

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：传媒

旷实\*

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

\*冯秀娟为本报告重要贡献者

# 探路者调研纪要：体育板块 投资成果斐然，助力社群生 态战略转型升级

## 事件：

2016年4月12日，探路者(300005.CH/人民币 19.19, 未有评级)召开社群生态体育投资项目说明会，主要介绍探路者体育项目板块的发展思路，展示体育基金已投资项目核心价值，并对体育业务未来布局规划做出介绍。

参会领导：董事长兼 CEO 盛发强，副总裁兼户外事业部总裁彭昕，副总裁兼旅行事业群总裁甄浩，公司副总裁兼体育事业部总裁张涛，常务副总裁蒋忠富，副总裁兼董秘张成等

## 一、对体育板块的认知和定位

高级副总裁兼董秘张成

探路者做体育的原因，除了国家重视之外，还有一个原因是，**户外本质是体育的一个分支，因此体育是我们不二选择**。目前国内的体育基础很薄弱，我们选择采用基金投资方式来孵化项目。初期作为社群生态的一部分，主要是流量的进入，后期有规模后，进行更大的并购整合，装入上市公司体系。经过过去一年的运作，成绩斐然，初步形成以张涛为核心的投資团队，顺利完成5个重要投资项目。未来3-10年，公司有望将体育作为生态核心板块。

## 二、五大投资项目介绍

基金的投资方向概括成一个词：体育大健康。

### 1. 奥美健康：专注于中国最有影响力的运动评估平台

奥美健康于02年成立，专注于中国最有影响力的运动评估平台。15年10月新三板，是新三板第一家提供全面健身服务的公司。主要为健身者提供科学健身指导，运动损伤康复服务，大数据支持等。已获得10多项专利技术，服务400万人，5,000万条运动评估数据，生命全周期人群全覆盖。为1,000多家健康服务机构提供健康评估方案。

据调查，跑步者中70%左右有损伤。运动需要科学把控，才能带来健康。对于自己身体指标的了解成为运动者的刚需，对身体评估和科学策略成为运动人群的重要入口。

奥美体适能集成业务专业市场占有率为70%。奥美是第一家把科学体育运动评估引入医疗机构的公司，目前正在做全国范围的课题，致力于建立科学运动健康的标准。

**奥美服务对象：**为体育政府、体育高校、企业服务机构等提供硬件设备和软件平台。15年以来，业务延伸到 C 端：将用户数据导入健康管理机构、体育培训机构，并上传到云平台，提供评估及业务数据。

#### 商模金字塔：3层

##### 第一层：政府公益+体质评估+开门引流

承接体育局和高校站点运营，并通过大客户渠道引入 C 端“定点或上门的测评服务，体质健康和科学运动的数据分析线上指导”，提供超高性价比的服务产品，拉动的设备的软件系统在政府和商业市场中销量的提升。

