东权益合计	2,655	2,648	3,008	3,444					

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。