



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610)66229343
shi.kuang@bocichina.com

*冯秀娟为本报告重要贡献者

探路者调研纪要：“户外+旅行+体育”协同发展，打造以旅行为核心的服务提供商

事件：2016年1月19日，探路者(300005.CH/人民币 18.95, 未有评级)组织投资者交流活动。会上公司公布了2015年业绩快报，并对公司三大事业群的进展情况以及2016年的战略规划进行了介绍。

一、2015年业绩快报及12月经营数据

2015年销售收入实现了超预期增长，并购的旅行服务板块的公司所实现利润也超过了对赌条款中的预期，很多人不知道如何安全地参加户外运动，导致这个市场进一步爆发之前有一个调整期，整个户外运动市场不够成熟。公司推出有体验式的旅行，跟公司户外运动板块相衔接，鼓励更多的人去参加户外运动，去产生未来的协同销售以及带动整个国内户外旅行的氛围。

图表 1. 探路者营收情况

项目	2015年	2014年	增减幅度(%)
营业总收入(亿元)	37.6	17.15	119.2
利润总额(亿元)	2.99	3.32	(10.1)
归属于上市公司股东净利润(亿元)	2.65	2.94	(10.03)
项目	2015年期末	2015年年初	增减幅度(%)
总资产(亿元)	27.50	17.67	55.58
归属于上市公司股东所有者权益(亿元)	14.1	12.48	12.98
归属于上市公司股东所有者权益(元/股)	2.74	2.43	12.76

资料来源：探路者，中银国际证券

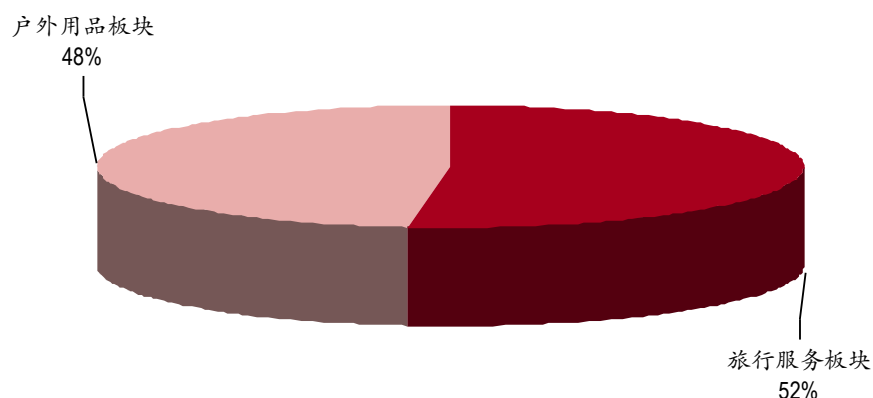
注：由于旅行服务板块业务的并表，探路者在报告期内的营收实现超预期的翻倍增长；

净利润增速下降的原因：一方面系整体消费宏观环境的影响，户外运动市场处于爆发前的培育阶段，户外用品市场竞争加剧，导致毛利率有所下降；另一方面，公司的旅行服务板块的相关业务处于快速开拓期亏损2,000万元。

线上线下销售情况：线上的销售收入较去年增长6%左右，线下的销售收入略有下降，源于对业务的整改升级。公司希望开出具具有体验功能的大店，对体验功能不是太好的进行了关闭，已经关了一百多家，线下店铺店效略有提升。

营收构成：旅行服务板块贡献营收19.54亿元，约占公司整体营收的52%。

图表 2. 探路者营收构成



资料来源：探路者，中银国际证券

图表 3. 户外用品板块

	2015 年(亿元)	同比增长(%)
营业收入	18.1	5.7
合并净利润	2.9	(2.6)

