



## 探路者 (300005): 在线户外旅行的领导者

2014.6.2

刘霞(高级分析师)

电话: 020-88831176

邮箱: liuxia@gzgzs.com.cn

执业编号: A1310513070001

### ● 用互联网的思维构筑户外生态系统

探路者积极拥抱互联网,用互联网思维(用户体验、数据、互动)搭建了新的战略体系:“多品牌、户外旅行服务平台和户外垂直电商”。通过商品+服务+社区模式,三大战略有望打通,构建互联网思维下的户外生态系统;通过线上线下平台,增强与用户的互动交流来挖掘用户需求;根据用户需求,探路者可以提供户外商品+户外旅行服务+户外增值服务的完整解决方案。

### ● 在线户外旅行行业方兴未艾,空间广阔

美国广义户外运动经济规模6460亿美元,其中户外用品销售额为1207亿美元,而与户外相关的旅行、酒店、餐饮、活动服务等达5248亿美元。目前国内户外行业消费主要集中于户外产品,户外出行服务需求则处于萌芽期,行业规模尚小,网络渗透率低,发展潜力巨大。未来旅游将更加倾向于自由化、定制化和个性化,人们将更少选择以前的到达型或观光型旅游,转而选择深度的体验式旅游,我们看好在线户外旅行的发展前景。

### ● 绿野网, 国内在线户外旅行的领导者

绿野网成立于1998年底,是中国第一家户外旅行活动网站,也是目前国内最大的户外活动平台。截至2013年底,绿野拥有注册活跃用户300万,每年出行人群近50万人次,绿野旗下LBS应用六只脚用户累计分享户外路线超10万条、认证领队4000多名,分享照片240万张。绿野综合平台全面建成将向用户提供从户外旅行信息获取和分享、户外旅行线路规划、产品推荐、行程服务、户外技能培训、户外活动评价、户外社区交流及金融服务等一站式的综合服务。

### ● 主业稳健,具有安全边际

2013年户外用品行业零售额达到180.5亿元,同比增长24.3%,最近五年复合增速29.5%。探路者品牌户外用品在2008-2013年连续六年全国市场同类产品销量第一,未来探路者在户外用品领域的主要看点:1.多品牌业务稳步推进;2.线上业务的高速增长;3.品类延伸,如童装、可穿戴等。

### ● 盈利预测与投资评级

我们测算公司2014-2016年的EPS为0.62、0.77和0.96元,对应PE为22.1、17.7和14.3倍,我们看好在线户外旅行行业广阔的发展空间,同时也看好探路者从户外用品向户外综合服务转型,绿野网已成为国内在线户外旅行的领导者,A股在线旅游的稀缺投资标的,给予探路者“强烈推荐”评级。

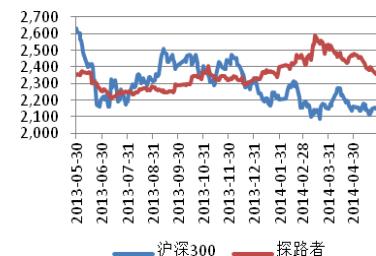
### ● 风险提示

线下终端销售低迷;多品牌运作未达到预期;期货订单执行率低于预期。

## 中小市值研究 在线旅游系列研究 第四篇

探路者 (300005)  
强烈推荐 评级

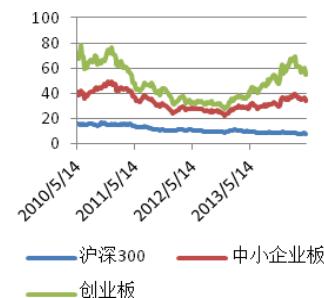
### 股价走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
探路者	-1.53	-30.0	16.5
创业板	8.09	0.22	9.93
沪深300	0.80	-0.82	-12.1

### 板块估值



### 相关报告

专题报告-攻守兼备,继续推荐在线旅游板块投资机会-刘霞-20140521

公司调研报告-探路者 (300005):用互联网思维构筑户外生态系统-刘霞-20140514

财报点评-探路者:华丽转型,看好户外“商品+服务”O2O模式-刘霞-20140415

专题报告-关注O2O给服装零售个股带来的投资机会-刘霞-20131216

## 目 录

1. 用互联网的思维构筑户外生态系统.....	4
1.1 互联网思维下的新战略体系.....	4
1.2 民营企业，股权相对集中.....	5
1.3 收入和利润高速增长，盈利能力稳步提升.....	6
2. 在线户外旅行行业方兴未艾.....	7
2.1 在线旅游行业空间广阔.....	7
2.1.1 在线旅游行业增长快速，网络渗透率有望进一步提升.....	7
2.1.2 出境游高景气，周边游大热.....	8
2.1.3 移动互联时代，在线旅游加速从 PC 端向移动端转移.....	9
2.2 户外旅行服务市场规模潜力巨大.....	9
2.2.1 户外深度体验游渐成趋势.....	9
2.2.2 国外户外旅行服务产业相对成熟.....	10
2.2.3 中国户外旅行方兴未艾.....	11
2. 绿野，在线户外旅行的领导者.....	13
2.1 绿野过去：从公益性质到商业化.....	13
2.2 绿野现状：国内最大户外活动平台.....	14
2.3 绿野未来：“一站式”户外旅行综合服务平台.....	16
3. 主业稳健，具有安全边际.....	18
3.1 户外用品行业龙头.....	18
3.2 多品牌业务布局稳步推进.....	19
3.3 线上渠道增长是亮点.....	19
4. 业务协同，构筑户外生态系统.....	21
5. 盈利预测与投资评级.....	22
6. 风险提示.....	23



