

2022年05月17日

定位双主业，装备业务受益于露营火爆

探路者(300005)

投资要点:

短期来看，22Q1受制于公司天津疫情影响发货，Q1户外装备仅在两位数增长，但自Q2起开始体现高增长：我们认为户外及露营行业爆发式增长，探路者作为行业龙头有望充分受益，根据魔镜数据，公司近期销售额大幅增长。中长期来看，鞋服主业疫情后有望重启开店，叠加店效+折扣存提升空间。此外公司收购北京芯能60%股权有望打造第二增长曲线，北京芯能承诺2022/2023/2024年实现净利润分别不低于0元/8597.45万元/1.72亿元，我们认为，北京芯能具备一定的技术优势且公司扩产计划清晰，随着下游高景气驱动芯片释放，有助于公司消化新增产能、增强业绩承诺兑现可能。预计2022/23/24年收入分别为15.4/20.51/26.17亿元，归母净利分别为0.74/1.74/2.57亿元，EPS分别为0.25/0.59/0.87元，2022年5月17日收盘价8.14元对应PE分别为33/14/9X，首次覆盖，给予“增持”评级。

► 露营业务：Q2进入高增长期，登山帐、吊床为传统优势品类

我们分析，公司优势在于：（1）品牌优势，探路者以帐篷起家，虽然上市后聚焦于鞋服发展，但始终保有帐篷品类，专业登山帐和吊床具备口碑优势；（2）产能优势，目前市场上除牧高笛具备自有产能之外，大部分公司依托外协，而探路者具备自产产能，并和核心供应商保持了紧密合作。（3）设计方面，公司推出高端多人棉布材质帐篷、精致露营轻量级帐篷、休闲露营及亲子帐等。2022年推出和TEENIE WEENIE联名的露营产品以及与著名动漫IP哆啦A梦联名的露营产品，目前已有定价5900元的精致露营帐篷，其他装备产品包括：天幕、铝合金折叠桌、蛋卷桌、月亮椅、折叠床、睡袋、炊具等、打造精致露营场景。（4）营销方面，公司今年加大了宣传推广，总经理参与了央视财经《对话》栏目的露营专题。

► 户外鞋服业务：冲锋衣市占率领先，店效仍有提升空间

我们分析，公司在户外鞋服领域的优势在于：（1）冲锋衣市占率领先。（2）公司TIEF面料壁垒较高、赞助南极科考团队，国家级背书彰显科技优势优势。

我们分析，公司未来空间在于：（1）渠道扩张：2021年公司总门店数786家，其中直营/加盟179/607家，同比减少213家，公司关店整合接近尾声，预计疫情恢复后有望重启开店。（2）店效仍有提升空间，目前公司店效仅在100万元左右水平，相较服装同行仍有较大提升空间。（3）终端折扣改善有望贡献毛利率提升，近些年终端打折已有好转，从5折提升到7折左右。中长期来看，对标哥伦比亚、NORTHFACE、始祖鸟15-20亿元规模，仍有提升空间。

► Mini LED业务：AM驱动技术优势具备壁垒，未来持续扩产

北京芯能在PKG产品上，计划建5条PKG产品线，预期于2023年6月底全面投产，2024年满产，满产后将实现Indoor PKG / Outdoor PKG产品年产能分别为2.86亿个/年、4.29亿个/年。同时北京芯能做出业绩承诺，2022/2023/2024年实现净利润分别不低于0元/8597.45万元/1.72亿元。我们认为，北京芯能具备一定的技术优势且公司扩产计划清晰，随着下游

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	8.14
股票代码:	300005
52周最高价/最低价:	12.77/6.2
总市值(亿)	71.93
自由流通市值(亿)	71.93
自由流通股数(百万)	883.70



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：010 5977-5330

高景气驱动芯片释放，有助于公司消化新增产能、增强业绩承诺兑现可能。

► **风险提示**

疫情发展的不确定性，收购进展不确定性，收购标的业绩不确定性，露营可持续性，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	912	1,243	1,540	2,051	2,617
YoY (%)	-39.6%	36.2%	23.9%	33.2%	27.6%
归母净利润(百万元)	-275	54	74	174	257
YoY (%)	-343.1%	119.8%	36.1%	135.0%	47.6%
毛利率 (%)	34.0%	40.4%	40.9%	41.5%	42.7%
每股收益 (元)	-0.31	0.06	0.25	0.59	0.87
市盈率	-13.0%	2.5%	3.3%	7.2%	9.6%
市盈率	-26.17	132.14	32.62	13.88	9.40

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司概况：公司定位户外用品和显示芯片双主业.....	4
1.1. 历史回顾：19 年剥离多元化业务.....	4
1.2. 资本市场回顾：先后经历成长股、互联网、半导体逻辑.....	6
1.3. 股权结构回顾：实控人变更、新董事长具备芯片行业背景.....	7
2. 露营业务：Q2 进入高速增长期，登山帐、吊床为传统优势品类.....	8
2.1. 市场规模：目前近 400 亿元，长期展望千亿市场.....	8
2.2. 露营业务：登山帐、吊床为传统优势品类.....	11
3. 户外鞋服业务：冲锋衣市占率领先，店效仍有提升空间.....	12
4. Mini LED 业务：AM 驱动技术优势具备壁垒，未来持续扩产.....	14
4.1. 市场规模：预计 24 年市场规模达 23 亿美元.....	15
4.2. 公司优势：AM 驱动技术优势显著.....	15
4.3. 成长空间：预计 24 年年芯片产能约达 7.2 亿个.....	15
5. 盈利预测和投资建议.....	16
6. 风险提示.....	19

图表目录

图 1 历年公司收入、归母净利润.....	4
图 2 历年公司毛利率、净利率.....	4
图 3 历年公司主品牌“探路者”门店数目.....	5
图 4 历年公司主品牌“探路者”单店店效.....	5
图 5 公司户外主营业务分品牌业务占比.....	5
图 6 公司户外主营业务分品牌业务增速.....	5
图 7 探路者 PE BANDS.....	7
图 8 中国户外用品零售总额及增速.....	11
图 9 中国户外用品出货总额及增速.....	11
图 10 探路者户外装备业务历年营收.....	12
图 11 探路者户外装备业务历年毛利率.....	12
图 12 探路者 TIEF 科技平台.....	13
图 13 探路者直营门店数目及店效.....	14
图 14 探路者加盟门店数目及店效.....	14
图 15 探路者鞋服历年毛利率.....	14
图 16 探路者鞋服历年净利率.....	14
表 1 探路者大事件.....	5
表 2 股权结构（截至 21/12/31）.....	7
表 3 公司户外装备业务营收.....	9
表 4 公司 2020 年以来部分获奖产品（截至 21/12/31）.....	13
表 5 公司计划投产时间（截至 21/12/31）.....	15
表 6 收入拆分.....	16
表 7 可比公司估值.....	19

