

# 纺织服装行业

## 健身俱乐部行业扩张期已近尾声，但龙头公司仍存机会

分析师： 糜韩杰 S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

### 核心观点：

#### ● 我国当前健身俱乐部数量并不少，行业扩张期已经临近尾声

IBIS World，虎嗅网等机构都曾发布过关于我国健身俱乐部数量的数据，均认为俱乐部的数量在 4000-6000 个之间，并以此推算出每万人所拥有的健身俱乐部的数量为 0.02-0.04 之间，远低于美国的 1.13。但是我们通过对大众点评网的健身俱乐部商家信息进行统计后发现，仅 4 个一线城市以及 25 个二线城市的健身俱乐部就接近 2 万家。我们认为这是因为健身俱乐部的数量在近几年增长迅速，使得前述机构对健身俱乐部数量的测算不能及时反映我国健身俱乐部数量的变化。按这 29 个城市的人口计算，每万人拥有的健身俱乐部数量为 0.42。考虑到我国经济发展水平和大众健身习惯与美国的差距，我国当前的健身俱乐部的渗透率已经较高，我们认为行业的扩张期已经临近尾声。

#### ● 但是行业高度分散，龙头市占率远低于发达国家

根据大众点评网的健身俱乐部商家信息，我们计算了每个城市排名前 5 的健身俱乐部的门店总数在当地的市占率。据统计，在四个一线城市该市占率平均为 14.9%，而二线城市中该市占率平均为 17.4%。超过 8 成的健身俱乐部都属于只有一到两家门店的杂牌军。从全国来看，两家健身俱乐部行业龙头的门店市占率均为 0.5%，而英美德日等国家行业龙头的市占率在 2.7%到 6.6%之间。因此我们认为我国健身行业龙头市占率提升空间巨大。

#### ● 中小健身俱乐部加速退出，行业龙头将脱颖而出

在过去几年的高速增长期中，健身俱乐部“开新店，养老店”的模式十分普遍。往往一家健身俱乐部在预售和试运营的六个月时间内所实现的净现金流可以达到正式营业后每年的净现金流的数倍。我们认为在行业扩张期临近尾声的当下，健身俱乐部行业将逐步从赚快钱向赚慢钱的模式转变，占比超过 8 成的杂牌军将加速退出行业。而行业龙头凭借品牌和经营能力上的优势将能够在全国范围内迅速扩张，扩大市场份额。

#### ● 资本助力，看好威尔士未来成长

贵人鸟在 2017 年 3 月 12 日披露重大资产重组交易预案，拟分别以发行股份和支付现金的方式收购威廉健身 75%和 25%的股权，交易价格初步确定为 27 亿元。2015 年和 2016 年，威廉健身的营业收入分别为 51,629.53 万元和 74,266.14 万元，实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 1,737.01 万元和 4,201.06 万元（未经审计）。威廉健身拥有知名健身俱乐部品牌威尔士。我们认为贵人鸟能够为威廉健身提供异地扩张所需要的管理经验和信用支持。同时贵人鸟的资金优势和并购经验也将帮助威廉健身有效的整合行业资源。建议重点关注贵人鸟。

#### ● 风险提示

商铺租金上涨过快导致运营成本增加的风险，私教工作室，自助式健身房等新兴商业模式的风险，贵人鸟收购威尔士交易无法完成的风险；

## 目录索引

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1. 健身俱乐部行业的扩张期已经接近尾声 .....       | 4  |
| 1.1 中国的健身俱乐部实际数量远超市场共识 .....     | 4  |
| 1.2 中国健身俱乐部的渗透率并不低 .....         | 6  |
| 2. 但是行业高度分散，龙头市占率远低于发达国家 .....   | 10 |
| 2.1 当前健身俱乐部行业品牌集中度很低 .....       | 10 |
| 2.2 行业龙头的市占率远低于发达国家 .....        | 12 |
| 3. 中小健身俱乐部将加速退出，龙头进入快速扩张时期 ..... | 13 |
| 3.1 现有模式高度依赖门店扩张带来的现金流入 .....    | 13 |
| 3.2 扩张期红利消失，中小健身俱乐部将加速退出 .....   | 18 |
| 3.3 大浪淘沙，行业龙头将脱颖而出 .....         | 19 |
| 4. 行业龙头威尔士与贵人鸟合并，对接资本加速扩张 .....  | 22 |
| 4.1 贵人鸟拟收购威康健身 100% 股权 .....     | 22 |
| 4.2 资本助力，看好威尔士未来成长 .....         | 22 |
| 5. 风险提示 .....                    | 23 |
| 5.1 商铺租金上涨过快的风险 .....            | 23 |
| 5.2 新兴商业模式的风险 .....              | 23 |
| 5.3 贵人鸟收购威康健身交易无法完成的风险 .....     | 23 |

## 图表索引

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 中美每万人健身俱乐部比例对比 .....                     | 7  |
| 图 2: 中美每万人拥有健身俱乐部数量对比 (含私教工作室) .....          | 7  |
| 图 3: 中国与发达国家每万人健身俱乐部拥有量对比 .....               | 8  |
| 图 4: 中国与发达国家每万人健身俱乐部拥有量对比 (含私教工作室) .....      | 8  |
| 图 5: 每万人健身俱乐部与人均 GDP (美元) 的关系 .....           | 9  |
| 图 6: 每万人健身俱乐部 (含私教工作室) 与人均 GDP (美元) 的关系 ..... | 9  |
| 图 7: 各国健身俱乐部连锁市占率对比 .....                     | 13 |
| 图 8: 健身俱乐部在不同阶段的现金流入与流出 .....                 | 15 |
| 图 9: 健身俱乐部会籍销售数量 .....                        | 17 |
| 图 10: 健身俱乐部活跃会员数量 (期末数量) .....                | 17 |
| 图 11: 一线城市核心商圈健身俱乐部净现金流情况 .....               | 18 |
| 图 12: 健身俱乐部生命周期每年净现金流入占比 .....                | 18 |
| 图 13: 健身教练入行前经历 .....                         | 19 |
| 表 1: 研究机构公布的我国健身俱乐部数量的对比 .....                | 4  |
| 表 2: 全国 29 个城市健身俱乐部数据一览 .....                 | 5  |
| 表 3: 一线城市健身俱乐部连锁品牌占比 .....                    | 10 |
| 表 4: 二线城市健身俱乐部连锁品牌占比 .....                    | 11 |
| 表 5: 一线城市核心商圈健身俱乐部现金流模型 .....                 | 16 |
| 表 6: 一二线城市新建在售以及新建待售小区数量 .....                | 21 |

# 1. 健身俱乐部行业的扩张期已经接近尾声

## 1.1 中国的健身俱乐部实际数量远超市场共识

随着我国经济平稳较快地发展以及人民群众生活水平不断提高，人们对健康服务的需求正在从传统的疾病治疗转变为更加重视疾病预防和保健，以及追求健康的生活方式。因此消费者对于对健身俱乐部的需求也越来越普遍。在全民健身需求和国家政策效应的积极推动下，中国健身服务行业高速发展。

然而，在可考的公开资料中，我们还没有找到关于当前中国健身俱乐部数量的准确的统计数据。我们整理了市场中主要研究机构对于健身俱乐部数量统计数据，发现这些数据往往存在两个问题。第一，这些统计数据较为过时。近几年，我国的健身俱乐部数量经历了非常高速的增长，当前健身俱乐部的数量较几年前有非常显著的增加。第二，研究机构对于健身俱乐部统计的方法和口径不同，使得不同研究机构对于健身俱乐部数量的统计存在的明显的差异。

表1：研究机构公布的我国健身俱乐部数量的对比

| 机构         | 统计时间 | 统计数量 |
|------------|------|------|
| 智研数据中心     | 2013 | 5000 |
| AASFP      | 2015 | 4425 |
| 虎嗅网        | 2014 | 4512 |
| IBIS World | 2012 | 5749 |
| IHRSA      | 2012 | 2670 |

数据来源：智研数据中心，AASFP，虎嗅网，IBIS World，IHRSA，广发证券发展研究中心

**我国运营中的健身俱乐部数量远远超过现有的统计数据：**为了对我国当前的健身俱乐部的数量有一个更客观的了解，我们利用大众点评网的商家信息对于我国一二线城市的健身俱乐部数量进行了统计。我们发现，大众点评网上可查询的健身俱乐部的信息绝大多数是真实和有效的。我们统计了北上广深四个一线城市，以及25个主要二线城市的运营中的健身俱乐部数量。而通过统计，我们发现中国当前运营中的健身俱乐部数量要远远超过现有的研究机构所公布的健身俱乐部数量。

**4个一线城市：**北上广深四个一线城市中共存在4216家健身俱乐部。其中北京和上海的健身俱乐部数量均超过一千家。这仍不包括近年来开始兴起的，以私教课为主要产品的私教工作室。经过我们统计，4个一线城市中的私教工作室的数量已经达到了1642家。因此，如果将私教工作室也统计在内，一线城市的健身俱乐部的数量已经达到了5678家。

**25个主要二线城市：**我们也统计了包括大多数省会城市和经济较发达城市在内的25个二线城市的健身俱乐部数量，发现这25个城市的健身俱乐部数量为6035家。平均每个二线城市的健身俱乐部数量超过240家。但是二线城市由于在经济发展水平上和一线城市仍存在较大差异，因此二线城市的私教工作室数量明显低于一线城市。经统计，这25个二线城市共有私教工作室1119家。因此，如果将私教工作室也统计在内，这25个二线城市的健身俱乐部的数量已经达到了7154家。