## 图表目录

图表 1 探路者用互联网思维构建新的战略体系	4
图表 2 探路者公司主要发展历程	5
图表 3 探路者公司股权结构相对集中	5
图表 4 近三年探路者收入情况	6
图表 5 近三年探路者净利润情况	6
图表 6 探路者收入结构	6
图表 7 探路者毛利率和净利率走势	6
图表 8 2013 年中国在线旅游市场交易规模 2204.6 亿	7
图表 9 2013 年中国在线旅游渗透率为 7.6%	8
图表 10 2012 年中国在线旅游度假市场结构	8
图表 11 2013 年中国在线旅游度假市场结构	8
图表 12 2013 年 1-12 月中国在线旅游行业月度覆盖人数	9
图表 13 近几年前往西藏旅游的人数及西藏旅游收入	10
图表 14 近几年中国 SUV 车型销量数据	10
图表 15 全球户外旅游市场规模	10
图表 16 欧美地区户外旅行市场占比在 15% 以上	10
图表 17 多因素驱动户外行业高速发展	11
图表 18 中国和美国户外活动参与情况对比	12
图表 19 户外体验/探险活动的参与比例随出行次数的增长而显著提高	12
图表 20 国内两大在线户外活动和户外社区网站	13
图表 21 绿野网发展历史	14
图表 22 绿野网目前是国内最大户外活动平台	14
图表 23 绿野中国品牌架构	15
图表 24 绿野旅行首页	16
图表 25 绿野旅行产品展示	16
图表 26 “一站式”户外旅行综合服务平台	17
图表 27 户外旅行综合服务平台的盈利来源	17
图表 28 户外用品行业零售额增长情况	18
图表 29 探路者市场份额连续 6 年第一	18
图表 30 探路者多品牌业务布局	19
图表 31 2012Q1-2014Q1 中国网络购物市场交易规模	20
图表 32 2012Q1-2014Q1 中国移动购物市场交易规模	20
图表 33 探路者电商营收逐年快速增长	20
图表 34 电商营收占比逐年提升	20
图表 35 三大核心战略的互补与协同	21
图表 36 互联网思维下的户外生态系统	22
图表 37 探路者订货会数据	22
图表 38 探路者未来三年收入预测	23



## 1. 用互联网的思维构筑户外生态系统

### 1.1 互联网思维下的新战略体系

北京探路者户外用品股份有限公司成立于1999年1月，公司通过品牌塑造与推广、产品研发布设计、营销网络建设与优化、供应链整合与管理，在全国建立连锁零售网络及电子商务销售系统。2009年10月30日，探路者在创业板上市，成为全国创业板首批28家企业之一，股票代码：300005。据国家统计局行业企业信息发布中心调查统计显示，探路者户外用品连续六年荣列中国市场同类产品销量第一。结合“精细化渠道管理、深度营销”的销售策略，目前公司的营销网络已遍布全国31个省市自治区，200多个大中城市，截止2013年3月，探路者连锁经营店铺总数已达1630家。

受益于户外行业的高速发展，探路者的高成长性也得到市场的认可。2013年，伴随着宏观经济的低迷，户外行业增速较往年放缓；此外，互联网和移动互联网购物的兴起，也对公司渠道布局带来新的挑战。探路者积极拥抱互联网，收购Asiatravel、绿野网，利用互联网思维重构战略体系，制定了多品牌、户外旅行综合服务平台和户外垂直电商的创新战略框架，从户外用品向户外综合服务转型，打造“商品+服务”O2O模式。

图表 1 探路者用互联网思维构建新的战略体系



资料来源：公司调研，广证恒生



图表 2 探路者公司主要发展历程



资料来源：广证恒生整理

## 1.2 民营企业，股权相对集中

目前公司股本为 5.1 亿股，其中流通股本有 3.22 亿股。公司的实际控制人为创始人盛发强、王静夫妇，两人合计持有发行人 2.19 亿股股份，持股比例合计 42.96%，股权相对集中。

图表 3 探路者公司股权结构相对集中

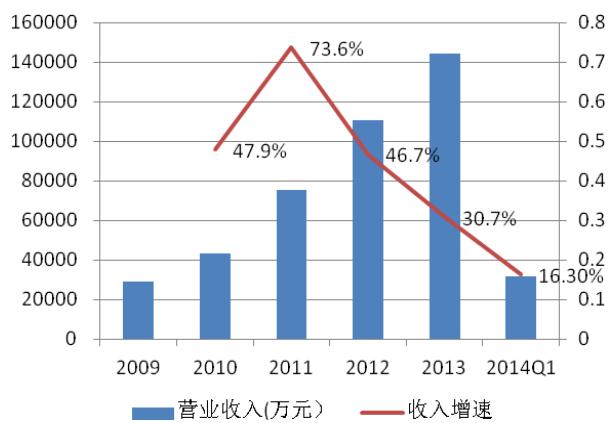


资料来源：公司年报，广证恒生

### 1.3 收入和利润快速增长，盈利能力稳步提升

2013年公司销售收入为14.5亿元，同比增长30.7%，近五年公司收入复合增长率为37.5%，高于户外用品行业增速。2013年公司归属于母公司净利润为23609万元，同比增长41.7%，近五年公司净利润复合增速为43%。2014年第一季度，公司实现收入31805万元，同比增长16.3%，归属于母公司净利润为7770万元，同比增长31.5%。

图表 4 近三年探路者收入情况



资料来源：公司公告，广证恒生

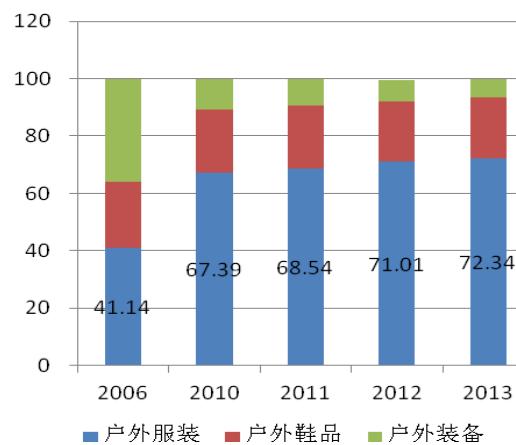
图表 5 近三年探路者净利润情况



资料来源：公司公告，广证恒生

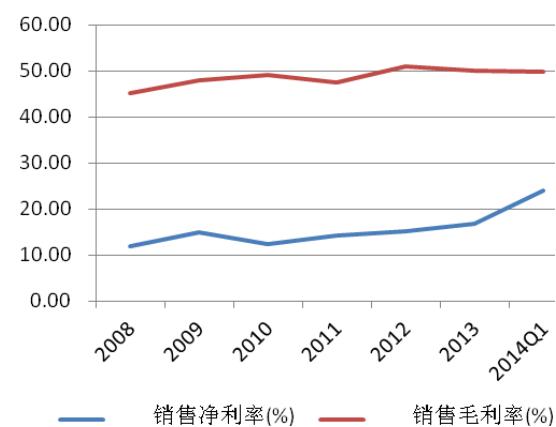
从收入结构来看，2013年户外服装收入10.5亿元，同比增长33.2%，占收入的比重为72.34%，近年来，户外服装占比持续上升，户外鞋品的占比相对稳定，户外装备的占比逐步降低，说明专业户外运动相对小众，但越来越多消费者开始购买功能性良好的户外产品来参与户外活动，“泛户外”时代已经到来。近两年探路者毛利率相对稳定，50%左右，净利率呈现稳步提升的态势。