1. 公司概况：公司定位户外用品和显示芯片双主业

1.1. 历史回顾：19 年剥离多元化业务

国内户外用品行业发展始于 1995 年，探路者 1999 年成立，从最开始做帐篷发展至整个鞋服品类。公司 2009 年上市，充分享受了行业的高速发展盛宴，是户外行业上市第一股。随着行业进入调整期、公司由多元化布局到逐步剥离、创始人逐步退出，21 年 9 月公司收购北京芯能 60% 股权、进入 Mini/Micro 显示驱动芯片领域，目前公司定位为户外和显示芯片双主业发展。2021 年公司收入和归母净利润为 12.43/0.54 亿元，同比增长 36%/120%。

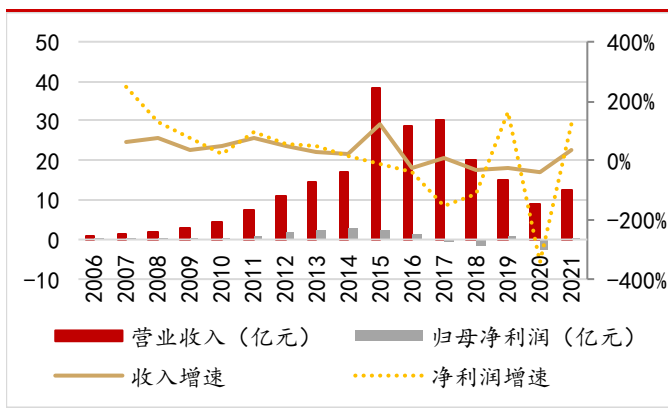
回顾公司发展历程，可分为 3 个阶段：

(1) 2006-2012 年，引入新高管、快速开店阶段。2010 年底公司从安踏聘任彭昕总作为总经理，凭借彭总的精细化管理、供应链改革等措施，公司走上了 3 年快速扩张之路，2008-2010 年市占率均居前三位，2011 年上升至第 2 名、2012 年上升至第 1 名。在这一阶段，公司门店数从 186 家增至 1395 家、复合增速达 40%，店效接近 80 万元、复合增速达 13%，收入/净利复合增速高达 57%/94%。

(2) 2013-2018 年：多元化发展阶段，但所并购的业务增收不增利，且协同效应并不明显。公司从 2013 年秋冬订货会开始增速放缓，由此前 50% 以上的增速放缓到 20-30%、2015 年春夏订货会降至-10%。在主业放缓背景下，公司从 2012 年上半年开始推进多品牌运作，并于 2013 年上半年决定延伸到户外服务领域，此后收购 Asiatravel、绿野网、极之美、易游天下等业务，打造“户外旅行综合服务平台”。

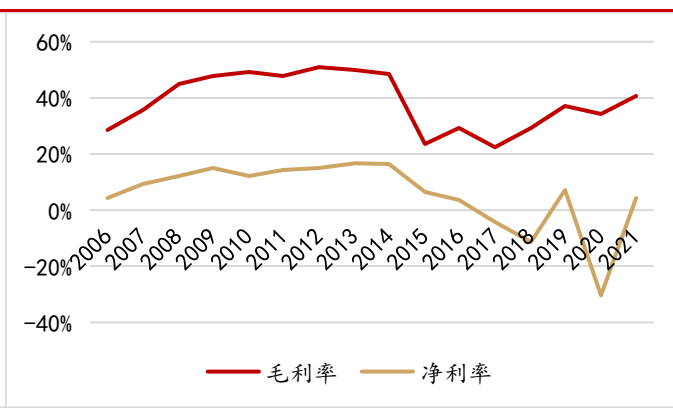
(3) 2019 年至今：剥离亏损业务、重新定位双主业。2019 年起，公司开始逐步剥离亏损业务，与途途、易游天下和绿野国际旅行社原股东达成股权回购协议、减少甚至不持有公司股份；2020 年将原先控股的易游天下、绿野国际等变更为联营企业以减少其亏损对公司业绩造成拖累。2021 年 9 月公司收购北京芯能 60% 股权切入 LED 显示领域，进入双主业阶段。