**其它地级市：**除去以上的29个城市外，我国仍有258个地级市。这些地级市的发展水平要落后于以上所统计的一二线城市，健身产业还处于起步阶段。但是我们的抽样调查显示这些城市也存在着相当数量的健身俱乐部。即便我们非常保守的估计这类地级市平均拥有30家健身俱乐部，那么这258家地级市也拥有7740家健身俱乐部。

对大众点评网的商家信息统计显示，我国运营中的健身俱乐部数量已经达到了17991家。如果将私教工作室也包括在内的话，健身俱乐部的数量将超过20000家。其中，仅29个一二线城市就拥有超过1万家健身俱乐部。这远远高于现有的研究机构所公布的健身俱乐部数量。因此我们认为中国的健身俱乐部，经过近几年的高速扩张，在数量上已经有了非常显著的增长。所以我们认为中国的健身俱乐部的数量并不少，而市场中现有研究机构发布的中国健身俱乐部数据，严重低估了中国健身俱乐部的实际数量

表 2：全国 29 个城市健身俱乐部数据一览

|             | 健身俱乐部 | 私教工作室 | 总人口（万人） | 每万人拥有健身俱乐部 | 每万人拥有健身俱乐部(含私教工作室) |
|-------------|-------|-------|---------|------------|--------------------|
| <b>一线城市</b> |       |       |         |            |                    |
| 北京          | 1,170 | 602   | 2,171   | 0.54       | 0.82               |
| 上海          | 1,845 | 775   | 2,415   | 0.76       | 1.08               |
| 广州          | 515   | 111   | 1,350   | 0.38       | 0.46               |
| 深圳          | 686   | 154   | 1,138   | 0.60       | 0.74               |
| 一线总计        | 4,216 | 1,642 | 7,074   | 0.60       | 0.83               |
| <b>二线城市</b> |       |       |         |            |                    |
| 南京          | 342   | 83    | 824     | 0.42       | 0.52               |
| 武汉          | 358   | 203   | 1,061   | 0.34       | 0.53               |
| 重庆          | 550   | 60    | 3,017   | 0.18       | 0.20               |
| 天津          | 301   | 57    | 1,547   | 0.19       | 0.23               |
| 西安          | 280   | 57    | 871     | 0.32       | 0.39               |
| 成都          | 437   | 85    | 1,466   | 0.30       | 0.36               |
| 杭州          | 428   | 77    | 902     | 0.47       | 0.56               |
| 郑州          | 237   | 40    | 957     | 0.25       | 0.29               |
| 大连          | 176   | 21    | 699     | 0.25       | 0.28               |
| 厦门          | 177   | 28    | 386     | 0.46       | 0.53               |
| 沈阳          | 156   | 31    | 829     | 0.19       | 0.23               |
| 青岛          | 256   | 21    | 910     | 0.28       | 0.30               |
| 宁波          | 217   | 30    | 783     | 0.28       | 0.32               |
| 苏州          | 334   | 52    | 1,062   | 0.31       | 0.36               |
| 无锡          | 247   | 32    | 651     | 0.38       | 0.43               |
| 济南          | 156   | 33    | 713     | 0.22       | 0.27               |
| 哈尔滨         | 153   | 24    | 1,064   | 0.14       | 0.17               |
| 长沙          | 204   | 54    | 743     | 0.27       | 0.35               |
| 福州          | 135   | 24    | 750     | 0.18       | 0.21               |



|      |        |       |        |      |      |
|------|--------|-------|--------|------|------|
| 长春   | 105    | 12    | 768    | 0.14 | 0.15 |
| 昆明   | 144    | 10    | 668    | 0.22 | 0.23 |
| 合肥   | 169    | 50    | 779    | 0.22 | 0.28 |
| 东莞   | 202    | 10    | 825    | 0.24 | 0.26 |
| 石家庄  | 158    | 14    | 1,007  | 0.16 | 0.17 |
| 太原   | 113    | 11    | 432    | 0.26 | 0.29 |
| 二线总计 | 6,035  | 1,119 | 23,711 | 0.25 | 0.30 |
| 总计   | 10,251 | 2,761 | 30,785 | 0.33 | 0.42 |

数据来源：大众点评网，广发证券发展研究中心

## 1.2 中国健身俱乐部的渗透率并不低

经过统计我们发现，中国当前的健身俱乐部的数量并不少。但是考虑到我国人口众多，并且地区间经济发展水平差异较大，因此我国健身俱乐部的渗透率水平的高低也将直接关系到健身俱乐部数量的发展空间。而美国是健身俱乐部市场是全球规模最大，发展最成熟的市场。根据IHRSA 2016年的报告显示，美国健身俱乐部数量从2014年的3.45万家增长至2015年的3.62万家，同比增长5%，收入从242亿美金增至258亿美金，同比增长6.6%，会员人数从5400万增至5530万，同比增长2.4%，因此，我们选择美国的健身俱乐部市场进行对比，并据此判断我国健身俱乐部行业未来的发展空间。

我们发现我国的健身俱乐部的渗透率与美国的差距并没有市场认为的那么大。当前市场观点认为我国每万人所拥有的健身俱乐部的数量大约在0.02至0.04之间，这与美国每万人所拥有的健身俱乐部数量1.13相比存在着极大的差距。但是我们认为现有的市场观点低估了我国每万人所拥有的健身俱乐部的数量。这主要是由于两个原因。第一，现有的观点中，用来计算渗透率的健身俱乐部数量远远小于实际运营中的健身俱乐部的数量。第二，现有计算方法将我国健身俱乐部的数量除以我国的总人口。但是由于我国地区间发展差异很大，健身俱乐部主要集中在城市中，尤其是一二线城市中，广大农村地区的健身俱乐部产业几乎空白，并且健身习惯也与一二线城市相去甚远。因此我们认为将城市人口中，每万人所拥有的健身俱乐部数量与美国相比，更具有现实意义。我们根据大众点评网商家信息分析所得到的健身俱乐部数据计算出一二线城市的健身俱乐部渗透率数据如下。

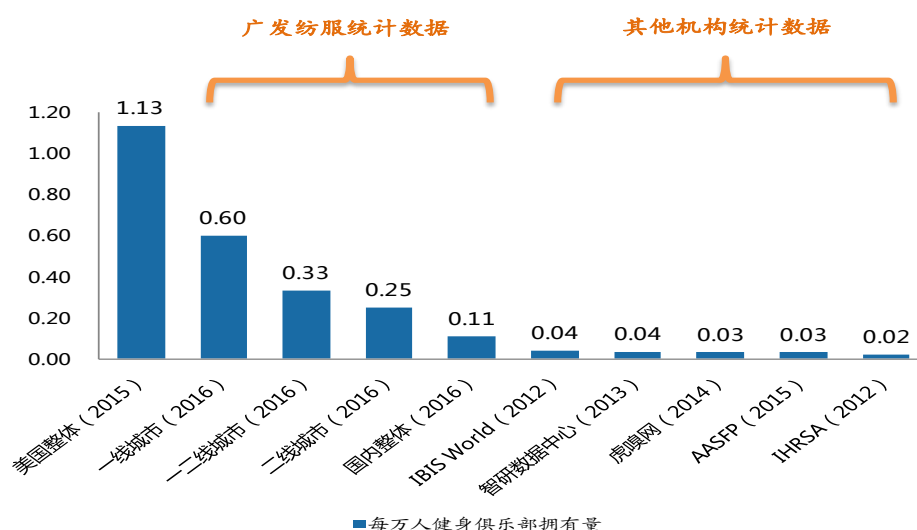
**4个一线城市：**在一线城市中，平均每万人所拥有的健身俱乐部数量为0.60个。如果将私教工作室包括在内，则每万人拥有的健身俱乐部数量为0.83个。

**25个主要二线城市：**在25个主要二线城市中，平均每万人所拥有的健身俱乐部数量为0.25个。如果将私教工作室包括在内，则每万人拥有的健身俱乐部数量为0.30个。

**一二线城市：**在我们统计的29个一二线城市中，平均每万人所拥有的健身俱乐部数量为0.33个。如果将私教工作室包括在内，则每万人拥有的健身俱乐部数量为0.42个。这29个城市的人口超过3亿，基本上覆盖了中国所有的经济发达地区，同时也是人口真正形成健身习惯的地区。

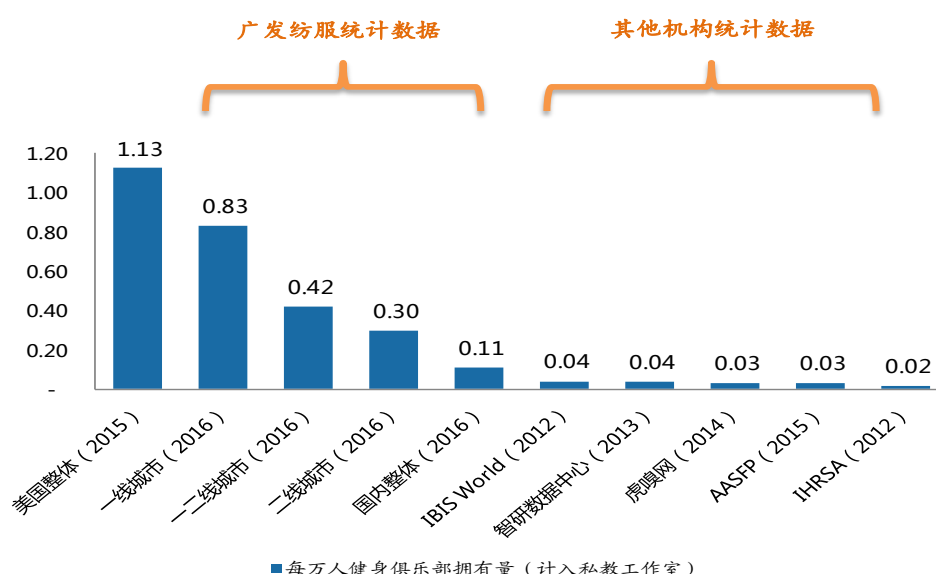
据IHRSA和世界银行的数据统计，美国2015年每万人拥有健身俱乐部数量大约为1.13。而在我国一线城市，这一数据为0.60（如包括私教工作室则为0.83），同美国相比已经较为接近。如果我们将一二线城市结合起来看，在这29个城市，平均每万人拥有的健身俱乐部数量为0.33（如包括私教工作室则为0.42）。虽然这一数据与美国相比仍然较低，但是我国的健身俱乐部渗透率与美国的差距并没有市场认为的那么大。同时考虑到我国的经济发展水平和人口的健身习惯与美国相比仍存在着非常大的差距，因此我们认为我国的健身俱乐部渗透率，从一二线城市每万人所拥有的健身俱乐部数量这一指标上来看，已经达到了一个合理的水平上。

