

2023年04月30日

主业逆势净开店，期待芯片业务改善

探路者(300005)

评级:	增持	股票代码:	300005
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	10.4/6.7
目标价格:		总市值(亿)	75.38
最新收盘价:	8.53	自由流通市值(亿)	75.38
		自由流通股数(百万)	883.70

事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为11.39/0.70/-0.12/2.02亿元，同比增长-8.35%/28.38%/-163.69%/543.21%，扣非亏损、低于净利主要为资产处置收益1800万及公允价值变动损益4800万等非经常性损益贡献；但经营性现金流高于净利主要由于减值增加、应收账款减少、应付账款增加；加回资产减值损失、芯能科技亏损再剔除公允价值变动损益影响后的净利/扣非净利为1.62/0.8亿元、同比增长98%/70%。22Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为3.91/0.59/0.11亿元，同比增长-33%/136%/-12%。

2023Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为2.43/0.18/0.13亿元，同比增长14.63%/123.97%/573.51%。

分析判断:

户外鞋服和装备均下滑，Discovery和童装在低基数基础上保持增长，逆势净开店。收入拆分：(1)分产品看，户外服装/户外鞋品/户外装备/芯片/其他分别收入8.73/1.61/0.87/0.08/0.10亿元、同比增长-3.84%/-18.58%/-25.83%/100%/-48.23%。(2)分品牌看，探路者/Discovery/TOREADKIDS/TOREAD.X分别实现线下营收6.87/0.64/0.35/0.12亿元、同比增加-18%/23%/67%/-8%。探路者/TOREADKIDS/TOREAD.X店数分别为728/57/11家，净增50/34/3家。(3)分渠道来看，线上/直营/加盟/联营/集团大客户业务及其他收入分别为3.22/1.82/3.69/1.12/1.43亿元，同比增长-6.47%/-20.86%/-5.50%/181.17%/-44.73%。(4)22年末公司门店796家，净开87家，其中直营/加盟(联营)分别为145/651家，分别同比增长-19%/7%；22年直营店效/加盟(联营)单店出货分别为126/57万元/年、同比下降2%/12%；单店面积分别为102/93平米，同比增长1%/-3%，直营平效/加盟单平出货分别为1.23/0.61万元/年、同比增长-3%/-9%。开业12个月以上的成熟直营门店店效为145万元/年、同比增长8.6%。(5)分地区看，东北和西南地区保持增长，核心地区华北下滑较大；22年华南/东北/华北/华东/西北/西南地区分别实现营收0.20/0.75/3.79/2.34/0.51/0.36亿元、同比增长-34%/62%/-30%/18%/-25%/2%。

芯片业务低于预期。北京芯能收入/扣非息税前净利为843/-3362.7万元，承诺完成率为12%/0%，芯片业务主要受到MiniLED推广不及预期、全球消费电子需求放缓影响导致显示驱动IC需求疲软，以及疫情导致供应链中断、成本增加、客户开发速度不及预期。由于对赌业绩不达预期，应补偿股份数量合计为390万股。自22年3月合并起至年末北京芯能对净利润的影响为-4194.76万元。

线上毛利率大幅改善。22年毛利率为51.69%、同比增长11.30PCT，分渠道来看，线上/直营/加盟/联营/集团大客户业务及其他毛利率分别为52.17%/68.07%/41.67%/48.79%/59.12%、同比增加10.66/4.65/8.29/27.51/24.91PCT。分产品来看，户外服装/户外鞋品毛利率分别为54.04%/47.41%、同比增长11.46/9.79PCT。23Q1毛利率为48.86%，同比增长3.10PCT。

净利率增幅远低于毛利率主要由于费用率提升及计提减值。22年净利率为4.72%、同比提升0.39PCT。从费用率来看，22年销售/管理/研发/财务费用率分别为28.27%/10.80%/5.18%/-0.61%、同比增长3.25/2.91/1.64/-0.21PCT。资产减值损失/收入为-8.60%，同比下降6.45%。所得税率为10%，同比下降15PCT。22Q4净利率为8.23%、同比下降1.90PCT。23Q1净利率为5.4%、同比增加1.85PCT。

关注去库存进展。22年应收账款/存货金额分别为3.74/3.51亿元、同比增长-23%/27%。应收账款/存货周转天数分别为136/205天，同比增加14/70天。23Q1应收账款/存货金额分别为2.64/3.98亿元，同比增长-

