

2024年08月28日

户外主业与 G2 TOUCH 增长共振

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:	9.06/3.96
目标价格:		总市值(亿)	48.07
最新收盘价:	5.44	自由流通市值(亿)	48.07
		自由流通股数(百万)	883.70

事件概述

2024H1 公司收入/归母净利润/扣非归母净利润/经营性现金流分别为 7.08/0.86/0.81/-0.46 亿元、同比增长 27.52%/295.64%/529.70%/-155.91%。我们分析,收入增长主要来自户外主业景气度提升、芯片 G2TOUCH 业务并表贡献;归母净利润增幅高于收入主要由于期间费用率下降、资产减值损失减少;扣非归母净利润增幅高于归母净利润主要由于委托他人投资或管理资产的损益同比下降 59%。经营性现金流低于归母净利润主要由于存货增加以及应付项目减少。

2024Q2 公司收入/归母净利润/扣非归母净利润/经营性现金流分别为 3.26/0.14/0.14/0.18 亿元、同比增长 4.1%/348.0%/扭亏/-73.0%。

分析判断:

受益于户外景气度提升,户外收入/主品牌收入/户外净利增长 11%/13%/8%,主要来自联营开店和平效均双位数增长。2024H1 户外产品收入 6.02 亿元,同比增长 11%;毛利率为 51.59%,同比下降-2.31PCT;根据子公司利润披露,推出主业户外净利 6177 万元,同比增长 8%。(1)分产品看,户外服装/户外鞋品/户外装备收入分别为 4.34/1.12/0.42 亿元、同比增长 8.68%/14.04%/20.93%。(2)分品牌看,探路者/TOREADKIDS/TOREAD.X 分别实现线下营收 5.48/0.37/0.04 亿元、同比增长 12.70%/20.69%/-41.67%。(3)分渠道来看,线上/直营/加盟/联营/集团大客户业务分别为 1.44/0.62/1.15/1.98/1.73 亿元,同比增长 25.85%/-37.44%/23.18%/62.84%/44.32%。24H1 公司门店 947 家、净开 54 家,同比增加 14%,其中直营/加盟(联营)分别为 59/888 家、净开-2/56 家,同比增长-35%/20%;半年直营店效/加盟(联营)单店出货分别为 105/35 万元/年、同比增长-3.5%/21.2%;平均单店面积分别为 116/101 平方米、同比增长 17%/6%,开业 12 个月以上的成熟直营门店店效为 205.38 万元/年、同比下降 18.74%;半年平效分别为 0.90/0.35 万元/平方米,同比增长-17%/14%。(4)分地区看,华南和西北地区大幅增长,海外地区下降;2024H1 华北/华南/华东/东北/西北/西南/华中/海外地区/电子商务分别实现营收 1.99/1.00/1.06/0.60/0.28/0.22/0.32/0.16/1.44 亿元、同比增长-4.07%/1,142.76%/26.87%/39.19%/89.76%/51.93%/26.73%/-62.57%/25.85%。

芯片业绩贡献主要来自 G2 Touch。2024H1 北京芯能/G2 Touch 收入分别为 3.99/9406 万元、同比增加-87.8%/522.3%,高增长有并表时点因素影响(2023年5月31日和10月公司分别收购了G2 Touch72.79%/22.22%股权,年末持股比例 95%),净利润分别为-3458/4734 万元,归母净利贡献-2075/4498 亿元。G2 Touch 对业绩贡献将持续放大。

毛利率下降,归母净利率提升主要来自期间费用率下降、资产减值损失占比下降。(1)2024H1 毛利率为 51.22%、同比下降 2.13PCT,其中户外服装/户外鞋品毛利率分别为 55.01%/48.77%、同比下降 1.66/4.04PCT;归母净利率为 12.07%、同比增长 8.18PCT。从费用率来看,2024H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.96%/12.07%/3.95%/-3.03%、同比下降 6.22/0.98/0.11/2.01PCT。销售费用率下降主要由于人员费用、商场费用以及仓储费减少,和直营店净关店趋势一致;财务费用率下降主要由于汇兑收益增加。2024H1 其他收益/收入占比上升 0.30PCT 至 0.41%;资产减值损失/收入占比下降 4.79PCT 至-5.03%;信用减值损失/收入占比下降 1.07PCT 至 0.10%。所得税/收入同比提升 0.99PCT 至 1.96%;少数股东损益/收入同比提升 1.0PCT 至-1.6%。

(2)24Q2 毛利率为 55.5%、同比下降 1.3PCT;归母净利率为 4.4%、同比提升 3.4PCT,毛利率下降而归母净利率提升主要来自期间费用率下降、资产减值损失下降费用率来看Q2 销售/管理/研发/财务费用率分

别为 25.0%/13.8%/4.8%/-2.8%、同比提升-1.0/1.2/1.0/-2.3PCT。其他收益占比提升 0.9PCT 至 0.3%。资产减值损失占比下降 6.5PCT 至 10.9%。

