

2017 年 03 月 08 日

## 直面产业风口, 资本浪潮助力健身行业秀出肌肉

### ——健身产业高峰论坛深度报告

#### 看好

#### 相关研究

"纺织服装行业周报: 健身产业高峰论坛反响热烈; 业绩快报大批出炉, 跨境通 145% 高增长, 持续推荐!" 2017 年 3 月 6 日

"纺织服装行业周报—— 涨价预期下, 新零售新消费投资机会显现" 2017 年 2 月 27 日

#### 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

#### 研究支持

唐宋媛 A0230117010003  
tangsy@swsresearch.com

#### 联系人

王昊哲  
(8621)23297818×7480  
wanghz@swsresearch.com

#### 本期投资提示:

- 我们于 3 月 3 日举办了“全民健身: 进击中的身材经济”健身产业高峰论坛, 数位行业重磅嘉宾悉数出席, 反响热烈。一兆韦德董事长金宇晴、光猪圈健身董事长王锋、青岛体育董事长卞光明、浩沙健身总经理吴承翰、Chinafit 主编潘睿、青联优体总经理孙童童、乐动天下董事长余军涛, “我是超人” IP 创始人等行业大咖分享了精彩的观点。
- 健身产业容量巨大, 保持稳定增长, 对标海外市场, 未来发展空间可期。1) 我国健身行业空间达 300 亿元规模。目前国内成规模的健身俱乐部数量约 1 万家, 小型健身工作室超 2 万家。考虑到私教课程客单价更高以及健身行业的上下游, 行业实际空间将达到甚至超过 500 亿。2015 年我国健身市场规模增长 14%, 健身俱乐部数量增长 20%, 国家职业资格持证教练数量增长 77%。2) 对标中美市场, 健身行业有 4 倍以上发展空间。中国健身持卡人约 1500 万, 不足美国的 1/4; 市场容量 300 亿元, 仅为美国的 1/6; 中国俱乐部会员渗透率只有 1%, 远低于美国的 22%, 供需两端均存在一定的缺口。3) 国内俱乐部盈利模式单一, 未来结构将更加多元化。我国健身行业中会籍+私教收入占比超 90%, 而在国外食品、补剂、减肥消费、服装器材等合计收入占比超 70%, 是我国俱乐部未来发展的方向。
- 健身产业格局分散, 看好优质龙头俱乐部。1) 国内健身行业前十大品牌市场份额仍不足 20%, 而美国前十大品牌的市场份额早已超过 30%, 同时各大俱乐部区域化显著, 尚未形成跨区域扩张的格局。2) 龙头俱乐部注重用户体验, 利用其品牌优势, 有望通过外延成长不断提高市场份额。
- “政策东风+消费升级+社交媒体”三驾马车, 拉动健身产业勇往直前。1) 政策利好, 大众健身已是国家战略。2016 年体育总局与国务院分别颁布《体育发展十三五规划》、《全民健身计划 (2016-2020)》, 目标每周参加 1 次及以上体育锻炼的人数达 7 亿, 经常参加体育锻炼的人数达 4.35 亿, 体育消费总规模达 1.5 万亿元等, 将全民健身打造成国家名片。2) 消费升级促使健身收到热捧。大众对健康关注提升以及各类衍生需求, 如减肥降脂、塑形美体, 以及社交性需求使得健身成为时尚话题; 并且健身群体也从年轻男性延伸到白领女性、中年人、肥胖人群、中学生、产后女性等, 同时用户更加认同团课、私教等额外付费的附加值服务。3) 移动互联网与社交媒体为健身产业注入新活力。随微博、微信、QQ 等社交工具大发展, 社交媒体晒健身照、晒运动装备、比较运动排名等已成常态, 健身运动逐渐成为新时尚。
- 互联网+健身日新月异, 线上流量多渠道变现, 线下实体智能化升级。1) 线上新潮涌动: Fittime 等优质的在线社区已经开始多方位探索变现; “暴走的萝莉”等优质健身网红已实现电商较好变现; “我是超人”打造时尚健康版块综艺 IP, 覆盖食品、健身、达人等, 形成规模效应和品牌效应。2) 线下大咖论剑: 光猪圈健身将互联网与物联网有机结合, 通过简化管理架构、细分收费等措施积极改革传统健身管理模式; 浩沙健身率先采取数字化设计, 着力解决用户体验和标准化问题, 开启行业发展新纪元; 乐动天下采用虚拟现实技术, 通过大屏幕营造沉浸式感受, 提升消费者体验, 并利用智能化技术解决俱乐部管理问题; 青联优体细分客群, 专注于中高档消费, 利用互联网精细化管理, 提供优质、舒适的体验。
- A 股上市公司相关标的: 1) 贵人鸟: 动域资本已投资多个互联网+健身项目, 另已公告拟收购国内健身俱乐部龙头威康健身 (旗下有威尔士品牌) 100% 股权。2) 探路者: 旗下体育产业基金已投资国内最大健身社区 Fittime, 体育事业群投资领域包括智能健身管理等。3) 中体产业: 控股中体倍力连锁健身店, 休闲健身收入稳健增长。4) 莱茵体育: 子公司已收购杭州健身企业飞马健身, 启动智慧健身场馆全国布局; 打造赛事+场馆两大平台, 体育全产业链布局。



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

近年来健身行业发展火热，市场加速成长，但国内健身市场相较于欧美成熟的健身市场仍处于发展初期，需求端、供给端均存在缺口，未来增长空间巨大。另外随着国家政策不断推动全民健身，给予市场极好的预期，同时消费升级和社交媒体也促进了国内健身需求日益旺盛，使得健身行业迎来发展风口。健身行业发展迅速，但总体格局仍较分散，尚未形成跨区域扩张的格局，未来集中度有望提升。健身俱乐部发展的核心在于“产品+体验”，行业资本化正在加速，优秀企业陆续以 A 股上市、挂牌新三板、接受上市公司投资等多种方式对接资本。看好健身行业，建议关注二级市场切入健身领域机会。

### 关键假设点

- 1、宏观经济发展平稳，消费服务行业占 GDP 比重持续提升，消费升级换代加速。
- 2、国家政策大力推动全民健身，促进健身行业加速发展。

### 有别于大众的认识

市场可能担忧，健身俱乐部收入确认方式模糊，预付费模式尤其终身卡制难以匹配收入成本，以预付费维持俱乐部野蛮式圈地扩张，使得俱乐部内部财务混乱，因此可能导致俱乐部后期压力过重没有足够的现金流维持正常运营。同时传统健身俱乐部主要依靠会籍和私教课程，盈利模式单一，同质化严重，缺乏核心竞争力。但是我们认为，健身行业经过粗放式发展的初期，行业将进一步规范，新型的月卡、季卡模式将逐步取代传统年卡、终生卡模式，使得俱乐部有更加灵活稳定的现金流。同时互联网、物联网以及智能化设备将推动行业转型，降低运营成本，改善管理模式，使得俱乐部经营更“轻”更“准”。另外随着健身行业不断成熟，收入结构将更加多元化，借鉴海外经验，俱乐部未来将以食品、补剂、减肥消费、服装器材等衍生消费为主要收入来源，保证了健身俱乐部能够长期稳定发展。所以健身产业痛点将会被逐个击破，未来发展前景光明。

### 股价表现的催化剂

- 1、宏观经济复苏，消费升级，增强了健身需求。
- 2、政策大力支持健身产业发展，市场信心十足。
- 3、社交媒体传播与交流推动健身行业火热。

### 核心假设风险

- 1、宏观经济复苏不及预期，消费整体持续低迷。
- 2、政策扶持力度不明显，对产业发展没有实质性推动。
- 3、社交媒体的影响短暂，热捧之后迅速遇冷。

## 目录

<b>1. 健身运动兴起，朝阳产业潜力无限 .....</b>	<b>7</b>
1.1 健身产业容量巨大，增长稳定，对标海外市场，未来发展空间可期	7
1.2 借鉴海外经验，健身行业天花板尚远，收入结构有望更加多元化 .....	7
<b>2. “三驾马车”驱动产业转型升级，龙头企业异军突起 .....</b>	<b>9</b>
2.1 我国健身产业格局分散，看好龙头俱乐部，“互联网+”带动产业升级	9
2.2 “政策东风+消费升级+社交媒体”三驾马车，拉动健身产业勇往直前	10
<b>3. ChinaFit 主编潘睿：健身消费领域的八大模式与成功案例</b>	<b>11</b>
3.1 行业周期与商业模式周期理论：由创新引导的 S 型曲线 .....	11
3.2 健身消费领域八大模式 .....	15
3.3 从杜邦公式角度分析案例 .....	16
3.4 四大商业模式驱动力 .....	17
<b>4. 大咖论剑：国内健身俱乐部巨头探讨 .....</b>	<b>18</b>
4.1 金宇晴：一兆韦德的“成功之道” .....	18
4.2 青鸟体育的发展战略 .....	18
4.3 光猪圈模式的痛点 .....	19
4.4 中国内地健身行业所处阶段 .....	19
4.5 健身行业未能出现全国性巨头的的原因分析 .....	19
<b>5. 全民健身计划-健身行业的危机与升级之道 .....</b>	<b>20</b>
5.1 行业弊端：传统健身俱乐部痛点凸显 .....	20
5.2 光猪积极改革传统健身管理模式 .....	20
5.3 升级健身房具体实施方法 .....	20
5.4 光猪目前店铺营业情况 .....	21
5.5 光猪对加盟商的支持政策 .....	22
5.5.1 加盟商存在选址和管理不齐问题 .....	22
5.5.2 光猪目前加盟店铺实施情况 .....	22
<b>6. 健身俱乐部数字化时代来临 .....</b>	<b>22</b>
6.1 传统健身俱乐部粗放式发展，出现六大发展难题 .....	23
6.2 数字化健身俱乐部设计，开启行业发展新纪元 .....	24