图 1 历年公司收入、归母净利润



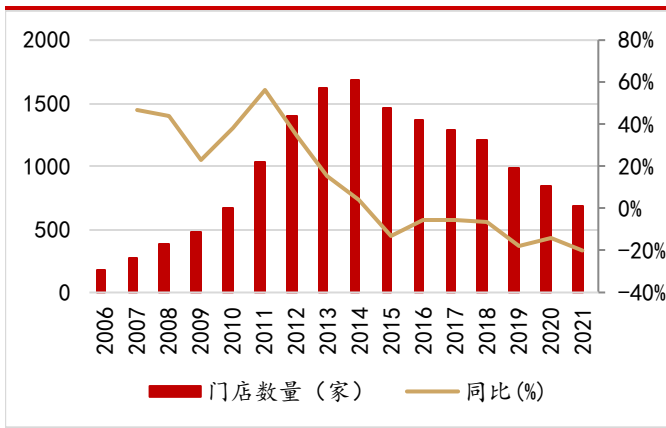
资料来源：探路者年报、华西证券研究所。

图 2 历年公司毛利率、净利率



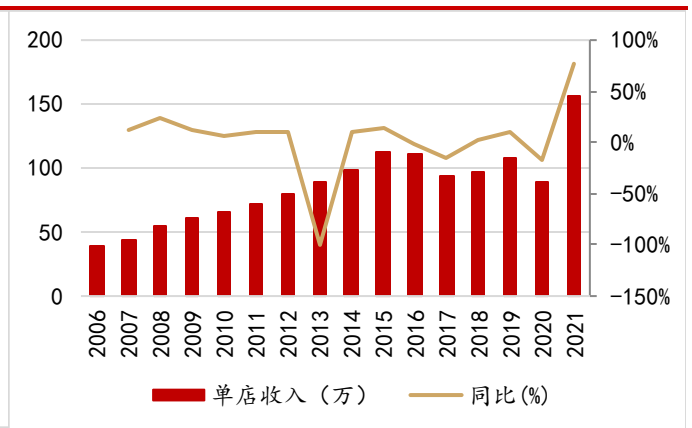
资料来源：探路者年报、华西证券研究所。

图3 历年公司主品牌“探路者”门店数目



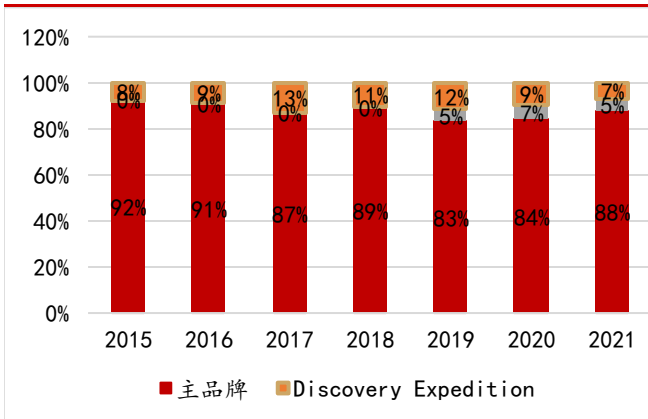
资料来源：探路者年报、华西证券研究所。

图4 历年公司主品牌“探路者”单店店效



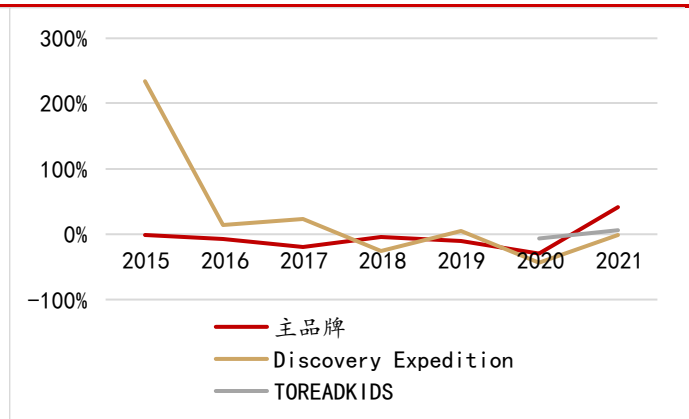
资料来源：探路者年报、华西证券研究所。

图5 公司户外主营业务分品牌业务占比



资料来源：探路者年报、华西证券研究所。

图6 公司户外主营业务分品牌业务增速



资料来源：探路者年报、华西证券研究所。

表1 探路者大事件

1999年	探路者成立，荣获年度中国国内旅游交易会优秀旅游商品奖。
2001年	制定了国内第一份旅行帐篷技术工艺标准，后被认定为行业标准； 产品线迅速扩展，由单一的户外帐篷扩展至睡袋、背包等户外露营用品
2008年	成为户外用品行业唯一一家入选 2008 北京奥运会特许生产商的企业； 户外品牌销售量以及市占率行业第一名。
2009年	成功登陆创业板，成为全国创业板首批 28 家企业之一； 与中国海洋极地办公室签署“中国南北极考察队独家专用产品”协议。

2010 年	发布股票期权激励计划，拟授予 265.29 万份股票期权，业绩考核要求为以 2009 年净利润为基数，2011 -2013 年相对于 2009 年的净利润增长率分别不低于 30%、70%、120%。2011 -2013 年净资产收益率分别不低于 10%、11%、12%
2012 年	发布股权激励计划，包含 325 万股限制性股票、130 万份股票期权，业绩考核要求为 2012-2014 年加权平均净资产收益率均不低于 20%，2012-2014 年净利润相比 2011 年增速不低 40%/90%/150%，已于 15 年实施完毕。
2013 年	通过 CNAS 评审，标志探路者的实验室获得国家级认可；
2014 年	将“探路者”商标授权给派克兰帝，进入童装领域； 增持 Asiatravel，战略投资极之美，并与广东侨兴宇航合作开发高端便携“北斗卫星定位通信”终端设备。
2015 年	收购易游天下在旅行业务板块的建设和布局； 开启进军大体育产业的脚步，与江西和同共同出资设立探路者体育产业并购基金，合资成立“北京探路者冰雪控股发展有限公司”； 发布股票期权激励计划，行权价格为 28.44 元，后因尚未引进核心人才及 A 股市场动荡等原因撤销发布首期员工持股计划，购买价格为 16.5594 元/股。
2016 年	以所持极之美认购行知探索新增发的股份，强化业务协同合； 定向增发募集 12.7 亿元，推进公司相关项目战略落地。
2019 年	与图途、易游天下和绿野国际旅行社原股东达成股权回购协议，以实现不再持有或降低以上公司股份； 发布股权激励计划，行权价格为 1.96 元/股，后于 20 年 4 月终止。
2021 年	收购北京芯能 60%股份，切入 LED 显示驱动 IC 设计和 MiniLED 产品生产。

资料来源：公司公告，华西证券研究所。

1.2. 资本市场回顾：先后经历成长股、互联网、半导体逻辑

2009 年至今（截至 2022 年 5 月 16 日），公司股价上涨 93%，跑赢沪深 300 指数 72PCT；2022 年 5 月 16 日公司总市值为 71 亿元，历史最高市值为 251 亿元。

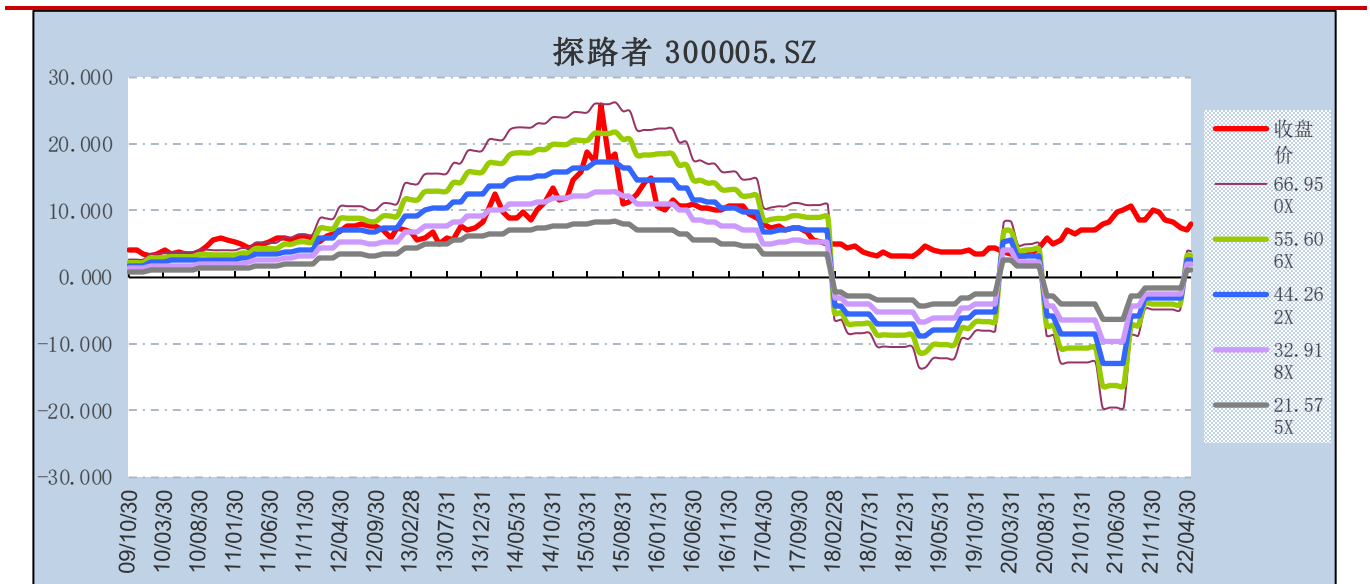
回顾公司历史股价表现，公司动态 PE 在间波动、PB 估值在间波动，可分为 3 个阶段：

(1) 成长股逻辑：2009-2012 年，公司渠道快速扩张、市场份额快速提升，2012 年 2 月发布股权激励计划，股价达到阶段性高点，对应 PEG 范围在 0.3-0.6 倍。

