

# 探路者 (300005)

## 2022 年三季报点评: 收入稳健增长, 盈利能力待恢复

中性 (维持)

2022 年 11 月 01 日

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,243	1,413	1,710	2,182
同比	36%	14%	21%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	54	57	92	123
同比	120%	5%	61%	34%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.06	0.06	0.10	0.14
P/E (现价&最新股本摊薄)	119.74	114.18	70.95	52.81

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

#业绩不及预期

### 投资要点

- 公司公布 2022 年三季报: 收入稳健增长, 毛利率回落、费用率提升拖累净利。** 2022 年前三季度营收 7.48 亿元/yoy+13.69%、归母净利润 0.11 亿元/yoy-61.72%。分季度看, 22Q1/Q2/Q3 营收分别同比+14.42%/+12.86%/+13.89%, 归母净利润分别同比-25.48%/+297.25%/-162.59%。Q3 收入端保持稳健增长、净利增速同比回落主要系 Q3 毛利率同比-6.28pct 至 41.10%、期间费用率同比+2.20pct 至 47.46% 所致。
- 分品牌: 促销清货力度较大、拉动收入增长。** 22H1 探路者/DE/kids/Toread.X 实现营收 3.75/0.43/0.22/0.06 亿元、同比分别+18.55%/-13.23%/-21.02%/+25.42%、占比为 81.65%/9.25%/4.73%/1.29%, 探路者主品牌增速较高、主要得益于疫情压力下公司通过加大打折力度及促销活动推动产品成交放量。22 年 5 月公司与 DX 品牌方终止合作协议、将于 22 年底终止 DE 品牌销售, DE 产品加速清货、我们判断对收入增长亦起到拉动作用。
- 分渠道: 线上、直营渠道受疫情影响较大, 加盟 (联营) 渠道发展势头较好。** 1) 分线上线, 22H1 线上/直营/加盟/联营/集团大客户业务及其他收入分别为 1.05/0.92/1.71/0.35/0.43 亿元、同比分别-9.01%/-29.52%/+38.41%/无同比数据/+46.67%、占比分别为 22.6%/19.8%/36.8%/7.5%/9.3%。2) 分内生外延, 22H1 直营/加盟 (含联营) 收入同比分别-29.52%/+67.30%, 直营渠道门店数量为 170 家、同比-17%、较 21 年底净增-10 家, 店效同比-15%, 其中开业 12 个月以上的成熟门店店效同比-19%, 主要受到疫情冲击。加盟 (含联营) 渠道门店 615 家、同比-8%、较 21 年底净增+9 家, 店效有所提升。公司持续进行渠道建设、关闭经营效率低下的门店, 门店精细化管理下店效有望提升。
- 清理库存、折扣力度加大致毛利率回落, 并表北京芯能致管理费用率提升。** 1) 毛利率: 22 年前三季度毛利率同比-5.32pct 至 42.40%, 分季度看 22Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 45.76%/41.06%/41.10%, 毛利率回落主因主动清理积压存货、加大产品折扣力度。2) 费用率: 22 年前三季度期间费用率同比-1.04pct 至 45.17%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.71/+1.87/-0.18/-0.02pct 至 31.19%/10.52%/3.97%/-0.50%, 管理费用率提升主要系并表北京芯能所致。3) 净利率: 投资收益、资产处置收益同增 0.24 亿冲淡毛利率下滑的影响, 22 年前三季度归母净利率 1.52%/yoy-2.98pct。4) 存货: 截至 22Q3 末存货 4.10 亿元/yoy-10.94%, 存货周转天数同比缩短 75 天至 215 天, 存货降低、周转率提升受益于公司库存清理。5) 现金流: 22 年前三季度经营活动净现金流-1.45 亿元/yoy-44.24%, 截至 22Q3 末账上资金 5.32 亿元、现金充沛。
- 盈利预测与投资评级:** 公司为户外用品龙头, 21 年收购北京芯能 60% 股权切入芯片赛道。从户外业务看, 受益于 21 年行业复苏、业绩实现大幅增长, 22 年以来疫情影响下加大折扣力度导致盈利能力和净利承压。9 月公司官宣刘昊然为品牌代言人、促进品牌年轻化和价值升级、双十一探路者官方旗舰店 1 分 45 秒预售超去年首日。随着公司渠道建设持续推进、净开店策略下门店数量逐年提升、且门店扩张以联营为主, 长期有望实现稳健增长。从芯片业务看, 22H1 实现收入 624 万元、亏损 243 万元, 由于芯片业务投产节奏有所延迟、Q3 收入贡献较为有限, 芯片客户开拓较为顺利、有望提供未来新的业绩增长驱动力。我们将 22-23 年归母净利润预测由 0.76/1.47 亿元下调至 0.57/0.92 亿元、新增 24 年盈利预测 1.23 亿元, EPS 为 0.06/0.10/0.14 元/股, 对应 PE 为 114/71/53X, 估值较高, 维持“中性”评级。
- 风险提示:** 疫情反复影响消费、芯片业务发展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.38
一年最低/最高价	6.20/10.40
市净率(倍)	3.03
流通 A 股市值(百万元)	6,521.72
总市值(百万元)	6,521.72

