

健身行业深度报告系列之2

——他山之石，可以攻玉

联系人：

首席分析师：谢晨

助理分析师：石伟晶

邮箱：shiweijing@hcyjs.com

【华创传媒团队】

谢 晨：首席分析师

李 妍：联席首席分析师

肖丽荣：分析师，覆盖影视、泛娱乐、中概

石伟晶：分析师，覆盖体育、教育

李雨琪：分析师，覆盖营销、泛娱乐

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。报告信息均来源于公开资料，华创对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

www.hczq.com

- **我国健身俱乐部行业处于快速成长期，目前市场规模约300亿人民币。**我们测算，健身俱乐部行业市场空间达3800亿。由于连锁健身俱乐部盈利模式清晰，利润体量大，能够产生百亿市值公司；
- **对标日本：**日本健身俱乐部市场规模约300亿人民币，行业有6家连锁健身俱乐部上市公司：
 - （1）从营收角度，Konami > Central Sports > Renaissance > Koshidaka > Tosho > Megalos；
 - （2）从市占率角度，Central Sports（7.2%）> Renaissance（5.6%）> Koshidaka（4.6%）> Tosho（3.4%）> Megalos（2.5%）；（Konami财报没有披露健身俱乐部业务收入）
- **投资标的：**我们认为，随着贵人鸟收购威尔士，未来将有更多健身俱乐部资产证券化。我们重点推荐贵人鸟，推荐相关标的：中体产业，莱茵体育，中航时尚。

- 日本6大连锁健身俱乐部
- 龙头Tosho商业模式
- Tosho成长策略
- 投资标的

SECTION 1

日本6大连锁健身俱乐部

——**Konami / Central Sports / Koshidaka/Renaissance/ Tosho/ Megalos**

- **科乐美**：日本知名游戏公司，健康生活事业部是公司第二大收入来源，业务包括健身俱乐部运营，运动饮料开发，健身器材开发等。

图表1-1：公司健康生活部门旗下业务

健身俱乐部



青少年体操培训



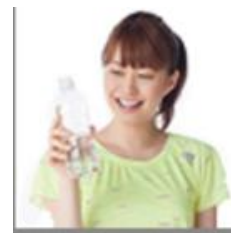
体育培训学校



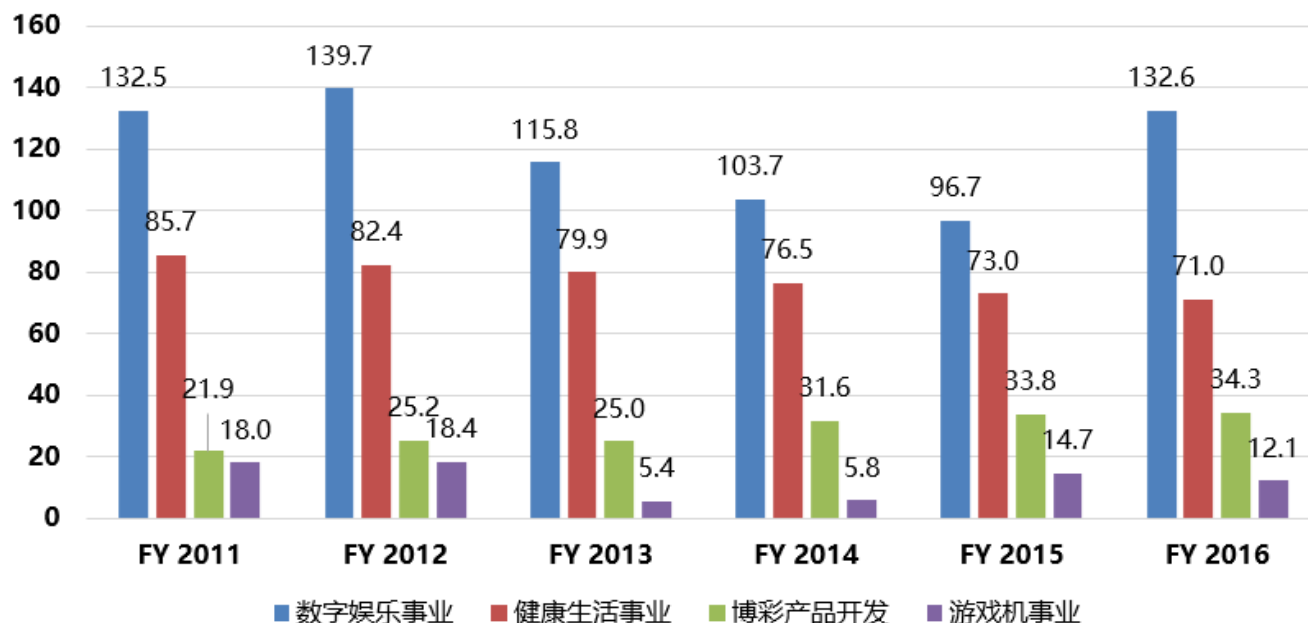
健身器材开发销售



运动饮料开发

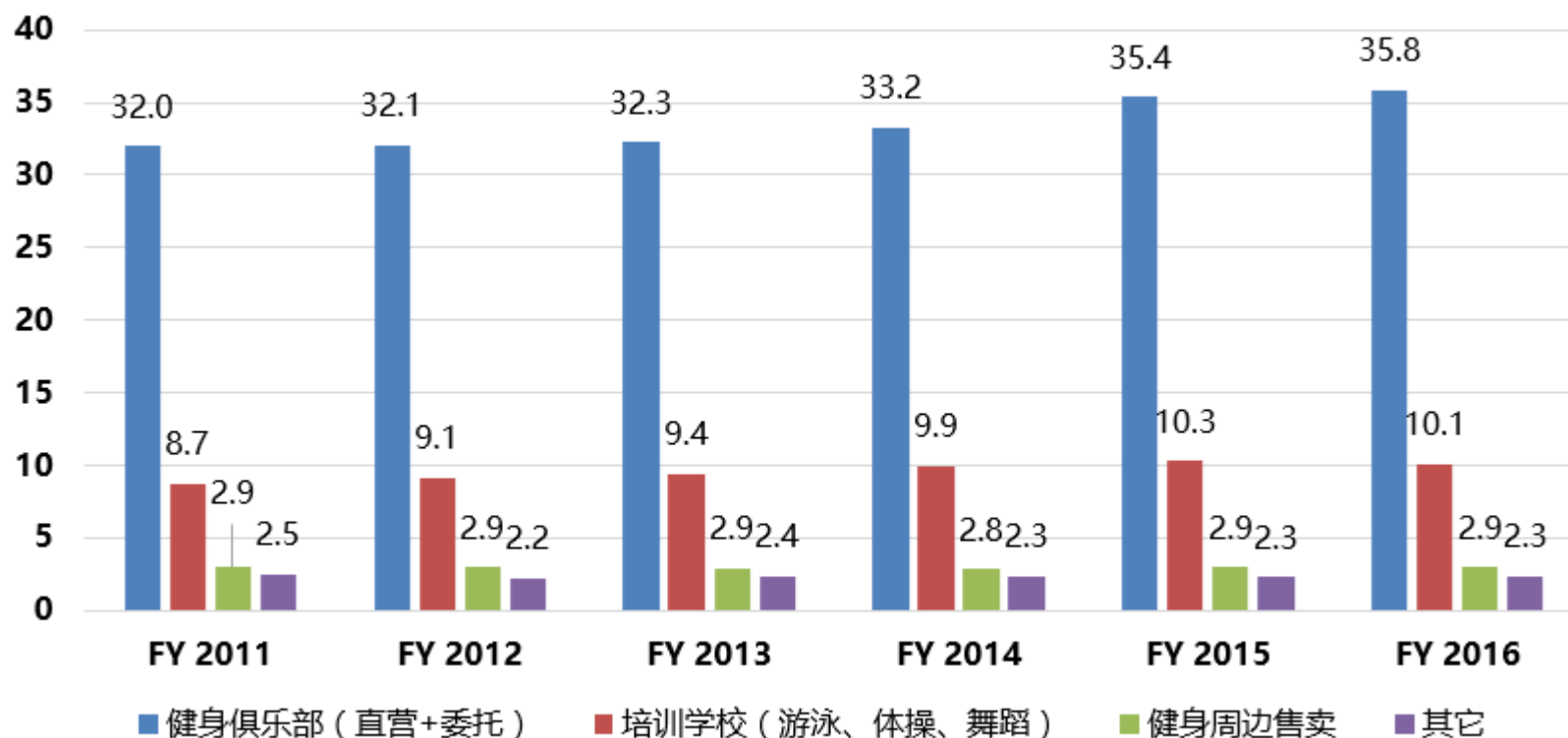


图表1-2：公司收入构成（单位：十亿日元）



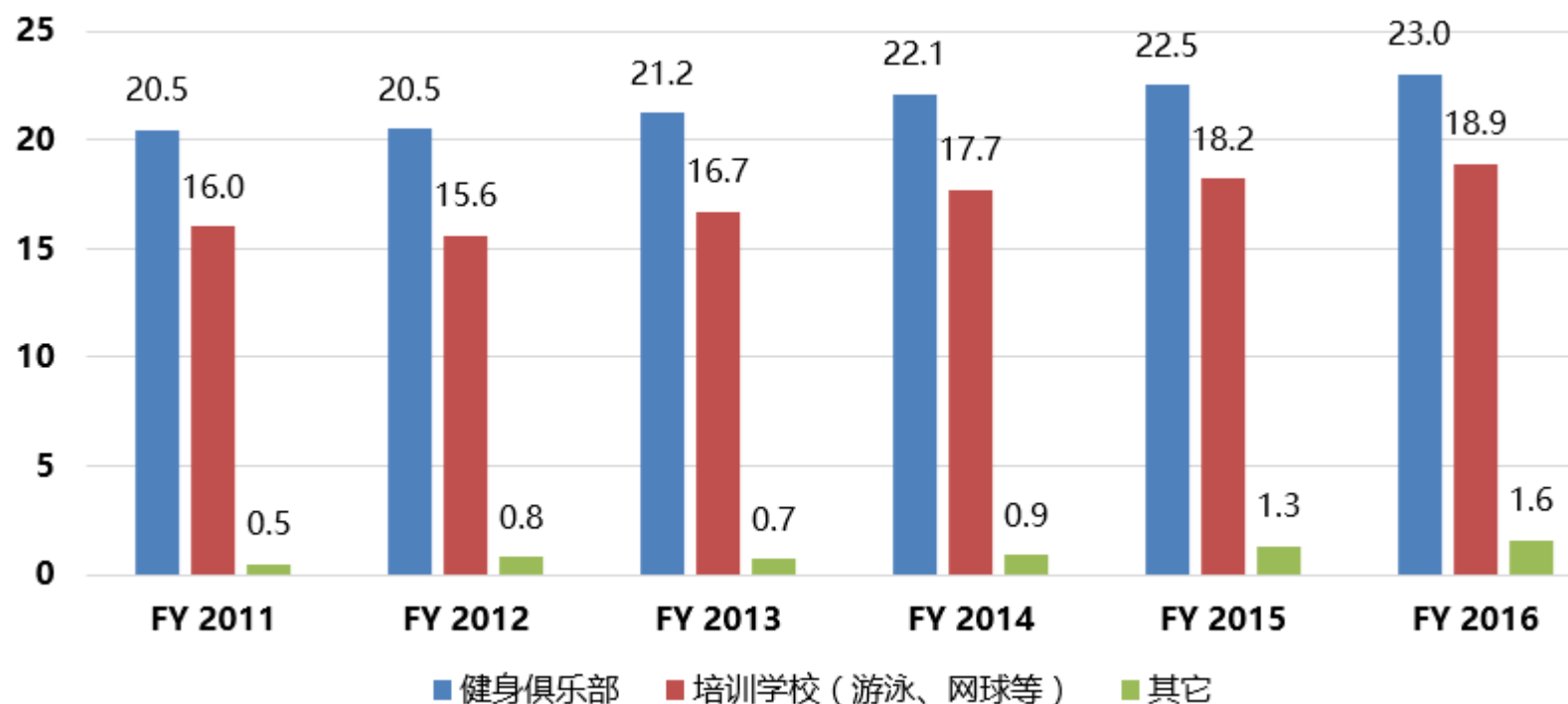
- **Central Sports (4801JP)**：成立于1996年，主营业务涵盖健身俱乐部运营、体育培训、健身周边等，目前拥有直营健身俱乐部139家及委托管理健身俱乐部67家。

