



中信证券
CITIC SECURITIES

健身行业深度报告

空间广阔龙头未现，需求渐起布局当时

中信证券研究部

薛缘

2016.12.30

投资要点

■ 核心观点

- 2020年健身俱乐部收入超600亿元，5年CAGR15%，长期看行业有4-5倍增长空间；
- 未来望形成连锁为主、工作室为辅的行业格局，连锁向高端化和快捷大众化两端发展；
- 俱乐部运营是现金流&盈利能力的不断平衡，核心竞争力是决策管理能力和综合服务能力；
- 产业趋势：智慧健身/提供综合健康管理增值服务。

■ 投资机会：

- 1. 具备品牌/管理/服务优势的区域健身俱乐部，望通过跨区域发展成为全国连锁龙头品牌；
- 2. 有望形成竞争壁垒和成熟变现模式的新型连锁和健身APP；
- 3. 受益智慧健身升级的相关领域。

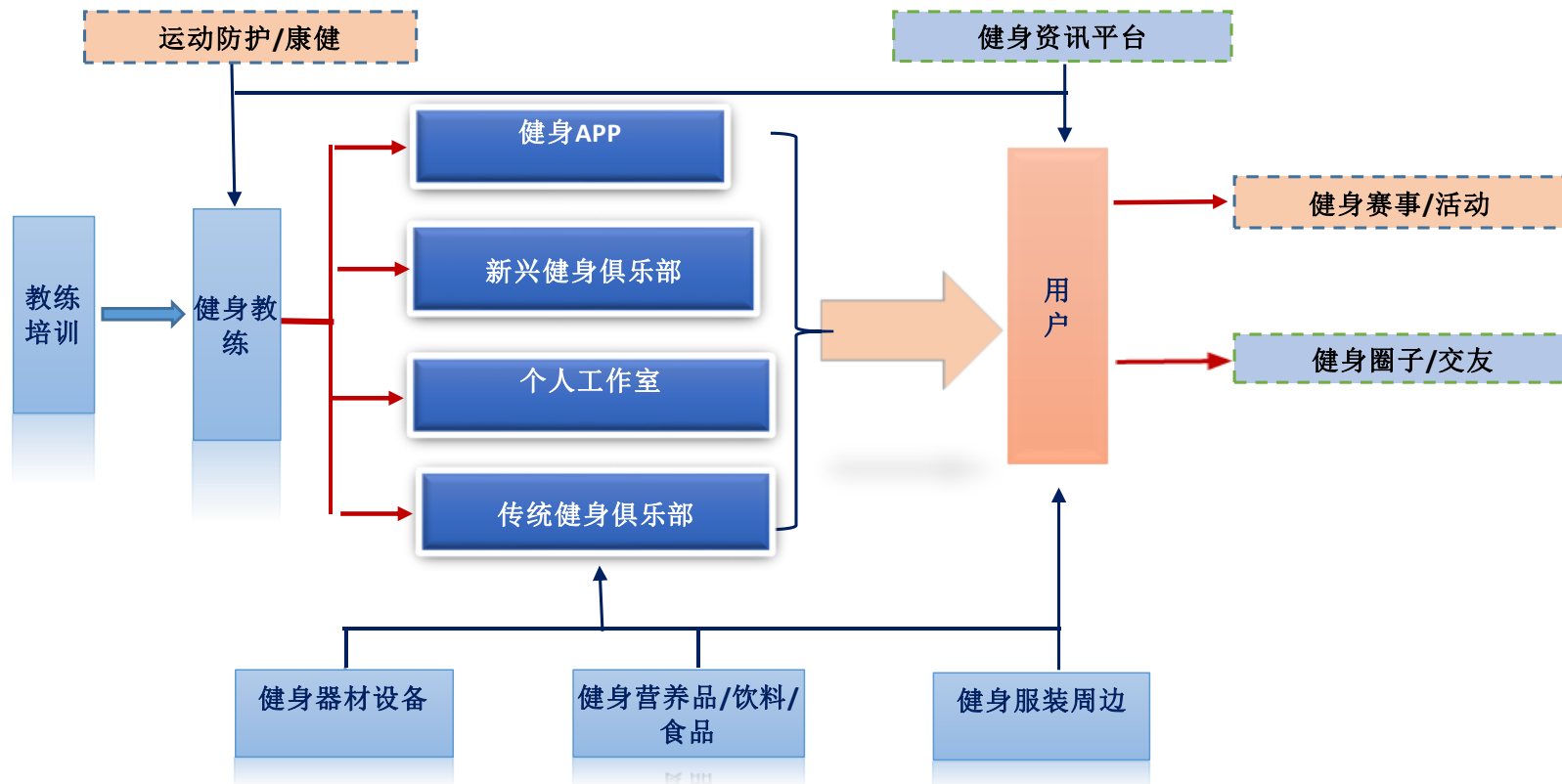
■ 推荐探路者、贵人鸟、关注中体产业、莱茵体育。

目录

- 一. 需求提升空间广阔，群雄割据龙头待起
- 二. 美国经验：30年快速发展，多种类型均衡布局
- 三. 健身俱乐部：平衡现金流&盈利，比拼管理&服务
- 四. 新型连锁/工作室/APP兴起，商业模式成熟化值得期待
- 五. 发展趋势：连锁化、智能化、综合性健康管理服务
- 六. 投资建议及重点公司推荐

行业概览

- 健身产业链核心构成：健身俱乐部、健身APP、健身教练和健身用户。



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部绘制

一、需求提升空间广阔，群雄割据龙头待起

1. 行业规模初现，竞争格局分散

- 行业初具规模，对标欧美未来空间巨大
- 竞争格局分散，区域特征明显

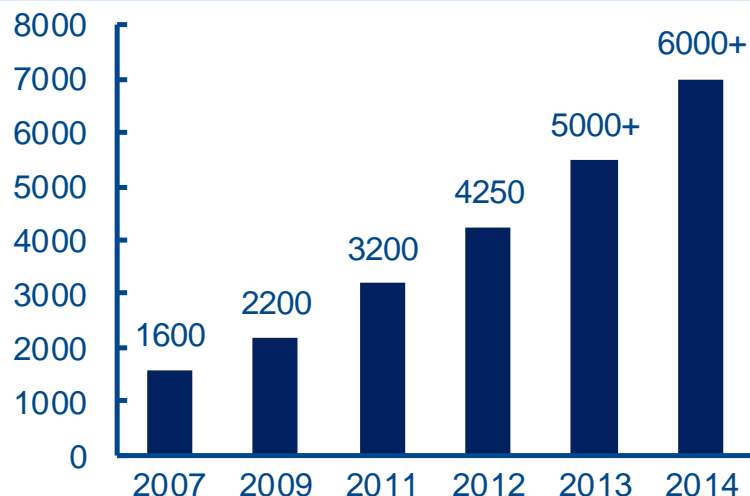
2. 展望未来：行业需求逐步释放，2020年规模可达600亿

- 行业规模预测：2020年收入规模将达600亿，长期行业有4-5倍发展空间
- 多因素支撑需求快速增长，中青年成消费主力军

1.1 行业规模初现，竞争格局分散

- 我国健身行业：20多年，三个阶段。
 - 力量健身（80年代）、有氧健身（90年代）、时尚健身（1998年后）。
- 我国健身行业现有规模：
 - 健身俱乐部超6000家、会员663万人、收入300亿元。

图：2011-2015年我国健身俱乐部总数



资料来源：智研数据中心，IHRSA，中信证券研究部

图：2011-2015年我国健身俱乐部会员人数及同比增速



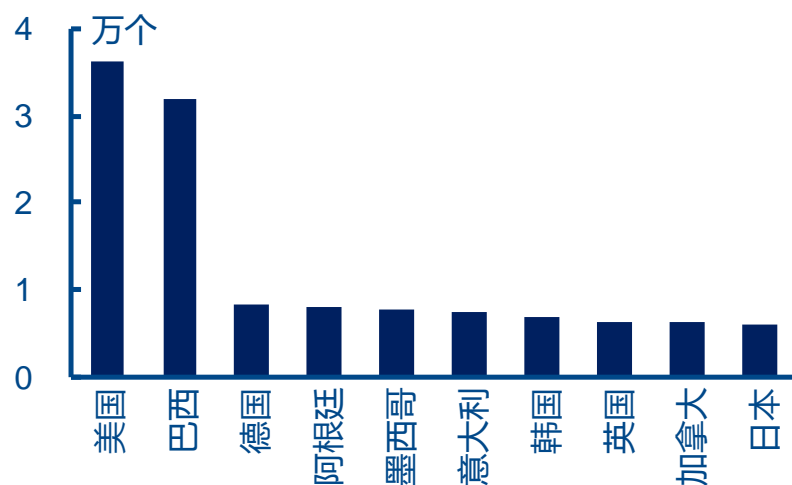
资料来源：AASFP，中信证券研究部

1.1 行业规模初现，竞争格局分散

■ 我国健身行业仍处起步发展阶段，对标国外存在巨大发展潜力。

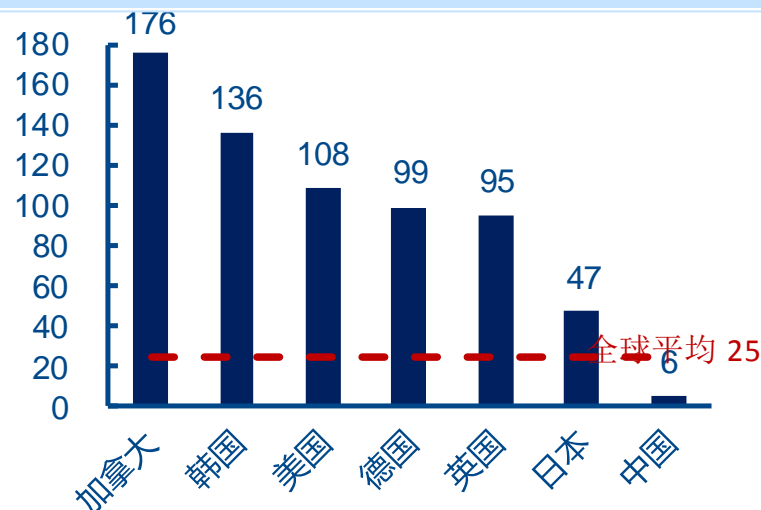
- 国内：每百万人仅拥有5.6个健身俱乐部
- 国外：韩国(136)、美国(108)、英国(95)、日本(47)、全球(25)。

图： 2015年全球十大健身俱乐部市场(按数量)



资料来源：IHRSA，IBIS，中信证券研究部

图： 2014年主要国家每百万人健身俱乐部数量

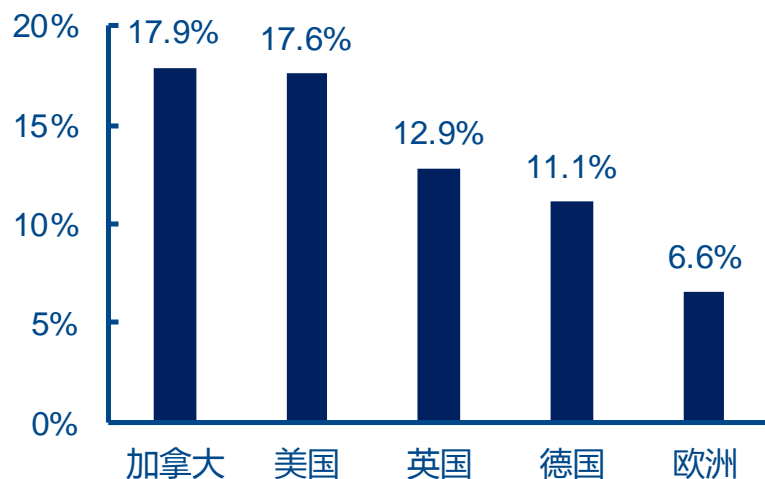


资料来源：IHRSA，IBIS，中信证券研究部

1.1 行业规模初现，竞争格局分散

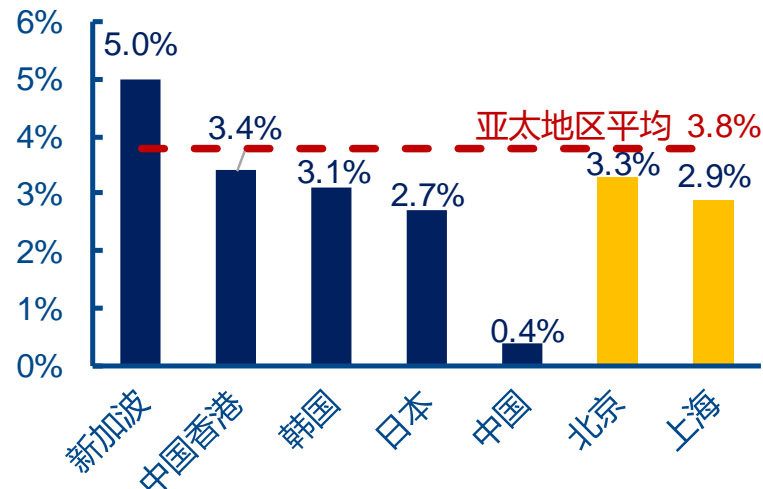
- 我国健身行业仍处起步发展阶段，对标国外存在巨大发展潜力。
 - 国内：会员渗透率仅0.4%，北京(3.3%)、上海(2.9%)较成熟，亚太平均3.8%。
 - 国外：美国(17.6%)、加拿大(17.9%)、新西兰(14.8%)、英国(12.9%)、澳大利亚(11.4%)、德国(11.1%)。