图表 6 探路者收入结构



资料来源：公司公告，广证恒生

图表 7 探路者毛利率和净利率走势



资料来源：公司公告，广证恒生

## 2. 在线户外旅行行业方兴未艾

### 2.1 在线旅游行业空间广阔

#### 2.1.1 在线旅游行业增长快速，网络渗透率有望进一步提升

根据艾瑞网数据，2013年中国在线旅游市场交易规模2204.6亿元，同比增长29.0%，近五年在线旅游行业复合增速为37%。预计2014-2017年，我国在线旅游仍将保持快速增长态势，复合增速20%左右，龙头企业有望保持更快速度成长。

图表 8 2013年中国在线旅游市场交易规模 2204.6亿



资料来源：艾瑞网，广证恒生

根据中国旅游研究院公布的《中国旅游经济蓝皮书·2013年旅游经济运行分析与2014年发展预测》显示，2013年我国旅游行业总收入2.9亿元，我们测算中国在线旅游渗透率为7.6%，同比提升1个百分点，与发达国家在线旅游渗透率差距较大（英国为42%，美国为39%），未来中国在线旅游网络渗透率将有望进一步提升。

受益于旅游行业的平稳增长、网络渗透率的提升以及新技术新模式带来的新市场，在线旅游行业未来发展空间广阔。



图表 9 2013 年中国在线旅游渗透率为 7.6%

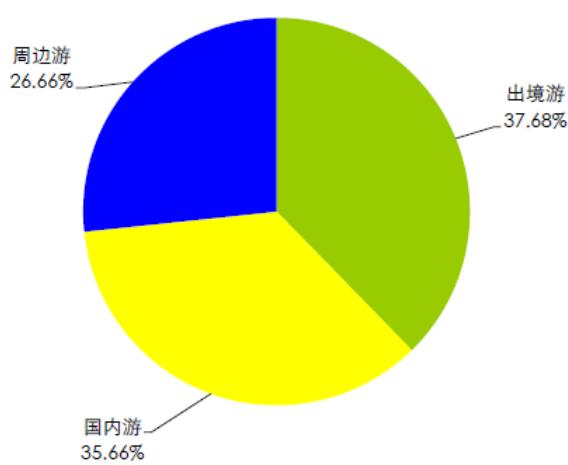


资料来源：艾瑞网，广证恒生测算

### 2.1.2 出境游高景气，周边游大热

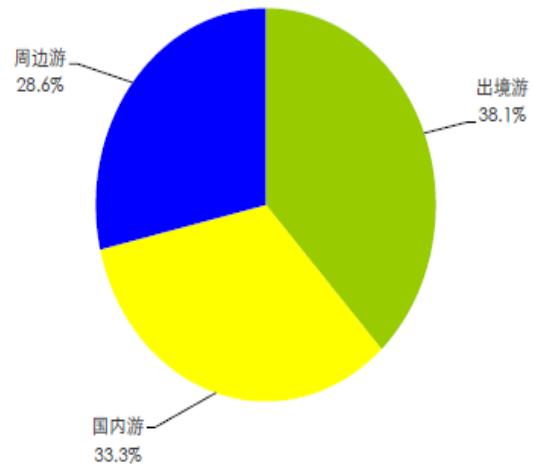
在线旅游从目的地种类划分来看，2013 年出境游和周边游占比同比提升。出境游是第一大板块，占比 38.1%。1) 出境游游客购买能力强，对在线预订出境游产品的方式接受度高，2) 出境游产品人均消费高。国内游是第二大板块，约占整体的 33.3%。周边游是第三大板块，在整体中的比例高达 28.6%，近年来周边自助游的盛行大力促进了周边目的地要素（如景区酒店、门票等）的开发上线，极大的方便了用户周边游产品的预订。我们认为，未来在线出境旅游有望继续保持高景气，周边游的热度也将维持，共同利好户外旅行服务产业。

图表 10 2012 年中国在线旅游度假市场结构



资料来源：公司公告，广证恒生

图表 11 2013 年中国在线旅游度假市场结构



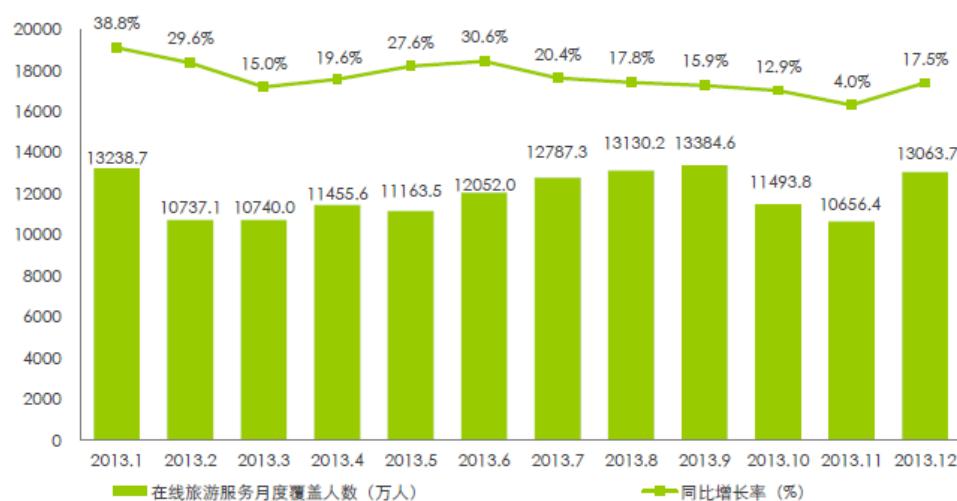
资料来源：公司公告，广证恒生

### 2.1.3 移动互联时代，在线旅游加速从 PC 端向移动端转移

移动互联网的发展和旅游服务具有天然的结合粘性，移动旅游访次占比逐渐攀升除了有移动端有大量的旅游中服务应用被使用以外，移动端预定应用被用户接受、认可也是核心的原因，目前来看，机票、酒店、门票等标准化程度较高的产品预定在移动端的发展比较热门。

艾瑞咨询监测数据显示，2013年末在线旅游服务访问总次数中，来自移动端的访次占比高达67.9%，显示出移动旅游服务的巨大优势，携程、去哪儿和途牛2014年一季度移动端收入占比约为30%、31.7%和20%，艺龙的酒店业务移动端预订量占比为40%。移动互联时代，在线旅游将加速从PC端向移动端转移。

