



# 探路者 (300005.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q1 经营回暖，户外与芯片双驱动

### 业绩简评

公司于4月28日公布2025年报&2026年一季报，2025全年营收13.81亿元，同降13.25%，归母净利润0.79亿元，同降25.92%。2026Q1营收4.96亿元，同增39.41%，归母净利润0.56亿元，同增14.44%。一季度营收/业绩亮眼，户外业务有所复苏，芯片业务维持快速增长。我们看好户外和芯片板块双轮驱动公司成长。

### 经营分析

**芯片板块快速发展，26Q1 营收增速回暖。**25全年分板块来看，户外/芯片板块营收分别为11.51/2.30亿元，同比-15.96%/3.43%，芯片增速稳健，分产品来看，户外板块传统户外服装/户外鞋品/户外装备营收为9.12/1.79/0.53亿元，同比-13.85%/-21.97%/-29.09%；芯片类产品营收为2.27亿元，同比增长2.31%，其中北京芯能营收172万，同比增长82.57%；G2Touch营收1.73亿元，同比减少8.54%。公司自2021年起确立“户外+芯片”双主业发展战略，持续推进芯片业务的战略布局与产业协同。25年直营门店店效同比提升0.47%，保持稳健。26Q1公司营收同比增长39.41%，主要系报告期合并范围增加及业务增长所致，其中芯片板块主营收入1.79亿元，同比增长206.92%；户外板块主营收入3.15亿元，同比增长8.02%。

**26Q1 盈利水平回暖。**25全年/26Q1毛利率为47.39%/42.77%，同比+0.04%/-6.07pct，26Q1毛利率水平下降主要因为芯片业务毛利率低于户外业务毛利率。25全年/26Q1公司销售费用率为24.14%/16.78%，同比+3.0%/-1.9pct。25全年/26Q1归母净利率为3.38%/13.22%，同比-1.32%/+0.66pct，26Q1盈利水平显著回暖。

**期待公司户外业务回暖，芯片板块持续发力。**公司依靠户外、芯片业务双轮驱动，户外方面2026年，公司将围绕产品、技术、品牌、渠道等多个维度全面升级战略打法，全面提升市场竞争力与品牌价值。渠道方面，线下以“提质增效、结构优化”为核心，推动门店总数恢复增长。芯片业务方面，公司25年12月收购贝特莱与上海通途，两家公司的客户包括电子OEM/ODM厂商、头部消费电子品牌商等。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，同时优化客户结构，改善盈利水平，丰富产品矩阵。此外待实控人定增落地后充裕资金有望进一步助力公司芯片及户外双主业扩张。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计26-28年公司EPS分别为0.18/0.24/0.32元，收购贝特莱电子/上海通途有望进一步增强公司芯片板块实力，后续实控人大规模注资亦有望促进芯片业务与户外业务的发展，维持“增持”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧、芯片业务发展不及预期、定增落地进度不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

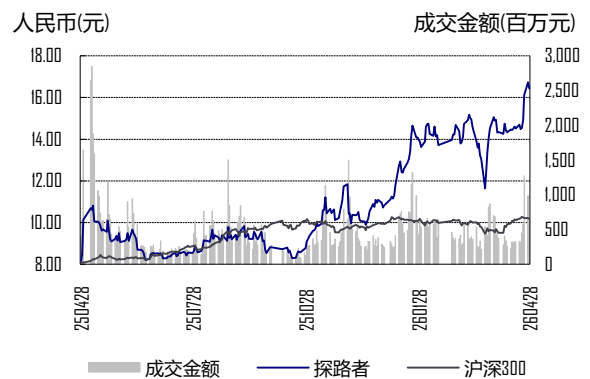
分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.44 元

### 相关报告：

- 《探路者公司点评：推出股权激励，锚定业绩高增目标》，2026.2.20
- 《探路者公司点评：拟并购芯片标的，夯实双主业发展》，2025.12.2
- 《探路者公司深度研究：四问四答解读定增后公司未来亮点》，2025.11.20



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,592	1,381	2,015	2,359	2,772
营业收入增长率	14.44%	-13.25%	45.92%	17.10%	17.49%
归母净利润(百万元)	107	79	159	210	280
归母净利润增长率	48.50%	-25.92%	101.85%	31.92%	32.93%
摊薄每股收益(元)	0.121	0.089	0.180	0.238	0.316
每股经营性现金流净额	0.25	0.05	0.18	0.17	0.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.47%	3.94%	7.41%	8.98%	10.78%
P/E	58.10	121.16	91.12	69.07	51.96
P/B	3.18	4.77	6.75	6.20	5.60

