

探路者（300005）深度研究

# 户外业务稳定基本盘，全面布局面板显示芯片

2023 年 06 月 09 日

## 【投资要点】

- ◆ **户外运动参与率提升以及国潮大趋势助力户外业务稳定发展。**2023 年正值经济复苏的关键时期，户外运动的发展速度与宏观经济息息相关。2023 年，旅游经济复苏，露营、骑行、徒步等户外运动参与率也进一步提升，预期将显著促进户外服装、鞋品以及装备业务的快速发展；目前国潮逐渐成为新一代潮流趋势，拥有自有品牌成为杀出重围的关键要素。探路者具有探路者、TOREADKIDS、TOREAD.X 等多个自有品牌，同时先后承接了中国南（北）极考察队、珠峰高程测量队、中国首次火星探测任务、载人航天任务等多个国家重点项目的服装支持工作，在行业内形成了较大的品牌影响力，预计将充分受益于消费复苏下户外运动的高景气周期以及国潮的大趋势。
- ◆ **全面布局面板显示上游芯片行业，扩产+收购迎接新发展。Mini LED 显示驱动 IC 业务即将进入收获期。**公司收购北京芯能布局 Mini/Micro LED 显示驱动芯片业务，从需求端来看，Mini LED 产品渗透率逐渐提升，市场需求也在进入快速发展期，从供给端来看，中国大陆 DDIC 市场份额在持续增长，封装厂产能有序扩张，配套供应逐渐完善，促进了国产 Mini LED 显示驱动芯片的放量，同时公司正在布局 Indoor/Outdoor PKG 产线，产能将在未来两年有序释放，上下游产业链协同共同保证公司 Mini LED 显示驱动 IC 业务进入收获期。**收购 G2Touch，布局显示触控芯片。**公司于 2023 年 3 月发布公告拟收购 G2Touch，正式进军显示触控 IC 领域，目前 G2Touch 已经收购完成，G2Touch 积累了戴尔、惠普、京东方、三星等优秀客户资源，可以与北京芯能实现客户协同，同时 G2Touch 除了深耕笔电领域以外，正在积极布局车载产品，有望开辟新增长点；从下游需求来看，预计笔电面板出货情况将在 2023 年下半年进一步好转，带动触控 IC 需求量的提升，助益业绩增长。

**东方财富证券**  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

**买入**（上调）

目标价：10.86 元

**东方财富证券研究所**

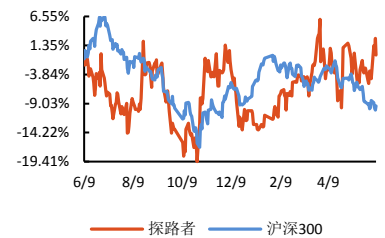
证券分析师：邹杰

证书编号：S1160523010001

联系人：刘琦

电话：021-23586475

**相对指数表现**



**基本数据**

总市值（百万元）	7334.73
流通市值（百万元）	7334.73
52 周最高/最低（元）	9.18/6.78
52 周最高/最低（PE）	218.85/88.13
52 周最高/最低（PB）	3.76/2.78
52 周涨幅（%）	-1.78
52 周换手率（%）	232.35

**相关研究**

《Q1 业绩改善明显，积极打造“户外业务+芯片业务”双主业运营》

2023.05.05

## 【投资建议】

随着户外消费的回暖以及芯片业务的加速布局，我们预计公司营收和利润均会保持长期稳定快速的增长。预计公司 2023/2024/2025 年营业收入分别为 14.89/17.91/20.82 亿元；预计归母净利润分别为 0.99/1.63/2.03 亿元；EPS 分别为 0.11/0.18/0.23 元；对应 PE 分别为 75/46/37 倍。我们认为公司的合理估值为 96 亿元，对应 2024 年目标价 10.86 亿元，给予“买入”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1138.95	1489.18	1790.57	2082.05
增长率(%)	-8.35%	30.75%	20.24%	16.28%
EBITDA（百万元）	58.52	216.70	292.05	333.13
归属母公司净利润（百万元）	69.92	99.29	163.04	203.28
增长率(%)	28.38%	42.00%	64.20%	24.68%
EPS(元/股)	0.08	0.11	0.18	0.23
市盈率(P/E)	95.71	74.94	45.64	36.60
市净率(P/B)	3.23	3.30	2.95	2.64
EV/EBITDA	100.97	29.47	20.74	16.96

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 1. 关键假设

**户外业务：**户外服装和鞋品部分，随着疫情后店面的重新开启以及公司产品系列的逐渐丰富，同时叠加消费的全面复苏，我们预计公司户外服装和鞋品销量将逐年提升，产品单价受到多种因素影响略有波动；户外装备部分，近些年人们对户外运动的参与意愿大幅提升，露营等户外运动的参与率增加，同时公司精致露营等的推出进一步促进了户外装备销量的提升。最终，我们预计 2023/2024/2025 年户外业务营业收入分别为 13.58/14.95/16.95 亿元，同比增速分别为 20.11%/10.09%/13.41%；毛利率分别为 52.47%/52.77%/53.25%。

**芯片业务：**公司收购北京芯能后重点发力芯片业务，根据公司对 Indoor PKG 和 Outdoor PKG 产品线的规划，以及 Mini LED 渗透率提升对公司 Mini LED 显示驱动芯片业务的拉升，我们预计公司未来几年是芯片业务快速增长的阶段；公司也在布局显示触控 IC 业务，G2Touch 已经收购完成，并于 2023 年 6 月 1 日正式纳入合并报表范围，进一步实现面板上游芯片业务的协同。我们预计公司芯片业务 2023/2024/2025 年营业收入分别为 1.31/2.96/3.87 亿元，同比增速分别为 1458.67%、125.16%和 30.80%；毛利率分别为 40.34%、42.10%、46.20%。

## 2. 创新之处

针对公司显示驱动芯片业务，从供给端和需求端分析目前市场情况，寻找行业增长点，同时从北京芯能 Mini/Micro LED 显示驱动 IC 的产能规划、客户结构等方面梳理其竞争力；针对公司显示触控芯片业务布局，分析了 G2Touch 客户、应用方向拓展等重要优势，同时针对下游笔电需求变化情况预测显示触控芯片将迎来增长周期。

## 3. 潜在催化

**Mini LED 终端应用推广节奏加快：**2022 年 Mini LED 终端应用推广节奏相对缓慢，我们预计随着成本降低 Mini LED 终端渗透率将提升，有望带动公司 Mini LED 显示驱动芯片业务的放量；

**收购 G2Touch 进军显示触控芯片领域：**公司收购 G2Touch，随着笔电面板需求的回暖，G2Touch 也将迎来增长长期，同时 G2Touch 积极布局车载产品，有望打开新成长空间，本次收购将为公司芯片业务贡献新增量。

## 正文目录

1. 户外+芯片双轮驱动，公司进入重要转型期 .....	5
1.1 调整户外业务格局，通过收购进军芯片领域 .....	5
1.2 控制权变更，芯片背景控制人奠定转型基础 .....	9
1.3 业绩恢复期，盈利能力逐渐改善 .....	9
2. 户外业务：基本盘稳定发展 .....	11
2.1 供给侧：政策促进规模提升，国内外差距助力增长 .....	11
2.2 需求侧：户外运动参与率提升叠加国潮趋势带来需求拐点 .....	12
2.3 自有品牌打造核心，助力国家项目提升品牌影响力 .....	14
3. 芯片业务：加速布局 Mini/Micro LED 显示驱动芯片和触控芯片 .....	16
3.1 需求侧：Mini LED 终端应用快速渗透 .....	16
3.2 供给侧：大陆厂商市占率提升，配套产业逐渐完善 .....	20
3.3 公司布局一：收购北京芯能布局显示驱动 IC .....	21
3.4 公司布局二：收购 G2Touch 布局显示触控 IC .....	22
4. 盈利预测 .....	24
5. 估值和投资建议 .....	25
6. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1：公司发展历程图 .....	5
图表 2：2007-2012 年公司门店数量 .....	6
图表 3：2007-2012 年公司单店店效（万元） .....	6
图表 4：2013-2016 年公司投资并购情况梳理 .....	6
图表 5：2009-2016 年公司营收、归母净利润及增速 .....	7
图表 6：2009-2016 年公司毛利率和净利率 .....	7
图表 7：公司 2019 年和 2020 年商誉减至 0 .....	8
图表 8：2020-2021 年公司季度营收及增速 .....	8
图表 9：2020-2021 年公司季度归母净利润及增速 .....	8
图表 10：2020-2021 年公司季度毛利率及净利率 .....	8
图表 11：公司股权结构（截至 2023 年一季报） .....	9
图表 12：公司营收及增速 .....	10
图表 13：公司归母净利润及增速 .....	10
图表 14：公司业务结构 .....	10
图表 15：公司毛利率及净利率 .....	10
图表 16：公司费用率情况 .....	10
图表 17：公司研发费用情况 .....	11
图表 18：公司存货周转率 .....	11
图表 19：2022 年户外运动促进政策梳理 .....	11
图表 20：2025 年户外运动市场总收入和消费人数增长情况 .....	12
图表 21：全国主要国家和地区户外运动参与率对比 .....	12
图表 22：2015-2022 年国内旅游景气及居民出游意愿指数（季度） .....	13
图表 23：2012 年-2023 年旅游市场主要指标趋势 .....	13
图表 24：2019 年和 2021 年中国户外运动人均消费额分布情况对比 .....	13
图表 25：2022 年国内各项户外运动参与率 .....	14
图表 26：2023 年国内各项户外运动参与率 .....	14
图表 27：2016 和 2021 年中外品牌关注度情况 .....	14
图表 28：购买过国潮产品的比例 .....	14

图表 29: 公司各品牌门店数量.....	15
图表 30: 公司各品牌门店店效.....	15
图表 31: 极地仿生科技之 TIFE 面料技术.....	15
图表 32: 极地仿生科技之 SAFree 鞋底科技.....	15
图表 33: 2020 年以来公司各品牌联名项目以及助力国家事业等事项梳理....	16
图表 34: LED 行业发展阶段.....	17
图表 35: 全球 LED 市场规模（亿美元）.....	17
图表 36: 全球 Mini LED 市场规模（亿美元）.....	17
图表 37: 全球面板显示驱动芯片市场需求情况（亿颗）.....	18
图表 38: 显示驱动芯片下游应用领域占比.....	18
图表 39: 不同应用对显示驱动芯片的需求.....	19
图表 40: 2023 年已发布 Mini LED 背光电视梳理.....	19
图表 41: 2021-2023 年 TCL 部分 Mini LED 背光电视一览.....	19
图表 42: 2022 年大尺寸 DDIC 市场份额情况.....	20
图表 43: 2021-2023 年 Mini/Micro LED 相关项目（仅统计部分上市公司）	20
图表 44: 北京芯能的主营产品.....	21
图表 45: 北京芯能 PKG 产能规划.....	22
图表 46: 北京芯能显示驱动芯片客户.....	22
图表 47: 北京芯能业绩情况及业绩承诺.....	22
图表 48: 2022-2030 年全球和中国触控 IC 市场规模变化.....	23
图表 49: G2Touch 公司产品梳理.....	23
图表 50: 笔电面板出货量统计和预测.....	24
图表 51: 公司盈利测算主要假设.....	25
图表 52: 盈利预测.....	25
图表 53: 户外业务可比公司估值比较表, (按照 2023 年 06 月 08 日收盘价)	26
.....	26
图表 54: 芯片业务可比公司估值比较表, (按照 2023 年 06 月 08 日收盘价)	26
.....	26