图表 12 2013 年 1-12 月中国在线旅游行业月度覆盖人数



资料来源：艾瑞网，广证恒生测算

## 2.2 户外旅行服务市场规模潜力巨大

### 2.2.1 户外深度体验游渐成趋势

户外产业主要目标消费者大致特征如下：

- (1) 户外运动爱好者、旅行爱好者、户外休闲爱好者、摄影爱好者、垂钓爱好者、自驾游爱好者、野外工作者等；
- (2) 职业特征为：公务员、企业白领、科研人员、技术人员、教师、新闻从业者、影视娱乐从业者、管理者、自由工作者、大学生、地质气象工作者；
- (3) 年龄段20—60岁，男女比例大致为6:4。

户外旅行是指包含自助游、自驾游、野营、徒步、飞行、水上、登山、攀岩、探险、滑雪、轮滑、小轮车、极限运动等在内，注重体验和感受的旅游与运动休闲的集合的户外旅行。户外旅行消费者热爱自然，追求个性，他们正处于生命的鼎盛时期，掌握流行资讯，对世界

和社会有较清醒的认识，对于自己的生活和未来充满自信和梦想，崇尚积极健康的生活方式，敢于挑战自我，希望自己能经常地走出城市、去野外呼吸新鲜空气，观赏大好河山。因此，旅游未来将更加倾向于自由化、定制化和个性化，人们将更少选择以前的到达型或观光型旅游，转而选择深度的体验式旅游。

深度体验游有两个可观测指标，第一是前往西藏旅游的人次，第二是中国SUV车辆的销售数据，数据分析发现，近几年前往西藏旅游的人次以及SUV车型的销售量均保持良好的增长态势，我们认为，未来户外旅行仍将向深度、体验式方向发展。

图表 13 近几年前往西藏旅游的人数及西藏旅游收入

时间	旅游人次 (万人次)	同比增长	旅游收入 (亿元)	同比增长
2008 年	220		22.4	
2009 年	556	152.73%	52.4	133.93%
2010 年	685	23.20%	71.4	36.26%
2011 年	850	24.09%	95	33.05%
2012 年	1058	21.70%	126.5	30.30%
2013 年	1291	22.02%	165.2	30.59%

资料来源：广证恒生整理

图表 14 近几年中国SUV车型销量数据

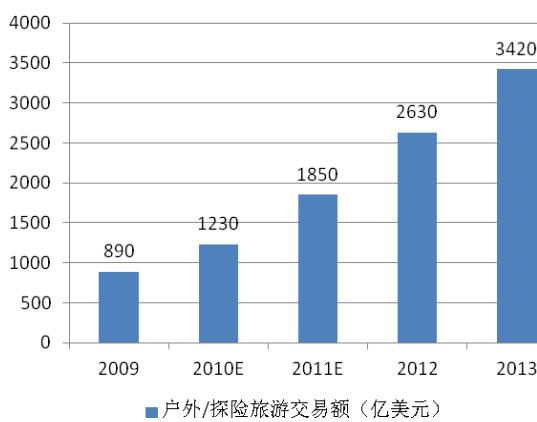
时间	SUV 车型销量 (台)	同比增长
2007	357379	56.3%
2008	446109	24.8%
2009	657494	47.4%
2010	1317585	100.4%
2011	1617502	22.8%
2012	1998192	23.5%
2013	2988694	49.6%

资料来源：OIA，广证恒生整理

## 2.2.2 国外户外旅行服务产业相对成熟

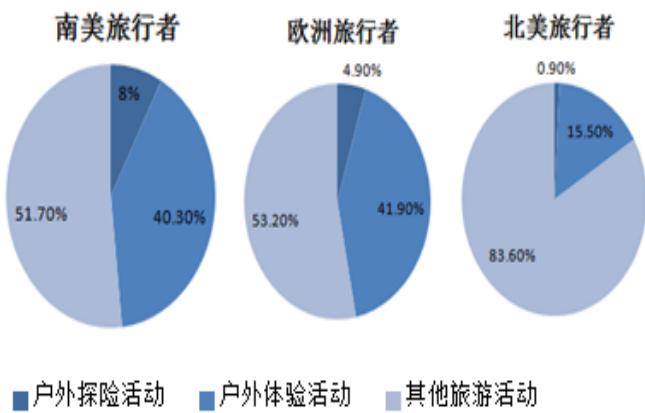
欧美国家经济较发达，人们有更多的机会到户外活动，加上良好的自然环境，人们对健康生活方式的向往，户外运动在欧美有相当广泛的群众基础。2013年，全球户外/探险旅游市场的交易额约3420亿美元，近五年复合增速为30.1%。

图表 15 全球户外旅游市场规模



资料来源：探险旅游贸易协会、广证恒生

图表 16 欧美地区户外旅行市场占比在15%以上



资料来源：探险旅游贸易协会、绿野发布会、广证恒生

目前北美、欧洲、南美旅行者中其他旅游活动/户外体验活动/户外探险活动占比分别为83.6%/15.5%/0.9%、53.2%/41.9%/4.9%、51.7%/40.3%/8.0%，南美和欧洲市场的户外市场占比已经接近50%，美国户外旅行市场的占比也超过15%。

根据OIA《2012年美国户外产业调研报告》，美国广义户外运动经济规模6460亿美元，其中户外用品销售额为1207亿美元，而与户外相关的旅行、酒店、餐饮、活动服务等达5248亿美元。从全球产业格局来看，国外户外旅行服务产业相对成熟。

### 2.2.3 中国户外旅行方兴未艾

近十年中国户外行业整体高速发展，驱动行业高增长的主要因素有：人均收入增长以及城镇化水平提高、我国丰富的户外旅游资源、闲暇的增加、汽车行业的发展扩大活动半径以及“亲近自然的绿色生活方式”观念的逐渐深入人心。户外行业主要包括户外用品和户外旅行服务两大领域，目前户外用品行业增速已经呈现放缓趋势，而国内户外旅行方兴未艾，未来发展潜力巨大。