图表2：公司收入构成（单位：十亿日元）



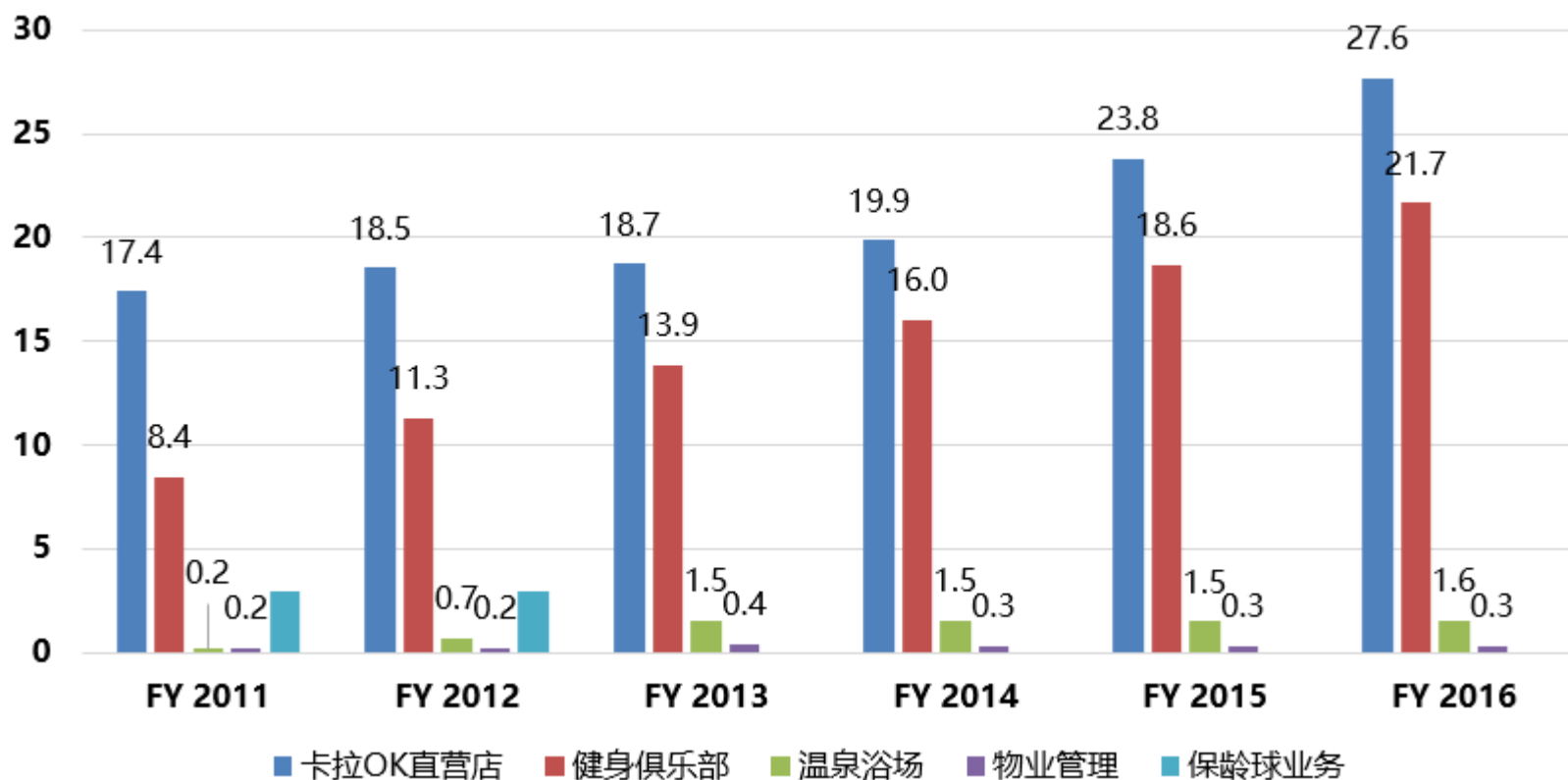
- **Renaissance (2378.JP)**：成立于1979年，起先以运营网球学校为主，目前业务涵盖健身俱乐部运营、康复护理等，目前拥有95家直营健身俱乐部，受托运营12、其他合作形式12家、康复会所13家，共132家。

图表3：公司收入构成（单位：十亿日元）



- **Koshidaka (2157.JP)**：公司最初主营为卡拉OK直营店，2006年进军女性专用健身房行业，目前公司主营卡拉OK直营店、女性专用健身房、温泉浴场和物业管理等。