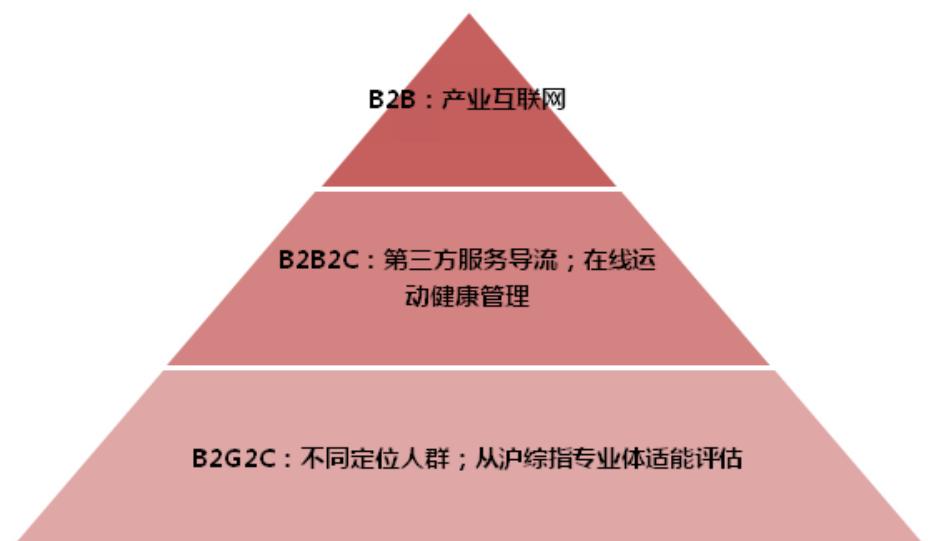
##### 第二层：平台运营+增值收入

业务在线上和线下导流到第三方的干预服务，我们获得分成收益，同时我们将测评线上报告系统及点评系统中联合战略合作伙伴提供穿戴式结合远程健康管理服务。

##### 第三层：大数据精准营销+产业投资

将利用科学健身大数据，做两件事，1、针对 C 端的精准营销 2、针对平台上服务有潜力的机构的投资，获得收益。

图表 1. 奥美商模金字塔



资料来源：探路者，中银证券

#### 奥美的竞争优势

- 1) 极低市场教育普及成本：500 多个体育局、高校的站点用户资源；统一的测评设备；统一的额软件平台。
- 2) 专业技术成本优势：5,000 多万体质、运动测评数据库；10 余个专利、数据模型；运动能力、运动风险、自主研发的产品。
- 3) 专家资源，评估标准的权威性：80% 全国运动人体科学和运动医学专家；100 所院校的实验室和实训基地；体检行业的顶层课题即将结题。

**市场份额目标：**预计 2018 年，商业用户比重达到 70%，服务运营（C 端）比重达到 50%

## 2. Fit Time：提供健身指导

对比中美，12年美国人口3亿，拥有健身卡的5,000万，其中40%的人会去俱乐部锻炼100次以上。中国只有1,000万健身卡，并且坚持参加的人很少。因此，公司选择用教学的手段切入市场，教育是体育行业必不可少的事情。公司最早通过社交媒体开启这个事情，通过内容聚焦了一批健身的人，15年底得到探路者b轮融资。主要是针对跑步人群提供辅助训练，让他们跑的更远更快，纠正不良跑步姿态，防止损伤发生。