(2) 互联网逻辑：2013-2018 年，2013 年 3 月公司提出向户外服务行业转型的逻辑，适逢资本市场对 O2O 概念的追捧，公司收购 Asiatravel、绿野网、极之美等一系列举措构成了股价催化剂。14 年以来，几次海外在线旅游公司股价上涨连带效应明显，公司股价达到了历史高位。这一时期公司 PEG 水平在 0.5-1.1 倍。

(3) 半导体逻辑：2019-2021 年，公司转型双主业，进入 Mini/Micro LED 显示驱动芯片领域，PEG 最高达到 3.8 倍。

图 7 探路者 PE BANDS



资料来源：wind、华西证券研究所。

1.3. 股权结构回顾：实控人变更、新董事长具备芯片行业背景

公司原实控人为创始人盛发强和王静夫妇；2019Q3 末，两人合计持股 30.94%。2019 年 12 月和 2021 年 1 月，两人向通域基金协议转让股份 7.8%/5.85%。2021 年 9 月，盛发强先生转让 5%股份给百益钎顺，将其引为战略投资者，百益钎顺则将股份表决权全部委托给通域众合。2021 年 12 月，公司实控人变更为李明，其通过通域基金、通域众合、百益钎顺合计持股 18.65%。

现任核心管理层半导体行业经验丰富，新实际控制人李明毕业于清华大学经济管理学院，曾任国研科技董事长兼总裁、紫光国芯微董事长、紫光集团联席总裁，半导体领域经验丰富。公司新股东兼具区域国资和集成电路投资背景。

表 2 股权结构（截至 21/12/31）

股东名称	介绍	持股数量(万股)	占比
通域基金	控股股东，实控人为李明先生	6,892	7.80%
盛发强	公司创始人	6,564	7.43%
通域众和	控股股东，实控人为李明先生	5,169	5.85%
王静	公司创始人	4,525	5.12%

百益钎顺	控股股东，实控人为李明先生	4,419	5.00%
蒋中富	财务投资人	2,386	2.70%
李润渤	财务投资人	873	0.99%
蓉玥基金	公司股东	780	0.88%
申万宏源	公司股东	712	0.81%
张淑林	公司股东	643	0.73%
合计	-	32,964	37.31%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 露营业务：Q2 进入高增长期，登山帐、吊床为传统优势品类

2.1. 市场规模：目前近 400 亿元，长期展望千亿市场

回顾户外用品行业的发展，根据 COCA 报告，疫情前 2019 年中国户外用品市场零售规模 250.2 亿元，同比增长 0.17%。国内户外市场 1995 年兴起，2000-2011 年户外用品行业零售额复合增速为 47%、出货额复合增速为 45%；零售额和出货额增速最快的年份分别为 06 年（69%）和 11 年（69%）。而自 2012 年开始，户外行业增速逐步下降，我们分析，主要原因在于：（1）专业户外始终处于小众市场、场景有限，一方面受限于国人从小的教育理念中，强调安全多于强调探险；另一方面，受限于用户工作时间、户外用地等；（2）户外休闲则受流行趋势的转移影响，应该说，探路者早年受益于泛户外风格的打造，将户外从专业领域扩大了人群，但这一流行趋势在 2015 年后随着消费客群低线化逐步减弱，此后被运动休闲替代。

户外产品中，服装/工具/露营/鞋靴占比 45%/22%/18%/13%。与鞋服所不同的是，户外装备特别是露营装备，景气度远好于鞋服。我们在《牧高笛深度报告》中曾分析过此次“精致露营”崛起的原因，短期来看，疫情催化了露营渗透率提升，本来露营用户以白领女性主导的亲子露营为主，具备“量价齐升”的特点：（1）精致露营帐篷面积更大、价格更高；（2）周边产品使得连带率和消费频次更高；（3）小红书推动、消费者自发分享朋友圈、综艺扩大覆盖面，带来病毒式传播。

我们假设：（1）1 个营地容纳 200 个帐篷；工作日 250 天、周末及假期 110 天；（2）根据艾媒咨询，经常露营人数占比 35%、每 2 周一次；较常露营人数占比 38%、

每2个月一次；较少露营人数占比27%、一年1次；（3）经常露营人数、较常露营消费者自己购买帐篷，较少露营消费者通过营地租借帐篷；2020年营地购置帐篷比例为营地可容纳帐篷数的10%，考虑到露营从小众走向大众，假设营地购置帐篷占比以每年2PCT上涨直至30%；从而我们估算露营行业目前市场规模接近400亿个、其中帐篷约40亿个，2027年有望突破1000亿元。

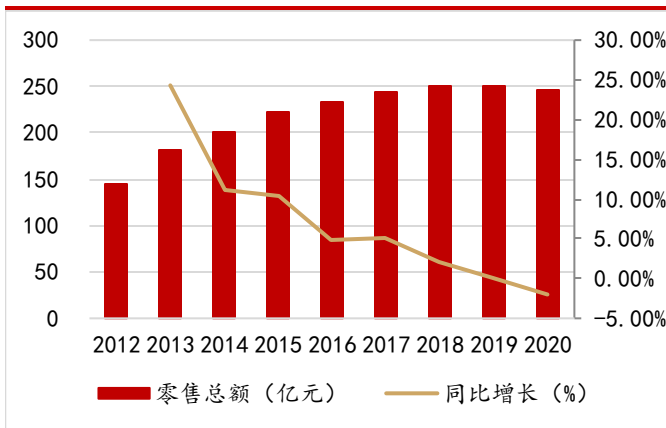
表3 公司户外装备业务营收

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
20-34岁人群 (占比80%)	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14
营地数	1665	2065	2465	2815	3115	3365	3565	3745	3895	4015	4115
增速	-	24%	19%	14%	11%	8%	6%	5%	4%	3%	2%
工作日满座率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
假期满座率	98%	96%	94%	92%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
露营次数(万次)	6087	7459	8795	9920	10840	11710	12406	13033	13555	13972	14320
露营次数 (剔除重复人群)	519	636	750	846	925	999	1058	1112	1156	1192	1221
增速	-	23%	18%	13%	9%	8%	6%	5%	4%	3%	2%
渗透率	3.97%	4.87%	5.74%	6.47%	7.07%	7.64%	8.09%	8.50%	8.84%	9.12%	9.34%
经常露营人数	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
每年露营次数	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26
较常露营人数	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%
每年露营次数	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
较少露营的人	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%

每年露营次数	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2B 端市场规模	10.66	16.65	24.35	33.37	43.62	54.97	67.27	80.94	95.76	111.6	128.7
增速	-	56%	46%	37%	31%	26%	22%	20%	18%	17%	15%
2B 端帐篷更换率 (次/年)	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
2B 端单价 (万元)	0.80	0.84	0.88	0.93	0.97	1.02	1.07	1.13	1.18	1.24	1.30
2B 端单价增速	-	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
2C 端市场规模	305	392	486	575	660	749	833	918	1003	1086	1168
增速	-	29%	24%	18%	15%	13%	11%	10%	9%	8%	8%
经常露营人更换率 (次/年)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
经常露营人单价 (万元)	1	1.05	1.10	1.16	1.22	1.28	1.34	1.41	1.48	1.55	1.63
增速		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
较常露营人更换率 (次/年)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
较常露营人单价 (万元)	0.5	0.53	0.55	0.58	0.61	0.64	0.67	0.70	0.74	0.78	0.81
增速	-	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