资料来源：探路者，中银国际证券

图表 4. 旅行服务板块

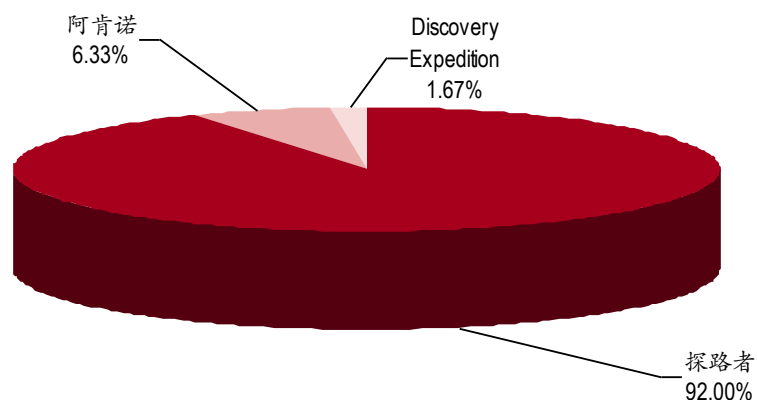
(亿元)	2015 年
营业收入	19.5
合并净利润	(0.2)

资料来源：探路者，中银国际证券

2015 年三大品牌销售情况

主品牌保持了稳定的趋势，探路者品牌收入从 2014 年 16.53 亿元增长到 2015 年 16.56 亿元；阿肯诺品牌从 2014 年 0.18 亿元增长到 0.30 亿元；Discovery Expedition 从 2014 年 0.34 亿元增长到 2015 年 1.14 亿元。**Discovery** 新品牌经过了三年多的培育时间在户外用品行业成为亿元俱乐部的一员，整个户外用品行业在国内破亿元的仅十家左右。

图表 5. 探路者三大品牌销售占比



资料来源：探路者，中银国际证券

二、2015 年三大事业群重点业务进展

户外生态圈经过了一年的夯实跟沉淀，在诸多方面取得了良好进展，标志性事件是今年七月份公司正式变更成探路者控股集团有限公司，公司名称的一系列意义上标志着公司从一个户外用品的提供商变成了户外用品、旅行服务、大体育产业三大事业群协同发展的综合业务发展集团。户外生态圈的成员日益丰富，这些成员都是充满协同机制的整体。未来也会把三大事业群组成一个协同有效机制，形成以用户为中心，整体以数字为驱动，以生态为协同的生态圈。

易游天下：

ETS 旅游交易平台已完成升级改造工作，

已在电商、微商交易平台共计上线 1,100 多条线路产品，对原有线路优化约 600 条。

现已招聘 1,000 多位优质规划师，持续提升消费者的旅行体验。

探路者集团国内首家户外旅行+O2O 体验店开业，探路者旅行·易游天下希望通过线上线下业务联动的创新模式，搭建 O2O 购物平台，满足消费者网上浏览线下体验的全方位需求。

绿野：

绿野直通车从 6 月下旬已开始试运营，通过整合交通资源和规范化司机的服务，提升用户的出行体验。

以直通车为载体推行官方活动的开展，有效整合交通资源和规范化司机的服务，建立标准化的领队服务体系，提升用户的出行体验。

极之美：

极之美通过树立精品定制的服务来打造比较高端的产品。

借助淘宝“聚划算”、去哪儿等互联网平台去开展活动，打造全方位的品牌形象。

注重互联网化产品的开发。

增资行知探索：

公司拟以所持极之美的全部股权（占目前极之美的股权比例为 56.52%）对行知探索进行增资，增资完成后，公司将成为行知探索的股东，极之美成为行知探索的全资子公司。

通过这个举动公司吸收行知探索的优势资源，共同去夯实户外生态圈的建设，在数据用户方面也产生强有力的协同。行知探索有三块业务，一是体验式赛事；二是体验式培训，用来树立高端品牌形象；三是体验式旅行。这三大板块将与探路者的生态圈形成更紧密的协同和联合。行知探索在体育、体验式旅行、赛事方面非常有名，今年 12 月在新三板挂牌。

体育事业群：包含赛事运营、文化传媒、智能健身管理、冰雪运动、体育培训五大部分。

建成首个滑雪场——探路者中岳嵩顶滑雪场，将于 1 月 23 号开业，未来将在长江流域建设 50-100 家滑雪场。

三、2016 年战略升级

公司愿景：为大众提供户外运动和体验式旅行的极致服务，成为引领健康生活方式的社群生态组织。

探路者创新中心启动 2 亿社群生态孵化基金：2016 年 1 月 13 日，董事长在微博易“风向 2016”自媒体升级与引爆峰会上公布成立社群生态创新中心，并启动社群生态孵化基金，规模 2 亿元。为与探路者社群生态战略契合的户外、旅行、体育行业的自媒体达人提供资金支持。