## 1. 户外+芯片双轮驱动，公司进入重要转型期

### 1.1 调整户外业务格局，通过收购进军芯片领域

**户外业务：**公司专业从事探路者（TOREAD）、TOREADKIDS、TOREAD.X 等多品牌户外用品的研发设计、运营管理及销售，产品已覆盖国内户外生活的主要领域，包括户外服装、鞋、背包、帐篷、睡袋、登山装备等上百个品种。**芯片业务：**公司芯片业务载体为北京芯能，致力于成为高品质显示领域的 IC 领军者，目前产品主要聚焦于 Mini/Micro LED 显示驱动 IC 设计、全品类触控芯片 IC 设计、智能装备等。

图表 1：公司发展历程图

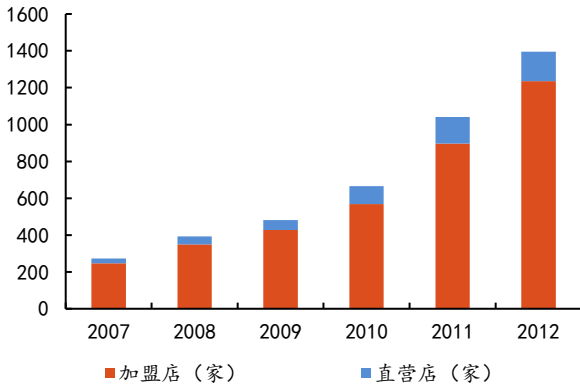


资料来源：公司官网，公司公告，东方财富证券研究所

公司的发展历程自上市后可分为四个主要阶段。

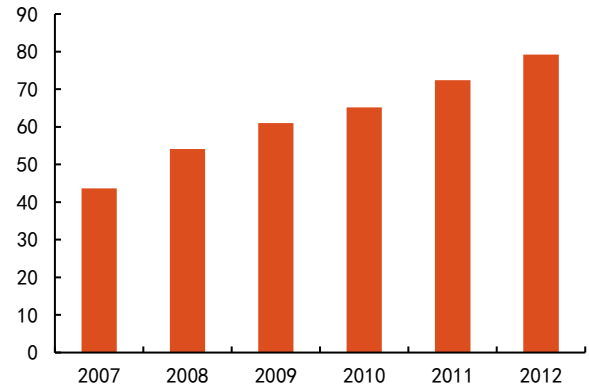
**2009-2012 年快速发展期。**公司上市以来，通过精细化管理和供应链的调整，走上快速扩张道路，公司门店数量快速增长，门店总数从 2009 年的 481 家增长至 2012 年的 1395 家，复合增长率为 42.61%，其中直营店从 53 家增长至 159 家，CAGR 约为 44%，加盟店从 428 家增长至 1236 家，CAGR 约为 42%；单店店效也快速增长，从 2009 年的 61 万元增长至 2012 年的 79 万元，复合增长率为 9%。

图表 2: 2007-2012 年公司门店数量



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 3: 2007-2012 年公司单店店效 (万元)



资料来源: 公司公告, Choice探路者深度资料, 东方财富证券研究所

**2013-2016 年并购投资发展期。**2012 年公司正式开启多品牌运作的战略布局, 形成了“探路者”、“Discovery Expedition”、“ACANU”为一体的多品牌业务体系。从 2013 年开始, 公司正式开始通过并购投资等方式打造多元化发展模式, 推动互联网转型, 完成从单一的户外产品提供商向户外旅行综合服务提供商的转变。2013-2016 年期间公司投资并购了 Asiatravel、绿野网、极之美、图途、易游天下等旅游业务板块企业, 也投资了探路者和同体育产业并购基金管理有限公司、北京探路者冰雪控股发展有限公司等, 进行体育事业的布局, 截至 2016 年, 公司已经形成了完整的户外用品、旅行服务、体育三大业务体系。

图表 4: 2013-2016 年公司投资并购情况梳理

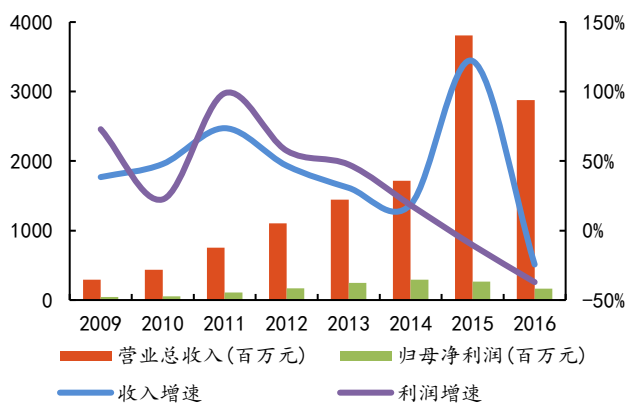
日期	投资标的	主营业务	投资金额	累计持股比例	投资并购对公司影响
2013.8	Asiatravel	集酒店、机票和旅游景点于一体的在线旅游平台	3866 万	14.15%	加快公司户外自主旅行服务平台战略的实施; 借鉴 Asiatravel 优质的旅行服务系统和管理经验, 快速拓展国内户外旅行服务市场;
2014.1	绿野网	设计、制作网络广告; 互联网信息服务业务	/	55.67%	以绿野网为基础打造户外旅行综合服务平台, 在其现有业务基础上进行横向和纵向延伸, 建设面向全球的户外运动和深度体验式旅行综合服务平台
2014.2	Asiatravel	集酒店、机票和旅游景点于一体的在线旅游平台	1924 万	21.22%	有利于公司的户外综合旅行服务平台的战略规划和互联网转型的顺利开展, 并提升探路者、绿野、Asiatravel 三方公司的竞争能力
2014.9	极之美	以南北极旅行为主要业务的自然主题旅行服务机构	3900 万	56.52%	深化探路者、绿野与“极之美”之间的协同合作, 促进公司“户外旅行综合服务平台”的建设; 以“极之美”为基础拓展自然旅行市场

2014.12	图途	为户外及旅行爱好者提供多品牌、全系列的个性化、高质量旅行及户外用品,代理及分销200多个国内外知名品牌产品	1.5亿	20%	推进探路者垂直电商平台的建设;深化探路者、绿野网与图途在线上线下不同业务领域的资源协同共享,进一步扩大公司产品服务的受众人群;
2015.1	探路者和同体育产业并购基金管理有限公司	/	公司出资4000万,子公司出自980万	/	有利于公司在体育垂直类媒体和大众体育赛事等领域寻找优质投资项目进行延展和布局
2015.3	易游天下	定位于旅行的O2O综合服务商	2.3亿	74.56%	完善探路者的旅行业务板块结构
2015.8	北京探路者冰雪控股发展有限公司	雪场运营、滑雪服装及设备的生产、销售	3450万	60%	探路者体育事业群相关业务的重要推进
2015.12	行知探索	通过“玄奘之路”的品牌向客户提供体验式文化赛事和体验式文化教育	以所持极之美的全部股权	21%	有利于探路者旗下户外事业群、旅行事业群、体育事业群等各项业务与行知探索体验式赛事、培训、旅行相关业务进行全面协同
2016.8	非凡探索	Discovery Expedition	6160万	80%	基于Discovery Expedition的美好预期

资料来源:公司公告,东方财富证券研究所

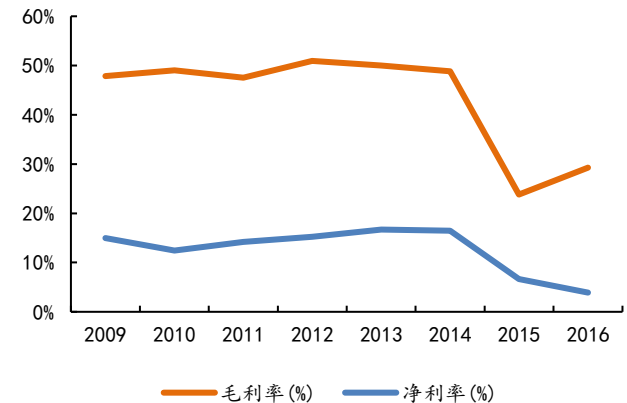
**2017-2020 年剥离亏损业务期。**公司在前期进行了一系列的投资并购拓展自身的业务,但是并没有取得比较显著的效果,整体表现就是增收不增利。2013-2016 年营收整体快速增长,2012-2016 年营业收入的 CAGR 达到 27%,利润整体增长较慢,2012-2016 年归母净利润的 CAGR 约为-0.46%。同时从毛利率和净利率的角度来看,2013-2016 年毛利率和净利率整体下滑严重,相比于 2012 年,毛利率下滑了 21.68pct,净利率下滑了 11.32pct。在上述背景下,公司对相关亏损业务逐渐进行剥离,减少甚至不再持股图途、绿野国旅、易游天下等公司股权,减少相关企业亏损对公司的负面影响,进一步修复公司的业绩。2014-2016 年,公司并购期商誉快速增长,2015 年高达 3.37 亿元,从 2019 年开始,公司的商誉降至 0。

图表 5: 2009-2016 年公司营收、归母净利润及增速



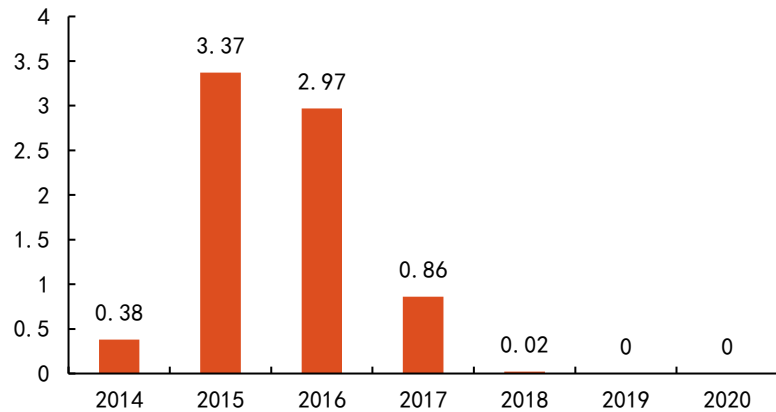
资料来源:Choice探路者深度资料,东方财富证券研究所

图表 6: 2009-2016 年公司毛利率和净利率



资料来源:Choice探路者深度资料,东方财富证券研究所

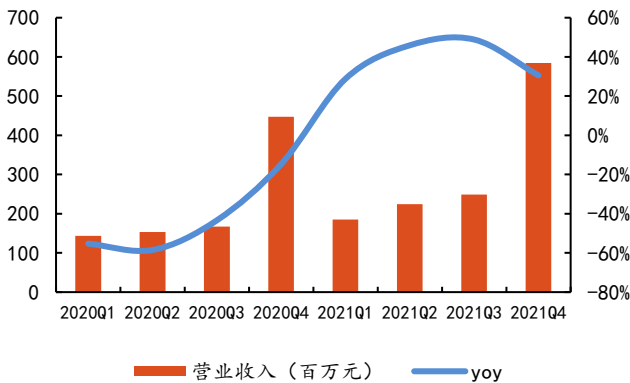
图表 7: 公司 2019 年和 2020 年商誉减至 0



资料来源: Choice 探路者深度资料, 东方财富证券研究所

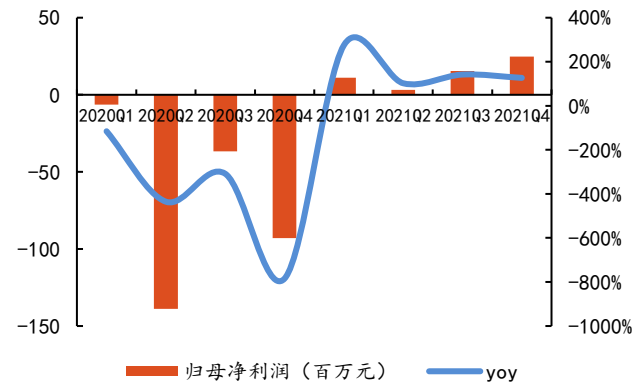
**2021 年至今恢复+转型期。**公司在逐渐剥离旅游、体育等亏损业务的基础上, 积极寻求转型。公司在 2021 年营收和利润均实现了较为快速的增长, 2021 年公司归母净利润扭亏为盈, 同时盈利能力得到明显修复, 净利率显著提升。在盈利能力逐渐恢复的背景下, 公司进一步开拓新领域新业务。2021 年 9 月, 公司收购北京芯能 60% 股权, 正式确立了“户外+芯片”的双主线业务结构。

