



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

互联网传媒

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

*杨艾莉为本报告重要贡献者

探路者投资者交流会纪要： 从渠道切入用户，构建“旅 游+体育+户外”生态圈

探路者(300005.CH/人民币 25.26, 未有评级)于 6 月 29 日召开的 2015 年度投资者交流会，公司董事长盛发强等高管对探路者的业务布局和生态圈战略进行分享。

【核心要点】

1. 目前探路者处于行业领先地位，比第二名高出 6、7 亿的收入规模，公司分旅游、体育、户外产品三大事业群，各事业群到 2025 年增长空间大：

旅游业务目前 3 万亿的市场容量，2025 年达到 10 万亿，有 3 倍的增长空间；

体育业务目前行业规模约 7,000 万，2025 年达到 5 万亿，有 8 倍的增长空间；

户外业务目前 3.8 亿的户外人口，2015 年将达到 2.4 万亿。从美国的经验来看，公司未来还有 16 倍的市场空间。

2. 公司构建了探路者生态圈，三年以后将引入 5,000 万用户的用户共享平台，并且在互联网时代下，将从经营渠道的公司转向经营用户公司，探路者下一步的战略将以用户为主。

3. 在组织结构上，建立了合伙人制度，并制定了股权激励计划：探路者将成为创业者的大舞台，鼓励内部创业，推动阿米巴的组织平台建设，也就是基于公司独立核算管理，把企业划分为小集体，自行制定计划，独立决策，自主成长，让每一位员工成为主角，在企业大平台上获得飞速发展。

4. 未来户外产品市场增长空间大，公司将从户外用品转向户外经济：目前中国的户外运动产品市场才刚刚起步，从户外运动产品的人均消费来看，中国户外用品人均消费 23 元人民币，美国人均消费 890 元，韩国人均消费 600 元，欧盟人均消费 300 多元，我们认为即使达到欧盟的水平，行业还有十几倍的增长空间。预测行业在 2016 年、2017 年将会回升，2018 年会回到 20% 的增长水平。

5. 旅游业发展空间大，到 2015 年，旅游业是一个超过 10 万亿的大产业，公司三年规划将逐步实现 20 亿、50 亿、80 亿收入：2015 年大量的资本涌入，“互联网+”；2019 年人均 GDP 将超过 10,000 美元，休闲度假将成为常态；2024 年，人口红利消失，经济增速放缓，行业巨大的增长力将放缓。因此，我们判断，未来中国旅行还有 10 年的机会，探路者集团的安排布局有前瞻性。

6. 体育产业发展空间大：到 2025 年，体育产业总规模超过 5 万亿，经常参加体育锻炼的人达到 5 亿，人均体育场地面积达到 2 平方米，未来将实现体育市场新常态，体育产品新常态，体育产业新常态，体育拉动新常态。探路者将以价值发现和价值创造为先导，探路中国体育，重点关注体育赛事、体育社区和培训、体育内容及传媒和智慧体育（体育 TMT）。

【公司总裁盛发强介绍探路者生态圈、发展战略及组织架构】

一、产业背景

1. 中国户外产品市场的增长空间大：

a. 近阶段，由于互联网对户外用品价格的下压，中国经济转型导致的消费增幅的放缓等多项因素，使得国内户外运动产品行业增幅下降。总的来看，户外运动产品市场 2013 年、2014 年处于调整期，2015 年增长持平，开始有回暖的气象，**预测 2016 年、2017 年将会回升，2018 年会回到 20% 的增长水平。**

b. 目前中国的户外运动产品市场才刚刚起步，从户外运动产品的人均消费来看，中国户外用品人均消费 23 元人民币，美国人均消费 890 元，韩国人均消费 600 元，欧盟人均消费 300 多元，**我们认为即使达到欧盟的水平，行业还有十几倍的增长空间。**

c. 目前探路者处于行业领先地位，比第二名高出 6、7 亿的收入规模。而且探路者是中国南北极的独家产品供应商，有很强的研发实力和营销能力。未来公司将实现从户外用品到户外经济的转型，因此带来的市场增长空间可以参照美国的历史经验：1) 在户外装备上，2008 年美国 460 亿美元户外运动用品；2) 在户外服务上，2008 年美国 2340 亿美元户外运动旅行（主要分为户外运动、户外观光旅行）；3) 在户外经济上，2008 年美国 7,300 亿美元，占美国 GDP 的 5.2% 以上。

