

2022年08月27日

户外装备高增长，芯片业务 Q3 有望加速

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:	12.49/6.2
目标价格:		总市值(亿)	73.35
最新收盘价:	8.3	自由流通市值(亿)	73.35
		自由流通股数(百万)	883.70

事件概述

22H1 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 4.65/0.21/-0.1 亿元、同比增长 13.56%/47.24%/-471.44%，非经主要为非流动资产处置损益 0.17 亿元、政府补助 0.02 亿元、投资损益 0.08 亿元。22Q2 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 2.53/0.13/-0.12 亿元、同比增长 12.86%/297.25%/-442.08%。

分析判断:

户外装备增长 61%，加盟恢复增长。收入拆分：22H1 公司户外用品行业营业收入 4.59 亿元、同比增长 12.08%。(1) 分产品看，户外服装/户外鞋品/户外装备/其他分别收入 3.34/0.7/0.42/0.12 亿元、同比增长 8.43%/8.39%/61.1%/18.19%。(2) 分品牌看，探路者/Discovery/TOREADKIDS/TOREAD.X 分别实现营收 3.75/0.43/0.22/0.06 亿元、同比增加 18.55%/-13.23%/-21.02%/25.42%。(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 1.05/0.92/1.71/0.35/0.43 亿元，同比增长 -9.01%/-29.52%/38.41%/NA/46.67%。(4) 分内生外延看，线下直营闭店速率高于上年、店效提高，加盟闭店速率同比放缓、单店出货下滑：22H 直营/加盟（联营）实现营收 0.92/2.06 亿元、同比上升 -29.52%/67.3%。上半年公司门店 785 家（直营 170+加盟（联营）615 家，分别同比下降 17%/8%），上半年净闭店 1 家（直营净闭店 10 家、加盟（联营）净开店 9 家）；22H1 直营店效为 54.12 万元/半年、同比下降 15%，单店面积 103 m²、增长 2%，平效 5245 元/半年、同比下降 16.64%；开业 12 个月以上的成熟门店店效为 56.76 万元/半年、同比下降 18.97%。加盟（联营）单店出货 33.47 万元/半年、同比增长 102%，单店面积 96 m²、增长 2%，平效 3494 元/半年、同比增长 97.37%。(5) 分地区看，华北/华东地区分别实现营收 1.52/1.07 亿元、同比增长 17.59%/34.41%。

芯片业务 22H 营收 623.74 万元。公司芯片业务以 Mini Led/Micro Led 显示驱动芯片设计为主，子公司北京芯能为国内同时在直显及背光产品拥有 Mini LED 主动式驱动芯片的公司，收入为 623.74 万元、亏损 0.02 亿元。在供应链方面，已完成厂房建设及相关设备安装工作，预计 Q3 将为客户进行供货。

毛利率下滑主要来自加盟。22H1 毛利率为 43.2%、同比下降 4.73PCT，Q2 毛利率为 41.06%、同比下降 7.82PCT。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 45.53%/59.59%/34.56%/37.54%/40.40%、同比降低 0.96/0.62/6.26/NA/1.55PCT。分产品来看，户外服装/户外鞋品/户外装备/其他毛利率分别为 46.22%/35.69%/30.84%/17.90%、同比下降 5.28/6.73/3.52/-7.50PCT。我们分析，相较牧高笛的品牌业务毛利率 35.95%来看，户外装备毛利率仍有提升空间。

净利率提升主要由于销售费用率降低、信用减值损失下降、投资收益增加。22H1 净利率为 4.30%、同比提升 0.89PCT。22Q2 净利率为 4.95%、同比提升 3.6PCT。22H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 31.17%/13.04%/3.17%/-0.43%、同比增长 -3.27/0.2/-0.72/0.07PCT，销售费用率下降主要由于规模效应。信用减值损失同比减少 -1500 万至 -0.1 亿元、投资收益为 0.23 亿元、同比增长 188%。