图1：中美每万人健身俱乐部比例对比



数据来源：智研数据中心，AASFP，虎嗅网，IBIS World，IHRSA，广发证券发展研究中心

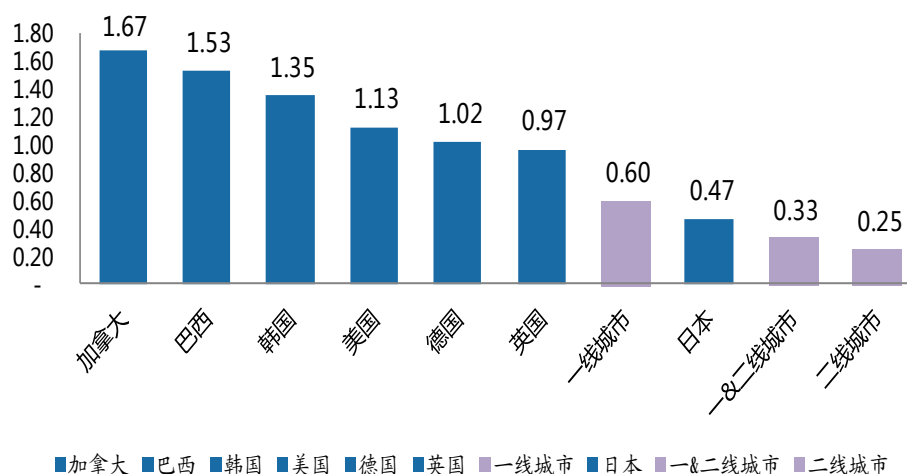
图2：中美每万人拥有健身俱乐部数量对比（含私教工作室）



数据来源：智研数据中心，AASFP，虎嗅网，IBIS World，IHRSA，广发证券发展研究中心

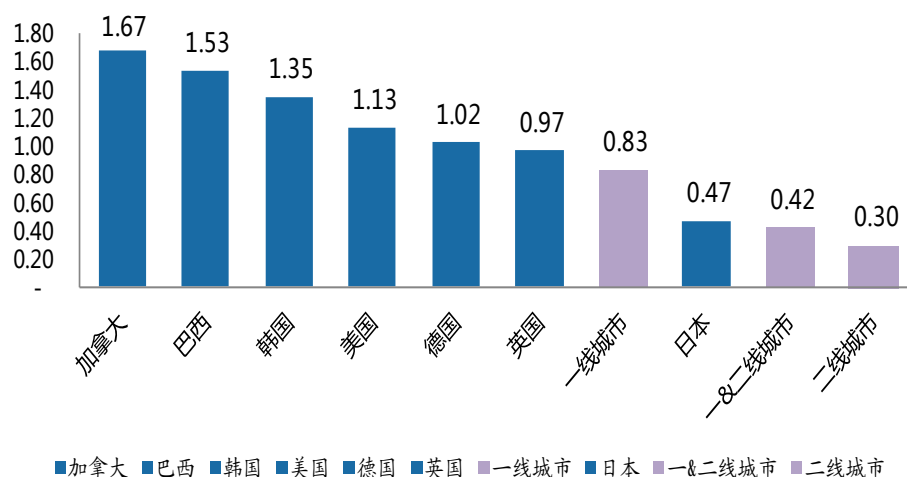
而与其它发达国家相比，我国的健身俱乐部渗透率也并不低：同样根据IHRSA以及和世界银行的统计数据，我们可以计算出美国、加拿大、韩国、巴西、德国、英国、日本等发达国家每万人健身俱乐部拥有数。其中巴西和加拿大的数值较高，超过1.5，而其余国家的数值在1左右。而考虑到经济发展水平和人口健身习惯的差异，我国一二线城市每万人健身俱乐部的拥有量与这些发达国家相比并不是很低。

图3：中国与发达国家每万人健身俱乐部拥有量对比



数据来源：IHRSA，大众点评，世界银行，国家统计局，广发证券发展研究中心

图4：中国与发达国家每万人健身俱乐部拥有量对比（含私教工作室）



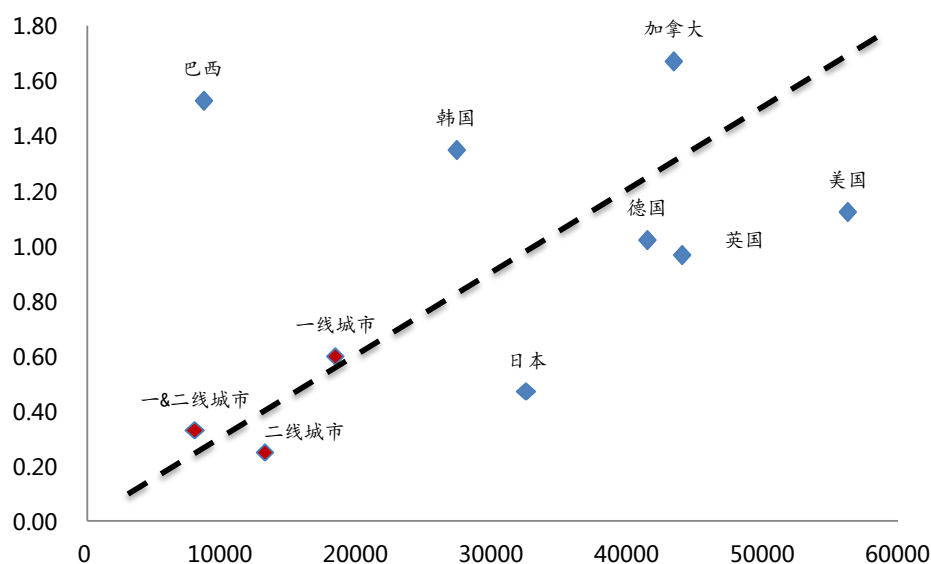
数据来源：IHRSA，大众点评，世界银行，国家统计局，广发证券发展研究中心

同时，我们注意到人均GDP和每万人健身俱乐部拥有量高度相关：我们发现以上这些发达国家的每万人健身俱乐部拥有量与其人均GDP高度相关。如果我们以人均GDP为横坐标，而以每万人健身俱乐部拥有量为纵坐标来画一条趋势线的画，大部分国家将分布在这条趋势线的附近。而我们发现中国的一线城市和二线城市也在这条趋势线附近。这说明在我国的一二线城市中，每万人健身俱乐部的数量符合其当



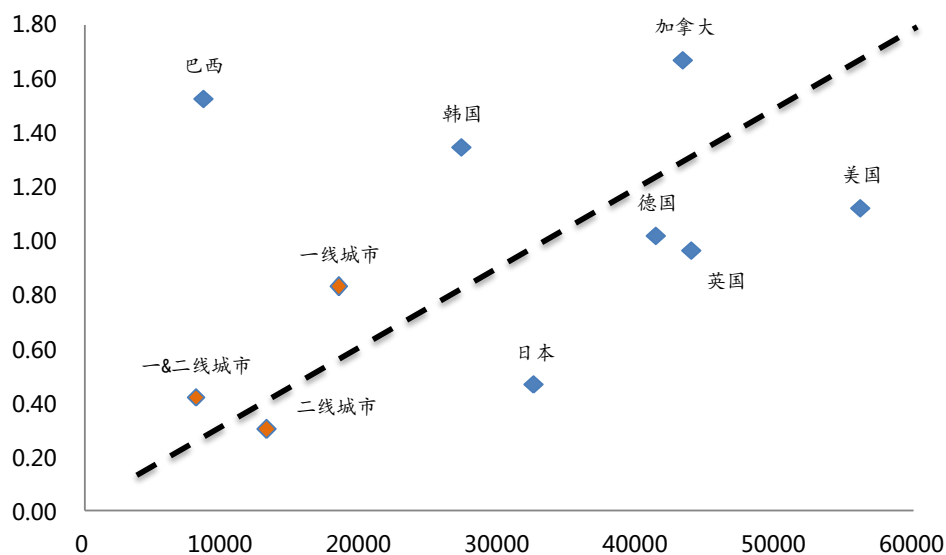
前的人均GDP发展水平。因此我们认为我国的健身俱乐部行业，在经过近年的高速扩张后，从健身俱乐部的数量上来说已经不再偏低，而将进入一个对现有健身俱乐部经营模式进行精细化打磨的阶段。

