



探路者 (300005.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

四问四答解读定增后公司未来亮点

公司变化

2021 年公司现任董事长李明通过收购探路者 13.65% 股份成为公司实控人，而后在 2021-2023 年陆续收购 3 家芯片子公司，形成“户外+芯片”双主业发展：1) 公司为国内户外行业先驱品牌，在 21 年李明接手后户外业务经营出现拐点，2024 年户外业务营收达 13.69 亿元，同比增长 8.91%，四年 CAGR 为 11%，25H1 公司电商收入 1.38 亿元，占比 26%，期末总计拥有线下门店 900 家，其中直营 60 家，加盟 840 家，近年渠道端呈现优化趋势。2) 2024 年公司芯片业务营收 2.22 亿元，同增 66.56%，占比 17%。公司聚焦 Mini LED 驱动 IC、触控 IC 等芯片设计，目前芯片子公司仍处于成长期。

投资逻辑：

10 月 31 日公司发布定增预案，拟发行不超过 2.65 亿股，发行价 7.01 元/股，募集资金扣除发行费用后全部用于补充流动资金，由公司实际控制人李明控制的通域合盈、明弘毅两家企业全额认购。实控人李明拟认购不超过 18.6 亿元公司股份，根据公司投资者平台问答，公司未来会通过海内外收购兼并及内部资源整合，拓展业务，以及目前在研发下肢外骨骼业务，我们认为实控人大额定增有望显著促进公司芯片与外骨骼业务发展。

芯片业务有望继续外延并购。公司于 2021 年收购北京芯能 60% 股权，2023 年收购 G2 Touch 和江苏鼎茂 95%/60% 的股权，24 年北京芯能/G2 Touch 业绩为 0.90/-0.91 亿元。未来公司资本开支方向大概率为芯片领域。公司目前账面现金充裕，截至 25H1 拥有现金类资产近 10 亿元，加上此次定增最高 18.6 亿元，现金可达近 30 亿元，充裕现金流或助力芯片业务快速发展。

外骨骼赛道景气度较高，公司有望把握先发优势。得益于算力技术进步，外骨骼机器人行业近两年呈现快速发展趋势，同时需求端由于我国老龄人口数量快速增长以及户外行业热度提升催生助力需求。1) 截至 2024 年末，全国 60 周岁及以上老年人口 3.1 亿人，占全国总人口 22.0%，连续 13 年提升。2) 户外运动旅游场景需求旺盛，2024 年我国登山与户外运动正处在快速发展期，参与人数约达到 4.5 亿人次，公司外骨骼领域投入有望享有先发优势。

盈利预测、估值和评级

我们预计 25-27 年公司 EPS 分别为 0.12/0.17/0.23 元，对应 26 年估值为 60 倍，考虑到实控人大规模注资有望促进芯片业务与户外业务的发展，给予公司 2026 年 PE 64 倍估值，目标价 11.14 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧、芯片业务发展不及预期、定增落地进度不及预期、大股东质押风险。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

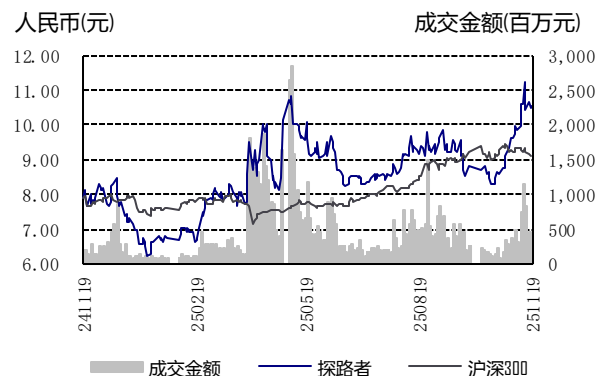
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.55 元

目标价 (人民币)：11.14 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,391	1,592	1,581	1,839	2,134
营业收入增长率	22.10%	14.44%	-0.68%	16.36%	16.01%
归母净利润(百万元)	72	107	104	153	200
归母净利润增长率	2.68%	48.50%	-2.53%	47.63%	30.51%
摊薄每股收益(元)	0.081	0.121	0.118	0.174	0.227
每股经营性现金流净额	0.46	0.25	0.13	0.15	0.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.41%	5.47%	5.09%	7.04%	8.48%
P/E	81.48	58.10	88.86	60.19	46.12
P/B	2.78	3.18	4.52	4.24	3.91

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

问题一：我国最早户外品牌为何拓展科技赛道？	3
问题二：实控人变更后如何看待户外主业发展？	4
问题三、公司芯片业务如何定位？	6
问题四、董事长近 20 亿定增如何影响公司发展？	8
4.1、芯片外延并购预计持续进行	8
4.2、外骨骼市场预计未来景气度较高，资金助力研发量产	9
五、盈利预测	11
投资建议及估值	12
六、风险提示	12

图表目录

图表 1： 前十大股东持股情况（截至 25 三季报）	3
图表 2： 公司管理层履历	3
图表 3： 现任董事长李明接任实控人成为公司经营拐点	4
图表 4： 2021 年实控人变更后户外板块经营迎来拐点	5
图表 5： 公司户外产品均价逐步提升（元）	5
图表 6： 公司直营渠道数量优化（家）	6
图表 7： 公司销售费用率较同行偏低	6
图表 8： 触控芯片下游应用场景以手机和电脑为主	7
图表 9： 全球笔记本电脑出货量稳健	7
图表 10： G2 TOUCH 近两年营收和利润情况（亿元）	7
图表 11： 北京芯能近年营收和利润情况（万元）	8
图表 12： 北京芯能商誉 100%计提（亿元）	8
图表 13： 实控人除公司外主要直接对外投资企业（截至 25/08/26）	8
图表 14： 京东上外骨骼竞品信息（截至 25/10/20）	9
图表 15： 我国 60 岁以上老年人占比逐步提升（亿人）	11
图表 16： 公司分板块预测（百万元）	11
图表 17： 公司财务数据预测表（亿元）	12
图表 18： 可比公司估值比较（市盈率法）	12