图表 8: 2020-2021 年公司季度营收及增速



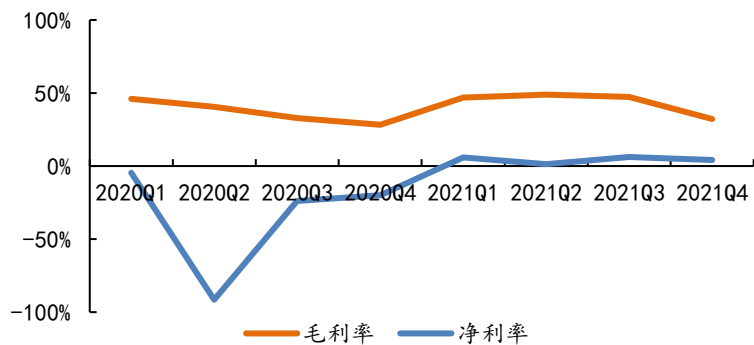
资料来源: Choice 探路者深度资料, 东方财富证券研究所

图表 9: 2020-2021 年公司季度归母净利润及增速



资料来源: Choice 探路者深度资料, 东方财富证券研究所

图表 10: 2020-2021 年公司季度毛利率及净利率



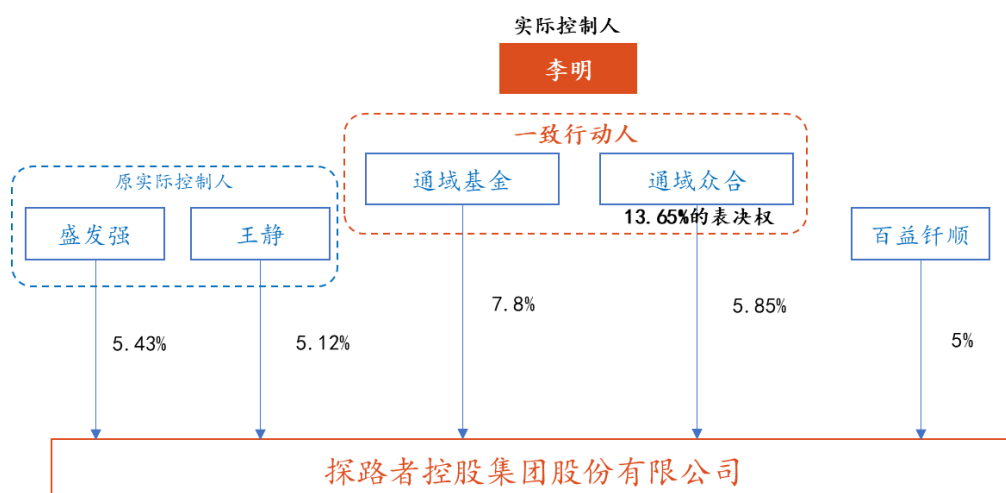
资料来源: Choice 探路者深度资料, 东方财富证券研究所



## 1.2 控制权变更，芯片背景控制人奠定转型基础

2021 年公司控制权发生变更，新实际控制人拥有芯片背景。2021 年，公司控股股东变更为通域众合，拥有表决权股份占公司总股本的 13.65%，实际控制人变更为李明先生，历任中国人民解放军军械工程学院电子工程系导弹教研室教师、国研科技集团有限公司董事长兼总裁、紫光国芯微电子股份有限公司董事长、紫光集团有限公司联席总裁，现任北京通域合盈投资管理有限公司董事长兼总经理、探路者董事长。李明先生拥有比较丰富的芯片及科技背景，在公司完成北京芯能的并购之后，能更快速的完成相关业务的整合。

图表 11：公司股权结构（截至 2023 年一季度报）

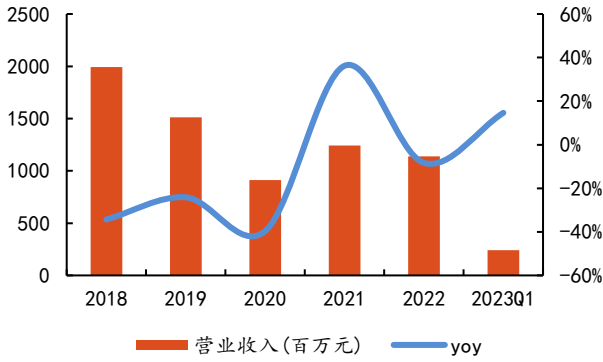


资料来源：Choice 探路者深度资料，东方财富证券研究所

## 1.3 业绩恢复期，盈利能力逐渐改善

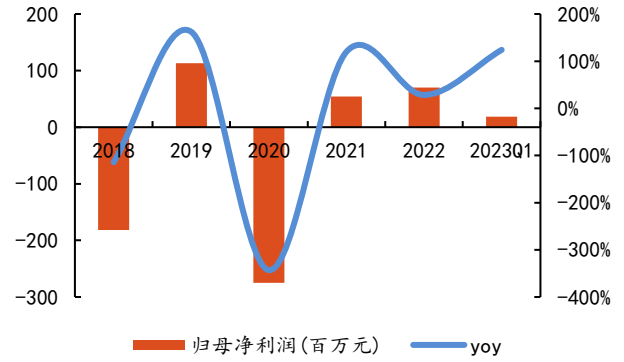
公司营收和业绩处于恢复期。公司在剥离亏损业务的过程中，营业收入规模下滑较为严重，从 2018 年的 19.92 亿元下滑至 2020 年的 9.12 亿元，从营收结构中也可以看到，旅行服务和体育相关业务占比下降较多，2021 年公司营收快速增长，2020 年至 2022 年，公司营收结构较为稳定，户外业务占比较高，22 年芯片业务首年贡献营收。公司归母净利润在 20 年以前存在较大幅度波动，随着亏损业务的剥离，利润开始修复，21 年归母净利润达到 0.54 亿元，同比增长 120%，22 年继续保持增长态势，同比增速为 28%，22 年北京芯能亏损超过 3000 万，对公司整体利润有拖累。

图表 12：公司营收及增速



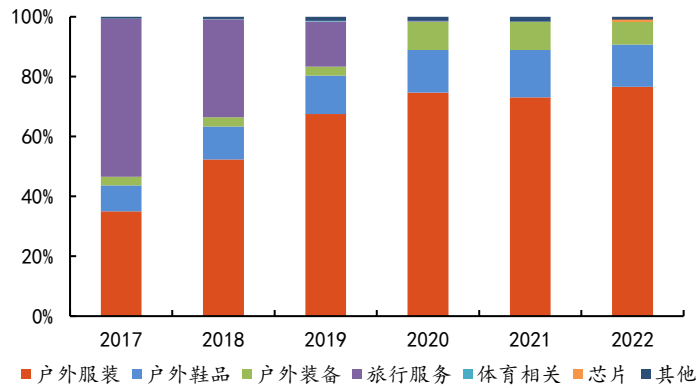
资料来源：Choice探路者深度资料，东方财富证券研究所

图表 13：公司归母净利润及增速



资料来源：Choice探路者深度资料，东方财富证券研究所

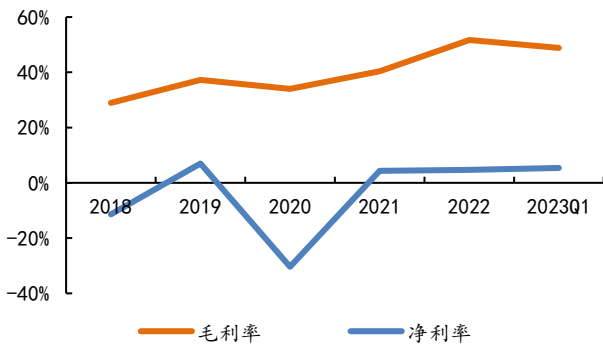
图表 14：公司业务结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

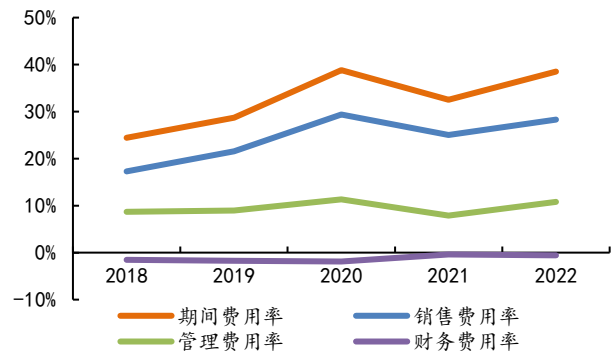
公司毛利率增长较快，净利率转正且逐渐稳定。公司剥离亏损业务后，从2021年开始毛利率和净利率开始快速增长，2021年毛利率达到40.39%，同比增长6.41pct，22年持续增长，达到51.69%，同比增长11.30pct；2021年净利率达到4.33%，同比增长34.70pct，公司盈利能力显著提升，2022年平稳增长，净利率约为4.72%。从费用率角度来看，公司期间费用率整体呈上升趋势，其中销售费用率增长较快，财务费用率基本保持平稳。

图表 15：公司毛利率及净利率



资料来源：Choice探路者深度资料，东方财富证券研究所

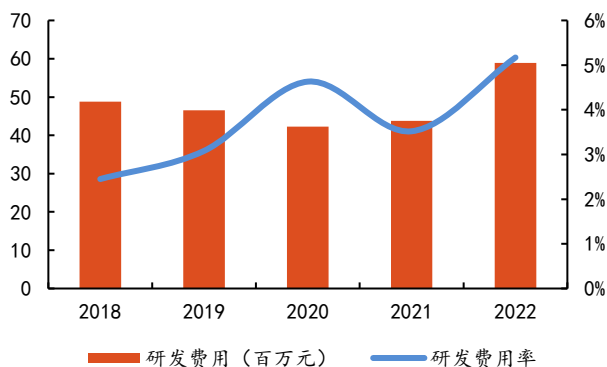
图表 16：公司费用率情况



资料来源：Choice探路者深度资料，东方财富证券研究所

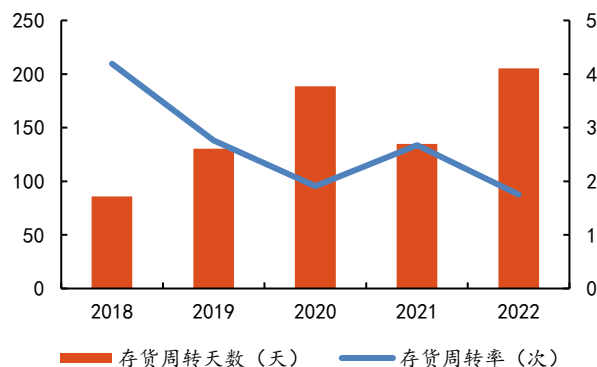
公司不断加大研发投入，存货周转情况需要改善。公司研发费用率整体增长，2022年达到5.17%，收购芯片业务后，研发投入增长较为明显；2022年公司存货周转天数增长70天，为205天，是公司成立以来的最高值。

图表 17：公司研发费用情况



资料来源：Choice探路者深度资料，东方财富证券研究所

图表 18：公司存货周转率



资料来源：Choice数据浏览，东方财富证券研究所

## 2. 户外业务：基本盘稳定发展

### 2.1 供给侧：政策促进规模提升，国内外差距助力增长

2022年3月，中共中央办公厅和国务院办公厅联合发布《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》，提出到2025年人均体育场地面积达到2.6平方米、经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，到2035年经常参加体育锻炼人数比例达到45%以上的目标；2022年4月，国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出促进消费持续恢复的多条指导建议；2022年11月，国家体育总局、国家发展改革委等八部门共同印发《户外运动产业发展规划（2022—2025年）》，为户外运动产业的发展提供了更进一步的保障，规划提出到2025年户外运动产业总规模超过3万亿元的目标。这也是疫情后对我国户外运动产业的首次明确指引，将带动我国整个户外产业的发展。