图表 17 多因素驱动户外行业高速发展

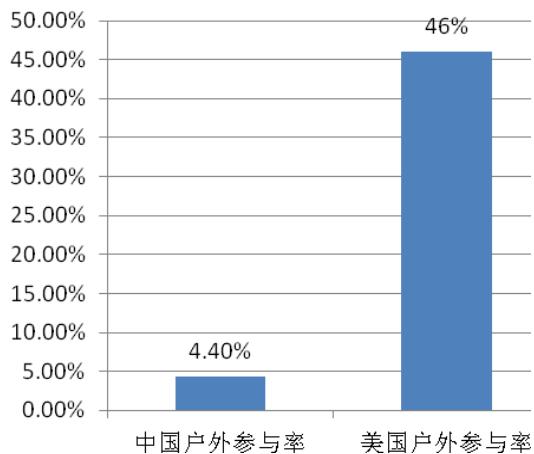


资料来源：广证恒生

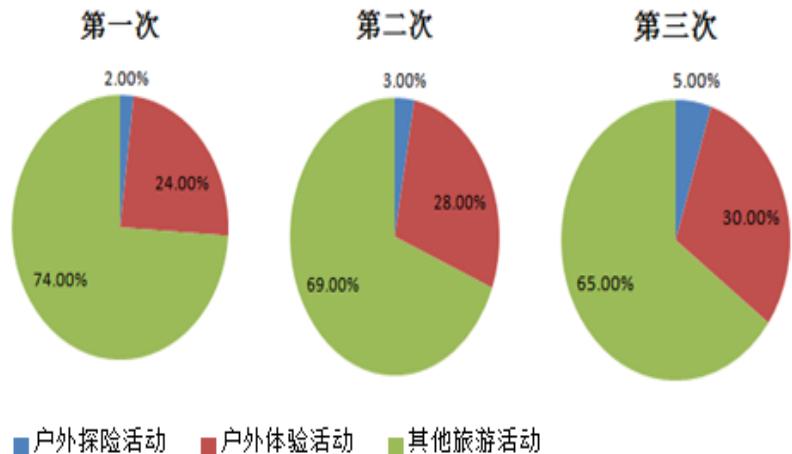
国内户外旅行行业规模尚小，网络渗透率低，发展潜力巨大。目前户外行业消费主要集中于户外产品，户外出行服务需求则更处萌芽期。国内每年购买户外用品人数1.5亿-1.7亿人，参与户外活动人数仅5-6千万，户外活动参与率仅4.4%，远远低于国外水平。中国有广大的户外潜在消费人群。过去十年出境或国内长途游中，第一次出行选择常规游的比例为74%，仅有26%选择深度体验活动；第二次出行选择常规游/深度体验的比例分别为69%/28%；第三次出行选择常规游/深度体验的比例分别为65%/30%。户外体验/探险活动的参与比例随着出行次数的增长而显著提高，目前国内在线户外旅行尚处于培育阶段，最早的进入者有望获得先发优势。



图表 18 中国和美国户外活动参与情况对比



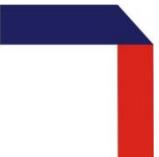
图表 19 户外体验/探险活动的参与比例随出行次数的增长而显著提高



资料来源：中国户外产业联盟、美国户外基金会、

广证恒生

资料来源：OIA, 广证恒生



## 2. 绿野，在线户外旅行的领导者

### 2.1 绿野过去：从公益性质到商业化

从上世纪 90 年代，中国户外从萌芽状态走向发展期，伴随着互连网的发展普及，越来越多的年轻人以网站和论坛的形式自发学习参与户外运动。从人数及影响力方面来看，综合性的网站格局是：北有绿野，南有磨房。

绿野网和磨房网最早都是民间户外爱好者自发创建维护的一个网络平台，刚开始具有某种程度上的公益性质，不带有俱乐部或公司赢利性质，也不带有官方网站的行政风格，基于两座城市在经济、户外爱好者的基础，后一步步发展为颇具影响力的网站。

图表 20 国内两大在线户外活动和户外社区网站



资料来源：广证恒生整理

绿野网成立于 1998 年底，是中国第一家，也是目前最大的一家户外旅行活动网站，在广大户外运动爱好者中拥有强大的影响力。绿野成立后 10 年左右，商业化才逐步提速。2008 年，获得保险兼业代理资格；2009 年，与支付宝、易宝合作推出绿野自游通业务；2012 年，并购六只脚；2013 年，新版绿野活动平台上线。2013 年 1 月探路者公告战略投资绿野网。信息发布收入、广告收入以及户外保险返佣逐步成为公司的主要收入来源。



图表 21 绿野网发展历史

1998 年 3 月	绿野户外网正式成立
2003 年 8 月	组建绿野视界信息技术有限公司，且获得“绿野”“绿野仙踪”等系列注册商标
2004 年	推出国内第一个户外活动强度标准，共分为五级，成为目前国内唯一权威的户外强度标准
2007 年 5 月	成立了国内第一个民间户外救援队——绿野救援队，是民间最有影响力的户外救援机构
2008 年 3 月	获得保险兼业代理资格，并和 AIG 合作推出户外保险卡，解决了户外旅行短期保险的投保难问题
2009 年 9 月	和支付宝、易宝合作推出绿野自游通业务，解决了自助游领队诈骗，游客投诉赔付矛盾
2012 年	并购国内最大户外线路分享网站——六只脚；推出绿野活动、六只脚行踪、绿野滑雪达人手机应用
2013 年	新版绿野活动平台上线；探路者战略投资绿野网

资料来源：广证恒生整理

## 2.2 绿野现状：国内最大户外活动平台

截至 2013 年底，绿野拥有注册活跃用户 300 万，每年出行人群近 50 万人次，绿野旗下 LBS 应用六只脚用户累计分享户外路线超 10 万条、认证领队 4000 多名，分享照片 240 万张。已经成为目前国内最大的户外活动平台。

图表 22 绿野网目前是国内最大户外活动平台



资料来源：广证恒生整理

2013年探路者通过旗下全资子公司（天津新起点投资管理有限公司）持有绿野55.67%的股权，目前绿野PC端共有三个域名：lvye.cn（绿野网）、fooooooot.com（六只脚网）和lvye.com（绿野旅行），其中前两者已经推出了移动端APP。

lvye.cn是传统的绿野社区，主要内容有户外行业资讯、社区论坛、线路、活动、公益、保险等，是户外爱好者的精神家园，用户粘性较强，目前贡献绿野绝对部分收入。主要盈利模式为广告收入（对短途旅游产品收取广告位费用）、佣金提成（对长线旅游产品进行抽佣），“自游通”担保支付系统、保险经纪返佣、企业活动等。

fooooooot.com（六只脚）是2010年2月9日上线的一个GPS旅行社区网站，2012年由绿野收购。六只脚行程，采用“地图游记”方式，在地图上展现出行路线和带有位置的照片、声音、文字等，旨在帮助出行者更好的记录和分享出行体验，更好的选择目的地和计划出行，目前主要应用在移动端，未来的主要看点在外设设备（可穿戴）。