图5：每万人健身俱乐部与人均GDP（美元）的关系



数据来源：IHRSA，大众点评，世界银行，国家统计局，广发证券发展研究中心

图6：每万人健身俱乐部（含私教工作室）与人均GDP（美元）的关系



数据来源：IHRSA，大众点评，世界银行，国家统计局，广发证券发展研究中心

## 2. 但是行业高度分散，龙头市占率远低于发达国家

### 2.1 当前健身俱乐部行业品牌集中度很低

通过对我国健身俱乐部数量和渗透率的分析，我们认为健身俱乐部行业的快速扩张期已经接近尾声。而经过几年的高速增长，目前我国的健身俱乐部品牌数量极其众多，同时管理能力，服务水平层次不齐。而健身俱乐部在一二线城市的渗透率已经达到了一个较高水平，在未来几年内健身俱乐部门店扩张的空间将大大减少。这就使得健身俱乐部无法依靠单纯的门店扩张去推动现金流的增长，从而对行业内传统的“开新店，养老店”的模式形成严峻挑战。

**健身俱乐部连锁品牌的市占率很低：**我们对前文提到的29个一二线城市的健身俱乐部市场进行分析。我们将全国健身俱乐部数量排名前十的品牌以及各个城市当地健身俱乐部数量前五的品牌认定为知名连锁品牌。其中，全国排名前十的健身俱乐部品牌为：威尔士、一兆韦德、美格菲、中体倍力、青鸟、浩沙、英派斯、中航、舒适堡、星之健身。我们将29个城市中，知名连锁品牌健身俱乐部的数量相加，去除以该城市的健身俱乐部的总数量，从而得到连锁品牌在这些城市的市占率。

**一线城市中连锁品牌的平均市占率仅为14.9%：**在4个一线城市中，知名连锁品牌健身俱乐部的数量占健身俱乐部总数的比例为10.2%至18.3%之间。其中上海市由于威尔士和一兆韦德这两家全国排名前二的连锁品牌的存在，连锁品牌的占比为18.3%，在四个一线城市中最高。

**二线城市中连锁品牌的平均市占率为17.4%，较一线城市略高：**在25个二线城市中，知名连锁品牌健身俱乐部在当地的市场占有率为17.4%，较一线城市略高。同时我们发现全国性的健身俱乐部品牌主要还是集中在四个一线城市，在二线城市中门店数量很少。

**超过8成的健身俱乐部都属于只有一到两家门店的杂牌军：**我们发现在绝大多数二线城市，只有一至两个门店数量超过5个的连锁健身俱乐部。而从一二线城市的连锁品牌的平均市占率也可以看出，超过8成的健身俱乐部都属于只有一家或者两家门店的“杂牌军”。这其中多数健身俱乐部都是在近几年的行业扩张期中涌现出来的。

**表3：一线城市健身俱乐部连锁品牌占比**

|    | 知名连锁健身俱乐部品牌                                | 知名连锁健身俱乐部数量 | 健身俱乐部总数 | 连锁品牌占比 |
|----|--|-------------|---------|--------|
| 上海 | 威尔士、一兆韦德、美格菲、中体倍力、青鸟、浩沙、英派斯、舒适堡、星之         | 337         | 1845    | 18.3%  |
| 北京 | 威尔士、一兆韦德、美格菲、中体倍力、青鸟、浩沙、英派斯、中航             | 119         | 1170    | 10.2%  |
| 深圳 | 威尔士、一兆韦德、中体倍力、青鸟、中航、舒适堡、超级猩猩、力美健、古德菲力、瑞尔健身 | 89          | 686     | 13.0%  |
| 广州 | 一兆韦德、中体倍力、青鸟、舒适堡、轻健身、古德菲力、金吉鸟、力美健          | 84          | 515     | 16.3%  |

|    |     |      |       |
|----|-----|------|-------|
| 总计 | 629 | 4216 | 14.9% |
|----|-----|------|-------|

数据来源：大众点评网，广发证券发展研究中心

表 4：二线城市健身俱乐部连锁品牌占比

|    | 全国前十品牌                  | 数量 | 当地知名健身俱乐部               | 数量 | 连锁健身俱乐部<br>总数 | 健身俱乐部<br>总数 | 品牌连锁占比 |
|----|-------------------------|----|-------------------------|----|---------------|-------------|--------|
| 南京 | 威尔士，一兆韦德，浩沙，英派斯         | 31 | 金吉鸟，奇迹，巨石，宝力豪，明尊        | 86 | 117           | 342         | 34.20% |
| 杭州 | 威尔士，一兆韦德，美格菲，青鸟，英派斯，舒适堡 | 25 | 乐刻，英豪斯，菲力伟，百顺，壹健身       | 68 | 93            | 428         | 21.70% |
| 成都 | 威尔士，美格菲，浩沙，英派斯，舒适堡      | 20 | 奇迹，响动，清健身，氧气，QSL        | 59 | 79            | 437         | 18.10% |
| 重庆 | 威尔士，一兆韦德，英派斯，舒适堡        | 15 | 海派，超越，凯健，海悦荟，光猪圈        | 50 | 65            | 550         | 11.80% |
| 苏州 | 威尔士，一兆韦德，英派斯，星之         | 42 | 宝乐豪，金吉鸟，乐体，金仕堡          | 23 | 65            | 334         | 19.50% |
| 西安 | 威尔士，美格菲，中体倍力，英派斯        | 10 | 亚特，瑞力，动岚，超越，蓝积木         | 40 | 50            | 280         | 17.90% |
| 青岛 | 威尔士，一兆韦德，英派斯            | 13 | 52 健身，中健银座，爱尚，帝豪斯       | 35 | 48            | 256         | 18.80% |
| 武汉 | 威尔士，一兆韦德，美格菲，中体倍力，英派斯   | 7  | 空中，谦谦，帝豪斯，正健身，HF        | 38 | 45            | 358         | 12.60% |
| 郑州 | 一兆韦德，美格菲，中体倍力，浩沙，英派斯    | 14 | 黄金时代，梵得，确菲，我爱运动，多吉      | 29 | 43            | 237         | 18.10% |
| 大连 | 威尔士，一兆韦德，中体倍力，青鸟，浩沙，英派斯 | 10 | 五嘉，韦德伍斯，鼎龙，路卡斯，宝力豪      | 33 | 43            | 176         | 24.40% |
| 宁波 | 一兆韦德，英派斯                | 12 | 美日，威迪斯，里诺               | 30 | 42            | 217         | 19.40% |
| 济南 | 英派斯                     | 4  | 黑骏马，中健银座，精彩人生女子健身，GT 健身 | 34 | 38            | 156         | 24.40% |
| 合肥 | 英派斯                     | 1  | 金仕堡，金吉鸟，舒美堡，中健银座        | 33 | 34            | 169         | 20.10% |
| 天津 | 一兆韦德，青鸟，浩沙，英派斯          | 11 | 浩泰，奥本，斯宝沃，力美健           | 21 | 32            | 301         | 10.60% |
| 沈阳 | 威尔士，一兆韦德，中体倍力，浩沙，英派斯    | 12 | 帝豪斯，韦德伍斯，光猪圈，缪斯国际       | 18 | 30            | 156         | 19.20% |
| 无锡 | 一兆韦德，美格菲，英派斯，中航         | 7  | 中健银座，本色，金吉鸟，金仕堡         | 23 | 30            | 247         | 12.10% |

|     |            |     |                       |     |      |      |        |
|-----|------------|-----|-----------------------|-----|------|------|--------|
| 石家庄 | 一兆韦德, 中体倍力 | 2   | 超越, 兰卡, 动岚, 锋尚        | 27  | 29   | 158  | 18.40% |
| 长沙  | 中体倍力, 浩沙   | 2   | 奇迹, 斯普瑞斯, 康祺, 曼斯特     | 26  | 28   | 204  | 13.70% |
| 厦门  | 浩沙         | 10  | 葆姿, 星光 100, 希曼, 洛奇    | 17  | 27   | 177  | 15.30% |
| 哈尔滨 | 威尔士        | 1   | 12 小时, 人和, 力得, 21 天国际 | 25  | 26   | 153  | 17.00% |
| 长春  | 浩沙, 英派斯    | 7   | 丽景, S5, A1, 万盛        | 18  | 25   | 105  | 23.80% |
| 福州  | 浩沙         | 5   | 酷动, 宝力豪, 莱力, 金仕堡      | 12  | 17   | 135  | 12.60% |
| 东莞  | 无          | 0   | 翡力仕, 康体贝力, 8 号, 万莱    | 17  | 17   | 202  | 8.40%  |
| 昆明  | 英派斯        | 2   | 极客, 宝力豪, 超越, 贝斯特      | 12  | 14   | 144  | 9.70%  |
| 太原  | 中体倍力, 英派斯  | 3   | 动岚, 康美健, 福斯           | 8   | 11   | 113  | 9.70%  |
| 合计  |            | 266 |                       | 782 | 1048 | 6035 | 17.40% |

数据来源: 大众点评网, 广发证券发展研究中心

## 2.2 行业龙头的市占率远低于发达国家

我国健身俱乐部行业经过几年的高速扩张, 目前行业已经出现了有潜力成为行业龙头的领先连锁品牌。这些连锁品牌无论从渠道数量, 品牌数量还是管理能力上都已经与业内其它品牌拉开相当大差距。但是从市占率来看, 他们与美国等发达国家的行业龙头相比仍存在很大差距。

我们以国内排名前二的两家连锁品牌威尔士和一兆韦德为例, 来对比我国的健身俱乐部行业龙头与发达国家龙头在市占率上的差距。威尔士健身和一兆韦德是我国排名前二的连锁健身俱乐部品牌, 目前分别拥有90家门店左右。而经过我们之前的统计, 全国所有的地级市共有约18000家健身俱乐部, 威尔士和一兆韦德这两家行业龙头的门店数量的占比仅为0.5%。这要远远低于美国等发达国家前两名行业龙头的市占率。