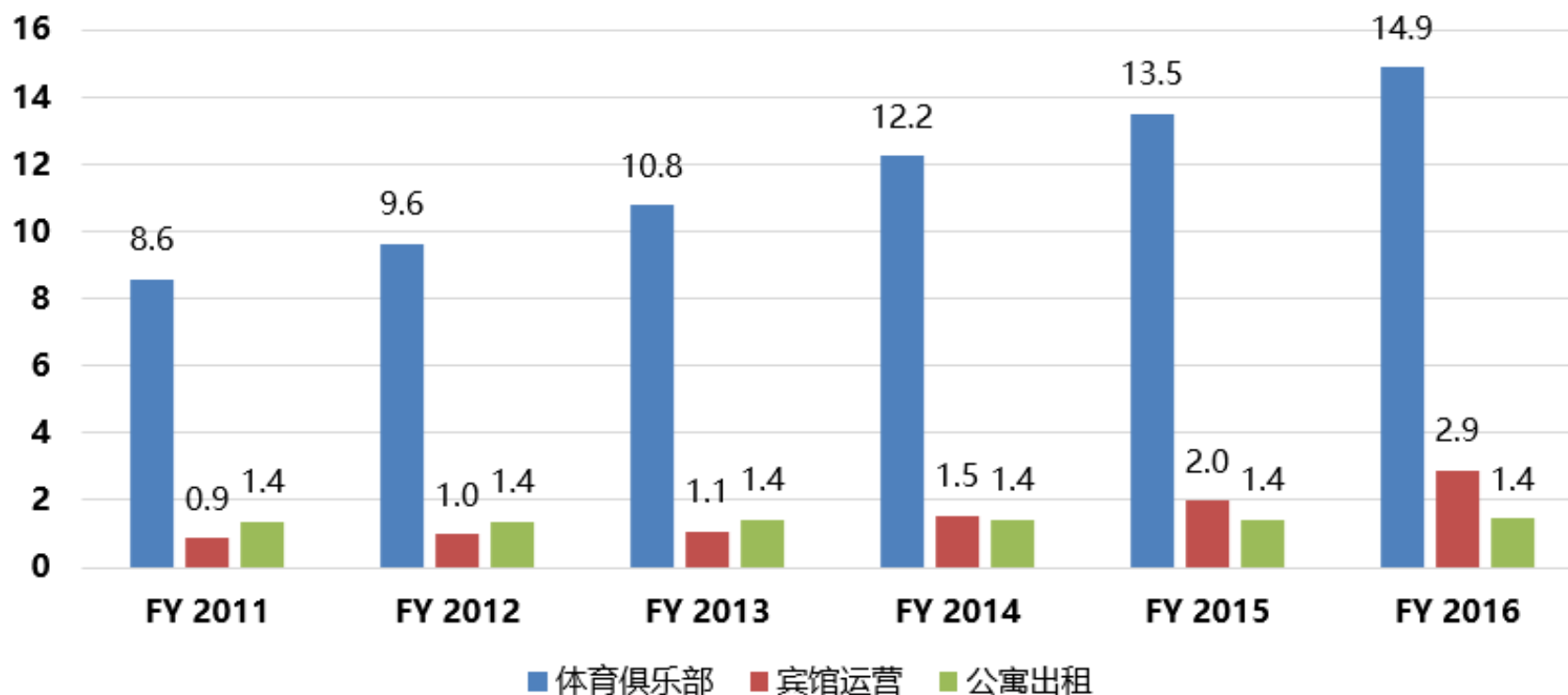
图表4：公司收入构成（单位：十亿日元）



Tosho：盈利能力突出，健身行业新龙头

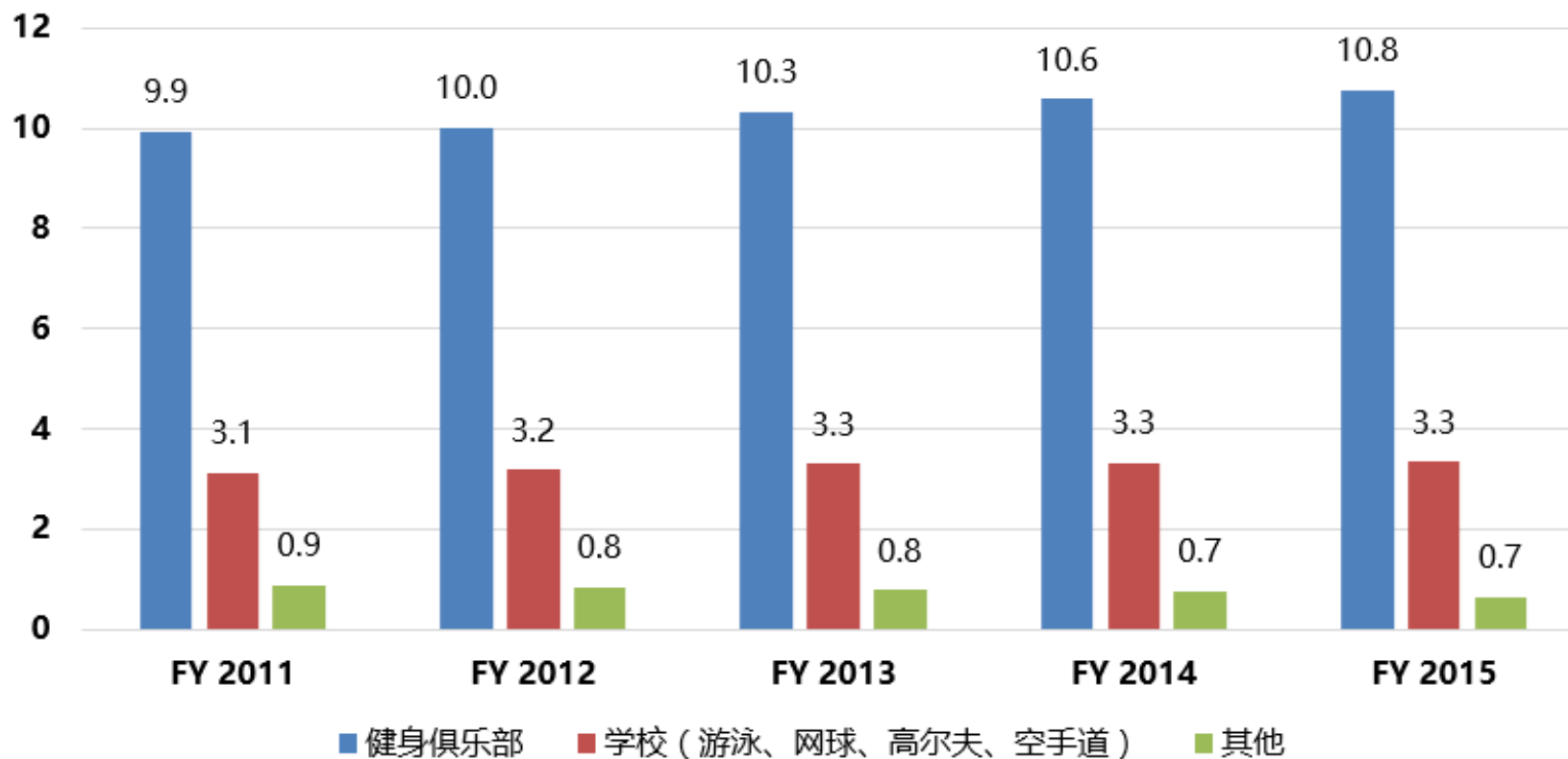
- **Tosho (8920.JP)**：成立于1979年，前期主要从事工程建设、公寓运营等地产业务。1996年起公司开始涉足健身俱乐部业务，逐渐实现由房地产向服务业的转型，目前业务涵盖体育俱乐部运营、宾馆管理和公寓租赁管理，目前拥有66家健身俱乐部。

图表5：公司收入构成（单位：十亿日元）



- **Megalos (2165.JP)**：成立于1989年，业务涵盖健身俱乐部运营、体育培训、赛事组织以及商品销售，2015年6月被野村不动产全资收购，被收购前拥有30家健身俱乐部。

图表6：公司收入构成（单位：十亿日元）



市占率：日本五家上市公司集中度逐年提高

- 从市占率角度，Central Sports（7.2%）> Renaissance（5.6%）> Koshidaka（4.6%）> Tosho（3.4%）> Megalos（2.5%）；（Konami财报没有披露健身俱乐部业务收入）

图表7：日本健身俱乐部行业规模以及5家市场份额（亿日元）

单位：亿日元	2010	2011	2012	2013	2014
日本健身房市场规模	4140	4115	4090	4065	4025
Central Sports（4801.JP）	276	273	273	279	291
市场份额	6.7%	6.6%	6.7%	6.9%	7.2%
Renaissance（2378.JP）	205.0	205.0	212.0	221.0	225.0
市场份额	5.0%	5.0%	5.2%	5.4%	5.6%
KOSHIDAKA（2157.JP）	84	113	139	160	186
市场份额	2.0%	2.7%	3.4%	3.9%	4.6%
TOSHO（8920.JP）	86	96	108	122	135
市场份额	2.1%	2.3%	2.6%	3.0%	3.4%
MEGALOS（2165.JP）	92	93	95	98	99
市场份额	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%
合计份额	17.9%	19.0%	20.2%	21.6%	23.3%

SECTION 2

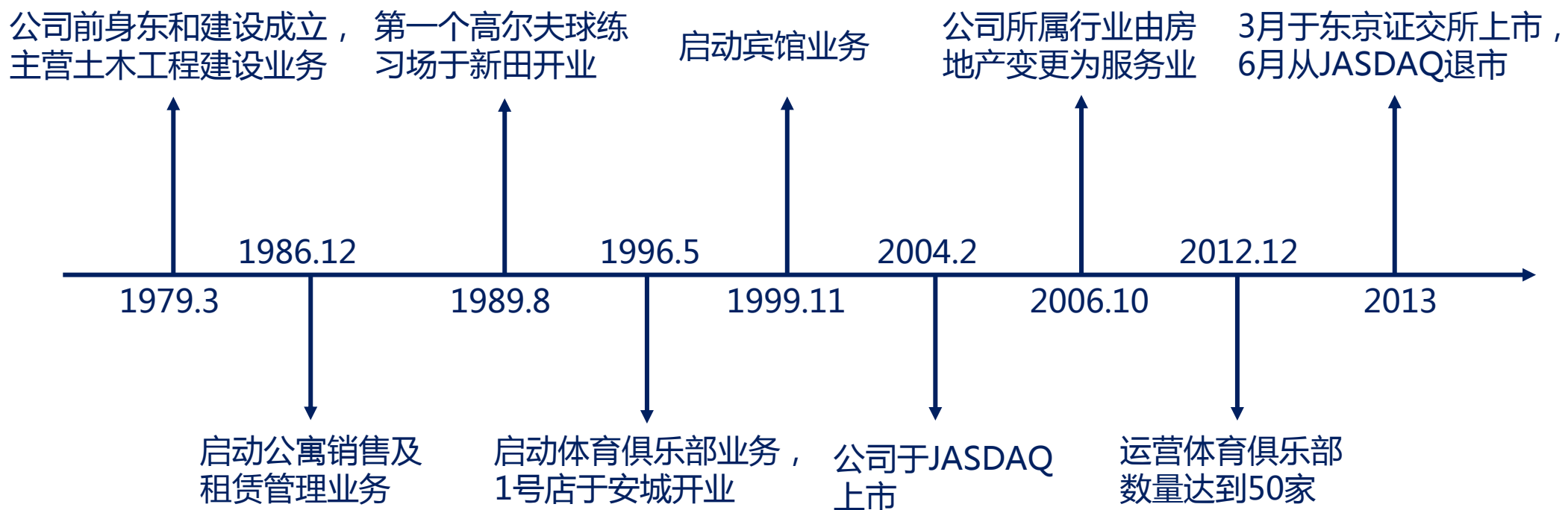
Tosho商业模式

——发展历程/主营构成/财务特征/商业模式

发展历程：房地产转型带来建筑基因

- 公司前身东和建设成立于1979年，前期主要从事工程建设、公寓运营等地产业务。1996年起公司开始涉足体育俱乐部业务，逐渐实现由房地产向服务业的转型。

图表8：Tosho发展历程



- 目前，Tosho的业务主要分为三块：体育俱乐部运营、宾馆运营及公寓租赁管理。截至2016年6月，公司旗下已拥有67家“假日体育俱乐部”、12家“AB宾馆”以及52栋“A·City”公寓。

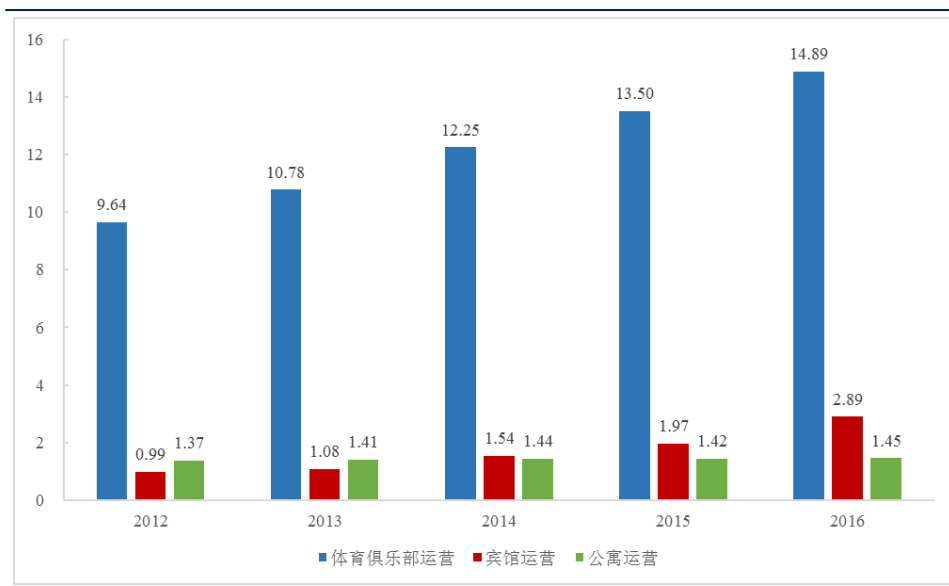
图表9：Tosho目前业务构成

假日体育俱乐部	AB 宾馆	A·City 公寓
 <p>The image shows the logo for Holiday Sports Club, which includes the text '遊ぶ、楽しむ、フィットネス' (Play, Enjoy, Fitness) above 'HOLIDAY SPORTS CLUB'. Below the logo is a photograph of a modern, two-story building with a large glass facade and a blue sign on the roof.</p>	 <p>The image shows a tall, multi-story hotel building with a blue sign on the top that reads 'AB HOTEL'. The building has a modern design with many windows and a glass facade.</p>	 <p>The image shows a modern, multi-story apartment building with a glass facade and a blue sign on the roof. The building has a modern design with many windows and a glass facade.</p>

主营构成：体育俱乐部运营是公司主要收入来源

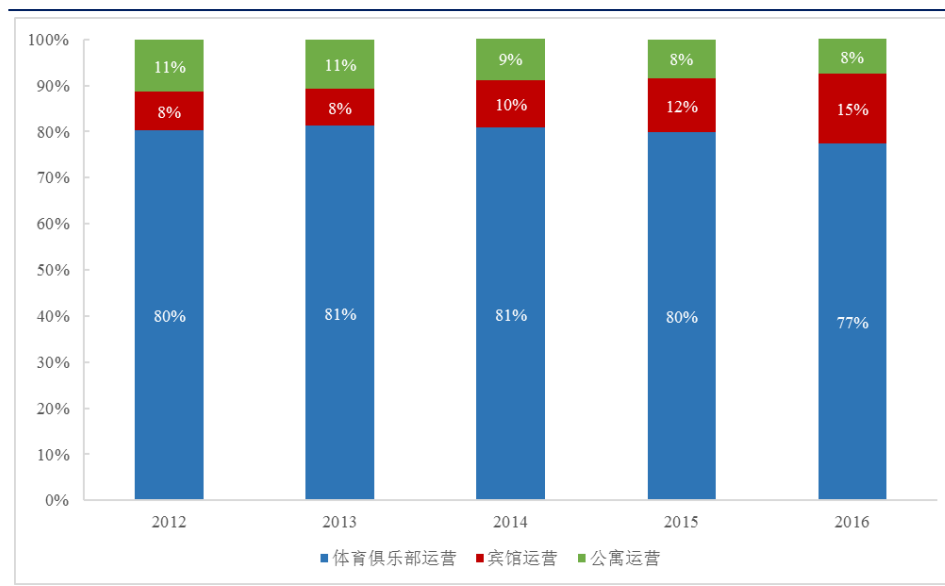
- 公司采用的主要商业模式为“a service provider with capability of engineering works & construction”，即拥有工程建设能力的服务提供商。
- 体育俱乐部运营业务是公司主要收入来源，2016财年公司体育俱乐部运营收入148.9亿元，占比77%。