Q&A

Q1：滑雪场的雪季能够持续多久？

A：根据过去类似地方的雪场来看，应该是有 3 个月左右的雪季，从 11 月底到 3 月初。我们目前建设的滑雪场从开业在营业结束，估计雪季有半个月到两个月。这次的开业时间已经过了正常雪季的一半时间，此滑雪场的本意并不是要在这个雪季里创造营业收入，而是实现两个目标：**（1）通过试运营来判断在建雪场的初期**，孙波所运用的技术是能够在气温高于 7 度的情况下保持良好的雪质，体现出技术的成熟。**（2）初步打造和培养雪场运营的团队**。若从 1 月 23 日开业到三月初，这两个目标能够得到初步验证，我们在 2016 年便会投放 5 到 6 个雪场的建设。目前来看冰雪产业才刚刚开始，在 2022 冬奥会之前，在 2018、2019 年之后才会有更大地发展，所以 1 月 23 日后开业的滑雪场具体运营数据并不能说明成败，而是在于对两个目标的验证和对 2016 年的判断。

Q2：投资规模是多少？

A：我们希望能够在 3-5 年建成 50 到 60 座滑雪场，滑雪场的平均规模应该在 3,000-5,000 万。目前第一个滑雪场希望对未来其他雪场建设树立标杆，所以这个投资会相对大一些。总共有 3 期投资，今天的试运营是第一期，投资在 4,000 到 6,000 万左右，三期总共在一个亿左右。不一定所有建设的雪场都是一个规模，会根据地理地质和定位不同而有差异。70%-80%的雪场规模都是在 3,000-5,000 万。

Q3：易游天下的主要盈利模式是什么？未来两年的盈利前景如何判断？

A：我们切入旅游市场是有一个过程，在 2013 年前，它只是一个品牌运营公司，以设计、生产、销售、货运为主。我们思考认为这种模式继续往下走会遇到挑战，因为市场质疑我们销售的增长速度在下滑，似乎这个行业已见顶，当然这个认识是片面的。下滑并不代表见顶，因为户外运动者的成熟和转换速度远远落后于户外用品产能的提升速度，导致销售额增长乏力。2014 年是 280 亿户外用品的零售额，平均每人不到 20 块钱，在欧洲是 170，韩国是 400 多。下滑原因：国家产能的释放导致很多产业产能过剩。2014 年公司收入里，户外用品 90% 多，其中 70% 多人非户外爱好者，与普通服装相比，我们的竞争优势不明显。只有让人们到户外运动中，我们才能起到更大的作用。那如何做到呢？设计有意思的活动，所以户外旅行不仅仅可以改变公司经营结构，更体现了企业的社会价值。所以我们收购了绿野，想将其打造成为户外交易平台，然而后来没什么起色。因为我们想做的旅行服务平台和绿野团队不匹配。因此若想做好户外交易平台，要找懂旅行的人，从而产生收购易游平台的想法。

收购是基于两点：他们已经在线上做到8个亿的交易规模，有系统的支撑和完善的运营体系。另一方面是他们领导层对旅行的理解和执行力。我们收购是为了夯实运营核心的旅行服务平台，并不看重现在易游做的普通旅行服务。通过他们的团队、系统和对旅行服务的理解和整合来帮助打造线上的旅行平台。

因此我们对易游的战略目标做了调整，提出做“有温度的体验式旅行”，有两个标准：1) 有温度：有格调，内心有触动；2) 体验式：要参与其中。这和我们做的户外旅行目标相同，也是做以自然为主题，深度体验为主的有个性的旅行服务产品，以吸引更多人加盟和实现价值承载。这种转型对团队也是挑战，他们今年要求收入的10%~15%要来自体验式产品，明年是30%。这样的话今年5亿左右，明年10-15亿。

