

健身服务

最燃时尚场景崛起

评级：增持（首次）

分析师：鞠兴海

执业证书编号：S0740516120001

电话：021-20315087

Email: juxh@r.qlzq.com.cn

联系人：

邵璟璐

shaojl@r.qlzq.com.cn

王雨丝

wangys@r.qlzq.com.cn

行业-市场走势对比



相关报告

1. 2017 年投资策略：新消费时代，时尚投资下一站 (2017-02-15)

投资要点

- **行业繁荣：搭载消费升级快车，蓬勃发展悦动时尚。**国内健身服务行业的真正商业化运营起于 20 世纪 90 年代末，而当下呈现的行业繁荣态势核心变化在于健身房数量的快速增加（7 年翻番至 4425 家）、健身文化的初露锋芒（马甲线/A4 腰/反手摸肚脐等成为时尚生活新名词），意识增强（经常锻炼人群提升至 34%/2020 年望达 40%）。健身具有固定时间、相对高频、兼具社交属性的消费特征，未来健身房将逐渐成为工作和休息外的第三生活空间中重要的场景，该场景不仅将承载更多功能（社交/娱乐等），且具备转化衍生消费的巨大潜力。同时，健身本身是突破自我的反人性过程，需要私教/趣味课程/健身社交等外部激励促进习惯养成。我们预测未来 5 年行业规模复合增速望达 20%（2016/2020 分别为 300/600 亿元），其中：准一线市场将成为主要增量来源、健身会员渗透率和私教比例亦将随之提升（预计 2020 年分别有望达 2.3%/30%左右）。
- **健身房如何盈利？现金流蓄力，持续盈利关注续卡率。**以连锁健身房为例，目前国内健身房核心收入来源是会籍收入和私教收入（比例分别约 50-60% 和 40%-50%）；经营成本包括租金、工资和佣金（私教提成/销售提成，占收入的 30-40%）、折旧、水电费等。健身房初期投入较大（1000 平米健身房需 500 万元左右），在预售和经营初期阶段会员数量快速积累，使得健身房在 6-9 个月内可实现现金流收支平衡（品牌力越强的健身房该收支平衡周期越短）。考虑对会籍和私教收入的会计确认方法以及租金和折旧的摊销，报表的盈亏平衡一般需 18-20 个月。现金流呈现前高后低并趋稳的特征，会员制形成收入和业绩储备区（长期卡越多越有利于长期收入稳定），单店进入经营稳定期后净现金流入平均在 300-500 万元左右。
- **竞争要素：选址与定位奠定基础，用户体验至上决定长线价值。**健身房可通过大力营销快速在短期内实现会员数量爆发增长，从而实现现金收支平衡。而由于健身房本身的重资产运营属性，要持续盈利并非易事，关键因素包括：①新会员增加量：考验选址能力和营销能力，与商业地产合作、收购兼并小型健身房等方式逐渐兴起。②老会员续卡率和私教转化率：两者变化相辅相成，取决于定位、服务和体验（教练质量/设施等）。③会籍客单价：取决于定位和会员卡卡期。在健身房提高收入端的同时相应也会增加成本端的压力，比如选址位于优质核心地段带来租金压力、改善服务带来投入成本等。由上分析，健身房运营竞争力可以概括为：选址与定位奠定基础、私教配套软硬实力兼备、用户体验至上决定长线价值。
- **格局趋势：龙头集中与长尾分散并行。**中国健身房市场较为分散，前十大品牌健身房数量仅占整体份额 16%左右，龙头威尔士收入仅占 2.6%。国内健身服务行业逐渐从连锁健身房的单一格局（威尔士/一兆韦德等）向工作室、非连锁社区健身房、健身 APP（KEEP/FEEL 等）、以及融合新老理念的新玩家（超级猩猩/乐刻运动/光猪圈等）等多元模式并存的格局演进。其中，①具有先发优势的高端连锁健身房品牌已基本具备综合运营实力和品牌力，连锁式复制逻辑得以验证并有望充分受益行业快速发展并获得份额提升；健身 APP 已卡位核心用户资源（目前主流健身 APP 占据整体移动健身用户的约 40%），格局相对稳定。②同时，由于健身房商业模式本身具有充裕现金流、进入门槛较低的特点，进入者将持续涌入分得行业发展红利的一杯羹，然而工作室定位人群细分、尚未有规模性品牌；非连锁社区健身房缺乏体系化管理，难以形成复制模式；新玩家融合个性与共性，商业模式仍在摸索中，未来格局尚未清晰。综上，国内健身服务行业未来将形成“强者恒强头部集中，持续涌入尾部分散”的并行格局。
- **投资策略：**国内健身服务行业作为消费升级的产物呈现欣欣向荣的快速成长状态，期间可期待的变化不仅是健身会员渗透率和私教使用比例的提升，更有资本力量介入后龙头品牌份额有望得以加快提升，同时新兴模式迭起加速行业变革。首次给予行业“增持”评级。建议围绕两条投资主线：1. 布局已形成持续盈利能力和综合运营能力的连锁式健身房龙头品牌；2. 关注致力于解决行业痛点、且拥有一定用户基础的新兴健身房模式。
- **风险提示：**宏观经济增长放缓，行业增长速度低于预期；经营痛点未有改善，健身会员渗透率不达预期；租金和人工成本高企，健身房经营承压。

内容目录

行业繁荣：搭载消费升级快车，蓬勃发展悦动时尚	- 4 -
阶段：消费升级促进行业繁荣，打造第三生活场景	- 4 -
属性：自我突破的反人性过程，外部激励至关重要	- 8 -
空间：预计未来复合增速 20%	- 9 -
盈利模式：持续盈利看续卡，选址占领资源高地	- 12 -
如何盈利？现金流蓄力，持续盈利关注续卡率	- 12 -
选址与定位奠定基础，用户体验至上决定长线价值	- 14 -
格局趋势：龙头集中与长尾分散并行	- 17 -
整体集中度分散，各层次格局分化	- 17 -
强者恒强头部集中，持续涌入尾部分散	- 19 -
投资策略	- 23 -
风险提示	- 23 -
附录图表	- 24 -

图表目录

图表 1：健身行业产业链	- 4 -
图表 2：2015-2016 年涌现的健身网络热词	- 5 -
图表 3：中国商业健身行业发展历程	- 6 -
图表 4：部分国家健身俱乐部数量	- 7 -
图表 5：中国健身行业迅速发展	- 7 -
图表 6：经常锻炼人口增加，2025 年超 40%	- 7 -
图表 7：我国会员渗透率实现逐年增长	- 7 -
图表 8：中美商业健身市场大数据比较	- 8 -
图表 9：全球前十大健身市场占 73%	- 8 -
图表 10：健身本质快乐并痛，反人性问题需从根源解决	- 8 -
图表 11：消费者选择私教的目的（单位：%）	- 9 -
图表 12：健身社交是促进持续健身的上佳途径	- 9 -
图表 13：近 50% 的健身消费者会一定频次地在社交平台秀健身成果	- 9 -
图表 14：健身服务行业规模测算假设因素拆分	- 10 -
图表 15：国内健身服务行业可期 20% 增长	- 10 -
图表 16：2016-2020 年中国健身服务行业规模测算（单位：亿元）	- 11 -
图表 17：国内健身房主要集中在一线城市	- 11 -
图表 18：准一线城市的健身消费能力媲美一线	- 11 -
图表 19：健身房单店盈利测算拆分	- 12 -
图表 20：影响健身房盈利能力的因素	- 13 -

图表 21: 会员数增速趋于平稳	- 13 -
图表 22: 会员卡期结构对现金流/收入储备力量的影响对比 (单位: 万元) ...	- 14 -
图表 23: 单店健身房十年现金流测算 (金额单位: 万元、横轴单位年)	- 14 -
图表 24: 健身房经营竞争力分析	- 15 -
图表 25: 选址决定健身房客流进而影响收入	- 16 -
图表 26: 续卡率决策模型	- 16 -
图表 27: 美国健身房经营模式	- 17 -
图表 28: 国内健身服务行业竞争格局	- 19 -
图表 29: 中国商业健身市场三大运营模式对比	- 19 -
图表 30: 国内主流连锁健身品牌梳理	- 20 -
图表 31: 威尔士五大品牌各有侧重, 逐层进阶	- 20 -
图表 32: 一兆韦德重视活动造势, 展开多项合作	- 20 -
图表 33: 健身工作室私密度与个性化更强	- 21 -
图表 34: 健身工作室以减脂塑形为主, 女性特征强	- 21 -
图表 35: 自助快捷型健身房快速兴起扩张	- 22 -
图表 36: 线上健身平台运营模式	- 22 -
图表 37: 2016 年运动健身 APP 月活用户 (万人)	- 23 -
图表 38: 国内健身 APP 项目融资情况梳理	- 24 -

行业繁荣：搭载消费升级快车，蓬勃发展悦动时尚

- 广义的健身泛指以强身健体为主要目的体育锻炼活动，如跑步、骑行、球类等体育项目。狭义的健身指以健身俱乐部/工作室为主要场所，以减脂、增肌、塑形为主要目的进行锻炼，通常需要借助器械设备完成。

健身服务处于健身行业中游。行业上游涉及健身器械、教练培训等储备环节；中游涉及连锁健身房、健身工作室等健身服务领域；下游包括健身装备、运动鞋服、健身食品、社交平台等。

本报告将聚焦狭义健身的范畴，并深入探讨健身服务行业运营模式（中游）、运作本质、和发展趋势。

图表 1：健身行业产业链



来源：中泰证券研究所绘制

阶段：消费升级促进行业繁荣，打造第三生活场景

- 乘风消费升级，健身成为时尚生活的代名词。马甲线、A4 腰、16 腿、反手摸肚脐、巧克力腹肌……近两年时间中，众多“健身效果衡量标准”成为备受追捧的网络热词。随着中国构建“全民健身时代”规划的开启和人民生活品质的提高，健身正逐渐成为一种时尚生活方式。