图表 23 绿野中国品牌架构



资料来源：广证恒生整理

绿野旅行lvye.com今年4月18日正式上线，与近百家专业户外旅行服务机构达成战略合作，为户外旅行爱好者提供国内外户外旅行线路产品。“绿野优品”将为户外爱好者提供丰富多彩的极限体验、科考探险、境内精品户外、欧美东南亚市场（与前期探路者收购的Asiatravel.com对接）等高端特色产品。

我们认为，绿野旅行有能力聚集境内外具有特色的线路资源和品质保障的供应商，推出面向全球的深度体验式户外特色旅行产品，配套提供完善的业务对接服务、商户服务评价、交易担保支付、出行保险服务和售后投诉处理机制等，最终在平台上完成消费者户外旅行活动的整个闭环，成为国内在线旅行行业的领导者。



图表 24 绿野旅行首页



资料来源：绿野旅行、广证恒生

图表 25 绿野旅行产品展示



资料来源：绿野旅行、广证恒生

## 2.3 绿野未来：“一站式”户外旅行综合服务平台

旅游行业有一个“1+X”现象，即每个人一年中有1次长途旅行（以家庭为单位可能超万元的花费）以及X次短途旅行。旅行社通常是“1”次服务的提供商，如线下的众信旅游、中青旅、广之旅等以及线上的携程、途牛，这部分客户的粘性相对低。绿野以前做的是“X”，为消费者提供了一种简便旅游报名的平台，积累了大量用户，“X”的用户非常有粘性，他们经常关注绿野网的活动（主要集中于短途、周边休闲旅游）。现在线上OTA在往“X”的方向发展，主要入口是门票；而探路者正在向“1”的方向发展，推出绿野旅行。

经过15年的发展，绿野社区积累了大量具有粘性的用户资源、丰富的线路、众多富有经验的领队资源和一定基础的商业运作体系，为绿野旅行的全面升级拓展打下良好的基础。目前绿野旅行尚处于试运营期，预计8月中旬有望解决支付闭环。

绿野综合平台全面建成后的将向用户提供从户外旅行信息获取和分享、户外旅行线路规划、产品推荐、行程服务、户外技能培训、户外活动评价、户外社区交流及金融服务等一站式的综合服务。



图表 26 “一站式”户外旅行综合服务平台



资料来源：广证恒生

打造“一站式”户外旅行综合服务平台的同时，绿野网的商业化速度也将加快。2013年绿野实现收入约1000万元，其中40%收入来自活动出行的信息发布和活动佣金，35%来自广告收入，10%来自户外保险返佣。未来装备销售收入、租车等活动组织服务收入、金融等衍生服务收入以及机票、保险等其他服务都将成为绿野的盈利来源。预计2014年绿野将实现收入4000-5000万，考虑到前期投入较大，短期暂时无法实现盈利，主要关注点在用户数量、出行数量以及收入规模的增长。

图表 27 户外旅行综合服务平台的盈利来源



资料来源：广证恒生

### 3. 主业稳健，具有安全边际

#### 3.1 户外用品行业龙头

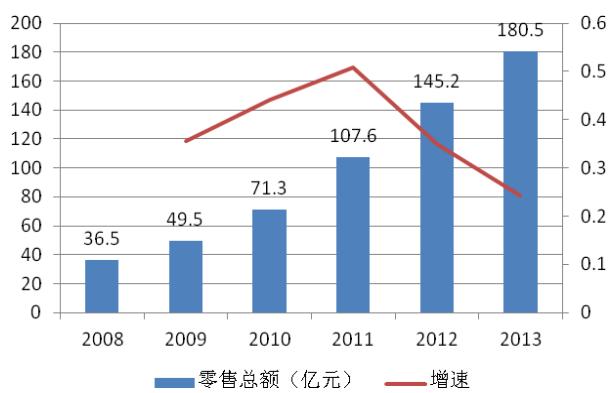
2009 年，全国户外用品零售额为 49.5 亿元，2013 年，户外用品行业零售额达到 180.5 亿元，同比增长 24.3%，最近五年复合增速 29.5%。2009 年，全国户外用户出货额为 26.7 亿元，2013 年，我国户外用品出货额为 96.8 亿元，同比增长 30.9%，最近五年复合增速为 29.4%。

户外用品行业在我国仍属于典型的朝阳产业，随着国家政策的支持，全社会对低碳环保的健康生活方式的提倡，以及在各种线上线下渠道的广泛渗透和大众媒体的大力传播，消费者对户外用品的认识水平以及对户外运动的参与程度逐年提高，新的细分市场增长点将不断涌现，因此国内户外用品市场仍然有巨大的发展空间。未来我国户外用品行业的发展速度仍然呈现“高中放缓”的趋势，并将会持续一段时间。

根据 COCA 的统计，国内户外用品品牌数量虽然持续增加但增速却已出现下降，2013 年中国户外用品年度品牌数量为 891 个（其中国内品牌 458 个，国外品牌 433 个），较 2012 年度同比增长了 8.26%，增速较上年同期下降将近 7 个百分点；从品牌集中度来看，行业出货额超过 1000 万元的品牌数量却仅为 77 个，可见现阶段行业内大部分品牌的经营规模偏小，品牌竞争力较弱，并且弱势品牌有退出趋势，新品牌也不再盲目进入；2013 年度国内户外用品行业出货额超过 1 亿元的品牌为 22 个，该 22 家品牌的出货额占年度行业总出货额的比重为 55.36%，可见行业内主力品牌集中度较高，主力品牌取得了显著地领先优势。

探路者是国内户外用品行业的龙头企业，以“周全的户外保护”为品牌基础，产品涵盖户外服装、户外功能鞋和户外装备三大系列，包括冲锋衣、滑雪装、速干服、登山鞋、徒步鞋、背包、帐篷、睡袋、登山杖、折叠桌椅、野炊露营用具等。据中国国家统计局中国行业企业信息发布中心权威发布消费品市场 2013 年度重点调查结果显示，探路者品牌户外用品的销售量领军国内户外用品市场，在 2008-2013 年连续六年全国市场同类产品销量第一。

图表 28 户外用品行业零售额增长情况



图表 29 探路者市场份额连续 6 年第一



资料来源：COCA, 广证恒生

资料来源：广证恒生

### 3.2 多品牌业务布局稳步推进

探路者公司目前有三大品牌：探路者、阿肯诺和Discovery。主品牌探路者经营稳健，户外同类产品销售量连续六年行业第一，品牌领导力强，目前探路者绝大部分收入均由主品牌贡献。专注于自驾、越野等户外休闲领域的高端品牌Discovery Expedition2013年推出，当年实现收入259万，并表后亏损370万；专注于户外骑行等领域的电子商务品牌阿肯诺(ACANU)2012年推出，2013年收入318万元，并表后亏损233万；Discovery Expedition和ACANU两大品牌均在培育期，盈利尚需时日。