目前以上三种业务的整体比例 1:5:16，因此公司未来还有 16 倍的市场空间。

d. 从旅游、体育、户外产品分业务来看，探路者 2025 年的收入增长空间：

1) **旅游业务：**目前 3 万亿的市场容量，2025 年达到 10 万亿，有 3 倍的增长空间；

2) **体育业务：**目前行业规模约 7,000 万，2025 年达到 5 万亿，有 8 倍的增长空间；

（中国已经在体育产业爆发的井喷性成长的起点，国家目前也将引导旅游作为拉动内需的主要手段：从运动员体育到全民健身；从管控型政府到服务型政府；从政府主体到企业主体）

3) **户外：**目前 3.8 亿的户外人口，2015 年将达到 2.4 万亿。

2. 互联网时代下的特点，包括用户主导、用户社群、用户生态，为此我们将从经营渠道的公司转向经营用户公司，探路者下一步的战略将以用户为主：

a. 以极致的产品或服务塑造口碑；

b. 以独特的文化、细分的产品和有创意的服务渗透社群；

c. 以生态圈的大数据立体服务用户。

二、探路者生态圈的构建

1. 从旅游、体育、户外产品三大事业群来看：

a. 户外及旅游服务：户外社区、旅行机构、户外文化传播、露营地发展、垂直电商；

b. 体育及运动：运动社区、体育赛事、体育传媒、智能健身管理；

c. 户外用品：多品牌户外用品、可穿戴设备、O2O 店铺、零售商资源。

2. 三年以后将引入 5,000 万用户的用户共享平台

- a. 户外用品：除了 Tread（探路者，专注于徒步、登山等较专业的户外领域）、Discovery Expedition（专注于自驾、越野等户外休闲领域）、ACANU（阿肯诺，专注于户外骑行等领域）既有的三项品牌外，未来将引入冰雪项目的户外用品，针对特定人群的业务延展等。
- b. 户外及旅游服务：易游天下、绿野社区（基于服务者展开的旅游服务）、极之美（高端旅游）等项目。
- c. 体育及运动：刚刚组建团队，体育传媒、体育赛事、体育培训等做布局和投资。

3. 探路者云的构建：

- a. 对用户：零距离、强关系、综合产品及服务、个性化产品及服务、高效便捷、社交网络；
- b. 对集团本身：贡献基础服务、定义协同规则、跨单元业务无障碍对接、融汇集团资源、共享用户数据、联合创新；
- c. 对价值链：无边界协作、跨界联合创新、互利共赢；
- d. 对员工：贡献基础资源与服务、直接面向市场、获得资金扶持。

三、三大事业群定位与发展路径：基于“成为运动与旅行健康生活方式的有力推动者”使命，展开的探路者生态圈业务，成为最具整合发展能力的创业平台。

- 1. 户外及旅行服务事业群是用户流量入口；
- 2. 多品牌的户外用品是基石业务，本身也是流量入口，因为目前 30%来自在线收入；
- 3. 体育及运动是未来利润的增长点。

四、合伙人制度

- 1. 不但做了业务上的战略规划，而且在组织变革上也做了充分准备，进行合伙人的建设，从董事会到管理层搭建了创业平台，给创业者文化培养、资本、激励与服务、大数据共享的支持。
- 2. 探路者将成为创业者的大舞台，鼓励内部创业，推动阿米巴的组织平台建设，也就是基于公司独立核算管理，把企业划分为小集体，自行制定计划，独立决策，自主成长，让每一位员工成为主角，在企业大平台上获得飞速发展。

3. 守住两个底线：用户满意度和员工满意度。

4. 制定股权分享计划：

a. 第三期员工股权激励

- 1) 激励来源：1,000 万股票期权
- 2) 激励对象：主管级以上员工全员参加
- 3.) 激励收益：无风险激励；如每股增值 10 元，预计累计激励税前收益不低于 1 亿元