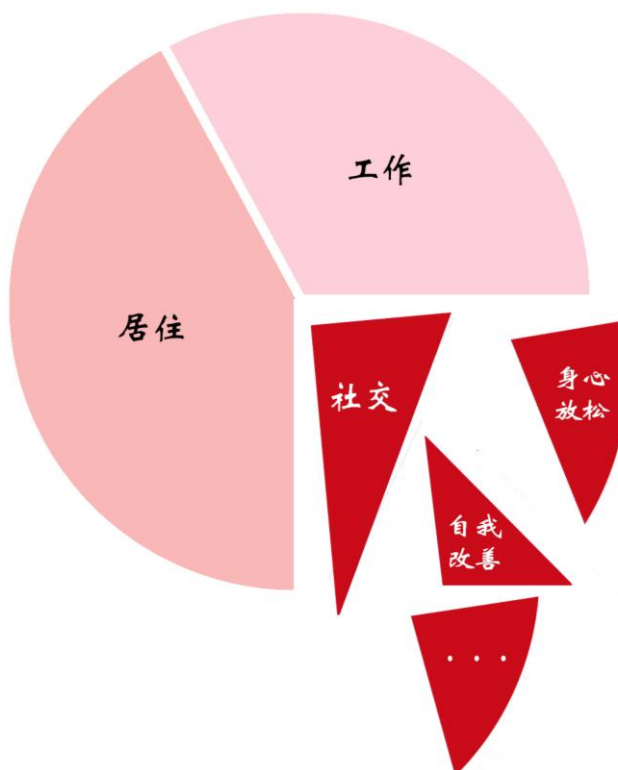
图表 2：2015-2016 年涌现的健身网络热词



来源：新浪微博，中泰证券研究所整理

- **健身房成为第三生活空间的重要场景。**日常生活主要分布于三个生活空间，即第一空间（居住空间），第二空间（工作空间），第三空间（购物休闲场所）。从三大生活空间整体角度来看，生活质量的提高往往表现为第一、第二生活空间的逗留时间减少，第三生活空间的活动时间增加。
 - **健身兼具社交属性，健身房功能趋于多元化。**如果将一天 24 小时时间划分（如下图），一天中约有 5-7 小时属于第三生活空间，该时间段内的消费行为需要满足消费者以下需求：社交、身心放松、自我改善等，对应的消费包括健身运动、娱乐活动（逛街/看电影等）、休闲活动（下午茶/喝咖啡等）等。这也意味着健身房承载功能将更加多元化，包括社交、娱乐等。
 - **相对于其它第三生活空间的场景，健身具有固定、高频的属性。**健身则是其中相对拥有固定时间段、高频（平均至少每周一次）的活动。乐观预计健身运动将成为占据 1/5-1/4 第三生活空间的重要场景（假设健身时长为 1-2 小时）。
 - **健身场景具备转化衍生消费的巨大潜力。**健身作为一种提升生活品质和个人气质的时尚运动，健身房具有将生活方式向实体消费行为转化的巨大潜力，包括运动鞋服、健康饮品、健身设备、健美赛事、健康服务等多种消费点。

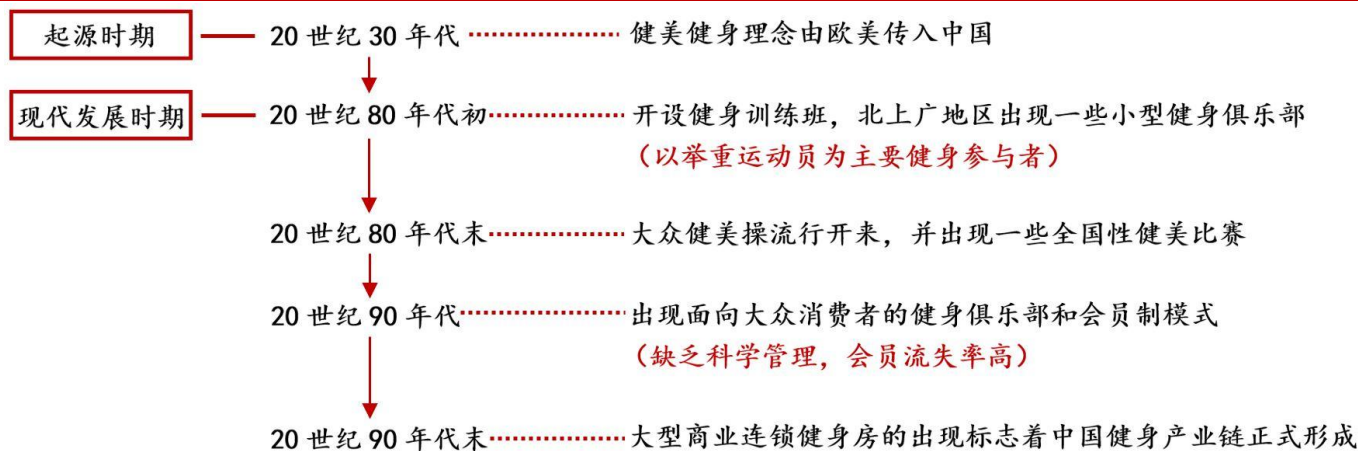
图表 3：第三生活空间的示意图



来源：中泰证券研究所绘制

- 健美健身理念在 20 世纪 30 年代由欧美传入中国，直到 20 世纪 80 年代改革开放初期，国内现代健身行业才小露尖角。伴随着居民收入水平提升推动消费升级，以及国家对体育产业大力扶持，中国居民的健身意识逐渐深化，健身成为一种时尚生活方式和高端精英的标签。而国内健身行业的真正商业化运营起于 20 世纪 90 年代末，经过十几年的发展壮大，当下已迎来爆发良机（健身房数量的快速增加/新业态迭起）。

图表 4：中国商业健身行业发展历程

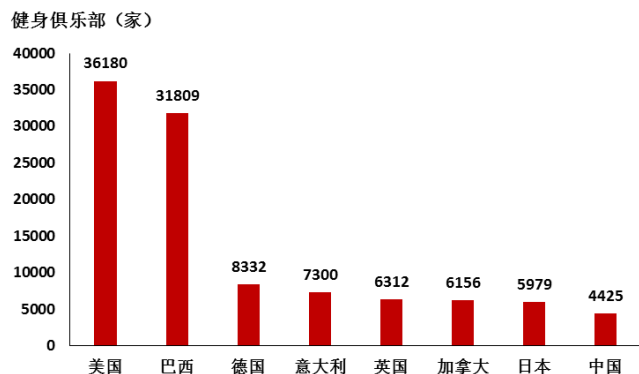


来源：中泰证券研究所绘制

- 供给端：健身房数量快速增加，行业呈现繁荣态势。IHRSA 报告显示：排名前十的健身国家的产业总收入占据全球健身总收入的 73%，中国健

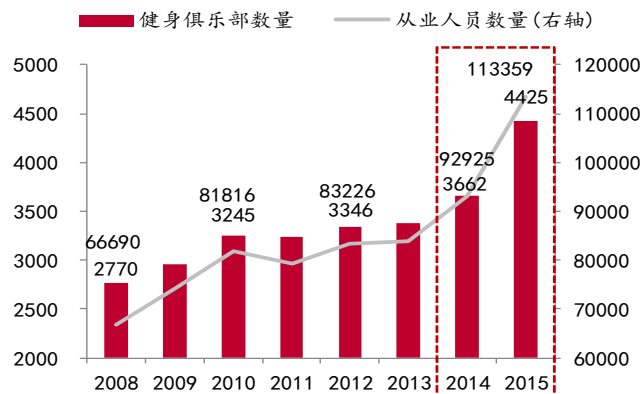
身产业的总收入和俱乐部数量均未进入世界前十，但是产业增长迅猛。2008-2015 年，国内健身俱乐部数量从 2270 家增长至 4425 家（GAGR 6.92%）；从业人数从 6.67 万人增长至 11.34 万人（GAGR 7.87%），其中 2015 年同比大增 20.84%。

图表 5：部分国家健身俱乐部数量



来源：《AASFP 中国健身俱乐部调查报告》，中泰证券研究所

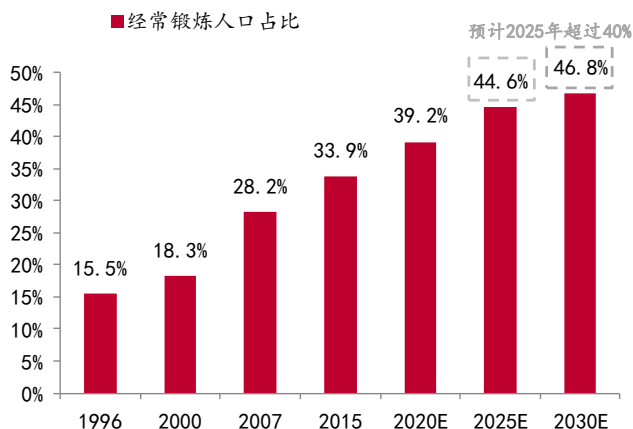
图表 6：中国健身行业迅速发展



来源：《AASFP 中国健身俱乐部调查报告》，中泰证券研究所

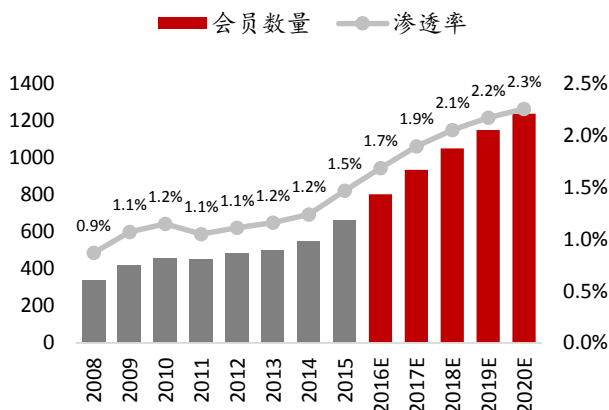
- **需求端：中国居民健身意识增强，健身人口快速增加，行业潜力巨大。**近年来我国经常锻炼人口的比重逐年增加，我国经常锻炼人口占比从 1996 年的 15.5% 增长到目前的 33.9%，健身人群随之增加。根据《AASFP 中国健身俱乐部调查报告》：2015 年国内健身有效会员数在 663.7 万左右（渗透率 1.47%），与美国等拥有成熟健身市场的国家相比，国内健身会员渗透率提升空间广阔（美国 17.6%/加拿大 17.9%/英国 12.9%/澳大利亚 11.4%）。预计 2020 年我国经常锻炼人口将接近 40%，至 2030 年该比例有望接近 50%。