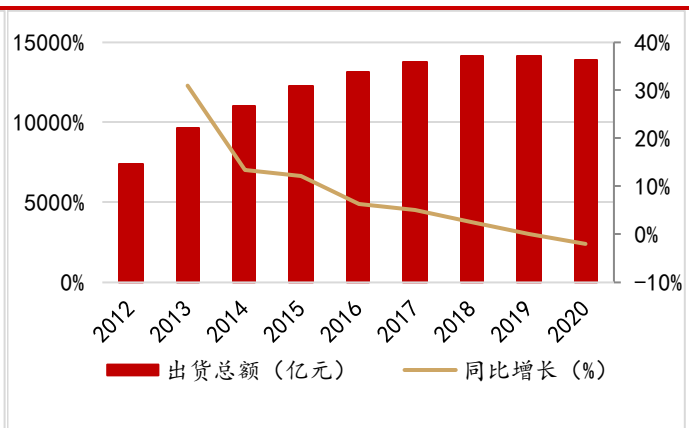
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 中国户外用品零售总额及增速



资料来源：COCA、华西证券研究所。

图 9 中国户外用品出货总额及增速



资料来源：COCA、华西证券研究所。

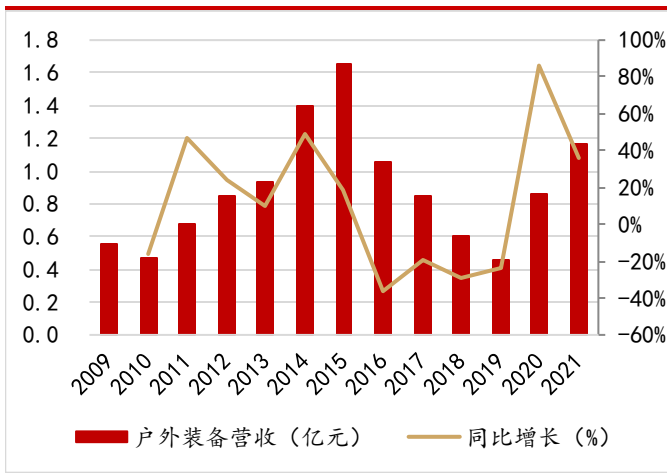
2.2. 露营业务：登山帐、吊床为传统优势品类

2021 年公司户外装备业务收入为 1.17 亿元、同比增长 36%；历史上最高为 2015 年 1.66 亿元。2021 年公司户外装备毛利率为 32.72%，同比增长 3.46PCT，历史最高水平为 2019 年 48%。拆分来看，我们估计 2021 年 1.17 亿元中，民用户外装备为 7300 万元/4400 万元，占比为 62%/38%；民用户外装备中，露营/专业户外装备为 2030/5570 万元。公司传统优势品类登山帐和吊床，市场份额领先。

我们分析，公司优势在于：（1）品牌优势，探路者以帐篷起家，虽然上市后聚焦于鞋服发展，但始终保有帐篷品类，专业登山帐和吊床具备口碑优势；（2）产能优势，目前市场上除牧高笛具备自有产能之外，大部分公司依托外协，而探路者具备自产产能，并和核心供应商保持了紧密合作。（3）设计方面，公司推出高端多人棉布材质帐篷、精致露营轻量级帐篷、休闲露营及亲子帐等。2022 年推出和 TEENIE WEENIE 联名的露营产品以及与著名动漫 IP 哆啦 A 梦联名的露营产品，目前已有定价 5900 元的精致露营帐篷，其他装备产品包括：天幕、铝合金折叠桌、蛋卷桌、月亮椅、折叠床、睡袋、炊具等、打造精致露营场景。（4）营销方面，公司今年加大了宣传推广，总经理参与了央视财经《对话》栏目的露营专题。

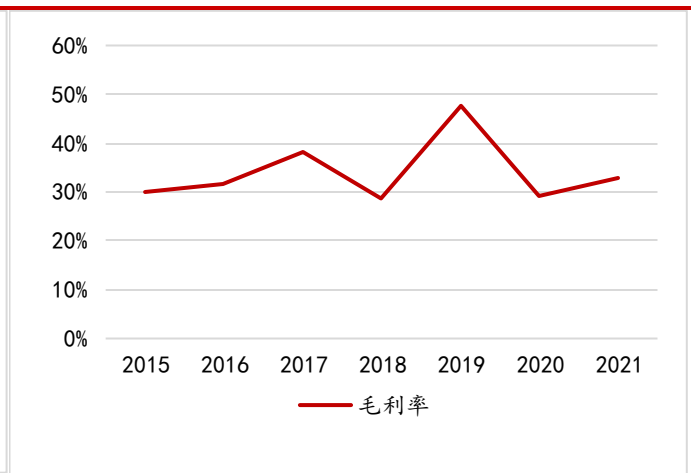
22Q1 受制于公司疫情影响发货，Q1 仅在两位数增长，但自 Q2 起开始体现高增长：我们认为户外及露营行业爆发式增长，探路者作为行业龙头有望充分受益，根据魔镜数据，公司近期销售额大幅增长。