图：2014年各欧美部分国家参加健身俱乐部的人口比例



资料来源：IHRSA，中信证券研究部

图：2014年各亚太主要国家参加健身俱乐部的人口比例



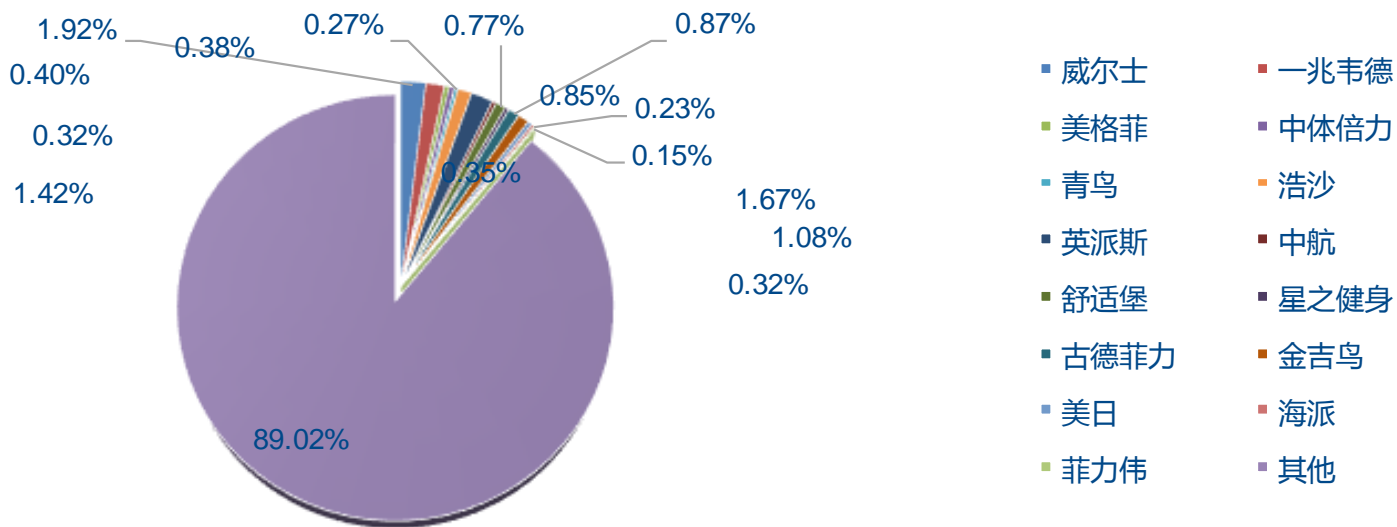
资料来源：IHRSA，中信证券研究部

1.1 行业规模初现，竞争格局分散

■ 健身行业竞争格局分散：

- 15家区域龙头共拥有600多家健身俱乐部。
- 15家区域龙头整体市占率不足12%。

图：各连锁俱乐部市场占有率（以数量计）



资料来源：中信证券研究部根据公司官网、公告、互联网等公开渠道信息整理、计算

1.1 行业规模初现，竞争格局分散

■ 健身行业区域特征显著：

➢ 一线城市 VS 二线城市 VS 三、四线城市。

表：国内主要连锁健身俱乐部的地域分布情况

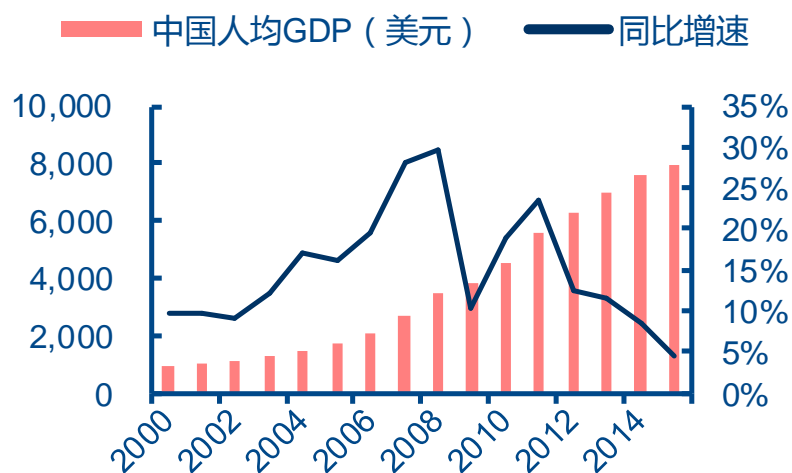
地区	名称	成立时间	门店总数	优势区域 门店数量	其他地区门店数量	会员数量
上海	威尔士	1996年	115家	84家	21家【重庆6家，北京4家，大连4家，杭州4家，南京、武汉、成都都有分布】	50万+
	一兆韦德	2001年	85家	65家	20家（【北京6家，深圳6家，青岛、杭州、宁波、武汉、大连、沈阳、天津都有分布】	100万+
	星之	2001年	19家	18家	无锡1家；在北京，杭州地区正在修建】	无法获取
北京	浩沙	1999年	65家+	34家	厦门10家，福州10家，上海、成都等地都有分布	30万
	中体倍力	2001年	24家	8家	16家【郑州9家、大连、沈阳、武汉、上海、广州都有分布】	无法获取
	青鸟	2000年	16家	8家	8家【大连、广州、杭州等都有分布】	3.5万+
深圳	中航健身	1998年	19家	17家	2家【天津、北京各1家】	10万人以上
	古德菲力	2004年	52家	14家	38家【广东11家，西安11家，江苏6家，河北3家，上海、北京、成都、重庆、天津都有分布】	无法获取
香港	舒适堡	1986年	46家	22家	24家【上海14家，杭州、成都、广州、重庆都有分布】	50万+
南京	金吉鸟	2005年	51家	27家	24家【江苏8家，安徽7家，上海4家，北京、山东、杭州、东莞都有分布】	50万+
宁波	美日	2010年	21家	21家	0家	
成都/重庆	海派	2006年	14家	14家		10万+
杭州	菲力伟	2005年	9家	8家	海南1家	

资料来源：中信证券研究部根据公司官网、公告、互联网等公开渠道信息整理

1.2 展望未来：行业需求逐步释放，2020年规模可达600亿

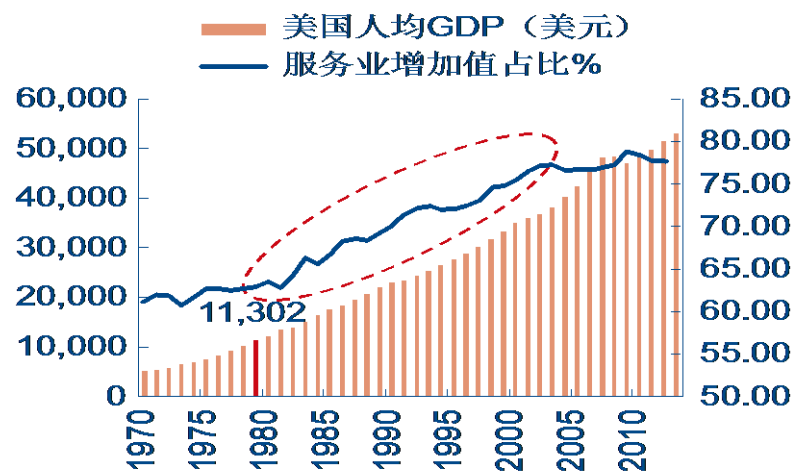
- 欧美经验：人均GDP增长催化服务业发展。
- 国内发展：对标欧美市场规模有望快速扩张，长期看好4-5倍发展空间

图：2000年来中国人均GDP及增速



资料来源：wind，中信证券研究部

图：美国人均GDP及服务业增加值比重

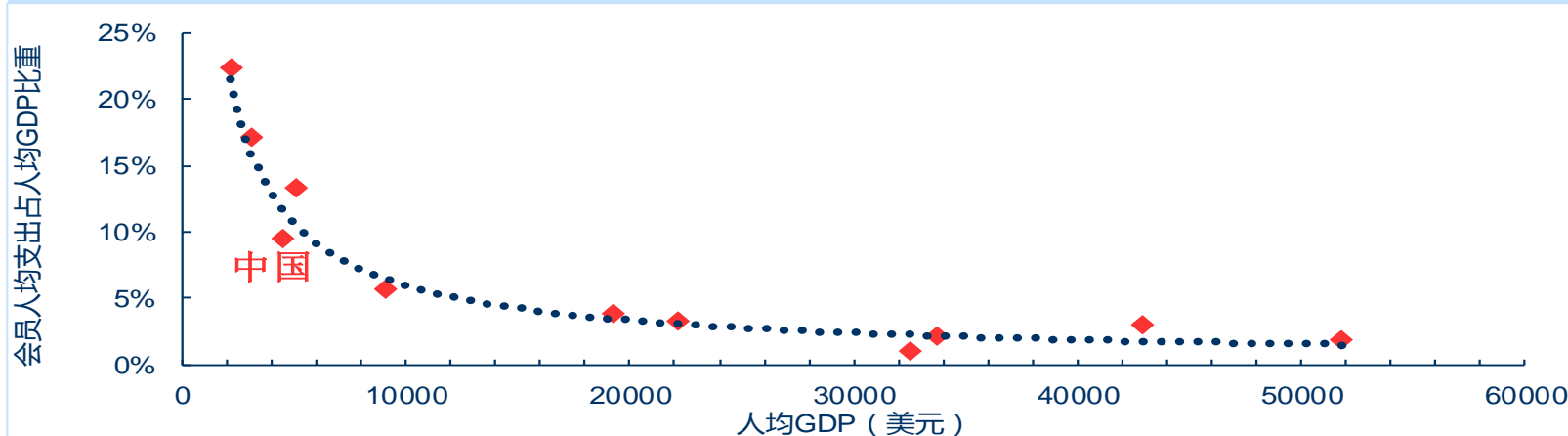


资料来源：wind，中信证券研究部

1.2 展望未来：行业需求逐步释放，2020年规模可达600亿

■ 行业规模预测：人均支出 & 渗透率

图：2010年亚太地区各国健身俱乐部会员人均支出占人均GDP比重与人均GDP之间的关系



资料来源：IHRSA，中信证券研究部

表：行业规模预测城市划分

分类	城市	2015年人均GDP范围
一线城市	深圳、广州、北京、上海	2万美金左右
新晋一线城市	杭州、南京、武汉、天津、西安、重庆、青岛、沈阳、长沙、大连、厦门、无锡、宁波、苏州、成都	1-2万美金
二线及省会城市	福州、济南、呼和浩特、南昌、乌鲁木齐、长春、郑州、银川、贵阳、合肥、昆明、兰州、哈尔滨、太原、南宁、西宁、海口、石家庄、佛山、东莞、温州、泉州、常州、珠海、金华、烟台、惠州、徐州、嘉兴、潍坊、洛阳、南通、扬州、汕头	0.5-2万美金
其他城市	——	平均约0.5万美金