图表10：2012-2016财年公司营收构成（单位：十亿日元）



资料来源：公司年报，华创证券

图表11：2012-2016财年公司营收构成比例

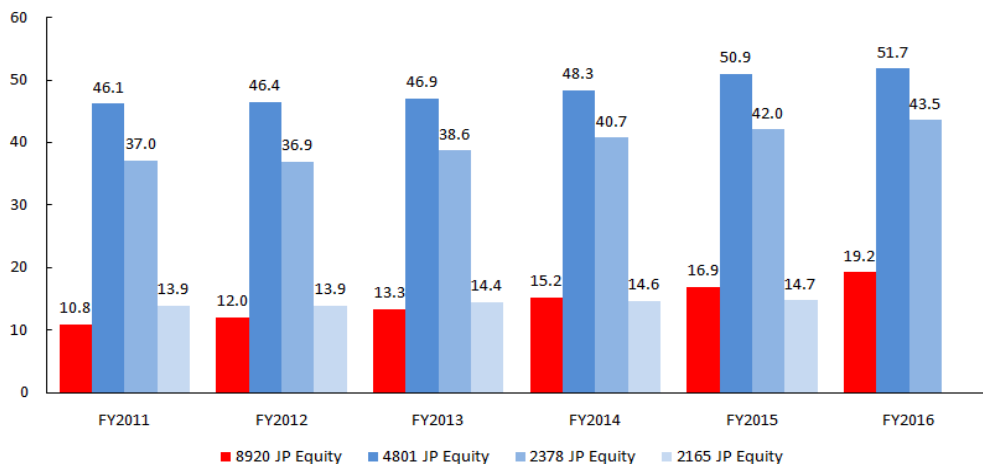


资料来源：公司年报，华创证券

盈利对比：Tosho六年营收翻2倍，利润翻3倍

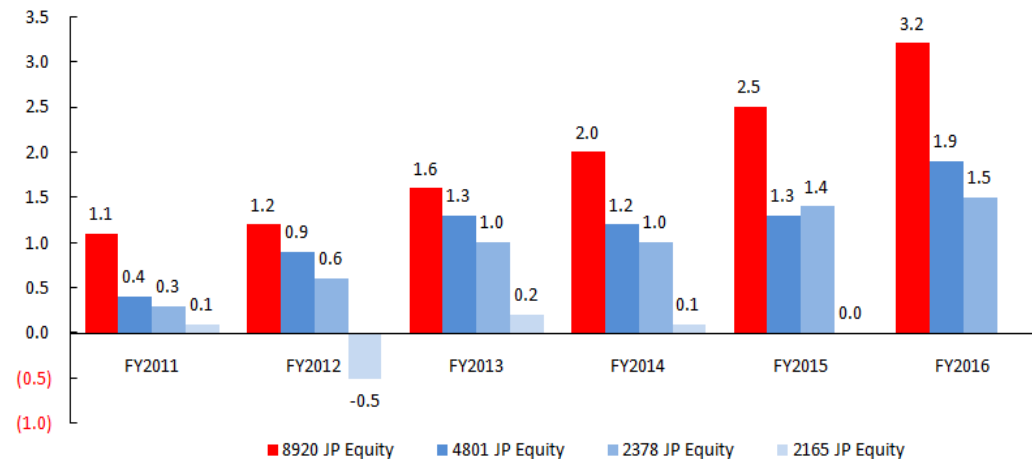
- 2011年-2016财年，龙头Tosho营收从108亿日元增长到192亿日元，平均年复合增长率为12.2%；公司净利润从11亿日元增长到32亿日元，平均年复合增长率23.8%；
- 竞争对手Central Sports (4801.JP)，Renaissance (2378.JP)，Megalos (2165.JP)营收稳定增加，利润率明显低于Tosho。