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,391</b>	<b>1,592</b>	<b>1,381</b>	<b>2,015</b>	<b>2,359</b>	<b>2,772</b>
增长率		14.4%	-13.2%	45.9%	17.1%	17.5%
主营业务成本	-720	-838	-726	-1,049	-1,212	-1,418
%销售收入	51.8%	52.6%	52.6%	52.1%	51.4%	51.2%
毛利	671	754	654	966	1,147	1,354
%销售收入	48.2%	47.4%	47.4%	47.9%	48.6%	48.8%
营业税金及附加	-9	-9	-7	-10	-12	-14
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-329	-322	-333	-453	-472	-527
%销售收入	23.7%	20.2%	24.1%	22.5%	20.0%	19.0%
管理费用	-181	-180	-162	-222	-236	-249
%销售收入	13.0%	11.3%	11.8%	11.0%	10.0%	9.0%
研发费用	-67	-81	-77	-112	-132	-155
%销售收入	4.8%	5.1%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	85	162	75	169	296	409
%销售收入	6.1%	10.2%	5.4%	8.4%	12.6%	14.8%
财务费用	7	41	-4	7	-2	-9
%销售收入	-0.5%	-2.6%	0.3%	-0.3%	0.1%	0.3%
资产减值损失	-145	-121	-95	-11	-2	-2
公允价值变动收益	79	8	4	0	0	0
投资收益	15	3	56	0	0	0
%税前利润	29.7%	3.3%	126.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	49	104	44	164	293	399
营业利润率	3.6%	6.5%	3.2%	8.2%	12.4%	14.4%
营业外收支	1	0	1	0	0	0
税前利润	50	104	44	164	293	399
利润率	3.6%	6.5%	3.2%	8.2%	12.4%	14.4%
所得税	-8	-29	2	-25	-44	-60
所得税率	15.3%	28.0%	-5.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	43	75	47	140	249	339
少数股东损益	-29	-32	-32	-20	38	59
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>72</b>	<b>107</b>	<b>79</b>	<b>159</b>	<b>210</b>	<b>280</b>
净利率	5.2%	6.7%	5.7%	7.9%	8.9%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	43	75	47	140	249	339
少数股东损益	-29	-32	-32	-20	38	59
非现金支出	223	194	162	14	4	4
非经营收益	-78	-23	-52	45	9	15
营运资金变动	221	-21	-116	-37	-108	32
<b>经营活动现金净流</b>	<b>409</b>	<b>225</b>	<b>41</b>	<b>161</b>	<b>153</b>	<b>389</b>
资本开支	-7	-16	-34	-73	-84	-84
投资	-446	-190	-135	0	-1,000	0
其他	-9	103	40	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-462</b>	<b>-103</b>	<b>-129</b>	<b>-73</b>	<b>-1,084</b>	<b>-84</b>
股权募资	0	0	0	2	0	0
债权募资	-5	139	-4	-87	825	-197
其他	-53	-204	-37	-17	-30	-43
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-58</b>	<b>-65</b>	<b>-41</b>	<b>-102</b>	<b>795</b>	<b>-240</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-112</b>	<b>59</b>	<b>-137</b>	<b>-14</b>	<b>-137</b>	<b>65</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	764	748	577	560	421	484
应收款项	273	239	195	316	444	435
存货	333	349	446	562	650	761
其他流动资产	485	476	263	251	1,258	1,266
流动资产	1,855	1,811	1,481	1,690	2,773	2,946
%总资产	70.4%	70.0%	55.8%	58.5%	68.4%	68.3%
长期投资	110	194	273	273	273	273
固定资产	231	285	267	347	427	507
%总资产	8.7%	11.0%	10.1%	12.0%	10.5%	11.8%
无形资产	309	238	213	204	208	212
非流动资产	781	778	1,175	1,201	1,284	1,367
%总资产	29.6%	30.0%	44.2%	41.5%	31.6%	31.7%
<b>资产总计</b>	<b>2,636</b>	<b>2,589</b>	<b>2,655</b>	<b>2,892</b>	<b>4,056</b>	<b>4,312</b>
短期借款	25	47	81	0	825	628
应付款项	369	422	480	648	744	867
其他流动负债	105	90	63	96	114	136
流动负债	499	559	624	744	1,683	1,630
长期贷款	0	100	70	70	70	70
其他长期负债	32	16	18	8	6	4
负债	531	675	712	822	1,759	1,704
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,106</b>	<b>1,949</b>	<b>2,007</b>	<b>2,153</b>	<b>2,342</b>	<b>2,594</b>
其中：股本	884	884	884	884	884	884
未分配利润	308	394	459	603	792	1,044
少数股东权益	-1	-34	-63	-83	-45	14
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,636</b>	<b>2,589</b>	<b>2,655</b>	<b>2,892</b>	<b>4,056</b>	<b>4,312</b>

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.081	0.121	0.089	0.180	0.238	0.316
每股净资产	2.383	2.205	2.271	2.436	2.650	2.935
每股经营现金净流	0.462	0.255	0.046	0.182	0.173	0.441
每股股利	0.024	0.012	0.000	0.018	0.024	0.032
<b>回报率</b>						
净资产收益率	3.41%	5.47%	3.94%	7.41%	8.98%	10.78%
总资产收益率	2.72%	4.12%	2.97%	5.51%	5.19%	6.48%
投入资本收益率	3.37%	5.65%	3.76%	6.70%	7.89%	10.53%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	22.10%	14.44%	-13.25%	45.92%	17.10%	17.49%
EBIT 增长率	6.63%	90.84%	-53.71%	125.31%	75.51%	38.24%
净利润增长率	2.68%	48.50%	-25.92%	101.85%	31.92%	32.93%
总资产增长率	0.01%	-1.79%	2.56%	8.90%	40.27%	6.31%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	81.5	53.2	52.1	52.1	63.4	52.1
存货周转天数	173.4	148.6	199.7	199.7	199.7	199.7
应付账款周转天数	124.5	102.7	119.0	119.0	119.0	119.0
固定资产周转天数	60.5	49.9	47.5	41.6	43.2	43.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-56.23%	-54.82%	-32.59%	-33.69%	-31.94%	-38.11%
EBIT 利息保障倍数	-12.4	-4.0	18.3	-24.1	156.8	47.5
资产负债率	20.14%	26.05%	26.80%	28.43%	43.36%	39.52%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0		1	4
增持	0	1	2	5	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	1.83	1.50

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	☎66950355-
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究