**健身用户获取及进阶路径：**

1) 产生兴趣：

自营渠道：app 内容、微信微博、优酷等媒体获得500万用户，找到达人找到专业内容。动作指导会在 app，微信号等看到。所有渠道全覆盖。

外部渠道：今年与乐视有个节目：冠名直播档节目，直播一个胖子逐渐身材变好的过程。此外，还与淘宝、京东等建立合作。

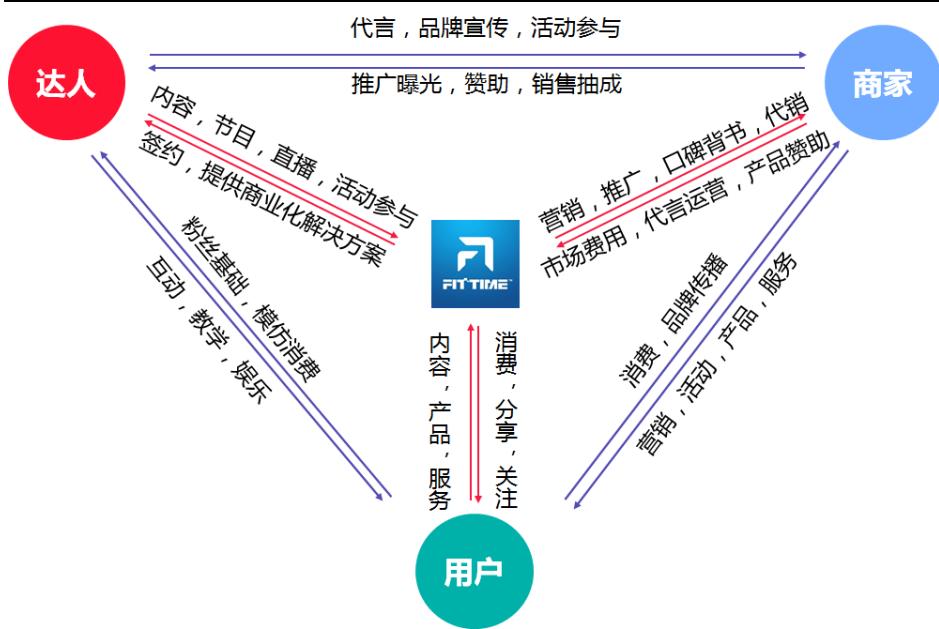
2) 低门槛尝试：把内容做出来后，为市场提供免费教学视频。

3) 明确目的，用户分层。比如分为减肥人群、孕妇、塑型人群等不同用户。

4) 消费产品、服务、内容及达人：打造电商平台、口袋减脂营、签约达人、内容版权售卖等。

5) 进阶，养成习惯：提供进阶产品及服务，进入线下对接。

图表 2. Fit Time 商业化步骤



资料来源：探路者，中银证券

## 3. 众景视界：ar/vr 领域的开拓者和领先者

行业发展：从百度指数可以看到，ar/vr 热度持续上涨。投行 Digi-Capital 对 AR/VR 行业的判断是，2020 年市场规模将达到 1,500 亿美元。其中，ar 占比 70%，vr 占 30%。这是因为 ar 跟用户现实生活场景更紧密结合，因此空间更广阔。

### 公司优势：

1) 团队优势：创始人兼 CEO 刘俊峰曾就职于摩托罗拉，联想等公司。公司整体拥有 50 多人的研发团队，研发工作经验超过 10 年。

2) 2016 年 3 月，公司成为 ieee 成员。参与 ieee 现实增强行业国际标准制定。

### 新产品发布：AlfaReal AR 智能眼镜

是目前市场上最成熟的 ar 产品，集科技、时尚于一身。定位于做智能运动设备的管理者

#### 产品特点：

- 1) 适合户外多种复杂环境：光学变色、IP65 防水等级、防风尘。
- 2) 模块化设计：可随意更换部件。零部件可随意拆装和升级。
- 3) 眼下侧显示，符合人体工学设计，适合长期运动使用
- 4) 显示技术：适合不同光照条件，而以前 ar 技术做不到强光下使用。
- 5) 显示屏可调节角度。
- 6) 续航能力强，录像 4 小时，可连续使用 8 小时，待机 120 小时。
- 7) 应用方面：手机端管理应用。

运动社群合作：1) 六只脚，2) fittime，健身领域，私教运用 ar 领域。3) 行者

眼镜价格：2,999 元。4 月 12 日京东众筹启动，微信公众号：AlfaReal 运动智能眼镜。

VR 方面的进展：15 年 8 月完成移动 VR 一体机的研发，实测延迟时间 16ms-17ms。目前在跟国内一家顶级游戏平台公司和顶级媒体播放平台合作，vr 产品将于 16 年 3 季度发布。

### 4. 冰世界体育：冰场和冰主题乐园项目的建设和运营

行业政策支持：习近平指出，北京举办冬奥会将带动中国 3 亿人上冰雪。

冰世界最初是荷兰品牌，14 年 10 月进入中国。冰世界体育以冰场和冰主题乐园项目的建设和运营为核心，计划在未来 3-5 年内在中国建设 100-150 家冰主题项目，并引进和运营冰球等冰上运动赛事。冰世界运营能耗低，30 度以下可运营，解决冰场问题。2016-2017 年冰世界体育公司计划开拓完成南方城市：长沙、武汉、重庆、福州、厦门、广州、深圳、佛山、合肥，其中意向接洽商业综合体有 40 多家。

冰场市场痛点：数量少，盈利难，冰场经营与消费需求相矛盾。

消费者痛点：1) 对于喜爱冰雪运动的消费者，在第一次参与滑冰体验时会胆怯，担心摔倒，阻碍了大部分希望参与运动的人群。公司解决方式：有 bobby-专利滑冰助手，容易入门，区别滑冰不同的差异化。

2) 户外真冰场主要在北方的冬季，南方地区很少。公司解决方式：公司有全球优势技术，30 度以下可运营。

### 冰世界特点：

- 1) 寓教于乐，全民参与；
- 2) 节能技术，降低成本，比传统制冰技术节省 30%-40%。
- 3) 建设快捷，快速复制：36 小时完成冰场搭建。

**冰世界品牌架构：**冰世界嘉年华，冰世界乐园，冰世界体育赛事，衍生产品。

**冰世界商业模式：**以经营户外冰场自营，品牌输出，冰场健身搭建及运营项目为主，另有举办冰球赛事，演出以及广告和衍生品销售等业务。

**目前国内做的四种模式：**商业综合体型、旅游景区型、专业体育型、户外嘉年华型

**冰世界未来发展：**冰世界市内冰场，方圆 5km 范围亲自市场，城市内培训异业联盟，市郊旅游拓展区域宿营地。

### 5. 乐动天下：乐动智能健身器材

**公司做的事情：**用 vr 变革健身器材，用 vr 等技术将健身器材更加智能化。针对运动枯燥问题解决痛点，公司专注于虚拟体育研发。

**室内健身痛点：**枯燥乏味，缺乏运动乐趣分享，缺乏教练指导，缺乏数据统计和分析。

公司团队创始人为清华大学 vr 专业硕士，公司已经研发出虚拟射箭、虚拟高尔夫等产品，产品在国内领先，价格一套十几万，科学含量高。近期开始研发乐动天下智能器材，价格更亲民。