图 10 探路者户外装备业务历年营收



资料来源：COCA、华西证券研究所。

图 11 探路者户外装备业务历年毛利率



资料来源：COCA、华西证券研究所。

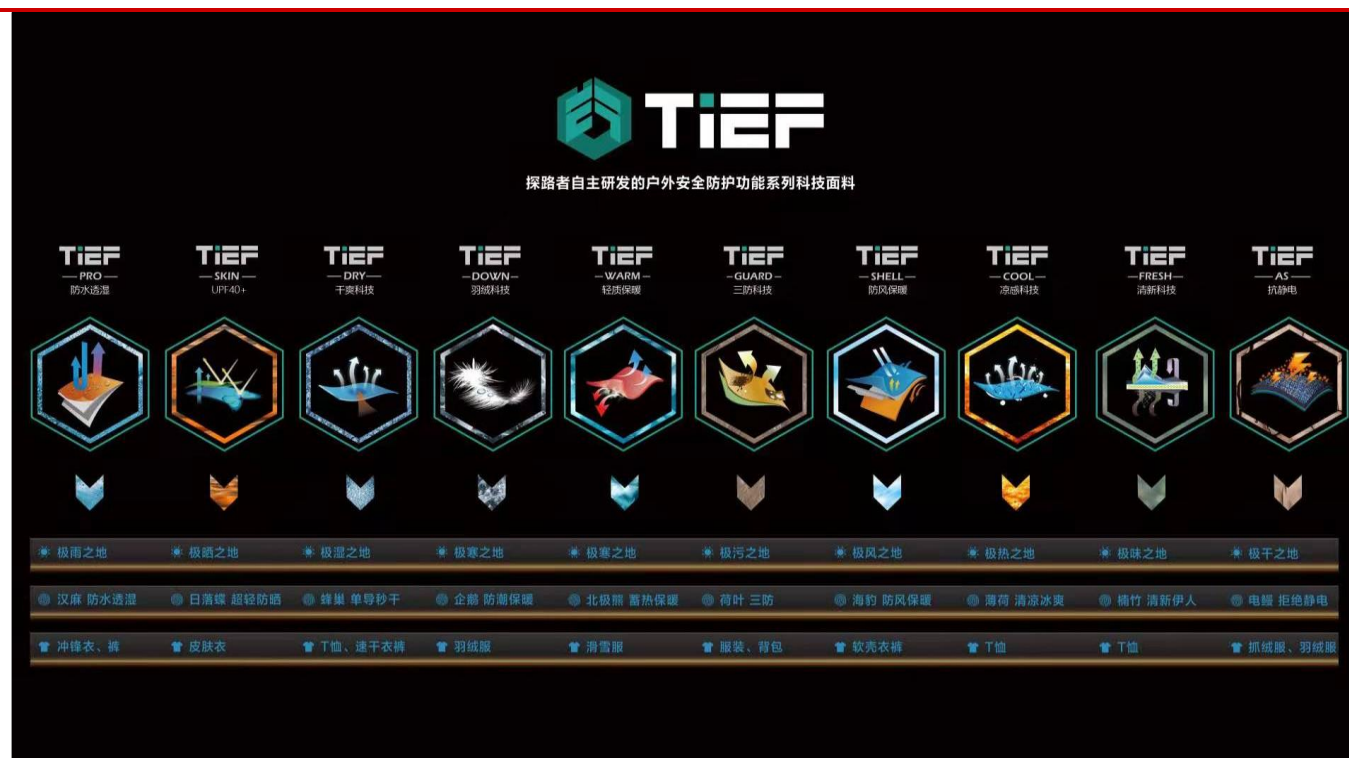
3. 户外鞋服业务：冲锋衣市占率领先，店效仍有提升空间

2021 年公司户外鞋服收入为 11.05 亿元、同比增长 36%，毛利率为 41.63%。公司历史最高收入为 2015 年 19.12 亿元；毛利率历史最高水平为 2012 年 51.67%。公司户外鞋服业务分品牌看，主要包括探路者/Discovery Expedition/TOREADKIDS/Toread.X、收入分别为 10.62/0.83/0.63/0.14 亿元，占比分别为 87%/7%/5%/1%，增速分别为 42%/-2%/6%/525%。

我们分析，公司在户外鞋服领域的优势在于：（1）冲锋衣市占率领先。2021 年公司强化心智品类运营策略，品类即品牌，装备、皮肤衣、冲锋衣和鞋品等品类得到持续突破、其中冲锋衣市占率领先，且公司为提升现有冲锋衣材料的环保性能、紧跟国家十四五生态环保政策，积极进行无氟防水透湿面料的研发与应用，致力于筛选性能优良的增效剂，拓展产品性能及应用领域，改善现有无氟防水剂耐久性差的问题。

（2）公司 TIEF 面料壁垒较高、赞助南极科考团队，国家级背书彰显科技优势。2012 年，公司成立 TIEF 自主研发创新环保功能科技平台，该平台曾获国家科技进步二等奖，致力于打造满足各项功能化需求新品，如 TIEF WARM 3D 大提花粒感面料（城墙）获得中国流行面料铜奖。2021 年度探路者自主研发的女士功能风衣凭借出众的性能和时尚外表摘得 ISPO 全球设计奖，探路者超轻保暖女士登山外套荣获 2020 年度亚洲户外装备大奖。公司先后为中国南（北）极考察队、珠峰高程测量队、中国首次火星探测任务、神舟十二号载人航天任务等项目提供助力。

图 12 探路者 TIEF 科技平台



资料来源：公司官网、华西证券研究所。

表 4 公司 2020 年以来部分获奖产品（截至 21/12/31）

产品名称	所获奖项
TiEF WARM 3D 大提花粒感面料（城墙）	中国流行面料 铜奖
短绒三层复合面料	中国流行面料 优秀奖
女士斗篷皮肤衣	2020 年度十大类纺织创新产品、2020 年度十大类纺织创新产品
TiEF PRO 三层丝绸感防水透湿面料	"ISPO 功能性纺织品流行趋势大奖 (ISPOTextrends) Best Product (最佳产品)"
TiEF DRY 第三代保暖抗湿冷面料	"ISPO 功能性纺织品流行趋势大奖 (ISPOTextrends) TOP Ten(十佳产品)"
TiEF SHELL 3D 管状结构一体织工艺的超轻保暖面料	"ISPO 功能性纺织品流行趋势大奖 (ISPO Textrends) TOP Ten(十佳产品)"

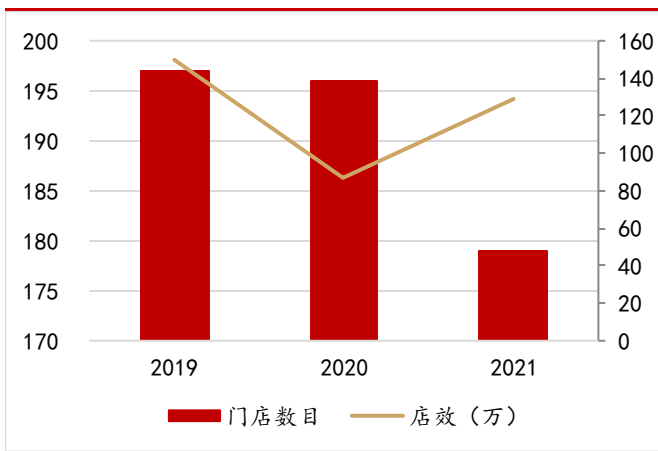
羊毛布贴合羊羔绒

ISPO 功能性纺织品流行趋势大奖 (ISPO Textrends) TOP Ten (十佳产品)