图表 19：2022 年户外运动促进政策梳理

日期	政策名称	发布主体	核心内容/目标
2022. 3. 23	《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》	中共中央办公厅 国务院办公厅	到2025年，更高水平的全民健身公共服务体系基本建立，人均体育场地面积达到2.6平方米，经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%；到2035年，与社会主义现代化国家相适应的全民健身公共服务体系全面建立，经常参加体育锻炼人数比例达到45%以上
2022. 4. 20	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	国务院办公厅	充分挖掘县乡消费潜力，提升乡村旅游、休闲农业、文化体验、健康养老、民宿经济、户外运动等服务环境和品质。强化用地用房保障，适应乡村旅游、民宿、户外运动营地及相关基础设施建设小规模用地需要，积极探索适宜供地方式，鼓励相关设施融合集聚建设

2022. 10. 25

《户外运动产业发展规划  
(2022-2025 年)》

国家体育总局  
国家发改委  
工业和信息化部  
自然资源部  
住房和城乡建设部  
文化和旅游部  
国家林业和草原局  
中国国家铁路集团

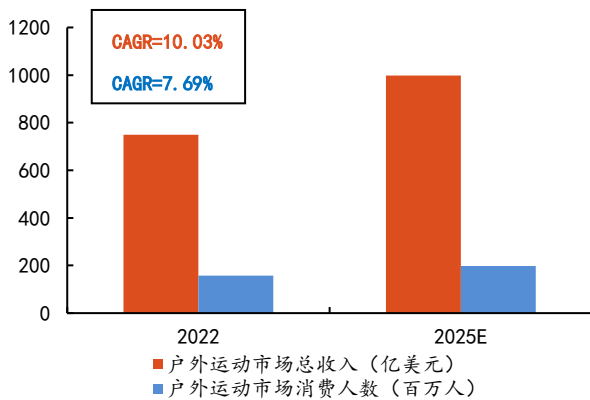
到 2025 年，参与人数不断增长，户外运动产业总规模超过 3 万亿元；到 2035 年，户外运动产业规模更大、质量更优、动力更强、活力更足、发展更安全，成为促进人民群众身心健康、提升获得感和幸福感、推进体育产业高质量发展和体育强国建设的重要力量

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网，，东方财富证券研究所

**户外运动市场快速增长。**根据共研产业咨询的统计与预测，2022 年，全球户外运动市场收入约为 749.6 亿美元，预计 2025 年将达到 998.6 亿美元的市场规模，2022-2025 年 CAGR 约为 10%；2022 年全球户外运动市场消费人数约为 1.58 亿人，预计 2025 年将达到 1.97 亿人，2022-2025 年 CAGR 约为 7.69%，全球户外运动市场仍然保持快速增长。

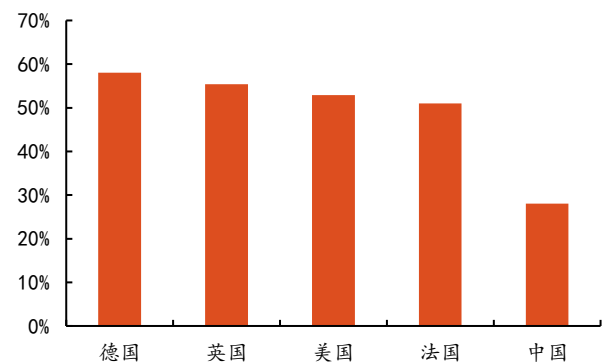
**中国户外运动参与率与美国和欧洲国家仍存在差距，具有较大提升空间。**整体来看，我国户外运动参与率较低，近两年疫情之下，本地游、周边游成为主流，以 2022 年国庆期间为例，城市及周边游占比达 63%，国内户外运动正逐渐升温，渗透率提升至 28%，但对比欧美国家 50% 以上的水平仍有较大提升空间，我国户外运动产业仍有较大发展前景。

图表 20：2025 年户外运动市场总收入和消费人数增长情况



资料来源：共研产业咨询，东方财富证券研究所

图表 21：全国主要国家和地区户外运动参与率对比



资料来源：观研报告网《中国户外运动行业发展现状调研与投资趋势预测报告（2023-2029年）》，东方财富证券研究所

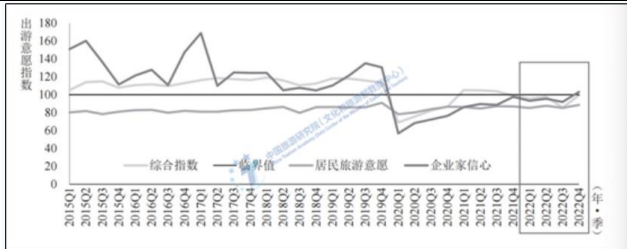
## 2.2 需求侧：户外运动参与率提升叠加国潮趋势带来需求拐点

**2022 年市场景气下探，国内旅游跌至疫情以来新低。**据中国旅游研究院发布的《2022 年中国旅游经济运行分析与 2023 年发展预测》披露，2022 年全国旅游经济运行综合指数位于临界值以下，季度均值为 94.58，较 2021 年低 8.64。居民出游意愿均值为 86.73，与上年基本持平。旅游企业家信心指数 3 个季度低于临界值。2022 年全国国内旅游人数 25.3 亿人次，同比下降 22.1%，较 2020 年下降 12.12%，恢复至疫前 42.1%；实现国内旅游收入约 2.04 万亿元，同比下降 30%，较 2020 年下降约 8.5%，恢复至疫前 30.7%，该蓝皮书中预计全年入境旅游人数约 4630 万人次，同比下降约 4.8%，恢复至疫前 15.5%。

**2023 年旅游市场预期乐观，预计全年“稳开高走，持续回暖”。**中国旅游

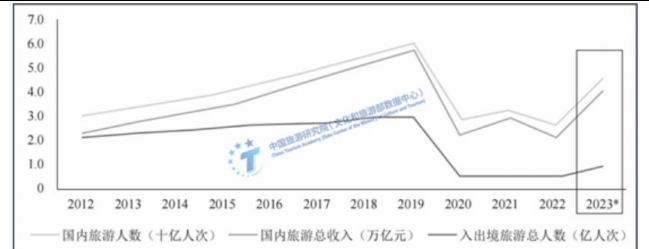
研究院预计二季度旅游市场将进入预期转强和供给优化的新通道，暑期有望迎来全面复苏，预计 2023 年，国内旅游人数约 45.5 亿人次，同比增长约 80%，约恢复至 2019 年的 76%。实现国内旅游收入约 4 万亿元，同比增长约 95%，约恢复至 2019 年的 71%。全年入出境游客人数有望超 9000 万人次，同比翻一番，恢复至疫前的 31.5%。

图表 22：2015-2022 年国内旅游景气及居民出游意愿指数（季度）



资料来源：中国旅游研究院《2022年中国旅游经济运行分析与2023年发展预测》，东方财富证券研究所

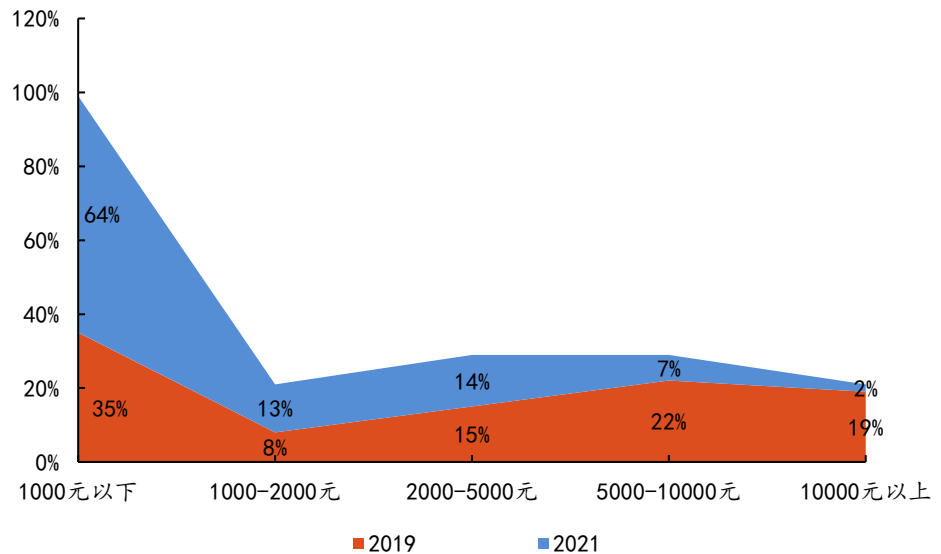
图表 23：2012 年-2023 年旅游市场主要指标趋势



资料来源：中国旅游研究院《2022年中国旅游经济运行分析与2023年发展预测》，东方财富证券研究所

据中国旅游研究院统计，2021 年户外运动 5000 元以上的人均消费额度分布占比约为 9%，相比于 2019 年下降了 32pct，疫情后，越来越多的用户选择骑行、徒步、爬山、露营等方式锻炼身体。

图表 24：2019 年和 2021 年中国户外运动人均消费额分布情况对比

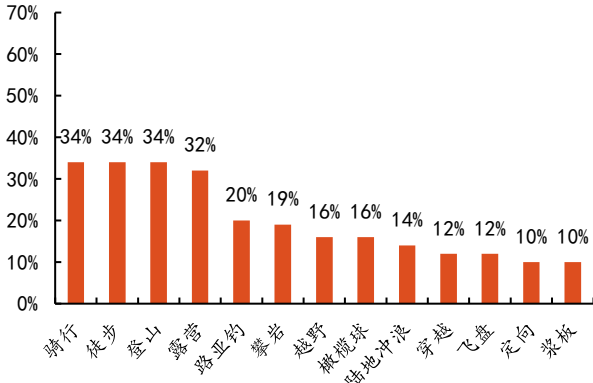


资料来源：中国旅游研究院，华经产业研究院，东方财富证券研究所

**2023 年户外运动参与率显著提升。**据观研天下统计，2022 年骑行、徒步、登山、露营渗透率分别为 34%、34%、34%和 32%，据 DT 研究院统计 2023 年，徒步和登山参与率显著提升，人们的户外运动意愿增强，进一步增加了对户外服装、鞋子、装备等的需求。