图表 7：经常锻炼人口增加，2025 年超 40%



来源：《2015 年体育人口分析报告》，健康中国 2030，中泰证券研究所

图表 8：我国会员渗透率实现逐年增长



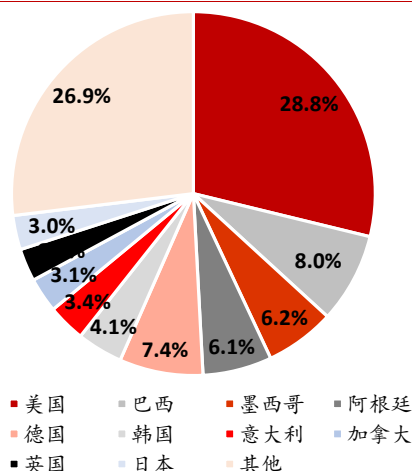
来源：《AASFP 中国健身俱乐部调查报告》，中泰证券研究所 注：以经常锻炼人数基数计算

图表 9：中美商业健身市场大数据比较

	中国	美国
健身会员数量	665 万	5000 万
健身会员渗透率	1.47%	17.6%
健身俱乐部数量	4425 家	3.6 万家
消费者年龄结构	35 岁以下：86% 35-54 岁：14%	35 岁以下：30% 35-54 岁：35%
行业规模	300 亿元	1500 亿元

来源：尼尔森、ChinaFit，中泰证券研究所整理

图表 10：全球前十大健身市场占 73%

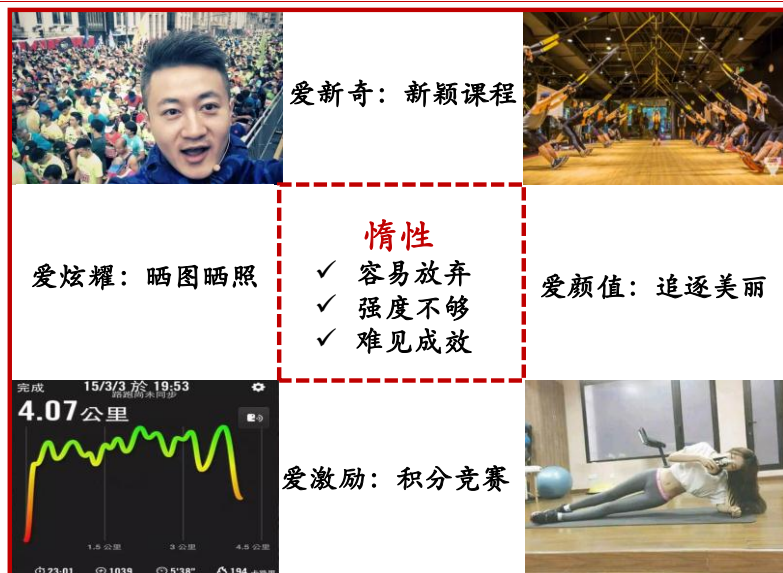


来源：《AASFP 中国健身俱乐部调查报告》，中泰证券研究所

属性：自我突破的反人性过程，外部激励至关重要

- **消费属性：反人性过程，经历“痛并快乐”。**与生活美容、按摩 SPA 等其他体验式消费业态不同的是，健身行为是需要不断突破自我、克服惰性、重在坚持的反人性过程。因此若没有外部力量激励，健身本身的续卡率客观上会较低。

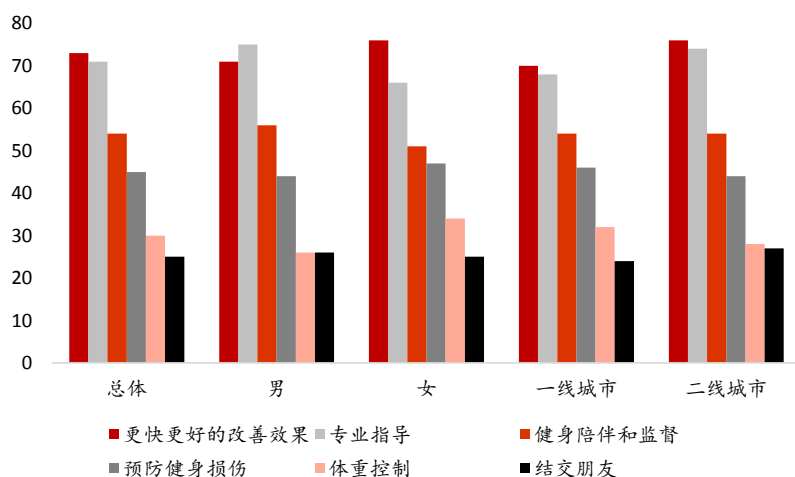
图表 11：健身本质快乐并痛，反人性问题需从根源解决



来源：健身 APP，中泰证券研究所整理

- **短期激励：私教定时督促，趣味课程培养兴趣。**对于大多数人来说单纯的器械类健身过程是枯燥乏味；随着私教环节的引入，健身消费者可以在每次健身中获得不同体验，并且有指导互动。私教的定时督促和内容趣味性是促进健身习惯形成的重要因素。由下图可知，消费者更愿意为效果买单，70%以上的消费者将“更好更快的效果”列为选择私教最重要的因素，可见用户感知价值至关重要。

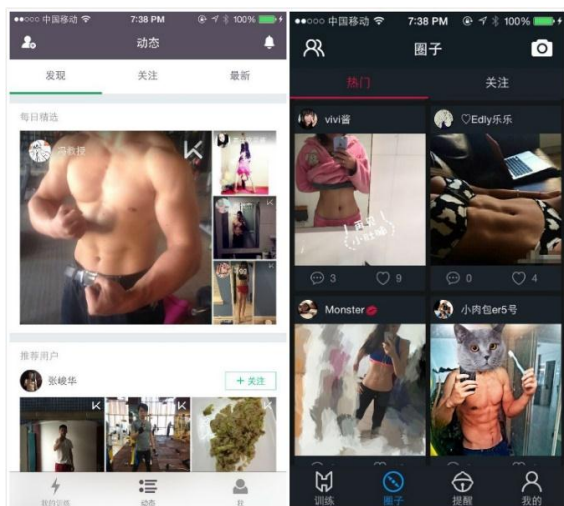
图表 12：消费者选择私教的目的（单位：%）



来源：尼尔森，中泰证券研究所整理

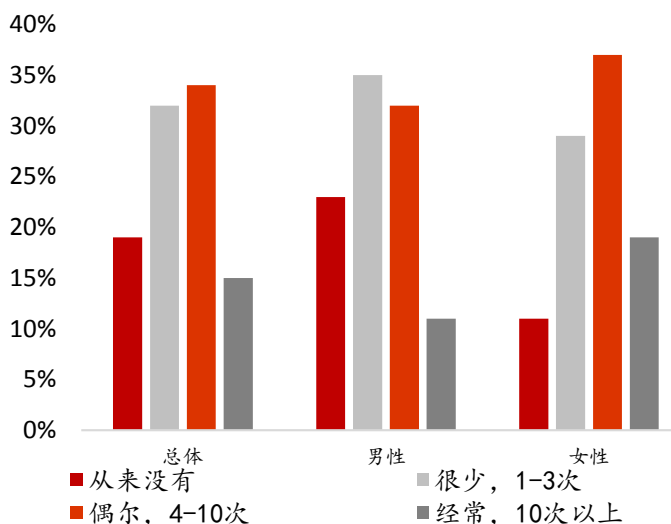
- **长期激励：效果导向的健身行为，APP 挖掘健身社交属性。**对于消费者而言，健身社交满足其通过图片、数据等形式“秀自我”的欲望，其中一些定位高端的健身房也是会员社交的场景。根据尼尔森数据：近 50% 的健身消费者会一定频次地在社交平台秀健身成果，其中女性的该比例更高。

图表 13：健身社交是促进持续健身的上佳途径



来源：中泰证券研究所整理绘制

图表 14：近 50% 的健身消费者会一定频次地在社交平台秀健身成果

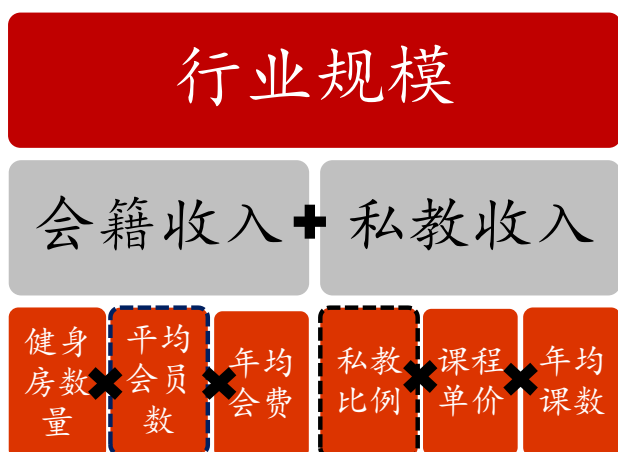


来源：尼尔森，中泰证券研究所整理绘制

空间：预计未来复合增速 20%

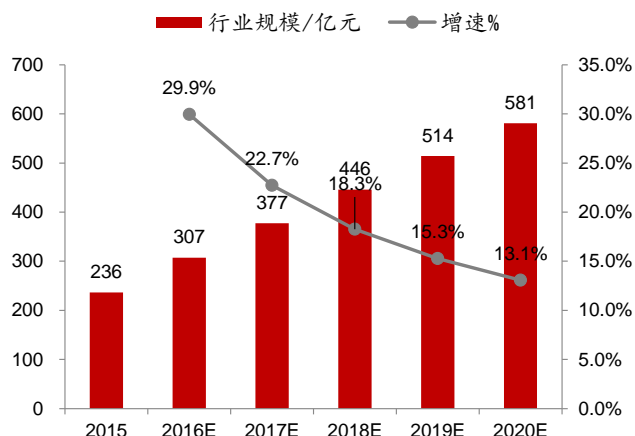
- **健身会员渗透率和二次消费转化率提升驱动国内健身服务行业未来实现 20% 的复合增长。**我们测算的健身服务行业规模包括会员会籍收入和私教课程收入（其他周边服务和产品销售占比较小、暂不计）。基于健身年卡 2500 元/张、私教课程 250 元/节、每年私教课程 25 节/人（尼尔森调查）的基础假设，驱动行业增长的核心变量包括：