资料来源：公司公告，华西证券研究所

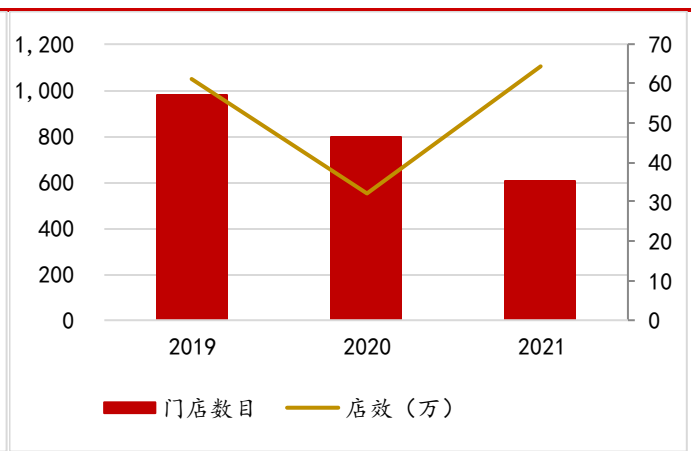
我们分析，公司未来空间在于：（1）渠道扩张：2021 年公司总门店数 786 家，其中直营/加盟 179/607 家，同比减少 213 家，公司关店整合接近尾声，预计疫情恢复后有望重启开店。（2）店效仍有提升空间，目前公司店效仅在 100 万元左右水平，相较服装同行仍有较大提升空间。（3）终端折扣改善有望贡献毛利率提升，近些年终端打折已有好转，从 5 折提升到 7 折左右。中长期来看，对标哥伦比亚、NORTHFACE、始祖鸟 15-20 亿元规模，仍有提升空间。

图 13 探路者直营门店数目及店效



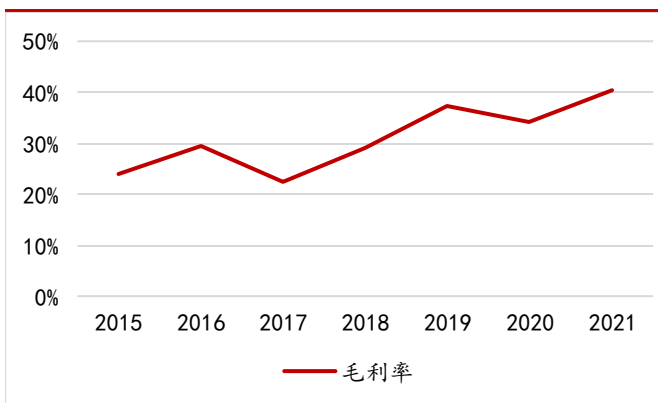
资料来源：COCA、华西证券研究所。

图 14 探路者加盟门店数目及店效



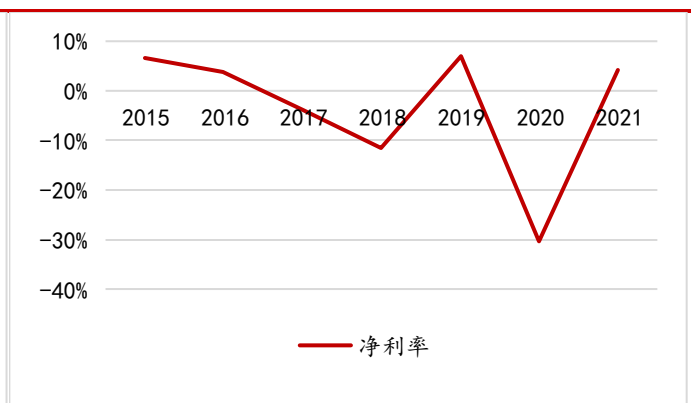
资料来源：COCA、华西证券研究所。

图 15 探路者鞋服历年毛利率



资料来源：Wind、华西证券研究所。

图 16 探路者鞋服历年净利率



资料来源：Wind、华西证券研究所。

4. Mini LED 业务：AM 驱动技术优势具备壁垒，未来持续扩产

4.1. 市场规模：预计 24 年市场规模达 23 亿美元

根据 Arizton 数据，预计 MiniLED 市场规模将由 2021 年的 1.5 亿美元增长至 2024 年的 23.2 亿美元，2021-2024 年 CAGR 为 149.2%。根据全球半导体研究机构 YoleResearch 数据预计，全球 Mini-LED 显示设备在电视、PC 显示器和车载显示屏等领域增长空间较大，预计 2020-2024 年电视领域/PC 显示器/车载显示屏复合增速分别达 234%/99%/52%。

4.2. 公司优势：AM 驱动技术优势显著

研发团队实力突出，技术优势显著。2021 年 9 月，公司收购北京芯能 60% 股权切入 Mini LED/Micro LED 显示驱动芯片领域，被收购公司北京芯能设计主要在 SI 公司进行，团队拥有多年基于 SI 公司的 IC 设计及开发经验、显示屏及传感器芯片领域研发和量产经验丰富，核心技术人员曾在 SK 海力士半导体、美国 AT&T Bell Lab 等国际一流研究机构从事核心芯片设计，平均芯片设计研发年限超过 20 年。

AM 驱动解决方案全球领先。公司已开发出目前全球领先的有源驱动 (AM) 解决方案，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最佳技术的能力，共有专利 23 项。是目前全球能提供 Mini LED 主动式显示驱动芯片产品的几家公司之一，也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。

北京芯能的 LoS PKG 产品是将 LED 放置在 PDIC 驱动芯片上的组合产品，按照其应用场景不同分为 Indoor PKG 和 Outdoor PKG，其工艺优势体现在：(1) 每个 PKG 产品均可实现立体层面的灯驱一体化，适用于制造室内及室外直显 LED 数字显示屏幕；(2) 封装优势：未来以自有产线进行封装，WLGS 工艺将减少封装造成的间距浪费，已可实现 1.0mm 间距像素颗粒稳定产出；(3) 性能优势：可制造 32 级灰阶，是现有技术的 2-4 倍。

客户资源优质，大多为业内龙头。公司在中韩两国已有一定的客户积累、并与客户进行联合产品验证及导入，目前合作客户 30 余家，大多为重点行业巨头，如三星、LG、TCL、海信、聚飞科技、利亚德、雷曼广电、易美芯光、芯海科技等，其中约 10 家客户已经完成第一批订单采购。

4.3. 成长空间：预计 24 年年芯片产能约达 7.2 亿个

积极进行产能扩充，业绩承诺彰显信心。北京芯能在 PKG 产品上，计划建 5 条 PKG 产品线，预期于 2023 年 6 月底全面投产，2024 年满产，满产后将实现 Indoor PKG / Outdoor PKG 产品年产能分别为 2.86 亿个/年、4.29 亿个/年。同时北京芯能做出业绩承诺，2022/2023/2024 年实现净利润分别不低于 0 元/8597.45 万元/1.72 亿元。我们认为，北京芯能具备一定的技术优势且公司扩产计划清晰，随着下游高景气驱动芯片释放，有助于公司消化新增产能、增强业绩承诺兑现可能。

表 5 公司计划投产时间 (截至 21/12/31)

产线	预计投产时间	产能预期
----	--------	------

第一条	2022 年 6 月底	Indoor PKG / Outdoor PKG 产品年产能分别超过 8000/3580 万个
第二条	2022 年 9 月底	
第三条	2022 年 9 月底	Indoor PKG / Outdoor PKG 产品年产能分别为 2.15/2.86 亿个
第四条	2023 年 6 月底	
第五条	2023 年 6 月底	Indoor PKG / Outdoor PKG 产品年产能分别为 2.86/4.29 亿个
全部	2024 年	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 盈利预测