资料来源：中信证券研究部根据《第一财经周刊》城市划分重新整理划分

1.2 展望未来：行业需求逐步释放，2020年规模可达600亿

■ 行业规模预测结果：

- 2015年中国健身俱乐部收入规模为306.53亿元。
- 2020年收入规模增至608.62亿元，复合增长率14.70%，整体渗透率达1.0%。

表：健身俱乐部2020年行业规模预测

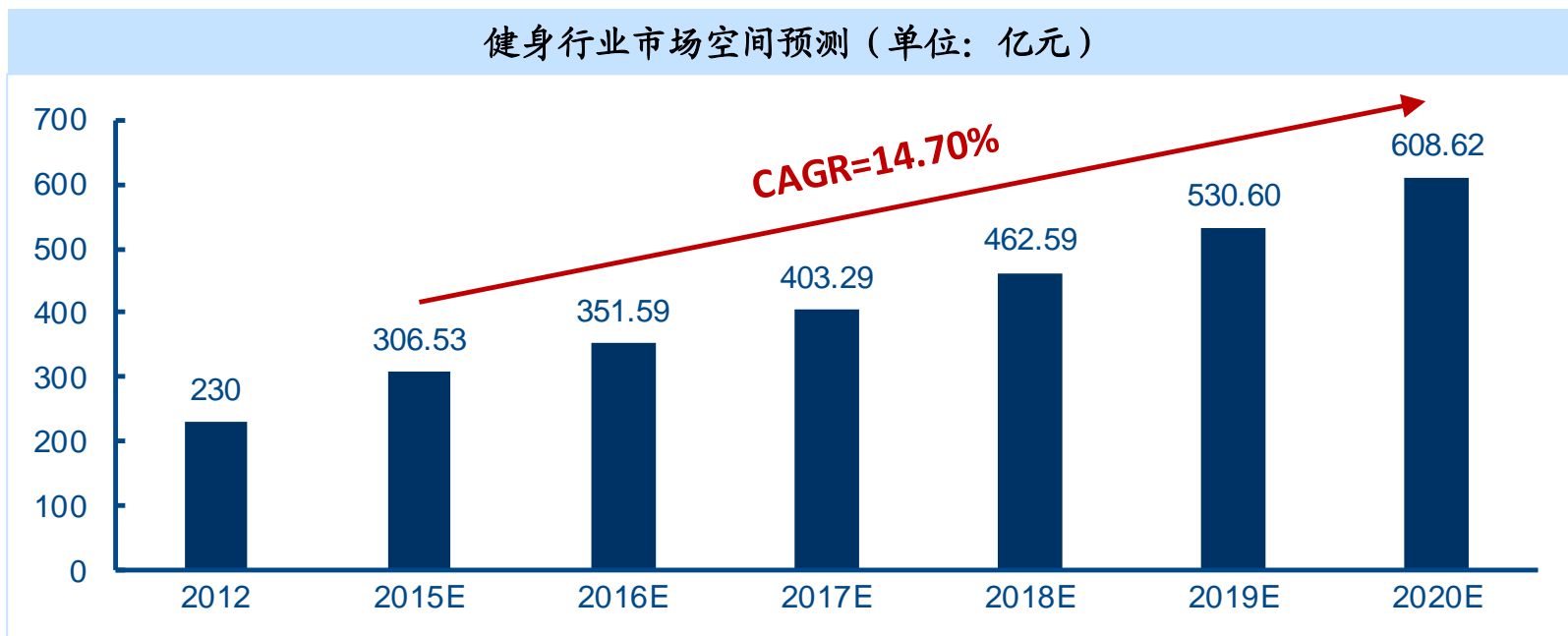
分类	预计人均GDP（元）	预计渗透率	预测健身俱乐部会员数（万人）	俱乐部收入规模（亿元）
一线城市	167721.06	5.5%	303.80	141.59
新晋一线城市	134828.22	3.0%	487.47	218.27
二线及省会城市	98179.97	1.5%	325.71	138.83
其他城市	45164.71	0.3%	291.90	109.93
合计	68498.53	1.0%	1408.88	608.62

资料来源：中信证券研究部预测

1.2 展望未来：行业需求逐步释放，2020年规模可达600亿

■ 其他方法预测结果：

- 以俱乐部会员数测算：2020年我国健身行业市场规模将达到600亿元。
- 以俱乐部数量测算：2020年我国健身服务行业市场规模约640亿元。



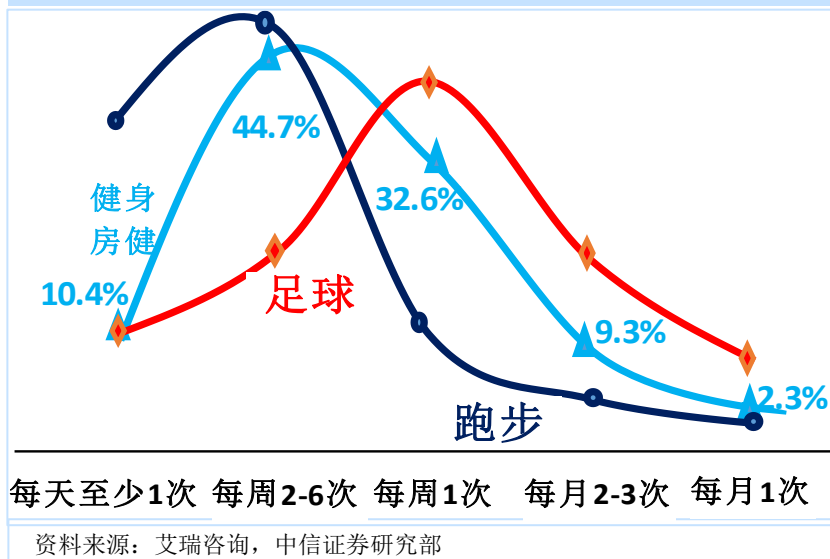
资料来源：IBIS World报告，中信证券研究部预测

1.2 展望未来：行业需求逐步释放，2020年规模可达600亿

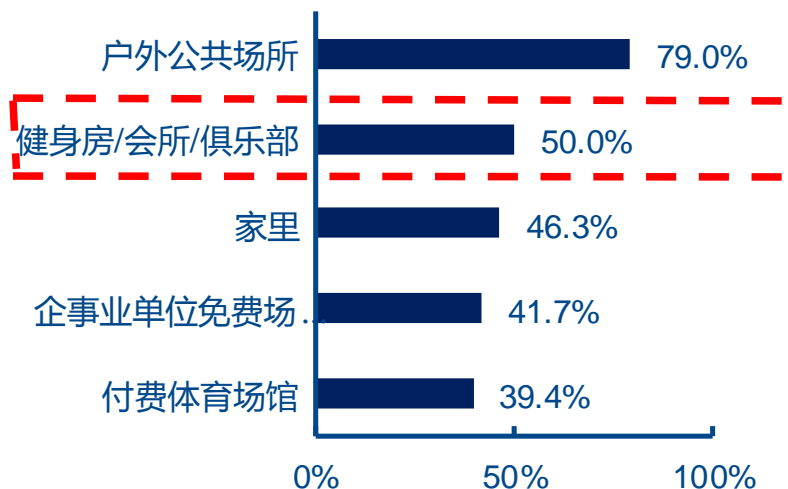
■ 健身需求增长催化因素：体育消费人群扩张，健身意识增强

- 体育消费人群扩张：2015年，我国经常参加体育锻炼的人数为3.6亿，到2020年将达4.36亿人。
- 健身意识增强：2016年运动人群中50%的人主要运动场所包括健身房/会所/俱乐部。

图：2016年不同运动人群的运动频次对比



图：我国经常参加体育锻炼的人数逐年增加

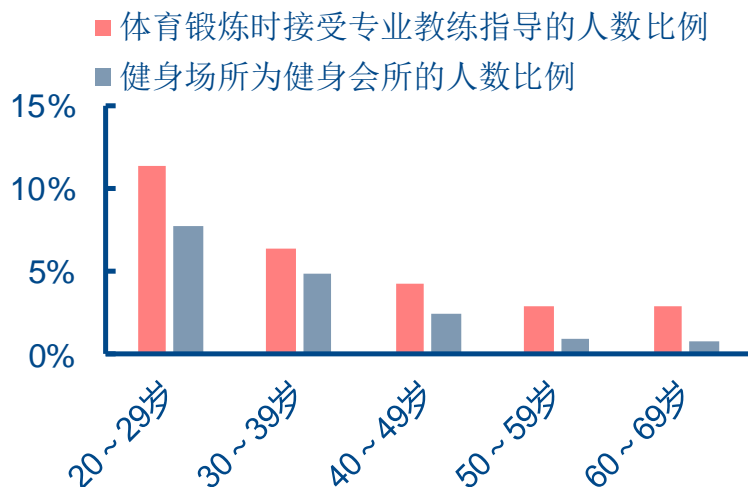


1.2 展望未来：行业需求逐步释放，2020年规模可达600亿

■ 健身需求增长催化因素：消费特征改变，中青年成健身消费主力军。

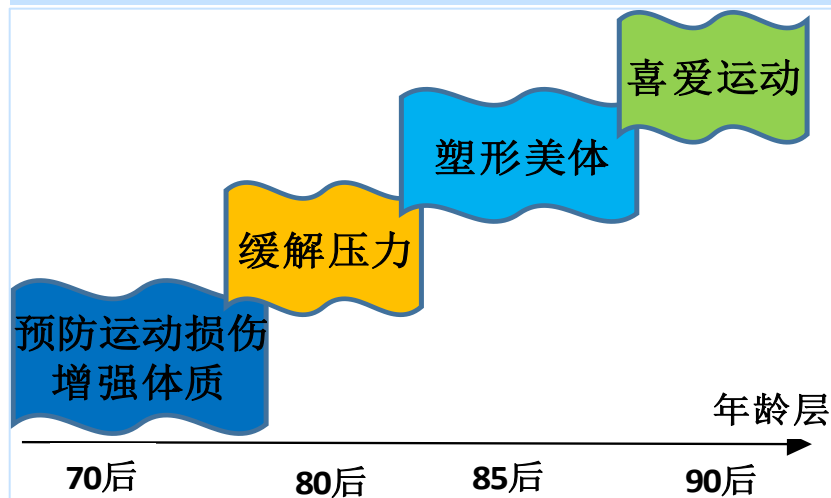
- 健身目的：健身在80后成为减压、塑形与交友的一种方式。
- 运动习惯：20-39岁中青年人群对健身会所与专业教练的需求显著高于其他年龄段，并且健身俱乐部客户中70%为中青年客户。