图表 15: 健身服务行业规模测算假设因素拆分



来源: 中泰证券研究所整理绘制

图表 16: 国内健身服务行业可期 20% 增长



来源: 中泰证券研究所预测

- **健身会员数量:** 根据《2016 年健身教练职业发展研究报告》, 2015 年中国健身俱乐部数量达 4425 家, 以一家 1000 平米的健身房为例, 平均有效会员¹数在 1500-2000 名左右, 以此测算 2015 年国内健身有效会员数在 664 万²左右 (与《AASFP 中国健身俱乐部调查报告》接近)。未来整体健身会员数量的增加主要来源于健身房数量增加、以及消费者健身习惯养成后对健身房消费粘性增强带来的单店平均有效会员数的增加, 预计 2015-2020 年健身会员数量将以 13% 左右的复合增速增长至 1200 万, 届时健身会员渗透率提升至 2.3%。
- **私教使用比例:** 根据尼尔森数据, 其调查样本对应健身人群的使用私教比例在三分之一, 结合实际调研和访谈, 我们认为目前国内健身行业私教使用比例可能低于该样本比例、预计 15%-20% 左右。考虑到使用私教有利于消费者形成健身习惯从而达到健身效果, 随着私教数量增加、以及健身房私教课程内容优化, 未来私教使用比率有望逐渐提升, 预计到 2020 年有望达 35%。

综上测算得到, 2016 年中国健身服务行业规模 300 亿元左右, 其中私教业务带来的贡献约 35% 左右; 预计到 2020 年行业规模将达约 600 亿元左右、CAGR20%, 届时行业整体私教业务贡献比例有望超 40%。

¹ 有效会员是指会籍在有效期内的会员数量。

² 与尼尔森《2016 年健身教练职业发展研究报告》中“1500 万左右的健身持卡会员”的预测有所差异, 可能由于持卡会员和有效会员的统计口径差异。

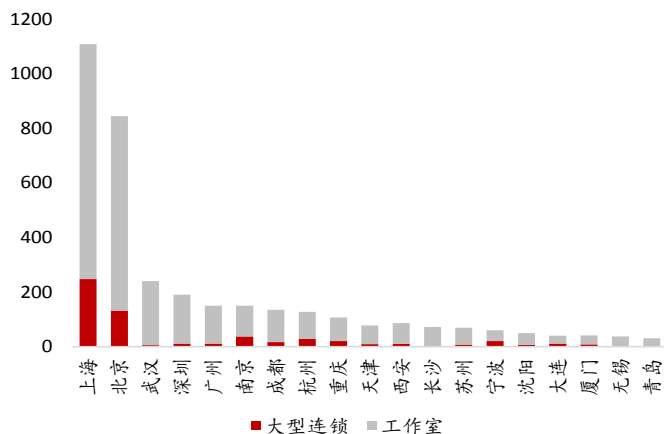
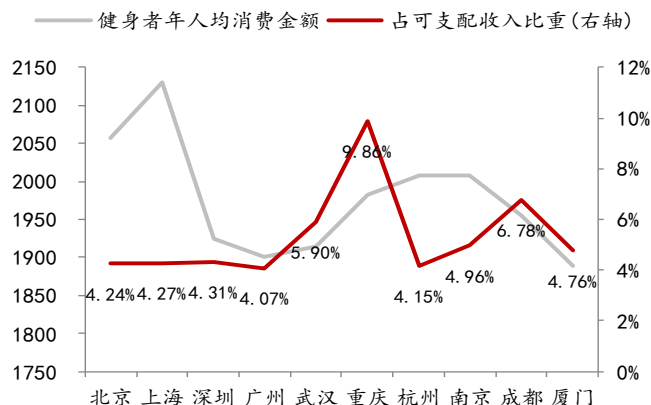
图表 17：2016-2020 年中国健身服务行业规模测算（单位：亿元）

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
健身房数量(家)	4425	4725	4975	5175	5355	5505
△增加		300	250	200	180	150
平均有效会员数(人/家)	1500	1700	1880	2030	2150	2250
△增加		200	180	150	120	100
健身会员人数(万人)	664	803	935	1051	1151	1239
增速%		21.0%	16.4%	12.3%	9.6%	7.6%
健身会员渗透率	1.47%	1.69%	1.90%	2.06%	2.17%	2.26%
私教比例	17.0%	20.00%	22.00%	24.00%	26.00%	28.00%
行业规模(亿元)	236	307	377	446	514	581
增速%		29.9%	22.7%	18.3%	15.3%	13.1%
- 会籍收入	166	205	243	279	312	342
占比%	70.2%	66.7%	64.5%	62.5%	60.6%	58.8%
- 私教收入	71	102	134	167	203	239
占比%	29.8%	33.3%	35.5%	37.5%	39.4%	41.2%

来源：中泰证券研究所估算

- 从区域来看，一线城市健身房数量接近饱和，未来增量在准一线³城市。目前北上广深的健身房资源占全国的 70% 左右，其中上海和北京的遥遥领先，健身会所数量近 1100/850 家，连锁健身品牌会所数量约 250/130 家，由威尔士、一兆韦德、舒适堡、美格菲等连锁健身俱乐部组成。

目前，健身风尚已经由北上广深蔓延到了准一城市，健身资源渐为丰富。但准一线城市的大型连锁健身房和精品化工作室数量均显著少于一线城市。随着准一城市的健身消费水平逐渐接近一线城市，本地健身俱乐部（工作室）与品牌健身俱乐部将不断增加，准一城市将成为未来主要的健身房增量来源。

图表 18：国内健身房主要集中在一线城市

图表 19：准一线城市的健身消费能力媲美一线


³ 准一线市场：根据第一财经周刊发布的 2016 最新全国城市分级体系，准一线市场包括成都、杭州、武汉、天津、南京、重庆、西安、长沙、青岛、沈阳、大连、厦门、苏州、宁波、无锡等 15 座城市，这些城市 2015 年人均 GDP 在 5.2-14 万左右、平均水平在 10 万左右。

来源：大众点评，中泰证券研究所整理

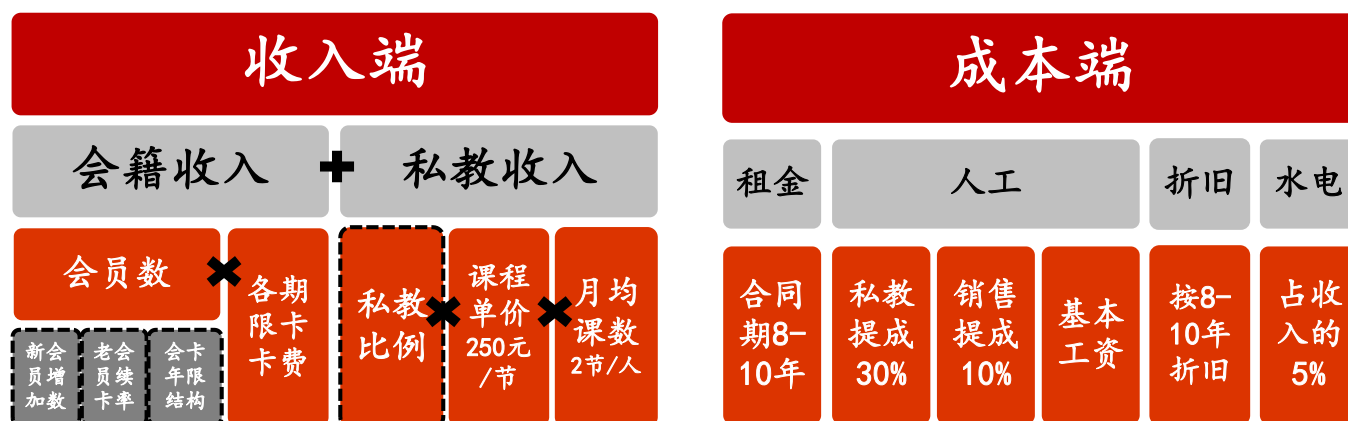
来源：第一财经周刊，中泰证券研究所

盈利模式：持续盈利看续卡，选址占领资源高地

如何盈利？现金流蓄力，持续盈利关注续卡率

- 健身房的收入来源主要有三部分：会籍收入、私教收入、以及其他周边销售和增值服务收入；经营成本涉及和健身房日常运营相关的经营开支均计入成本，包括租金、人工（工资和佣金）、装修和器材折旧、水电费等。以一个选址准确、经营良好的健身房为例：

图表 20：健身房单店盈利测算拆分



来源：中泰证券研究所绘制

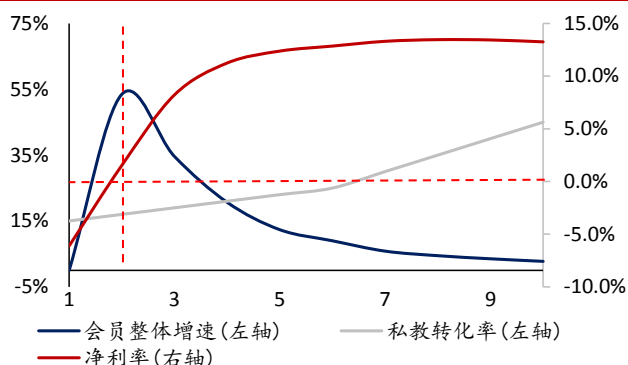
收入来源：

- **会籍收入**：最常见的年卡按月确认收入，未确认部分计入预收账款。会籍收入规模取决于会员数量和会员卡客单价（取决于健身房本身的定位）。会员数量由新会员增加数、续卡率、会员的年限结构决定，整体变化呈现以下特征：（1）预售期和首年会员数量快速积累，后续增长趋缓（健身房地域属性决定其可辐射人群有限）。（2）续卡率持续提升对健身房长期收入稳定至关重要，目前国内运营较好的健身房续卡率在 20% 左右。（3）会员卡中长期会员卡比例越高，对健身房稳定收入越有利。
- **私教收入**：按核销课时、课程价格确认收入，提成部分计入成本。目前行业内私教收入平均贡献总收入的 30% 左右，定位偏高端的连锁健身房该比例可达 40%-50%，健身工作室的私教比例则更高。一般健身房配置的教练在 12-20 名，每位教练平均可带 25-30 名学员，个别明星教练可带 30-40 名，总体单个健身房可容纳的私教会员在 600-800 名左右。由此测算，较理想的私教转化率在 30%-40%，在健身房运营逐渐成熟、会员粘性增强的过程中，私教转化率望加速提升。
- **其他收入**：包括团课收入、健身食品等周边产品销售、健康管理等增值服务、器材租赁等收入。目前这部分贡献较小，平均 5% 左右。