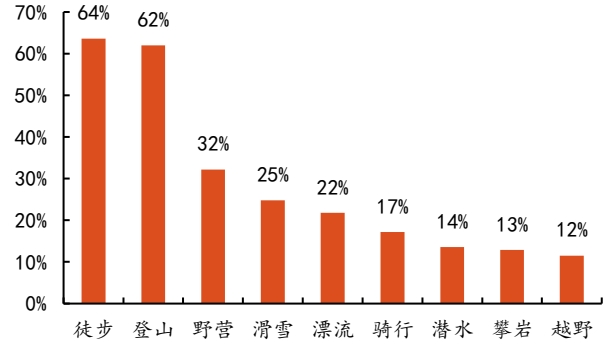


图表 25：2022 年国内各项户外运动参与率



资料来源：观研天下《中国户外运动行业发展现状调研与投资趋势预测报告（2022-2029年）》，东方财富证券研究所

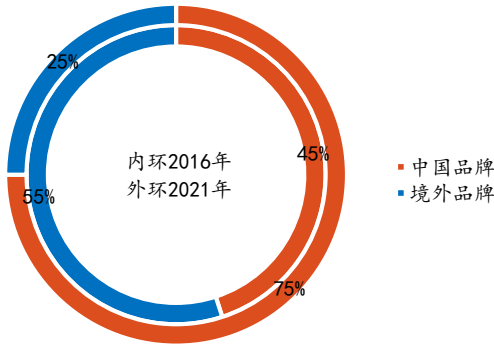
图表 26：2023 年国内各项户外运动参与率



资料来源：DT研究院《无畏前行：2023户外运动报告》（样本量为1172，统计数据截止至2023年4月5日），东方财富证券研究所

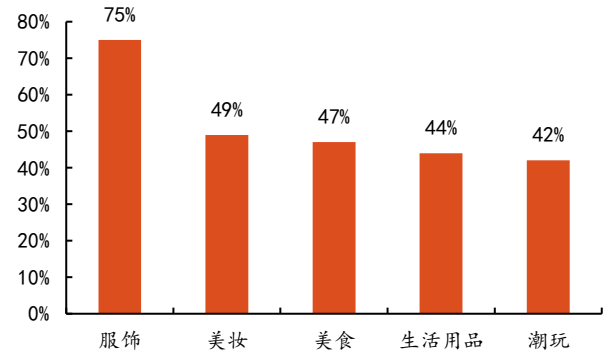
国潮成为重要引领，聚焦资源发展和培育自有品牌将成为中国品牌的重要发力点。根据《百度 2021 国潮骄傲搜索大数据报告》统计数据，国产品牌的关注度从 2016 年的 45%提升至 2021 年的 75%，增长了 30pct，实现了对境外品牌的反超，其中手机、服饰、汽车等领域的关注度上升超 50 个百分点。根据中国青年报社社会调查中心的一项调查显示，2012 名 80-00 后的受访青年中购买过服饰、美妆、美食、生活用品、潮玩等国潮产品的比例分别为 75%、49%、47%、44%、42%，国潮服饰购买比例较为领先。

图表 27：2016 和 2021 年中外品牌关注度情况



资料来源：前瞻产业研究院，《百度2021国潮骄傲大数据报告》，东方财富证券研究所

图表 28：购买过国潮产品的比例



资料来源：中国青年报社社会调查中心，前瞻产业研究院，东方财富证券研究所（依据2022年2012名80-00后受访青年的调查结果）

### 2.3 自有品牌打造核心，助力国家项目提升品牌影响力

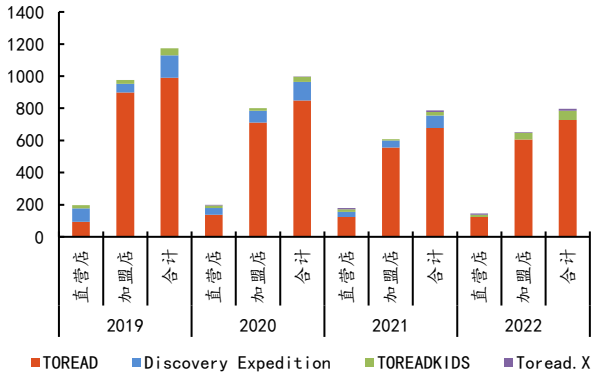
公司现在拥有探路者（TOREAD，探路者主品牌）、TOREADKIDS（探路者品牌童装）、TOREAD.X（探路者子品牌，潮流户外）等多个自有品牌。TOREAD 品牌将 IP-联名、代言人资源、节庆推广与核心品类结合，匹配不同销售渠道，实现爆款打造；TOREADKIDS 将 TIEF 科技与服装相结合，全面提升产品，打造探路者童装户外产品科技属性；TOREAD.X 品牌在产品上继续丰富完善，形成卫衣、羽绒服、X 熊 IP 等强势品类，TOREAD.X 品牌的都市机能、时尚运动、复古潮流的产品风格逐渐成熟，成为四季销售的核心系列。

从门店数量来看，公司在进行门店的精细化运营管理，调整和收缩授权品牌，聚焦自有品牌运营。2021 年线下店铺的销售和特卖渠道均受到不同程度的疫情管控和限制，除了新设品牌 TOREAD.X 以外，其余各品牌门店数量均有不同程度的下降，22 年公司加速 Discovery Expedition 的出清，其余自有品牌门

店数量均有增长。

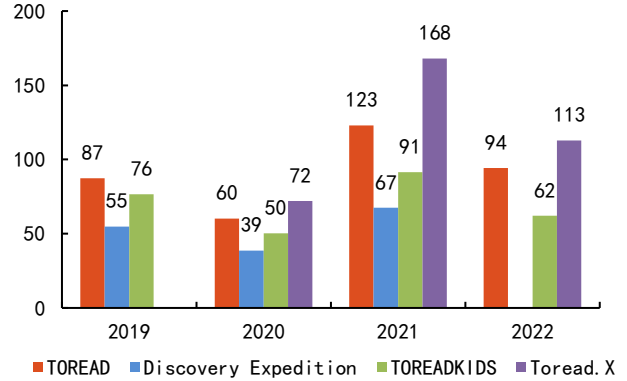
从门店店效来看，整体店效增长趋势明显。2021年各品牌门店店效均大幅增长，与李佳琦、烈儿宝贝、罗永浩、朱丹、吉杰等大V长期深度合作使得电商直播业务在商品和渠道方面均取得有效突破，2022年门店数量增长在一定程度上对店效有所影响，但是整体店效仍处于较高水平，TOREAD品牌店效达到94万元，TOREADKIDS品牌店效达到62万元，TOREAD.X品牌店效高达113万元。

图表 29：公司各品牌门店数量



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 30：公司各品牌门店店效



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

科技创新，打造户外文化的极致匠品。公司“极地仿生科技”，由TIEF面料科技与SAFree®鞋底科技组成，以“取之自然，用之自然”的仿生灵感勇创户外新科技，基于自身户外服装、鞋类产品的高质量优势，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、载人航天任务等项目提供服装支持。

图表 31：极地仿生科技之TiFE面料技术



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 32：极地仿生科技之SAFree鞋底科技



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

通过联名和助力国家各方工作等方式打造自身影响力和品牌效力。公司积极参与载人航天事业、珠峰高程测量、极地研究等事业，用专业的技术背景打造安全可靠的服装支持体系，2016年-2022年连续七年获得由中国领先的品牌评级权威机构 Chnbrand 颁发的 C-BPI®中国户外装备行业品牌力第一名。目前，公司已经形成了行业领先的品牌影响力，在户外运动进一步渗透以及国潮逐渐兴起的大背景下，有望长期受益。

图表 33：2020 年以来公司各品牌联名项目以及助力国家事业等事项梳理

时间	联名产品		合作		助力项目
	联名方	产品系列	合作方	产品系列	
2020	人民网-人民体育	人民探路者产品线	中国航天科技国际交流中心	航天探路者系列	助力珠峰高程测量队全员成功登顶珠穆朗玛峰峰顶
	太空创新实践中心、悦跑圈	“天马星空”联名款纪念 T 恤			为执行中国首次火星探测任务的长征五号试验队提供服装支持
	中国青年报	“敢”系列			
	猫盟	“拒食野味”动物保护系列 T 恤			
	自媒体“星球研究所”	珠峰新高度 8848.86T 恤及卫衣			
	中国涂鸦艺术领军团体 ABS	“探索是金”鳄鱼黄金老爹鞋			
2021			中国极地研究中心	中国南北极考察选用产品	神州十二号载人航天任务航天员舱内工作服、休闲服、睡袋等多项服装产品的研发任务
					13 套装备助力神州十三号载人飞船发射
2022					中国第 39 次南极考察队两批队员均穿着探路者研发的极地工作服启程前往南极

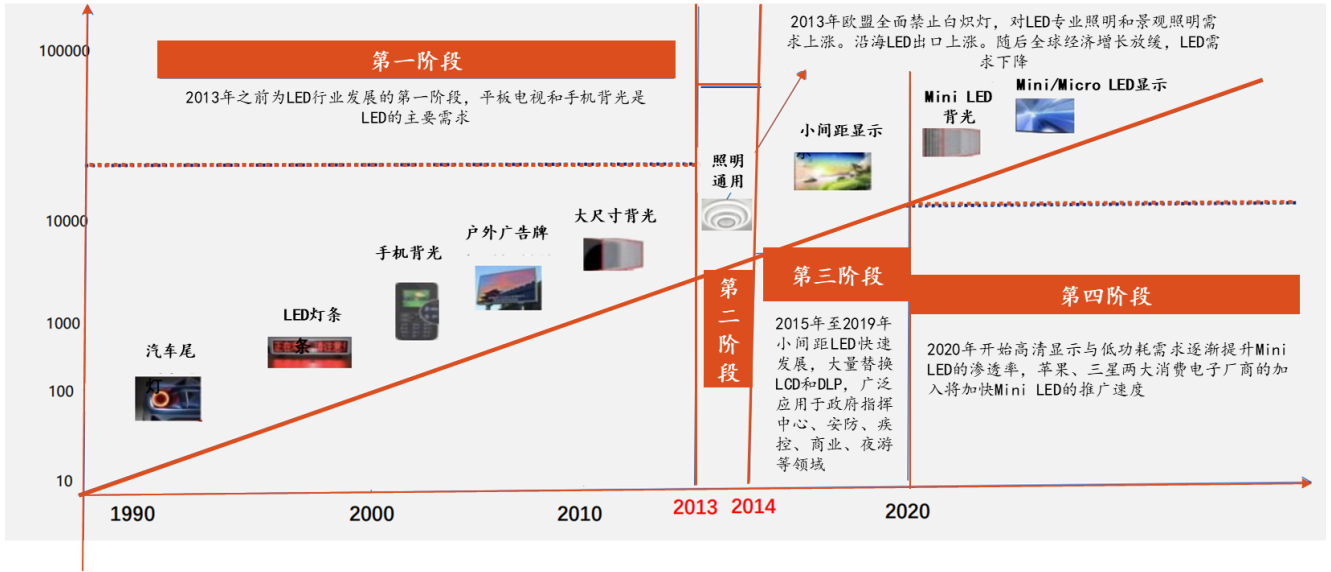
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

### 3. 芯片业务：加速布局 Mini/Micro LED 显示驱动芯片和触控芯片

#### 3.1 需求侧：Mini LED 终端应用快速渗透

Mini LED 有望驱动显示行业新景气度。2009 年以来 LED 芯片行业经历了三轮景气周期，均由 LED 产品新需求带动。目前 Mini LED 有望驱动行业再次进入上升周期，高清显示与低功耗需求提升 Mini LED 的渗透率。

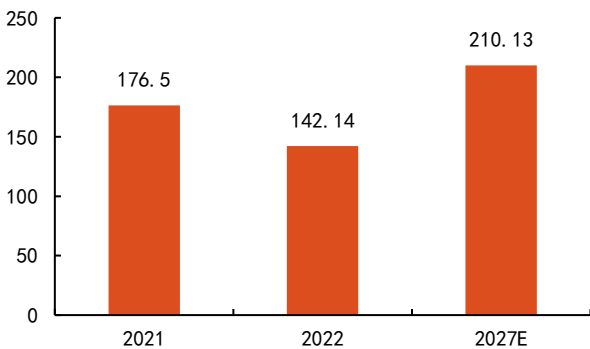
图表 34：LED 行业发展阶段



资料来源：亿渡数据《2022 年中国 Mini LED 行业研究报告》，东方财富证券研究所

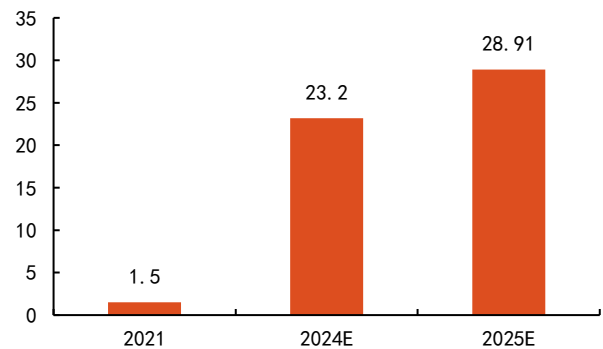
**Mini LED 市场规模快速增速。**根据 TrendForce 数据，2022 年 LED 市场规模为 142.14 亿美元，较 2021 年下滑 19%，预计 2027 年市场规模将达到 210.13 亿美元，2022-2027 年 CAGR 约为 8%。全球 Mini LED 市场规模增速远超于显示行业，在大尺寸领域，Mini LED 具有成本低、寿命长、显示效果优越等多种优势，根据 Arizton 的统计，2021 年全球 Mini LED 的市场规模约为 1.5 亿美元，LED inside 预测 2025 年其市场规模将达到 28.91 亿美元，2021-2025 年的 CAGR 约为 109.5%。Mini LED 市场规模的快速增长带动相关显示驱动芯片市场规模的放量。