图表12：2011-2016财年各公司营收情况（单位：十亿日元）



资料来源：Bloomberg，华创证券

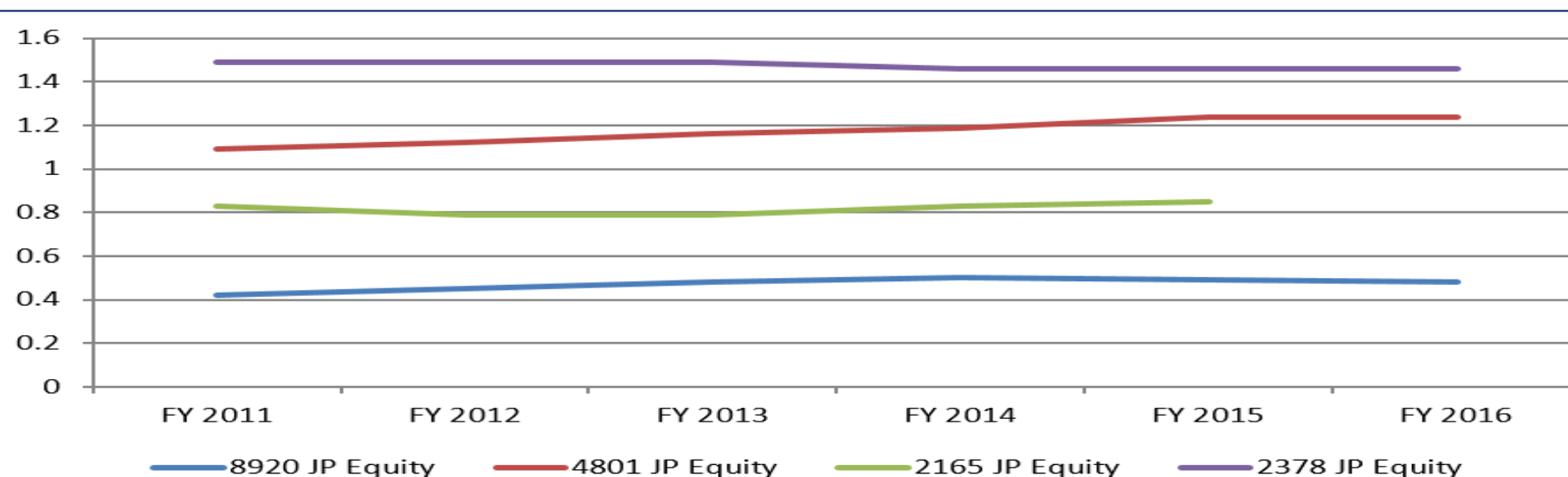
图表13：2011-2016财年各公司净利润情况（单位：十亿日元）



资料来源：Bloomberg，华创证券

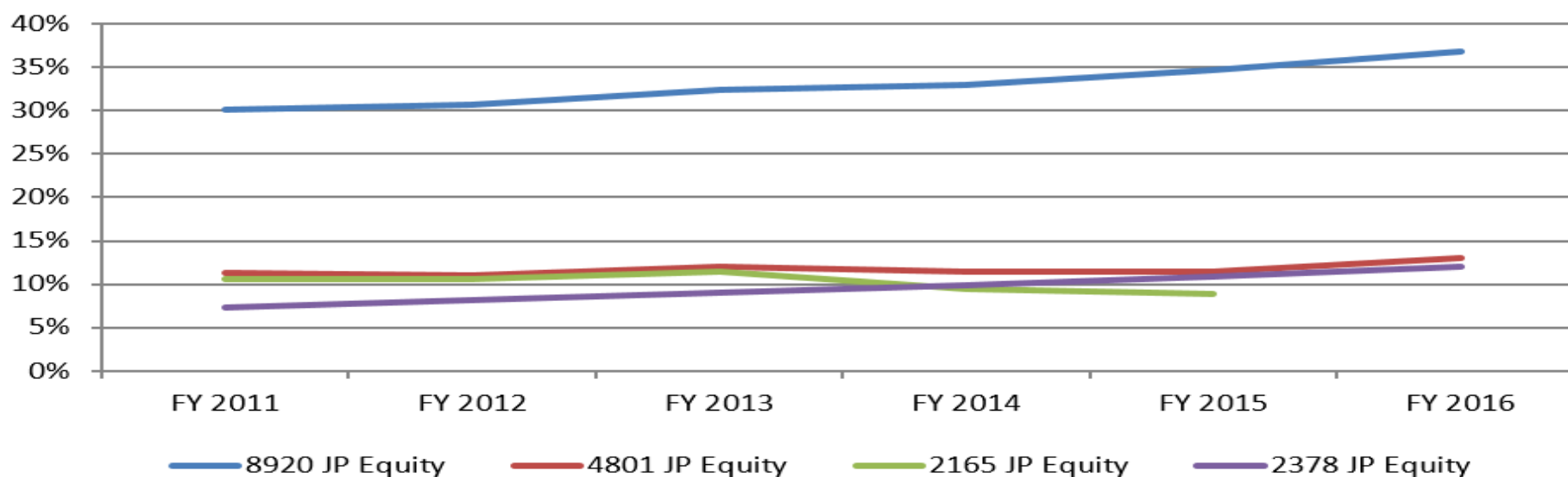
净利润率高原因：Tosho毛利率显著高于其他三家

图表14：资产周转率（收入/平均资产）对比，Tosho资产更重



资料来源：华创证券，财报

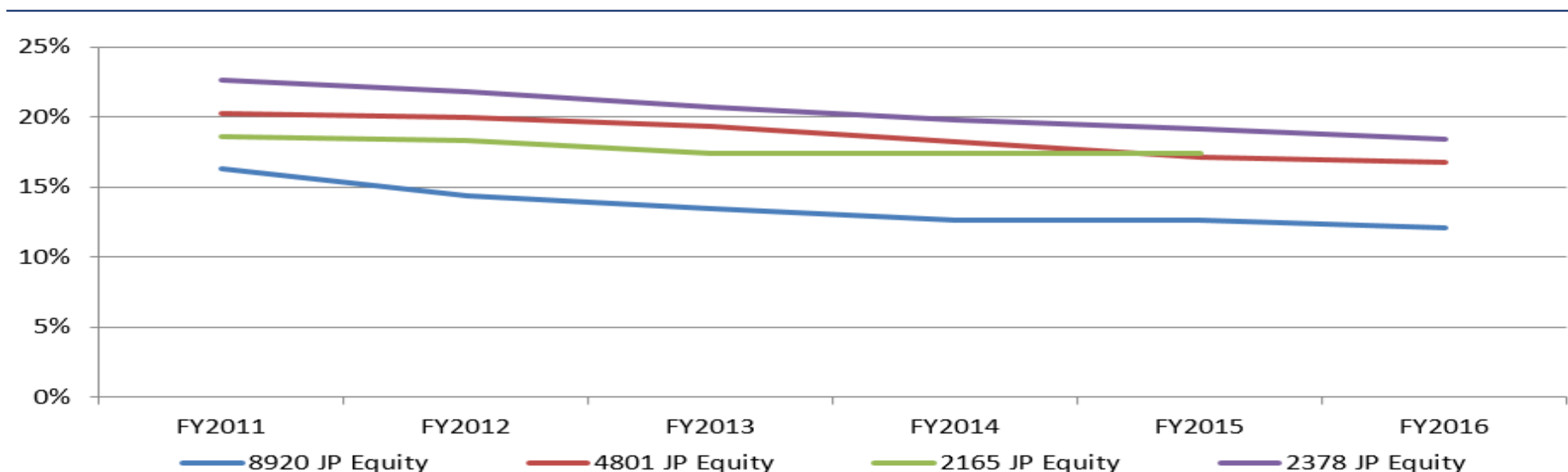
图表15：毛利率对比，Tosho毛利率显著高于其他三家



资料来源：华创证券，财报

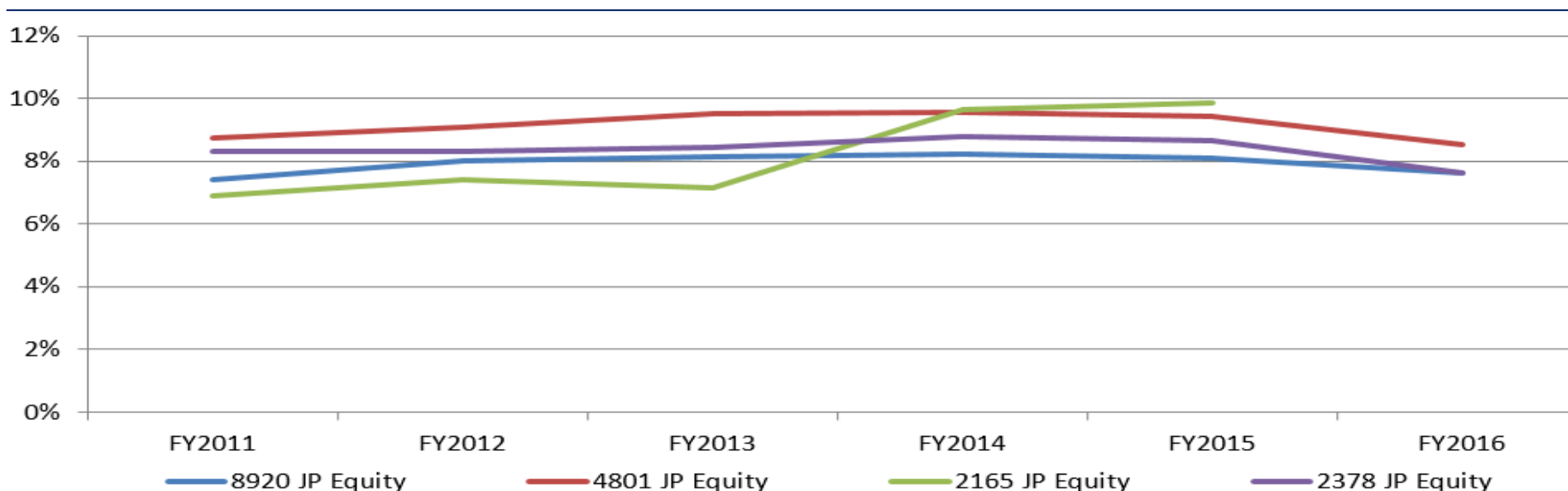
高毛利率原因1：Tosho房租+水电费成本占比低

图表16：不同公司不动产租金占收入比例情况



资料来源：华创证券，年报

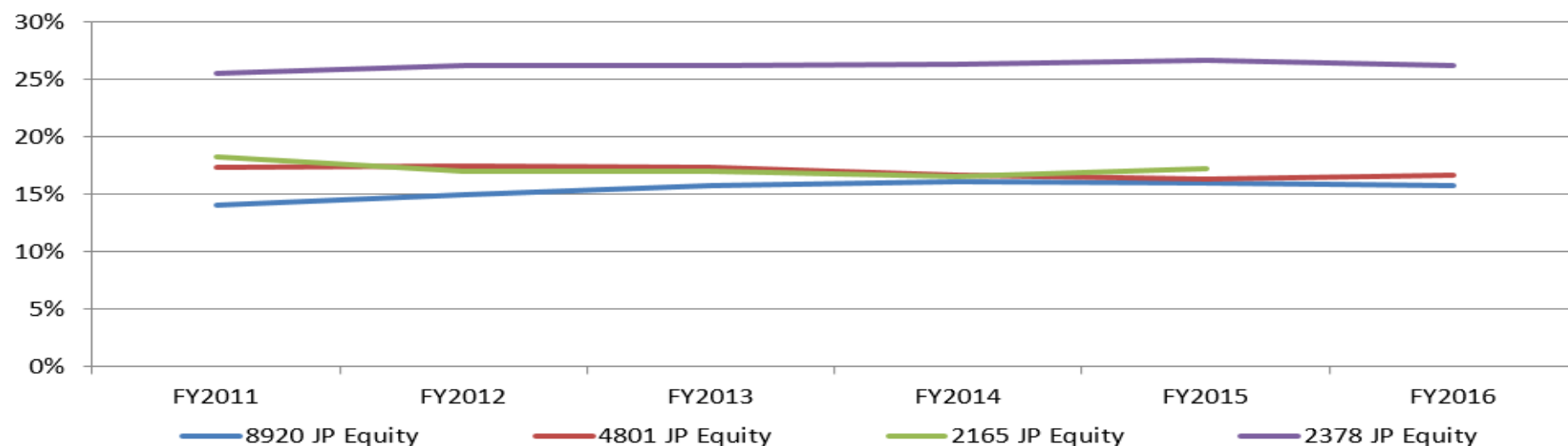
图表17：不同公司水电费占收入比例情况



资料来源：华创证券，年报

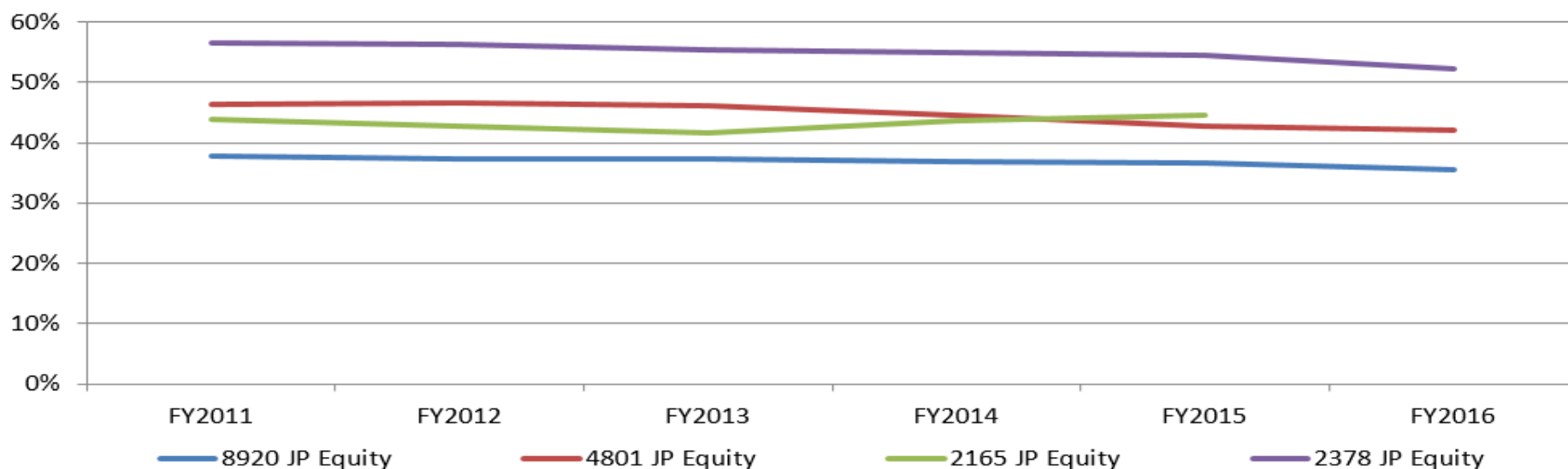
高毛利率原因2：Tosho人工成本占比低

图表18：各公司人工成本占比收入



资料来源：华创证券

图表19：各公司租金+水电费+人工合计成本占比收入



资料来源：华创证券

■ 从商业模式看，公司盈利关键在于压缩成本：

- 1) 租赁土地，设计各类健身俱乐部，房租和水电费成本得到优化；
- 2) 建立培训大学，培养精通运营管理、推广宣传、健身培训的全能型员工，降低人工成本；

图表20：Tosho压缩成本举措

自建健身俱乐部



全能员工



建立培训学校



■ 自建俱乐部优势：

- (1) 根据不同地区的特点设计不同类型的健身俱乐部；
- (2) 后期由于积累建设经验，建设成本和后期运营成本降低，公司的净利润率逐年提高。

图表21：公司旗下体育俱乐部类型

俱乐部类型	所需投资 (亿日元)	场地面积 (平方米)	会员人数 (人)	覆盖人口 (千人)	有无泳池
3000人综合型	5	1700+	3000	150+	是
2500人综合型	4	1700+	2500	150+	是
2000人综合型	3.5	1700	2000	100+	是
2000人无泳池型	2.5	1300	2000	100+	否

■ 公司员工特征：

- (1) 年轻化；
- (2) 兼职员工占比高；
- (3) 员工效能高。

图表22：公司员工与其他竞争对手对比

	正式员工 (人)	兼职员工 (人)	平均年龄 (年)	平均工作年限 (年)	平均年工资 (千日元)	兼职员工/ 正式员工	会员数/员 工
Tosho (2014财年)	269	765	27.2	3.6	3742	2.84	547
Central Sports (2016财年)	1018	2758	37.3	14.9	5759	2.71	-
Renaissance (2016财年)	1058	255	35.5	9.6	5365	0.24	376
Megalos (2015财年)	511	398	32.1	7.4	4564	0.78	275