经营成本：

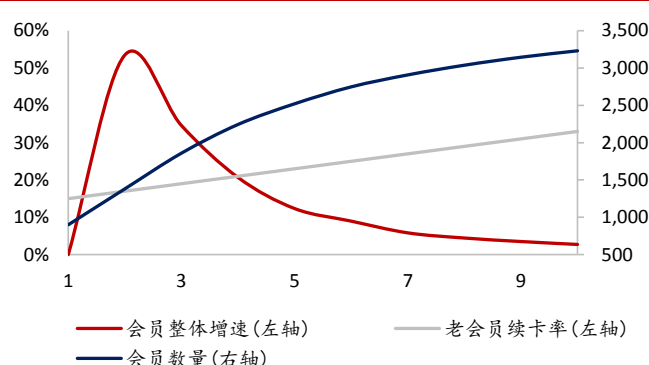
- **租金和物业：**通常健身房场地采用租赁方式经营，租赁期在 8-10 年，考虑到健身房的装修期，通常前 3-6 个月有免租期（面积越大、地段越好的免租期越短）。根据租赁合同，租金计算方式大致有三种：月租、单位面积日租、营业额提成；按月支付或按季支付。租金每年有 5% 左右增长。由于健身房选址的不同，租金占收入的比例在 20%-35% 左右。
- **佣金和工资：**包括基本工资以及私教课程中支付给教练的提成以及教练售卡的销售提成，占收入的 30%-40%，其中佣金占收入的 15%-20%（私教课程提成一般是私教收入的 20%-30%、私教销售提成大约是会籍收入的 3%-10%）。
- **折旧：**健身房初期的装修和器械设备投入较大，按年摊销后计入费用的折旧亦较大，器械的使用年限在 5-8 年。
- **费用：**健身房运营的销售费用主要以活动宣传和招募推广费用为主，管理费用以管理人员的工资薪酬为主。参考新三板公司中航时尚的公告数据，预计健身房销售费用率/管理费用率分别在 3%/15% 左右。

图表 21：影响健身房盈利能力的因素



来源：中泰证券研究所测算

图表 22：会员数增速趋于平稳



来源：中泰证券研究所测算

- **投入和预售期：**初期投入较大，会员数快速积累下两年实现盈利。以一个面积 1000 平米的健身房为例，初期投资在 500 万元（若选址在高端核心商圈则可高达 1000 万元左右），其中 50% 用于装修、30% 用于器材和设备的采购、其余用于日常用品采购。
- **预售阶段：**一般健身房开业前通常有 3 个月左右的预售阶段，该阶段健身房通过营销推广和新会员优惠等方式引流，获取首批会员资源积累的同时拥有后续经营现金流。有较强品牌力的连锁式健身房预售阶段有望随着品牌运营趋于成熟而逐渐缩短至 1-2 个月。
- **快速积累会员，达到现金流收支平衡：**如果预售阶段进展顺利，后续的 3-6 个月内会员人数将继续较快增长，使得健身房在 6-12 个月内可实现现金流的收支平衡，这一阶段的时间取决于健身房期间获取的会员数量，以及会员卡长期卡比例（越高越快实现收支平衡）。

由于会计对会籍收入的确认方法以及租金和折旧的摊销，健身房要实现会计利润的盈亏平衡一般需要 18-20 个月。

- **现金流：**呈现前高后低并趋稳的特征，会员制形成收入储备区。对于单个健身房而言，预售期会员模式下现金流将快速积累，并形成了后期收入和业绩储备区。在总会员数量相同的情况下，长期卡比例越高，现金流越好，储备区越大，成为后续收入确认的坚实基础。

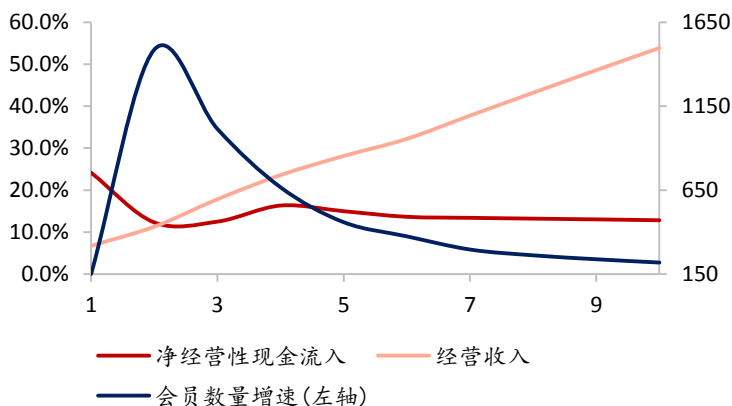
图表 23：会员卡期结构对现金流/收入储备力量的影响对比（单位：万元）

	会员数	卡价	现金流	收入	会员数	现金流	收入
十年期	300	15000	450	45	200	300	30
三年期	300	6000	180	60	250	150	50
一年期	400	2500	100	100	550	138	138
总数	1000		730	205	1000	588	218
差值				525			370

来源：中泰证券研究所测算

随着健身房经营进入稳定期，新增会员数量减少、增速放缓，经营性净现金将回落趋稳，期间私教收入贡献占比增加。根据测算，单店进入经营稳定期后经营性净现金流入平均水平在 300-500 万元左右。

图表 24：单店健身房十年现金流测算（金额单位：万元、横轴单位：年）

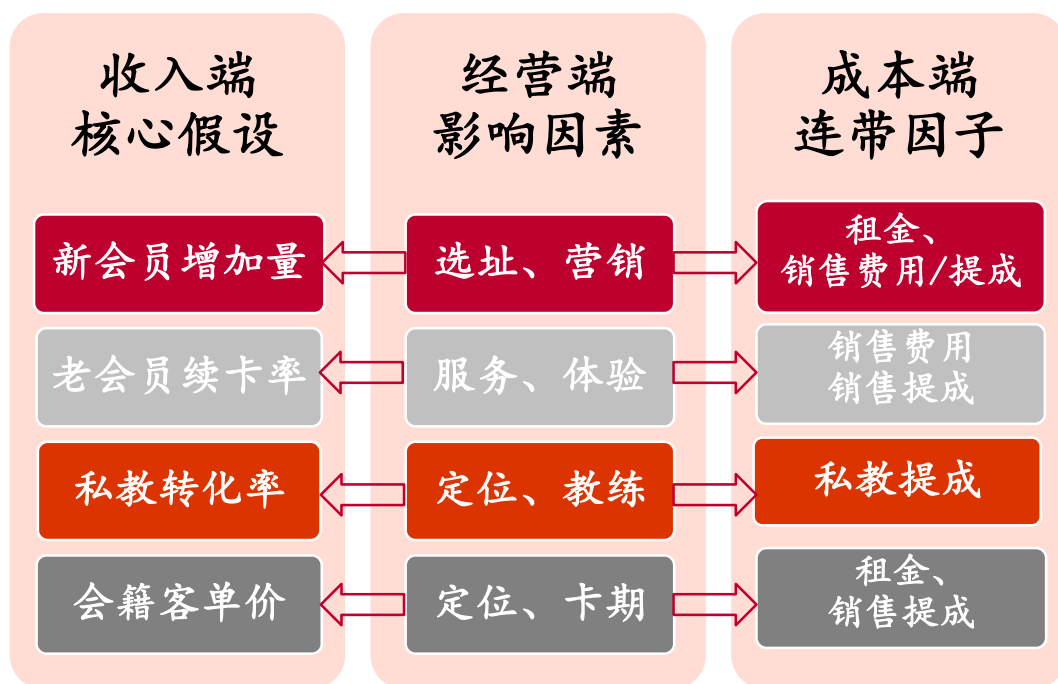


来源：中泰证券研究所测算

选址与定位奠定基础，用户体验至上决定长线价值

- 由上可见，健身房可通过大力营销快速在短期内实现会员数量爆发增长，从而实现现金收支平衡。而由于健身房本身的重资产运营属性，期间的租金摊销、销售提成、折旧、水电费等固定开支较高，因此要持续盈利并非易事。由模型中总结得到，影响健身房盈利能力和持续盈利的关键因素包括：新会员增加数、老会员续卡率、私教转化率、会籍客单价。

图表 25：健身房经营竞争力分析



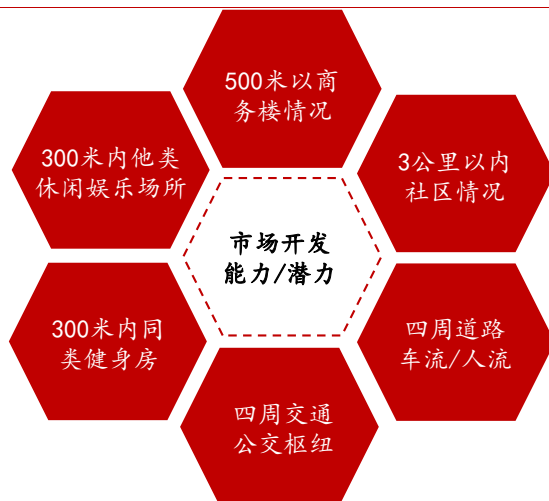
来源：中泰证券研究所整理

- **新会员增加量：考验选址能力和营销能力。**由于健身房本身经营过程中伴有较多的会员流失（行业续卡率仅 15%左右），因此要保持整体会员数量的持续增长必须实现补充的新会员数量能足以覆盖老会员的流失。这意味着健身房所在地人流的持续密集，并且需持续引流，主要考量健身房的选址能力和营销能力。

健身房选址的较优选址包括：核心繁华商圈的购物中心和街边店、中高端住宅社区、金融工作商圈。以威尔士健身为例，其选址有五大核心标准：一二线城市为主、人均 GDP10 万元以上、人均月体育消费 1500 元以上、商业地产品牌全国前 20 强、市场饱和度可达 10 家以上。