存货周转天下降。2024H1 末公司存货为 3.41 亿元、同比增长 11.95%，其中原材料/在制品/库存品/周转材料分别为 0.16/0.10/3.14/0.67 亿元、同比增长 23.79%/-40.34%/14.84%/0.58%，存货周转天数为 176 天、同比减少 52 天，主要由于公司建立了高效的 BOM 系统，可以准确地确定产品的需求量和交货时间，以确保供应链的稳定性和产品的生产进度，从而灵活配置产品，优化库存管理；应收账款为 2.35 亿元，同比下降 23.39%，应收账款周转天数为 61 天，同比下降 49 天；应付账款为 1.61 亿元、同比提升 27.11%，应付账款周转天数为 106 天、同比下降 23 天。

投资建议

我们分析，（1）自 23 年下半年开始，户外行业势头发展迅猛，接替了此前的运动趋势成为下一个服装细分行业增长点。公司主业增长势头较好，产品功能性显著提升，店效有所改善，未来期待终端折扣率改善带来品牌力重塑及盈利能力改善。（2）从芯片业务来看，G2 Touch 的并购较为成功、主要受益于技术开发及下游客户开拓。

维持盈利预测，维持 24-26 年收入预测 17.46/20.11/22.80 亿元；维持 24-26 年归母净利预测 1.80/2.37/2.76 亿元；对应 24-26EPS 0.20/0.27/0.31 元。2024 年 8 月 27 日收盘价 5.44 元对应 24/25/26 年 PE 分别为 27/20/17X，维持“买入”评级。

风险提示

开店进展不及预期、收购标的业绩不确定性，北京芯片不达业绩承诺计提商誉减值风险，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,139	1,391	1,746	2,011	2,280
YoY (%)	-8.3%	22.1%	25.5%	15.2%	13.4%
归母净利润(百万元)	70	72	180	237	276
YoY (%)	28.3%	2.7%	151.3%	31.6%	16.2%
毛利率 (%)	51.7%	48.2%	45.0%	45.0%	45.0%
每股收益 (元)	0.08	0.08	0.20	0.27	0.31
ROE	3.4%	3.4%	7.9%	9.4%	9.9%
市盈率	60.82	59.20	26.65	20.25	17.43

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,391	1,746	2,011	2,280	净利润	43	180	237	276
YoY (%)	22.1%	25.5%	15.2%	13.4%	折旧和摊销	79	48	50	53
营业成本	720	960	1,106	1,254	营运资金变动	221	-279	-210	-215
营业税金及附加	9	9	11	11	经营活动现金流	409	127	265	309
销售费用	329	249	263	321	资本开支	-7	-20	-27	-23
管理费用	181	126	145	147	投资	-446	-211	-275	-262
财务费用	-7	-15	-13	-12	投资活动现金流	-462	-230	-302	-283
研发费用	67	30	34	39	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-171	-180	-189	-198	债务募资	0	0	0	0
投资收益	15	2	1	2	筹资活动现金流	-58	0	0	0
营业利润	49	217	285	331	现金净流量	-112	-103	-37	26
营业外收支	1	1	1	1					
利润总额	50	217	286	332	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	8	37	49	57	成长能力 (%)				
净利润	43	180	237	276	营业收入增长率	22.1%	25.5%	15.2%	13.4%
归属于母公司净利润	72	180	237	276	净利润增长率	2.7%	151.3%	31.6%	16.2%
YoY (%)	2.7%	151.3%	31.6%	16.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.08	0.20	0.27	0.31	毛利率	48.2%	45.0%	45.0%	45.0%
					净利率	3.1%	10.3%	11.8%	12.1%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率 ROA	2.7%	6.8%	8.1%	8.5%
货币资金	764	660	624	649	净资产收益率 ROE	3.4%	7.9%	9.4%	9.9%
预付款项	13	34	36	39	偿债能力 (%)				
存货	333	355	394	430	流动比率	3.72	5.92	6.05	6.25
其他流动资产	745	832	1,130	1,415	速动比率	3.02	4.70	4.85	5.09
流动资产合计	1,855	1,881	2,184	2,533	现金比率	1.53	2.08	1.73	1.60
长期股权投资	44	44	44	44	资产负债率	20.1%	13.3%	13.5%	13.5%
固定资产	231	227	221	210	经营效率 (%)				
无形资产	48	32	16	-2	总资产周转率	0.53	0.66	0.69	0.70
非流动资产合计	781	754	732	704	每股指标 (元)				
资产合计	2,636	2,635	2,916	3,236	每股收益	0.08	0.20	0.27	0.31
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.38	2.59	2.86	3.17
应付账款及票据	255	171	197	223	每股经营现金流	0.46	0.14	0.30	0.35
其他流动负债	243	147	164	182	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	499	318	361	405	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	59.20	23.56	17.91	15.41
其他长期负债	32	32	32	32	PB	2.78	1.86	1.68	1.52
非流动负债合计	32	32	32	32					
负债合计	531	350	393	437					
股本	884	884	884	884					
少数股东权益	-1	-1	-1	-1					
股东权益合计	2,105	2,286	2,523	2,799					
负债和股东权益合计	2,636	2,635	2,916	3,236					

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。