

空间广阔龙头未现，需求渐起布局当时

2016年12月28日

投资要点

- ❖ **需求提升空间广阔，群雄割据龙头待起。**我国健身行业规模初现，健身俱乐部数量超 6000 家/会员人数 663 万/俱乐部收入约 300 亿元。但发展仍处起步阶段，目前每百万人仅拥有 5.6 个健身俱乐部，远低于韩国/美国/英国/日本/全球平均的 136/108/95/47/25 个；俱乐部会员渗透率仅 0.4%，低于美国/英国/亚太平均的 18%/13%/3.8%。随着一二线城市人均 GDP 达到 1 万美元，未来健身行业将享受持续快速增长，预计 2020 年健身俱乐部收入超 600 亿元，5 年 CAGR15%。参考美国经验，长期看行业有 4-5 倍增长空间。目前健身俱乐部区域特征明显/竞争格局分散，15 家区域龙头市占率不足 12%。未来具备品牌/管理/服务优势的健身俱乐部有望实现跨区域发展。
- ❖ **美国经验：30 年快速发展，多种类型均衡布局。**美国健身行业历经 60 年发展。80 年代以来，随着人均 GDP 突破 1 万美元，健身俱乐部迎来 30 年快速发展并走向成熟。健身俱乐部收入与人均 GDP 呈一致趋势，经历了 1982-1999 年快速发展、1999-2008 年稳步成长、2008-2014 年缓慢增长三阶段，CAGR 分别为 8%/4%/2.3%。期间俱乐部数量有两次爆发增长：1982-1990 年健身意识提升带来行业兴起，6211-13854 家(CAGR14.3%)；1996-2005 年快捷式连锁/精品工作室崛起，11655-30000 家(CAGR11%)。目前美国有 34000 多家俱乐部，形成大型多功能俱乐部/快捷式连锁俱乐部/精品专项工作室共存局面，代表公司包括 Life Time Fitness/ Planet Fitness 等。
- ❖ **健身俱乐部：平衡现金流&盈利，比拼管理&服务。**健身俱乐部需要在现金流和盈利能力之间不断平衡，店址选择至关重要（潜在收入 VS 租金成本），对销售团队依赖度高（会籍收入 VS 销售费用）。健身俱乐部收入包括会籍/私教/商品销售，成本费用包括租金/器械折旧/装修摊销/销售教练薪酬/水电费等。健身俱乐部的核心竞争要素是决策管理能力和综合服务能力。随着健身意识提升/运营能力增强，行业销售费用率有望下降、收入结构更均衡。
- ❖ **新型连锁/工作室/健身 APP 兴起，商业模式成熟化值得期待。**传统健身俱乐部凭借先发优势成为行业主导力量，新兴力量参与带来商业模式创新：1. 新型连锁主打不办年卡/按次预约，提供廉价特色的 24 小时健身服务，处于扩张期，如超级猩猩/乐刻/光猪圈；2. 个人工作室采取轻资产运营，优质服务吸引高质量客户群；3. 健身 APP 以内容、社交、数据等切入，已形成广泛用户基础，处于变现模式探索阶段（如电商/营销/内容付费/数据等）。
- ❖ **发展趋势：连锁化、智能化、综合性健康管理服务。**1. 形成连锁为主、工作室为辅的行业格局，连锁俱乐部向高端化和快捷大众化两端发展，工作室满足定制化需求。2. 智慧健身：硬件改造以数据采集监测/加深用户体验为重点，软件升级实现双向客户导入/数据管理档案构建/信息化管理。3. 接轨大健康产业，提供综合健康管理增值服务。
- ❖ **风险因素。**1. 经济下滑影响行业景气；2. 行业竞争加剧；3. 政策风险。
- ❖ **投资策略。**我国健身行业空间广阔龙头未现，需求渐起布局当时。首次给予健身子行业“强于大市”评级，核心看好三类行业投资机会：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（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）和莱茵体育（收购飞马健身，打造智慧健身馆）。

简称	股价 元	16E	EPS 17E	18E	16E	PE 17E	18E	评级
贵人鸟	30.76	0.55	0.68	0.77	56	45	40	买入
探路者	16.69	0.35	0.50	0.67	48	34	25	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2016 年 12 月 22 日收盘价



强于大市（首次）

中信证券研究部

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

相关研究

1. 体育产业专题研究系列报告（开篇）——大体育，大未来：开启产业黄金十年（2015-3-16）
2. 体育产业专题研究系列报告（之运动鞋服专题）——变现模式清晰，竞争格局稳定，景气持续上行（2015-4-20）

目录

行业概览	1
需求提升空间广阔，群雄割据龙头待起	2
行业规模初现，竞争格局分散	2
行业初具规模，对标欧美未来空间巨大	2
展望未来：行业需求逐步释放，2020 年规模可达 600 亿	5
美国经验：30 年快速发展，多种类型均衡布局	8
30 年发展史：两次爆发、两次调整，形成健康发展格局	8
竞争格局：连锁为主，多种类型均衡布局	10
健身俱乐部：平衡现金流&盈利，比拼管理&服务	12
健身俱乐部运营：平衡现金流和盈利能力的艺术	12
健身俱乐部现金流和盈利能力分析	13
核心竞争要素：决策管理能力、综合服务能力	16
新型连锁/工作室/ APP 兴起，商业模式成熟化值得期待	18
新型连锁俱乐部：廉价高效，提供特色服务	18
个人工作室涌现，“小而美”个性化服务	19
健身类 APP 兴起，变现模式有待探索	20
发展趋势：连锁化、智能化、综合性健康管理服务	23
趋势一：连锁化为主，高端和平民路线并重	23
趋势二：硬件改造+软件升级，智慧健身	23
趋势三：综合性健康管理服务	26
风险提示	26
投资建议及重点公司推荐	26
重点公司推荐	27