<b>7. 新潮涌动：行业新秀的崛起探索 .....</b>	<b>26</b>
7.1 ChinaFit：中国健身产业专业网络媒体 .....	26
7.2 乐动天下：健身智能化解决方案提供商 .....	27
7.3 青籁优体：创新健康方式综合会馆 .....	28
7.4 “我是超人”：时尚健康版块综艺 IP .....	29
7.5 尚雅投资：风口行业模式转型，看好细分领域龙头 .....	30
<b>8. 上市公司相关标的与投资建议 .....</b>	<b>31</b>
8.1 相关标的一：贵人鸟（603555.SH） .....	31
8.2 相关标的二：探路者（300005.SZ） .....	31
8.3 相关标的三：中体产业（600158.SH） .....	32
8.4 相关标的四：莱茵体育（000558.SZ） .....	32
8.5 相关标的估值对比.....	33

## 图表目录

图 1：我国行业年产值稳健增长.....	7
图 2：我国健身俱乐部数量近年来有加速趋势.....	7
图 3：中美两国健身市场规模对比 .....	8
图 4：美国运动人口在成年人中占比.....	8
图 5：2012 年健身行业产值构成.....	8
图 6：2012 年美国健身行业产值构成.....	8
图 7：国内龙头俱乐部.....	9
图 8：健身行业市场集中度.....	9
图 9：我国经常参加体育锻炼人数稳步提升 .....	10
图 10：体育行业相关文件 .....	10
图 11：我国健身场馆供给近年来迅速增加 .....	11
图 12：百度指数“健身”11 年后不断提升 .....	11
图 13：运动健身类 APP 活跃用户规模保持快速增长 .....	11
图 14：微博健身晒照 .....	11
图 15：创新的 S 型曲线.....	12
图 16：欧美行业整合与再造 S 型曲线.....	12
图 17：2010-2015 年美国健身俱乐部市场增长情况.....	13
图 18：美国健身行业发展状态 .....	13
图 19：行业体验生命周期 .....	14
图 20：过去健身行业主要驱动力为每平米利润率 .....	14
图 21：目前健身行业主要驱动力为每会员收入.....	14
图 22：健身消费领域八大模式 .....	15
图 23：PlanetFitness 店面.....	16
图 24：Orangetheory 开拓 80%健身市场 .....	16
图 25：Peloton 精品数字化健身工作室 .....	17
图 26：四大商业模式驱动力 .....	17
图 27：一兆韦德成功之道 .....	18
图 28：青鸟体育发展战略 .....	18

图 29：大咖论剑：国内健身俱乐部巨头探讨 .....	19
图 30：多样化的盈利收入 .....	21
图 31：浩沙智能健身馆原理 1——“动” .....	24
图 32：浩沙智能健身馆原理 2——“量” .....	24
图 33：浩沙科技健身馆 1.0 门店入口形象 .....	24
图 34：充满科技感、现代感的体测系统 .....	25
图 35：体测分项评分界面友好 .....	25
图 36：体测界面动画代入感十足 .....	25
图 37：体测形成 9 项成绩综合报告 .....	25
图 38：显示个人运动数据并自动切换运动场景的全新跑步机 .....	26
图 39：智能模特试穿选购运动衣 .....	26
图 40：提供健身智能化解决方案 .....	27
图 41：乐动健身馆，家庭健身中心 .....	27
图 42：“青赣优体”综合会馆 .....	28
表 1：光猪圈各店铺营业数据 .....	21
表 2：外生政策利好健身俱乐部行业发展 .....	22
表 3：相关上市公司估值对比表 .....	33

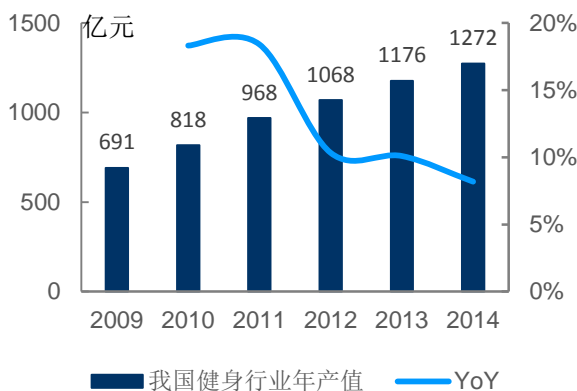


## 1. 健身运动兴起，朝阳产业潜力无限

### 1.1 健身产业容量巨大，增长稳定，对标海外市场，未来发展空间可期

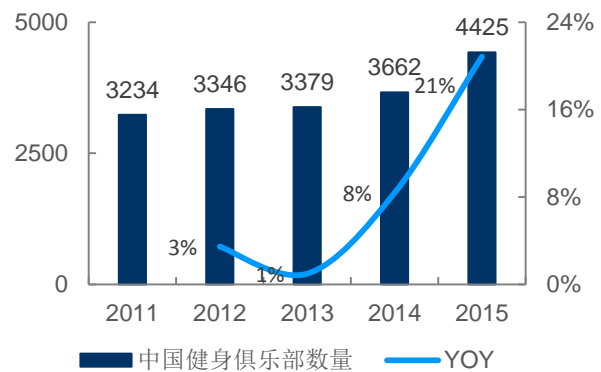
健身行业空间可观，达 300 亿元；市场增长较快，15 年市场规模增长 14%。1) 健身行业产业链中上下游相对比较简单、透明，中间环节主要围绕俱乐部。从俱乐部的角度来看，行业空间达 300 亿元规模，成规模的健身俱乐部数量约 1 万家，小型健身工作室超 2 万家。目前健身卡持卡人数约 1500 万，按照平均年费 2000 元，则保守估计也达到 300 亿元，同时考虑到有近 1/3 健身人群会请私教，客单价更高以及健身行业的上下游，如健身器材、营养补剂和服装等，则行业实际空间将达到甚至超过 500 亿。2) 健身行业处于发展阶段，保持持续快速增长，根据国家体育总局《2016 年健身教练职业发展研究报告》，2015 年健身市场规模增长 14%，健身俱乐部数量增长 20%，国家职业资格持证教练数量增长 77%。

图 1：我国行业年产值稳健增长



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

图 2：我国健身俱乐部数量近年来有加速趋势

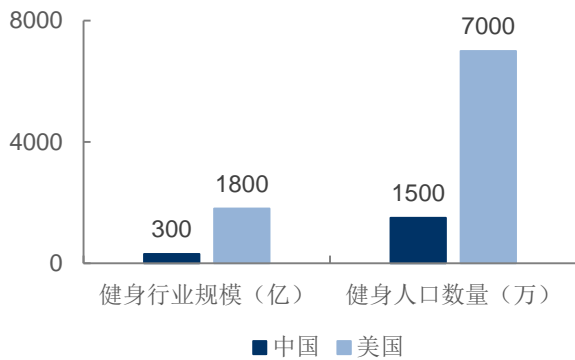


资料来源：AASFP，申万宏源研究

### 1.2 借鉴海外经验，健身行业天花板尚远，收入结构有望更加多元化

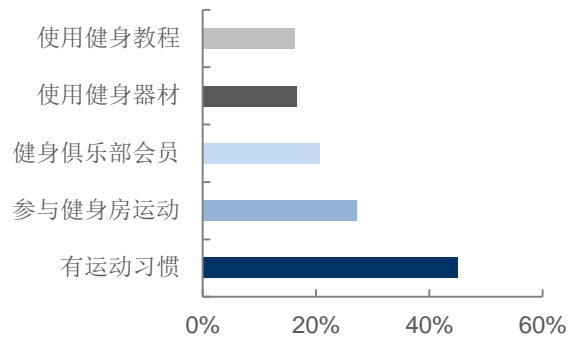
需求端和供给端缺口明显，对标中美市场，行业增长空间高达 4 倍。1) 需求端：中国健身卡持卡人数占比约 1% (1500 万)，而美国健身人口占比为 22% 左右 (7000 万)；中国健身服务行业市场容量目前 300 亿元，美国大约为 1800 亿元 (2015 年为 258 亿美元)，综合会员数量以及行业规模，国内健身服务行业应有至少 4 倍以上发展空间。2) 供给端：我国健身行业俱乐部数量增长 20%，但俱乐部会员渗透率仅 1%，而美国健身俱乐部约 3.6 万个，健身人口渗透率达 22%。如果剔除中国农村人口，则国内平均每 7.7 万人对应 1 家健身房，而美国 1 万人对应 1 家健身房，所以供给端缺口也十分明显。

图 3：中美两国健身市场规模对比



资料来源：尼尔森，中国知网，申万宏源研究

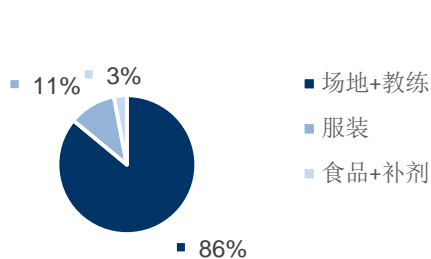
图 4：美国运动人口在成年人中占比



资料来源：chinafit 健身网，申万宏源研究

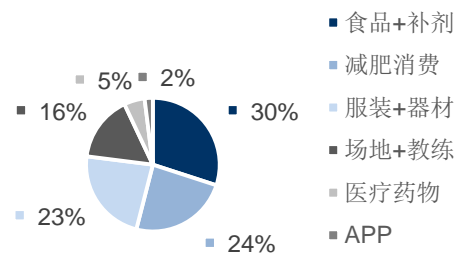
**盈利模式单一，未来结构有望更加多元化。**1) 我国健身行业中会籍+私教收入占比超 90%。中国健身行业主要收入来源为会员卡与私教课程，盈利模式相对单一，场地+教练在产值结构中占比超八成，而服装、补剂销售之类占比偏小。2) 美国健身行业结构更加多元化，食品补剂、减肥消费、服装器材等都是重要组成部分。美国健身行业场地+教练的产值占比不到 20%，食品（健康餐）、补剂（膳食营养补充剂）、减肥消费（降脂课程与训练营）、服装器材（一线品牌及自主品牌）等合计占比超 70%。这与美国健身产业成熟度密切相关，也是国内未来的发展方向。