b. 创新性股权激励措施

- 1) 激励来源：三年内董事长个人赠送 1,000 万股股票未来增值收益的 50%

2) 激励对象：战略性创新业务的关键人才

3) 激励收益：无风险激励；如每股增值 10 元，预计累计激励税前收益不低于 5,000 万

【户外事业群总裁彭昕介绍户外事业群业务规划】

一、行业背景

1. 经济：

a. 创新经济和城市化的加快，人均收入接近中等国家平均水平，持续带动消费升级，二三线市场和农村市场空间将扩大，品牌和服务的下沉空间大；

b. 互联网重构生活和消费方式。

2. 行业：

a. 整个行业的户外线下零售总额保持 15%左右的增速(探路者有 18%的增速)，电商维持 50%的高速增长（探路者未来更关注微商渠道，因为这是基于人际交互的最具有粘性的渠道），目前行业存量竞争的贡献还大于增量的贡献；

b. 大体育和冬奥会带来行业利好，未来 10 年有 2.4 万亿的户外经济的空间，户外运动将进一步细分，并从小规模、专业化小群体走向全民的生活方式，带来 1.3 亿的户外人口。

3. 技术

a. 大数据：通过大数据分析，精确洞察和追寻用户消费行为和认知偏好，有效制定精准营销和跨屏和扩界传播策略；

b. 移动互联&碎片化传播：随着智能手机的快速普及，去年电商的零售规模已经超过了 9 亿，过去半年超过 60%以上的电商的交易来自终端，这一数据为我们制定未来的对策有很大帮助。

4. 趋势：a. 品牌为用户而生；b. 精准营销+内容创造。

二、商业模式

1. 商业模式的核心是用户生态圈的运营，辅以大数据运营、C2B2C、智能全渠道、细分多品牌的建设。

大数据运营：互联网云。O2O 的会员的管理（未来 5,000 万人的会员体系）和精准营销。

C2B2C：品牌的功能逐渐弱化，用户的偏好强化，前后两个 C 才是未来交互的最重要的部分。

智能全渠道：体验店+电商+微商，目前 Discovery 在微商的销售量超过了在电商上的销售量。未来只要用户偏好的渠道，都有可能成为公司获取数据、和用户交互的端口。公司未来打算整合 300 家俱乐部，将会有 200 万人用户，提供 200 条户外旅游路线。同时将实现用户细分，包括极限玩家、意见领袖、户外爱好者和大众用户。

细分多品牌：专业装备和智能穿戴。公司与 360 建立了合资公司，是一个智能穿戴的平台。

用户生态：建立用户自我成长的生态

未来 1 亿投入，联合东方卫视，做户外极限综艺节目《贝尔中国》，旗下三个品牌都将会在节目中推广。

2. 今年秋冬，推出滑雪的产品线，探路者推行冰雪产品的优势：

- a. 背景：冬奥会拉动、雪场普及、3亿潜在消费者；
- b. 品牌：线下实体店，电商在流量和销售商绝对领先，国际专业品牌；
- c. 渠道：全渠道，雪场特渠；
- d. 推广：中奥合作，代言人（高圆圆），俱乐部活动，赛事赞助。

三、平台组织：主要归纳为系统平台化、管理服务化

1. 特点

- a. 开放性：全方位的开放接口是平台化组织与外界互动的主要方式；
- b. 优势品牌：一个具有巨大品牌影响力的平台化组织才能吸引优秀的合作者和社会资源，并推进平台的发展，不断衍生新的业务领域，扩大平台规模；
- c. 资源长板化。

2. 具体措施

- a. 组织：事业部、小组制；定制，众筹平台；
- b. 机制：内部市场化，外部接口化（探路者云的建设，也提供了外部互联的可能性）；
- c. 流程：流程和管控弱化，平台和生态诞生，强化服务能力；
- d. 激励：更加强调有效分享机制，合伙创业支持。

四、协同发展

只要有共同的用户场景，就能有交互的可能性。公司将按照不同的服务群和需求，提供不同的产品，实现用户体验的延伸，使得装备规划师可以更好的契合旅行服务的规划，通过智能全渠道实现和用户的粘性的更强。

【旅行事业群总裁甄浩介绍旅行事业群的业务规划】

一、行业背景：

1. 旅行行业发展历程：1999 年起点开始，中国旅行已经发展了 16 年；1985-1994 年，入境旅游兴起；1995-2004 年，公民旅游/黄金周火爆；2005-2014 年，出境旅游；2015-2024 年，消费升级。