此外，公司也注重产品品类延伸，如自主研发可穿戴设备（蓝牙智能手环、六只脚外设设备），发展童装品类（授权派克兰帝）。户外行业细分市场较多，多品牌的业务布局有望打开探路者长期增长空间。

图表 30 探路者多品牌业务布局



资料来源：广证恒生

### 3.3 线上渠道增长是亮点

根据近年来消费趋势的转变，网络购物渠道地位已举足轻重，据统计2013年我国服装网购规模已突破四千亿，占整体网购规模比重四分之一以上。在此背景下，通过网络销售户外产品的品牌运营公司也越来越多，据COCA统计，2013年网络渠道销售额的增长继续突飞猛进，国内网络等其他渠道户外用品的零售总额已达35.6亿元，较去年同期增长了34.33%，高于行业平均增速，可见消费者对户外用品的购物渠道正逐步细分，部分消费者已从传统线下渠道逐步转向更加便捷的线上渠道。



图表 31 2012Q1-2014Q1 中国网络购物市场交易规模



资料来源：艾瑞网,广证恒生

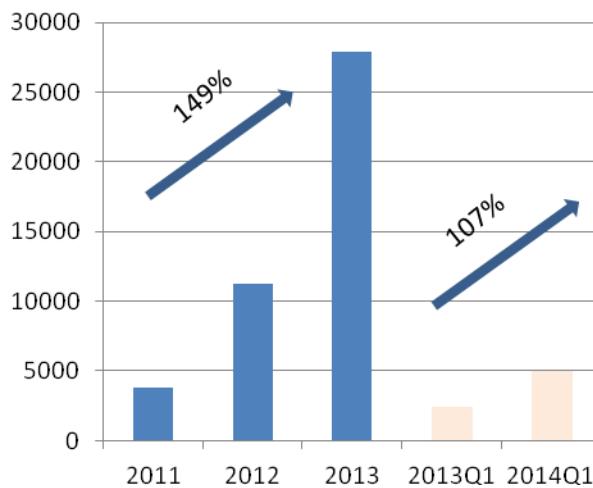
图表 32 2012Q1-2014Q1 中国移动购物市场交易规模



资料来源：艾瑞网,广证恒生

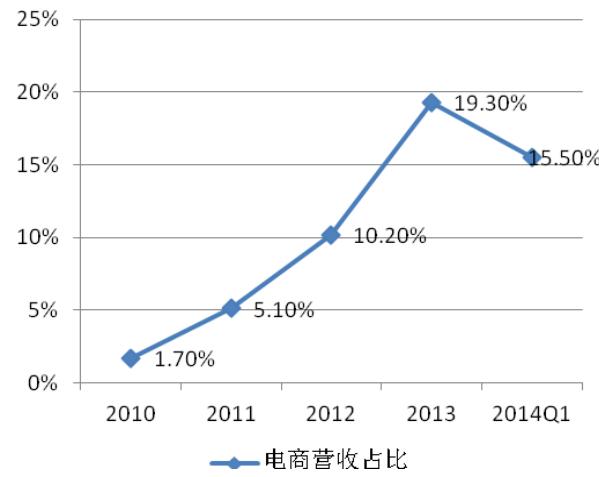
针对消费者购物方式的转变，探路者在大力推动线上业务发展的同时制定了线上线下产品差异化的发展策略，并根据不同销售平台的消费群体特点而组建差异化的线上线下产品设计团队，不断提升线上业务中电商定制、特供款产品的比重，避免实体店与线上店的产品直接冲突；另一方面，公司着力打造电商销售模式升级，充分利用线上渠道特性，扩大线上分销比重，并将加盟商纳入线上销售体系，培养加盟商的线上电商运营管理能力，充分利用其本地化的资源优势，提升消费者购物体验，增强配送和售后服务，实现对不同地区、不同消费群体覆盖。截至2013年底，已经有超过20家线下加盟商加入线上分销平台，并且已发展线上分销商超过300家，部分分销店铺的月销售流水额已经超过100万元，2013年全年电商收入占比接近20%，预计2014年探路者电商渠道销售仍有望保持94%以上的增速，占比将进一步提升。

图表 33 探路者电商营收逐年快速增长



资料来源：公司公告, 广证恒生

图表 34 电商营收占比逐年提升



资料来源：公司公告, 广证恒生

## 4. 业务协同，构筑户外生态系统

探路者积极拥抱互联网，收购 Asiatravel、绿野网，利用互联网思维重构战略体系，制定了多品牌、户外旅行综合服务平台和户外垂直电商的创新战略框架，这三个业务板块相互独立，又同时面向共同的客户，具有协同效应。

增持 Asiatravel，短期对探路者业绩贡献不大，但有利于提升探路者、绿野网、Asiatravel 三者的协同效应，促进户外综合旅行服务平台的建设完善和户外出行服务生态系统的搭建：(1)借鉴 Asiatravel 的后台控制经验；(2)Asiatravel 公司将成为探路者户外综合旅行服务平台在东南亚等地区的海外特色旅行产品提供商；(3) 加速探路者品牌的国际化，提升品牌知名度。

收购绿野网，切入在线户外旅行领域，市场空间放大十倍；有助于探路者在线上的品牌推广，增加线上收入；有助于打通与线下门店的 O2O 闭环。

通过商品+服务+社区模式，三大战略有望打通，构建互联网思维下的户外生态系统；通过线上线下平台，增强与用户的互动交流来挖掘用户需求；根据用户需求，探路者可以提供户外商品+户外旅行服务+户外增值服务的完整解决方案。

图表 35 三大核心战略的互补与协同



资料来源：广证恒生

互联网思维的核心是：用户体验、数据和互动。企业互联网化的主要途径是：产品、渠道和营销模式变革，以及品牌和客户关系管理重塑。探路者“户外产品+户外服务”都紧紧围绕着用户，一方面为用户的户外出行提供咨询、攻略、分享、服务机构和保险等，另一方面为用户的户外出行提供服装、鞋品和装备，进而整合工厂、供应商、研发平台、经销商、实体店、网店等外围元素，打造属于户外爱好者和探路者的户外生态系统，形成探路者核心竞争壁垒。