图 5：2012 年健身行业产值构成



资料来源：statista，申万宏源研究

图 6：2012 年美国健身行业产值构成



资料来源：statista，申万宏源研究



## 2. “三驾马车”驱动产业转型升级，龙头企业异军突起

### 2.1 我国健身产业格局分散，看好龙头俱乐部，“互联网+”带动产业升级

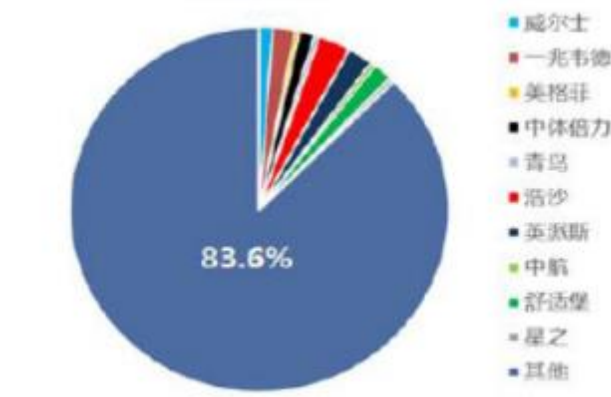
我国健身产业集中度较低，龙头企业品牌优势收益多多。1) 国内健身行业前十大品牌市场份额仍不足 20%，而美国前十大品牌的市场份额早已超过 30%。同时各大俱乐部区域化显著，尚未形成跨区域扩张的格局，没有出现真正全国化的品牌。所以未来会有优秀的俱乐部逐步脱颖而出，行业市场份额和集中度会逐渐提升。2) 我们看好具备很强品牌影响力的龙头俱乐部，注重用户体验，有望通过外延成长不断提高市场份额。目前国内规模较大的健身俱乐部包括浩沙、威尔士、一兆韦德、英派斯、中体倍力、青鸟、中航等。强调精品化与标准化的新型健身俱乐部（超级猩猩、乐刻运动、光猪圈等）也在崛起。

图 7：国内龙头俱乐部



资料来源：懒熊体育，申万宏源研究

图 8：健身行业市场集中度



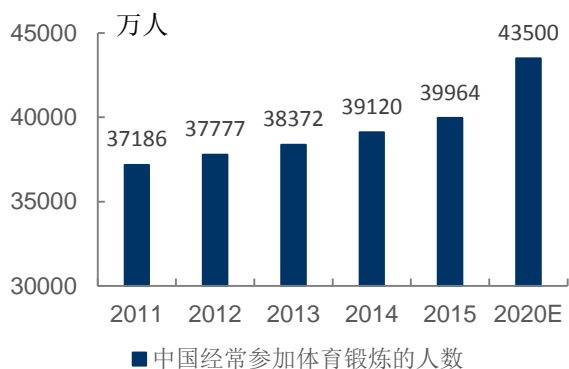
资料来源：虎嗅，申万宏源研究

互联网+健身日新月异，线上流量多渠道变现，线下实体智能化升级。1) Fittime 等优质的在线社区已经开始多方位探索变现。Fittime 利用付费教程与内容电商探索变现，打造健身达人的商业价值：“口袋减脂营”项目，女性用户达 80%，通过微信号提供在线减肥服务；通过营养师和达人们的建议，FitTime 为用户引进国外知名品牌的运动补剂。有望延伸至健康餐；帮助平台上的健身达人孵化、导流、变现等，本质上类似网红经纪公司模式。2) “暴走的萝莉”等优质健身网红已实现电商较好变现。“暴走的萝莉”原有的淘宝女装店转型销售女性健身服饰，2 年时间内年销量翻两番。“暴走的萝莉”金冠淘宝店客单价在 180 元左右，15 年旺季月销售额达 850 万元；有固定设计团队与对接工厂，增加产品的时尚度，并向运动休闲类服饰适度拓展以丰富 SKU，价格比传统运动品牌便宜一半以上。3) 光猪圈等新型连锁俱乐部引入智能硬件系统完善管理体系。光猪圈利用互联网+物联网+智能化系统改变传统经营模式，力求小而精、标准化，单价相对更低，并且提升服务质量，增强客户体验，降低成本的同时保证高效率。

## 2.2 “政策东风+消费升级+社交媒体”三驾马车，拉动健身产业勇往直前

**政策利好，大众健身已是国家战略。**目前我国经常参加体育锻炼人数为 4 亿，近年来稳步提升，政府目标是 2020 年提升至 4.35 亿。从 95 年国务院推出《全民健身计划纲要》开始，多年来政府不断推动，尤其是 14 年 10 月的 46 号文颁布以来，我国体育产业发展进入新的快车道，大众健身尤其受益。2025 年 5 万亿目标的落实，大众健身首当其冲，受众面广且有消费意愿。2016 年体育总局与国务院分别颁布《体育发展十三五规划》、《全民健身计划（2016-2020）》，勾勒出到 2020 年的宏伟蓝图，包括每周参加 1 次及以上体育锻炼的人数达 7 亿，经常参加体育锻炼的人数达 4.35 亿，体育消费总规模达 1.5 万亿元等，目标是把全民健身打造成国家名片。

图 9：我国经常参加体育锻炼人数稳步提升



资料来源：国家体育总局，申万宏源研究

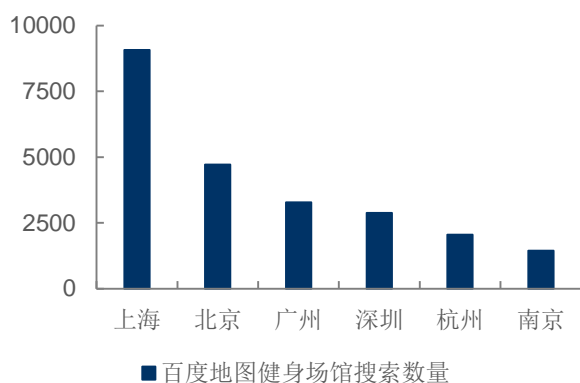
图 10：体育行业相关文件

时间	发布单位	政策
1995	国务院	《全民健身计划纲要》
2009	国务院	《全民健身条例》
2011	国务院	《全民健身计划（2011-2015）》
2011	体育总局	《体育发展十二五规划》
2014	国务院	46号文
2016	体育总局	《体育发展十三五规划》
2016	国务院	《全民健身计划（2016-2020）》

资料来源：国务院，国家体育总局，申万宏源研究

**健身是体育领域大众消费升级的必然选择。**1) 大众对健康关注提升是根本，同时其他衍生需求也逐渐显露，包括减肥降脂、塑形美体，以及社交性需求。2) 健身房能够有效满足白领的碎片化休闲时间，以及有教练与同伴的场景化锻炼需求，可选择的课程与运动方式多样化，健身效果能够得到更好的保障。3) 健身群体不断扩大，消费观念不断提升。从年轻男性延伸到白领女性、中年人、肥胖人群、中学生、产后女性等，同时用户更加认同团课、私教等额外付费的附加值服务，付费意识在提升。

图 11: 我国健身场馆供给近年来迅速增加



资料来源: 百度地图, 申万宏源研究

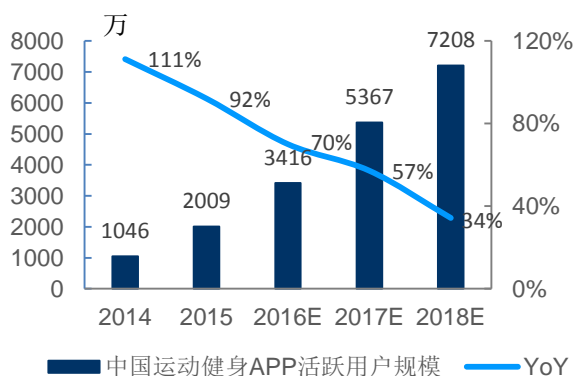
图 12: 百度指数“健身”11年后不断提升



资料来源: 百度, 申万宏源研究

**移动互联网与社交媒体为健身产业注入新活力。**1) 随微博、微信、QQ 等社交工具大发展, 社交媒体晒健身照、晒运动装备、比较运动排名等已成常态, 开始带有社交属性, 为了社交而健身。2) 移动互联网时代来临, 15 年来 KEEP、FITTIME 等健身类应用快速流行, 微信公众号、优酷、今日头条等平台上也聚集大量粉丝。16 年我国运动健身类 APP 活跃用户规模预计达 3400 万。

图 13: 运动健身类 APP 活跃用户规模保持快速增长



资料来源: 比达咨询, 申万宏源研究

图 14: 微博健身晒照



资料来源: 微博, 申万宏源研究

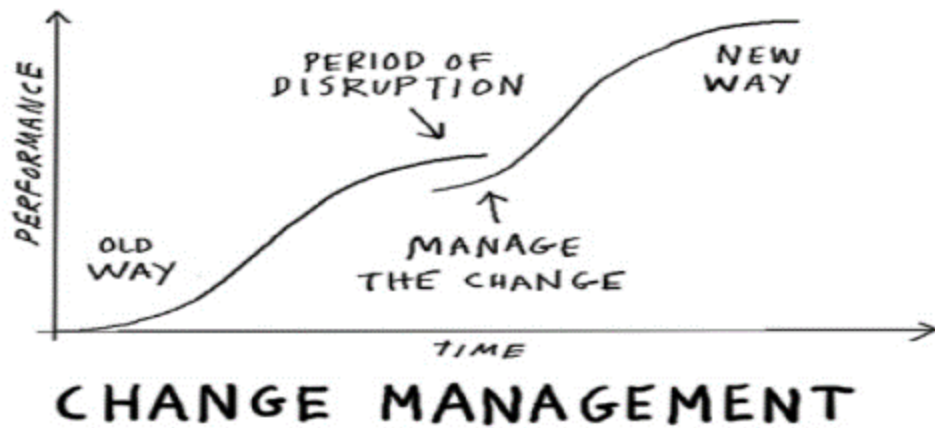
### 3. ChinaFit 主编潘睿: 健身消费领域的八大模式与成功案例

#### 3.1 行业周期与商业模式周期理论: 由创新引导的 S 型曲线

李克强总理在中央经济工作会议中多次强调中国的发展要走 S 型曲线主要靠创新。1) 当曲线中低端的旧方式爬到顶端时会有一个巨变或者颠覆的契机, 新的模式就会从底而起, 开启新的路线, 无论是企业、行业或者是国家如果要是继续走下去, 都需要这样的曲线。中国目前正面临整个经济结构的调整, 以前主要依靠投资和外贸, 现在逐渐转变成内需市场