2. 到 2015 年，旅游业是一个超过 10 万亿的大产业。

3. 2012 年人均 GDP 超过 6,000 美元，中国出境游蓬勃增长；预测 2019 年，人均 GDP 将超过 10,000 美元，休闲度假将成为常态。

4. 未来中国旅行的拐点：

2015 年大量的资本涌入，“互联网+”；

2019 年人均 GDP 将超过 10,000 美元，休闲度假将成为常态；

2024 年，人口红利消失，经济增速放缓，行业巨大的增长力将放缓。

因此，我们判断，未来中国旅行还有 10 年的机会，探路者集团的安排布局有前瞻性。

二、产业机会

1. 人口红利的机会：来自于三线城市、四线城市和城镇，大众旅游的增量基础来自于中国的城镇化发展。
2. 消费升级的机会：产品形态升级，跟团游、自由行、当地游、定制游；产业内容升级，观光、休闲、体验、沉浸；消费人群细分。
3. 互联网的机会：从垂直分工到水平发展。

三、发展定位

1. 集合事业群，定位“苦练内功，群狼战术”，旅游行业有很多的大鳄，通过人才（小群组创业）、战术进行赶超。
2. 打通产业链：“完善布局，产业价值，围城战术”，目前集团下已经有6个独立的法人企业，2个参股企业，在产业链布局上已经初具规模，目前已经实现细分用户，未来可能会从出行方式上进行细分布局。
3. 形成生态圈：“整合发展，形成闭环，航母战术”，70%以上的用户都能找到自己的位置。
4. 未来布局：旅游金融、大交通、目的地、户外基地。

四、三年发展规划

1. 数量上：20亿；50亿；80亿。
2. 重点项目建设：
 - a. 境外的 PMS 建设：基于目的地的一手采购、碎片化产品聚合。PMS 系统使得用户可以在国内预订国外的服务，探路者的优势在于是亚洲旅行的最大股东，在东南亚 11 个国家有自己的地接社。
 - b. 创造户外度假营地建设。
 - c. 全球精品小游轮平台。
 - d. 绿野 O2O 平台：目前有 6,000 个绿野领队。
 - e. 旅行规划师 OTP，线下体验店。

【体育事业群总裁张涛介绍体育事业部业务规划】

一、中国体育产业的发展现状

1. 2025 年，体育产业总规模超过 5 万亿，经常参加体育锻炼的人达到 5 亿，人均体育场地面积达到 2 平方米；
2. 未来将实现：体育市场新常态，体育产品新常态，体育产业新常态，体育拉动新常态；
3. 探路者：以价值发现和价值创造为先导，探路中国体育。

二、发展规划：全面布局体育产业链，把握民众体育产业的生活方式的节奏，最终通过并购和产业投资的方式打造一个多产业协同的产业集团。

优势：既有业务的行业品牌；用户基础；融资能力。

弱势：缺乏体育产业运营经验；缺乏专业化运营团队；体育行业资源的匮乏。

机遇：政策利好；民众购买力向休闲消费转化；体育创业者增加；垂直细分领域的机会；资本市场已有极大完善。

挑战：产业政策法律风险依然显著；产业主体——富有影响力，且知识产权充分的市场化赛事缺乏；体育人口匮乏；产业链条不完整；超长期行业。

三、关注的重点

1.体育赛事：体育产业金字塔的顶端；充分市场化的赛事 IP 是体育产业全产业链持续健康发展的基础；竞技体育和群众体育赛事并重；符合市场需求的赛事运营模式是关注重点。

2.体育社区和培训：社区是持续参与体育活动的前提和体育产业化的根本保证；体育 O2O 产业的关键一环；基于社区的青少年培训是体育人口生成的源泉；体教结合是体育社区建设及体育培训的产业化的关键。

3.体育内容及传媒：传统体育内容的传播方式是培养体育人口的桎梏；针对细分人群的精准内容是巨大蓝海；体育内容的 O2O 模式决定体育传媒的未来。

4.智慧体育（体育 TMT）：新技术的发展为体育活动带来更多参与可能；TMT 对体育产业的最大价值在于文化的培育和认同；软硬件和融合助力体育产业升级。

四、未来三年规划

1. 整体规划

a. 上市公司直投和产业基金并重，以股权投资为主要介入方式：因为既往的时候不像前面介绍过的户外用品有成型的载体，就我们而言通过直接投资和相关的这种并购投资，通过股权投资的方式获取相关的投资标地，进而通过产业链条的布局，来创造我们更大的价值，从而为相关的未来探路者体育的载体的培养创造自身的条件。