**商业模式：**健身器材可以在智能电视、平板电视、手机、vr 头盔等上面运行，软硬件结合让用户体验锻炼的兴趣，分享。此外，还引入教练和专家，比如奥美健康的专家等。让用户有趣、有效果的锻炼。目前已经与 TCL、创维、海信等合作，会进入它们的卖场，带来销售量的增长。

### 产品特点：

- 1) 为解决健身器材枯燥的问题，主要引入虚拟互动软件，给用户提供更好的软件服务；此外，引入实景漫游，软件中选择不同场景，例如美国死亡大峡谷、大苏尔等，实景来源有公司拍摄以及合作伙伴拍摄，今后希望用户能自己拍摄上传到平台。

- 2) 太孤单问题：比赛、视音频通话、微信分享。

- 3) 没教练问题：引入真人教练，有在线健身教练。此外，正在开发视频直播功能，将线下教学上传到网上。

### 总结展望：“3351”

3 位清华计算机硕士，5 位国内顶级 vr 公司研发和运营高管，虚拟体育领域 10 年技术积累，希望智能健身器材服务中国 1 亿用户。接下来的目标，未来一年里达到 1 亿销售额。

## 三、探路者和同体育基金投资进展及投资逻辑

### 探路者集团副总裁张涛

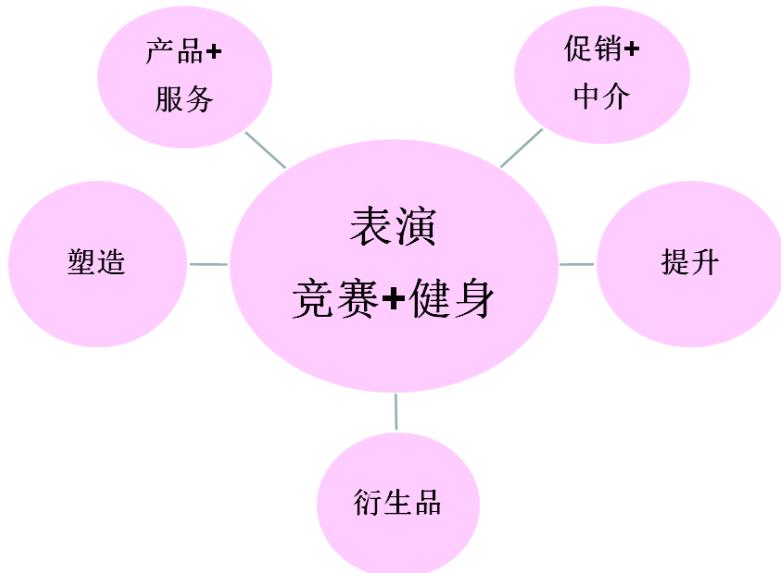
14 年开始，体育的风就刮起来。过去的 2015 年体育产业迎来很大变化，中国体育得到很多资本关注和政策支持。探路者和同体育基金在过去的一年考察过 470 多个项目，目前一共诞生 6 个项目，今天发布 5 个。

对体育行业判断：

- 1) 赛事 IP 开始受到持续关注。体育 IP 转化有很长的价值链条，价值转化之路还很长
- 2) 行业融合和重度垂直并举；2015 年 8 月，商务部才将划入。
- 3) 各个细分领域深耕持续进行。

**基金投资逻辑：**重点着眼基于竞赛和健身的塑造和提升的全产业链价值，强调价值发现和价值创造。

图表 3. 基金投资逻辑



资料来源：探路者，中银证券

5 大项目投资逻辑及投后表现

图表 4.5 大体育项目



资料来源：探路者，中银证券

### 项目1：乐动天下

#### 项目判断：

- 1) VR、AR 升级健身体验，依托视博云游戏、乐视、小米等推广平台，将智能健身软件和 APP 免费推送给大量用户。
- 2) 依托健身运动器材厂家、健身房、器材销售商等硬件推广平台，将只能健身运动器材或核心模块以优惠价格推送给大量用户。
- 3) 已经投放的只能健身运动器材和软件共同组成新的智能健身娱乐平台，如第三方 APP，健身运动机构、医疗机构等。