图表 36 互联网思维下的户外生态系统



资料来源：广证恒生

## 5. 盈利预测与投资评级

探路者采用期货模式，订货会将锁定公司 80%以上的收入。2014 年探路者春夏和秋冬两季订货会金额分别为 7.8 亿元和 13.15 亿元，扣税后金额为 17.91 亿元，再加上部分补货和定制款，我们预计探路者 2014 年收入将达到 18 亿，实现净利润 3.15 亿。

图表 37 探路者订货会数据

时间	订货金额（亿元）	增长	期货执行率	实际收入（亿元）	收入增速
2012 春夏	4.82	66%	87.40%		
2012 秋冬	9.43	61%	91.30%		
2012 年	12.18			11.05	46.68%
2013 春夏	7.25	50%	89.66%		
2013 秋冬	12.73	35%	82.48%		
2013 年	17.08			14.45	30.74%
2014 春夏	7.80	20%			
2014 秋冬	13.15	25%			
2014 年	17.91			18 (估计值)	25%

资料来源：广证恒生整理

我们将分别预测探路者未来三年户外用品和户外旅行两块业务：对于户外用品，我们预计 2014-2016 年探路者线上收入增速分别为 94%、58% 和 49%，线下收入增速分别为 8%、8%

和 8%；对于户外旅行，我们预计 2014-2015 年，绿野有望实现收入 4000、8000 和 12000 万元（假定绿野按交易佣金和广告费计提收入，对应的绿野平台交易流水额估计约在 4 亿、8 亿和 12 亿）。

图表 38 探路者未来三年收入预测

	2013	2014	2015	2016
总收入	144535	184000	229230	285601
增速		25%	27%	25%
户外用品				
线上收入	27890	54023	85175	126662
增速		94%	58%	49%
线下收入	116645	125977	136055	146939
增速		8%	8%	8%
户外旅行				
绿野	1000	4000	8000	12000

资料来源：广证恒生整理（单位：万元）

假定不考虑绿野网的利润贡献，我们测算 2014-2016 年探路者的净利润为 3.15、3.92 和 4.89 亿元，对应的 EPS 为 0.62、0.77 和 0.96 元。我们看好公司从户外用品向户外综合服务转型，在线户外旅行方兴未艾，空间广阔，给予公司“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

- 6.1 线下终端销售低迷
- 6.2 多品牌运作未达到预期
- 6.3 期货订单执行率低于预期



资产负债表		2013	2014E	2015E	2016E
流动资产		1163.18	1396.59	1776.13	2221.53
现金		731.21	900.02	1146.17	1428.02
应收账款		73.13	90.00	114.62	142.80
其它应收款		17.72	5.92	22.96	16.37
预付账款		18.25	13.81	26.03	24.71
存货		291.44	346.54	416.51	548.30
其他		31.44	40.29	49.84	61.33
非流动资产		326.27	406.91	495.52	588.97
长期投资		49.16	68.36	68.36	68.36
固定资产		238.85	307.58	392.05	484.21
无形资产		8.12	7.49	7.18	6.22
其他		30.14	23.49	27.93	30.18
资产总计		1489.45	1803.50	2271.65	2810.50
流动负债		439.16	545.08	723.58	878.40
短期借款		0.00	201.37	106.33	311.51
应付账款		281.64	191.62	428.37	358.04
其他		157.52	152.09	188.88	208.85
非流动负债		0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款		0.00	0.00	0.00	0.00
其他		0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计		439.16	545.08	723.58	878.40
少数股东权益		16.44	13.85	10.40	5.93
归属母公司股东权益		1033.86	1244.57	1537.67	1926.18
负债和股东权益		1489.45	1803.50	2271.65	2810.50

利润表		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入		1445.35	1800.04	2292.35	2856.03
营业成本		722.38	900.02	1146.17	1428.02
营业税金及附加		10.27	12.60	16.73	20.85
营业费用		253.29	297.01	378.24	471.25
管理费用		156.62	185.40	236.11	294.17
财务费用		-9.62	-3.13	1.46	2.48
资产减值损失		44.94	45.00	57.31	71.40
公允价值变动收益		0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润		267.46	363.13	456.32	567.87
营业外收入		15.30	5.00	5.00	5.00
营业外支出		0.78	0.49	0.50	1.00
利润总额		281.98	367.64	460.82	571.87
所得税		40.54	53.31	69.12	85.78
净利润		241.44	314.33	391.70	486.09
少数股东损益		-7.37	-2.59	-3.45	-4.47
归属母公司净利润		248.80	316.92	395.15	490.56
EBITDA		273.23	366.28	461.15	573.76
EPS (元)		0.49	0.62	0.77	0.96

现金流量表		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流		218.27	178.22	552.00	301.36
净利润		241.44	314.33	391.70	486.09
折旧摊销		13.19	17.07	21.79	27.97
财务费用		-9.62	-3.13	1.46	2.48
投资损失		0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动		-49.25	-160.04	140.15	-213.92
其它		22.52	9.99	-3.10	-1.26
投资活动现金流		-54.06	-107.70	-107.30	-120.16
资本支出		-8.11	71.43	85.50	92.19
长期投资		49.16	19.20	0.00	0.00
其他		-13.01	-17.07	-21.79	-27.97
筹资活动现金流		-20.51	-103.08	-103.51	-104.53
短期借款		0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款		0.00	0.00	0.00	0.00
其他		-20.51	-103.08	-103.51	-104.53
现金净增加额		143.71	-32.56	341.19	76.67

主要财务比率		2013	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入增长率		0.31	0.25	0.27	0.25
营业利润增长率		0.39	0.36	0.26	0.24
归属于母公司净利润增长率		0.47	0.27	0.25	0.24
盈利能力					
毛利率		0.50	0.50	0.50	0.50
净利率		0.17	0.17	0.17	0.17
ROE		0.27	0.27	0.28	0.28
ROIC		0.22	0.21	0.23	0.21
偿债能力					
资产负债率		0.29	0.30	0.32	0.31
净负债比率		0.00	0.16	0.07	0.16
流动比率		2.65	2.56	2.45	2.53
速动比率		1.99	1.93	1.88	1.90
营运能力					
总资产周转率		1.12	1.09	1.13	1.12
应收账款周转率		0.05	0.05	0.05	0.05
应付账款周转率		3.39	3.80	3.70	3.63
每股指标(元)					
每股收益		0.49	0.62	0.77	0.96
每股经营现金		0.43	0.35	1.08	0.59
每股净资产		2.06	2.47	3.03	3.79
估值比率					
P/E		27.90	22.11	17.73	14.28
P/B		6.71	5.63	4.56	3.64
EV/EBITDA		22.79	17.26	12.96	10.27

## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中性：6 个月内相对市场表现在-5%—5% 之间波动；

回避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。