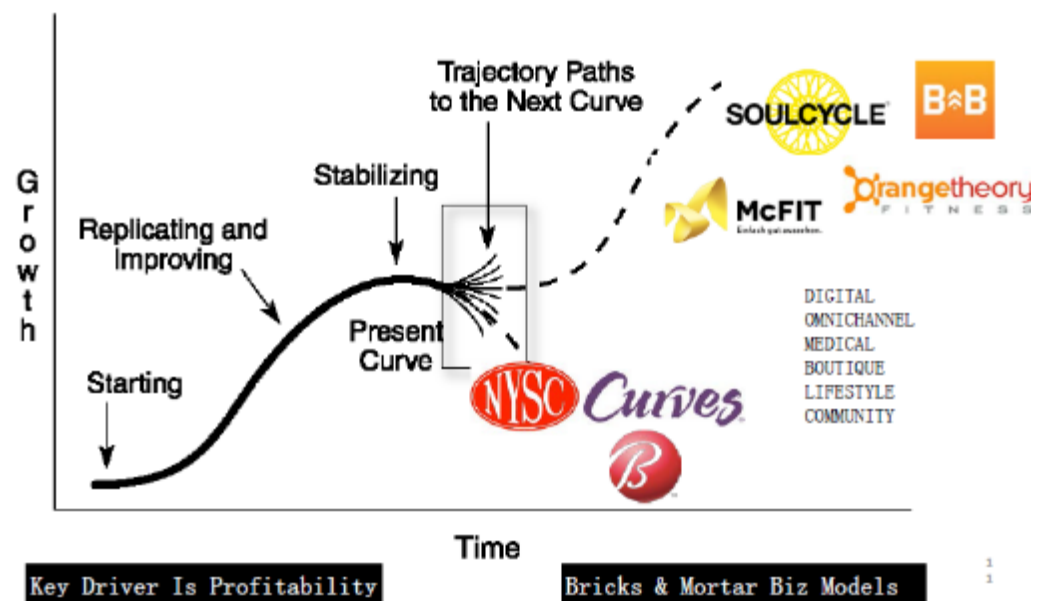
消费创新。2) 在欧美行业整合与再造 S 型曲线，旧模式下，从起始点到增长区再到现在，NYSB、Curves 等品牌在往下走，Soulcycle、McFIT、Orangetheory 等品牌处于往上走的趋势。

图 15: 创新的 S 型曲线



资料来源: ChinaFit 主编、申万宏源研究

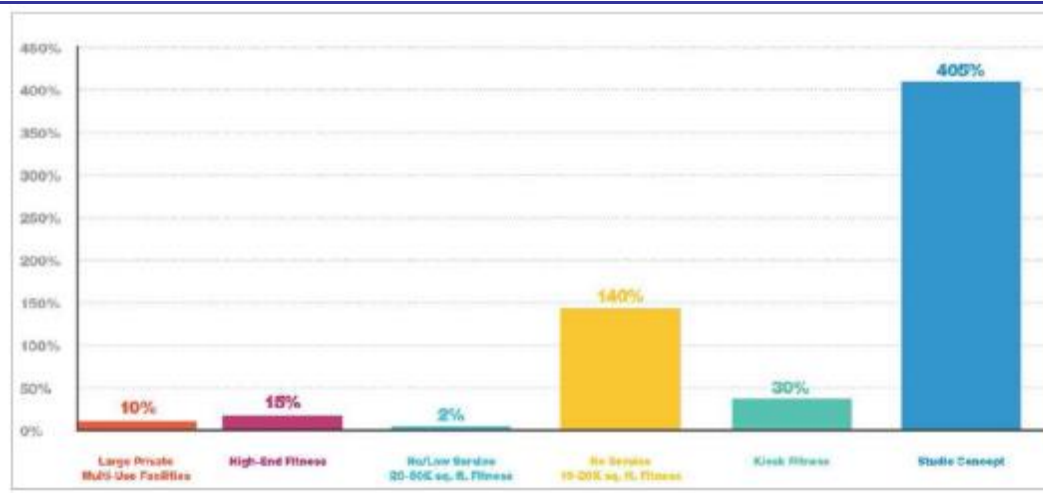
图 16: 欧美行业整合与再造 S 型曲线



资料来源: ChinaFit 主编、申万宏源研究

美国训练中心流行，过去五年健身工作室增长高达 405%。训练中心在美国为什么这么流行？从文化差异方面看，美国人尚武，中国人尚文，相对于中国家长过多的投资于孩子的文化教育，很多美国家长更倾向投资于孩子的体育健身训练，促进孩子在体育方面的提升，因此美国偏竞技的训练中心模式发展较好。

图 17：2010–2015 年美国健身俱乐部市场增长情况



资料来源：ChinaFit 主编、申万宏源研究

目前美国健身行业中存在四种主要发展状态：品牌消失；品牌挣扎；重塑自我；重新定位。金融行业促进健身行业在美国的巨变，2008 年经济危机之后，美国人民收入降低，无法负担原来消费，预算大幅削减，新品牌与新营运模式应运而生：1) LifeTime 退市私有化。公司门店面积较大，包括泳池、健身房、餐厅、托儿所、攀岩、停车场等，由于俱乐部大多位于市郊，近几年合适的位置越来越少，财务增速随之减慢，因此选择退市，重新定位，从健身俱乐部进化成健康生活解决方案，成为全家休闲中心。2) 传统中大型俱乐部 Gold’ sGym，属于健身行业的千里马品牌，伴随美国人消费习惯的改变，其经营模式也在发生变化。

图 18：美国健身行业发展状态

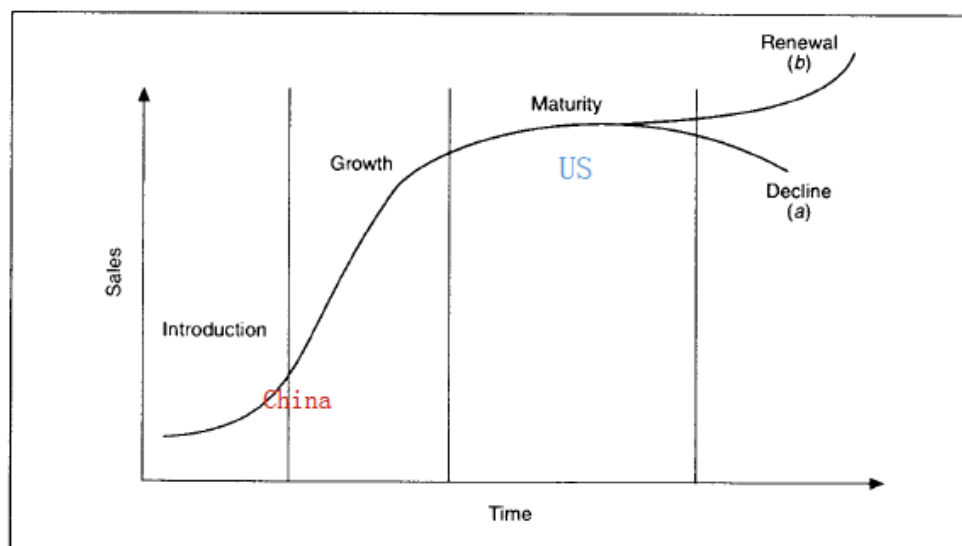


资料来源：ChinaFit 主编、申万宏源研究



中国处于健身行业初始期，美国处于成熟期，在城市化进程中，中国刚刚走进城乡结合部阶段。1) 健身主要为城市人生活方式，城市化程度越高，健身房发展空间越大。2) 中国发展体育行业以及76号文件的出台，一定程度上促进中国人走向体育消费、健身消费，但目前中国健身消费领域投入仍有很大不足，健康方面未得到明显改善，健身消费领域发展空间仍然巨大。3) 政府路线明确，健身方式多远离市中心。国家提倡大力发展赛马、滑雪、水上运动等郊区运动方式，有助于解决健身行业成本以及城市拥挤问题。

图 19：行业体验生命周期



资料来源：ChinaFit 主编、申万宏源研究

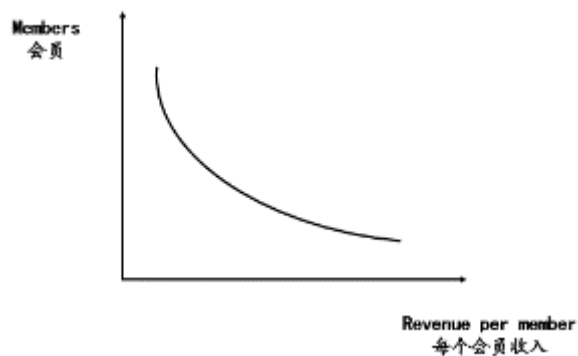
中国产业结构调整与消费升级体现在更高效的购买、更健康的生活、更专业的体验。1) 以往健身行业通过提高店铺面积来拉动收入、提高效益，由于近几年房租压力逐渐加大，大多数俱乐部选缩减店铺面积。2) 目前衡量指标更倾向于每个会员的利润。3) 现在健身行业呈现出两个不同业态：低价型俱乐部在努力削减每个会员的运营成本，接触更多会员；精品型俱乐部则是注重提升会员服务实现增值，其会员数量在减少。

图 20：过去健身行业主要驱动力为每平米利润率



资料来源：ChinaFit 主编、申万宏源研究

图 21：目前健身行业主要驱动力为每会员收入



资料来源：ChinaFit 主编、申万宏源研究



## 3.2 健身消费领域八大模式

健身消费领域主要有八种不同的服务渠道模式,每种模式之间互相渗透能够多达 40 种,且不同模式呈现不同行业状态。八种健身消费模式具体包括:

1) **高端全服务型: 代表品牌 Equinox。**该类型公司面积中等、消费中等、价位中等,但服务全面,员工素质高,外形出色,且常年与时尚杂志合作,推出宣传主题,具有宣传成本低,情怀高的特点。

2) **中端市场型: 代表品牌 FitnessFirst。**该品牌源自英国,属传统类型健身公司,经济危机之后开始转型: 股东管理层换新; 缩减店铺数量。该种业态在新兴市场更具发展潜力。

3) **低价高量型: 代表品牌 McFIT。**该品牌是德国底价俱乐部典型代表,在东欧发展也很顺利,在欧洲排行榜中常年占据分店数量增长的前三名。

4) **精品健身工作室型: 代表品牌 Soulcycle。**美国健身行业目前呈两极分化态势: 高收入者选择高端消费健身体验,低收入者则选择低端消费,导致中间业态很难生存,因此低频高端消费成为中间业态的主要发展方向。

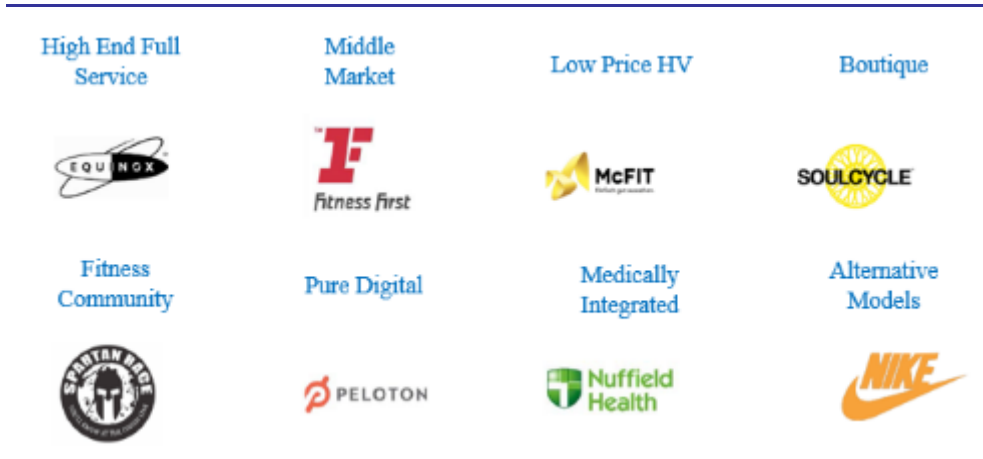
5) **健身部落型: 代表品牌 SpartanRace。**目前在全球以做赛事为主,训练准备工作大,主要在健身房完成。

6) **数字化型: 代表品牌 Peloton。**

7) **融合医疗型: 代表品牌 NuffieldHealth。**医体结合是该类型的特色,更适合中国发展趋势。

8) **替代方案型: 代表品牌 NIKE。**这种品牌公司设立健身工作室主要以聚龙头客户为目的,工作室另类别致,只邀请部分高端特殊人群,尤其是女性高端人群。

图 22: 健身消费领域八大模式



资料来源: ChinaFit 主编、申万宏源研究

### 3.3 从杜邦公式角度分析案例

#### 案例一：低价型公司——PlanetFitness

PlanetFitness 是美国纽交所上市公司，价位较低，每月最低至 9.9 美元，最贵的仅 19.9 美元，附加优惠多，目前健身市场人口比例仅为 20%，而公司的目标是找不健身的人成为自己的会员，市场空间达 80%，通过底价高量的运营方式盈利，ROE 达 34%。

图 23: PlanetFitness 店面



资料来源: ChinaFit 主编、申万宏源研究

#### 案例二：精品型公司——Soulcycle/Orangetheory/Peloton

Soulcycle 通过提高每个会员的单次消费、提高复购率增加盈利，健身体验超出同行若干倍，ROE 达 53%。

Orangetheory 采取加盟模式，属于精品型公司，价位较高 35 美元/课，总部控制程度高，加盟商标准化程度高，每个店几乎一模一样。

图 24: Orangetheory 开拓 80%健身市场



资料来源: ChinaFit 主编、申万宏源研究

Peloton 最初由纽约程序员通过众筹建立，之后通过全方位渠道增长，升级为精品健身工作室，健身课程可同时直播到全球每一个会员。

图 25: Peloton 精品数字化健身工作室



资料来源: ChinaFit 主编、申万宏源研究

### 3.4 四大商业模式驱动力

- 1) **美学与设计**: 新一代健身俱乐部从 logo 到店面设计都是和谐统一的，并与数字化相结合，包括色、声、香、味、触以及从五感中推出的第六感。
- 2) **利润提升**: 主要是配套项目与续费，包括店中店（大型店面中建立小型工作室）、经营配套项目（衣服、鞋等，定价较高）、新的整进零出定价模式以及自动化降低营业成本。
- 3) **服务范围**: 冥想仓、漂浮仓、针灸等。
- 4) **全渠道**: 是移动互联网时代最需要的一种能力。全渠道不仅仅是宣传，也包括营销、服务、交付等各方面。目前国内很多公司做不到，与国外差距较大，国外的全渠道类似网红基地，将教练打造成网红，教练离开平台之后就会失去光环，失去聚集粉丝的能力。

图 26: 四大商业模式驱动力



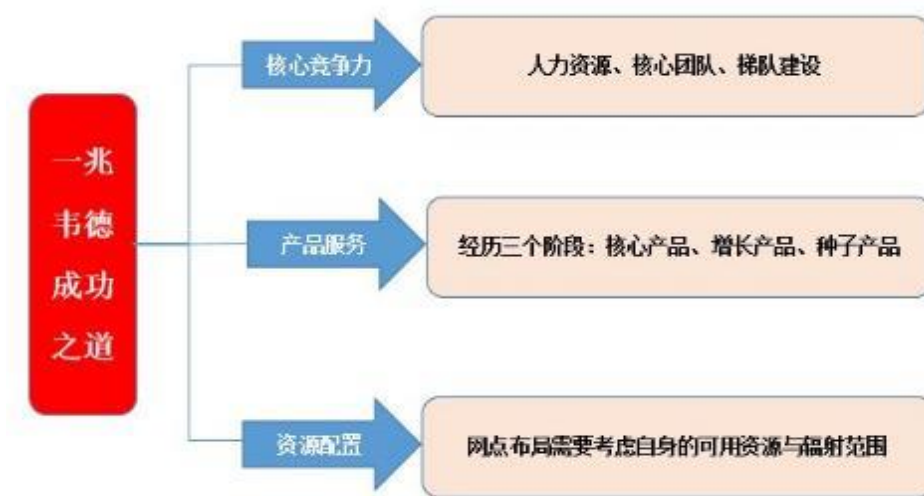
资料来源: ChinaFit 主编、申万宏源研究

## 4. 大咖论剑：国内健身俱乐部巨头探讨

### 4.1 金字晴：一兆韦德的“成功之道”

3月3日，在“全民健身：进击中的身材经济”健身产业高峰论坛上，一兆韦德董事长金字晴从三个维度论述了其公司的成功模式。

图 27：一兆韦德成功之道



资料来源：一兆韦德董事长金字晴、申万宏源研究

### 4.2 青鸟体育的发展战略

青鸟体育董事长卞光明指出，未来将积极同国家体育总局合作，把青鸟体育打造成体育行业的平台公司，以健身运营为主其它板块协同发展的企业，主要从以下四方面推动。

图 28：青鸟体育发展战略



资料来源：青鸟体育董事长卞光明、申万宏源研究



### 4.3 光猪圈模式的痛点

光猪圈健身正积极推动年卡转月卡的消费模式，推行轻量化管理和智能化升级，做到内外兼修，对外提升消费者体验、平效水平；对内提高运营管理效率、盈利能力。在模式转型的过程中，也会遇到一些痛点。在光猪圈发展初期，以快速扩张为主，追求加盟商数量的增长。在数量达到一定程度后，将注重由“量”到“质”的提升，对加盟商的运营能力，健身房的选址提出要求。

### 4.4 中国内地健身行业所处阶段

浩沙健身总经理吴承翰在3月3日的“全民健身：进击中的身材经济”健身产业高峰论坛上提到，目前中国内地的健身市场仍处于初创期，相对于欧美成熟地区注重服务为主的盈利模式，内地健身行业主要以营销为主。但即使在这样的盈利模式下，依然存在供不应求的情况，说明大陆健身行业未来发展的潜力巨大。令人欣慰的是，大陆健身行业发展迅速，相比于健身行业发展较早的台湾地区，目前中国大陆健身领域企业的运营能力已和台湾旗鼓相当。

图 29：大咖论剑：国内健身俱乐部巨头探讨



资料来源：“全民健身：进击中的身材经济”健身产业高峰论坛、申万宏源研究

### 4.5 健身行业未能出现全国性巨头的原因分析

针对中国健身行业至今未能出现全国性巨头的情况，各位嘉宾也提出了自己的观点。一兆韦德董事长金宇晴认为健身企业应注重做精做优，专注于把核心业务做好。光猪圈董事长王锋提出健身行业之所以一直未能出现全国性巨头的情况与行业特点有关。健身提供的是个性化的服务而不是标准化产品。但现在通过年卡转月卡的消费模式转变，加强对加

盟商的硬件控制、规则管理，出现了能大规模推广的机会。青鸟体育董事长卞光明认为健身企业的发展要考虑到公司自身的运营能力与可用资源，需量力而行。浩沙体育总经理吴承翰提出，如果能够得到消防、卫生等开店资源的协助，浩沙体育愿意到新的城市、地区拓展业务。

## 5. 全民健身计划-健身行业的危机与升级之道

### 5.1 行业弊端:传统健身俱乐部痛点凸显

**年卡制阻碍健身群众积极性。**中国健身行业发展 20 年，适合健身的以及愿意到健身房来锻炼的人达到了 1.2 亿，健身俱乐部会员占到其中 1000 万人，但是因为年卡制导致健身俱乐部收费门槛高，剩下一亿多人健身积极性受到很大程度上的阻碍。