短期来看，22Q1 受制于公司天津疫情影响发货，Q1 户外装备仅在两位数增长，但自 Q2 起开始体现高增长：我们认为户外及露营行业爆发式增长，探路者作为行业龙头有望充分受益，根据魔镜数据，公司近期销售额大幅增长。中长期来看，鞋服主业疫情后有望重启开店，叠加店效+折扣存提升空间。此外公司收购北京芯能 60%股权有望打造第二增长曲线，北京芯能承诺 2022/2023/2024 年实现净利润分别不低于 0 元/8597.45 万元/1.72 亿元，我们认为，北京芯能具备一定的技术优势且公司扩产计划清晰，随着下游高景气驱动芯片释放，有助于公司消化新增产能、增强业绩承诺兑现可能。预计 2022/23/24 年收入分别为 15.4/20.51/26.17 亿元，归母净利分别为 0.74/1.74/2.57 亿元，EPS 分别为 0.25/0.59/0.87 元，2022 年 5 月 17 日收盘价 8.14 元对应 PE 分别为 33/14/9X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6 收入拆分

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入（亿元）	12.43	15.40	20.51	26.17
YOY	36%	24%	33%	28%
一、主业	12.42	14.64	17.05	19.26
YOY	37%	18%	16%	13%
净利	0.19	0.27	0.87	1.18

YOY	-	43%	221%	36%
1、户外装备收入	1.17	1.71	2.56	3.33
增速	36%	46%	50%	30%
净利	0.08	0.19	0.29	0.39
增速	0.07	150%	50%	33%
1) 露营产品收入	0.20	0.50	1.00	1.50
增速	-	146%	100%	50%
露营产品净利率	15%	15%	15%	15%
露营产品净利	0.03	0.07	0.15	0.22
增速	-	146%	100%	50%
2) 专业户外装备	0.53	0.70	0.88	1.05
增速	-	33%	25%	20%
专业户外装备净利率	5%	10%	10%	10%
专业户外装备净利	0.03	0.07	0.09	0.11
增速	-	171%	25%	20%
3) 特需装备	0.44	0.51	0.57	0.63
增速	-	15%	13%	10%
特需装备净利率	5%	10%	10%	10%
特需装备净利	0.02	0.05	0.06	0.06
增速	-	130%	13%	10%

2、户外主业（剔除装备）收入	11.25	12.93	14.49	15.94
增速	-	15%	12%	10%
净利率	1%	1%	4%	5%
净利	0.11	0.08	0.58	0.80
增速	-	-31%	647%	38%
二、芯片业务收入（22年收购60%股权）	-	0.75	3.45	6.90
YOY	-	-	360%	100%
净利率	-	25%	25%	25%
净利	-	0.19	0.86	1.73
YOY	-	-	360%	100%
三、其他	0.01	0.01	0.01	0.01
非经	0.36	0.36	0.36	0.36
总归母净利	0.54	0.74	1.74	2.57
YOY	120%	36%	136%	48%
归母净利率	4%	5%	8%	10%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

5.2. 相对估值

我们认为，公司的优势在于：（1）品牌优势，专业登山帐和吊床具备口碑优势；（2）产能优势，探路者具备自产产能，并和核心供应商保持了紧密合作。（3）设计方面，公司推出高端多人棉布材质帐篷、精致露营轻量级帐篷、休闲露营及亲子帐等。

表 7 可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2022E 净利增速	2022PEG
		EPS	EPS	EPS	PE	PE	PE		
牧高迪	97.89	1.18	2.01	2.79	35.21	30	22	41.8%	0.94
三夫户外	14.55	-0.18	0.39	0.52	-119.23	57	43	216.4%	0.36
富瀚微	120.83	3.03	4.56	5.72	35.21	26.51	21.14	50.6%	0.52
三安光电	11.35	0.29	0.59	0.78	128.14	34.86	26.52	102.9%	0.34
聚灿光电	11.35	0.34	0.52	0.71	56.52	22.02	15.92	58.6%	0.38
平均值	51.19	0.93	1.61	2.10	27.17	34.08	25.72	-	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所

6. 风险提示

疫情发展的不确定性，收购进展不确定性，收购标的业绩不确定性，露营可持续性，系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,243	1,540	2,051	2,617	净利润	54	67	158	234
YoY (%)	36.2%	23.9%	33.2%	27.6%	折旧和摊销	45	6	2	3
营业成本	741	910	1,200	1,500	营运资金变动	-74	-138	-215	-238
营业税金及附加	7	8	11	14	经营活动现金流	31	-104	-108	-73
销售费用	311	385	476	602	资本开支	-21	74	82	89
管理费用	98	139	154	193	投资	5	0	0	0
财务费用	-5	-3	-3	-3	投资活动现金流	8	113	133	155
研发费用	44	52	56	68	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-28	-10	-11	-13	债务募资	0	-19	0	0
投资收益	31	39	52	66	筹资活动现金流	-29	-19	0	0
营业利润	70	89	210	312	现金净流量	10	-10	25	81
营业外收支	2	1	1	0					
利润总额	72	90	211	312	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	18	22	53	78	成长能力 (%)				
净利润	54	67	158	234	营业收入增长率	36.2%	23.9%	33.2%	27.6%
归属于母公司净利润	54	74	174	257	净利润增长率	119.8%	36.1%	135.0%	47.6%
YoY (%)	119.8%	36.1%	135.0%	47.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.06	0.25	0.59	0.87	毛利率	40.4%	40.9%	41.5%	42.7%
					净利润率	4.3%	4.4%	7.7%	8.9%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.2%	2.8%	6.0%	7.9%
货币资金	565	555	580	662	净资产收益率 ROE	2.5%	3.3%	7.2%	9.6%
预付款项	12	14	19	23	偿债能力 (%)				
存货	277	330	437	547	流动比率	6.57	6.46	5.67	5.29
其他流动资产	1,226	1,359	1,574	1,812	速动比率	5.66	5.47	4.68	4.29
流动资产合计	2,079	2,259	2,610	3,044	现金比率	1.79	1.59	1.26	1.15
长期股权投资	58	58	58	58	资产负债率	14.2%	14.9%	17.3%	19.0%
固定资产	182	103	21	64	经营效率 (%)				
无形资产	8	8	8	8	总资产周转率	0.49	0.59	0.71	0.81
非流动资产合计	446	367	285	200	每股指标 (元)				
资产合计	2,525	2,625	2,895	3,244	每股收益	0.06	0.25	0.59	0.87
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.45	7.53	8.12	8.98
应付账款及票据	177	218	287	359	每股经营现金流	0.04	-0.35	-0.36	-0.25
其他流动负债	139	132	173	217	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	317	350	461	576	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	132.14	32.62	13.88	9.40
其他长期负债	41	41	41	41	PB	4.05	1.08	1.00	0.91
非流动负债合计	41	41	41	41					
负债合计	358	391	502	617					
股本	884	884	884	884					
少数股东权益	5	-2	-18	-41					
股东权益合计	2,167	2,234	2,393	2,627					
负债和股东权益合计	2,525	2,625	2,895	3,244					

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

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。