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	2.44
资产负债率(% ,LF)	16.79
总股本(百万股)	883.70
流通 A 股(百万股)	883.70

### 相关研究

《探路者(300005): 户外主业恢复, 期待“芯”业务放量》

2022-03-29

## 探路者三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,079</b>	<b>2,165</b>	<b>2,332</b>	<b>2,611</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,243</b>	<b>1,413</b>	<b>1,710</b>	<b>2,182</b>
货币资金及交易性金融资产	1,247	1,234	1,298	1,354	营业成本(含金融类)	741	853	971	1,225
经营性应收款项	496	433	537	685	税金及附加	7	7	9	11
存货	277	432	425	486	销售费用	311	410	523	674
合同资产	0	0	0	0	管理费用	98	123	149	188
其他流动资产	59	66	72	85	研发费用	44	47	56	76
<b>非流动资产</b>	<b>446</b>	<b>439</b>	<b>434</b>	<b>429</b>	财务费用	-5	1	1	1
长期股权投资	58	58	58	58	加:其他收益	8	49	56	72
固定资产及使用权资产	228	224	221	218	投资净收益	31	21	34	44
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	8	6	4	2	减值损失	-19	-3	-3	-3
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	20	9	11
长期待摊费用	12	12	12	12	<b>营业利润</b>	<b>70</b>	<b>61</b>	<b>98</b>	<b>131</b>
其他非流动资产	140	139	139	139	营业外净收支	2	1	2	2
<b>资产总计</b>	<b>2,525</b>	<b>2,604</b>	<b>2,766</b>	<b>3,040</b>	<b>利润总额</b>	<b>72</b>	<b>62</b>	<b>99</b>	<b>133</b>
<b>流动负债</b>	<b>317</b>	<b>414</b>	<b>444</b>	<b>555</b>	减:所得税	18	5	7	10
短期借款及一年内到期的非流动负债	19	19	19	19	<b>净利润</b>	<b>54</b>	<b>57</b>	<b>92</b>	<b>123</b>
经营性应付款项	177	222	239	302	减:少数股东损益	-1	0	0	0
合同负债	25	43	49	61	<b>归属母公司净利润</b>	<b>54</b>	<b>57</b>	<b>92</b>	<b>123</b>
其他流动负债	95	130	137	172	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.06	0.06	0.10	0.14
非流动负债	41	41	41	41	EBIT	32	-26	2	9
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	77	-18	11	17
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.39	39.65	43.24	43.89
租赁负债	27	27	27	27	归母净利率(%)	4.38	4.04	5.38	5.66
其他非流动负债	15	15	15	15	收入增长率(%)	36.23	13.72	21.00	27.64
<b>负债合计</b>	<b>358</b>	<b>455</b>	<b>485</b>	<b>596</b>	归母净利润增长率(%)	119.81	4.87	60.93	34.35
归属母公司股东权益	2,162	2,144	2,276	2,440					
少数股东权益	5	5	4	4					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,167</b>	<b>2,149</b>	<b>2,280</b>	<b>2,444</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,525</b>	<b>2,604</b>	<b>2,766</b>	<b>3,040</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	31	24	-15	-34	每股净资产(元)	2.45	0.80	0.84	0.91
投资活动现金流	8	-60	-60	-48	最新发行在外股份(百万股)	884	884	884	884
筹资活动现金流	-29	-77	38	38	ROIC(%)	1.09	-1.10	0.10	0.33
现金净增加额	10	-113	-36	-44	ROE-摊薄(%)	2.52	2.66	4.04	5.06
折旧和摊销	45	8	8	9	资产负债率(%)	14.18	17.48	17.55	19.61
资本开支	-21	19	7	9	P/E(现价&最新股本摊薄)	119.74	114.18	70.95	52.81
营运资本变动	-75	-32	-76	-136	P/B(现价)	3.02	9.27	8.74	8.15

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