图：各年龄段运动习惯统计



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

图：各年龄段人群的健身需求



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

二、美国经验：30年快速发展，多种类型均衡布局

1. 30年发展史：两次爆发、两次调整，形成健康发展格局

- 健身俱乐部收入发展阶段
- 健身俱乐部数量发展阶段

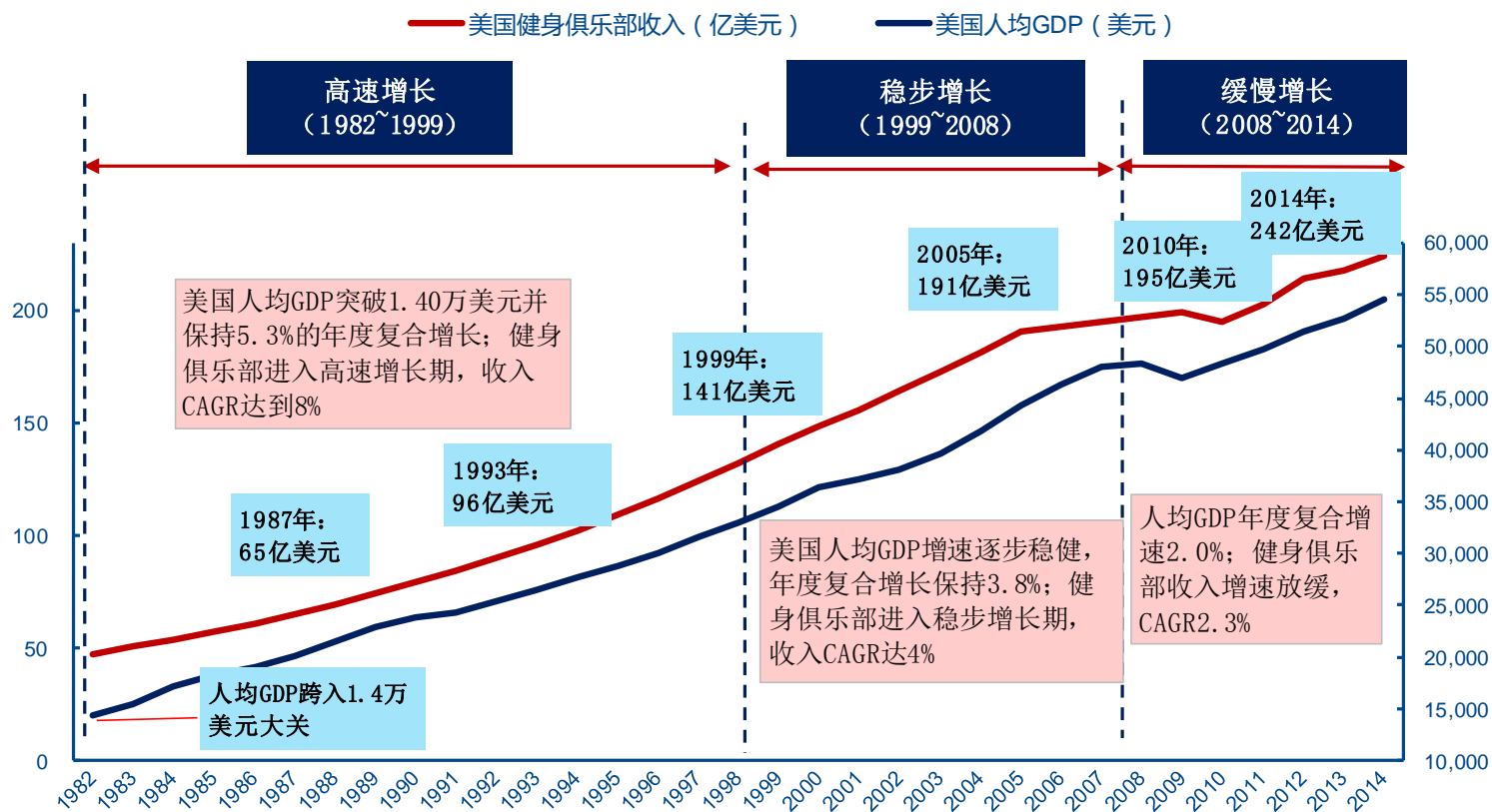
2. 竞争格局：连锁为主，多种类型均衡布局

- 连锁为主，多类型共存
- Life Time Fitness/ Planet Fitness/ Soul Cycle

2.1 30年发展史:两次爆发、两次调整, 形成健康发展格局

- 美国健身俱乐部的收入与人均GDP呈现一致的趋势, 可分为三个阶段:

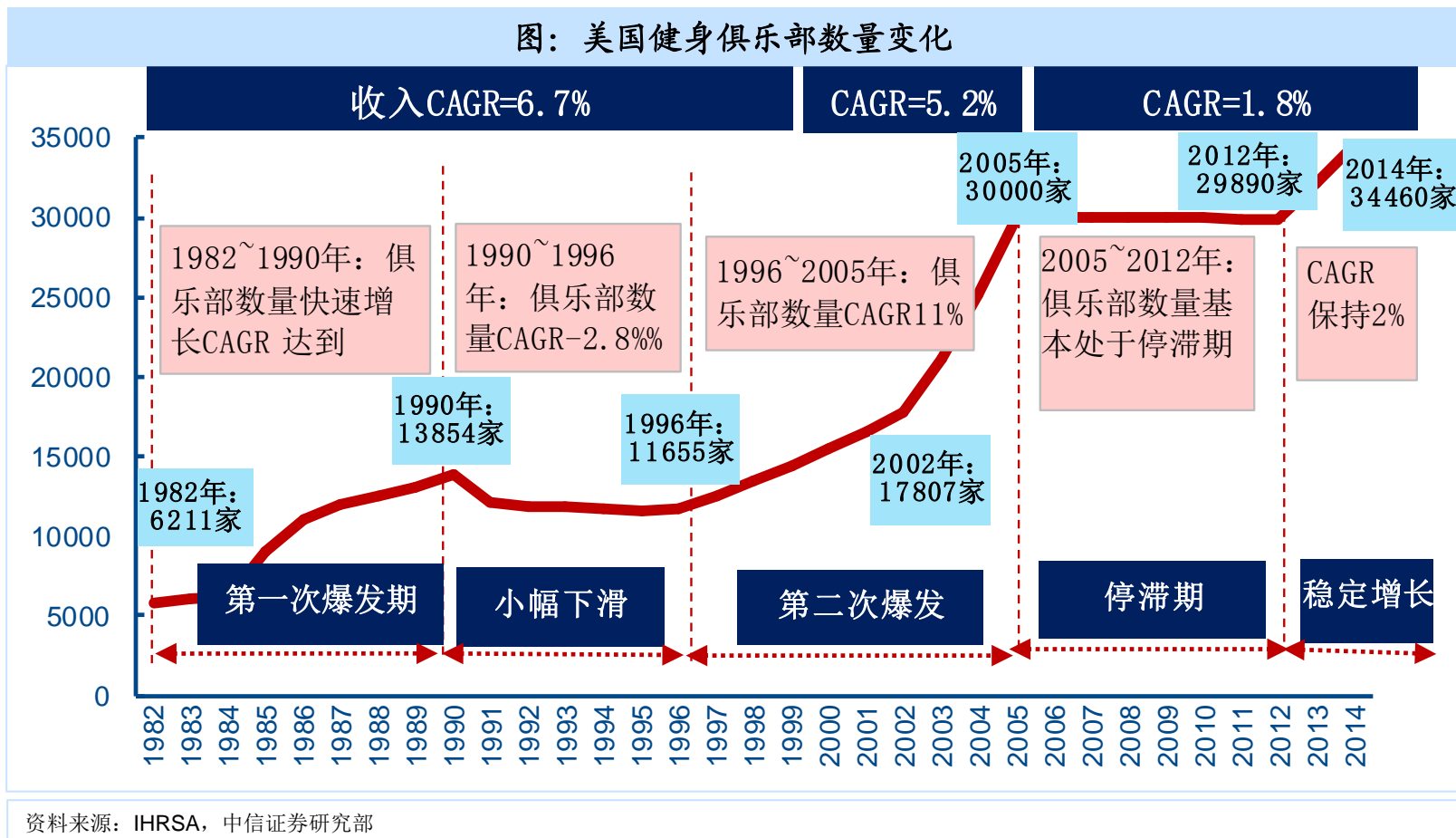
图: 美国健身俱乐部收入与人均GDP变化



资料来源: IHRSA, 中信证券研究部

2.1 30年发展史:两次爆发、两次调整, 形成健康发展格局

■ 美国健身俱乐部数量经历了五个发展阶段:



2.2 竞争格局：连锁为主，多种类型均衡布局

- 美国健身服务行业格局：大型多功能健身俱乐部、快捷式连锁俱乐部、精品专项工作室共存。
- 与工作室相比，连锁型俱乐部具备品牌、门店等优势。
 - 大型多功能健身俱乐部：依靠全方位、一体化的多元服务吸引众多中高端收入的会员。
 - 快捷式连锁俱乐部：凭借超低的会费和较多的门店分布，会员数与俱乐部数量上均保持较快增速。

表：美国各类健身俱乐部对比

	大型多功能健身俱乐部	快捷式连锁俱乐部	精品专项工作室
面积	通常在5000平方米以上	通常在1000~1500平方米之间	一般不超过1000平方米
会费	超过70美元/月	约10美元/月	相对较高
服务内容	传统健身项目外，还为会员提供篮球、壁球、网球、游泳、水疗和儿童保育等多种服务	往往只提供力量训练器材和有氧设备，没有教练和私教课程	仅提供瑜伽、普拉提、室内单车等单项或几项健身项目

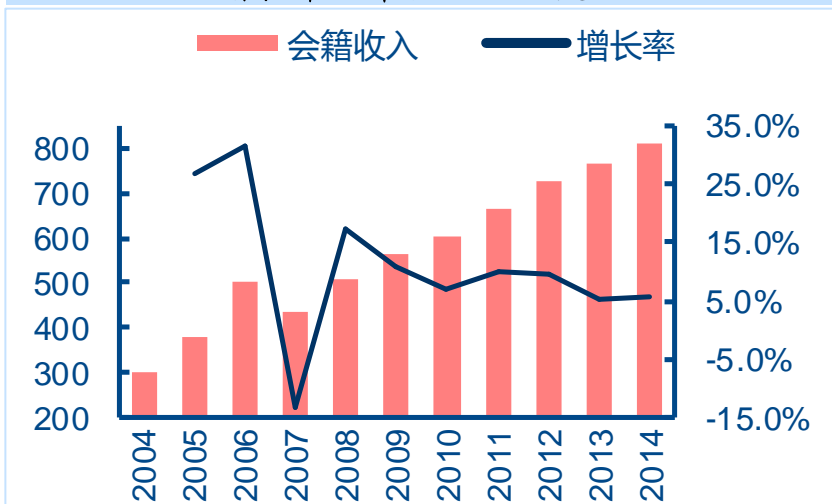
资料来源：中信证券研究部

2.2 竞争格局：连锁为主，多种类型均衡布局

■ Life Time Fitness：一站式高品质运动健康服务

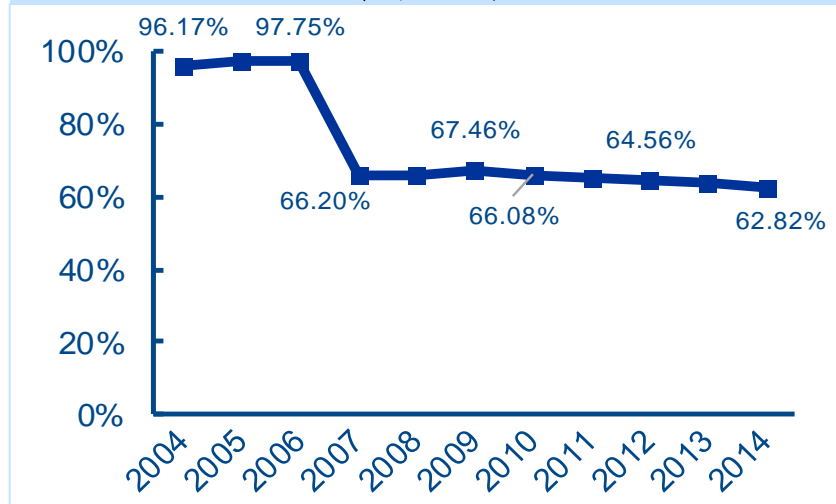
- 规模：2014年营收12.91亿美元、净利润1.14亿元，毛利率42.33%，净利率约8.86%；2015年拥有俱乐部114家，会员超140万人，平均面积约10000平米。
- 服务：运动健身服务及提供咖啡、SPA、儿童活动中心等增值服务。
- 费用：月卡为主（45~160美元/月），双人/家庭会员卡（会籍费75~340美元/月）。

图：2004-2014年Life Time Fitness会籍费收入及增长率（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图：2004-2014年Life Time Fitness会籍费占总营收比例