**美国:** 按照门店数量计算, 美国前两大连锁健身俱乐部是Anytime Fitness和Planet Fitness。这两家健身俱乐部龙头分别在美国境内拥有约2200家和1200多家门店, 占美国3.6万家健身俱乐部的6.1%和3.4%

**德国:** 德国最大的健身俱乐部是Mrs. Sporty和McFit。其中Mrs. Sporty是女性客户为主的小型健身俱乐部连锁, 在德国拥有约550家门店。第二大健身俱乐部McFit则在欧洲拥有超过240家, 其中168家在德国。按照德国约8300家的健身俱乐部总数计算, 这两个龙头的门店数量占比分别为6.6%和2.0%

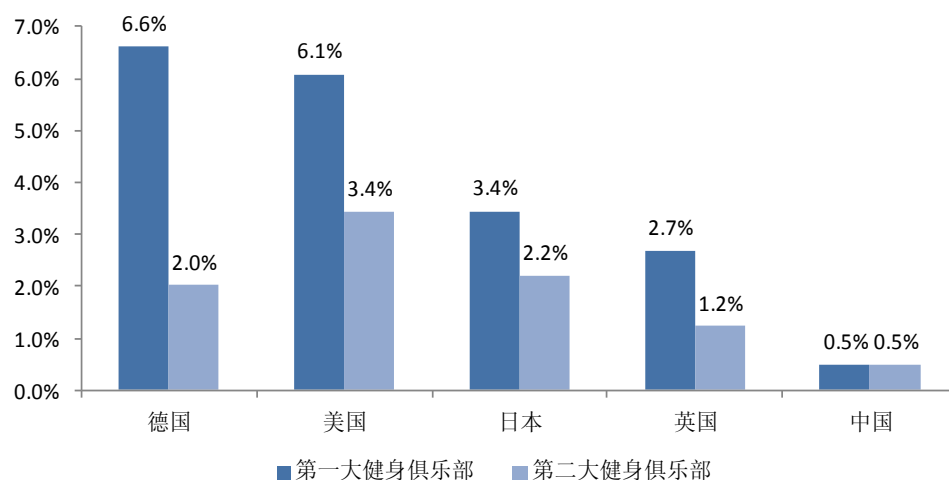
**英国:** Pure Gym和Virgin Active是英国最大的两家健身俱乐部, 其在英国境内分别拥有170家和78家门店, 占英国全国6300家健身俱乐部的2.7%和1.2%。

**日本:** 日本最大的两家健身俱乐部连锁是Central Sports和Renaissance, 其分别拥

有206家和132家门店。日本当前全国的健身俱乐部总数接近6000家，因此两家龙头的市占率分别为3.4%和2.2%

通过与海外发达国家健身俱乐部龙头市占率的对比，我们认为当前中国两大健身俱乐部龙头威尔士和一兆韦德的门店比例偏低。如果按照以上国家的经验推算，健身俱乐部行业的龙头的门店数量占比应为2.7%和6.6%之间。而我国当前的健身俱乐部总数大约为18000家左右，因此健身俱乐部龙头的门店数量应该约为500家至1200家之间。而当前威尔士和一兆韦德的门店数量都在90家左右，离发达国家的健身俱乐部龙头的市占率水平相差很大。

图7：各国健身俱乐部连锁市占率对比



数据来源：公司官网，IBIS World，IHRSA，广发证券发展研究中心

### 3. 中小健身俱乐部将加速退出，龙头进入快速扩张时期

#### 3.1 现有模式高度依赖门店扩张带来的现金流入

当前我国的健身俱乐部的盈利能力高度依赖于预售期和开业初期的现金流。由于预售期通常新增会员数量较大，且通常新开门店会享受一段时间的免租期，这使得预售期往往成为一家健身俱乐部生命周期中现金流最好的时期。下面我们通过对一线城市内一家典型的健身俱乐部为例，来分析健身俱乐部生命周期中的现金流情况。当前，我国健身俱乐部的收入主要来自于三个方面，即会籍费收入，私教课程收入以及健身周边产品的销售收入。

**会籍费收入：**在一家健身俱乐部新开业之前，通常会有专门的预售团队进行推广，吸纳新会员。在预售时，因为健身俱乐部通常还处于装修期间，潜在消费者无法参观健身俱乐部的硬件设施，因此俱乐部通常以提供折扣的形式吸引消费者办卡。预售收入是新开业健身俱乐部的一笔非常重要的现金流。首先，它大大减少了投资新



健身俱乐部所需要的前期资金投入。其次，它减少了开设新健身俱乐部的风险。因为如果预售收入严重低于预期，公司甚至可以选择中止该处健身俱乐部的开业，从而避免后期亏损扩大的风险。在健身俱乐部开业后，通常会有三个月的试运营时期。在这段时间内，由于部分健身器材或者配套设备没有到位，装修的气味还没有完全散去等原因，俱乐部通常仍会以同样的折扣吸引新会员加入。在三个月的试运营时期结束以后，吸纳新会员的速度会逐步放缓。俱乐部通常会保留一个常规的销售团队来负责新会员的开发。销售人员的收入主要来自于其吸纳的新会员的会籍费的提成，并且比例会根据销售目标的完成进度而提高。根据我们对一线城市多家健身俱乐部的草根调研数据，预售期间的销售提成通常在会籍费的11-15%之间，而试营业及正式开业以后，销售人员的提成比例通常在9-11%之间。

**私教课程收入：**私教课程收入是健身俱乐部，尤其是一线城市的健身俱乐部的一项非常主要的收入来源。私教课程通常以一对一的形式展开，并且收费根据课程类型和课程节数的不同。在一线城市的健身俱乐部，每节私教课的价格通常在300-450元每小时之间。根据我们的草根调研，一线城市的健身俱乐部根据其所在位置和会员数量，通常会配有10-20名的健身教练。健身教练的收入来源除了占比较低的底薪外，主要来自于两部分，即私教课程销售的提成，以及上私教课程的课时费。健身教练的销售提成比例根据其当月所完成的销售额数量而呈阶梯状上升，多数处于5%-15%之间。而上私教课的课时费根据教练的级别不同，通常位于90-150元每节课之间。例如，如果一个健身教练当月销售了150节价值350元的私教课，即完成了5.25万元的销售额。那么他的课程销售的提成比例可能达到8%，即拿到4200元的销售提成。同时，如果他在这个月也上了80节私教课程，假设每节课的课时费为110元，那么他也可以拿到9600元的课时费。当前，一线城市中健身俱乐部的健身教练的底薪为2000元左右，因此这名健身教练在当月的总薪酬为15800元。这名教练在当月的综合销售提成为15800/52500，即30%。如果一家健身俱乐部配有20名这样的教练，那么这家健身俱乐部这个月的私教课程收入可以达到108万元。

**健身周边产品的销售：**健身俱乐部通常也会进行一些健身周边产品的销售，例如运动服饰，运动补剂等。其它的收入来源也可能包括健身俱乐部的部分物柜供会员长期租赁的收入等。但是总体而言，这部分收入在健身俱乐部的总收入中占比较低。

而从成本端来看，一家健身俱乐部的成本大体上可以分为前期的固定投入以及后期的运营成本。一家健身俱乐部开业前的固定成本主要包括俱乐部场地的装修费用，以及健身器械的采购。而后期的主要运营成本包括场地租金，人力成本，水、电、保洁费用以及其它运营成本，

**装修费用：**健身俱乐部的场地装修费用根据装修的等级不同变动范围较大。其中，卫浴，桑拿房，地板等是装修费用中占比较高的项目。以一线城市针对白领阶层的健身俱乐部为例，装修费用可以达到1800元/平米。由此推算，一家3000平米的健身俱乐部的装修费用可以达到540万元。

**健身器械：**健身俱乐部的设备投入主要分有氧器械和无氧器械两部分。同样以一家3000平米的健身俱乐部为例，常见有氧器材的采购需求包括25台左右的跑步机，10台椭圆机，80台动感单车等等。而无氧器械的采购需求通常包括哑铃架，杠铃架，卧推架，史密斯机等。我们测算，如果器材采购以国外品牌为主的话，那么面积为



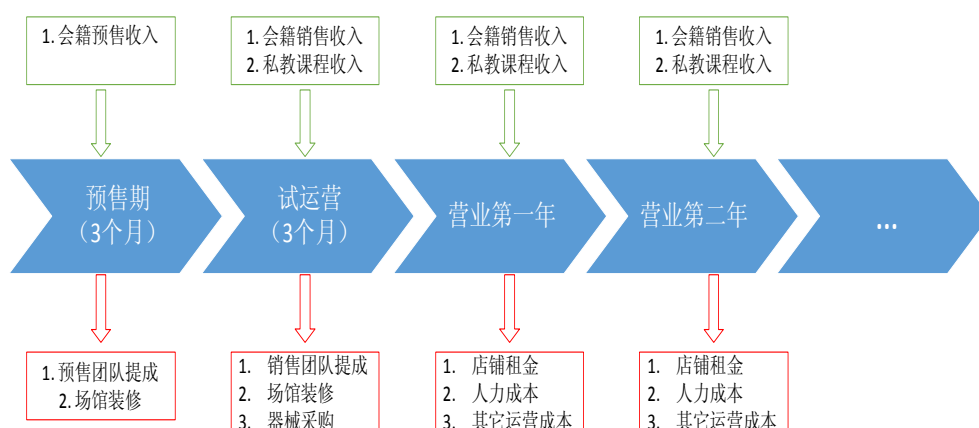
3000平米的健身俱乐部的器械采购投入大约为150-200万元之间。

**场地租金：**健身俱乐部因为所需门店面积较大，因此租金通常是健身俱乐部运营最主要的开支。在CBD或者商业区的健身俱乐部通常位于租金较低的顶层或者B1层，同时通过签订长期租约的方法来压低每年的租金。而定位于社区的健身俱乐部则有可能开在社区附属的物业中，并和开发商签订合作协议，以拿到较低的租金。通常新开业的健身俱乐部，根据周边商业的成熟程度，可以获得一定期限的免租期，而免租期通常是一家健身俱乐部净现金流最好的时间。