然而黄金地段供给有限，未来健身房获得优质地段将更多通过商业地产合作、收购兼并小型健身房等新模式展开，其背后的逻辑在于充分利用购物中心自身流量，以及健身房消费者需求与周边零售业态融合协同空间大，如饮食、运动鞋服等。

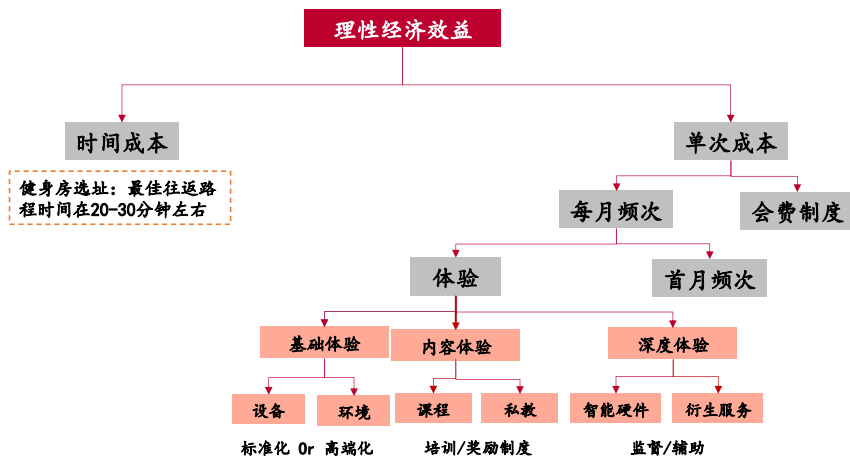
图表 26：选址决定健身房客流进而影响收入



来源：美康健身网，中泰证券研究所绘制

- **老会员续卡率：考验综合服务和体验。**用户的续卡决策主要受到会费制度和出席率影响。根据 China FIT 数据，两年期会员中每周健身 3 次以上的比小于 1 次的续约率高近 17%。会员出席频率主要受健身体验的影响，高品质体验有利于强化健身习惯养成，转化为会员出席率的增加，进而形成正向激励循环，和持续健身消费。伴随续卡率的提升也将同时看到私教转化率的提升。

图表 27：续卡率决策模型



来源：中泰证券研究所整理

- **私教转化率：取决于定位和教练质量。**随着一家运营成熟的健身房可辐射会员接近顶峰，私教收入将成为其重要收入贡献。提升私教比例本质上是提高单个用户的可挖掘价值，同时有助于提高会员粘性，对续卡率的提升起到正向推动作用。

对于私教而言，其核心优势在于客户资源和认可度、专业资质、以及教学能力等。对于健身房而言，需要通过第三方评价体系、自身品牌力和薪酬佣金体系吸引优质私教资源；更进一步，通过将教练培训标准化、减少会员对单一私教的粘性（配备 2-3 个私教）来缓解私教流失导致的

会员损失。

- **会籍客单价：取决于定位和会员卡卡期。**会员卡长期卡比例越高则现金流蓄利能力越强，配合新会员增量，有利于健身房收入的长期稳定。健身房定位直接决定了会员卡和私教课的价格，其中高端市场准入门槛较高，相应目标消费群体多为白领和精英人士，该群体普遍具有高客单价、高私教转换率、和高续卡率的消费特征。相比之下，定位大众市场的健身房对会员获取要求更高，以此补足在客单价较低而高经营成本的情况下的盈利空间。
- **由上分析，健身房运营竞争力可以概括为：选址与定位奠定基础、私教配套软硬实力兼备、用户体验至上决定长线价值。**在健身房提高收入端的同时相应也会增加成本端的压力，比如选址位于优质核心地段带来租金压力、强化营销带来销售费用、改善服务带来投入成本（器械/面积）等。健身房持续盈利并非易事，考验经营管理和决策能力的综合实力。

格局趋势：龙头集中与长尾分散并行

- 国内健身服务行业正当繁荣期，具备以上能力的健身房望形成自身品牌力，实现连锁式复制和扩张，有望充分受益行业快速发展并获得份额提升。另一方面，健身房商业模式本身具有充裕现金流、进入门槛较低的特点，会有进入者不断涌入，分得行业发展红利的一杯羹。综上，健身服务行业未来将形成“强者恒强头部集中，持续涌入尾部分散”的并行格局。

整体集中度分散，各层次格局分化

- **中国健身房市场较为分散。**从门店数量看，2016 年中国前十大品牌健身房总体数量近 600 家，占整体健身房市场的 16% 左右。从收入规模看，行业龙头威尔士 2016 年收入 7.7 亿元，仅占整体健身服务市场的 2.6% 左右。
- **多元健身房模式已在成熟市场快速发展。**美国作为当今全球最大的休闲体育市场，其健身俱乐部的发展历史已有近 70 年。美国已臻成熟的健身市场主要有两种模式：综合健身俱乐部和精品专项健身工作室；其中综合健身俱乐部又分为传统重资产大型健身房和新兴廉价快捷健身房。IHRSA 数据显示，2015 年，美国总人口的 19.6% 是健身俱乐部会员，其中的 43% 是精品专项健身工作室会员。

图表 28：美国健身房经营模式

模式	案例	收费	数量(家)	开放时间	定位	收入 (2015)
连锁综合型	LA Fitness	一次性入会费\$99 \$29.95/月	600+	非 24 小时	中高端	19.12 亿美元
	Equinox Fitness	一次性入会费\$150 \$160/月	73	非 24 小时	高端 一线城市	10.70 亿美元
	Lifetime Fitness	分级收费，最低 \$40-60/月	100+	非 24 小时	中高端	13.54 亿美元
连锁快捷	Planet Fitness	\$10/月	1000+	24 小时	平价	3.3 亿美元

型	Anytime Fitness	注册费\$50 \$35/月	3500+	24 小时	平价	11 亿美元
精品专项	Flywheel	\$375/月；\$34/节	/	非 24 小时	动感单车	/
	SoulCycle	\$34/节	36+	非 24 小时	动感单车	/
	Curves	\$30/月	10000+	非 24 小时	女子健身	/

来源：中泰证券研究所整理

■ 与美国市场类似，国内健身服务行业伴随消费升级浪潮快速增长，从连锁健身房经营模式的单一格局逐渐向连锁、工作室、新兴模式并存的多元格局演进。从定位⁴和模式两大维度来看，可以概括为从高端、共性市场为起点的发散式变革。具体来说，目前行业格局可分为：

➤ 定位高端市场，以满足共性健身需求的威尔士、一兆韦德等高端连锁健身品牌为代表。其中形成一批对个性化服务、互动体验的诉求尤为强烈的消费者，同时培育一批熟悉健身房运营、利用客户资源自立门户的健身教练，进而延伸出满足个性需求的健身工作室模式。

两者差别在于：连锁式的复制模式已经形成了一定品牌力和进入门槛；而健身工作室定位人群更为细分，用户体量较小的运营模式下尚未有规模性品牌。

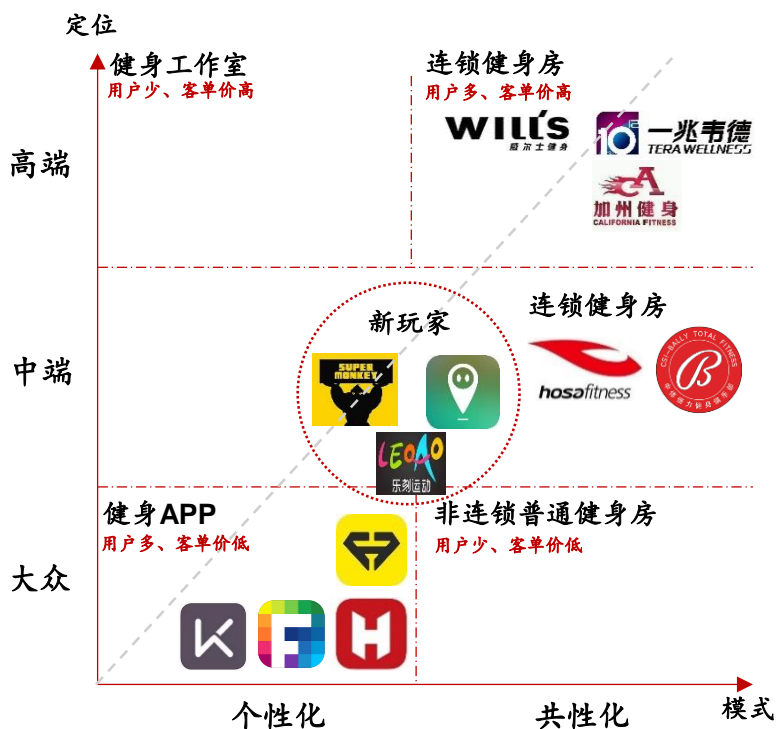
➤ 定位大众市场，以满足共性需求、非连锁、无品牌的社区类普通健身房为代表，然而缺乏体系化管理和品牌力使其经营较不稳定，难以形成复制模式。其中形成了一批对健身指导有个性化诉求（减脂/塑性/纠正形体等）、但对私教价格较为敏感的消费群体，随之孕育了满足个性化需求为主的健身 APP，以 KEEP、FEEL 等为代表。

➤ 定位中端市场，以传统中端连锁健身品牌（浩沙/中体倍力等）为代表。中端市场的目标客群最为特殊，性价比和健身服务体验并重，这对健身房的定位和模式权衡有更高的要求。虎嗅网数据显示，中端品牌的份额从 2010 年的 54% 下降到 2013 年的 36%。

➤ 此外，近两年行业内运营而生了一批健身房新玩家，以超级猩猩、光猪圈、乐刻运动为代表。大多定位大众和终端市场，而其运营模式较轻，缓解了传统模式租金和人工成本压力较大的痛点，融合了移动互联健身理念，本质上仍然是通过线下落地的连锁健身房。