问题一：我国最早户外品牌为何拓展科技赛道？

2021 年公司实控人变更，新实控人李明具备电子半导体专业背景。公司由盛发强、王静创立于 1999 年，为我国最早的户外品牌之一。公司在 2014 年以前凭借过硬产品力以及户外行业需求扩张保持营收和利润的快速增长，2014 年主业增速放缓后启动“户外+旅游+体育”多元化战略，收购在线旅游平台 Asiatravel、易游天下，户外平台绿野网等，经营重心分散致业绩持续下滑，盛发强和王静出售部分公司股份与转让控制权。2021 年，现任董事长李明通过通域众合与通域基金收购公司 13.65% 股份，成为实控人。李明董事长拥有清华大学经管学院博士学位，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等，深耕半导体领域多年，具备丰富的产业资源与战略眼光，上任后引入紫光系高管何华杰，任探路者总裁，嫁接科技行业管理经验。

图表1：前十大股东持股情况（截至 25 三季报）

股东名称	备注	持股数量	占比
北京通域合盈投资管理有限公司—北京通域高 精尖股权投资中心	李明持有通域合盈 60% 的股权，实际控制通域合 盈，并通过通域合盈实际控制通域众合、通域基 金。	68,921,672	7.80%
北京通域众合科技发展有限公司（有限合伙）	实控人为李明	51,691,257	5.85%
盛发强	公司创始人	47,963,237	5.43%
王静	公司创始人	42,246,869	4.78%
上海芯奉企业管理合伙企业（有限合伙）	公司股东	22,284,566	2.52%
蒋中富	配偶与王静女士为姐妹关系	12,542,705	1.42%
中信证券资产管理（香港）有限公司—客户资金	公司股东	10,725,090	1.21%
国都创业投资有限责任公司—国都鼎源 1 号私 募股权投资基金	公司股东	10,000,700	1.13%
李润渤	为盛发强先生的外甥	6,623,778	0.75%
陈晓跃	—	6,000,000	0.68%
合计	—	286,076,182	32.38%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司管理层履历

姓名	职位	履历
李明	董事长	清华大学经济管理学院博士，中共党员。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经理、博 芯（海南）私募基金管理有限公司董事及经理，公司董事长及实际控制人。
何华杰	总裁	北京邮电大学电信工程系工学博士，教授高级工程师。历任中国网络通信集团公司国际分公司运营中心副总经理、集团计划建设部副总经理、中国联合网络通信集团有限公司产品 创新部副总经理、联通在线信息科技有限公司总经理、东方网力科技股份有限公司副总裁、 紫光集团有限公司副总裁，现任公司董事兼总裁。
陈旭	常务副总裁	清华大学经济管理学院学士、硕士学位。现任北京通域合盈投资管理有限公司董事、公司 常务副总裁兼任户外业务 CEO。
孙国亮	副总裁	2008 年加入探路者控股集团股份有限公司，历任旅行事业部副总经理、童装品牌事业部总 经理、企划运营部总监、商品管理部负责人。现任公司副总裁、户外业务 COO。
杨磊	副总裁	南开大学金融学 and 电子科技大学技术学双学位学士，历任紫光集团联席总裁助理、公司职工代 表监事，现任北京通域合盈投资管理有限公司董事，公司副总裁。
杨树	副总裁	北京大学信息科学学院微电子学与固体电子学理学硕士。2021 年加入探路者控股集团股 份有限公司，现任公司副总裁，分管半导体事业部及各半导体分子公司，兼任 G2TouchCo., LTD. 董事长，北京芯能电子科技有限公司董事长。



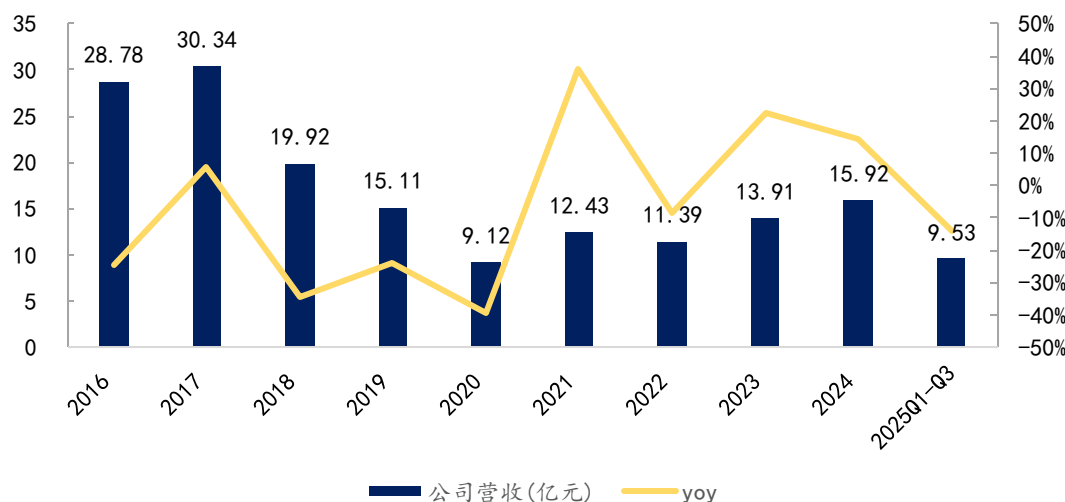
薛梁峰	财务总监	管理学硕士，高级会计师。历任国新投资有限公司财务部总经理、国研科技集团有限公司财务部经理、北京通域合盈投资管理有限公司财务总监。现任公司财务总监。
张志飞	董事会秘书	中国人民大学经济学硕士。历任博彦科技股份有限公司副总经理、董事会秘书等职务。现任公司董事会秘书。

来源：公司公告，国金证券研究

所

变更实控人后公司形成户外+芯片双主业发展，经营拐点显现。李明接手公司后发挥自身能力圈，开启芯片板块扩张，2021年9月公司以2.6亿元收购了北京芯能60%股权，又在2023年以3.8亿元收购G2 Touch和江苏鼎茂，目前旗下芯片业务包含LED显示驱动IC设计，大型显示屏用Mini LED产品，LCD、OLED显示屏触控IC，以及芯片封测等。2024年公司营收达15.9亿元，近四年复合增速为15%，芯片业务营收2.22亿元，同比增长66.56%，占比近14%，2025年前三季度公司受消费疲软以及户外行业竞争加剧影响营收增速有所波动，但整体来看我们认为公司2021年实控人变更为公司经营拐点。