#### 项目优势：

- 1) 团队十多年行业经验和技术积累，承担了多项国家级科研课题；
- 2) 十余项专利和十余项软件著作权；
- 3) 深厚的运动健身行业资源和丰富营销通道。

#### 投后表现：

- 1) 智能跑步机产品与凤凰健身合作，已经面市。
- 2) 智能动感单车产品与 TCL 达成战略合作，参加美国 CES 展会大受好评。目前与创维、乐视也在开展战略合作。
- 3) 自主研发动感单车预计今年 4 月份上线。
- 4) 高尔夫业务 2015 年发展稳定，2016 年预计有快速增长，与上海多家培训俱乐部合作，切入高尔夫青训业务。
- 5) 与广州证券开始挂牌新三板业务对接，预计 2016 年年底定为股改基准日。

### 项目二：冰世界

#### 项目判断：

- 1) 整个国内冰场市场处发育前期，在冬奥背景下，冰场建设和运营市场前景可期。
- 2) 作为世界领先技术的冰世界中国独家代理方，冰世界在冰场搭建、冰场运营方面具有核心竞争力；具备移动拼接（可再利用）冰场技术、室外制冰技术行业独家，可做四季冰场技术资源、相比同类别冰场节约电能 30%-40%、可做异形冰场，解决既有商业地产提升改造的难题。
- 3) 主营业务特点鲜明且盈利能力多样化：并非以专业培训为主，场馆乐园娱乐性强、互动体验性高、以家庭亲子为目标受众，定位精准，且与探路者既有的资源、社群战略产生很好互补。
- 4) 管理团队有丰富产业运营经验，公司虽成立仅两年，但已处于快速发展阶段：谈妥以及在谈的项目近 20 家，印证市场前景和团队运营能力。

#### 投后表现：

- 1) 公司在战略上采取以冰场生态为核心，打造周边业态的形式，已确认成都双流基地以及正在洽谈的北京房山京浪岛等户外基地上，与探路者具有很大协同性，合作洽谈顺利；
- 2) 公司已经培育形成管理团队核心，相关岗位人员匹配完毕；
- 3) 公司采取加盟形式进行扩张，采取制冰设备销售同场馆运营相结合的方式推广公司产品，现在在谈加盟商的订单量约 3,000 万；

4) 公司在与奥瑞金上市公司探讨将北美冰球联赛引入中国合作事宜，着手打造赛事 IP 市场。

### 项目三：FitTime

#### 项目判断：

- 1) 国内最早健身垂直领域自媒体，业内知名度高，目前已累积超过 500 万真实用户，大部分为骨灰级健身爱好者，用户活跃度为目前健身线上软件中最高的；
- 2) 社区模式下用户粘性好，相比其他竞品，用户留存率更高。营销推广效果会更加明显，同时有较高自然流量；
- 3) 教练后备力量强大，特别是健身视频的充足，使得 FitTime 作为健身视频最大的分享平台，具备内容驱动的强大动力，进而实现 O2O 价值转化的能力。目前，推出的“口袋训练营+垂直电商”已经产生理想的营收；
- 4) 大健身为体育板块中处于风眼的赛道，既是入口，也是终端。

#### 投后表现：

- 1) 团队扩充顺利：多名来自百度、网易、京东的高管加入，电商模块预计于 4 月份上线；
- 2) 产品尝试成功：2 月份首次线上产品销售尝试，3,000 件健身服 15 天售罄；
- 3) 课程火爆：减脂训练营收入呈稳定增长，2 月份整体销售收入达 200 万，实现盈亏平衡；
- 4) 商业模式良好：社区模式下用户粘性好，相比其他竞品用户留存率更高，营销推广效果会更加明显，同时有较高自然流量。