插图目录

图 1: 健身产业链	1
图 2: 2011-2015 年我国健身俱乐部总数 (单位: 个)	2
图 3: 2011-2015 年我国健身俱乐部会员人数及同比增速	2
图 4: 2015 年全球十大健身俱乐部市场 (按数量)	3
图 5: 2015 年全球十大健身俱乐部市场 (按收入) (单位: 亿美元)	3
图 6: 2014 年主要国家每百万人健身俱乐部数量 (单位: 个)	3
图 7: 2014 年各亚太主要国家参加健身俱乐部的人口比例	3
图 8: 各连锁俱乐部市场占有率 (以数量计)	4
图 9: 2000 年来中国人均 GDP 及增速	5
图 10: 美国人均 GDP 及服务业增加值比重	5
图 11: 中国主要城市 2015 年人均 GDP (单位: 元)	5
图 12: 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	6
图 13: 健身行业市场空间预测 (单位: 亿元)	7
图 14: 2016 年不同运动人群的运动频次对比	7
图 15: 我国经常参加体育锻炼的人数逐年增加	7
图 16: 各年龄段运动习惯统计	8
图 17: 各年龄段人群的健身需求	8
图 18: 美国健身俱乐部收入与人均 GDP 变化	8
图 19: 美国健身俱乐部数量变化	9
图 20: 2004-2014 年 Life Time Fitness 收入及净利润水平 (单位: 百万美元)	10
图 21: 2004-2014 年 Life Time Fitness 毛利率及净利率水平	10
图 22: 2004-2014 年 Life Time Fitness 会籍费收入及增长率 (单位: 百万美元)	11
图 23: 2004-2014 年 Life Time Fitness 会籍费占总营收比例	11
图 24: 2013-2015 年 Planet Fitness 收入及净利润水平 (百万美元)	11
图 25: 2013-2015 年 Planet Fitness 毛利率及净利率水平	11
图 26: 2011-2015 年 Planet Fitness 各项收入 (单位: 万美元)	11
图 27: 2011-2015 年 Planet Fitness 加盟费占总营收比例	11
图 28: Soul Cycle 单车健身工作室	12
图 29: 健身俱乐部经营模式	13
图 30: 健身俱乐部核心竞争要素分析	17
图 31: 超级猩猩门店及课程展示	18
图 32: 各类型会员卡销售额占比	19
图 33: 各教练提供的课程类别占比	19
图 34: 个人工作室淡旺季销售额情况	20
图 35: Keep 提供的健身视频课程	21
图 36: Keep 商城界面	21
图 37: FEEL 提供的各项课程服务	22

图 38: FEEL 的在线增高课程	22
图 39: 火辣健身与东风标致合作的“线”人爆料	22
图 40: 钛酷科技提供的智能运动场景	24
图 41: 浩沙健身俱乐部现场	24
图 42: 咕咚智能手环+App 共同记录运动数据	25
图 43: 智慧健身系统示意图	26

表格目录

表 1: 国内主要连锁健身俱乐部的地域分布情况	4
表 2: 行业规模预测城市划分	6
表 3: 健身俱乐部 2020 年行业规模预测	6
表 4: 健身俱乐部经营假设	14
表 5: 健身俱乐部现金流测算	15
表 6: 健身俱乐部盈利测算	16
表 7: 传统健身俱乐部与个人健身工作室的比较	20
表 8: 探路者盈利预测与估值	27
表 9: 贵人鸟盈利预测与估值	27

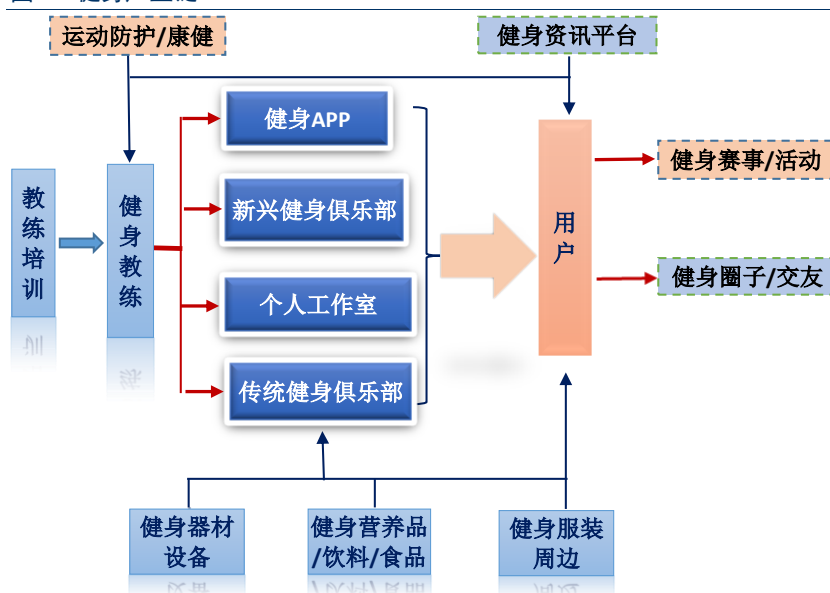
行业概览

健身产业链的核心构成包括健身俱乐部、健身 APP、健身教练和健身用户。用户从健身俱乐部/健身 APP 得到健身指导的同时还能形成健身交友圈和参与健身赛事，而教练也可通过健身俱乐部/健身 APP 对用户专业健身服务。最终健身产业通过场地、教练、广告及健身周边（设备、配餐、服饰等）等渠道变现。

本篇报告聚焦于健身产业核心部分，即健身俱乐部、个人工作室、新型连锁俱乐部以及健身 APP。

- ✓ **健身俱乐部**：提供专业健身服务，是健身产业链核心。健身俱乐部为健身运动的主要场所，包括连锁健身俱乐部（场地+教练）、个人工作室（私教为主，场地为辅）等，为用户提供健身场地、训练指导和健身配餐、服饰等周边产品。
- ✓ **健身 APP**：解决传统健身俱乐部痛点，满足碎片化健身需求。健身 APP 摆脱了时间、场地对于用户的约束，满足都市白领碎片化的简单健身需求，同时打造移动端健身交友平台。