图表 35：全球 LED 市场规模（亿美元）



资料来源：TrendForce 咨询机构，三安光电《2022 年年度报告》，东方财富证券研究所

图表 36：全球 Mini LED 市场规模（亿美元）

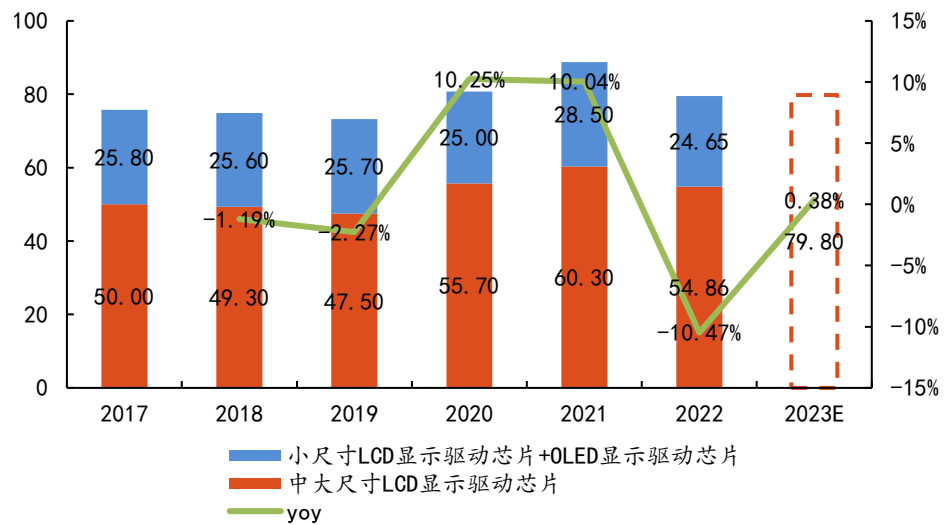


资料来源：Arizton 机构，LED inside 机构，科翔股份公司公告，东方财富证券研究所

**2023 年显示驱动芯片的需求预计保持稳定。**2018 年-2019 年，全球面板显示驱动芯片市场规模出现少量的下滑，主要系 GOA 技术的发展减少了中大尺寸显示领域内栅极驱动芯片的使用量，并且 2019 年智能手机等移动终端出货量的减少也在一定程度上导致面板显示驱动芯片使用量的减少；2020 年至 2021 年，在新冠疫情影响下，全球人民居家学习、远程办公等需求提升，面板显示驱动芯片市场规模快速上升。根据 Omdia 的数据，2020 年、2021 年全球面板显示驱动芯片需求量分别达到 80.7 亿颗、88.8 亿颗，均较上年保持 10% 以上的增长速度；在经历了过去两年的激增之后，由于俄乌危机、全球通货膨胀、经济前景不确定、超额预订和库存问题，2022 年的显示驱动芯片市场急剧下滑，

总需求约为 79.5 亿颗，同比下滑 10.47%，但随着高分辨率在电视面板中的渗透率不断提升，以及 OLED 智能手机的增长恢复，Omdia 预计 2023 年显示驱动 IC 的总需求将保持在 79.8 亿颗，同比保持稳定。

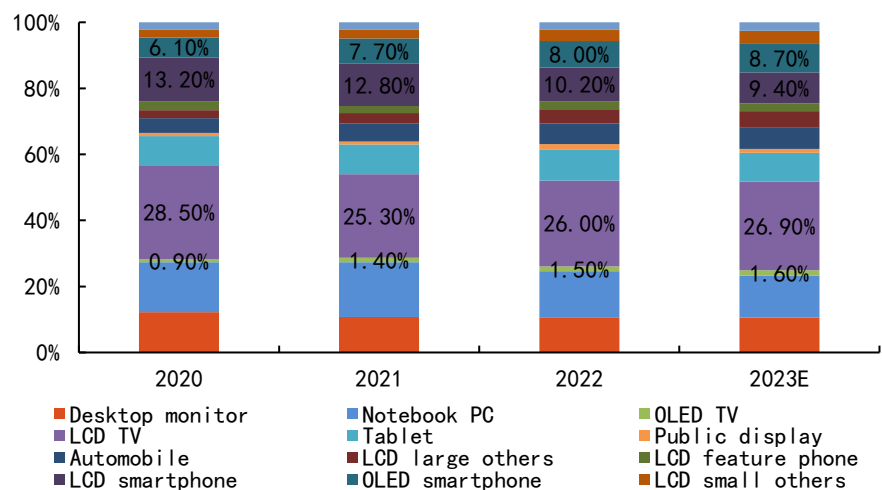
图表 37：全球面板显示驱动芯片市场需求情况（亿颗）



资料来源：Omdia 咨询机构，集创北方公司公告，东方财富证券研究所

液晶电视和智能手机是显示驱动芯片的重要应用领域，2023 年仍是重要增长点。在中大尺寸 LCD 显示芯片的应用领域中，液晶电视占据较大份额，2022 年，液晶电视用显示驱动芯片占比约为 26%，在中大尺寸显示驱动芯片中占比约为 38%；在小尺寸 LCD 和 OLED 显示驱动芯片的应用领域中，智能手机占据较大份额，智能手机用显示驱动芯片占比约为 18.2%，在小尺寸显示驱动芯片中占比约为 59%。

图表 38：显示驱动芯片下游应用领域占比



资料来源：Omdia 咨询机构，东方财富证券研究所

终端所需 DDIC 数量与面板尺寸、分辨率高低成正比，面板尺寸越大，分辨率越高、所需 DDIC 数量越多。从现有相关产品所需显示驱动芯片的数量来看，电视所需 DDIC 数量相对较多，8K 电视 DDIC 需求量高达 20 颗以上。2023 年，未来随着大面板屏幕尺寸继续增加，各类屏幕分辨率、色域要求不断提升，每台终端产品所需的 DDIC 数量还将进一步增长，同时叠加消费电子整体复苏，DDIC 需求量有望进一步增长。



图表 39：不同应用对显示驱动芯片的需求

终端应用领域	所需 DDIC 数量 (颗/台)
高清或 2K 电视	4-6
4K 电视	10-12
8K 电视	大于 20
笔记本电脑	3-5
平板电脑	2-3
手机	1

资料来源：晶合集成招股说明书，东方财富证券研究所

大尺寸 Mini LED 电视发布，带动 Mini LED 市场的放量。2023 年共有 6 款 Mini LED 背光电视新品发布，随着消费者对大屏显示的需求不断增加，电视厂商发布的高端产品除了涵盖 55/65/75 英寸等主流尺寸外，也开始往更大尺寸方向发展。TCL、海信、长虹等推出的 Mini LED 电视都有超过 85 英寸版本，海信推出行业首款 100 英寸 Mini LED 电视，大尺寸电视的发布有望进一步提升 Mini LED 终端应用的渗透速度。

图表 40：2023 年已发布 Mini LED 背光电视梳理

品牌	型号	分辨率	尺寸	首发价
TCL	X11G	4K	75/85/95	19999/27999/44999
TCL	Q10G Pro	4K	55/65/75/85/98	4499/6499/8499/10999/21999
海信	E8K	/	85/100	12999/22999
海信 Vidda	X85 Pro	4K	65/75/85	3999/5699/7999
长虹	Q9K Max	8K	/	19997
小米	电视大师	4K	86	14999

资料来源：LED inside 咨询机构，东方财富证券研究所

价格下降提升 Mini LED 背光电视渗透率，Mini LED 需求有望快速增长。以 TCL 为例，最新推出的 X11G，相比 X11 在背光分区和峰值亮度上进行全面升级，升级后的 75 英寸版本仅贵 2000 元，而 85 英寸版本则保持不变；回溯 TCL 近三年来发布的 Mini LED 背光电视产品，从一开始的 C12 产品 240 分区售价 16999 元，到 Q10G 产品 240 分区售价 4499 元，再到 Q10G Pro 产品 480 分区售价 4499 元，可以明显看到 Mini LED 电视的价格正在快速下降。Mini LED 背光电视价格下降的趋势加快了其渗透速度，提升 Mini LED 的市场需求。

图表 41：2021-2023 年 TCL 部分 Mini LED 背光电视一览

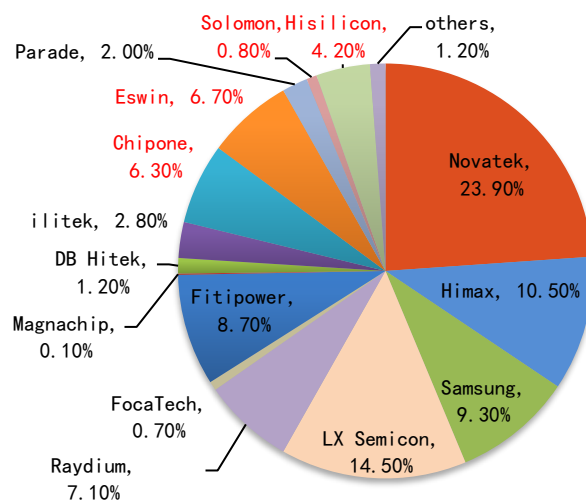
发布时间	型号	尺寸	分区	首发价
2021.3	C12	65/75	160/240	12999/16999
2021.8	X12	85	1920	99999
2022.3	98X9C Pro	98	2304	39999
2022.3	G12E	65/75/85	448	11999/14999/21999
2022.3	X11	65/75/85	1080/1920/2304	13999/17999/27999
2022.5/9	Q10G	55/65/75/85/98	240/288/360/448/672	4499/6499/8499/12999/21999
2022.9	6 系列 Roku	55/65/75	360	4823/6893/10343
2023.3	X11G	75/85/98	3024/5184/5184	19999/27999/44999
2023.3	Q10G Pro	55/65/75/85/98	480/576/720/896/1344	4499/6499/8499/10999/21999

资料来源：LED inside 咨询机构，东方财富证券研究所

### 3.2 供给侧：大陆厂商市占率提升，配套产业逐渐完善

中国台湾和韩国的厂商在大尺寸 DDIC 市场中占据最大份额，而中国大陆的份额也在持续增长。随着面板供应结构的逐渐改变，中国大陆面板厂商的作用变得越来越重要，这有助于提高中国大陆显示驱动芯片厂商的市场份额。同时中国大陆晶圆代工厂商的产能增加也加速了显示驱动芯片供应链的结构调整。2022 年，中国大陆厂商在大尺寸 DDIC 市场的份额从 2021 年的不到 10% 增加到了 19%，创历史最高水平，奕斯伟（ESWIN）和集创北方（Chipone）引领增长，二者占比分别为 6.7% 和 6.3%。

图表 42：2022 年大尺寸 DDIC 市场份额情况



资料来源：Omdia 咨询机构，东方财富证券研究所

上下游扩产布局，产业链配套更加完善。从 2022 年 Mini/Micro LED 项目立项、开工投产情况来看，上游芯片，中游的封装、模组再到下游面板、LED 屏等环节均有涉及，为 Mini/Micro LED 未来发展做好更充沛的储能，整体推动着 Mini/Micro LED 技术落地，进一步满足终端应用需求。产业链布局的逐渐完善成为 Mini/Micro LED 渗透率进一步提升的重要基础。