应收账款大幅增长，存货周转健康。22H1 应收账款/存货/应付账款金额分别为 5.05/2.60/1.23 亿元、同比增长 52.57%/-16.40%/-6.11%，应收账款/存货/应付账款周转天数分别为 192/183/102 天，同比增加 40/-66/-19 天。

投资建议

短期来看，户外装备 Q1 受到疫情发货影响、自 Q2 开始加速增长，但毛利率仍有提升空间。中长期来看，鞋服主业疫情后有望重启开店，公司应收账款增长、给予加盟商一定信用额度，上半年已体现出加盟净开店、发货快速增长，未来店效及折扣仍存提升空间。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，公司扩产计划清晰，下半年有望加速。维持 2022/23/24 年收入 15.4/20.51/26.17 亿元，年归母净利 0.74/1.74/2.57 亿元，对应 EPS 为 0.08/0.20/0.29 元，2022 年 8 月 27 日收盘价 8.3 元对应 PE 分别为 99/42/28X，维持“增持”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	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%	35.6%	135.4%	47.8%
毛利率 (%)	34.0%	40.4%	35.2%	38.2%	38.2%
每股收益 (元)	-0.31	0.06	0.08	0.20	0.29
ROE	-13.0%	2.5%	3.3%	7.2%	9.6%
市盈率	-26.68	134.67	99.31	42.18	28.53

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	1,540	2,051	2,617	净利润	54	74	174	257
YoY (%)	36.2%	23.9%	33.2%	27.6%	折旧和摊销	45	5	6	6
营业成本	741	997	1,266	1,616	营运资金变动	-74	236	-83	-89
营业税金及附加	7	6	8	10	经营活动现金流	31	339	120	198
销售费用	311	308	396	471	资本开支	-21	95	105	116
管理费用	98	110	137	169	投资	5	-211	-275	-262
财务费用	-5	-19	-23	-25	投资活动现金流	8	-114	-168	-144
资产减值损失	-28	-30	-31	-33	股权募资	0	0	0	0
投资收益	31	2	2	3	债务募资	0	0	0	0
营业利润	70	89	209	310	筹资活动现金流	-29	0	0	0
营业外收支	2	0	0	0	现金净流量	10	224	-48	54
利润总额	72	89	209	310					
所得税	18	15	36	53	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	54	74	174	257	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	54	74	174	257	营业收入增长率	36.2%	23.9%	33.2%	27.6%
YoY (%)	119.8%	35.6%	135.4%	47.8%	净利润增长率	119.8%	35.6%	135.4%	47.8%
每股收益	0.06	0.08	0.20	0.29	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	净利率率	4.3%	4.8%	8.5%	9.8%
货币资金	565	492	114	-198	总资产收益率 ROA	2.2%	2.8%	6.1%	8.0%
预付款项	12	35	42	50	净资产收益率 ROE	2.5%	3.3%	7.2%	9.6%
存货	277	369	451	554	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,226	1,049	1,368	1,678	流动比率	6.57	7.23	6.65	6.24
流动资产合计	2,079	1,944	1,974	2,084	速动比率	5.66	5.92	5.39	5.02
长期股权投资	58	58	58	58	现金比率	1.79	2.54	1.90	1.61
固定资产	182	383	604	847	资产负债率	14.2%	13.6%	15.2%	16.7%
无形资产	8	9	11	12	经营效率 (%)				
非流动资产合计	446	648	871	1,115	总资产周转率	0.49	0.59	0.72	0.82
资产合计	2,525	2,593	2,845	3,199	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.06	0.08	0.20	0.29
应付账款及票据	177	178	226	288	每股净资产	2.45	2.53	2.73	3.02
其他流动负债	139	133	166	205	每股经营现金流	0.04	0.38	0.14	0.22
流动负债合计	317	310	391	493	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	99.31	42.18	28.53
非流动负债合计	41	41	41	41	PB	4.05	3.28	3.04	2.75
负债合计	358	352	432	534					
股本	884	884	884	884					
少数股东权益	5	5	5	5					
股东权益合计	2,167	2,241	2,412	2,664					
负债和股东权益合计	2,525	2,593	2,845	3,199					

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。