⁴ 定位划分：我国健身市场主要分为大众、中端和高端市场，分别对应年均消费 2000-4000 元、4000-10000 元、10000 元以上

图表 29：国内健身服务行业竞争格局



来源：中泰证券研究所绘制

图表 30：中国商业健身市场三大运营模式对比

模式	传统连锁健身房	自助快捷健身房	健身工作室
经营模式	连锁经营	连锁经营；24h 营业；加盟制	单店自营为主
人均消费	年均 2000-10000 元/人	月费百元以下	课程价格 300-800 元
租金	中型单店约 15 万元/月	5 万元左右	5 万元左右
单店面积	小型：1000 平米以下 中型：1000-2000 平米 大型：2000 平米以上	200-400 平米	300 平米以下
客户群体	中高收入者，都市白领	社区居民	女性、单项爱好者等细分人群
私教	流动性大，提成 15%-30%	提成 40% 以上	大多由明星私教自创品牌
覆盖项目	全项覆盖	标准配置	偏向垂直细分
代表品牌	威尔士/一兆韦德	超级猩猩/光猪圈/乐刻	/

来源：中泰证券研究所整理

强者恒强头部集中，持续涌入尾部分散

- **高端连锁龙头品牌有望实现扩张，提升市场份额。**定位高端的健身俱乐部选址靠近人流较大的商业中心，人均消费 2000 元左右，一线城市达到 4000 元左右。同时，部分准一线城市（如成都/杭州/青岛/南京/武汉等）居民消费能力与健身意愿同步提升。

由此高客单价和不断积累的用户数量，配合连锁品牌运营能力，其具备

了持续盈利、快速复制、规模扩张的基础。在此过程中，连锁式的品牌力成为该市场的高进入门槛，因而格局相对稳定而趋于集中。

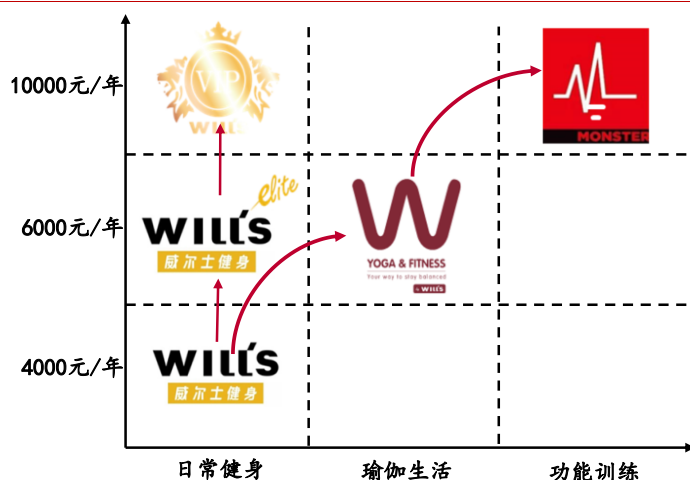
图表 31：国内主流连锁健身品牌梳理

品牌	创立时间	会员数量	集中城市	门店数量	其他城市
威尔士	1996	21 万	上海	82 (直营)	北京/重庆/大连/杭州/南京/武汉/成都
一兆韦德	2001	100 万	上海	65	北京/深圳/青岛/杭州/宁波/武汉/大连/沈阳/天津
浩沙	1999	30 万	北京	34	南京/上海/郑州/厦门/成都/天津/福州/晋江
舒适堡	1986	50 万	香港	22	上海/杭州/成都/广州/重庆
中航	1998	10 万	深圳	17	天津/北京
英派斯	2003	-	青岛	100 (加盟 70 家)	北京/上海/天津/广东/河南/湖南/吉林/江苏/内蒙古省其他城市
中体倍力	2001	-	北京	8	郑州/大连/沈阳/武汉/上海/广州
青鸟	2000	3.5 万	北京	8	大连/广州/杭州
美格菲	2000	1 万	上海	6	杭州/常州/郑州

来源：中泰证券研究所整理

- **威尔士：深耕高端，确保品质。** 威尔士旗下有 Will's、Will's Elite、W-Yoga、Monster by Will's、VIP 五个核心品牌。至 2016 年末，威尔士正式开业会所 82 家，包括预售阶段的合计有 93 家。威尔士的市场定位错开竞争激烈的大众健身市场，深耕高端市场，以高品质的服务和优雅高端的环境吸引并巩固中高端客群。与资本市场对接也让威尔士未来有望在核心点位获取更多优质资源，更快通过外延扩张市场份额提升，充分享受到行业繁荣带来的红利。
- **一兆韦德：科学管理，合作共赢。** 一兆韦德在 2007 年末接收淡马锡 2000 万美金投资后引入 ERP 系统，实现对会员信息和服务的高效管理。这一系统的好处是通过数据监控，健身房可主动出击，采取措施提高续卡率。目前一兆韦德门店主要集中在上海，未来一兆韦德将实现向二三线城市的稳步扩张。

图表 32：威尔士五大品牌各有侧重，逐层进阶



来源：中泰证券研究所绘制

图表 33：一兆韦德重视活动造势，展开多项合作



来源：中泰证券研究所绘制

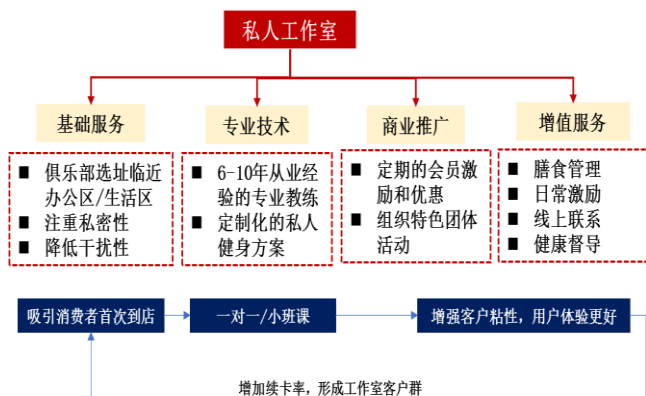
- **精品工作室：小而美模式注重体验，进入门槛低但复制逻辑尚未形成。** 目前国内健身工作室大多是由健身教练自发创业的产物，以 SUPER

MODEL FIT、The Fitness 为代表的高端健身工作室为代表，以针对性的精品课程服务高净值用户。从模式上具有以下特征：

- **规模较小，会员承载力有限。**工作室面积在 200-300 平米，比连锁健身房品牌小 50% 以上，初始投资成本较少（70-100 万），进入门槛较低
- **人工成本较低（3-8 人），但租金压力大。**一般健身工作室在白领聚集的商圈，面积虽小但对应地段租金水平较高并逐年上涨。在会员承载力有限的情况下，盈利能力较弱。
- **注重互动，客单价高，定位细分人群：**私教课费用约 300-500 元/节，团课费用约 100-150 元/节。目前在我国开设的健身工作室平均拥有会员 353.8 人，其中女性占比 78.18%。大比重的女性会员使得工作室提供的课程以减脂（34.25%）和塑形（28.64%）为主。

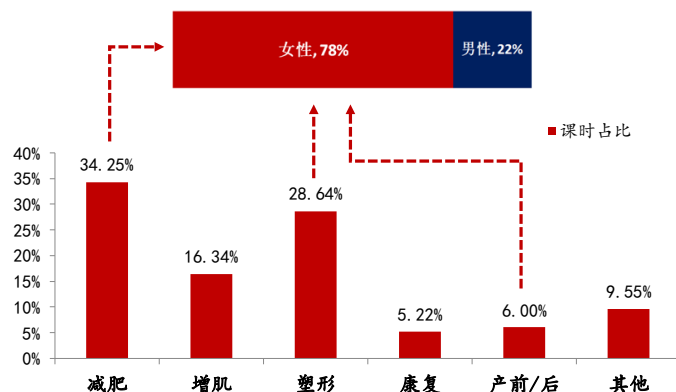
综上，健身工作室将高端共性市场中对个性化服务有显著需求的人群分化出来，并形成该类有特定需求的细分市场。而以上特征的限制下工作室可容纳会员数有限，在租金成本高企的环境下盈利能力较弱，连锁式的复制逻辑尚未形成。

图表 34：健身工作室私密度与个性化更强



来源：中泰证券研究所绘制

图表 35：健身工作室以减脂塑形为主，女性特征强



来源：《2015-2016 健身工作室运营白皮书》，中泰证券研究所

- **新兴模式：经典与传统的碰撞，触发深度健身需求。**所谓新兴模式，既解决传统连锁健身房高运营成本压力（租金和人工），也融合了健身 APP 线上线下 O2O 思维的新兴连锁健身房模式。自 2014 年起，一种向海外学习的新兴 7x24 小时自助健身房模式悄然兴起，超级猩猩、光猪圈、乐刻健身等均在短期内拓展几十家门店。

- **超级猩猩：**成立于 2014 年，其主营业务是建设 24 小时营业的自助健身舱和团体课工作室，用户按小时付费可以选择付费私教服务或团操课程服务。其中，团体私教工作室课程收费为 50-120 元/节，客流量约为 300 人/天，团课收入占超级猩猩总收入的 60%。自助健身舱收入约占总入的 40%，占地和客容量较小，健身舱本身造价约 65 万/个，收费形式为 30-50 元/小时。

- **乐刻运动**：成立于 2015 年 4 月，2 年时间内已在全国范围扩张到 56 家门店（面积平均 300 平米左右），并且首次打出“99 元包月”的廉价收费模式，平价的收费模式为乐刻吸引了众多经济实力尚浅的年轻群体。服务上注重“轻器械，重操课”，以针对女性瘦身的“操课”为主，器械选择上也多为适合女性的跑步机等设备。

图表 36：自助快捷型健身房快速兴起扩张

品牌	超级猩猩	光猪圈	乐刻运动
成立时间	2014	2015	2015
门店数量	30+家	205 家(加盟制)	56 家
融资轮次	3 轮	2 轮	2 轮

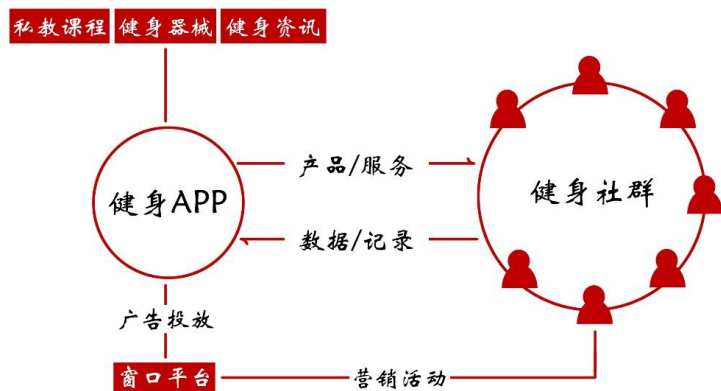
来源：中泰证券研究所整理

然而新模式大多刚刚兴起，考虑到其定位的目标客群交杂了大众和中端市场，模式融合个性与共性，商业模式仍在摸索中，未来格局尚未清晰。主打健身超市定位下其准入门槛较低，初次流量较高；结合健身行业会费比例逐渐走低、私教服务受到重视的趋势来看，既有中国庞大潜在健身人群基数的机遇加持，也面临高端客户留存率偏低的风险。