图表 43：2021-2023 年 Mini/Micro LED 相关项目（仅统计部分上市公司）

领域	投资主体	项目	投资金额/亿元
芯片	华灿光电	Micro LED 晶圆制造和封装测试基地项目	20
		新型全色系 Mini/MicroLED 高性能外延与芯片的研发及生产化项目	15
		MiniLED 产线扩产项目	4.92
	兆驰股份	MiniLED 芯片及 RGB 小间距 LED 显示模组项目	50
	聚灿光电	Mini/Micro LED 芯片研发及制造扩建项目	15.5
封装/模组	南极光	Mini/Micro LED 显示模组生产项目	3.89
	翰博高新	年产 900 万套 miniLED 灯板等项目（一期）	11.34
	瑞丰光电	次毫米发光二极管（Mini LED）背光封装生产项目	4.13
LED 屏	雷曼光电	雷曼光电 COB 超高清显示改扩建项目	5.4
材料	沃格光电	玻璃基材的 Mini/MicroLED 基板生产项目	16.5
	科翔股份	江西科翔 Mini LED 用 PCB 产线建设项目	2.72

面板	深天马	天马新型显示技术研究院	11
	京东方	京东方第6代新型半导体显示器件生产线项目	290

资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

### 3.3 公司布局一：收购北京芯能布局显示驱动 IC

2021年9月，公司发布公告收购北京芯能60%股权，并已于2022年2月完成交割，北京芯能正式纳入合并报表范围。公司通过本次收购正式进军显示驱动芯片领域。

**布局 Mini/Micro LED 显示驱动芯片，卡位小间距 LED 需求爆发时点。**北京芯能为专注显示领域的芯片设计公司，以 Mini/Micro LED 显示驱动为核心的 IC 及模组供应商，公司现有产品线可以细分为 Mini LED 背光驱动类、Mini LED 直显驱动类、Micro LED 背板芯片及压力触控芯片等。目前公司 Mini LED 背光和直显驱动 IC、压力触控 IC、Mini LED 直显显示模组已经实现销售。

**AM 技术领先，有望受益于技术的迭代。**公司采用有源驱动(AM)方式，且已实现产品化，未来以自有产线进行封装，WLCSP 工艺，减少封装造成的间距浪费，已可实现 0.8mm 间距像素颗粒稳定产出；性能上，可制造 32 级灰阶，是现有技术的 2-4 倍。大尺寸产品可做到无闪烁现象 (Flicker)，最大程度地减少视觉疲劳；随着 Panel 尺寸增加，PM 方式面临技术方面的极限，因此需改为 AM 方式。公司 AM 技术产品有望受益于未来技术的迭代。

图表 44：北京芯能的主营产品

产品类型	驱动方式	应用领域	特征
Mini LED 背光驱动类	AM	电视机、笔记本电脑、显示器、车载显示屏等家用领域	改善被动式驱动方式布线复杂的局限性，在提高分辨率情况下，同时降低功耗、降低面板厚度
Mini LED 直显驱动类	AM	商显、电子白板、电子广告屏及专属场景大屏幕	具有高分辨率、低功耗等优点，特别是在 P0.6 以下应用场景优势明显
Micro LED 背板芯片		Micro Display 应用终端主要为 AR、VR、智能眼镜、头戴式显示设备等；智能车灯应用主要是适用于高端汽车前灯	
Force Sensor		手机和笔记本电脑、无线耳机、智能手环等的触控区域	

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

**PKG 产能有效扩充。**北京芯能预计新建 5 条 PKG 生产线，预计 2023 年 Indoor PKG 产品产能为 2.15 亿个/年，Outdoor PKG 产品产能为 2.86 亿个/年。在 5 条产品线全面投产后，2024 年及以后 Indoor PKG 产品年产能为 2.86 亿个/年，Outdoor PKG 产品产能为 4.29 亿个/年，均能满足销量需求。自建产线后，将从成本端提升自身盈利能力，是公司成本控制的重要环节。

图表 45：北京芯能 PKG 产能规划

产线	投产时间	累计产能预期
第一条 IndoorPKG 产线	2022. 6	OutdoorPKG 产品线 2022 年产能约为 3580 万个
第二条 OutdoorPKG 产线	2022. 9	
第三条 IndoorPKG 产线	2023. 6	2023 年 Indoor PKG 产品产能为 2.15 亿个/年，Outdoor PKG 产品产能为 2.86 亿个/年
第四条 OutdoorPKG 产线		
第五条 OutdoorPKG 产线		
全部产线投产	全面达产后	2024 年及以后 Indoor PKG 产品年产能约为 2.86 亿个/年，Outdoor PKG 产品产能为 4.29 亿个/年

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

客户资源丰富，为产品销售奠定渠道基础。公司中韩两国已有客户积累并与客户进行联合产品验证及导入，包括了大多数的重点行业巨头客户，如三星、LG，中国 TCL、海信、聚飞科技、利亚德、雷曼广电、易美芯光、芯海科技等。

图表 46：北京芯能显示驱动芯片客户



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

北京芯能具有较高的成长动力和相对明确的增长趋势。2022 年，受到宏观经济环境变化、国际地缘冲突等因素影响，一方面 Mini LED 作为下一代新型显示技术推广应用节奏不及预期，终端应用推广进程有所推迟，另一方面全球消费电子市场需求持续放缓，全球电视、显示器、笔记本等终端产品需求下降，导致 Mini LED 显示驱动 IC 需求随之疲软，因此北京芯能 2022 年业绩表现不及预期。根据公司此前的业绩承诺，预计公司利润会在未来时间有明显改善，北京芯能业绩收获期的到来也为探路者自身的增长奠定基础。经过上述对行业 Mini LED 发展情况的说明，也可以获悉 Mini LED 市场将迎来快速发展时期，北京芯能必将充分受益，有望迎来收获期。

图表 47：北京芯能业绩情况及业绩承诺

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7.19	2.09	2.31	8.43	/	/
净利润（百万元）	1.67	-13.57	-14.35	-41.95	85.97	172.01

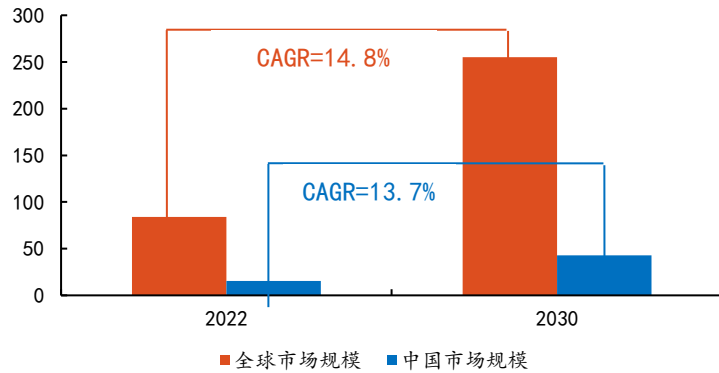
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所（风险提示：业绩承诺可能会因下游需求复苏不及预期以及产能释放节奏不及预期而受到影响）

### 3.4 公司布局二：收购 G2Touch 布局显示触控 IC

公司也在逐步完善芯片业务布局，继收购北京芯能后，2023 年 3 月公司发布公告拟收购 G2Touch 72.79% 的股权，2023 年 6 月公司完成股权交割，G2Touch 正式纳入公司合并报表范围。G2Touch 核心团队主要来自于三星、LG 等头部电子企业，为客户提供 LCD、OLED 显示屏触控解决方案的芯片设计，产品主要应用于笔记本电脑显示屏、车载显示屏、手机、平板等领域。

**触控 IC 市场规模将持续稳步增长。**据 Research and Markets 机构预测，2030 年全球触控 IC 市场规模将达到 255 亿美元的规模，2022-2030 年的 CAGR 约为 14.8%，其中智能手机细分市场 CAGR 约为 15.5%，平板电脑细分市场的 CAGR 约为 13%。中国的触控 IC 市场规模预计到 2030 年将达到 43 亿美元，2022-2030 年的 CAGR 约为 13.7%。

图表 48：2022-2030 年全球和中国触控 IC 市场规模变化



资料来源：Research and Markets 机构，公司公告，东方财富证券研究所

**G2Touch 深耕笔电领域，重点发力车载产品。**在 LCD 触控 IC 领域，三款产品主要应用于笔记本电脑；在 OLED 触控 IC 领域，两款产品主要应用于手机、平板等领域，目前公司第三款产品定位于车载市场，和全球 OLED 头部面板厂商共同研发，已完成第一阶段的研发及样品制作，产品已在 2023 年美国拉斯维加斯消费电子展展出。公司目前客户主要是戴尔、惠普、三星、京东方等头部客户。

图表 49：G2Touch 公司产品梳理

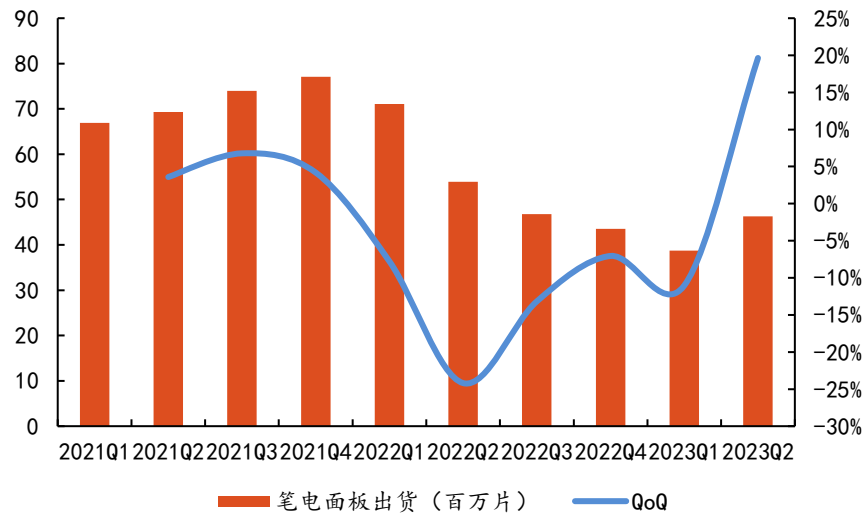
	LCD 触控 IC	OLED 触控 IC
第一款	适用于 16: 9 笔记本显示屏	定位于 8 寸以下 OLED 手机市场
第二款	适用于 16: 10 笔记本显示屏	定位于中大尺寸 OLED 平板和笔记本电脑市场
第三款	在第二款基础上增加手写笔功能	和全球 OLED 头部面板厂商共同研发车载产品

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

**笔电面板出货量有望回升，G2Touch 将显著受益。**根据集邦咨询统计和预计，2023 上半年尽管笔电整机销售仍然疲软，但受益于品牌手上笔电面板库存恢复健康水位，笔电面板出货有望回升；而下半年受到预期美国加息放缓，欧洲通胀降温，中国内需回温后带动社会经济活动力复苏，笔电面板需求有机会恢复至传统旺季的备货节奏。我们预计随着下游笔电等消费电子市场需求的回暖，显示触控 IC 的出货量有望相应回升。公司收购 G2Touch 后，面板上游芯片领域布局更加完善，且能与北京芯能做到国内外客户协同，带动公司芯片业务的快速成长以及盈利能力的全面提升。



图表 50：笔电面板出货量统计和预测



资料来源：集邦咨询机构，东方财富证券研究所

## 4. 盈利预测

我们的盈利预测基于如下假设：

**户外业务：户外服装和鞋品部分**，随着疫情后店面的重新开启以及公司产品系列的逐渐丰富，同时叠加消费的全面复苏，我们预计公司户外服装和鞋品销量将逐年提升，产品单价受到多种因素影响略有波动；**户外装备部分**，近年人们对户外运动的参与意愿大幅提升，露营等户外运动的参与率增加，同时公司精致露营等的推出进一步促进了户外装备销量的提升。最终，我们预计 2023/2024/2025 年户外业务营业收入分别为 13.58/14.95/16.95 亿元，同比增速分别为 20.11%/10.09%/13.41%。