图表3：现任董事长李明接任实控人成为公司经营拐点



来源：ifind，国金证券研究所

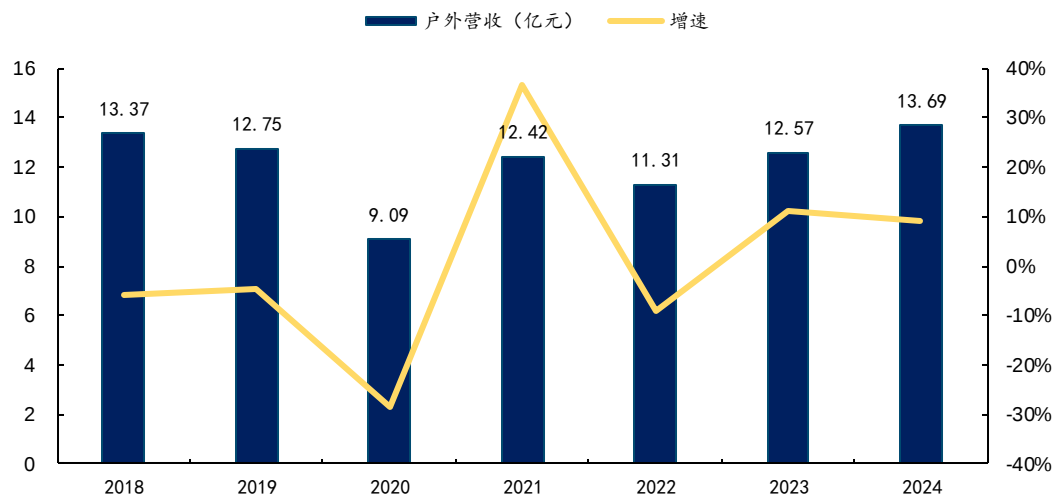
问题二：实控人变更后如何看待户外主业发展？

复盘公司发展主要分为三个阶段，1) 专注户外品牌，营收利润高增。2) 多元化业务探索，经营重心分散致净利润大幅波动。3) 新老板入主，形成双主业格局。市场担心在当前第三个经营阶段内户外业务因为经营精力分散会像二阶段一样恶化，同时可能会受到新老板缺乏户外相关经验影响。

我们认为户外主业仍为公司核心业务，目前经营趋势向好，产品力有保障，未来弹性看品牌力建设。当前阶段与上一阶段不一样的是李明董事长拥有多家企业管理经验，因此对多元业务统筹管理具备经验，同时董事长给予户外板块一定自主权，保留了公司老高管孙国亮等人。从实际结果来看，2024年，户外业务实现营收13.69亿元，同比增长8.91%，四年CAGR为11%，并且在2022-2024年间陆续关闭了TOREAD.X和DISCOVERY两个品牌，可以说公司户外业务发展迎来拐点。那么如何理解公司户外产品的竞争力？我们认为是“产品为基，品牌向上”。



图4: 2021 年实控人变更后户外板块经营迎来拐点



来源: ifind, 国金证券研究所

1) 产品端: 拥有自主 TIEF 科技平台, 携手“海陆空”国家队彰显产品力。公司构建自主研发户外安全防护功能系列 TIEF 科技面料, 先后承接中国南(北)极考察队、珠峰高程测量队、神舟系列十二号到十九号载人航天、中国大洋科学考察“蛟龙号”载人深潜等国家级重大项目, 提供服装装备支持, 我国航天/科考对服装质量有较高的要求, 给予公司产品力较强背书。截至 24 年末, 公司共参与起草、制定国标 16 项、行标 18 项、团标 5 项, 获授有效专利 138 项。

核心单品价格带呈现结构性升级趋势, 向专业化、高端化迈进。从户外产品结构看, 近年呈现明显升级趋势, 在近年直营占比持续减少的背景下, 户外服装均价连续 2 年实现提升。公司推动冲锋衣价格带从千元到 1500 元以上, 2024 年推出的 HIMEX 系列最高定价超 4000 元, 产品系列向专业化、高端化迈进。

图5: 公司户外产品均价逐步提升 (元)

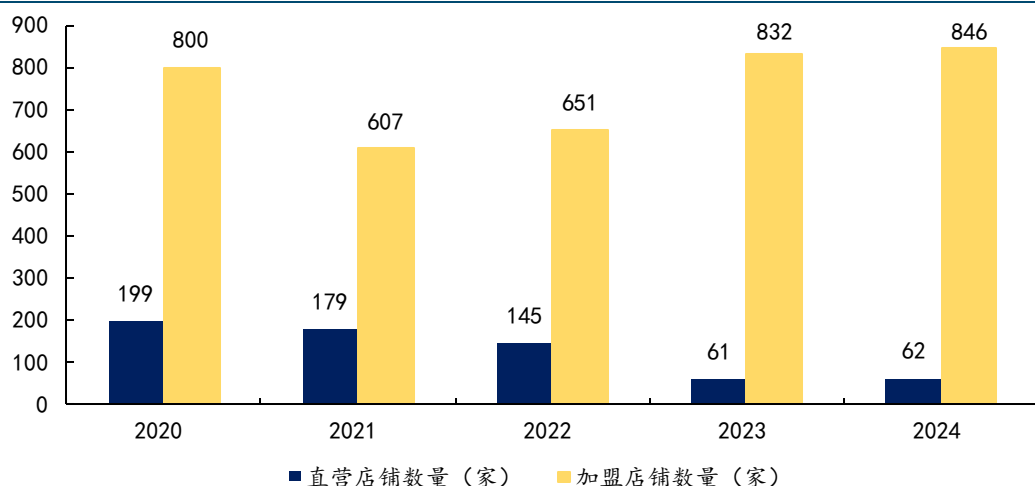
项 目	2021	2022	2023	2024
直营占比	18.54%	16.01%	12.31%	7.96%
户外服装均价	181.5	153.0	181.4	190.9
yoy	22.49%	-15.72%	18.53%	5.25%
户外鞋品均价	181.7	140.7	161.0	166.7
yoy	30.54%	-22.55%	14.37%	3.54%