**管理架构难度大，成本高，效率低。**伴随着年卡制度的不断普及，俱乐部管理架构逐渐演化为总经理带领销售，客户和私教团队的模式。俱乐部收入受到人为因素影响较大的问题逐渐暴露。一方面人力成本高、人员流动性大导致俱乐部运营方面非常被动，另一方面年卡门槛高导致销售新卡难度加大。

### 5.2 光猪积极改革传统健身管理模式

**光猪简化管理架构：**以一个店长带领 4-5 个私教为主，无需销售和客户团队。实施 99 包月的收费标准，降低会员的决策成本，让客户意识到企业的良好，并通过互联网的方式进行宣传。**光猪通过收费细分化：**具体从团购，私教，淋浴等手段规范店内秩序，减少不规范行为。注重培养消费者习惯，不玩价格游戏正文内容。

### 5.3 升级健身房具体实施方法

**减小健身房规模。**传统健身房面积太大，造成房租成本高，伴随着俱乐部数量越来越多，会员人数越来越少，造成营业困难。1) 建设小面积健身房，覆盖周边 500 米健身人群，以北京中海点店为最具代表性。2) 装修方面，风格主要以时尚，高端和高性价比的感受为主。

**光猪的互联网+物联网。**光猪运用了 IT 智能系统：其中包括三个 APP 分别是 1) **光猪学院 APP:**给新教练在线培训动作，解决私教 60%问题；2) **教练 APP:**可以看到所有会员训练次数，办卡时间，体测数据等情况，相当于教练员的全面工具；3) **用户 APP:**从购买到运动，都在用户端体现。4) **云端 saas 管理系统:**用于前端展示。



物联网硬件部分：1) **内部门禁系统**:主要靠面部和手环识别。人脸识别结束后手环才能激活使用。2) **智能体侧系统**:自动分析给出报告，然后体侧数据全部上传保存。3) **计时的淋浴控制**:通过人脸和手环识别才可以使用。4) **有氧设备**:包括自行车，跑步机和力量设备。到四月底，这些设备不刷手环都是没办法使用的，所有的运动数据也都是可以上传的。同时加入送礼物的社交功能，提升趣味性。光猪完善俱乐部的无线连接，从智能锁到水控器都实现了无线连接，解决了耗电问题。

升级后的管理架构使得收入变的多样化，相比于传统健身的会员卡，私教课，小团课的盈利渠道，光猪又新增了淋浴，广告和电商渠道。光猪新增的三项收入渠道在传统的健身房盈利模式中运用几乎为零。王总认为健身房是一个很好的渠道来发展电商和广告，过去落后的主要原因是会员数据不在云端上。

图 30：多样化的盈利收入



资料来源：光猪圈董事长，申万宏源研究

## 5.4 光猪目前店铺营业情况

王总列举了六家光猪的营业数据，主要以小型店（北京中海 / 上海亚太店），中型店（重庆 / 珠海）和大型店（太原 / 烟台 55 台）为例。

表 1：光猪圈各店铺营业数据

规模大小	店铺及地区	店铺面积（平米）	投资成本	2016 月平均收入（万元）	员工数	月成本（万元）
小型店	北京中海	280	80	21.66	5	12
	上海亚太	290	90	15.44	5	13
中型店	重庆	730	120	20（仅 2 月）	7	13
	珠海	1100	180	140.88	15	20.5
大型店	太原	1978	700	150.39	15	30
	烟台	1500		10.21	10	13

资料来源：申万宏源研究

## 5.5 光猪对加盟商的支持政策

### 5.5.1 加盟商存在选址和管理不齐问题

王总发现加盟商存在选址和管理水平层次不齐等问题。光猪对加盟商在智能化，运营和课程方面提供了支持政策。1) **智能化政策**:消除店内轻量化管理的问题，提升会员健身体验；2) **运营政策**:实施月卡制增加销售量；3) **课程和培训体制的智能化运用**，从而达到每个门店软件到硬件的同步提升。

### 5.5.2 光猪目前加盟店铺实施情况

目前光猪已在全国落地 88 家，共签 242 家加盟店。2017 年计划新增 200 家，其中大部分实施老店改造，3 星期完成改善升级。因为老店租金和地理位置都很合适，所以能够快速地完成改善并且投入使用。光猪定下了长远目标 5000 家店，目前为了提速达到 500 家的小目标，降低了加盟商的设备费用，不以赚取加盟费为目的。

## 6. 健身俱乐部数字化时代来临

在外生政策推动之下，我国居民健身意识不断提高。需求端持续扩张，这助推了我国健身行业各家企业盈利高速增长。微观角度看，消费者需求端的合理与运营财务面的合理也成就了各大健身领军企业（如：浩沙 1998 年成立，青鸟健身 2001 年成立）。

表 2：外生政策利好健身俱乐部行业发展

时间	发布单位	政策
2009 年	国务院	《全民健身条例》
2011 年	国务院	《全民健身计划（2011-2015）》
2011 年	体育总局	《体育发展十二五规划》
2014 年	国务院	46 号文
2016 年	体育总局	《体育发展十三五规划》
2016 年	国务院	《全民健身计划（2016-2020）》

资料来源：国务院，国家体育总局，申万宏源研究

但事实上传统健身房行业在发展上有局限。一方面，当下俱乐部行业功能上显得较为“单薄”，还称不上是真正意义上的服务业，更多的是停留于作为提供场地的服务商。另一方面，行业内同质性较强，浩沙健身、一兆韦德、威尔士等各大龙头之间没有显著差别。健身行业（人员素质、定价、定位等各方面）当前仍处在粗暴发展阶段，如果没有深刻变革，持续传统的经营模式将很快遇到发展瓶颈。传统健身房盈利模式、运营模式上的各个缺点，从另一个角度看正是未来的发展增长点。在贵人鸟收购威尔士事件后，传统俱乐部整合、提升营运能力、改善用户体验的契机出现，行业面临整合。

## 6.1 传统健身俱乐部粗放式发展，出现六大发展难题

传统健身俱乐部在人员素质、定价、客户定位等方面表现出的粗放式发展态势，这从以下 6 个方面制约着行业进一步提升服务品质，形成了发展中的难题，也指明了未来发展的方向。

**1) 服务难题：标准化的服务监控、服务保证是健身俱乐部面临的最直接技术性难题。**俱乐部的特征决定了其产品制造与输送是同步进行的，这与工厂“先生产后监测再输送”不同。建设俱乐部不同员工有着不同的标准，服务有限度、不到位，标准化难度大。因此，未来服务的标准化是行业的一个突破口。

**2) 产品难题：一方面，无形商品的销售不尽人意。**当前造梦宣传、无形承诺较多，因此行业未来从费用年缴转变为季缴、月缴是必行趋势。**另一方面，对现有会员资源再开发的能力弱。**场地内无配套的 2 次消费产品，销售处在散养。消费者认为只要进体测室就要被营销，视其为屠宰场；而进入俱乐部后也就只有饮料和私教。业内人士认为，未来“健康+生活”的人性化消费将是发展方向

**3) 质量难题：人员招聘以销售导向为主，而不是以专业服务为主；加盟更多的限于品牌介入，直营对加盟的控制力度不高。**未来应当建立工作人员的服务标准化以及监控机制，提升加盟下的服务质量。

**4) 会员管理难题：会员管理系统目前只有制卡与进出管理功能，开发一套功能更加强大的系统是必行之举。**但是 SaaS 系统由于收费低，发展性不强、商业化潜质不足，中短期难以形成一套稳定的盈利模式。

**5) 财务盈利难题：转变当下“年卡”模式是解决不同记账方式下收入确认差异的最好方式。**俱乐部价格战的时代已经过去，不同品牌的年卡差异都在 300 元以内，定价趋于理性。当下年卡盛行，开业 3-5 年有会员累积的门店，使用首付实现和权责发生两种记账方式的差异小于 30%。当回归到月缴，账面差异也就弱化了。未来可以向“年度消费进场，缴纳月费使用”方向发展。

**6) 规模难题：只有打通上游产业链才能拓宽行业进一步发展空间。**健身房是 B2C 模式，处在消费基层。上游的器械商、房地产商、课程供应商、营养品商等都向健身俱乐部推销收费，而健身房向客户收费。未来必须重整“器械-培训-地产”环节，这样才能在未来提升俱乐部行业盈利能力，否则难以形成规模。对于行业企业，80-100 家是直营店标准数量，200 家是直营上限，店多将导致管理精力分散。未来门店扩张必然要走加盟、合伙模式。

## 6.2 数字化健身俱乐部设计，开启行业发展新纪元

以浩沙为代表，行业内不少领军企业率先着力解决用户体验和标准化问题。在保留人与人接触的前提下，将服务做到标准化。浩沙推出了智能健身馆，其设计上有两个原理：一是“动”——以有趣的动画吸引会员；二是“量”——采集大量数据，提升科技含量。

图 31：浩沙智能健身馆原理 1——“动”



资料来源：浩沙健身总经理，申万宏源研究

图 32：浩沙智能健身馆原理 2——“量”



资料来源：浩沙健身总经理，申万宏源研究

在门店外充分通过平面宣传吸引会员。前台两个屏幕中，其中一个为课程公告、课程视频、服饰与引导动画，另一个为 PM2.5、温度等环境信息。充满科技感的宣传为企业带来了最强的客户粘性与最前卫的消费体验。

图 33：浩沙科技健身馆 1.0 门店入口形象



资料来源：浩沙健身总经理，申万宏源研究

在店内：①将体测部分变成游戏模式。趣味横生的全新体测系统包括反应时、纵跳、平衡能力、柔韧性、握力等 9 项体能测试，最终综合报告将出现在会员和教练双方的手机 App 上，并形成针对性处方。这样的模式易于会员接受，同时电脑替代教练指导做体测，降低了私教的垄断力度，更实现了标准化、可检查。体测真正融入为一张会员卡的功能，而