b. 专注类别，进行产业链条布局。

c. 以价值投资为主。

d. 在被投企业中选取优秀企业，做实业务板块。

2. 具体目标

a. 完成一期基金募集并开始二期积极募集；

b. 基本完成体育社区和培训、体育赛事、体育传媒、智慧体育四个领域的产业布局框架；

c. 打造一支专业优秀的投资团队。

3. 体育业务发展的策略

a. 三个专注：大体育行业，选择性关注相关产业项目；

b. 系统化打法：明确相关并购主题的情况下，通过系统的分析扫描，持续进行投资，同时注重于探路者生态圈之户外和旅游产业的融合发展，协同增效；

c. 非常主动的价值建设：充分借助探路者的品牌和资源，主动争取优秀项目；积极参与投资后管理，以资源输出和管理提升为价值增值主要方式，建立行业口碑；对于公司业务及团队较为成熟的项目，积极谋求控股，并做强做大相关产业。

4. 例子：探路者滑雪项目

a. 目前国内雪场的现状：一类以东北三省为主滑雪的渡假村，像张家口万龙等；第二类像北京的南山等中型滑雪的基地；第三是小型滑雪场；第四是儿童戏雪乐园。

b. 国内滑雪场分布的态势：长江以南区域雪场的经营状况，除四川两家中型滑雪场外，其他均为小型滑雪场，主要分布在浙江5家、湖北2家、重庆2家、四川2家、贵州2家，综合客单价在250-300元不等，远高于华北及东北区域。

c. 结论：苏、浙、沪、闽、川、渝、湘及武汉区域，经济发达、区域人口密度大个、交通便利、地理资源丰富、对冬季冰雪旅游运动热望，参与度高。

d. 公司计划在长江流域建设50家以上的滑雪场。目前来看，南方雪场建设发展的瓶颈是保雪，千辛万苦把雪造出来后，冷空气吹袭之下，环境温度虽然降下来，但地表温度仍然很高，人工制成雪很快融化。破解南方建雪场的尴尬是存住雪，存好雪的造雪设备和保雪技术，人为干预地表土壤温度。探路者滑雪场展现给客户的，良好的雪质，优良的硬件设施（使用安全舒适）和专业的服务水平。

e. 探路者雪场投入产出分析：每个雪季13周营业期，平日60天左右，周末节假日20天左右，元旦春节10天，平日日均500人次，周末日均3,000人次，元旦春节日均6,000人次；接待客流量10万人次以上。综合客单价200元（门票30元/人，平日滑雪团购价180元/两小时，周末节假日滑雪团购价240元/两小时，戏雪乐园100元/人，餐饮人均20元）；营业收入1,500-3,000万元；运营费按照营业额20%取费，约600万；设备设施采用直接折旧法，折旧年限10年，无形资产分摊十年，共约175万/年。

f. 探路者雪场项目的整体发展节奏是2015年，投资1家雪场试营，管理运营团队开展第一个雪季的管理工作，同时各岗位扩充搭建管理团队；2016年，营业收入并结合融资，再建设10家雪场，原有雪场适当扩大规模；争取该雪季接待滑雪游客数量突破60万人次，年综合营业额达到3亿；继续培养扩充管理团队；同时着手占据50个以上的雪场场地资源；2017年，上年度营业收入并结合新投资，再建设30家中、小型滑雪场，原有雪场继续扩大规模；争取该雪季接待滑雪游客数量突破300万人次，年综合营业额突破6亿；2018-2021年，对原雪场继续扩大接待能力，优化管理；期间扩大区域范围收购、新建中小规模雪场，总数量突破50家，雪季及其他季节接待游客总数500万人次以上，年综合营业额突破10亿元。