**人力成本：**健身俱乐部的人员配置由其位置和面积决定。以一家一线城市3000平米的健身俱乐部为例，其人员配置通常包括4-8名运营人员，8-10名团操教练，6-10名会籍销售顾问，以及10-20名私教。其中，运营人员和团操教练的薪酬以固薪为主，而会籍销售顾问以及私教的薪酬以业绩提成为主。

**其它运营成本：**健身俱乐部的其它运营成本主要包括水费，电费，保洁费用等。同样以一线城市一家3000平米的健身俱乐部为例，每个月的水，电以及保洁费用大约在8-10万元之间。

图8：健身俱乐部在不同阶段的现金流入与流出



数据来源：公司官网，虎嗅网，广发证券发展研究中心

我们以一家位于上海核心商圈的面积为3000平米健身俱乐部为例，对其现金流状况进行分析。我们对于这家健身俱乐部的成本与销售情况作出了一些关键假设。这些假设时是通过我们前期大量的草根调研所得出的，对于上海市区内运营良好的健身俱乐部具有较强的代表性。

**前期投入：**经过我们测算，新开一家位于核心商圈的3000平米健身俱乐部，其前期场馆装修费用为480万元(按1600元/平米测算)，设备投入为150万元。因此其前期总投入大约为630万元，并且主要在3个月的预售期和3个月的试运营期间进行投入。

**租金支出：**门店租金是核心商圈的健身俱乐部最主要的一项开支。我们假设该健身俱乐部的租金为9元/平米/天(含物业费)，则其每年的租金支出为986万元。

**人力成本：**根据我们的草根调研，我们假设这家健身俱乐部配有8名会籍顾问，15名私教，8名团操课教练，以及8名普通运营人员。其中会籍顾问的提成以及私教的提成是最主要的两项人力成本支出。我们假设这家俱乐部在预售期的提成为13%，而在试营业期和正常营业期间的会籍销售提成为10%。同时，我们假设私教的平均综合提成比例为30%。

**会籍销售收入：**我们假设在3个月的预售期内，这家健身俱乐部可吸纳1400名会员，完成881万元的预售收入。在3个月的试运营期间内，该俱乐部可以吸纳900名会员，完成542万元的销售收入。而在正常营业后，它每年可以新增1800名会员，实现1068万元的会籍销售收入。

**私教课程收入：**我们假设这家健身俱乐部配有15名私教，私教课的均价为400元/节。平均每个私教每个月可以完成140个小时的私教课程销售，同时上完80个小时的私教课，消课率为80/140=57.1%。

表 5：一线城市核心商圈健身俱乐部现金流模型

| 现金流入<br>(万元) | 预售期<br>3个月 | 试运营<br>3个月 | 第一年   | 第二年   | 运营<br>第三年 | 第四年   | 第五年   |
|--------------|------------|------------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| 现金流入         | 971        | 794        | 1,966 | 1,966 | 1,966     | 1,966 | 1,966 |
| 会籍费收入        | 881        | 542        | 958   | 958   | 958       | 958   | 958   |
| 私教课收入        | 90         | 252        | 1,008 | 1,008 | 1,008     | 1,008 | 1,008 |
| 现金支出         | 470        | 534        | 1,739 | 1,739 | 1,739     | 1,739 | 1,739 |
| 门店租金         | 免租期        | 免租期        | 986   | 986   | 986       | 986   | 986   |
| 装修投入         | 240        | 240        | -     | -     | -         | -     | -     |
| 设备投入         | 75         | 75         | -     | -     | -         | -     | -     |
| 薪水支出         |            |            |       |       |           |       |       |
| 运营人员         | -          | 19         | 77    | 77    | 77        | 77    | 77    |
| 团操教练         | -          | 29         | 115   | 115   | 115       | 115   | 115   |
| 销售底薪         | 5          | 5          | 19    | 19    | 19        | 19    | 19    |
| 私教底薪         | 9          | 9          | 36    | 36    | 36        | 36    | 36    |
| 销售提成         | 115        | 54         | 96    | 96    | 96        | 96    | 96    |
| 私教提成         | 27         | 76         | 302   | 302   | 302       | 302   | 302   |
| 水、电、保洁       | -          | 27         | 108   | 108   | 108       | 108   | 108   |
| 净现金流         | 501        | 260        | 227   | 227   | 227       | 227   | 227   |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

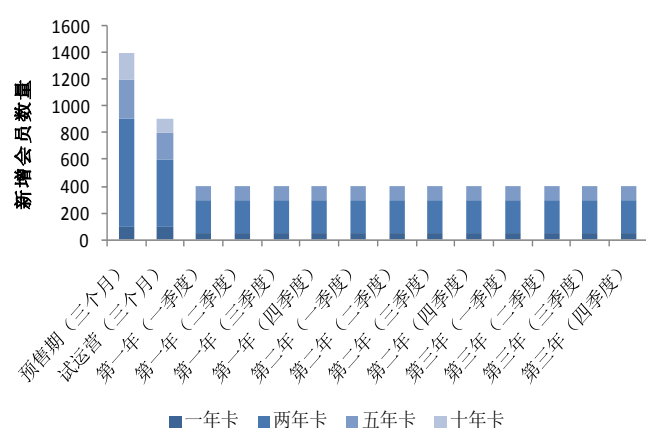
我们发现一家健身俱乐部净现金流入最好的时期是预售期和试营业期间。这主要是因为两个原因。首先，预售和试营业期间是健身俱乐部新增会员数量新增最快的时期，这就带来了客观的会籍销售收入。其次，新开业的健身俱乐部在门店新开的阶段往往享有一定时长的免租期，通常为6个月左右，而房租成本往往是一线城市健身俱乐部最大的一项开支。因此，三个月的预售期和三个月的试营业期通常是一家健身俱乐部整个生命周期中最好的阶段。

**预售期和试运营期间是会籍销售的高峰期：**我们假设这家健身俱乐部在预售期和试

运营期间分别完成1400张会员卡（含1年，2年，5年，10年等会籍长度）和900张会员卡的收入。这将给俱乐部分别带来881万元和542万元的现金流入。而在正式开业后，会籍销售的速度通常会显著放缓。我们预计平均每个季度的会籍销售数量在400名左右，这将给俱乐部带来240万元的会籍销售收入。而健身俱乐部的活跃会员数量（指会员卡未过期的会员）在开业的三年内仍将保持稳步增长。但是从第四年开始，该健身俱乐部的会员数量将基本保持稳定，通常在4000-5000名会员之间。

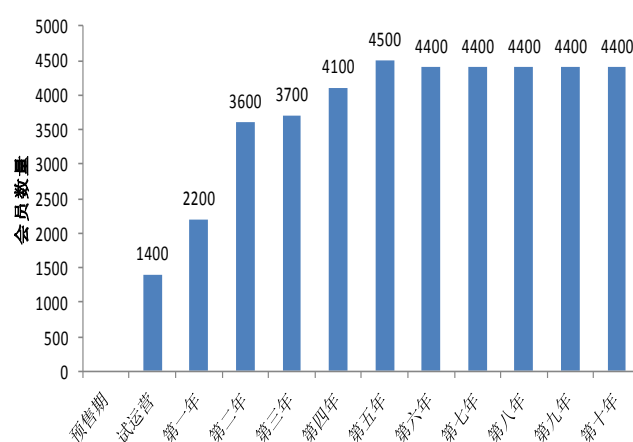
**免租期的存在极大的改善了健身俱乐部的现金流状况：**对于这家健身俱乐部来说，最大的一项成本是房租成本。按照其面积和租金假设，这家健身俱乐部每年的房租（含物业费）为986万元。而这家新开业的健身俱乐部在6个月的免租期内，节省了493万元的房租成本，极大的改善了健身俱乐部在开业初期的现金流。

图9：健身俱乐部会籍销售数量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

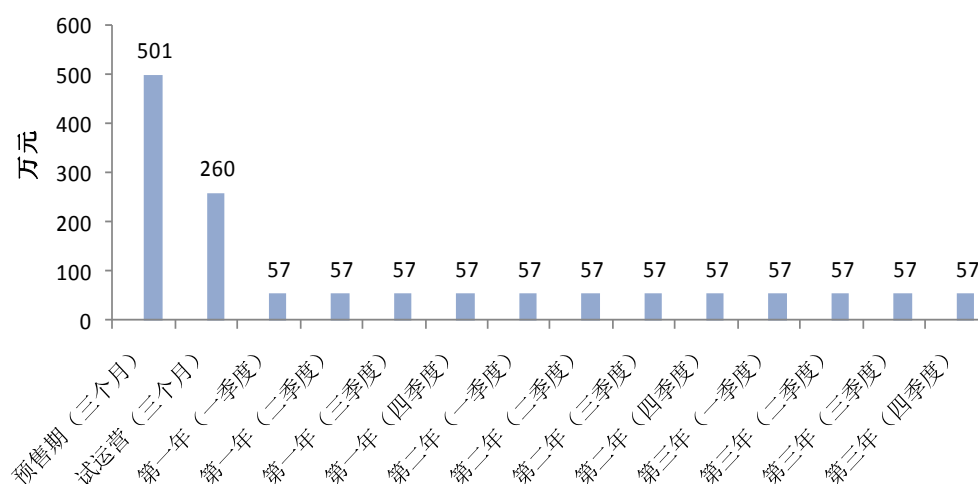
图10：健身俱乐部活跃会员数量（期末数量）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