Q4：三大事业群如何发挥协同效应，形成完善的生态圈和闭环运作？

A：长期来看，公司是一个提供极致旅行为核心的服务提供商，未来也会将架构重整成4个层次：1) 构建流量入口，通过社群、APP与潜在运动和户外需求的消费者进行沟通，初步建立消费者的属性标签和喜好。2) 针对这类人群，通过大数据来整合需求，生成生产产品的核心驱动力。3) 通过交易平台来进行交易。4) 基于这样需求的产品创新和制造过程，既包含户外运动硬件本身，更包含体验式旅行为主的供应链资源的整合。

易游天下在未来2-3年存在两个职能：（1）成为体验式旅行产品的研发提供商（2）研发后也承担一部分销售职责，有门店、旅行规划师、以绿野为核心的平台。通过产品的塑造和销售，来拉动整个集团成长的驱动力，带动户外用品的升级，从而形成整个生态圈，实现社区生态的定位。

Q5：目前国内滑雪场的运营人才还相对缺失，能介绍一下孙波在滑雪场方面的运营管理经验吗？

A：孙波近两年没有经营滑雪场，我们也不寄希望于用他过往的经历来对雪场的运营水平产生提升，他的价值核心在于两点：1) 他过去做造雪设备，在同等条件下能用更低的成本造出更好的雪质。2) 拥有新技术：能够在气温高于7度的情况下保持雪场的正常运营。一般的雪场运营周期很短，原因在于气温高导致雪难以保存。在运营方面，已经和日本比较有名的雪场管理公司展开合作，将来可能会将雪场外包的形式与有运营能力的管理团队进行合作。

Q6：目前国内的户外装备比较缺失，并且比较贵，公司是否有进军滑雪板领域的计划？

A：短期不会考虑。类似滑雪板这种专业设备并不适合公司直接介入，更倾向于引进欧美成熟的品牌和技术。滑雪服的话可以作为品类推出，其实今年已经上市了，夏雨是代言人。

Q7：易游天下收入从14年的8个亿到今年的35个亿，增长很快并且超预期，增长原因是什么？

A：原因在于它已经形成了支撑的IT运营系统，不过增长有限的背后有资金原因，也因为他们想在旅行市场赚到钱。很多大的旅行公司也在2015年遭到了亏损。目前的旅游市场还处于抢地盘的阶段，还没有到收获的时间。因此，以规模为第一追求，降低毛利预期。易游合并进来后，公司整体毛利率大幅下降也是因为易游毛利率很低（不到2%），但要想在未来挖局价值的话，现在就要把规模做起来。

Q8: 绿野和极之美在去年的收入拆分情况怎样?

A: 极之美的有, 但是不重要了, 因为在转股协议签订后, 我们视同已经放弃了极之美本身运营的控制。收入有 3,000 多万, 利润略有亏损。绿野去年收入在 900 多万, 亏损大概 1,000 多万。好在经过去年一年, 我们找到一条路使得在 2016 年使绿野复兴。我们对 2016 年绿野实现盈利有很大信心。

Q9: 能谈一下绿野如何实现盈利吗?

A: 绿野定位于旅行服务的交易平台, 不过现在想分两步做, 因为把领队及其他服务提供商的商品拿上来直接卖已经失败, 因为绿野团队对旅行服务不熟悉。明年也会这样做, 但是以自己的团队为主题, 打造深入体验的产品。在基本体系搭建起来之后, 再接纳更多的品牌在该平台上进行交易。

Q10: 户外品牌方面, 对比三夫户外这种多品牌运营商, 公司这种单品牌商有何优劣势?

A: 我们定位的是服务商, 我们的户外产品只是用于满足服务需求的。首先要玩好, 然后产生对户外产品的主动需求, 带动产品销售。只有不关注户外运动的人才不会关注品牌这个东西。其实, 户外运动中更应该关注的是否适合, 是否具有便捷性。

品牌本身不重要, 重要的是同在一个社群的人一起交流。以品牌界定公司发展在互联网时代不合适。社群这词很时髦, 社群比普通的人群在推广方面更强大, 因为社群是有相同价值观的人。品牌一定是小众的, 我们希望不在于品牌本身作为核心, 而是精神的塑造, 做好服务, 让人对探路者有敬畏感, 让一群有相同价值观的人满足其需求, 称之为社群生态。

Q11: 公司从依赖于产品销售的盈利模式转型到以服务为中心的衍生需求, 在做这种方向延伸的时候如何保证业绩?