图 1：健身产业链



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

需求提升空间广阔，群雄割据龙头待起

行业规模初现，竞争格局分散

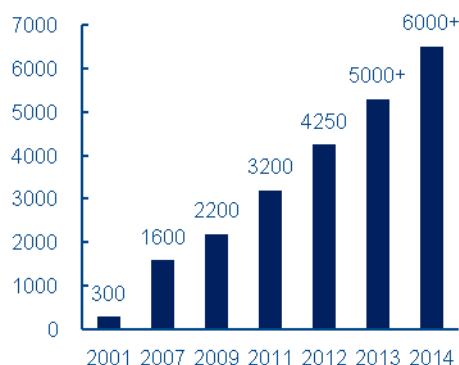
行业初具规模，对标欧美未来空间巨大

我国健身行业从诞生至今有 20 多年的发展历史，经历了力量健身（80 年代，男性为主、参与人少）、有氧健身（90 年代，会员制逐渐流行）、时尚健身（1998 年后，大型俱乐部诞生）三个发展阶段。随着经济快速发展，近几年健身行业快速成长、初具规模，同时涌现出了新的参与者和新的商业模式。

目前我国健身行业发展规模初现，从健身俱乐部的收入、数量和会员数来看，行业处于高速成长期：

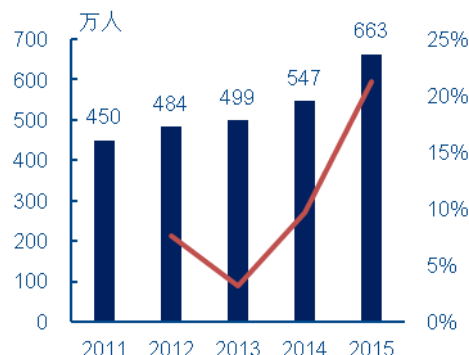
- ✓ 健身俱乐部年收入：2004 年我国健身俱乐部年收入约 5.82 亿美元，2012 年增至 36.9 亿美元（约 230 亿人民币），不到 10 年的时间里增长了近 7 倍（IBIS World 报告）。而根据 IHRSA 数据测算，2015 年我国健身俱乐部收入规模为 300 亿元左右。
- ✓ 健身俱乐部数量：2001 年我国仅有 300 家健身俱乐部，而到 2013 年健身俱乐部的数量超过 5000 家，根据 IHRSA 数据推算 2014 年健身俱乐部数量超过 6000 家。（智研数据中心，IHRSA）
- ✓ 健身俱乐部会员人数：2015 年我国健身俱乐部会员人数 663 万人、同比增长 21%。（AASFP）

图 2：2011-2015 年我国健身俱乐部总数（单位：个）



资料来源：智研数据中心，IHRSA，中信证券研究部

图 3：2011-2015 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

发展起步，空间巨大。目前，我国健身行业仍处于起步发展阶段，俱乐部收入规模、健身俱乐部数量、健身俱乐部会员渗透率等均远远低于世界很多国家和地区，存在巨大发展潜力。

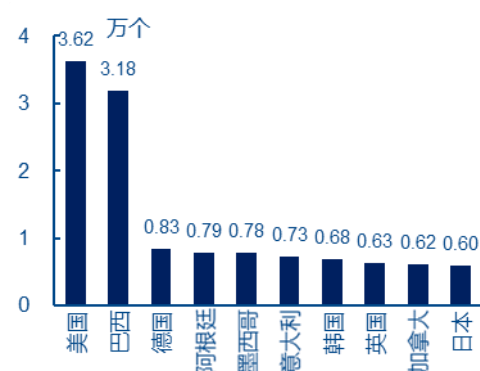
- ✓ **健身俱乐部数量少，人均健身俱乐部数量低。**从总体规模角度看，目前我国健身俱乐部无论是数量还是收入，都无法进入全球排名前十位。从人均角度看，加拿大、韩国、美国等国家，平均每万人就拥有一家健身俱乐部，全球平均每百万人拥有

25 家健身俱乐部，而我国平均每百万人口才有 5.6 个健身俱乐部，与全球平均水平相差近 4 倍。

- ✓ **健身俱乐部会员渗透率低。**根据 IHRSA，2014 年美国健身俱乐部会员人数达到 5400 万，会员渗透率（俱乐部会员数占总人口的比例）17.6%，加拿大、新西兰、英国、澳大利亚、德国的会员渗透率分别为 17.9%、14.8%、12.9%、11.4%、11.1%。

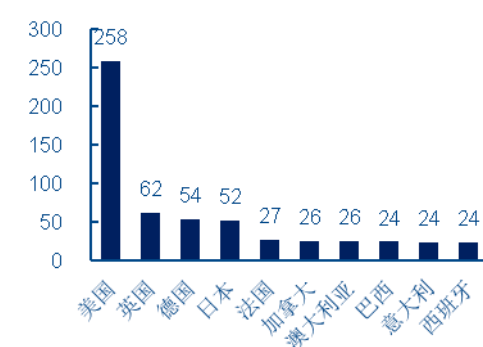
亚太地区属于新兴市场，大多数为发展中国家，所以健身俱乐部会员的平均渗透率很低，2014 年地区平均水平为 3.8%，而我国健身俱乐部的会员渗透率远远低于这一水平、仅为 0.4%，只有上海、北京等一线城市发展相对较为成熟。