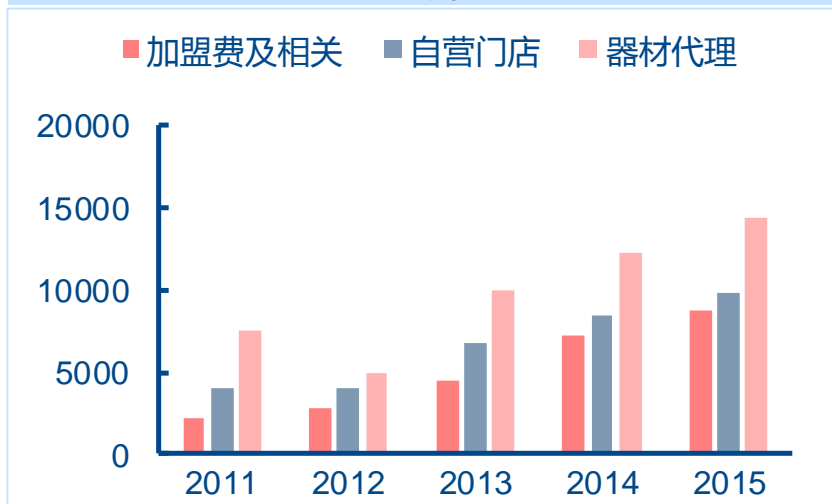
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

2.2 竞争格局：连锁为主，多种类型均衡布局

■ Planet Fitness：低会费吸引会员，加盟扩张路线

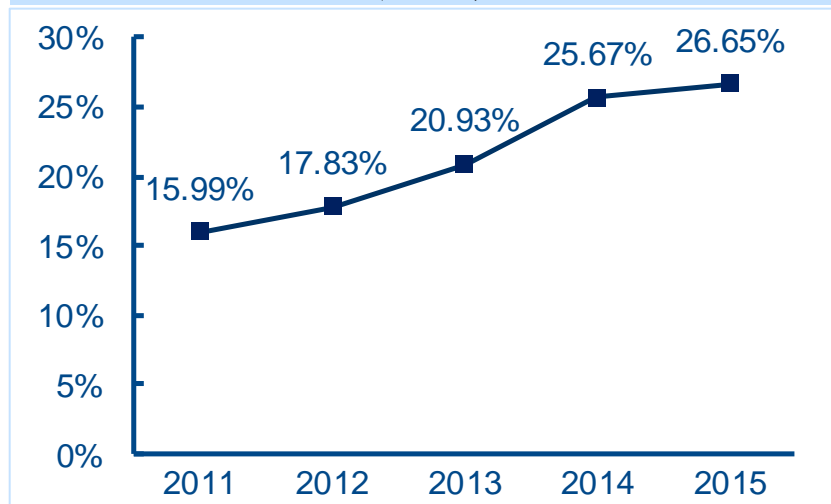
- 规模：2015年门店1124家（加盟店1066家/自营店58家），会员730万人，平均面积约2000平方米；实现收入3.3亿美元，净利润1851.8万元，净利率5.60%。
- 费用：一般会员仅需支付10美元/月的会籍费。

图：2011-2015年Planet Fitness各项收入（单位：万美元）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图：2011-2015年Planet Fitness加盟费占总营收比例



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

2.2 竞争格局：连锁为主，多种类型均衡布局

■ Soul Cycle: 精品单车健身工作室

- 规模：截至2015年在美国拥有38家工作室。
- 费用：非会员制，定位于中高端收入人群，收费标准34美元/课时，贵宾 VIP 课程为 3500美元（内含50节课）。

图：Soul Cycle单车健身工作室（1）



资料来源：公司官网宣传图，中信证券研究部

图：Soul Cycle单车健身工作室（2）



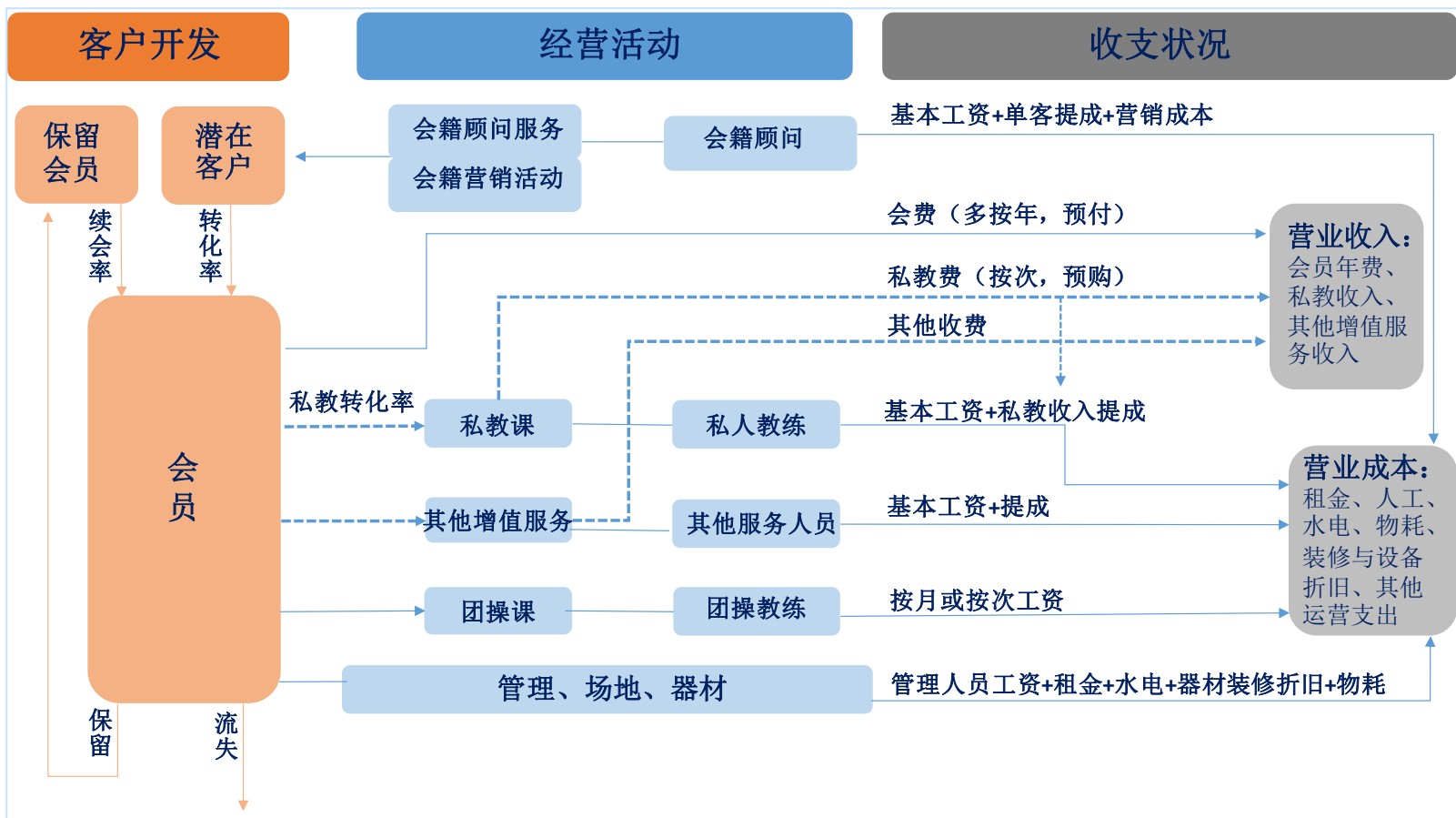
资料来源：公司官网宣传图，中信证券研究部

三、健身俱乐部:平衡现金流&盈利, 比拼管理&服务

1. 健身俱乐部运营: 平衡现金流和盈利能力的艺术
2. 健身俱乐部现金流和盈利能力分析
 - 收入分析: 会籍费是基础, 私教提升客单价
 - 成本分析: 租金和人工成本最高
 - 现金流和盈利能力模拟测算
3. 核心竞争要素: 决策管理能力、综合服务能力

3.1 健身俱乐部运营：平衡现金流和盈利能力的艺术

- 健身俱乐部行业：重视现金流运营能力、同时兼顾盈利能力。



资料来源：中信证券研究部绘制

3.2 健身俱乐部现金流和盈利能力分析

■ 收入分析:

- 会籍费是基础，占比超六成。
- 私教提升客单价，一二线城市的私教费用在300-1000元/课时之间。

■ 成本分析:

- 包括场地租金、私人教练和销售顾问工资、器材折旧和装修摊销以及水电费等。
- 租金、人工成本最高。

表：健身俱乐部经营假设

项目	假设	项目	假设
面积(平米)	2000	五年卡占比	0.3
房租（元/平米/天）	5	私教渗透率	0.2
物业（元/平米/月）	4.7	私教课单价（元）	350
器械（元/平米）	1000	私教购买数量（节）	40
装修（元/平米）	1000	私教提成	20%
器械折旧年	8	私教工资	30%
装修折旧年	5	会籍提成	35%
一年卡费（元）	3000	续约率	20%
五年卡（元）	2000	续约会籍提成	20%
一年卡占比	0.7		

资料来源：中信证券研究部，注：销售费用直线摊销是指，销售费用按照其对应的销售收入同时间同比例确认

3.2 健身俱乐部现金流和盈利能力分析

表：健身俱乐部现金流测算

	0M	1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M	10M	11M	12M	1Y
会员人数增加	1000	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	2200
一年卡	700	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	1540
五年卡	300	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	660
会籍费	510	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	1122
私教人数增加	200	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	440
私教费	280	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	616
现金流入	790	79	79	79	79	79	79	79	79	79	79	79	79	1738
房租	360													360
物业	11													11
器械	200													200
装修	200													200
运营成本		5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	60
会籍提成	179	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	393
私教提成		6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	67
私教工资		11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	134
现金流出	950	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	1426

	0M	1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M	10M	11M	12M	2Y
新会员人数增加		100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	1200
一年卡		70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	840
五年卡		30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	360
续约会员		140	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	294
新增会员		240	114	114	114	114	114	114	114	114	114	114	114	1494
留存会员		1740	1784	1828	1872	1916	1960	2004	2048	2092	2136	2180	2224	2224
会籍费		93	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	700
私教会员增加		40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	480
私教费		56	56	56	56	56	56	56	56	56	56	56	56	672
现金流入		149	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	1372
房租		360												360
物业		11												11
运营成本		5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	60
会籍提成		39	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	185
私教提成		11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	134
私教工资		16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	193
现金流出		442	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	944