A: 1) 公司成立生态创新中心, 目的是扮演公司转型的尝试, 保证转型稳健。

2) 户外本身的发展来看还很小, 利用冬奥会的契机, 未来会带来大量增长, 维持利润没问题。

3) 我们做让自己有利于公司长期发展的事情, 其次才是投资者需求。

Q12: 三夫户外目前有 16 万会员, 公司收入的 64% 来自会员销售, 用户粘性很高。那么探路者的会员体系和数量是怎样的?

A: 我们现在在重造会员关系, 核心是重构与消费者互动的关系, 不是一次性买卖。“CM”系统显示, 公司的消费者数量已经达到 500 多万, 会员数量用收入/客单价就可以算出。但是会员数量本身不重要, 重要的是会员有多少复购率, 14 年 18% 左右, 数据不太好。

原因多方面, 1) 公司以前的产品结构不够丰富, 以后会丰富产品结构; 2) 围绕有户外出行的人的需求, 未来将产品装备用于支撑户外出行。

Q13: 15 年户外用品中渠道上, 直营和加盟占比各是多少?

A: 收购 4 家加盟商后, 可控制的渠道占到收入的 75%, 纯粹加盟的不到 20%。

收购 4 家的原因: 1) 近几年竞争激烈, 品牌声誉在下降, 希望增加更多的控制; 2) 长期来看, 线下店面价值很重要, 对于我们这种做整个旅行服务全渠道的服务提供商来说, 线下渠道带给消费者的认知和感受会很好。

效益来看，线下生意本身来讲是业绩是下降的，下降幅度2%，但由于店的数量减少了，店效反而提高了。对于实体店面，我们更关注未来怎么更好的发挥作用。马甸是一个很好的尝试。

Q14：公司库存情况？

A：不考虑收购的公司，公司自身的库存是降低的。但是考虑并购的公司后，公司整体存货大幅度增加。未来2-3年内的一项重要工作便是去库存。

Q15：既然折扣太大造成公司美誉度下降，那么未来1-2年，探路者产品销售是否会采取更高端策略？

A：1) 公司转型取得实质性突破之前，会小心处理现在户外支撑业务的关系；
2) 目前销售折扣下滑问题，不应该是品牌商来控制销售折扣的问题，因为社群的形成对品牌形成割裂，公司需要做的是创造一种需求，做出新产品来，来让用户对品牌形成依赖，而不是折扣。未来公司会通过快速反应和提升零售店管理技能来消化库存。

Q16：滑雪场未来布局在地段选择上怎么考虑的？目前好位置基本被抢占了。

A：占领好地段的主要是高端、专业的滑雪场，我们定位不是高端，大众的，我们定位的滑雪场位置集中在秦岭以南黄河以北的中原地区。湖南湖北、长三角、江浙等地区，气温相对高，滑雪场目前运营困难的，物质收入相对丰富的地区。我们利用的是在高于7度以上温度技术。满足对中部、南部雪比较少的地区的群众需求，并作为生态区的流量入口。

Q17：三夫户外有自己的IP，跑马拉松，是否有收购或培育IP的打算？

A：公司之前考虑过收购赛事运营公司，后来觉得通过赛事运营来赚钱这件事不靠谱。公司未来不排除投资类似的公司，目的是获取流量。

Q18：绿野领队制度的安全问题，之前有案例出现事故，以后如何解决？

A：领队本身不能保证安全，理论上需要有社会体系的支撑。公司目前成立了探路者户外安全公司，以社会化方式解决户外安全问题，包括搭建安全平台、与有关部门合作在出险后营救。未来希望通过该户外安全公司的运营解决这个问题。

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士，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)68604866
传真:(8621)58883554

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)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

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)39886333
传真:(852)21479513

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)66229000
传真:(8610)66578950

中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY10020
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

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)64128856/64128630
传真:(65)65343996/65323371