图 4：2015 年全球十大健身俱乐部市场（按数量）



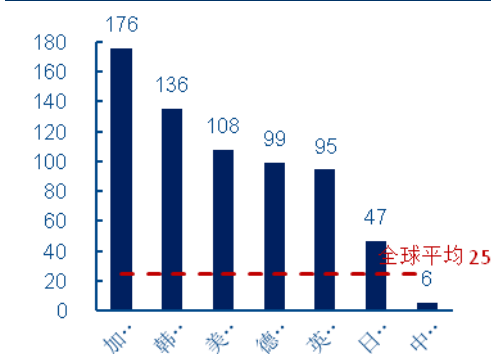
资料来源：IHRSA，中信证券研究部

图 5：2015 年全球十大健身俱乐部市场（按收入）（单位：亿美元）



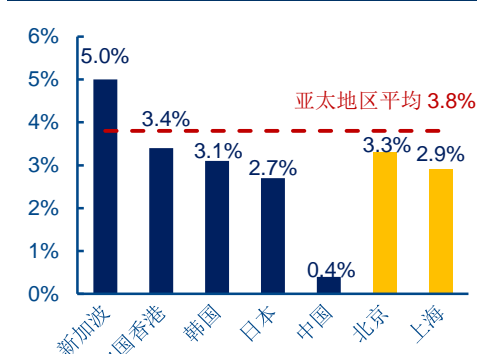
资料来源：IHRSA，中信证券研究部

图 6：2014 年主要国家每百万人健身俱乐部数量（单位：个）



资料来源：IHRSA，IBIS，中信证券研究部

图 7：2014 年各亚太主要国家参加健身俱乐部的人口比例

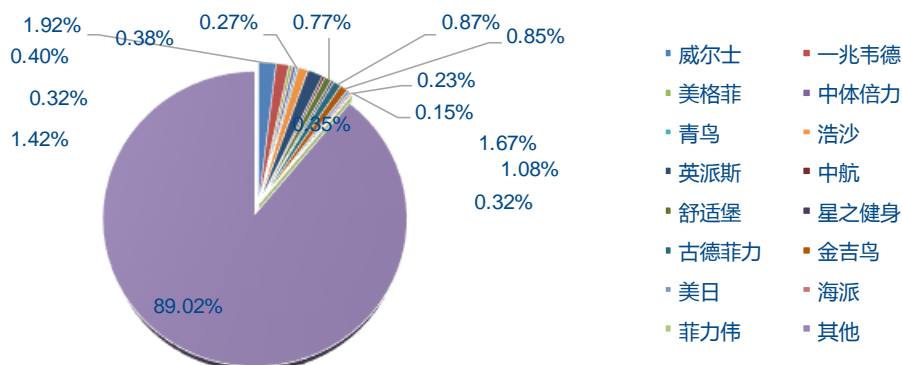


资料来源：IHRSA，中信证券研究部

竞争格局分散，区域特征明显

健身行业竞争格局分散，15 家具备规模优势的区域龙头市占率不足 12%（按俱乐部数量）。目前，国内尚未形成真正意义上的全国连锁健身企业，健身俱乐部区域特征明显，如上海的一兆韦德/威尔士、北京中体倍力/浩沙、宁波美日、南京金吉鸟、深圳中航时尚等。由于健身市场门槛较低，大量竞争者的涌入导致目前国内健身市场格局较为分散，15 家具备规模优势的区域龙头一共拥有 600 多家健身俱乐部，市占率不足 12%。

图 8：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

一线城市健身意识较为普及，上海、北京已出现区域龙头，竞争格局正在形成；二线城市健身意识正在培养，部分地区出现主导品牌；三、四线城市尚处朦胧期。

- ✓ **一线城市健身意识普及，格局相对清晰。**一线城市人口密度大，公民健身意识强，对健身的刚性需求较大。上海形成了以威尔士和一兆韦德为主导的竞争格局，目前威尔士和一兆韦德在上海的门店数量达到了 150 家左右，占上海健身俱乐部总数的 20% 左右；北京的中体倍力、浩沙和青鸟都各自占据一定的市场份额，但还尚未形成较强竞争优势；广深地区以中航和古德菲力为主，进驻的健身俱乐部相对较少，尚未形成气候。
- ✓ **二线城市公民的健身意识尚处于培养期，部分地区出现了主导健身品牌。**如南京地区，形成以金吉鸟为主导的健身俱乐部，其在南京拥有 27 家门店；美日健身的市场全部分散在宁波地区，在该地区处于主导地位，竞争上具有相对的优势。
- ✓ **三、四线城市正处于朦胧期。**居民尚未形成较强的健身意识，同时考虑到三、四线城市地方政府保护主义色彩浓厚，很多健身俱乐部都不选择三、四线城市作为潜在的发展标的，因而竞争相对较小，仅有一些小的健身俱乐部用于满足居民多样化的健身需求。

区域龙头健身俱乐部已经形成一定规模优势，并在不同程度上完善经营管理能力和综合服务能力。未来，随着我国健身市场需求逐渐提升，具备优秀管理团队的健身俱乐部有望实现跨区域发展。

表 1：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	

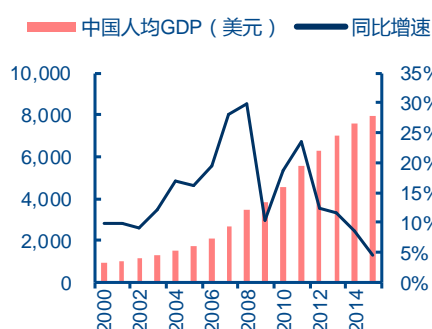
资料来源：中信证券研究部根据公司官网、公告、互联网等公开渠道信息整理

展望未来：行业需求逐步释放，2020 年规模可达 600 亿

人均 GDP 增长催化服务业发展。欧美发达国家均曾经历过服务业快速发展的时期，尤其是当各国人均 GDP 达到 10000 美元时，服务业将进入高速增长通道，如美国 1979 年时人均 GDP 达到 11302 美元，服务业在接下来的二十年时间内均保持快速上升趋势，期间服务业增加值比重由 62.9% 增加至 75.4%。

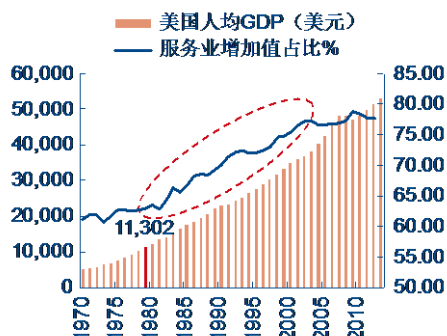
中国健身俱乐部市场规模有望快速扩张。2000-2015 年中国人均 GDP 经历快速增长期，复合增长率高达 15.20%，2015 年人均 GDP 已近 8000 美元。尤其在一二线城市，人均 GDP 基本已超 10000 美金，人们对健身等服务的需求提升。对比美国第一个爆发期，中国俱乐部数量有望进入高速增长期，健身俱乐部收入随人均 GDP 持续稳定增长。