g. 探路者雪场四季的经营内容，除冬季积极拓展滑雪项目外，以四季特色项目经营雪场。依托山地优势，建设春、夏、秋露营基地。春、夏、秋季开展综合娱乐项目。

【公司董秘张成介绍募投项目】

一、概述

1. 探路者云：未来做到8,000万用户，基础设施，项目协同、大数据的分析的基础。

2. 露营滑雪体验中心：O2O线下体验店，完整户外场景的集中体现。

3. 安全平台&垂直电商：做支撑作用。

4. 绿野O2O：户外活动交易，流量入口，力图成为户外活动的第一平台。

二、募投项目对生态圈的意义

关于募投基金，一共是募集 21 个亿，从三个事业群确定来看，21 个亿里面基本上没有对于体育事业群涉入，也没有对户外事业群具体的内容：这主要是因为我们对于三个事业群发展的定位，希望未来三到五年之内希望三个事业群各占 1/3 的江山，希望投 30 到 50 个亿，去促进业务的发展。从募投的规划来讲，是要有非常清晰的项目和标地的，在今天我们有些项目还难以具体呈现出来，我们也留了空间和余地，在资金到位之后，随着对体育事业群和户外品牌进一步思考的成熟以及节奏，未来做一些统筹和考虑。

三、未来三年重点突破方向

1. 滑雪服务
2. 冰雪品类的突破
3. 旅行规划师

【自由提问与回答】

Q：公司体育传媒的布局？

A：并非传统的体育媒体（如《体坛周报》、新浪体育）等，而是以体育传播为核心。例如，体育专业知识的传播和培训。（包括未来的冬奥会）

Q：体育产业跑马圈地，公司如何拥有竞争优势？

A：探路者也在继续看体育项目，哪些业务板块未来有高成长的可能性，主要是寻找重点业务的突破，然后叠加资源，做生态圈。有优质成长潜力的创业公司，帮助他们成长。做成细分领域的巨头。

Q：生态圈需要 IT 研发投入，公司在 IT 上的投入和人力？

A：互联网企业是技术驱动。过去欠缺系统技术人才，接下来的探路者云的建设是做信息化的解决方案。公司收购的绿野、易游天下有较强的技术能力。第一次募投项目有 2,100 万投入信息化建设。2009 年开始，投入一套 SAP 的信息化系统，在传统企业中，都是比较领先。IT 实施以外包进行管理。负责探路者云的 CTO，已经于 6 月入职，正在进行项目规划。

Q：公司过去轻资产，现在的项目都偏重资产？

A：旅行行业的发展资源：抢用户或者抢资源。旅行行业线下资源的稀缺性越来越凸显。我们认为有必要去自己投资滑雪、户外的体验中心。长期来看，可能有 30 个城市，500 家。因此，前面的 10 家，需要自己来做，做出标杆。

Q：探路者的旅游事业群，未来到 80 个亿的营收规模，具体的构成？

A：我们认为 80 亿不难达到。旅行频次逐渐增加，客单价约 5,000 元。做到 80 亿元，大约 200 万用户每年，就可以实现 80 亿的营收。目前旅行事业群，可以承载。B2B 是基于目的地的营销，未来，携程国旅都可以使用我们的产品。B2C，大力发展旅行规划师和户外领队。到明年，打造 1 万个以上的旅行规划师。一个人服务 200 个客人，就可以达到 200 万用户。我们的高端定制旅行，南北极也正在布局。

Q：体育事业群中，除了冰雪之外的项目？

A：目前由一个体教结合的项目，目前已经进入 DD 阶段。体育智能软硬件结合的项目；赛事运营团队的项目，都进入谈判阶段。

Q：公司预期到 2018 年的 10 亿净利润分拆？

A：户外用品 5-6 亿利润，体育和旅行 2-3 亿利润。

Q：公司认为 2017-2018 年户外用品的增速回暖判断（20%）？

A：1) 事件驱动，冬奥会。冰雪运动是重装备，会对行业客单价有提升。2) 消费者从户外爱好者向参与者的转变。行业竞争进入相对平衡。会对行业促进更加强化。3) 未来行业交易，主要是连带销售。过去消费者只是户外爱好，现在更多可以为消费者提供整套装备。

今年，6 月 26 日，天猫流量下降 30%，但是探路者销售增长 20%。主要来自连带销售，和会员重复购买。

Q：微商如何切入？

A：微商目前由 5 万卖家规模；线下 1,600 家自营门店，加上途途户外的 900 家门店。可以在门店，把消费者从卖家变成买家。在线上、线下的占比，都可以帮助微商渠道的提升。

Q：体育板块是定位利润增长点，滑雪业务比较烧钱，如何帮助体育盈利？

A：滑雪场项目，我们做了很好的区隔。对滑雪场的区域、运营、技术都有独特的优势。今年样板店的推出，可以看到很好的模式。我们在看的项目，不太关注短期没有现金、利润产生的项目。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371