### 项目四：奥美健康

#### 项目判断：

- 1, 中国最有营销力的运动评估服务平台商，2015 年 10 月新三板挂牌（代码：833578）；
- 2, 面向体育系统、大专院校、医院体检中心、商业健康管理机构用户、提供科学健身指导运动平台的整体解决方案，销售有关“健康体适能”的测试设备和软件平台，是未来升级大健康管理、体育培训、保险等业态的潜力企业；
- 3, 具备自主 IP 的设备数据采集评估标准数据模型，累计 400 万体质、运动测评数据库，能够链接市场中 70% 以上设备软件平台，配套提供运动能力和风险评估、运动处方的服务；
- 4, 作为健康体适能整体解决方案专家，相关资源累计丰厚：100 名全国运动人体科学和运动医学专家，1,000 多个线下专业机构的应用资源，10 余项国家专利等。

#### 投后表现：

- 1) 战略复盘和转型：由原有的 2G 业务，开始转向 2B 和 2B2C 业务，计划本年度 2B 业务有相当比例的提升。
- 2) 运营模式调整：创新服务模式——标准+数据+云；服务产业链条——运营、实训、服务；打造四大运动评估服务平台——体育、高校、医疗、商业。
- 3) 品牌提升：开始品牌的系统规划和塑造，打造“科学运动健康中国产业联盟”，释放行业影响力。

## 项目五：众景体育

### 项目判断：

- 1) 业内少有的同时具备 AR 和 VR 核心技术创新能力的公司。
- 2) 团队优秀互补：核心成员研发经验均 10 年以上，来自联想、摩托罗拉、索尼等公司。具有产品快速迭代和创新能力，并具有国际化技术资源支持。刘俊峰，摩托罗拉/联想智能手机/智能硬件近 20 年经验，作为主发明人申报近 120 项专利，60 多项发明专利，20 多项国际专利；王湘云，资深金融从业者；袁昱，图像、视频技术、软件、通讯技术专家，IEEE 数字感知计划主席。
- 3) 研发能力强大，短短 1 年多时间已申报了数十项专利，其中一半左右是发明专利，已成为拥有 130 年历史，全球专业技术组织 IEEE（国际电气和电子工程师学会）的企业级会员，并加入了 IEEE 的行业标准委员会。
- 4) 目前 AR 和 VR 创新，在 VR 方面样机发布国内首家实现屏幕刷新延迟低于 20ms，做到行业领先水平。继续技术深化，在手柄姿态和定位监测方面深度与场景结合；在 AR 方面，国内首创 AR 运动智能眼镜概念，在上市前期的运动社群体验中获得高度认可。

### 投后表现：

- 1) 开发出国内第一台移动 VR 一体机产品，延迟可以控制在 20ms 以内（业内领先规格水平），快速的产品研发和迭代能力获得业内人士的高度认可和投资意向；
- 2) 2016 年 4 月发布国内首款 AR 运动智能眼镜，同时在运动消费及行业市场进行推广；
- 3) 目前与国内顶尖游戏、互动社区、娱乐产品和基础服务平台、顶级原创视频内容和跨媒体播放平台合作，以及优酷达成战略合作。

### 投资总结：

- 1) “社群生态战略”是聚焦于新时代的流量入口，推动 C2B 式的传统产品电商的战略再造；
- 2) 体育是大户外战略重要的新形态支撑，对于广义健康生活方式人群，拥有巨大社群纵深；
- 3) 体育投资和并购以大户外用户获取和技术创新方式，形成：体育内容+社群平台+产品和服务创新的三角战略布局，夯实社群生态的基础。

### 二期基金的未来思考：

“体育+”：体育升级生活方式，不是简单叠加和空白填补，而是持续深化，比如体育+旅游，娱乐等。做到价值发现，价值创造，价值传播。当前国内体育人口还很小，还有很大的发展空间。

目前进展：探路者和同体育基金二期已经启动；5 亿规模瞄准体育大健康；40 多个代表性项目储备；探路者继续任基石投资人；众多产业投资人意向参与。

对做体育产业的总体看法：有格局，大视野，要坚持。

## 四、探路者社群生态进化之路：互联网环境下对公司战略的升级思考

董事长盛发强

目前公司投资的各项目之间已经产生化学反应，这也是探路者生态希望得到的结果。公司已经形成户外、旅行、体育三大业务方向的生态圈。互联网时代，用户行为方式发生改变，公司面临转型升级。公司在户外产业具备了市场优势地位。户外之下，户外运动即大体育；户外旅行即旅行产业，一切都是围绕用户展开的。

2015年公司实现37.6亿收入，其中18.1亿来自户外用品，19.5亿来自旅行服务。经过战略突破，公司在旅行服务收入超过户外用品收入，转型初现成效。尽管旅行事业板块目前略亏损，但预计16年会有盈利。**2019年公司预计达到100亿的总营收。**