来源: ifind, 国金证券研究所

2) 渠道端: 聚焦核心及一线城市战略升级, 店效整体提升。公司持续优化渠道模型与运营效能, 打造标杆 Mall 店并完成重装升级。2024 年, 探路者(TOREAD)品牌及 TOREAD kids 品牌共计新开门店 208 家, 关店 185 家, 其中公司直营店铺数量近两年大幅减少至 2024 年末的 62 家, 加盟与联营店铺快速提升至 846 家。在渠道优化带动下公司开业 12 个月以上的成熟门店平均店效近两年复合增长 29%至 241 万元。



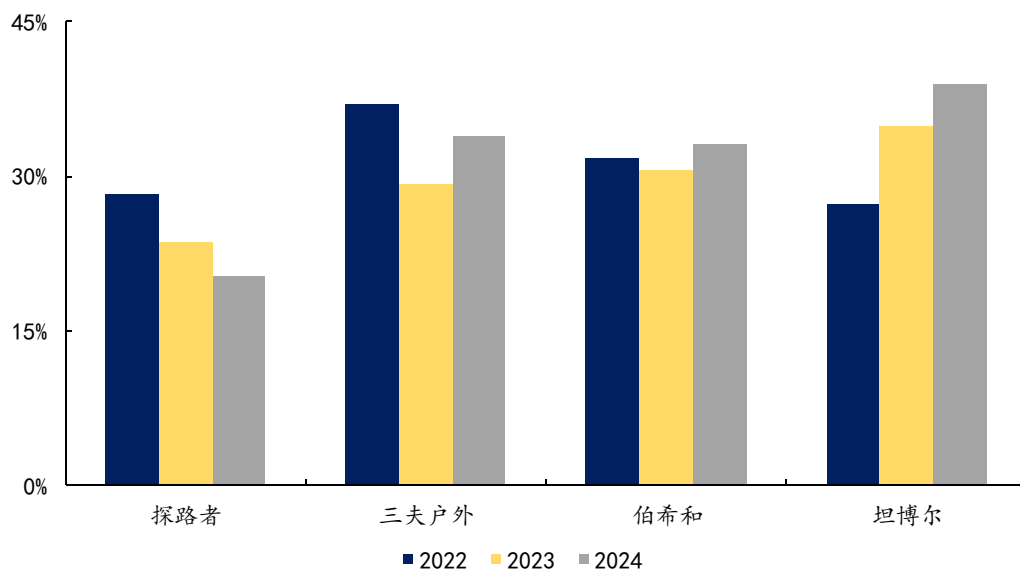
图表6: 公司直营渠道数量优化 (家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3) 营销端: 仍有待发力, 期待品牌力持续提升。自 2021 年后公司开始优化费用开支, 力争提升费效比, 公司近年重点费用投放包括签约明星代言 (包括刘昊然、张子枫等), 以及小红书投流等, 公司销售费用率从 2022 年 28.28% 大幅下降至 2024 年 20.24%, 销售费用率锐降除受芯片业务占比提升影响以外, 公司近年营销开支相对谨慎, 从同行业对比情况来看, 大部分户外品牌营销费用率在 30%-40% 的区间, 当前户外行业竞争较为激烈, 除产品力因素外如何通过多媒介营销建设消费者品牌心智亦非常重要, 期待公司后续品牌力持续提升。

图表7: 公司销售费用率较同行偏低



来源: ifind, 国金证券研究所

问题三、公司芯片业务如何定位?

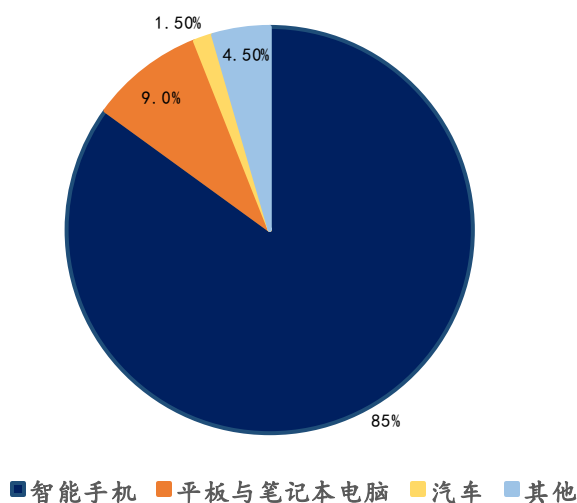
公司芯片集中在触控和显示领域, 定位中端。自董事长李明入主后公司陆续收购北京芯能 (持股比例 60%, 主要业务为 Mini LED 显示驱动 IC 设计), G2 TOUCH (持股比例 95%, 主要业务为触控芯片设计研发和整体解决方案) 以及江苏鼎茂 (持股比例 60%, 主要业务为芯片封测)。公司触控 IC 产品包括 LCD 触控 IC、OLED 触控 IC 及电池保护 IC 等产品, 主要应用于笔记本电脑显示屏、车载显示屏、手机、平板等产品中, 触控 IC 产品主要采用 On-Cell 单层技术。显示芯片领域, LCD、OLED、Mini LED、Micro LED 为市场主流显示技术, 北京芯能聚焦 Mini/Micro LED 显示驱动模拟芯片设计及模组研发, 是国内首家同时拥有直显+背光 Mini LED 主动式显示驱动芯片产品的公司, 具有开发 AM 驱动元件集成组件以及提供高分辨率大型屏幕驱动的技术能力。