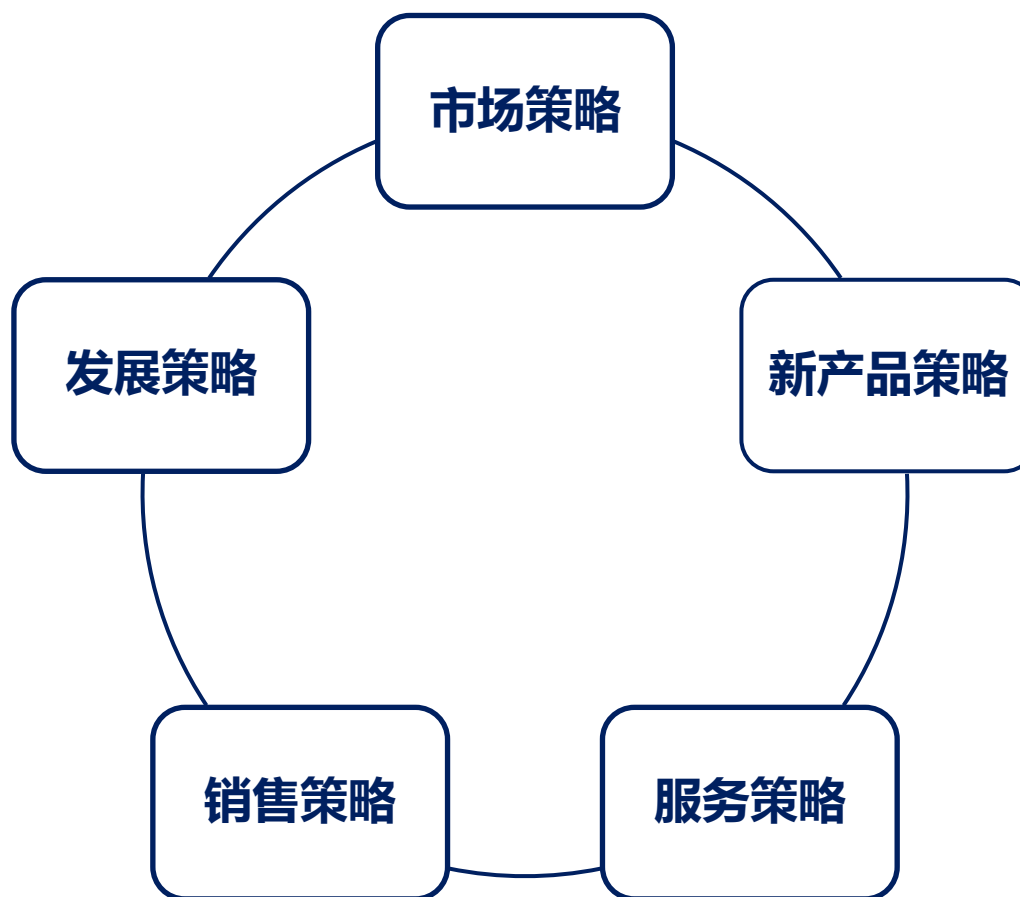
资料来源：公司年报，华创证券

SECTION 3

Tosho**成长策略**

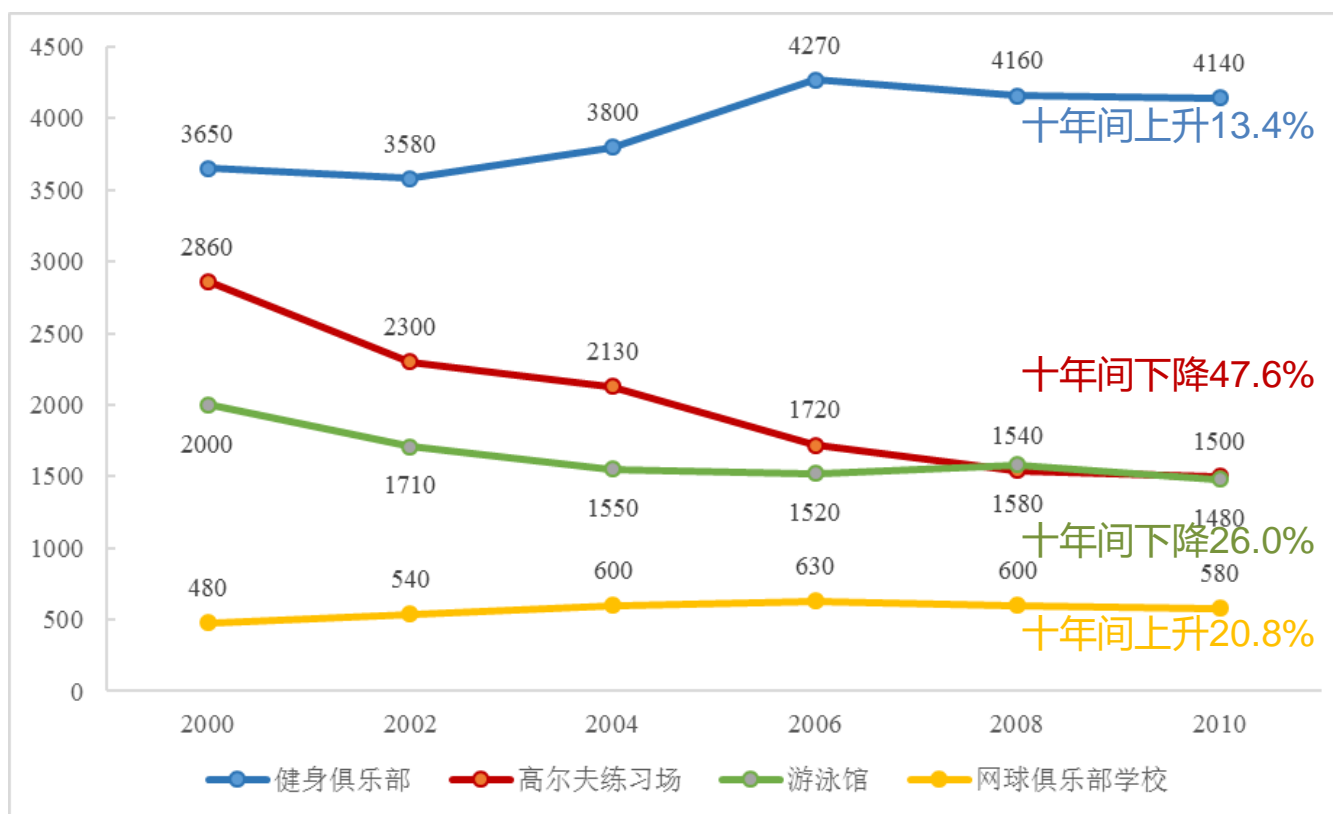
——**市场/ 发展 / 销售/ 服务/新产品**

图表23：公司总体战略



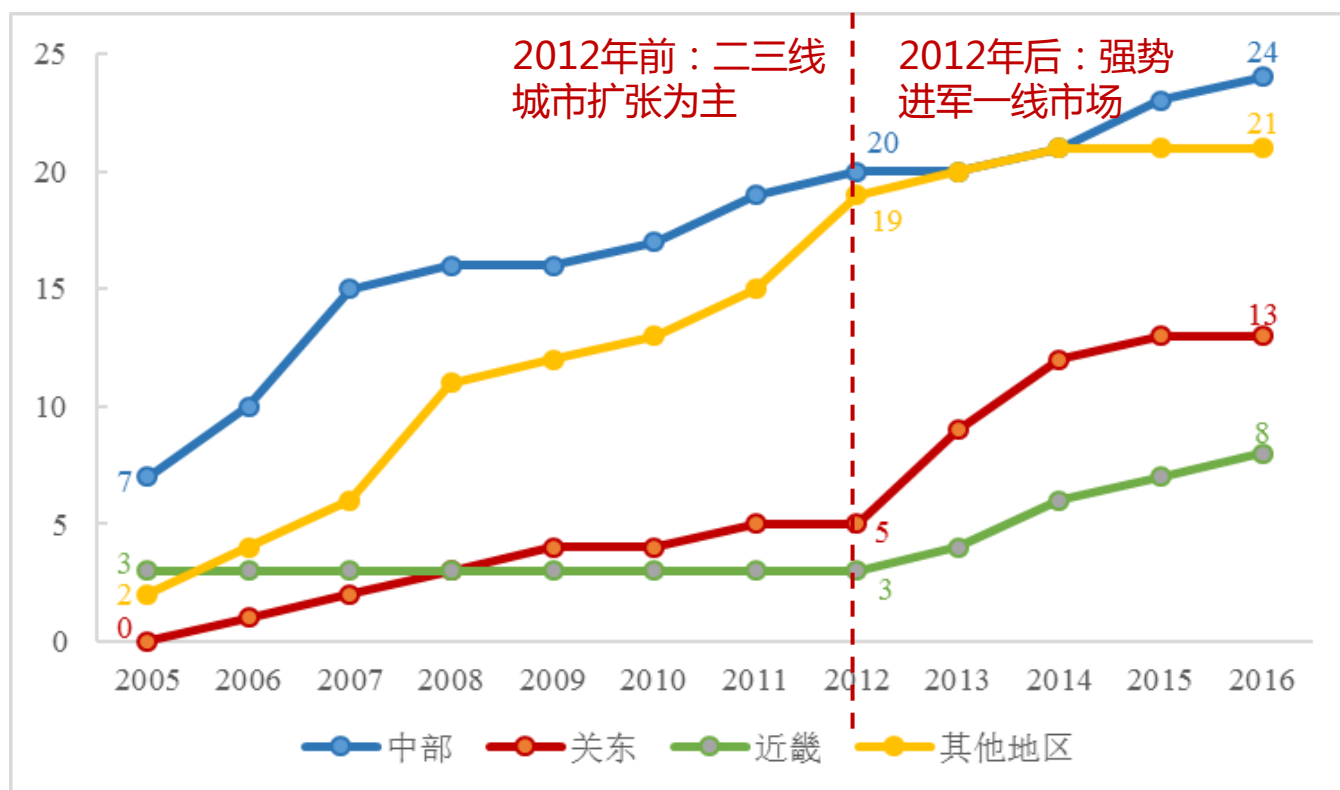
- 2000-2010年，日本健身俱乐部市场规模稳定增长，十年间增长13.4%。

图表24：2000 - 2010 不同类型场馆市场规模变化情况（单位：亿日元）



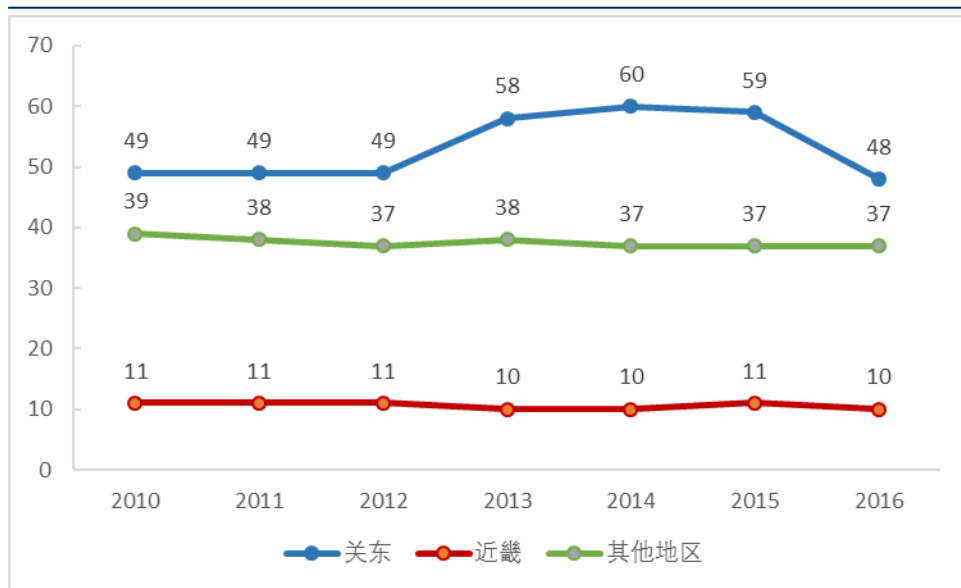
- 初期：Tosho旗下的体育俱乐部最早分布于日本中部地区，2012年前以二三线市场扩张为主，较少涉足关东都市圈等一线市场。
- 2012年后公司调整扩张策略，强势进军一线市场（关东都市圈、近畿都市圈），其“从二线到一线”的发展路径与竞争对手有显著差异。