图 9：2000 年来中国人均 GDP 及增速



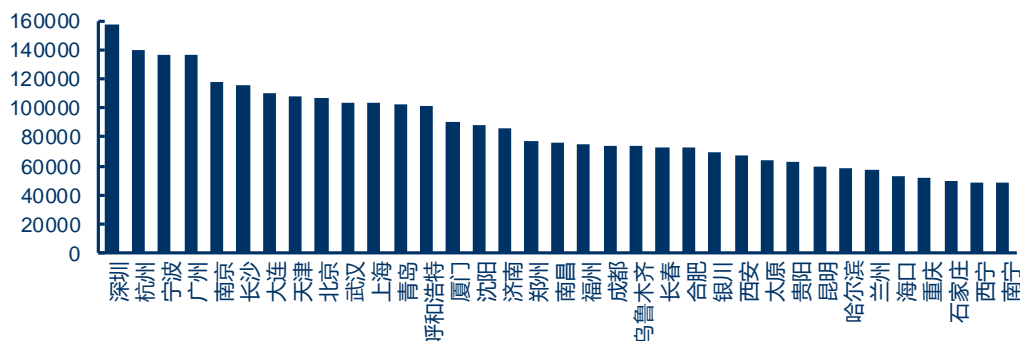
资料来源：wind，中信证券研究部

图 10：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

图 11：中国主要城市 2015 年人均 GDP（单位：元）



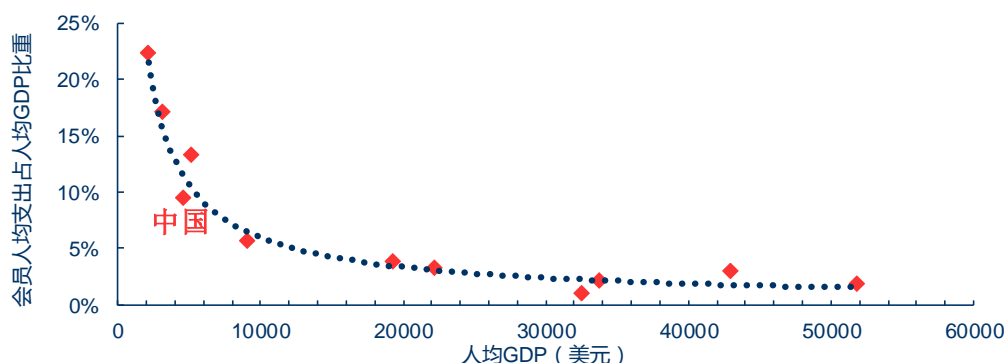
资料来源：wind，中信证券研究部

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

对亚太地区各国健身俱乐部行业发展情况以及中国现状，通过从人均支出以及渗透率两方面入手对于未来中国健身俱乐部规模做出预测：

- ✓ **不同人均 GDP 条件下的人均健身支出水平：**通过对 2010 年亚太地区国家俱乐部会员人均支出占 GDP 比重与人均 GDP 之间的关系分析可以发现存在显著的幂函数关系，因此可通过对未来中国地区人均 GDP 的预测估计各地区会员人均支出水平。

图 12：2010 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，中信证券研究部测算

- ✓ **不同地区的渗透率：**中国地区经济发展差异较大，北上广深等一线城市健身俱乐部发展较为成熟。2014 年上海、北京健身渗透率已达 3.3%、2.9%。因此区分不同地区并依据目前渗透率结合他国经验估计行业规模更为合理。

表 2：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	1.8-2 万美金
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

根据估计结果，2015 年中国健身俱乐部收入规模为 306.53 亿元，至 2020 年规模将增至 608.62 亿元，整体渗透率达 1.0%，其中一线城市、新晋一线城市、二线/省会城市以及其他城市收入规模分别为 141.59 亿元、218.27 亿元、138.83 亿元、109.93 亿元。

表 3：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

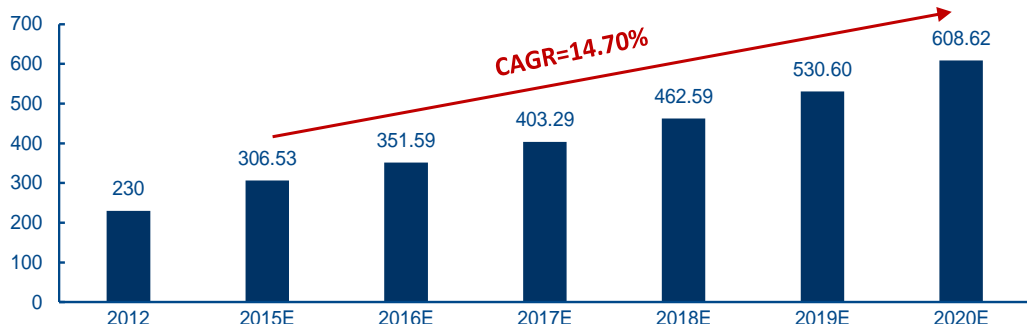
资料来源：中信证券研究部预测

以俱乐部会员数测算：根据 AASFP 统计，2015 年我国健身俱乐部会员总数为 663 万人；而国家体育总局《2016 年健身教练职业发展报告》表明约 1/3 的俱乐部会员选择购买私教课程；根据国家体育总局，截至 2015 年我国经常参加体育锻炼的人数为 3.6 亿，结合国务院《全民健身计划（2016-2020 年）》中提出的目标，到 2020 年经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿。现假设俱乐部会员数/经常参加体育锻炼人数的比例每年递增 5%，会籍费 2000 元/年，私教单价 400 元/课时、人均购买 30 课时/年及购买比例不变，据此我们预计 2020 年我国健身服务行业的市场规模将达到 600 亿元，与上述预测基本一致。

以俱乐部数量测算：综合 AASFP 以及智妍数据中心的统计，2015 年我国健身俱乐部数量约 4800 家，2009-2015 年的复合增长率约 6%，假设俱乐部数量以每年 6% 的速度增