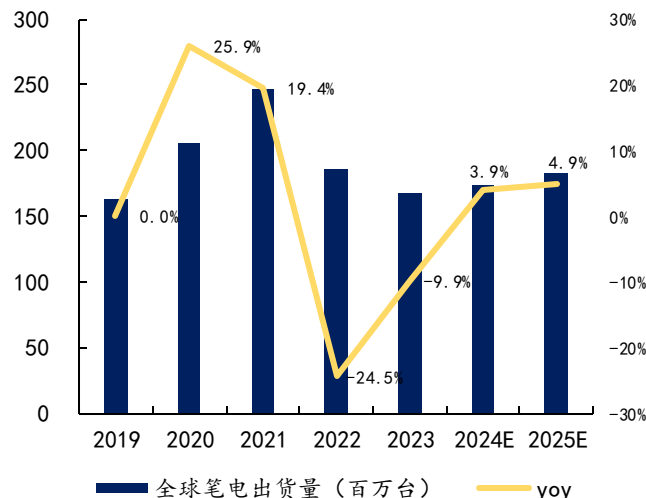
- 1) **G2 TOUCH: 目前在三家收购的芯片公司中体量较大。**G2 Touch 当前产品主要应用于平板与笔记本等产品, 笔记本触控芯片约占整体触控 IC 市场的 9%, G2 Touch 在笔记本电脑触控芯片细分市场主要竞争对手为台湾义隆、日本 Wacom。G2 Touch 未来的增长主要驱动因素为笔记本电脑市场增速和触控笔记本渗透率。2024 年全球笔记本电脑市场受高利率与地缘因素影响全年出货量估计为 1.74 亿台, 同比增长 3.9%, 其中触控笔记本渗透率约 19%, 随着 AI 附加功能的趋势推动整机规格升级, 笔记本市场整体需求及触摸屏的渗透率有望持续提升。

除笔记本产品外 G2 Touch 目前在拓展 OLED 触控 IC 以及车载触控 IC 等, 根据 TrendForce 数据显示预计 2028 年 Mini LED 背光在车用领域出货量达到 1500 万台, 相比 2024 年增长约 10 倍。G2 Touch 与客户三星等合作紧密, 承接了车载触控芯片研发项目, 而三星的客户包括法拉利、奥迪等, 有望打开收入空间。

图表8: 触控芯片下游应用场景以手机和电脑为主



图表9: 全球笔记本电脑出货量稳健



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所

短期利润受汇兑亏损影响。G2 Touch24 年营收利润受益于市场扩容与市场份额增加均取得较好的增长, 25H1 利润产生波动主要系汇兑损益影响, 24H1 公司实现汇兑收益 1773 万元, 25H1 公司汇兑亏损 2455 万元。

图表10: G2 TOUCH 近两年营收和利润情况 (亿元)

项 目	2023	2024	2025H1
营收	1.22	1.89	0.90
yoy	-	54.81%	-4.19%
净利润	0.29	0.90	0.09
yoy	-	205.07%	-80.23%

来源: ifind, 国金证券研究所

- 2) **北京芯能: 收入体量仍小, 期待开拓客户。**北京芯能主要聚焦 Mini LED 市场, 该市场为下一代新型显示技术。公司是国内同时在直显和背光产品里拥有 Mini LED 主动式驱动芯片的公司, 目前我国显示驱动芯片国产化率较低, 但随着全球显示面板产能逐步向中国转移以及头部面板厂商供应链国产化需求增强, 未来显示芯片行业的国产化替代空间较大。当前北京芯能营收体量较小以及利润亏损额度较高, 主要系客户端仍在开发。公司在 2021 年收购北京芯能时与上海芯奉等公司签署《业绩补偿及业绩奖励协议》, 约定北京芯能未达到以下条件时对公司进行补偿: 2022 年度合并报表主营业务收入/扣非息税前净利润不低于 0.70 亿元/0 元; 2023 年度及 2024 年度合并报表扣非息税前净利润分别不低于 0.86/1.72 亿元。补偿方式为被收购方以收到的股权转让价款中的 1.09 亿元的资金购买上市公司股票, 后需按照公司要求出售变现对公司进行补偿, 北京芯能三年业绩未完成约定目标, 业绩未达标主要因为: 1) Mini LED 作为下一代新型显示技术推广应用节奏不及预期。2) 全球消费电子市场需求放缓。3) 客户拓展不及预期等。目前被收购方已按照协议补偿。公司收购北京芯能共产生 1.43 亿商誉, 其中 22-24 年公司分别计提 0.09/0.85/0.49 亿元, 实现 100%商誉减值, 25



年轻装上阵。

图表11：北京芯能近年营收和利润情况（万元）

项 目	2022	2023	2024	2025H1
营收	842.72	107.75	94.19	142.05
yoy	-	-87.21%	-12.58%	3460.56%
净利润	-4194.76	-9642.60	-9084.79	-3028.37
yoy	-	-	-	-

来源：ifind，国金证券研究所

图表12：北京芯能商誉 100%计提（亿元）

公司	商誉	2022 计提	2023 计提	2024 计提	剩余商誉
北京芯能	1.43	0.09	0.85	0.49	0
G2 Touch	1.67	-	-	-	1.67
江苏鼎茂	0.14	-	-	-	0.14

来源：ifind，国金证券研究所

江苏鼎茂为客户提供芯片封测服务，客户包括 IC 设计公司汽车电子厂商。江苏鼎茂通过技术迭代、成本优化、生态协同的多维能力整合，公司可为客户提供兼具高性能、高可靠性及高性价比的封测解决方案，在行业技术升级与市场分化中持续强化竞争优势。江苏鼎茂净利润实现扭亏为盈，由 2023 年 H2 净利润-97 万元提升到 2024 年 192 万元，展现出业务改善的潜力。

问题四、董事长近 20 亿定增如何影响公司发展？

公司于今年 10 月 31 日发布定增预案，定增方案核心有三点：1) 公司共发行 2.65 亿股，实控人李明控制的企业通域合盈和明弘毅以现金方式、7.01 元价格认购公司本次发行的全部股票，合计不超过 18.6 亿元。2) 未来发行完成后，李明直接和间接合计控制公司股份比例预计将从 13.68%大幅提升至 33.60%。3) 扣除发行费用后的净额将全部用于补充流动资金。当前市场关注的核心问题在于：公司 25H1 流动比率达 4.46，账目现金充裕，此次补充流动资金未来的用途是什么？我们认为资金或主要用于芯片外延并购以及支持外骨骼等新业务发展。

4.1、芯片外延并购预计持续进行

为何要继续并购芯片标的？首先当前公司芯片业务占比 17%，相较户外业务并不高，考虑到公司“双主业”战略，芯片业务规模仍有较大的提升空间。另外公司实控人除公司外主要直接对外投资的企业均聚焦在芯片科技赛道，因此未来公司资本开支方向大概率为芯片领域。