中国经济近几年比较低迷，但只是阶段性调整，消费升级将成为中国经济的重要支撑。此外，公司提出体验式旅行这一概念，定义为：用户基于兴趣或特定主题，强调互动参与、身心感知和沉浸式场景体验的个性化旅行方式。2022年冬奥会3亿人上冰雪，体育产业迎来机遇。此外，人们需要一个健康生活方式综合服务体系。

**社群概念：**一个群体基于某个点（兴趣、爱好、身份、需求）而衍生的社交关系链。社群链接用户、服务和产品生态，让社群效益最大化。

案例：绿野，中国户外运动发源地，目前400万户外旅行玩家，9,000度实名登记领队，2015年140万服务人次，累计分享路线53万，分享照片260万，活动数量15万，分享游记78万。尽管目前有亏损，但后面形成一个很大社群，形成示范效应。

**探路者社群生态系统：**

**第一层：用户层，通过专业户外或运动旅行集合进来。**

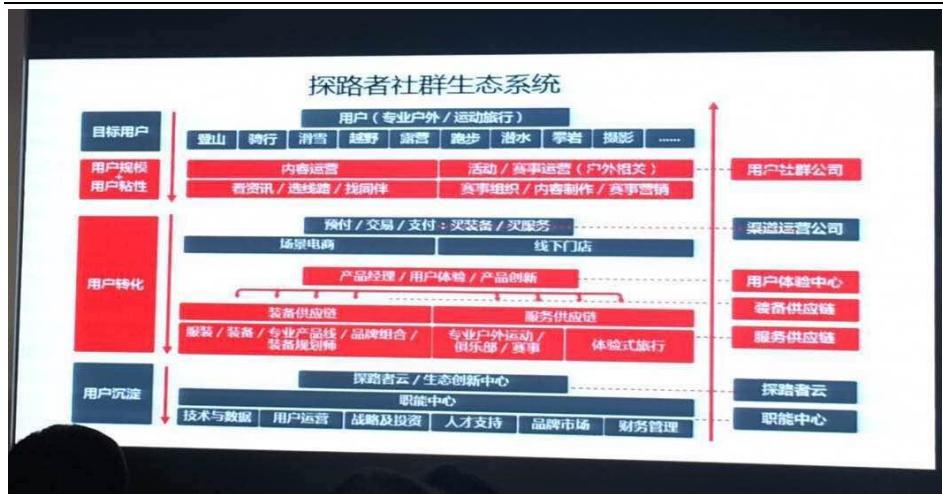
**第二层：分销平台。**1,500家线下网店+上百个网店，去年公司销售收入的30%来自线上，流量进来后产生相对完整的交易环节，建立清晰的路径和交易体系，实现用户资源共享。

**中间层：产品经理层，**是生态枢纽，每个业务单元都有人对接，将创新内容与内部资源衔接，创意内容传播。

**第四层：供应链，**作为产品经理层内容资源的原材料。

**第五层：探路者云系统，**大数据系统的铺设，内外部数据处理。

图表 5. 探路者社群生态系统



资料来源：探路者，中银证券

**公司使命：**让每个人拥有健康生活方式，让生命因超越而精彩。

**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。

### 投资者交流：

**Q：**社群生态系统战略的完成预计多久？战略完成后，公司的核心竞争力体现在哪里？

**A：**现在进行中，没有终点，在不断夯实、搭建，生态是开放的，有正确引导作用，这个过程不是一蹴而就，预计 1-2 年产生数据上的变化，18 年产生比较见效的成果。核心竞争力：新技术应用在促进人类生活形态，公司的竞争力在于社群生态的建设性和创造力。

**Q：**体育业务在公司的整体规划中的定位？社群生态在体育业务中的践行？

**A：**社群战略是公司的大方向，体现在体育板块：1) 大健身方式下，体育是很好的社群流量入口；2) 流量转化中，公司投资的体育项目很接地气，为整体生态带来社群转化和衍生效应；3) 投资的项目之间有很好的协同，产生更大的合力。用体育来助力公司社群战略。