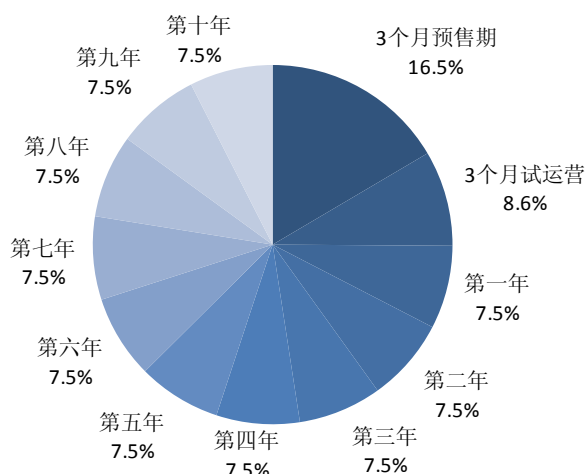
**健身俱乐部的净现金流入过于集中于开业初期：**基于以上假设，这家健身俱乐部在预售期和试运营的六个月内，一共可以实现761万元的净现金流入。而在正式开始营业后，随着免租期的结束和会员卡销售速度的放缓，健身俱乐部的净现金流入的速度将显著放缓。我们预计这家健身俱乐部每个季度只能实现57万元的净现金流入，只有预售期和试运营期间平均净现金流入的15%。而如果我们假设这家健身俱乐部的运营长度是10年的话，那么我们可以推算出在十年内它的净现金流入量可以达到3032万元。但是在短短的六个月的预售期和试运营期间，它就可以实现761万的净现金流入，超过它整个生命周期净现金流入的25%。而在正式开始营业后，每年的净现金流入下降为227万元，只占其整个生命周期净现金流入的7.5%。

图11：一线城市核心商圈健身俱乐部净现金流情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图12：健身俱乐部生命周期每年净现金流入占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 3.2 扩张期红利消失，中小健身俱乐部将加速退出

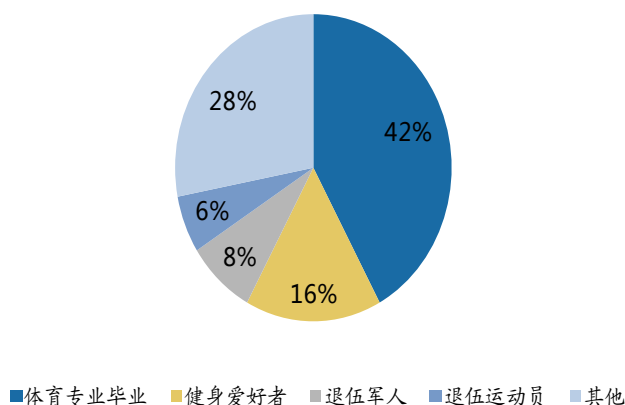
我们通过对健身俱乐部现金流状况的分析，发现健身俱乐部的净现金流入高度集中于新店正式开业前的预售期和试运营时期。而在正式开业后，健身俱乐部往往由于需要负担高昂的租金成本，使其净现金流入的速度大大放缓。当前我国健身俱乐部行业经过近几年的高速发展，目前地级市中的健身俱乐部的数量已经超过18000家。一线城市和二线城市每万人所拥有的健身俱乐部数量也分别达到了0.6个和0.25个。考虑到我国当前的经济发展水平和居民的健身频次，我国每万人所拥有的健身俱乐部数量也达到了比较高的水平。因此我们认为健身俱乐部行业的扩张期已经结束，以往健身俱乐部依靠开设新店来获得现金流增长的模式已经难以持续。而过去

几年内涌现出来的大量的只拥有一家到几家门店的健身俱乐部则往往由于经营能力较弱，现有门店的盈利能力并不强。在未来渠道扩张的空间迅速被压缩的背景下，这些健身俱乐部将会很快的被淘汰出这个行业。我们认为这部分健身俱乐部在管理经营上存在以下几个突出的问题。

**首先，小型健身俱乐部连锁缺乏规模优势，管理水平较差。**由于健身俱乐部行业的门槛较低，过去几年行业的高速增长长期催生了很多新开设的小型健身俱乐部。但是这些健身俱乐部的经营者们本身缺乏健身俱乐部的运营经验。同时，受限自身的体量，这些健身俱乐部也无法对员工进行系统的培训。这就使得这些健身俱乐部在会籍销售，场馆运营等方面的专业水平都比较低。

**其次，私教水平层次不齐，会员体验不佳：**由于健身俱乐部行业较为年轻，行业内有经验的私人教练数量极为缺乏。根据国家体育总局和尼尔森咨询发布的《2016年健身教练职业发展研究报告》显示，仅有不到一半的健身教练在入行前是体育院校学生或者退伍运动员。而其余的私教在入行前的背景包括健身爱好者，退伍军人等，甚至有很多私教在入行前从未接触过健身行业。私教人才的缺乏和高流动性使得小型健身俱乐部很难维持一个稳定的私教团队，这显著的降低了私教课的用户体验。

图13：健身教练入行前经历



数据来源：《2016年健身教练职业发展研究报告》，广发证券发展研究中心

**其次，设备与场馆老化使得其对新会员的吸引力大大减弱。**多数小型健身俱乐部只在其开业的时候进行场地装修和设备采购。但是在开业几年设备和场馆环境出现老化后，很多健身俱乐部的经营者不愿意，也没有能力对硬件设施进行再次投入。这就使得其对新会员的吸引力大大减弱。而新增会员数量的放缓将进一步对健身俱乐部的现金流产生负面影响，从而形成恶性循环。

由于以上几个原因的存在，我们认为随着健身俱乐部行业高速发展的红利期接近尾声，会有大量近几年涌现的健身俱乐部退出这个行业。

### 3.3 大浪淘沙，行业龙头将脱颖而出

我们认为健身俱乐部行业在未来几年将进入一个大浪淘沙的阶段，大型健身俱乐部连锁的优势将会被放大，从而进一步形成对中小健身俱乐部的竞争优势。我们



认为目前在全国范围内排名靠前的健身俱乐部连锁品牌在以下几个方面已经形成了很强的优势,使得他们能够在这轮行业洗牌中迅速扩大规模,夯实行业龙头地位。

**品牌影响力凸显,预售能力强,有利于实现异地扩张:**一家健身俱乐部在预售期和试营业期的会籍销售额,在很大程度上决定了这家健身俱乐部开业初期的净现金流入以及后期的持续盈利能力。在过去几年行业的高速增长期中,健身俱乐部的渗透率相对较低,这主要体现在两点上。第一,在人口相对密集的城区,仍然能够找到周边几公里内没有健身俱乐部的空白点。第二,潜在客户人群中仍有相当比例的人之前没有购买过健身俱乐部的会员卡或没有形成有规律锻炼的习惯,这部分人群对于健身俱乐部所提供的服务内容缺乏切身体会,因此购买会员卡的决定更为容易受到健身俱乐部会籍顾问的影响。由于这些原因,使得过去几年内很多独立的健身俱乐部也可以实现相当不错的预售收入,大大减少了新开业健身俱乐部的现金投入。而行业经过几年的高速增长期,目前我国健身俱乐部的渗透率已经达到了较高的水平,消费者在选择健身俱乐部的时候也愈加关注健身俱乐部的品牌力。因此,我们认为在未来几年内,新开业健身俱乐部的预售情况将出现明显的分化。在行业里已经产生影响力的连锁品牌将能够通过品牌效应实现更高的预售金额,而总数占比超过80%的非连锁品牌将很难实现与过去几年一样水平的预售金额。这一特点在大型连锁健身俱乐部实现异地扩张的时候将体现的更为明显。现有的全国排名靠前的连锁健身俱乐部的门店主要集中于一线城市中。我们认为这些连锁健身俱乐部凭借在一线城市拥有的品牌影响力逐步向二三线城市传递,能够实现大规模的异地扩张。

**可以销售门店通卡,对盈利能力提升的效果十分明显:**连锁健身俱乐部销售门店通卡的情况十分普遍。而经过我们对门店的草根调研发现,健身会员卡通卡的形式可以是几家门店通用的形式,也可以是全城通用的形式。而通卡的价格,根据其使用范围的不同,往往比同期限的会员卡价格要贵15%-30%左右。而多数大型连锁俱乐部在CBD和居民区都有门店,因此通卡对很多在CBD上班的白领和经常搬家的年轻存在着很强的吸引力。但是相较于普通的会员卡来说,通卡的销售并不显著增加健身俱乐部的运营成本,因此通卡销售对于健身俱乐部的盈利能力的改善十分明显。我们认为在行业的盈利能力越来越依赖俱乐部的持续经营能力的背景下,连锁健身俱乐部品牌能够销售通卡的优势将会进一步凸显出来。

**稳定的私教队伍和管理梯队:**健身俱乐部行业长期以来存在的问题在于缺乏专业的私教人员,销售人员和管理人员。同时行业内私教和会籍销售人员的高流动性也对健身俱乐部的稳定运营形成了严重挑战。这一问题在只拥有一家或几家门店的非连锁健身俱乐部中体现的最为明显。而大型连锁健身俱乐部在员工队伍的专业性和稳定性上拥有很大的优势。这种优势主要体现在以下几个方面。首先,连锁俱乐部有能力对私教,销售和运营人员进行系统的培训,保证了员工的专业水准。其次,大型连锁俱乐部规模较大,能够为提供更多的职业上升空间,增强了优秀员工队伍的稳定性。最后,连锁健身俱乐部在开设新店的时候,可以抽调业务能力最强的私教和会籍销售驻场,极大的提高了新店成功的可能性。