长，以平均每个俱乐部每年收入 1000 万元计算得到，测算到 2020 年我国健身服务行业市场规模约 640 亿元，与上述两种预测结果均基本一致。

图 13：健身行业市场空间预测（单位：亿元）



资料来源：IBIS World 报告，中信证券研究部预测

根据美国经验，随着人均 GDP 跨越 1 万美元，美国健身俱乐部行业快速成长，行业收入规模从 1980 年的不到 50 亿美元，发展到 2014 年的 242 亿美元，期间增长 4-5 倍。

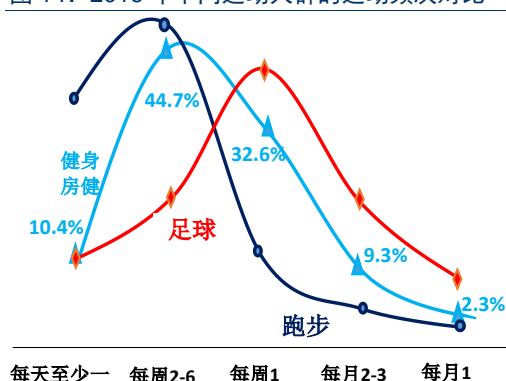
多因素支撑需求快速增长，中青年成消费主力军

随着收入水平提高，国民的消费理念升级，对于健身等品质型、体验型消费需求增长。除此之外，健身意识的增强与消费人群的变迁也同样推动健身行业需求释放。

体育消费人群扩张，健身意识增强。随着大众对健康关注程度的增加，人们参与运动的意识增强。根据国家体育总局数据显示，截至 2015 年，我国经常参加体育锻炼的人数为 3.6 亿，且呈逐年增加趋势，根据《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》规划，到 2020 年经常参加体育锻炼的总人数达到 4.36 亿人。

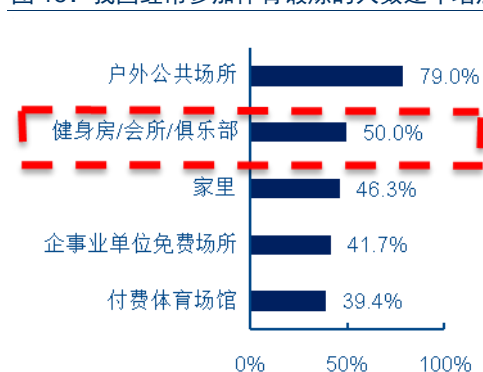
而健身俱乐部一方面能满足都市白领“随到随练”的快速生活节奏，另一方面并不像其他竞技类运动项目对技巧和体能的要求较高，因而广受欢迎。据艾瑞咨询调查显示，2016 年运动人群中 50% 的人主要运动场所包括健身房/会所/俱乐部。

图 14：2016 年不同运动人群的运动频次对比



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

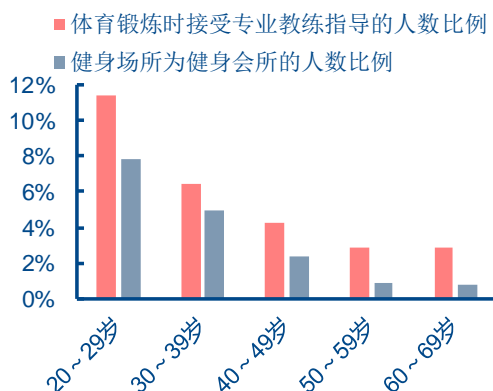
图 15：我国经常参加体育锻炼的人数逐年增加



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

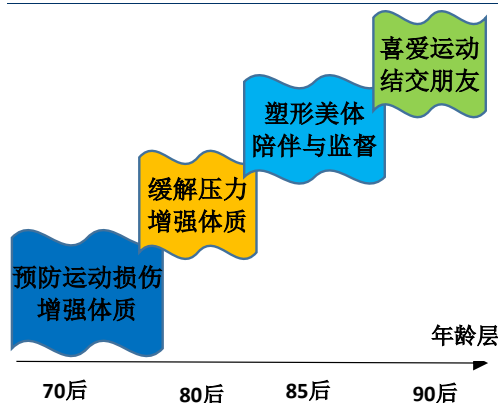
消费特征改变，中青年成健身消费主力军。不同年龄段人群健身消费目的具有显著差异，健身在 80 后成为减压、塑形与交友的一种方式，而健身俱乐部能提供更好的健身服务以及社交环境，成为了中青年的主要运动场所之一。据统计，20-39 岁中青年人群对健身会所与专业教练的需求显著高于其他年龄段，并且健身俱乐部客户中 70% 为中青年客户，年轻群体成为健身俱乐部的主流受众。

图 16：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

图 17：各年龄段人群的健身需求



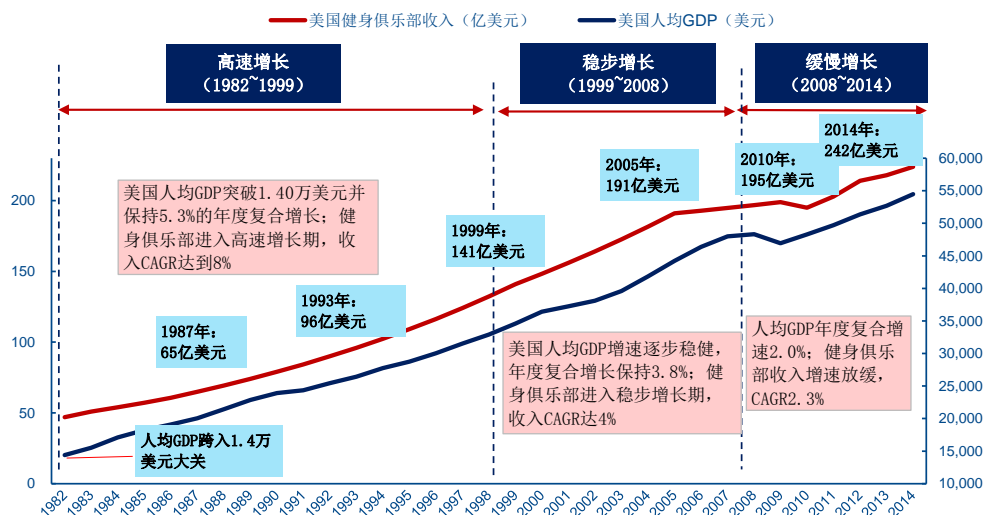
资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