不是私教销售的工具、个人资源。②**智能化跑步机**。个人跑步数据能够显示在屏幕上，系统会自动切换户外场景，数据相应也会传至手机 App，运动的乐趣提升显著。

图 34：充满科技感、现代感的体测系统



资料来源：浩沙健身总经理，申万宏源研究

图 35：体测分项评分界面友好



资料来源：浩沙健身总经理，申万宏源研究

图 36：体测界面动画代入感十足



资料来源：浩沙健身总经理，申万宏源研究

图 37：体测形成 9 项成绩综合报告



资料来源：浩沙健身总经理，申万宏源研究

**推行智能消费导购系统。**会员购买运动服时可以先看电子模特试穿，然后再进一步选择自己是否试穿。浩沙国际生产的服装就有检测心跳功能，这与俱乐部的科技化发展方向完美融合。

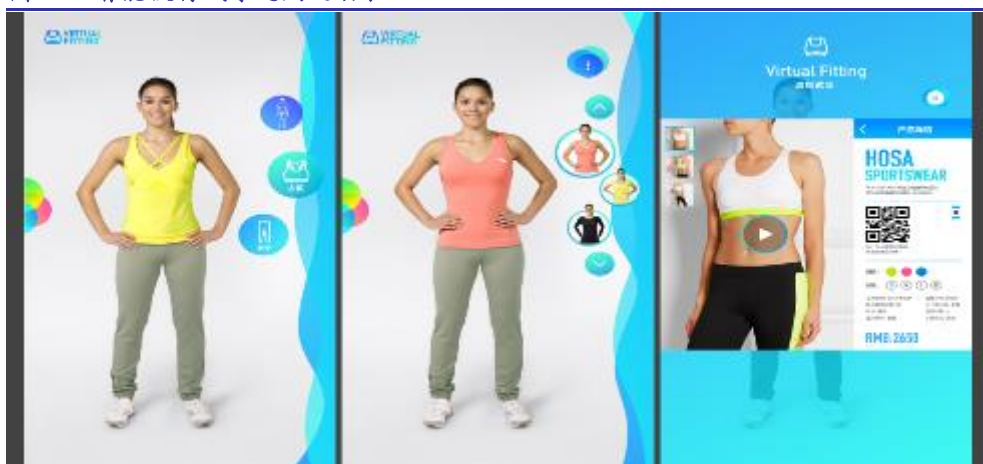
以上是浩沙第一代数字化健身设计，未来会针对用户体验和运动安全不断推陈出新。公司目前已经能够实现监控全馆会员运动时的心跳，未来将用此评判团操、私教的运动效率。

图 38：显示个人运动数据并自动切换运动场景的全新跑步机



资料来源：浩沙健身总经理，申万宏源研究

图 39：智能模特试穿选购运动衣



资料来源：浩沙健身总经理，申万宏源研究

## 7. 新潮涌动：行业新秀的崛起探索

如今，健身行业总体趋势向上、新潮涌动。后起之秀如雨后春笋，新理念和新模式应运而生，助力传统模式改造升级，为行业整体发展注入新动力，带来欣欣向荣之景。

### 7.1 ChinaFit：中国健身产业专业网络媒体

公司最初运营健身行业媒体和网站，如今发力行业平台，每年在北京国家会议中心组织中国商用健身领域最大的展会，与国际最大的健身与健康俱乐部协会组织 IHRSA 合作研讨，并在广州、成都等全国主要市场组织小型健身大会。ChinaFit 目前在商用健身领域资源充足，位居全国第二。

ChinaFit 主编潘睿认为，健身行业向上的趋势主要表现在：1) 厂商足够多，即投资开店的人较多。以毕雀为例，目前已不止于中国地区，而是进一步转向亚太多国。2) 国内投



资方面较为旺盛，例如去年一个国企背景、以商业地产为主的公司，在 15 年已投资 1-2 亿到跑步机，仍着力于对国际厂商进一步投资。3) 健身锻炼人群稳步增加，健身话题层出不穷。

潘主编指出，目前传统的健身房模式已遇瓶颈，生存艰难，这是由其销售模式、利润分成模式所决定的，但其优点在于有稳定现金流，行业整体趋势向上。当前看好业态：1) **糖尿病胰岛素**：目前近一半人已处于糖尿病前期，这是由高油高盐高糖的饮食习惯决定。2) **营养补剂**：俱乐部行业营养补剂公司、例如蛋白粉公司，成本并不高，业绩能够较快发展起来。

## 7.2 乐动天下：健身智能化解决方案提供商

公司最初着力于虚拟体育，尤其是虚拟高尔夫。创始人余军涛本人为清华 VR 专业硕士出身，自 2002 年至今专注于虚拟现实技术，利用大屏幕营造沉浸式感受。在此前虚拟高尔夫已做到全国第一，每年销售额千万，盈利能力较强，但其规模难以扩大，且由于近年政策原因发展受限。

公司于 2014 年在健身领域推出国内领先的健身房智能化解决方案，自 2016 年年底推广至今，已成功进入近百家健身房，反响不凡。该方案主要从三个维度解决健身房智能化问题：1) **管理智能化**：通过手环、会员管理系统对闸机、更衣室、会员管理等进行智能化，提高效率降低成本；2) **健身器材智能化**，进行数据统计等，以解决续卡率低等问题；3) **使健身更具趣味性、互动性、专业性**。目前公司软件已与莱美等公司的虚拟互动体验及产品进行配合，目前也正与西班牙方面尝试进行合作。

图 40：提供健身智能化解决方案



资料来源：“乐动天下”官网，申万宏源研究

图 41：乐动健身馆，家庭健身中心



资料来源：“乐动天下”官网，申万宏源研究

乐动天下董事长余军涛指出，健身行业当前会议多、培训多、赚钱较难。1) 预售和拉新均不易。而乐动天下的第一位客户产品因运用公司虚拟技术软件使得预售达到 400 万，

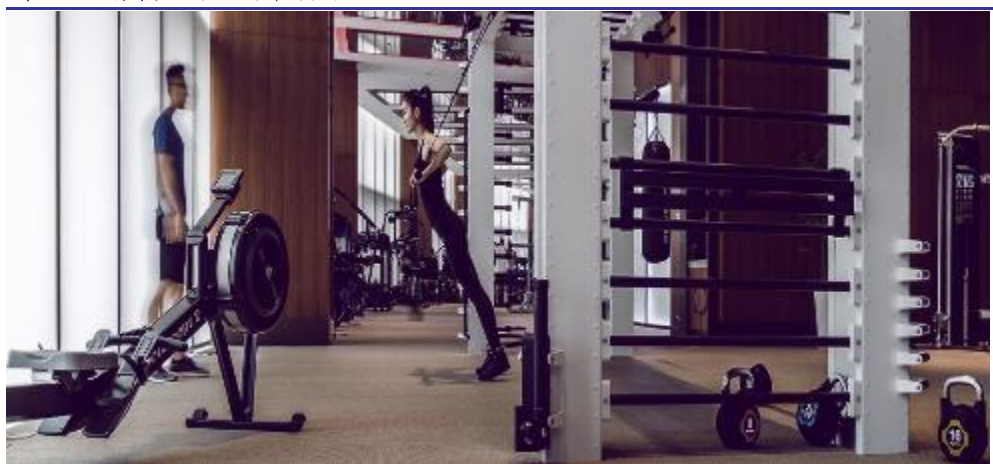
超出预期 15%-20%，不仅自身增加了订单，还帮公司进行推广。2) 续卡是一大难题。通过公司系统提供电脑教练，只需要花电费就能体验基础服务，如需专业化培训则可以进一步请私教，从而既能发挥教练的部分作用，也能辅助教练、使训练更有成效。3) 部分用户较为懒惰。公司联合健身房推出联网型家用健身器材，并由健身房做代理。此类器材使得家与健身房打通，从而可以在家中体验健身房服务，既不占用健身房场地、也不使用健身房水电。通过网络连接的家中锻炼与健身房体验相结合，可以降低运营成本，扩展健身房未来的承载量。4) 通过开展比赛、吸引会员报名收取广告主的赞助费和会员的报名费可以还增加额外收入。

### 7.3 青籓优体：创新健康方式综合会馆

青籓优体是一个创新健康方式的综合会馆，专为崇尚品质生活的人士打造，专注于健身领域的高端服务品牌，受众人群精准，面向有健身品质服务需求的，收入中等偏上的消费人群。

公司未来三年的主战场将重点选在北京，现在第一家 Club 店已经在北京地标性的三里屯区域开幕，也是青籓进入健身市场的第一个产品，其内部不单拥有顶级的健身房设施设备、也拥有星光泳池和专业 SPA，tealounge 等项目，细节制胜，管理流程标准，行销代替推销都是青籓优体的核心竞争力，Club 店希望为健身人群创造一个更加专业舒适，休闲生活的体验馆。健身的同时更能够体会全方位多角度的服务。作为集团化健身健康公司，除了 Club 店这一高端产品外，集团旗下还将继续进行市场细分，其面对中档大众的 Gym 店将在今年五月隆重登场，地点依然在北京三里屯。Gym 店现阶段的所有理念突出的依然是服务导向，多元、科技、效果、快速复制将目标群锁定在北京的 80，90 后白领人群。

图 42：“青籓优体”综合会馆



资料来源：“青籓优体”官网，申万宏源研究

传统健身俱乐部主要采取营销模式是销售推销。互联网的变革使得消费者信息量增大、能力增强，因而由单一销售为导向转变为市场客户需求为导向是重要趋势，青籓优体现阶段设置、包括公司管理流程手段人员培训搭建均以行销代替推销。

**Club 店：1) 公司面向的人群略有不同。**大众传统健身房模式主要面向金字塔底部的大众消费群体，人群数量相对庞大，更像场地提供商，而不像服务运营商。青籁优体则是越过大众层级，面向中档偏上的金字塔尖及中间位置人群，努力深化服务概念。主要针对的人群是会更加看重健身服务感受，感受后反应，让消费者有占到便宜的感觉而不是便宜的感觉。**2) 服务内容略有区别。**公司将每一种生活方式和概念以故事进行包装和传播，寻求与客户无障碍的沟通达到与顾客的共鸣，为用户提供充满惊喜的健身服务。公司期待在未来能够真的成为这个层级领域的健身俱乐部服务代表，让更多追求高品质健身服务休闲生活的人群找到一个可以聚集的场所。