图表25：Tosho 2005-2016 年店铺扩张情况



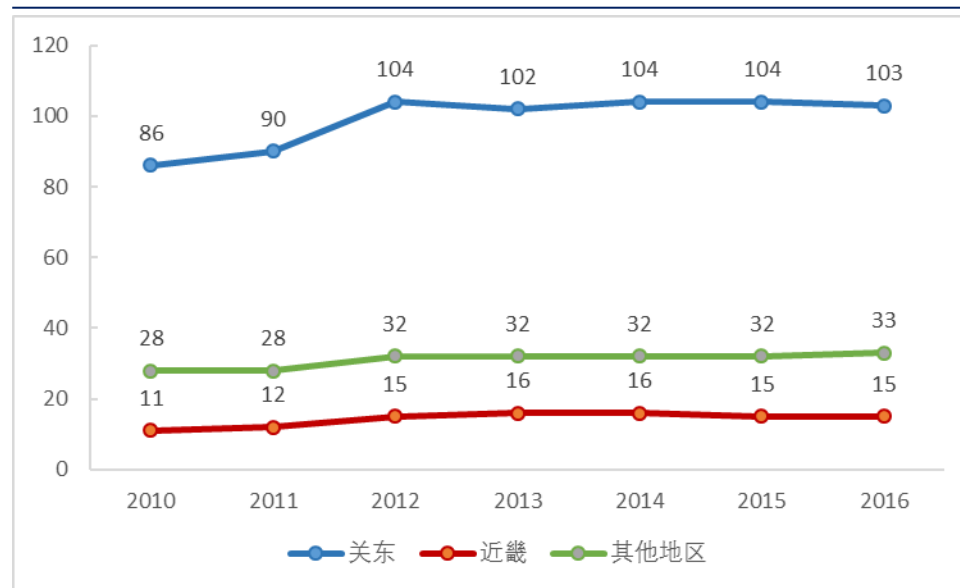
竞争对手扩张策略：主要集中在关东区市场

图表26：Renaissance 2010-2016 年店铺扩张情况



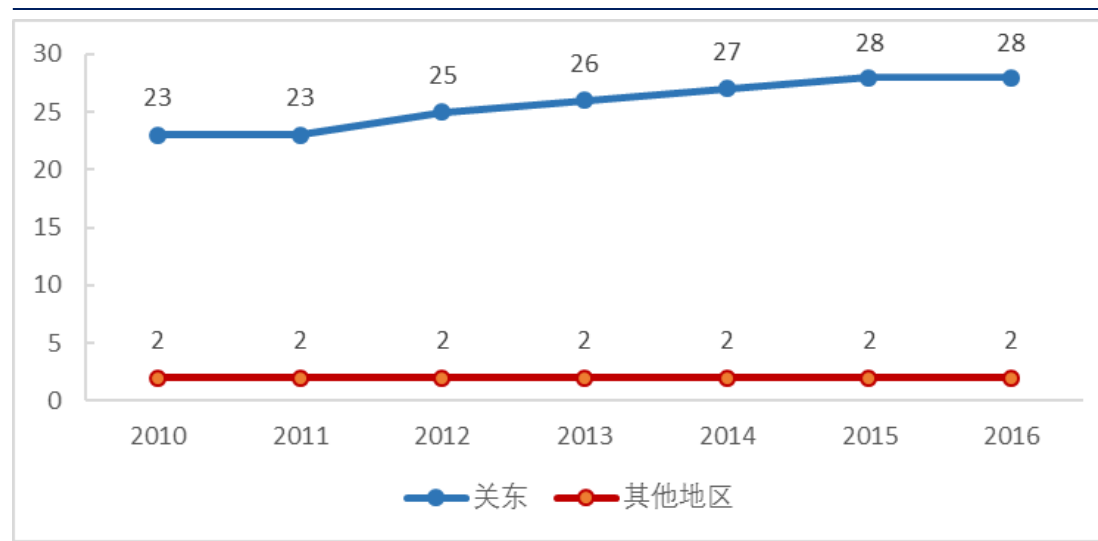
资料来源：财报，华创证券

图表27：Central Sports 2010-2016 年店铺扩张情况



资料来源：财报，华创证券

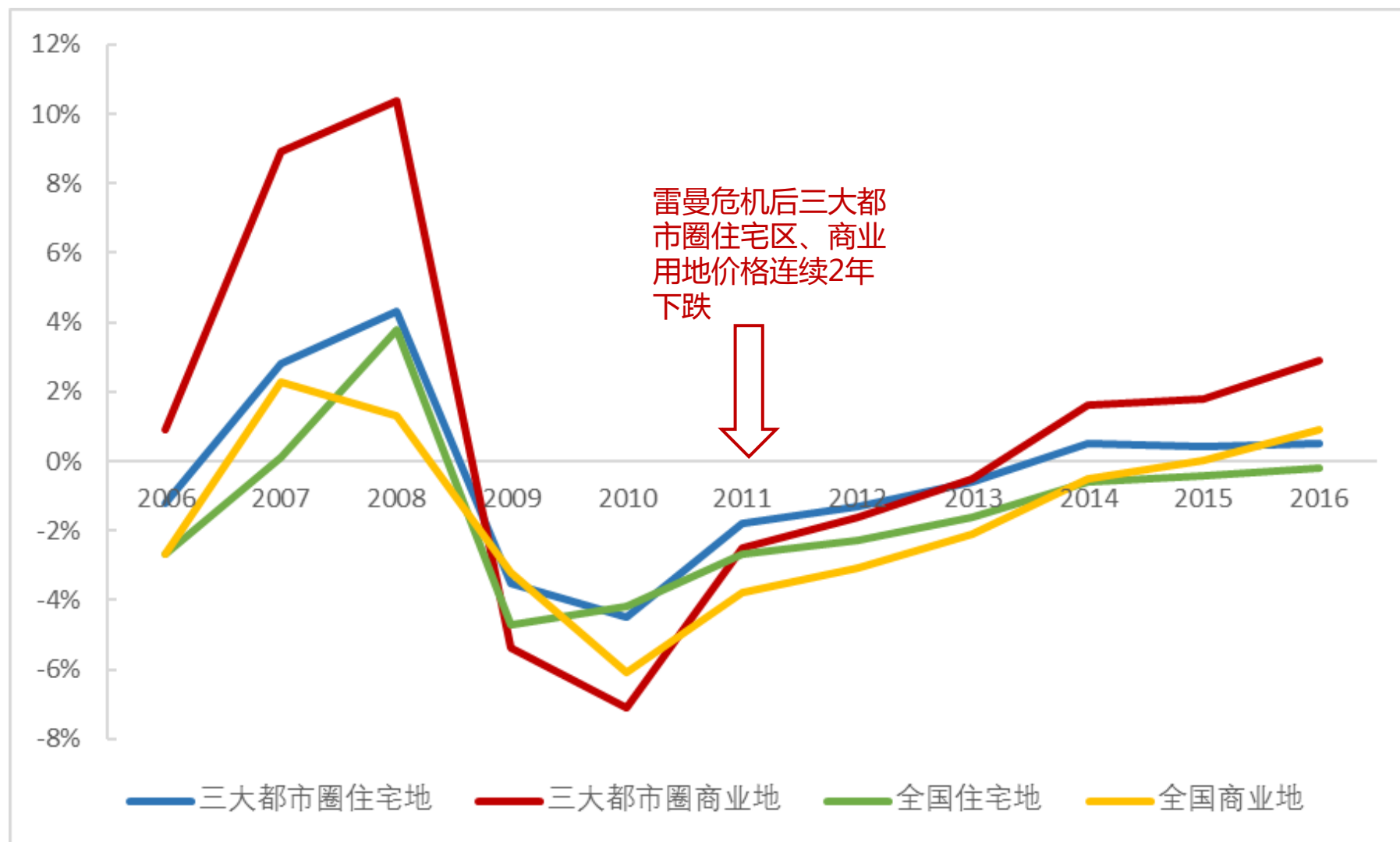
图表28：Megalos 2010-2016 年店铺扩张情况



资料来源：财报，华创证券

成功进军一线市场原因1：雷曼危机导致日本商业用地价格连续2年下跌

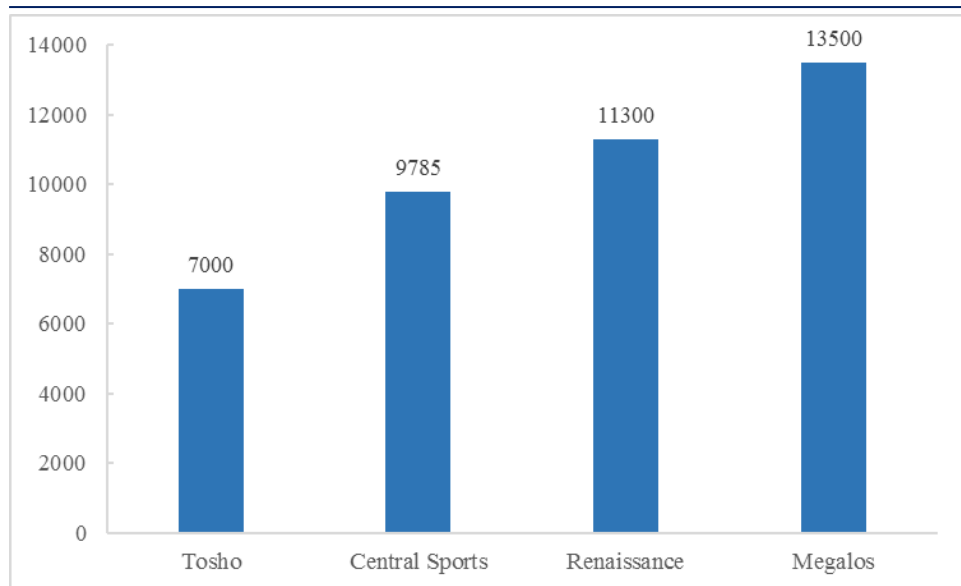
图表29：2006-2016 日本地价变动百分比（年度同比增幅）



成功进军一线城市原因2：高性价比

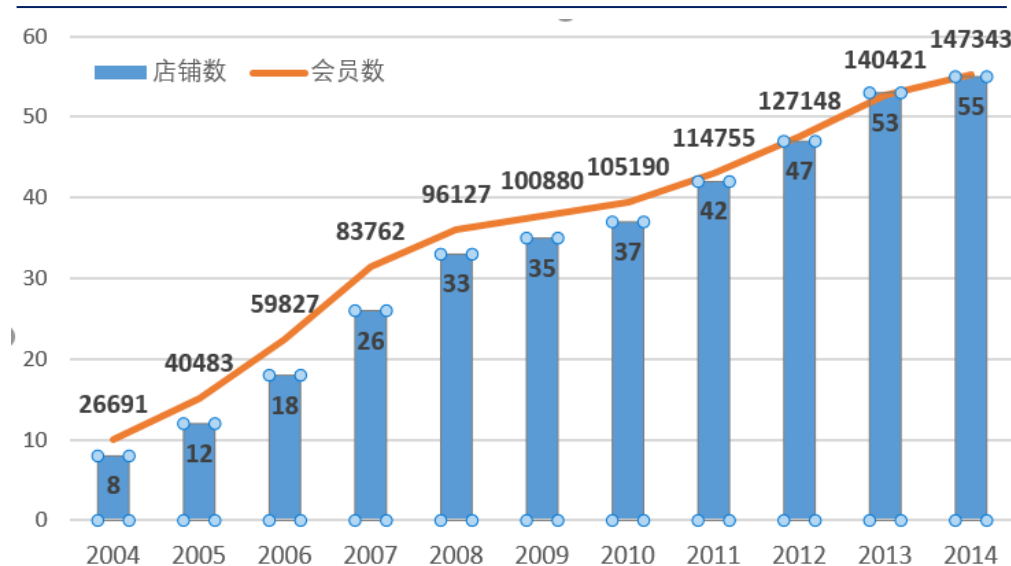
- 健身俱乐部市场壁垒小，竞争激烈，可替代性高，消费者对价格较为敏感；
- 低价策略：Tosho会费显著低于其他竞争对手，低价策略助其在一二线城市迅速占领。

图表30：Tosho 及竞争对手单人会费比较（日元/月）



资料来源：华创证券，年报

图表31：Tosho 历年店铺数和会员人数



资料来源：华创证券，年报

- 因地制宜，公司进一步推出针对不同地区的健身俱乐部类型，发挥自建优势，达到拓展市场与提高毛利率的双重目标。

图表32：公司计划推出健身俱乐部类型

俱乐部类型	所需投资 (亿日元)	场地面积 (平方米)	会员人数 (人)	会费单价 (日元/月)	预计营收 (百万日元)	预计毛利率
2200人综合型	4.5	1400	2200	7200	190	35%
2200人综合型	4	1200	2200	7000	185	35%
2200人综合型	3.8	1000	2200	7000	185	35%
2200人无泳池型	3	800	2200	6700	160	30%

资料来源：公司报告，华创证券

图表33：公司旗下体育俱乐部类型

俱乐部类型	所需投资 (亿日元)	场地面积 (平方米)	会员人数 (人)	覆盖人口 (千人)	有无泳池
3000人综合型	5	1700+	3000	150+	是
2500人综合型	4	1700+	2500	150+	是
2000人综合型	3.5	1700	2000	100+	是
2000人无泳池型	2.5	1300	2000	100+	否

资料来源：公司年报，华创证券

- 公司旗下的健身俱乐部拥有健身区、舞蹈房、游泳池及休闲区等多个区域，全方位满足客户的健身、娱乐和休闲需求。

图表34：公司旗下健身房涵盖区域



健身区



舞蹈房



游泳池



休闲区

- 公司针对初学者、女性等特殊群体推出不同的健身课程，满足客户多样化的需求。

图表35：公司特色健身课程



音乐健身操



舞蹈训练



腹肌训练



针对女性的健美操



舞蹈+拳击+普拉提综合运动



针对初学者的球操



拳击训练



生活瑜伽



健步训练

销售策略：量身定制会员类型以及收费标准

- 销售模式：公司主推网上入会的模式，24小时为客户提供便捷的服务
- 定价模式：公司为不同需求的客户提供量身定制的会员类型以及收费标准

图表36：公司入会流程及收费标准



会员类型	每月会费	可用时间	描述
高级会员	8300 日元/人	周一至周四、周六 10:00 ~ 24:00 周五、周日 10:00 ~ 21:00	营业时间内可不限次数使用
两人会员	7900 日元/人	周一至周四、周六 10:00 ~ 24:00 周五、周日 10:00 ~ 21:00	2 人入会即可享受