**Q：**公司体育业务与同行相比的竞争优势？

**A：**公司选择体育项目会有很多比较，大多数基金投资人对体育还不是很了解，我们选择探路者合同资本，重要原因一个是探路者有户外背景，另外是有一个可依托的平台进行价值实现。体育项目选择会从产业分析来判断项目价值，这是不同于很度机构的一点。另外，我们很强调投后管理，我们投后管理能力强，很清楚体育产业的痛点，致力于价值创造和实现。

**Q：**体育基金 17-18 年的回报率？

**A：**目前回报，保守在 300%-500% 左右，个别项目爆发的话有更大回报。

**Q：**探路者旅行易游天下在往体验式转型，转型的目标和步骤？

**A：**去年 3 月 22 日，探路者投资易游天下。15 年集团给制定的目标顺利完成，16 年明确新方向，从原来的大旅行向体验式转型做了深入思考，希望探路者的旅行是基于有温度的体验式旅行，易游天下承载转型的任务。

**步骤：**1.完善产业链。产品结构上，目前南北极产品以及挑战赛产品都在做，去年开始做滑雪产品，现在包括徒步、滑雪、自驾、骑行等都开始了。近日参观法国户外运动滑雪后，对我们的体验式旅行更有信心。现在看到的中国的体育旅行才刚刚开始，

**2.开拓自营渠道，现在有 7 个渠道销售产品：**1) 旅行规划师渠道，2) 自营社群电商渠道（移动端），3) 位于光华路 soho 的探路者旅行体验中心，4) 基于探路者自营的户外 1,500 个零售店展开销售，5) 绿野旅行，6) 全国分公司渠道，7) 易游天下原有的门市渠道。丰富的渠道为顺利完成转型提供基础。

**Q：创新中心在集团转型中发挥的角色和价值？合适看到价值体现？**

**A：**对创新中心的三句话：1) 探路者集团社群生态的先锋官，转型需要有前端机构来尝试；2) 优秀人才的梦工厂，希望通过社群生态和创新孵化进入系统，完成人才更新和创造的工作；3) 极致产品的原生地。有创新实验室，会把创新产品和未来探索放在里面。

**创新中心的 3 个业务：**

- 1) **探梦工场**，是集团基于外延式发展的新尝试，计划今年有 30 多项目进入我们的孵化器，1 年多有成长，完善人才布局。
- 2) **社群电商**，探路者过去有 1,600 家门店，主要实现线上线下的转化，通过电商实现用户转化
- 3) **创新实验室**，请到移动互联网领域专家。

**Q：绿野中国计划推广一段时间了，目标和进度方面以及业绩方面的预期？**

**A：**前段时间集团发布 3 亿投资户外俱乐部，户外俱乐部目前处于初期阶段，基于我们的逻辑帮助小微企业成长，成为绿野体系的生产者和服务者。未来 3 年绿野有望实现 6-8 亿的户外活动体量，未来向从户外社群到户外活动运营服务商转型，未来 2 年会给投资者一个很好成绩，为集团提供更大价值。

**Q：16 年战略会调整，库存优化方案，去库存的调整需要多久？渠道库存什么水平，16 底去库存目标？**

**A：**从三个维度来看，整体库存优化。1) 零售在正向增长，2) 自营占比增加，3) 过去主要是期货的订单模式，目前期货订单已经大幅缩减。综上，今年库存整体可控。

**Q：17-18 年怎么看户外行业发展态势？**

**A：**目前户外行业在调整期，但公司户外业务在快速成长。在整体消费提升、对大健康的追逐下，行业会回归正常发展速度。公司在以社群生态为目标的转型中，随着行业快速复苏，公司会在行业中保持领先。

**Q：定增的事情，定增批文拿到了，计划何时发行？公司目前与投资者交流的情况？怎么看待这次增发？**

**A：**去年 5 月份发布预案以来，增发流程速度比预计慢很多，上周刚拿到证监会首批。初步计划 4 月底-5 月初实施增发。公司对增发有强烈信心，一方面，股价在相对低位徘徊很久了，另外，随着新业务的培育，探路者价值会逐步显现，对投资者的未来收益保障有信心。

**Q:** 定增项目中有探路者云项目，该项目在社群生态中的角色定位，规划和节奏？

**A:** 探路者云在架构图的最底层，是社群生态组织的基础和平台。云为员工提供工作平台，为用户提供沟通平台，也为供应商提供产品平台，为管理者提供管理工具。这是未来云可以承载的。此外，云还定位于用户中心、数据中心、业务中心、生态协同。

## 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 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 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### **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) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371