- **互联网健身：APP 火爆涌现，卡位用户资源者具有先发优势。**受益于移动化时代和体育产业快速发展，运动健身 APP 行业爆发增长，2014 年运动健身 APP 月活用户超过 1000 万，2015 年翻倍突破 2000 万。根据艾瑞咨询预测，未来三年仍将保持 50% 以上的增长。在此背景下，精准卡位细分类目用户资源的先发者率先获得资本支持（目前大部分主流健身 APP 的 A 轮融资已经结束）。

运动健身类 APP 主要包括以针对性教学为主的健身教学 APP（KEEP/FEEL/火辣等）、以功能性跟踪和社交为主的运动记录、以及定位细分需求的 APP（如减肥瘦身/瑜伽等）。以上类型的盈利模式可以概括为四类：（1）利用用户大数据以广告和电商平台盈利、（2）内容课程收入、（3）与线下健身房合作并获得分成、（4）会员制增值服务收费。

图表 37：线上健身平台运营模式



来源：中泰证券研究所绘制

其中健身教学类 APP 格局相对稳定。健身 Keep 月活跃用户数超过 500

万、Feel 月活跃用户数近 300 万、火辣健身拥有 30 多万用户，若暂不考虑各 APP 之间可能的重叠用户，目前三大主流健身教学 APP 占据了整体的约 40%左右。可见主流 APP 占据了大部分健身 APP 用户资源，具有显著先发优势；同时通过课程内容的差异化设置构建竞争壁垒，因此格局相对稳定。

图表 38：2016 年运动健身 APP 月活用户（万人）



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所绘制

投资策略

- 国内健身服务行业作为消费升级的产物呈现欣欣向荣的快速成长状态，行业规模未来增速望达 20%，而期间可期待的变化不仅是健身会员渗透率和私教使用比例的提升，更有资本力量介入后龙头品牌份额有望得以加快提升，同时新兴模式迭起加速行业变革。首次给予行业“增持”评级。

建议围绕两条投资主线：1. 布局已形成持续盈利能力和综合运营能力的连锁式健身房龙头品牌；2. 关注致力于解决行业痛点、且拥有一定用户基础的新兴健身房模式。

风险提示

- 宏观经济增长放缓，行业增长速度低于预期。若宏观经济增长放缓，消费升级对健身服务行业增长速度的促进作用恐有影响。
- 经营痛点未有改善，健身会员渗透率不达预期。国内部分健身房仍存在经营痛点，包括私教水平层次不齐、会员售后管理薄弱等，影响健身消费者健身体验，不利于续卡率提升和健身习惯的养成。
- 租金和人工成本高企，健身房经营承压。传统连锁健身房重运营，其中租金和人工成本占据较大比例、且相对固定，若健身房未能持续获得会员资源，那其持续盈利能力难以形成，经营恐承压。

附录图表

图表 39：国内健身 APP 项目融资情况梳理

类别	名称	成立时间	盈利模式	月活跃用户数	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
计步器类	乐动力	2013.04	利用健身直播这样依赖内容的、线上减肥和教这样依赖人的服务来实现变现	321.2万	2014.5.1	A轮	数百万美元	DCM中国/蓝驰创投
					2013.5.1	天使轮	数十万美元	蓝驰创投
	Slife	2015.03	是智能化生活中的一环，目前公司主要靠旗下产品——防丢失硬件“小觅”盈利	160万	2015.5.20	天使轮	数千万人民币	真格基金/乐博资本
	动动计步器	2012.08	目前主要依靠海外app的内置购买项目（国内未实施），开屏和Banner广告盈利	112.9万	2014.9.1	A轮	1000万人民币	联创策源
	春雨计步器	2014.08	辅助春雨而医生的健身产品，而春雨医生主要通过向会员收取每月8元来向其提供不限次数的问诊服务，以及电话咨询分成业务盈利	90万	2014.8.19	C轮	5000万美元	中金公司/如山投资/Temasek淡马锡/蓝驰创投
					2013.3.4	B轮	数百万美元	贝塔斯曼亚洲投资基金
					2011.11.1	A轮	300万美元	蓝驰创投
					2015.11.19	B轮	1亿人民币	前海汇能
	悦动圈	2014.05	推出了运动用品商城和场地预定服务，同时广告收入也是主要的收入	399.5万	2015.8.25	A轮	5000万人民币	松禾资本/联创永宣/腾讯/中美创投
					2014.1.25	天使轮	数百万人民币	梅花天使创投/安芙兰创投
计步器类	小米运动	2014.07	与小米手环配套使用，小米手环2售价149元	304.2万	小米公司生产，该公司2015年营收达到780亿元人民币			
					2015.1.20	D轮	2.4亿人民币	德晖资本/贵人鸟
	虎扑跑步	2014.05	先通过板块的内容吸引用户，再通过社群的运营来沉淀留存高质量用户，最后再将商业对其渗透实现社群变现。	23.15万	2014.7.1	C轮	1亿人民币	景林投资
					2012.9.1	B轮	4000万人民币	海通开元
					2007.9.1	A轮	数百万美元	晨兴资本
	点点运动	2010.06	以为用户和可穿戴设备厂商提供全面的运动类型和运动算法作为核心服务,以及其他运动增值服务	15.0万	云狐时代旗下产品			
					2016.12.19	A+轮	5000万人民币	头头是道投资基金/湖杉资本/银杏谷资本
	行者	2012.03	通过社区聚拢这批骑行爱好者后通过售卖智能自行车和周边产品盈利	26.2万	2015.11.18	A轮	数千万人民币	湖杉资本/银杏谷资本
					2013.11.14	天使轮	100万美元	联创永宣
					2012.8.18	种子轮	数百万人民币	PreAngel
健身教学	益动GPS运动记录	2012.09	精准投放，提供从品牌广告、产品推荐、活动组织等一系列的整合营销方案；通过CPS等方式获得直接收入	12.5万	2015.7.9	A轮	1500万人民币	乐视网/乐视体育
	feel	2014.02	面向运动装备消费和运动服务消费市场，结合运动教程和教练致力于打造围绕运动的消费生态系统	291.8万	2016.1.30	B轮	数千万人民币	动域资本
					2015.9.15	A轮	数千万人民币	奇虎360/联科创盈/真格基金
					2014.7.7	天使轮	数百万人民币	真格基金
					2016.8.16	C轮	数千万美元	腾讯
	keep	2014.10	目前在Keep上销售的商品种类不多，却很精简，属于在同类商品里单价偏高的商品,同时Keep还有相当可观的广告收入	578.9万	2016.5.17	C轮	3200万美元	晨兴资本/纪源资本GGV/贝塔斯曼亚洲投资基金
					2015.7.10	B轮	1000万美元	纪源资本GGV/贝塔斯曼亚洲投资基金/银泰资本Ventech
					2015.4.30	A轮	500万美元	银泰资本Ventech/贝塔斯曼亚洲投资基金
					2014.11.10	天使轮	300万人民币	BWVC泽厚资本
					2016.11.16	B轮	亿元及以上人民币	阿米巴资本/威道投资/前海亚信
健身教学	火辣健身	2014.09	主要收入来自与户外品牌，游戏品牌，保健品等的营销业务	30.7万	2015.5.21	A轮	6000万人民币	华映资本/825新媒体产业基金/动域资本/景林投资/虎扑
					2015.1.29	Pre-A轮	300万美元	动域资本/景林投资/虎扑
	每日瑜伽	2012.06	每日瑜伽目前的盈利大部分来自付费内容的海外变现，通过进阶课程每月向高端用户收取固定费用来实现现金流增长	44.5万	2014.11.22	天使轮	数百万人民币	阿米巴资本/明嘉资本/Star VC
					2016.1.15	Pre-A轮	数千万人民币	投资方未透露
	Fittime	2015.04	出售健身方案和部分在线电商产品	24.9万	2014.5.1	天使轮	1000万人民币	JJ比赛(竞技创投)
					2015.07	A轮	数百万美元	投资方未透露
					2016.11		500万美元	IDG/祥峰投资
	糖豆广场舞	2012.06	目前主要是广告收入，广场舞APP盈利模式尚在探索	196.9万	2016.1	B轮	1500万人民币	顺为资本/君联资本/亦联资本/红点投资
					2015.9	股权投资	500万美元	亦联资本
					2011.8	B轮	2000万美元	IDG/思伟投资
瘦身减肥					2007.12	A轮	300万美元	IDG
	咕咚运动	2009.1	收入来自于电商，垂直社交网站广告和活动费，和个人增值服务	290.3万	2016.5.31	C轮	5000万美元	分众方源体育基金/软银中国/SIG海纳亚洲
					2014.11.5	B轮	3000万美元	SIG海纳亚洲/软银中国
					2014.3.1	A轮	6000万人民币	深创投/中信资本
					2011.1.1	天使轮	2200万人民币	盛大资本-盛大网络
	薄荷爱瘦身	2010.2	薄荷网的收费形式主要有两种:VIP会员和专家指导式会员。前者收费是15元/月，可以获得专业瘦身指导；后者费用为120元/月，用户能收入来自增值更专业健康减肥方案、线上及线下的第三方减肥服务、第三方健康、服装、时尚、化妆品产品广告和在线电商销售抽成	68.9万	2014.5.31	B轮	数千万美元	SIG海纳亚洲/DCM中国/高通Qualcomm Ventures
					2011.3.31	A轮	数百万美元	晨兴资本
	瘦瘦	2011.8		29.6万	2015.1.7	天使轮	-	投资方未透露

来源：中泰证券研究所整理

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。