资料来源：中信证券研究部

3.2 健身俱乐部现金流和盈利能力分析

表：健身俱乐部盈利测算

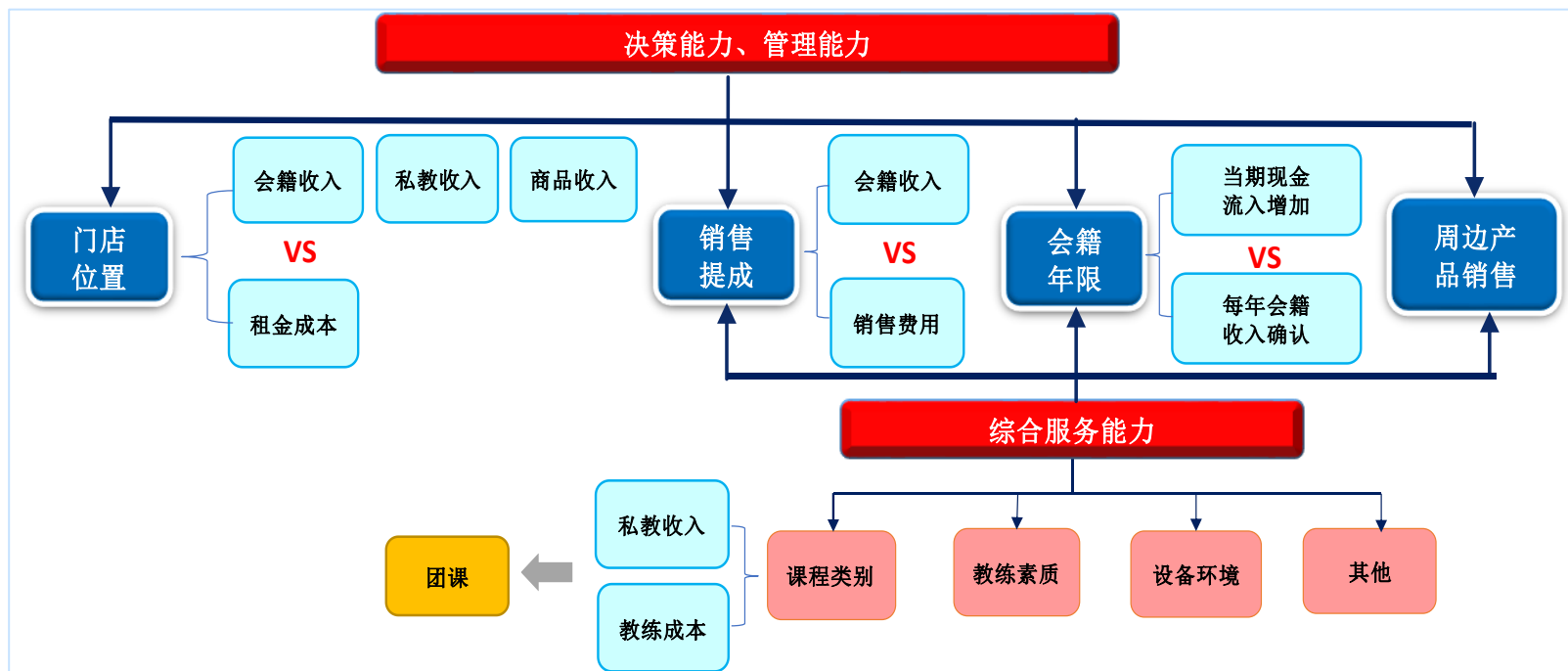
销售费用一次性扣除				销售费用直线摊销			
	1Y	2Y			1Y	2Y	
会籍费	432	447		会籍费	432	447	
私教费	448	644		私教费	448	644	
收入	880	1091		收入	880	1091	
房租	360	360		房租	360	360	
物业	11	11		物业	11	11	
器械	25	25		器械	25	25	
装修	40	40		装修	40	40	
运营费用	60	60		运营费用	60	60	
会籍提成	393	185		会籍提成	151	156	
私教提成	67	134		私教提成	90	129	
私教工资	134	193		私教工资	134	193	
成本费用	1091	1009		成本费用	871	975	
净利润	-211	62		净利润	9	116	
净利润率	-23.9%	5.7%		净利润率	1.0%	10.7%	

资料来源：资料来源：中信证券研究部，注：销售费用直线摊销是指，销售费用按照其对应的销售收入同时间同比例确认

3.3 核心竞争要素：决策管理能力、综合服务能力

■ 健身俱乐部最重要的核心竞争要素：

- 优秀的决策能力和管理能力：包括门店位置选择（潜在销售VS租金）、销售提成（会籍收入VS销售费用）、会籍期限（当期现金流入增加VS每年会籍收入确认）等。
- 优质的综合服务能力：包括教练素质、特色课程、设备环境、增值服务等。



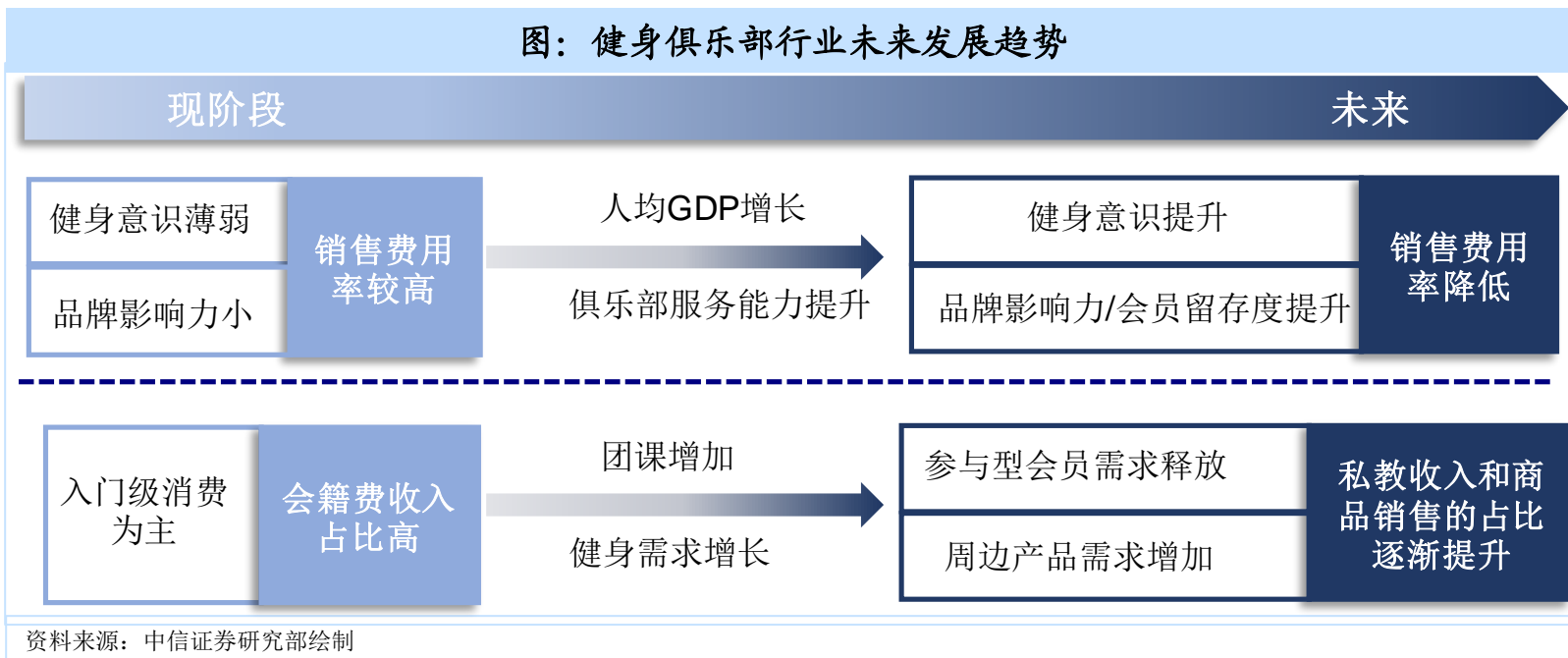
资料来源：中信证券研究部绘制

3.3 核心竞争要素：决策管理能力、综合服务能力

■ 行业未来两个趋势判断：

- 销售费用率逐渐降低。
- 私教收入和商品销售的占比逐渐提升。

图：健身俱乐部行业未来发展趋势



四、新型连锁/工作室/ APP兴起，商业模式成熟化值得期待

1. 新型连锁俱乐部：廉价高效，提供特色服务

- 超级猩猩：智能健身舱，派对式团课
- 乐刻：首推99元月卡，打造智能健身第一品牌
- 光猪圈：加盟模式推进扩张，线上线下智能布局

2. 个人工作室涌现，“小而美”个性化服务

3. 健身类APP兴起，变现模式有待探索

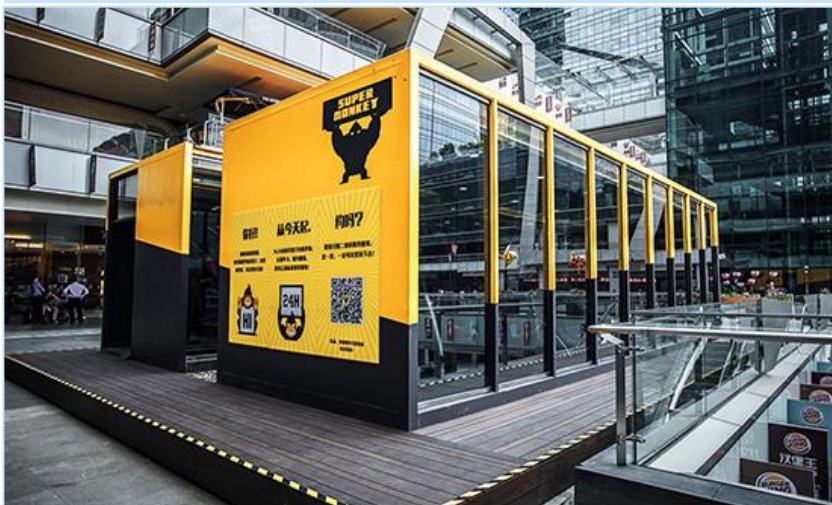
- **Keep**：移动健身专家，开创自有品牌借电商变现
- **Feel**：健康解决方案提供商，付费订制课程变现
- 火辣健身：**APP**面向健身用户，**SAAS**提供**B**端服务

4.1 新型连锁俱乐部：廉价高效，提供特色服务

■ 超级猩猩：智能健身舱，派对式团课

- 智能移动健身舱：面积约50平米，提供7x24小时自助健身体验。
- **Sream**系统：自助服务预约和设备自动化管理系统，实现了无人值守。
- 派对式团体课：群体共同体验。

图：超级猩猩门店



资料来源：健与美

图：超级猩猩课程



资料来源：健与美

4.1 新型连锁俱乐部：廉价高效，提供特色服务

■ 乐刻：首推99元月卡，打造智能健身第一品牌

- 经营模式：24小时智能健身房+不限次99元月卡+平台预约教练。
- 规模：第一家门店于2015年5月开业，目前拥有近130家门店，目标是在全国范围内开5000+座智能健身俱乐部。

图：乐刻运动经营模式



LEOAO | 乐刻

中国首创的99元/月，不限课次不限使用次数的互联网+健身房

·7*24H无休·每月300节操课任选·全国已经入驻56家·急速扩张中

¥99	24h	多种个性化服务
全国首家99元包月	24小时全年无休	多种个性化服务
免费操课	极速扩张，便利店一样的覆盖	私教操课训练营强化训练
自由按月续费	智能设备应有尽有	为你量身定制

资料来源：乐刻官网

4.1 新型连锁俱乐部：廉价高效，提供特色服务

■ 光猪圈：加盟模式推进扩张，线上线下智能布局

- 模式：加盟+线上APP模式。
- 规模：已经签约242家加盟店（40多家城市），预计年底前共开业55家，2016年预计营收突破2000万元。
- 融资：目前已经获得了洪泰基金、探路者体育产业并购基金的融资。

图：光猪圈门店（1）



资料来源：光猪圈官网

图：光猪圈门店（2）



资料来源：光猪圈官网

4.2 个人工作室涌现，“小而美”个性化服务

- **个人健身工作室：**以“一对一”的私教课程为主的小型健身场所。
- **运营模式：**收取私教课程费（无会员卡/入会费）；不对外开放，仅供顾客在工作室上私教课程。
- **经营成本：**面积较小，健身器械也以实用为主，成本相对较低。

表：传统健身俱乐部与个人健身工作室的比较

	传统健身俱乐部	个人健身工作室
用户群体	1.以中高收入白领为主、男性居多 2.分为核心会员和边缘会员，主要靠边缘会员盈利	1.目标人群更加细分，分别针对白领、学生群体、女性群体，根据工作室的位置和定位各有不同 2.会员群体更小，但支付能力整体更强
成本	成本高，面积更大，器械更全，高端的健身房通常配备泳池，拳击台等	成本相对较低，面积较小，器械以实用为主。
定价	会员费区间较大。私教课程通常200-500一节课（一线城市）。	无需缴纳会员费，私教课程价格通常和健身房接近，二线在150-300之间，一线在300-600元左右。
市场定位	全面完善的健身场所。	通常有独特定位，专业性比较强
教练质量	健身教练良莠不齐，且教练需以私教课程销售为主导，专业知识欠佳。	教练唯一的考核指标是客户留存率，一般不需要自行揽客。通常教练专业素养更高，以效果和口碑留存客户。
环境	器械设施完善，但在健身高峰期，密度较大。	密度较小，环境比较私密。
存在问题	仅能满足基础的健身需求，缺乏针对性的专业指导。以销售为导向的商业模式降低客户的体验度。	依赖于优质的私人教练，难以在短期内扩速扩张。未形成工作室的品牌效应。