**芯片业务**：公司收购北京芯能后重点发力芯片业务，根据公司对 Indoor PKG 和 Outdoor PKG 产品线的规划，以及 Mini LED 渗透率提升对公司 Mini LED 显示驱动芯片业务的拉升，我们预计公司未来几年是芯片业务快速增长的阶段；公司也在布局显示触控 IC 业务，G2Touch 已经收购完成，并于 2023 年 6 月 1 日正式纳入合并报表范围，进一步实现面板上游芯片业务的协同。我们预计公司芯片业务 2023/2024/2025 年营业收入分别为 1.31/2.96/3.87 亿元，同比增速分别为 1458.67%、125.16%和 30.80%。

**利润率方面**，受益于下游需求的逐步回暖以及产品单价的整体上涨，我们预计公司户外业务毛利率会有所提升，预计 2023-2025 年分别为 52.47%/52.77%/53.25%；随着芯片业务规模效应的显现以及下游应用需求的提升，我们预计 2023-2025 年芯片毛利率分别为 40.34%、42.10%、46.20%。

综合来看，我们预计 2023/2024/2025 年营收收入分别为 14.89/17.91/20.82 亿元，同比增速分别为 30.75%/20.24%/16.28%，毛利率分别为 51.40%/51.01%/51.94%。

**图表 51: 公司盈利测算主要假设**

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>户外业务</b>				
营业收入 (百万元)	1130.53	1357.82	1494.81	1695.21
yoy	-9.03%	20.11%	10.09%	13.41%
毛利率	51.51%	52.47%	52.77%	53.25%
<b>芯片业务</b>				
营业收入	8.43	131.35	295.76	386.84
Yoy		1458.67%	125.16%	30.80%
毛利率	75.26%	40.34%	42.10%	46.20%
<b>合计</b>				
营业收入 (百万元)	1138.95	1489.18	1790.57	2082.05
yoy	-8.35%	30.75%	20.24%	16.28%
毛利率	51.69%	51.40%	51.01%	51.94%

资料来源: choice 探路者财务摘要, 东方财富证券研究所预测

## 5. 估值和投资建议

随着户外消费的回暖以及芯片业务的加速布局, 我们预计公司营收和利润均会保持长期稳定快速的增长。预计公司 2023/2024/2025 年营业收入分别为 14.89/17.91/20.82 亿元; 预计归母净利润分别为 0.99/1.63/2.03 亿元; EPS 分别为 0.11/0.18/0.23 元; 对应 PE 分别为 75/46/37 倍。基于公司芯片业务的快速布局, 我们认为公司的合理估值为 96 亿元, 对应 2024 年目标价 10.86 亿元, 给予“买入”评级。

**图表 52: 盈利预测**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1138.95	1489.18	1790.57	2082.05
增长率 (%)	-8.35%	30.75%	20.24%	16.28%
EBITDA (百万元)	58.52	216.70	292.05	333.13
归属母公司净利润 (百万元)	69.92	99.29	163.04	203.28
增长率 (%)	28.38%	42.00%	64.20%	24.68%
EPS (元/股)	0.08	0.11	0.18	0.23
市盈率 (P/E)	95.71	74.94	45.64	36.60
市净率 (P/B)	3.23	3.30	2.95	2.64
EV/EBITDA	100.97	29.47	20.74	16.96

数据来源: Choice 探路者财务摘要和盈利预测, 东方财富证券研究所 (股价截至 2023 年 6 月 8 日)

针对户外业务, 我们选取了三夫户外作为可比公司, 2023-2025 年可比公司平均 EPS 分别为 0.20/0.39/0.57, PE 分别为 69/35/24 倍; 同时根据公司历史 PE 情况, 选取 2020 年 PE 作为参考 (2020 年的 PE 以 2019 年相对稳定的市场背景下的利润作为基准), 平均值约为 38; 考虑到公司户外业务自有品牌以及科技赋能的优势, 我们给予公司户外业务 2024 年 PE 38x, 我们预计公司该

业务 2024 年净利润约 0.97 亿元，对应市值约 37 亿元。

图表 53：户外业务可比公司估值比较表，（按照 2023 年 06 月 08 日收盘价）

代码	公司简称	总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
002780	三夫户外	21.79	0.20	0.39	0.57	69.15	35.46	24.26	未评级
	平均	21.79	0.20	0.39	0.57	69.15	35.46	24.26	

资料来源：Choice 股票板块，东方财富证券研究所

针对芯片业务，我们选取了格科微、江波龙、安路科技作为可比公司，2023-2025 年可比公司平均 EPS 分别为 0.34/0.66/0.95，PE 分别为 176/94/67 倍；考虑到 Mini LED 市场渗透率的提升以及公司芯片业务即将进入快速成长期，我们给予公司芯片业务 2024 年 PE 90x，我们预计公司该业务 2024 年净利润约 0.66 亿元，对应市值约 59 亿元。

图表 54：芯片业务可比公司估值比较表，（按照 2023 年 06 月 08 日收盘价）

代码	公司简称	总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
688728	格科微	404.57	0.17	0.24	0.25	97.14	67.46	64.76	未评级
301308	江波龙	455.47	0.66	1.31	1.89	168.17	83.96	58.49	未评级
688107	安路科技	216.33	0.21	0.42	0.71	263.76	129.98	76.56	未评级
	平均	358.79	0.34	0.66	0.95	176.36	93.80	66.60	

资料来源：Choice 股票板块，东方财富证券研究所

综上，从 PE 角度我们给予公司 2024 年合理市值约 96 亿元，对应目标价约 10.86 元。

## 6. 风险提示

**经济复苏不及预期：**2023 年是经济复苏的关键时期，户外业务的发展情况预计将随着整体宏观经济的走势而变化，宏观经济影响下游需求；

**收购标的业绩的不确定性：**2022 年 Mini LED 显示技术推广应用节奏不及预期，同时全球消费电子市场需求持续放缓，导致 Mini LED 显示驱动 IC 需求随之疲软，2023 年 Mini LED 显示驱动 IC 需求变化将显著影响北京芯能的芯片业务业绩；目前 G2Touch 已经收购完成，未来业绩表现也需持续跟踪。

**显示行业需求不景气：**公司加速布局显示芯片业务，但相关公司的发展与下游需求密切相关，需求不景气可能会显著影响收购标的的业绩，进而影响公司整体的盈利能力。

## 资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1983.68</b>	<b>2238.35</b>	<b>2612.69</b>	<b>3035.59</b>
货币资金	844.77	1114.93	1447.16	1860.39
应收及预付	386.61	464.33	556.93	630.82
存货	351.12	292.16	292.67	263.24
其他流动资产	401.18	366.94	315.93	281.13
<b>非流动资产</b>	<b>652.30</b>	<b>671.46</b>	<b>708.53</b>	<b>723.50</b>
长期股权投资	39.28	19.28	39.28	9.28
固定资产	233.40	276.57	317.64	356.60
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	65.01	60.01	55.01	50.01
其他长期资产	314.60	315.60	296.60	307.60
<b>资产总计</b>	<b>2635.98</b>	<b>2909.82</b>	<b>3321.22</b>	<b>3759.08</b>
<b>流动负债</b>	<b>432.44</b>	<b>495.08</b>	<b>597.69</b>	<b>676.45</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	245.85	317.02	389.65	444.22
其他流动负债	186.59	178.05	208.04	232.23
<b>非流动负债</b>	<b>119.20</b>	<b>124.20</b>	<b>129.20</b>	<b>134.20</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	119.20	124.20	129.20	134.20
<b>负债合计</b>	<b>551.64</b>	<b>619.27</b>	<b>726.89</b>	<b>810.65</b>
实收资本	883.70	881.42	881.42	881.42
资本公积	856.42	840.80	840.80	840.80
留存收益	424.78	624.07	887.10	1190.38
归属母公司股东权益	2074.14	2255.52	2518.55	2821.83
少数股东权益	10.20	35.02	75.78	126.60
<b>负债和股东权益</b>	<b>2635.98</b>	<b>2909.82</b>	<b>3321.22</b>	<b>3759.08</b>

## 利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1138.95</b>	<b>1489.18</b>	<b>1790.57</b>	<b>2082.05</b>
营业成本	550.18	723.70	877.25	1000.65
税金及附加	5.20	6.85	8.06	9.37
销售费用	322.05	372.29	429.74	499.69
管理费用	123.13	134.03	143.25	187.38
研发费用	58.87	81.90	89.53	104.10
财务费用	-6.72	-24.69	-32.69	-42.56
资产减值损失	-97.94	-90.00	-90.00	-90.00
公允价值变动收益	48.41	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.03	35.74	42.97	49.97
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	3.28	4.47	5.37	6.25
<b>营业利润</b>	<b>57.16</b>	<b>135.30</b>	<b>223.79</b>	<b>279.63</b>
营业外收入	4.49	4.50	4.60	4.70
营业外支出	1.82	1.90	1.95	2.00
<b>利润总额</b>	<b>59.83</b>	<b>137.90</b>	<b>226.44</b>	<b>282.33</b>
所得税	6.09	13.79	22.64	28.23
<b>净利润</b>	<b>53.74</b>	<b>124.11</b>	<b>203.79</b>	<b>254.10</b>
少数股东损益	-16.18	24.82	40.76	50.82
<b>归属母公司净利润</b>	<b>69.92</b>	<b>99.29</b>	<b>163.04</b>	<b>203.28</b>
EBITDA	58.52	216.70	292.05	333.13

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>202.38</b>	<b>246.38</b>	<b>303.36</b>	<b>357.42</b>
净利润	53.74	124.11	203.79	254.10
折旧摊销	68.65	31.83	33.93	36.03
营运资金变动	38.43	28.12	10.51	19.10
其它	41.57	62.31	55.13	48.18
<b>投资活动现金流</b>	<b>80.97</b>	<b>37.34</b>	<b>24.62</b>	<b>51.67</b>
资本支出	-79.36	-72.40	-52.35	-82.30
投资变动	248.53	69.00	29.00	79.00
其他	-88.19	40.74	47.97	54.97
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-106.90</b>	<b>-13.56</b>	<b>4.25</b>	<b>4.15</b>
银行借款	0.31	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	-17.91	0.00	0.00
其他	-107.21	4.35	4.25	4.15
<b>现金净增加额</b>	<b>175.95</b>	<b>270.16</b>	<b>332.23</b>	<b>413.23</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>564.73</b>	<b>740.68</b>	<b>1010.84</b>	<b>1343.08</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>740.68</b>	<b>1010.84</b>	<b>1343.08</b>	<b>1756.31</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	-8.35%	30.75%	20.24%	16.28%
营业利润增长	-18.00%	136.71%	65.40%	24.95%
归属母公司净利润增长	28.38%	42.00%	64.20%	24.68%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	51.69%	51.40%	51.01%	51.94%
净利率	4.72%	8.33%	11.38%	12.20%
ROE	3.37%	4.40%	6.47%	7.20%
ROIC	-0.43%	7.08%	8.74%	8.86%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	20.93%	21.28%	21.89%	21.57%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	4.59	4.52	4.37	4.49
速动比率	3.68	3.85	3.81	4.04
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.51	0.54	0.55
应收账款周转率	3.04	3.29	3.30	3.39
存货周转率	3.24	5.10	6.12	7.91
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.08	0.11	0.18	0.23
每股经营现金流	0.23	0.28	0.34	0.40
每股净资产	2.35	2.55	2.85	3.19
<b>估值比率</b>				
P/E	95.71	74.94	45.64	36.60
P/B	3.23	3.30	2.95	2.64
EV/EBITDA	100.97	29.47	20.74	16.96

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。