美国经验：30 年快速发展，多种类型均衡布局

30 年发展史：两次爆发、两次调整，形成健康发展格局

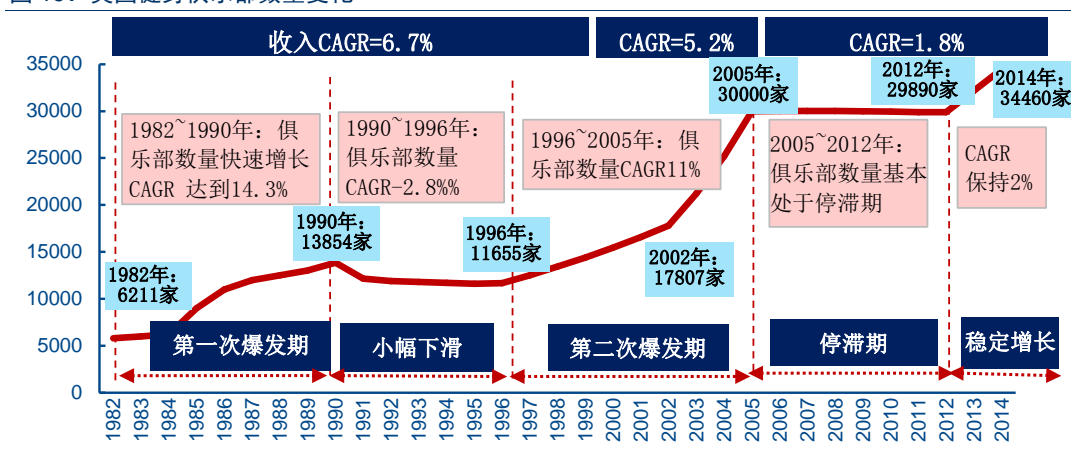
美国健身俱乐部经历了 60 多年的发展历程。20 世纪 80 年代以来，伴随人均 GDP 的增长，健身俱乐部收入和数量双双实现了高增长，期间经历了两次发展爆发期以及两次调整期，目前呈现稳步增长的健康发展态势。

图 18：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

图 19：美国健身俱乐部数量变化



资料来源：IHRSA，中信证券研究部

美国健身俱乐部的收入与人均 GDP 呈现一致的趋势，按收入增长的幅度可以将美国健身俱乐部的发展历程分为三个阶段：

- ✓ 快速发展期（1982~1999 年）：1982 年美国人均 GDP 突破 1.40 万美元，1982~1999 年人均 GDP 复合增长保持 5.3%。健身俱乐部进入快速发展期，收入从 1982 年的不到 50 亿美元增加到 1999 年的 141 亿美元，2015 年 CAGR 约为 8%。
- ✓ 稳步增长期（1999~2008 年）：人均 GDP 增速逐步稳健，1999~2008 年复合增长率保持 3.8%；健身俱乐部进入稳步增长期，到 2008 年收入达到约 190 亿美元，1999~2008 年 CAGR 约 4%。
- ✓ 缓慢增长期（2008~2014 年）：2008~2014 年人均 GDP 年度复合增速约 2.0%，健身俱乐部收入增速放缓，2014 年达到 242 亿美元，CAGR 约 2.3%。

美国健身俱乐部数量经历了五个发展阶段：

- ✓ 1982~1990 年第一次爆发期：伴随人均 GDP 的增加以及健身意识的增强，健身服务行业在美国开始兴起并快速发展，8 年间俱乐部数量从 6211 家快速扩张到 13854 家，CAGR 约 14.3%。
- ✓ 1990~1996 年小幅下滑阶段：1990~1996 年间，尽管健身俱乐部的收入仍处于高速增长期，但数量却下降了 15.9% 到 1996 年的 11655 家，说明美国的健身俱乐部行业进入精细化管理时期，部分管理不善的俱乐部在竞争中被淘汰或关闭门店，与此同时，单个俱乐部门店的收入在增加。
- ✓ 1996~2005 年间，伴随俱乐部收入的稳步增长，健身俱乐部进入第二次爆发期，到 2005 年达到约 30000 家，CAGR 约 11%，这段时期的数量增长来自大量快捷式连锁俱乐部以及精品专项工作室的迅速崛起。
- ✓ 从 2005 年起，伴随收入的放缓，俱乐部数量进入停滞期，推测是由于前期经历了较长时间的快速增长之后行业面临调整以及金融危机的影响所致，到 2012 年全美健身俱乐部约 29890 家。
- ✓ 2012 年以后，健身俱乐部数量增速稳定，CAGR 保持在约 2%，到 2014 年达到 34460 家。

竞争格局：连锁为主，多种类型均衡布局

目前，美国健身服务行业拥有 34000 多家健身俱乐部，形成了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的局面。

- ✓ **大型多功能健身俱乐部**：面积较大，通常在 5000 平方米以上；会费较高，超过 70 美元/月；除传统健身项目外，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。
- ✓ **快捷式连锁俱乐部**：面积中等，通常在 1000~1500 平方米之间；会费很低，约 10 美元/月；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。
- ✓ **精品专项工作室**：面积一般不超过 1000 平方米；会费相对较高；仅提供瑜伽、普拉提、室内单车等单项或几项健身项目。

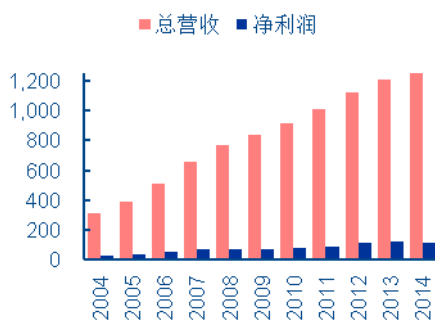
与工作室相比，连锁型俱乐部具备品牌、门店等优势。其中，大型多功能健身俱乐部凭借其全方位、一体化的多元服务，吸引了众多中高端收入的会员；快捷式连锁俱乐部凭借超低的会费和较多的门店分布，无论在会员数还是俱乐部数量上都保持较快的增速。