图表13：实控人除公司外主要直接对外投资企业（截至 25/08/26）

股东名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
北京众德明康科技发展中心	14110	0.14%	技术开发、技术咨询、技术转让、技术推广、技术服务；企业管理；市场调查；经济贸易咨询；企业管理咨询；企业策划；软件服务。
北京灵芯力科技发展中心	4000	50%	一般项目：技术服务/开发/咨询/交流/转让/推广；企业管理咨询；信息技术咨询服务；信息咨询服务；社会经济咨询服务；科技中介服务等
北京通域合盈投资管理有限公司	1000	60%	投资管理；资产管理。
博芯（海南）私募基金管理有限公司私募基金管理人	1000	41%	一般项目：私募股权投资基金管理、创业投资基金管理服务；自有资金投资的资产管理服务等

来源：公司公告，国金证券研究所

公司目前账面现金充裕，截至 25H1，公司流动比率/速动比率分别为 4.46/3.54，主要系公司于 2016 年 5 月实施非公开发行股票方案，向 5 名特定对象发行了人民币普通股 8000



万股，实际募资净额 12.57 亿元，截至 21 年末，尚未使用的募集资金为 5.35 亿元，加上累计利息收入和理财收益 1.42 亿元共计 6.77 亿元，在 2022 年用于补充公司流动资金。公司当前拥有现金类资产近 10 亿元，加上此次定增最高近 19 亿元，现金可达近 30 亿元，可用于芯片外延拓展等。

4.2、外骨骼市场预计未来景气度较高，资金助力研发量产

公司积极拓展外骨骼业务，定增资金或助力业务发展。下肢外骨骼产品集成多模态传感器系统和智能化运动控制算法最终实现人机交互智能识别，能够自主识别用户的行走、上下台阶、上山下坡等各种人体运动状态，并根据不同的动作模式自动切换助力模式，在确保用户安全的情况下，提供稳定、舒适的助力体验。外骨骼经历从国外引入到国内本土化发展的脉络，其应用场景从军工领域逐步拓展至医疗及消费级市场，2024 年 8 月始祖鸟与可穿戴设备公司 SKIP 合作推出“MO/GO”可穿戴外骨骼动力裤，引起市场关注，同年公司决定切入外骨骼市场，并在 2024 年 12 月秋冬订货会上展示下肢外骨骼产品。

从供给侧产品技术来看，目前处于外骨骼产业快速发展的阶段。我国过去外骨骼主要集中在军工及医疗领域，2C 端较少，主要因为算力技术有待提升以及产品单价较高，不利于普及。随着近两年我国 AI 算力的大幅提升，可以较为精确地识别用户的行走、上下台阶、上山下坡等各种人体运动状态。从京东各平台看，外骨骼产品当前价格带主要在 5000-13000 元，产品差异性主要体现在软件技术/电池续航/外壳材质等方面，整体来看行业产品呈现井喷趋势，但在识别精准度、轻量化等方面仍需持续迭代。

图表14：京东上外骨骼竞品信息（截至 25/10/20）

公司	型号	价格(元)	产品展示
程天科技	GoGo 速行助力	7000	
肯綮科技	VIGX 运动助力机器人π	5433	
肯綮科技	Ant-H1 Pro	12250	



极壳科技 Hypershell Go X 5999



极壳科技 Hypershell Garbon X 10999

宇树科技 外骨骼 2144



傲鲨智能 ULS VIATRIX 6799



傲鲨智能 FIT-HV Pro 27000



来源：京东，国金证券研究所

从政策端看，国家大力支持医疗机器人领域的发展，尤其为外骨骼机器人行业持续加码。国家药监局于 2025 年 7 月 3 日发布《优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展的有关举措》中明确指出，医用机器人作为塑造医疗器械新质生产力的关键领域，受到重点关注。工信部印发的《“十四五”医疗装备产业发展规划》也明确提高外骨骼机器人等保健康复装备为重点发展领域。北京、江苏、河北等地已将外骨骼治理纳入医保报销范围，未来外骨骼机器人在康养领域应用市场广阔，供给端政策+算力技术的支持驱动外骨骼行业发展。

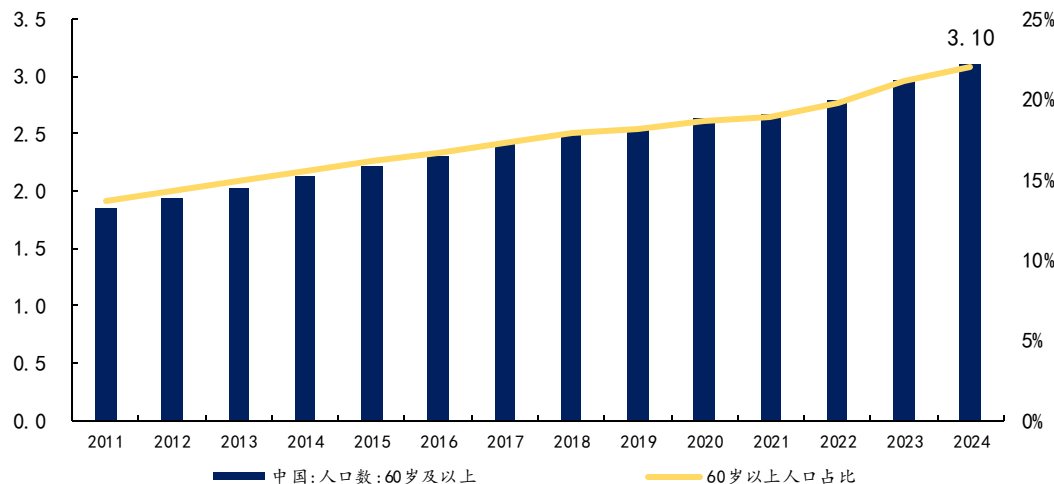
从需求侧看，户外运动+老龄化趋势催生对体能辅助设备的迫切需求。

- 1) 老龄化催生需求：截至 2024 年末，全国 60 周岁及以上老年人口 3.1 亿人，占全国总人口 22.0%，连续 13 年提升，因此未来老年人相关产品拥有较为广阔的发展前景，而外骨骼产品具备保健康复、行走助力等功能，有望通过提升老年人身体机能提升生活质量。由于当前仍处于行业发展初期，假设未来产品渗透率达 3%，也即 930 万产品规模。
- 2) 同时，户外运动旅游场景需求旺盛，外骨骼产品解决了部分户外爱好者酷爱旅游但体力不支需要助力的痛点，今年泰山、华山等景区外骨骼机器人租赁较为火热，租赁价