资料来源：中信证券研究部根据公司官网、公告、虎嗅网等公开渠道信息整理

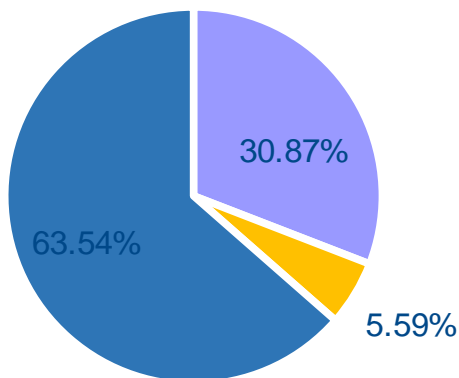
4.2 个人工作室涌现，“小而美”个性化服务

■ 国内个人工作室现状：

- 规模：当前我国健身工作室已有超过2 万家
- 会员数：平均会员数为350人（女性占比约80%），月活数达85人（占比23.71%）
- 课程类别：团课、私教课、团课+私教课
- 会员卡类别：次卡、储值卡、期限卡

图：各类型会员卡销售额占比

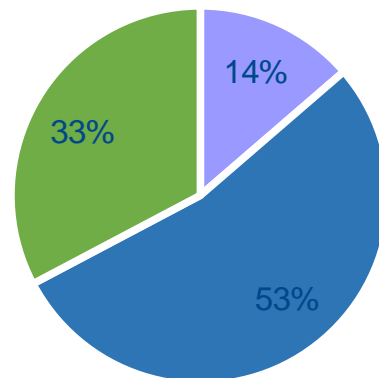
■ 储值卡 ■ 期限卡 ■ 次卡



资料来源：青橙科技，中信证券研究部

图：各教练提供的课程类别占比

■ 团课 ■ 私教课 ■ 团课+私教课



资料来源：青橙科技，中信证券研究部

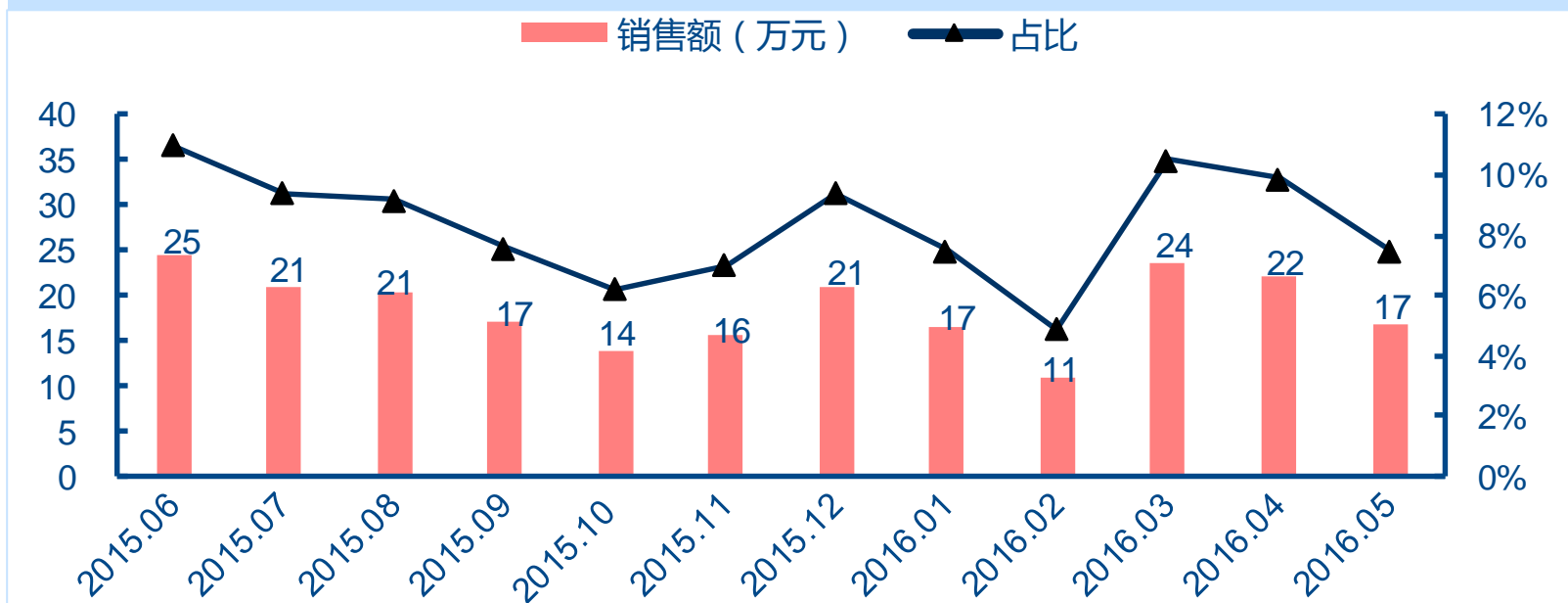
说明：数据来自《2015-2016健身工作室运营白皮书》，报告基于515家工作室运营数据，数据可能高于个人工作室行业平均水平。

4.2 个人工作室涌现，“小而美”个性化服务

■ 国内个人工作室经营收益现状：

- 团课：均价106元/人/节，月均课程100节，每节4人参与，每月服务约400人。
- 私教：均价340元/人/节，月均课程265节，每节1.11人参与，每月服务约300人。
- 整体：月均销售额18.6万元，主要来自私教收入。

图：个人工作室淡旺季销售额情况



资料来源：青橙科技，中信证券研究部预测

说明：数据来自《2015-2016健身工作室运营白皮书》，报告基于515家工作室运营数据，数据可能高于个人工作室行业平均水平。

4.3 健身类APP兴起，变现模式有待探索

- **健身APP切入点：**内容/社交平/数据/O2O。
- **互联网健身产品的意义：**1. 普及健身知识，扩大健身人群；2. 满足碎片化健身需求和用户间互动；3. SAAS等运营系统，促进俱乐部升级改造。
- **健身APP取胜关键：**1、以优质内容为核心建立壁垒；2.基于流量探索可行变现模式；3.重视健身场景化特征，实现线上线下结合。

表：健身APP的切入点

切入点	目的	内容
内容	满足用户碎片化健身及社交需求	低价或免费视频、图片以及营养餐搭配等健身相关的优质内容
社交平台	实现了不同地区的用户连接，满足运动社交需求。	搭建互动平台，通过图片分享、社区活动等互动方式促进用户之间的交流
数据	个性化的运动数据报告；综合数据采集、管理及分析服务	针对个人：对接智能手环、智能体重秤和智能码表等智能硬件实现数据采集，提供个性化的运动数据报告；针对健身俱乐部，多维度连接硬件数据方、服务提供方、商品、广告等资源，实现数据连接
O2O	实现用户与健身俱乐部、教练的对接	整合线下场地和教练资源，用户可通过APP预定健身场地、预约健身教练

资料来源：中信证券研究部

4.3 健身类APP兴起，变现模式有待探索

■ Keep: 移动健身专家，开创自有品牌/电商变现

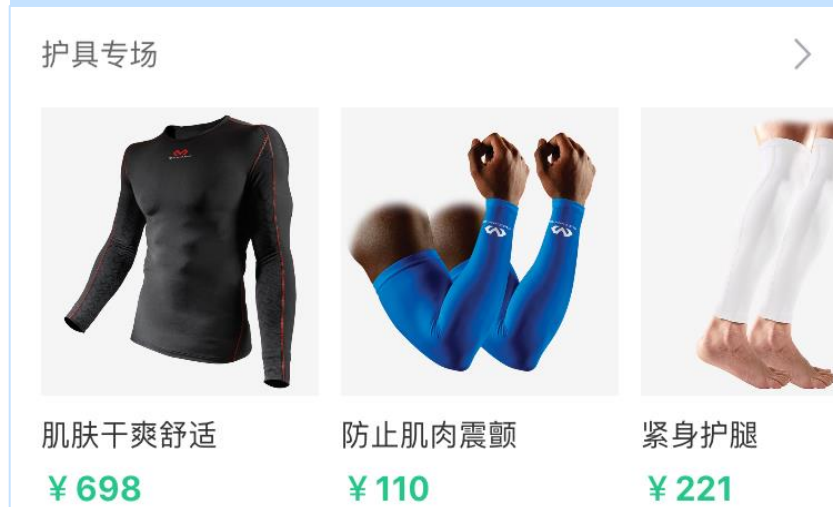
- 功能: 视频教学、数据记录和运动社交
- 规模: 截至2016年10月，Keep用户量已破6000万
- 变现: 运动商城出售运动装备、营养补剂等（包括Keep自有品牌）

图：Keep提供的健身视频课程



资料来源：app界面，中信证券研究部

图：Keep商城界面



资料来源：app界面，中信证券研究部

4.3 健身类APP兴起，变现模式有待探索

■ **Feel:** 健康解决方案提供商，付费订制课程变现

- **功能:** 数据记录（16种用户数据监测工具）、定制线上课程、运动社区
- **规模:** 目前Feel拥有4000多万注册用户，330多万日活跃用户
- **变现:** 线上付费课程+2B业务（企业级客户）

图：FEEL提供的各项课程服务



资料来源：app界面，中信证券研究部

图：FEEL的在线增高课程



资料来源：app界面，中信证券研究部

4.3 健身类APP兴起，变现模式有待探索

- 火辣健身：APP面向健身用户，SAAS提供B端服务
 - 产品：线上APP（中高端用户）+SAAS服务系统（健身俱乐部）
 - 规模：APP用户已达4000万，SAAS已进驻500家健身俱乐部
 - 变现：线上线下营销方案+SAAS系统

图：火辣健身与东风标致合作的“线”人爆料



资料来源：中华商业信息中心

五、发展趋势： 连锁化、智能化、综合性健康管理服务

1. 趋势一：连锁化为主，高端和平民路线并重
2. 趋势二：硬件改造+软件升级，智慧健身
 - 硬件改造：数据采集和监测，加深用户体验
 - 软件升级：**APP**打造客户引流、数据分析记录、客户管理互动生态圈
 - 智能化综合升级方案
3. 趋势三：综合性健康管理服务

5.1 趋势一：连锁化为主，高端和平民路线并重

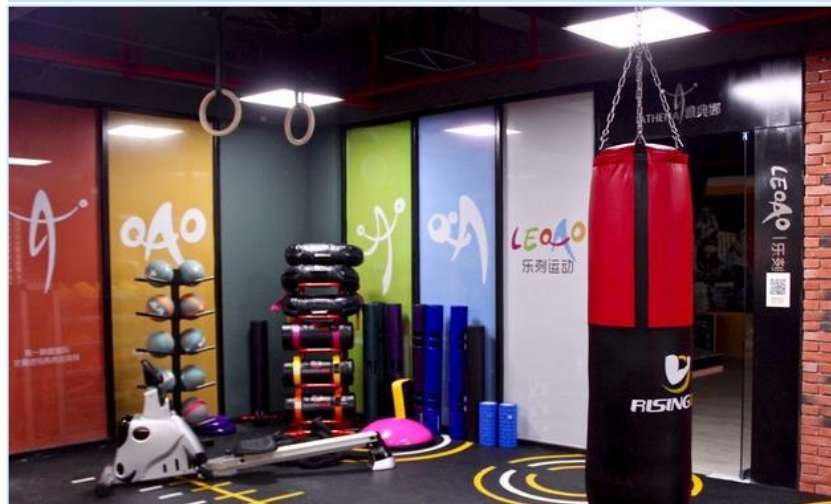
- 连锁化为主、个人工作室为辅。
- 高端化和平民化的两极路线发展。
 - 高端化：一站式高品质运动健康服务，增值服务实现收入增加。
 - 平民化：凭借价格优势迅速扩展网点，待商业模式和运营经验成熟之后有望发展成为便利店式连锁健身俱乐部。

