

2022年10月27日

收入端维持稳健增长，库存维持健康周转

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:	10.40/6.20
目标价格:		总市值(亿)	63.36
最新收盘价:	7.17	自由流通市值(亿)	63.36
		自由流通股数(百万)	883.70

事件概述

2022年前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为7.48/0.11/-0.23亿元、同比增长13.69%/-61.72%/-458.89%，Q3公司单季收入/净利/扣非净利分别为2.84/-0.10/-0.13亿元、同比增长13.89%/-162.59%/-450.12%，业绩低于预期主要由于户外主业去库存、加大品牌宣传投入，叠加芯片业务投产进度稍有延缓。

分析判断:

主业去库存，芯片业务投产延缓。Q3在疫情背景下，公司单季收入增长接近14%、恢复至疫情前19Q3基本96%水平，保持了一定韧性，我们分析，一方面由于露营用品维持了较高增长，另一方面也由于户外鞋服主业积极进行了库存清理，维持了周转健康，但Q3芯片由于投产稍有延缓贡献不多。

毛利率、净利率同比下降主要由于户外鞋服去库存影响。(1)22Q3公司毛利率/净利率为41.10%/3.39%、同比下降6.28/9.57PCT，主要由于去库存拉低整体毛利率，净利率降幅高于毛利率主要由于管理费用率上升、其他收益、投资净收益减少等；Q3销售/管理/研发/财务费用率分别为31.22%/11.58%/5.27%/-0.62%、同比上升-1.78/3.46/0.69/-0.17PCT，管理费用增加我们分析主要来自芯片业务。其他收益/收入为0.38%，同比下降2.02PCT，投资净收益/收入为0.75%，同比下降1.38PCT。

应收账款增长，存货周转健康。22Q3应收账款/存货/应付账款金额分别为5.69/4.10/2.57亿元、同比增长55.71%/-10.94%/24.25%，应收账款/存货/应付账款周转天数分别为190.10/215.02/136.17天，同比增加41.04/-74.62/-5.91天。

投资建议

我们分析，(1)短期来看，公司去库存对利润率有一定影响，但在消费低迷阶段保持了库存周转健康，公司聘请新代言人刘昊然之后，产品上新速度加快，关注双十一线上增长；(2)中长期来看，公司涵盖户外用品+芯片双业务，芯片业务已在高端医疗显示屏方面有所应用，未来有望引领新增长。考虑Q3去库存影响利润率，下调22/23/24年收入15.4/20.51/26.17亿元至13.95/17.84/22.87亿元，下调22/23/24年归母净利润0.74/1.74/2.57亿元至0.60/1.21/2.10亿元，对应下调22/23/24年EPS0.08/0.20/0.29元至0.07/0.14/0.24元，2022年10月26日收盘价7.17元对应PE分别为105/52/30X，维持“增持”评级。截至9月30日，公司已回购270.52万股，价格7.13-7.84元/股，金额为2000万元。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	912	1,243	1,395	1,784	2,287

YoY (%)	-39.6%	36.2%	12.3%	27.9%	28.2%
归母净利润(百万元)	-275	54	60	121	210
YoY (%)	-343.1%	119.8%	10.5%	100.7%	73.6%
毛利率 (%)	34.0%	40.4%	35.2%	38.2%	38.2%
每股收益 (元)	-0.31	0.06	0.07	0.14	0.24
ROE	-13.0%	2.5%	2.7%	5.2%	8.2%
市盈率	-26.68	134.67	105.23	52.42	30.19

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,243	1,395	1,784	2,287	净利润	53.8	59.9	119.7	207.7
YoY (%)	36.2%	12.3%	27.9%	28.2%	折旧和摊销	44.9	0.3	0.3	0.4
营业成本	741	904	1,102	1,412	营运资金变动	-73.8	259.4	-67.2	-83.4
营业税金及附加	7	7	10	11	经营活动现金流	31.5	347.8	83.0	155.0
销售费用	311	279	360	416	资本开支	-20.9	62.1	61.8	48.3
管理费用	98	100	128	147	投资	4.5	-211.2	-275.2	-262.3
财务费用	-5	-14	-15	-15	投资活动现金流	7.6	-147.8	-212.5	-211.7
资产减值损失	-28	-30	-31	-33	股权募资	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	31	1	1	2	债务募资	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	70	73	146	253	筹资活动现金流	-29.0	0.0	0.0	0.0
营业外收支	2	0	0	0	现金净流量	10.1	200.1	-129.5	-56.7
利润总额	72	73	146	253					
所得税	18	12	25	43	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	54	60	121	210	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	54	60	121	210	营业收入增长率	36.2%	12.3%	27.9%	28.2%
YoY (%)	119.8%	10.5%	100.7%	73.6%	净利润增长率	119.8%	10.5%	100.7%	73.6%
每股收益	0.06	0.07	0.14	0.24	盈利能力 (%)				
					毛利率	40.4%	35.2%	38.2%	38.2%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利润率	4.3%	4.3%	6.8%	9.2%
货币资金	565	765	636	579	总资产收益率 ROA	2.2%	2.4%	4.4%	6.9%
预付款项	12	32	36	44	净资产收益率 ROE	2.5%	2.7%	5.2%	8.2%
存货	277	334	392	484	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,226	1,037	1,345	1,650	流动比率	6.57	7.77	7.25	6.70
流动资产合计	2,079	2,168	2,410	2,757	速动比率	5.66	6.48	6.00	5.48
长期股权投资	58	58	58	58	现金比率	1.79	2.82	2.08	1.68
固定资产	182	119	55	5	资产负债率	14.2%	12.7%	14.1%	15.7%
无形资产	8	9	11	12	经营效率 (%)				
非流动资产合计	446	384	321	273	总资产周转率	0.49	0.55	0.65	0.75
资产合计	2,525	2,552	2,731	3,029	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.06	0.07	0.14	0.24
应付账款及票据	177	161	196	251	每股净资产	2.45	2.52	2.65	2.89
其他流动负债	139	122	147	182	每股经营现金流	0.04	0.39	0.10	0.18
流动负债合计	317	283	343	434	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	41	41	41	41	PE	134.67	105.23	52.42	30.19
非流动负债合计	41	41	41	41	PB	4.05	2.85	2.70	2.48
负债合计	358	325	384	475					
股本	884	884	884	884					
少数股东权益	5	5	5	5					
股东权益合计	2,167	2,227	2,347	2,554					
负债和股东权益合计	2,525	2,552	2,731	3,029					

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，11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。