格普遍在 80-100 元/3 小时,五一假期前三天,100 多台外骨骼机器人累计服务超 3000 人次,其中老年游客占比 62%,折射出较高的市场需求,其中黄山景区的外骨骼,让 65 岁以上游客登顶率从 35%提升至 68%。我们认为由于外骨骼产品在普及之初需要消费者教育,景区设备租赁是一个较好的形式。根据国家体育总局的数据,2024 年我国登山与户外运动正处在快速发展期,参与人数约达到 4.5 亿人次,假设外骨骼渗透率为 3%,则户外市场需求为 135 万台,与老年人需求合计超千万台,按照终端价格 5000 每台计算,市场规模预计超 500 亿元。

图表15: 我国 60 岁以上老年人占比逐步提升 (亿人)



来源: ifind, 国金证券研究所

五、盈利预测

户外收入: 25 年公司户外业务受到行业竞争加剧影响预计营收有所下滑, 25H1 公司广宣/销售费用同比增长 19.92%/1.87%, 期待后续产品营销端发力带动品牌力提升。公司近年关闭低效门店, 优化渠道, 直营门店数量从 2021 年 179 家下降至 2024 年 62 家。我们预计 2025-2027 户外服装收入分别为 13.35/15.45/17.81 亿元, 其中其他收入板块随着外骨骼产品年底前上市并迎来量产, 有望迎来营收快速释放。毛利率方面随着直营渠道占比企稳以及公司稳步提升产品均价, 毛利率水平有望企稳增长。

芯片业务收入 (不考虑未来并购): 当前北京芯能仍处于客户拓展阶段, G2 Touch 和江苏鼎茂拥有较好的盈利基础, 我们预计 2025-2027 年芯片业务营收分别为 2.45/2.94/3.53 亿元。毛利率方面随着芯片业务规模效应增长有望持续提升。

图表16: 公司分板块预测 (百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
户外收入	1257.24	1369.28	1335.42	1544.94	1780.60
yoy	11.21%	8.91%	-2.47%	15.69%	15.25%
占比	90.40%	86.03%	83.48%	80.53%	78.39%
毛利率	48.64%	47.29%	47.36%	47.86%	48.18%
其中: 线上	344.79	374.03	362.81	399.09	435.01
yoy	7.20%	8.48%	-3.00%	10.00%	9.00%
占比	24.79%	23.50%	22.68%	21.42%	20.33%
其中: 直营	171.22	126.77	123.66	140.35	159.13
yoy	-6.11%	-25.96%	-2.45%	13.49%	13.38%
占比	12.31%	7.96%	7.73%	7.53%	7.44%
其中: 加盟+联营	560.80	719.92	692.01	770.10	856.89
yoy	16.41%	28.37%	-3.88%	11.29%	11.27%
占比	40.32%	45.23%	43.26%	41.34%	40.05%
其中: 其他	180.43	142.67	156.94	235.41	329.57



	2023	2024	2025E	2026E	2027E
yoy	24.62%	-20.93%	10.00%	50.00%	40.00%
占比	12.97%	8.96%	9.81%	12.27%	14.51%
芯片收入	133.35	222.31	245.28	294.34	353.20
yoy	1482.39%	66.71%	10.33%	20.00%	20.00%
占比	9.59%	13.97%	15.52%	16.00%	16.55%
毛利率	44.37%	47.83%	48.00%	49.00%	50.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年，营业收入分别为 15.81/18.39/21.34 亿元，同比 -0.68%/+16.36%/+16.01%，归母净利润为 1.04/1.53/2.00 亿元，同比增长 -2.53%/47.63%/30.51%，由于去年发生北京芯能商誉一次性减值，预计今年 Q4 没有减值影响，Q4 净利润同比有望大幅提升。

总毛利率：我们预计 25-27 年公司毛利率分别为 47.46%/48.05%/48.48%，在产品结构升级以及芯片业务规模效应提升背景下保持稳健提升。

费用率：公司预计维持较为稳定的费用率，预计 25-27 年销售费用率为 22.50%/21.50%/20.50%。管理费用率均为 11.32%/11.10%/11.10%。研发费用率均为 5.43%。

少数股东损益：公司少数股东亏损主要由北京芯能带来的，2023/2024 年北京芯能产生少数股东亏损 0.39/0.36 亿元，我们认为北京芯能 25H1 已经出现减亏趋势，预计未来三年少数股东损益金额为 -20/-4/+3 百万元。

图表17：公司财务数据预测表（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	13.91	15.92	15.81	18.39	21.34
yoy	22.10%	14.44%	-0.68%	16.36%	16.01%
毛利率	48.23%	47.35%	47.46%	48.05%	48.48%
销售费用率	23.67%	20.96%	22.50%	21.50%	20.50%
管理费用率	13.00%	12.07%	11.32%	11.00%	10.50%
研发费用率	4.79%	5.07%	5.43%	5.43%	5.43%
所得税率	17.44%	13.34%	13.34%	13.34%	13.34%
归母净利润	0.72	1.07	1.04	1.53	2.00
yoy	2.68%	48.50%	-2.53%	47.63%	30.51%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议及估值

我们预计 25-27 年公司 EPS 分别为 0.12/0.17/0.23 元，对应 26 年估值为 60 倍，考虑到实控人大规模注资有望促进芯片业务与户外业务的发展，给予公司 2026 年 PE 64 倍估值，目标价 11.14 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表18：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002780.SZ	三夫户外	19.20	0.23	-0.14	0.29	0.43	0.57	66.14	44.66	33.43
000050.SZ	深天马 A	9.52	-0.85	-0.27	0.14	0.24	0.36	70.48	40.35	26.34
600703.SH	三安光电	13.47	0.07	0.05	0.13	0.27	0.39	106.16	51.08	35.03
300005.SZ	探路者	10.45	0.08	0.12	0.13	0.17	0.23	88.86	60.19	46.12