44%/34%，应收账款/存货周转天数分别为 119/272 天，同比增加-84/47 天。

投资建议

我们分析，（1）公司主业自年初以来跟随市场复苏，公司去年聘请新代言人刘昊然之后，产品上新速度加快，未来店效及折扣仍存提升空间。（2）从显示芯片业务来看，MiniLED 在笔记本电脑、平板电脑、TV、电竞特别是车载领域的应用正在加速，笔记本电脑 Q1 已有所复苏，预计消费电子行业将于下半年复苏，收购 G2 Touch 有望补齐产品线、并与芯能形成协同。

下调 23/24 年收入预测 17.84/22.87 亿元至 13.46/15.65 亿元，新增 25 年收入预测 18.08 亿元，调整 23/24 年归母净利预测 1.21/2.10 亿元至 1.22/1.63 亿元，新增 25 年归母净利预测 1.94 亿元，对应调整 EPS 0.14/0.24 元至 0.14/0.18 元，新增 25 年 EPS 为 0.22 元，2023 年 4 月 28 日收盘价 8.53 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 62/46/39X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性、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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,243	1,139	1,346	1,565	1,808
YoY (%)	36.2%	-8.3%	18.2%	16.2%	15.5%
归母净利润(百万元)	54	70	122	163	194
YoY (%)	119.8%	28.4%	74.8%	32.9%	19.1%
毛利率 (%)	40.4%	51.7%	45.0%	45.0%	45.0%
每股收益 (元)	0.06	0.08	0.14	0.18	0.22
ROE	2.5%	3.4%	5.6%	6.9%	7.6%
市盈率	138.40	107.81	61.66	46.38	38.94

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,139	1,346	1,565	1,808	净利润	54	122	163	194
YoY (%)	-8.3%	18.2%	16.2%	15.5%	折旧和摊销	69	25	27	28
营业成本	550	740	861	994	营运资金变动	38	74	-126	-131
营业税金及附加	5	7	9	9	经营活动现金流	202	323	170	202
销售费用	322	253	275	331	资本开支	-79	-130	-133	-125
管理费用	123	97	113	117	投资	249	-211	-275	-262
财务费用	-7	-16	-15	-12	投资活动现金流	81	-340	-408	-385
研发费用	59	23	27	31	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-98	-103	-108	-113	债务募资	0	0	0	0
投资收益	27	1	1	2	筹资活动现金流	-107	0	0	0
营业利润	57	147	195	232	现金净流量	176	-17	-238	-184
营业外收支	3	1	1	1					
利润总额	60	147	196	233	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	6	25	33	40	成长能力 (%)				
净利润	54	122	163	194	营业收入增长率	-8.3%	18.2%	16.2%	15.5%
归属于母公司净利润	70	122	163	194	净利润增长率	28.4%	74.8%	32.9%	19.1%
YoY (%)	28.4%	74.8%	32.9%	19.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.08	0.14	0.18	0.22	毛利率	51.7%	45.0%	45.0%	45.0%
					净利率	4.7%	9.1%	10.4%	10.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	2.7%	4.7%	5.9%	6.4%
货币资金	845	828	590	406	净资产收益率 ROE	3.4%	5.6%	6.9%	7.6%
预付款项	11	26	28	31	偿债能力 (%)				
存货	351	274	307	341	流动比率	4.59	7.20	6.62	6.23
其他流动资产	777	694	988	1,271	速动比率	3.75	6.01	5.46	5.10
流动资产合计	1,984	1,821	1,912	2,048	现金比率	1.95	3.27	2.04	1.24
长期股权投资	39	39	39	39	资产负债率	20.9%	14.4%	14.7%	14.9%
固定资产	233	284	334	372	经营效率 (%)				
无形资产	65	120	177	237	总资产周转率	0.43	0.52	0.56	0.60
非流动资产合计	652	757	865	962	每股指标 (元)				
资产合计	2,636	2,579	2,777	3,010	每股收益	0.08	0.14	0.18	0.22
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.35	2.49	2.67	2.89
应付账款及票据	246	132	153	177	每股经营现金流	0.23	0.37	0.19	0.23
其他流动负债	187	121	136	151	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	432	253	289	329	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	107.81	61.66	46.38	38.94
其他长期负债	119	119	119	119	PB	3.23	3.43	3.20	2.95
非流动负债合计	119	119	119	119					
负债合计	552	372	408	448					
股本	884	884	884	884					
少数股东权益	10	10	10	10					
股东权益合计	2,084	2,207	2,369	2,563					
负债和股东权益合计	2,636	2,579	2,777	3,010					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

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。

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。