图：Life Time Fitness综合性健身中心



资料来源：Life Time Fitness 官网

图：乐刻连锁健身俱乐部



资料来源：公司官网

5.2 趋势二：硬件改造+软件升级，智慧健身

■ 硬件改造：数据采集和监测，加深用户体验

- 智能终端配合智能会员卡实现会员身份识别。
- 体能指标实时监测，实现“边检测、边锻炼、边指导”。
- 视频及VR技术实现场景改进，增强趣味性提升用户体验。

图：钛酷科技提供的智能运动场景



资料来源：搜狐体育

图：浩沙健身俱乐部现场



资料来源：搜狐体育

5.2 趋势二：硬件改造+软件升级，智慧健身

- 软件升级：**APP**打造客户引流、数据分析记录、客户管理互动生态圈。
 - 线上线下实现双向客户导入。
 - 数据分析记录构建管理档案，指导科学健身。
 - ERP实现健身俱乐部管理信息化。

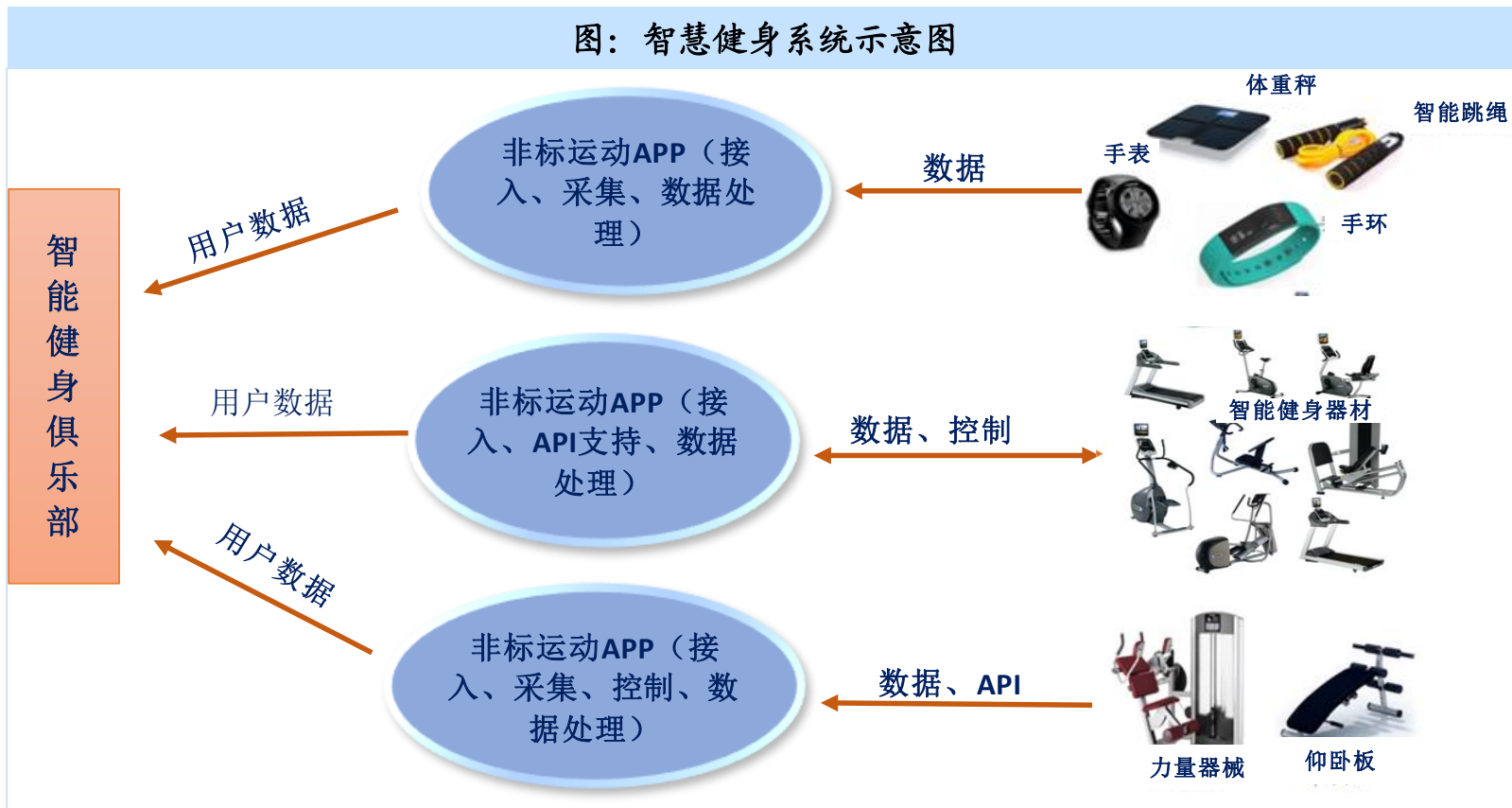
图：咕咚智能手环+App共同记录运动数据



资料来源：产品官网

5.2 趋势二：硬件改造+软件升级，智慧健身

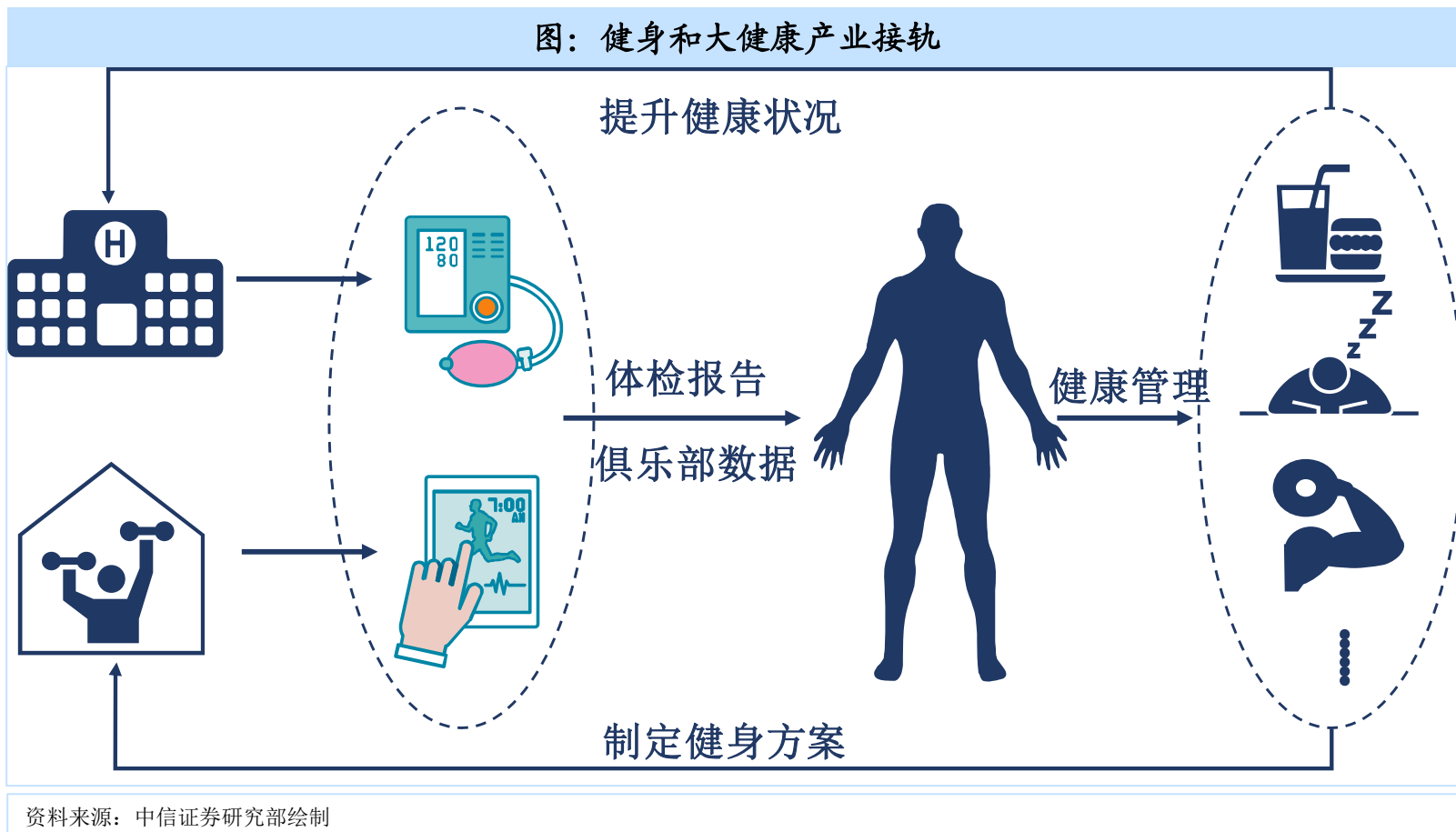
■ 智能化综合升级方案。



资料来源：中信证券研究部

5.3 趋势三：综合性健康管理服务

- 和大健康产业接轨，提供综合性健康管理服务。



六、投资建议及重点公司推荐

5.1 投资建议

■ 核心看好以下三类健身行业投资机会：

- 1. 具备品牌/管理/服务优势的区域健身俱乐部，望通过跨区域发展成为全国连锁的龙头健身俱乐部；
- 2. 有望形成竞争壁垒和成熟变现模式的新型连锁和健身APP；
- 3. 受益智慧健身升级的相关领域。

■ 重点公司推荐：

- 探路者：基金投资FitTime，拟布局健身产业；
- 贵人鸟：拟收购威尔士；
- 关注中体产业：中体倍力；
- 莱茵体育：收购飞马健身，打造智慧健身馆。

5.2 重点公司推荐

- **探路者：主业望调整触底，期待布局健身产业。**
 - **户外用品：**2016年调整、2017年望见底复苏。
 - **体育产业：**基金已投资FitTime、奥美健康、乐动天下、光猪圈等，未来望积极布局健身产业。
 - **评级：**2016/2017/2018年EPS预测0.35/0.50/0.67元，“买入”评级。

图：探路者三大事业群定位



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图：Fittime特色训练计划



资料来源：Fittime官网，中信证券研究部

5.2 重点公司推荐

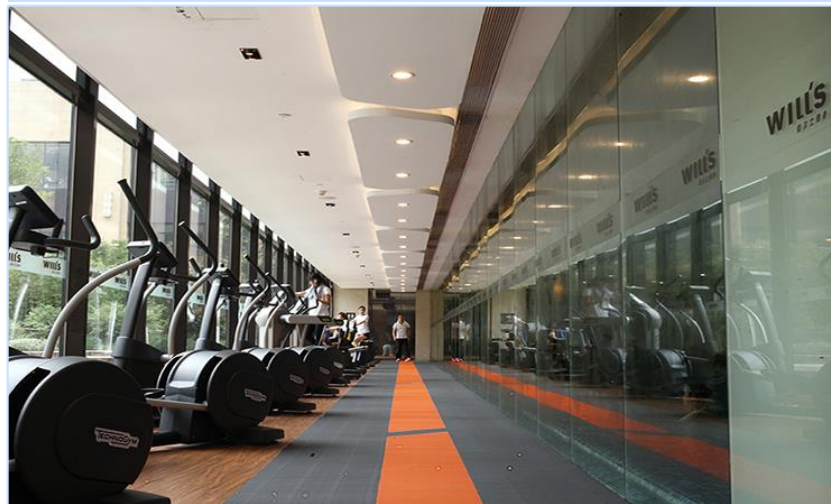
- 贵人鸟：拟收购威尔士，体育布局再下一城。
 - 体育产业集团：已经拥有赛事资源/内容（大/中体协）、媒体（虎扑、互联网视频）、变现（原品牌/运动品牌及渠道/经纪）的核心框架。
 - 健身布局发力：拟收购威尔士，旗下动域资本已投资多个互联网+新型健身项目（如超级猩猩、火辣健身、青橙科技等）。
 - 评级：预计公司2016/2017/2018年EPS为0.55/0.68/0.77元，“买入”评级。

图：动域资本投资案例



资料来源：动域资本官网，中信证券研究部

图：威尔士门店



资料来源：公司官网，中信证券研究部

致謝

薛 缘

中信证券研究部 纺织服装组首席、体育行业研究

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

免责声明

证券研究报告 2016年12月30日

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看<https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖CLSA group, CLSA Americas及CL Securities Taiwan Co., Ltd的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系CSI-USA和CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK)发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2016版权所有。保留一切权利。