来源：ifind，国金证券研究所（三夫户外/深天马 A/三安光电/探路者使用 11 月 14 日同花顺一致预期）

六、风险提示



行业竞争加剧：户外用品竞争激烈，若行业竞争持续加剧，公司业绩可能不达预期。

定增落地进度不及预期：公司未来资本开支等依赖此次定增资金，若定增落地进度不及预期可能会影响公司业务拓展。

芯片业务发展不及预期：北京芯能过去几年业绩亏损较多，若后续经营无明显改善可能业绩会持续承压。

大股东质押风险：公司此次增发股权比例较大，未来可能存在大股东质押风险。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,139	1,391	1,592	1,581	1,839	2,134
增长率	22.1%	14.4%	-0.7%	16.4%	16.0%	
主营业务成本	-550	-720	-838	-831	-956	-1,099
%销售收入	48.3%	51.8%	52.6%	52.5%	52.0%	51.5%
毛利	589	671	754	750	884	1,034
%销售收入	51.7%	48.2%	47.4%	47.5%	48.0%	48.5%
营业税金及附加	-5	-9	-9	-9	-10	-12
%销售收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-322	-329	-322	-356	-395	-437
%销售收入	28.3%	23.7%	20.2%	22.5%	21.5%	20.5%
管理费用	-123	-181	-180	-179	-202	-224
%销售收入	10.8%	13.0%	11.3%	11.3%	11.0%	10.5%
研发费用	-59	-67	-81	-86	-100	-116
%销售收入	5.2%	4.8%	5.1%	5.4%	5.4%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	80	85	162	121	176	245
%销售收入	7.0%	6.1%	10.2%	7.6%	9.6%	11.5%
财务费用	7	7	41	-15	1	-5
%销售收入	-0.6%	-0.5%	-2.6%	0.9%	-0.1%	0.2%
资产减值损失	-108	-145	-121	-7	-1	-1
公允价值变动收益	48	79	8	0	0	0
投资收益	27	15	3	0	0	0
%税前利润	45.2%	29.7%	3.3%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	57	49	104	99	176	239
营业利润率	5.0%	3.6%	6.5%	6.3%	9.6%	11.2%
营业外收支	3	1	0	0	0	0
税前利润	60	50	104	99	176	239
利润率	5.3%	3.6%	6.5%	6.3%	9.6%	11.2%
所得税	-6	-8	-29	-15	-27	-36
所得税率	10.2%	15.3%	28.0%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	54	43	75	84	149	203
少数股东损益	-16	-29	-32	-20	-4	3
归属于母公司的净利润	70	72	107	104	153	200
净利率	6.1%	5.2%	6.7%	6.6%	8.3%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	54	43	75	84	149	203
少数股东损益	-16	-29	-32	-20	-4	3
非现金支出	176	223	194	31	26	28
非经营收益	-66	-78	-23	37	7	10
营运资金变动	38	221	-21	-37	-46	-2
经营活动现金净流	202	409	225	114	137	239
资本开支	-79	-7	-16	-19	-36	-36
投资	249	-446	-190	0	-1,000	0
其他	-88	-9	103	0	0	0
投资活动现金净流	81	-462	-103	-19	-1,036	-36
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-9	-5	139	-55	482	-125
其他	-98	-53	-204	-12	-22	-30
筹资活动现金净流	-107	-58	-65	-68	460	-155
现金净流量	176	-112	59	28	-440	48

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	845	764	748	774	333	380
应收款项	409	273	239	254	320	343
存货	351	333	349	331	381	439
其他流动资产	379	485	476	466	1,468	1,470
流动资产	1,984	1,855	1,811	1,825	2,502	2,631
%总资产	75.3%	70.4%	70.0%	71.1%	76.9%	77.5%
长期投资	64	110	194	194	194	194
固定资产	233	231	285	282	287	290
%总资产	8.9%	8.7%	11.0%	11.0%	8.8%	8.6%
无形资产	234	309	238	244	251	258
非流动资产	652	781	778	742	753	762
%总资产	24.7%	29.6%	30.0%	28.9%	23.1%	22.5%
资产总计	2,636	2,636	2,589	2,567	3,255	3,393
短期借款	25	25	47	0	482	357
应付款项	320	369	422	395	453	519
其他流动负债	88	105	90	79	94	110
流动负债	432	499	559	474	1,029	986
长期贷款	0	0	100	100	100	100
其他长期负债	119	32	16	5	3	2
负债	552	531	675	579	1,133	1,088
普通股股东权益	2,074	2,106	1,949	2,042	2,181	2,361
其中：股本	884	884	884	884	884	884
未分配利润	248	308	394	487	625	806
少数股东权益	10	-1	-34	-54	-58	-56
负债股东权益合计	2,636	2,636	2,589	2,567	3,255	3,393

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.079	0.081	0.121	0.118	0.174	0.227
每股净资产	2.347	2.383	2.205	2.311	2.468	2.671
每股经营现金净流	0.229	0.462	0.255	0.129	0.155	0.270
每股股利	0.000	0.024	0.012	0.012	0.017	0.023
回报率						
净资产收益率	3.37%	3.41%	5.47%	5.09%	7.04%	8.48%
总资产收益率	2.65%	2.72%	4.12%	4.05%	4.71%	5.90%
投入资本收益率	3.39%	3.37%	5.65%	4.91%	5.51%	7.53%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.35%	22.10%	14.44%	-0.68%	16.36%	16.01%
EBIT 增长率	88.31%	6.63%	90.84%	-25.30%	45.47%	39.49%
净利润增长率	28.38%	2.68%	48.50%	-2.53%	47.63%	30.51%
总资产增长率	4.39%	0.01%	-1.79%	-0.85%	26.79%	4.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	137.6	81.5	53.2	53.2	58.0	53.2
存货周转天数	208.2	173.4	148.6	148.6	148.6	148.6
应付账款周转天数	140.4	124.5	102.7	102.7	102.7	102.7
固定资产周转天数	74.8	60.5	49.9	48.2	41.5	35.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.60%	-56.23%	-54.82%	-56.46%	-56.53%	-59.49%
EBIT 利息保障倍数	-11.8	-12.4	-4.0	8.1	-128.3	49.0
资产负债率	20.93%	20.14%	26.05%	22.55%	34.80%	32.07%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	2	2
增持	0	2	3	5	2
中性	0	1	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究