**利用品牌优势,与高端社区合作:**当前,健身俱乐部在选址时往往选择人群流动性较大的区域。我们认为这主要是因为行业处于门店高速扩张的时期,商业模式更注重开业初期的预售收入和以销售为导向所带来的会员数量增长,而对会员的健身体验和续卡率的重视程度相对较弱。我们认为随着健身俱乐部渗透率的提高,行业将越来越注重会员入会后的健身体验,已有会员的续卡率等对于持续盈利能力至关重要的指



标。换言之，健身行业将从以往“开新店，养老店”和“赚快钱”的模式向“持续经营”和“赚慢钱”的模式转变。在这种背景下，我们认为知名健身俱乐部品牌和高档社区合作将会是一个可行且空间巨大的增长途径。现在越来越多的大型高档小区都建有配套的健身会馆，但是由于这些小区的物业并不具有健身俱乐部的运营能力，因此这些健身会馆的使用率往往较低。我们认为如果连锁健身品牌能和高档小区的开发商形成战略合作关系，在其新建小区中成立配套的健身俱乐部，将会对双方形成共赢的局面。

**对于高档小区来说**，拥有一家知名健身俱乐部作为附属设施将能够提升小区档次，并且提高居民的生活体验。同时，这家健身俱乐部可以为开发商或者物业带来稳定的现金回报。

**而对于健身俱乐部来说**，在高档小区中开设门店能够直接覆盖所在小区的所有居民，并辐射附近小区的住户。而这个高档社区和附近几个小区的居民人数通常可以超过几万人。而小区中的商铺租金成本远远低于核心商圈，这使得保持健身俱乐部盈利所需要的会员人数远远少于同等面积的核心商圈中的健身俱乐部。因此几个中型社区的住户数量足以让这家健身俱乐部形成很强的盈利能力。同时由于新小区的业主入住需要一段时间，因此健身俱乐部往往可以享受一段较长时间的免租期，这极大的减少了健身俱乐部开业初期的现金流压力。

我们通过搜房网，统计了4个一线城市以及25个二线城市的在售小区以及待售小区情况。根据搜房网定义，新建在售小区指拿到已经拿到预售证，但是仍有未售出单元的小区。这类小区中的相当一部分建设还没有完成，或者住宅楼部分已经建好但是配套设施上没有建好。而新建待售小区是指还没有拿到预售证，通常建设完成度较低的小区。在这两种小区中，如果规划的配套设施中包含健身会馆，便可以通过与连锁健身俱乐部的合作去实现双赢。经过统计，我们发现在4个一线城市中这种小区的数量达到了1574个，而在29个二线城市中此类小区的数量达到10281个。我们认为在如此大量的新建小区中，定位高端社区同时拥有配套健身会馆的小区数量很多。因此连锁健身俱乐部品牌与高档小区合作的潜在市场空间极大，很可能成为知名健身俱乐部品牌在未来很长一段时间内的高速增长点。

**表6：一二线城市新建在售以及新建待售小区数量**

|               | 新建在售小区      | 新建待售小区     | 合计          |
|---------------|-------------|------------|-------------|
| <b>一线城市</b>   |             |            |             |
| 北京            | 103         | 10         | 113         |
| 上海            | 289         | 188        | 477         |
| 广州            | 506         | 114        | 620         |
| 深圳            | 256         | 108        | 364         |
| <b>一线城市合计</b> | <b>1154</b> | <b>420</b> | <b>1574</b> |
| <b>二线城市</b>   |             |            |             |
| 南京            | 252         | 209        | 461         |
| 武汉            | 307         | 249        | 556         |
| 重庆            | 603         | 81         | 684         |
| 天津            | 252         | 288        | 540         |
| 西安            | 403         | 125        | 528         |
| 其余 20 家二线城市合计 | 5656        | 1856       | 7512        |

数据来源：搜房网，广发证券发展研究中心

## 4. 行业龙头威尔士与贵人鸟合并，对接资本加速扩张

### 4.1 贵人鸟拟收购威廉健身 100%股权

贵人鸟于2016年12月17日披露了重大资产重组停牌公告，拟通过发行股份及支付现金的方式收购威廉健身管理咨询有限公司（以下简称“威廉健身”）100%的股权。威廉健身拥有知名健身俱乐部品牌威尔士（WILL'S）。根据贵人鸟在2017年3月12日披露的交易预案，贵人鸟将通过发行股份购买威廉控股持有的威廉健身75%的股权，以支付现金方式购买上海昱羽持有的威廉健身25%股权。本次交易中，威廉健身的交易价格初步确定为27亿元。同时贵人鸟拟向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金不超过6.75亿元，用于支付本次交易的现金对价。

收购完成后，威廉健身将成为贵人鸟的全资子公司，纳入合并报表范围。威廉健身收入增长迅速，具有较强的盈利能力。2015年和2016年，威廉健身的营业收入分别为51,629.53万元和74,266.14万元，实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润1,737.01万元和4,201.06万元（未经审计）。

威廉健身是国内领先的休闲健身服务提供商，布局重点城市核心商圈，为高端人群提供全方位、个性化、高品质的体育健身服务，符合公司的战略方向。首先，通过本次交易，公司业务范围扩展至体育健身领域，是实现战略升级的关键举措；其次，公司将进一步扩大经营范围，增加主营业务收入来源，降低经营风险；此外，威廉健身成为上市公司的全资子公司后，可以借助上市公司的资本、资源优势，加速拓展业务布局，并进一步规范公司治理、提升管理水平、提高市场知名度和影响力，吸引更多的优秀人才，拓展在健身行业的市场份额。

### 4.2 资本助力，看好威尔士未来成长

威廉健身通过在健身俱乐部行业多年的经营，如今无论从门店数量上还是品牌影响力上来看都已经是全国前二的两个健身俱乐部品牌之一，并且与后面的其它竞争者都保持着较大的差距。但是当前两家健身俱乐部行业龙头的市占率与成熟经济体中的健身俱乐部龙头的市占率相比仍然很低。我们认为在未来几年内，随着行业高速扩张期的结束，会有大批中小健身俱乐部退出行业，而已经形成竞争优势的健身俱乐部品牌将能够迅速扩张，成为全国性的行业龙头。我们认为威廉健身通过加入贵人鸟，将迅速拥有以下能力：

**首先，威廉健身将拥有全国扩张所需要的管理经验和信用支持：**威廉健身当前的门店中多数都位于上海，在其它一线城市中的门店数量较少。但是威廉健身目前已经拥有很强的品牌影响力，在未来几年将是威廉健身在全国范围内进行渠道扩张的黄金时期。

依靠贵人鸟的支持，威康健身将拥有大规模异地扩张所需要的管理经验，拉开与其它竞争对手的差距。对威康健身而言，由于地域性竞争十分激烈，需要配备大量渠道开发人员进行市场拓展。上市公司的运动品销售布局全国，在每个大区均有成熟的销售团队，能为威康健身的新市场拓展提供充足的人力支持。同时，作为国内知名的体育用品上市公司，贵人鸟也能够为威康健身进入新城市的时候提供信用支持。

**其次，威康健身将能够更加有效的整合行业资源：**在一些二线城市中，已经出现了在当地具有一定知名度的区域性健身俱乐部连锁品牌。这些品牌在当地可能拥有十几家或者数十家健身俱乐部，也掌握了当地最优质的渠道资源，但是受品牌力、资金、或者管理能力等因素的制约，无法实现异地扩张，进一步发展壮大。我们认为加入贵人鸟将使得威康健身能够更加有效的对健身俱乐部行业进行整合，提升市场占有率。

**最后，威康健身将有可能与贵人鸟在体育健身行业的其它投资形成协同：**贵人鸟在2015年入股虎扑体育，并联合虎扑成立了中国最大的体育产业投资基金之一的动域资本。根据动域资本公告，其至今已经完成多项健身产业相关的投资，例如健身培训类项目Onefit、火辣健身，智能健身类投资超级猩猩、ZEPP,运动食品类投资海克力斯以及数据平台类投资青橙科技等。我们认为威康健身未来将可能与这些被投资公司形成协同，进一步扩大在行业内的竞争优势。

## 5. 风险提示

### 5.1 商铺租金上涨过快的风险

由于健身俱乐部所需的商铺面积较大，因此对于健身俱乐部，尤其是核心商圈中的健身俱乐部来说，门店的租金通常是其最大的成本因素。如果商业地产的租金上涨过快，而健身俱乐部又无法将成本的上涨向下游传递，那么其盈利能力将会受到负面影响。

### 5.2 新兴商业模式的风险

近年来随着健身行业的高速发展，行业中也出现了一些新兴的商业模式，例如以私教课为核心产品的私教工作室，小型自助式健身俱乐部，健身APP等。如果传统的健身俱乐部与新兴的商业模型进行有效竞争，则将面临市场份额下滑的风险。

### 5.3 贵人鸟收购威康健身交易无法完成的风险

截至本报告日，本次交易的标的资产的审计、评估等工作尚未完成，本次交易方案需要上市公司再次召开董事会、股东大会审议通过并获得监管机构审批。如果本次贵人鸟的本次收购无法完成，那么将对贵人鸟公司在体育产业的布局形成不利影响。

## 广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 胡翔宇：联系人，南洋理工大学工程学学士，3 年证券从业经历，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 张 萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                         | 深圳市                       | 北京市                     | 上海市                      |
|------|-----------------------------|---------------------------|-------------------------|--------------------------|
| 地址   | 广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401 | 深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼 | 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼 |
| 邮政编码 | 510620                      | 518000                    | 100045                  | 200120                   |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                           |                         |                          |
| 服务热线 |                             |                           |                         |                          |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。