集体会员	7000 日元/人	周一至周四、周六 10:00 ~ 24:00 周五、周日 10:00 ~ 21:00	3 ~5 人入会即可享受
日间会员	5700 日元/人	周一至周四、周六 10:00 ~ 17:00 (节假日除外)	仅限平日白天使用
夜间会员	4700 日元/人	周一至周四、周六 20:30 ~ 24:00 (节假日除外)	仅限平日晚上使用
企业会员	10000 日元/人	周一至周四、周六 10:00 ~ 24:00 周五、周日 10:00 ~ 21:00	针对企业员工的健身需要

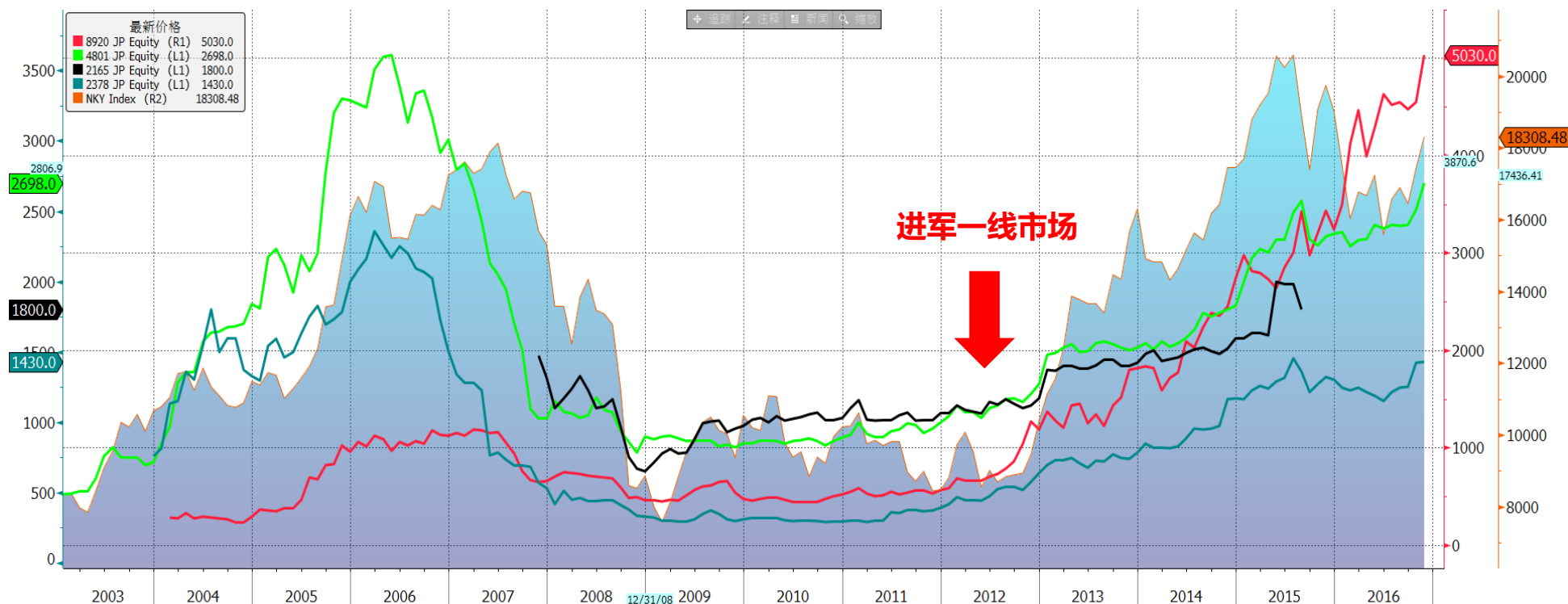
- 公司保持以客户为中心的服务策略，从人才培养、产品开发、设施维护等多个角度提升用户体验。

图表37：公司服务策略



优势	机会
1) 建筑和运营基因；2) 利润最大化的商业模式；3) 管理服务良好	1) 人们关注健康；2) 二三线市场有较大需求；3) 通货萎缩下土地价格下跌
劣势	风险
1) 新建俱乐部对资金需求大	1) 银行借贷政策不稳定风险；2) 选址风险

图表38：成功进军一线市场后，Tosho公司股价迅速攀升，实现戴维斯双击



SECTION 4

投资标的

——贵人鸟/ 莱茵体育/ 中体产业/中航时尚

- 公司确立了从“传统的运动鞋服品牌运营商”向“体育产业化集团”升级的发展战略：
- **做强体育鞋服业务**：1）优化门店；2）强化线上线下渠道（杰之行、名鞋库）；3）签约AND1品牌；4）自建服装生产供应链。
- **体育全产业布局，协同效应明显**：1）投资虎扑；2）成立动域资本，多领域投资；3）投资体育经纪，体育保险；
- **多市场战略之一**：拟收购国内健身龙头“威康健身”。

图表39：公司估值及盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（亿元）	19.19	19.68	38.98	44.64
收入增速		3%	98%	15%
净利润（亿元）	3.12	3.31	3.85	4.14
净利增速		6%	16%	8%
EPS（元）	0.54	0.53	0.61	0.66
PE	52	59	51	47

- **莱茵体育未来发展规划：**打造以场馆为核心的“社会公共体育服务体系”及以赛事为核心的“优质IP赛事运营体系”。

通过全力打造“赛事+场馆”两大核心平台，实现“体育赛事、体育传媒、体育金融、体育网络、体育地产、体育教育”六大业务平台融合发展的目标，最终建设成为一个具备上游IP资源、中游运营服务体系、下游多渠道变现通道的生态圈层。

- **在体育健身领域，公司投资了飞马健身和小斑科技：**

（1）飞马健身：杭州本地的健身连锁企业，现有直营健身 TOP 会所一家、会所两家、俱乐部两家，总健身面积达 16000 多平方米。

（2）小斑科技：倡导有趣、社交、有效的健康生活方式的平台，拥有小斑课程体系，公司集结国内最顶尖教练并邀请用户参与进行研发，以游戏代替传统枯燥的课程内容，将私教团体化，课程内容强化社交属性。

- **控股中体倍力连锁健身店**：2001年中体产业与美国倍力健身公司合作成立，中体产业持股65%。
- **中体倍力**：直营+加盟，60+家门店，主要分布在北京和一级省会城市。

图表40：中体倍力收入及利润



- **中航时尚**：一家提供专业健康解决方案的现代服务机构。旗下拥有以“中航健身会”“优莱荟”“优和健康家”三个主品牌；
- **主营业务**：健身业务和美容业务。公司旗下 21 家直营会所、1 家加盟会所和 1 家医疗美容门诊部。

图表41：公司旗下三块品牌



华创证券研究所

首席分析师 谢晨

助理分析师 石伟晶

Email: shiweijing@hcyjs.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。