**Gym 店：**与 Club 店管理、服务理念相同，但从使用面积和内容上与 Club 店有非常清晰的区隔，性价比更高，各个环节专注娱乐+赛事，年轻化，时尚。在保证客户舒适度的基础上利用科技系统进行管理，来到 Gym 店健身更像是娱乐和游戏。

传统的大型连锁健身俱乐部想向服务为主导变革有较多包袱，青籁优体的优势便在于无此类包袱，变革更为灵活。孙总认为**科技可以取代绝大多数环节，但最终服务的仍然是人**，因而公司的优势最终在于人以及如何管理这些人，**应当重视人员和团队建设**，利用更好的线上工具让工作人员的工作内容更加清晰标准，简单，舒服是公司很重视的部分。公司员工面对的客户群是 c 端，因而努力向消费者进行行销，作为公司管理层的 c 端则是员工，做好员工的行销是我们的工作。

## 7.4 “我是超人”：时尚健康版块综艺 IP

**首档全民运动服务类节目“我是超人”，是北京健康有益公司关于身材经济的第二个品牌，着力于打造时尚健康版块综艺 IP。**其诞生源于目前在旅游卫视热播的“我是超人”综艺节目，节目于每周五、六日，在旅游卫视黄金时间播出，由奥运冠军刘璇主持，上线五个月的时间覆盖全国超过十亿播放量人次，目前已覆盖 500 家俱乐部。该 IP 进行了较多产业延伸，在业内覆盖绝大多数与公司相关的食品类、健身行业、达人等。今年将会推出“我是超人”首款与“汇源”果汁共同推出的蛋白饮料，目前该产品预售阶段已断货。未来希望能进一步将内容和产品做扎实。

**“我是超人”属于内容经济延伸的行业类目。**内容经济大体可以用金字塔的三角来描述内容产业，最底层便是基于流量型平台、直播型平台及涌现出的网络红人，但其变现空间较窄。“我是超人”属于精准的垂直类目的产业定位，已覆盖全国十亿流量人次，目前综艺类并没有其他类似定位的企业。

在传统模式制作节目、艺人参与、流量覆盖、广告收益的基础上，公司的收入已能打平成本，节目录播均能进行 IP 覆盖，形成衍生价值。“我是超人”能将人、产品、垂直类目在细化领域连接起来，因而可以作为平台性公司，而不仅仅是作为综艺节目的输出端。

**“我是超人”打造出从内容到 IP 到产业化的平台，在此过程中实现多方合作，形成规模效应和品牌效应，对产品和人的链接是未来打磨的重点。**李总认为这是一个互联共享的

时代，应在同一个市场努力实现共赢，希望能做好内容、流量、红人，并做好企业间串联的事情。未来，智能产品设计会是行业的一大趋势，一方面，需要越来越体贴地服务人，另一方面，需关注小型化的周边健身房和再小型的居家场景健身。

## 7.5 尚雅投资：风口行业模式转型，看好细分领域龙头

公司主要投资方向是消费转型，尤其是服务消费，目前旗下拥有教育体育产业基金，以及与商业地产合作的基金，体育行业目前已投资体育之窗、宏远体育。

尚雅投资股权投资总监陈欣认为，目前健身行业正处于风口。首先商业地产供大于求，商业地产补贴现象消失，商圈的优势不复存在，另外 15 年起互联网红利衰退，开始进入一个新旧模式交替的阶段。

如今健身房行业比较类似培训行业，可以分为四部分：教练、学员、场地和课程。

**1) 课程：**可分为两种，一种是自己通过知识储备，观看模仿别人，从而自己琢磨出来对自己行之有效的课程体系，这种课程体系需要有针对人群的核心内容；第二种是比较专业的教练员进行商业化，相对更有针对性，针对人群更为精准，比较容易复制的，也比较容易有核心内容。总体而言，课程需注重核心内容和可复制性，以及能否形成一个封闭体系，如能形成封闭体系，变现和成长速度会非常快。

**2) 教练：**分为经验型（有经验、能纠正动作、且有效避免运动员受到伤害）、理论型（比较有体系、能提供量身定制的指导）、教学型（兼具前两种教练的特点，能提供最好的服务）。教练如今是卖方市场，好教练在一线城市以外非常稀缺，在一线城市也难寻，所以现在很多互联网健身的创业点都是从教练出发、为客户寻找好的教练，而对教练的培训比如说教练学校，教练培训营等也都是比较好的方向。

**3) 场地：**面临较大变革，原先多是一千平左右的大型场地，后来砍掉高维护成本的泳池、出现三、五百平中型场地，如今再砍掉淋浴、出现了以光猪为代表的一两百平微型场地。未来场地需要解决密度问题，辐射到最后一公里。陈总比较看好可复制的小型小而美的场地，但小而美的场馆通常复制较困难，因其管理半径以及管理的复制性尚无好的解决方案。

**4) 学员：**可分为减肥人群、体能提高人群和专业需求人群（例如马拉松、滑雪等专业技能训练），其中基数最大、最易于营销的是减肥人群。

估值方面，针对在风口的但投资标的稀缺的热门行业，通常是 PE 无法解释的，因而会转而采用 PB、PS，甚至转向生态圈。早期项目估值的基本区间会参照同业的量级，如果是细分领域的龙头有可能达到十倍的估值。先前创业通常找时间差、空间差，移植国外成功的模式，寻找估值的差异。但现在不少方面已是中国领先，尤其是互联网方面。

目前主要有三个创业点：**1) 食品饮料：**高频消费产品，类似蛋白粉，国内可能会发展成为渠道占领天下、而不是单一品牌商占领。**2) 服装装备：**二级市场 90% 市值来自装备，



未来品牌将会细分，消费者未来的选择与信息的不对称减弱将进一步促进细分。3) 运动康复：国内基本仍是空白，目前主要会向医疗方面靠拢，但实际很多情形并未到医疗标准，而是需要健身。

## 8. 上市公司相关标的与投资建议

### 8.1 相关标的一：贵人鸟（603555.SH）

#### 健身领域相关布局：

1、与虎扑、景林合作的动域资本 15 年来已投资多个涉及到互联网+健身的项目，包括超级猩猩、火辣健身、青橙科技、初炼、教练宝、OneFit、海克力斯等。

2、公司在年报与中报都表示，持续以资本驱动变革，投资具有发展前景、有孵化的标的，重点关注体育旅游、运动健身、校园体育等具有成长潜力的行业，有外延预期。

#### 未来的看点：

1、不断通过收购与代理的方式落地项目，致力于打造体育产业化集团，并增厚业绩，执行力强。

2、于 16 年 12 月 3 日停牌，拟收购威康健身 100% 股权，威康健身旗下拥有知名健身俱乐部品牌威尔士（WILL'S）。

风险因素：外延收购及业务整合不达预期；鞋服用品零售端增长乏力。

### 8.2 相关标的二：探路者（300005.SZ）

#### 健身领域相关布局：

1、与和同资本合作的探路者体育产业基金 15 年已投资国内最大健身社区 Fittime。

2、公司在年报与中报都表示，体育事业群以投资业务为主，主要投资领域包括赛事运营、冰雪运动、体育传媒、体育培训、智能健身管理、体育社区等，有外延预期。

#### 未来的看点：

1、员工持股 1 亿元，购买均价 16.56 元，2 倍杠杆，16 年 3 月 22 日买完，其中参与的董事长也是公司上市以来首次增持。另外董事长承诺 16 年 1 月 14 日起一年内不减持。

2、12.8 亿元定增用于建设探路者云、绿野户外旅行 020 等项目，定增价格 15.88 元，16 年 6 月 6 日上市，锁 1 年。

风险因素：户外用品行业增速继续放缓，公司户外用品业务下滑；旅游板块竞争加剧导致亏损增加。

### 8.3 相关标的三：中体产业（600158.SH）

#### 健身领域相关布局：

1、控股中体倍力连锁健身店，标准化经营，提升客户体验，休闲健身收入去年增长 12% 至 5193 万。

2、举办全民健身万里行等全民休闲健身活动，带动超过 6 万参与者。休闲健身业务已覆盖 100 多万人次。

#### 未来的看点：

1、大股东体育总局体育基金管理中心完成协议转让持有的全部股份（占 22.07%），已于 2 月 10 日复牌，上市公司有望迎来新的发展机遇。

风险因素：控股权转让影响到上市公司未来发展；业务整合不达预期；地产业务不景气。

### 8.4 相关标的四：莱茵体育（000558.SZ）

#### 健身领域相关布局：

1、全资子公司莱茵体育场馆公司收购飞马健身 100% 股权，飞马健身为杭州本地的健身连锁企业，现有直营健身 TOP 会所 1 家、会所 2 家、俱乐部 2 家，总健身面积达 16000 多平方，15 年净利润为 75.3 万。

2、启动智慧场馆全国性布局，规划将在一二线城市建设 1000 家智慧场馆。将以线下自建及签约的场馆为基础，结合体育互联网服务平台“运动世界”，积极打造智慧场馆管理运营模式。

#### 未来的看点：

1、已于 10 月 17 日停牌，大股东莱茵达控股集团筹划重大资产重组，目前已与境外自然人 Katharina Liebherr 签署《股权收购协议》，拟收购其所持有的 ST. MARY' S FOOTBALL GROUP LTD 的部分股权，该公司持有英超球队——南安普顿足球俱乐部。

2、体育全产业链领域布局最早，打造“赛事+场馆”两大核心平台，并联合境内外专业体育机构，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目标。

风险因素：体育产业布局不达预期。



## 8.5 相关标的估值对比

表 3：相关上市公司估值对比表

序号	股票代码	股票简称	现价	EPS（元）			PE		
			（2017.3.7）	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
1	603555.SH	贵人鸟	30.76	0.52	0.63	0.72	59	49	43
2	300005.SZ	探路者	14.82	0.35	0.46	0.60	42	32	25
3	600158.SH	中体产业	20.03	0.06	0.09	0.11	309	226	185
4	000558.SZ	莱茵体育	14.75	0.15	0.26	0.52	97	56	28

资料来源：Wind 一致预期，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。