Life Time Fitness：一站式高品质运动健康服务

Life Time Fitness 成立于 1992 年，2004 年在美国纽交所上市，2015 年 3 月被私有化（交易对价超过 40 亿美元）。2014 年公司实现营业收入 12.91 亿美元、净利润 1.14 亿美元，毛利率 42.33%，净利率约 8.86%。

自成立以来，公司不断扩张，拥有的俱乐部数量从 2004 年的 44 家增长到 2015 年的 114 家，会员数超过 140 万人，俱乐部平均面积约 10000 平方米。除提供运动健身服务外，还为会员及其家庭成员提供咖啡、SPA、儿童活动中心等增值服务。公司会员卡多为月卡，费用从 45~160 美元/月不等，此外还提供双人或家庭会员卡，会籍费 75~340 美元/月。

图 20: 2004-2014 年 Life Time Fitness 收入及净利润水平（单位：百万美元）



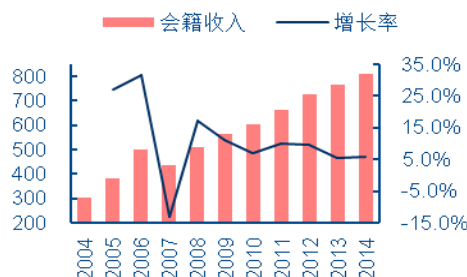
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 21: 2004-2014 年 Life Time Fitness 毛利率及净利率水平



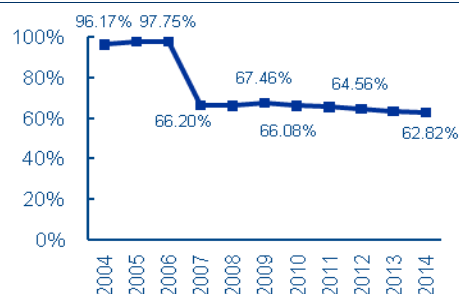
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 22: 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 23: 2004-2014 年 Life Time Fitness 会籍费占总营收比例



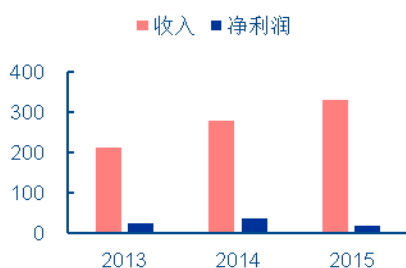
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

Planet Fitness: 低会费吸引会员, 加盟扩张路线

成立于 1992 年, 2015 年在美国纽交所上市。2015 年共有 1124 家门店 (其中, 加盟店 1066 家, 自营店 58 家), 会员数 730 万人, 俱乐部平均面积约 2000 平方米。2015 年公司实现收入 3.3 亿美元, 净利润 1851.8 万元, 净利率 5.60%。

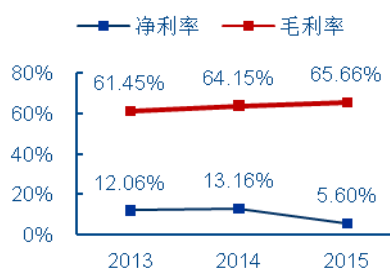
公司靠低会费吸引了大批中低收入人群, 一般会员仅需支付 10 美元/月的会籍费。公司品牌知名度以及提供的经营管理咨询服务受到加盟商的青睐, 成立以来无论业绩、门店数量和会员总数都实现了快速扩张。

图 24: 2013-2015 年 Planet Fitness 收入及净利润水平 (百万美元)



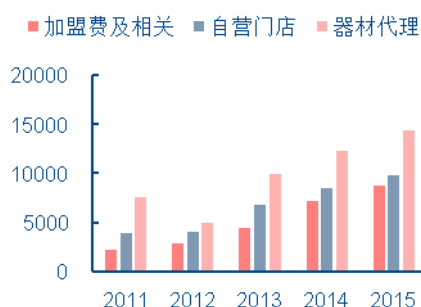
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 25: 2013-2015 年 Planet Fitness 毛利率及净利率水平



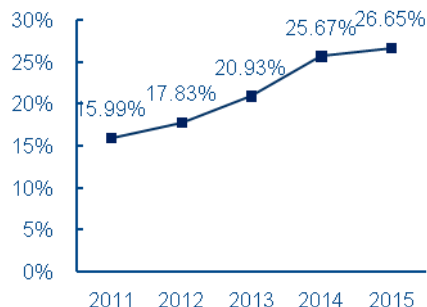
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 26: 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 27: 2011-2015 年 Planet Fitness 加盟费占总营收比例



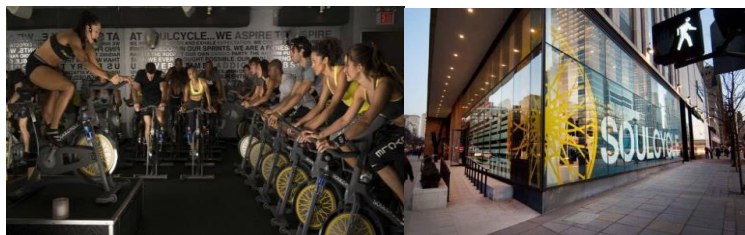
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

Soul Cycle：精品单车健身工作室

成立于 2006 年，2011 年被 Equinox 收购，并于 2015 年递交了上市申请。截至 2015 年在美国拥有 38 家工作室，其中 24 家都是 2012 到 2014 年的两年时间开设的。

Soul Cycle 实行非会员制，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。在标准的 45 分钟课程内，学员可以进行舞蹈、高阻动感单车等环节，俱乐部倡导精致高效的生活方式，斗志昂扬的运动氛围以及极富煽动性的教练，使得俱乐部会员忠诚度极高。与此同时，SoulCycle 主动鼓励、甚至打造教练成为“网红”，以此吸引大量忠实粉丝。

图 28：Soul Cycle 单车健身工作室



资料来源：公司官网宣传图

健身俱乐部：平衡现金流&盈利，比拼管理&服务

健身俱乐部运营：平衡现金流和盈利能力的艺术

健身俱乐部拥有设施齐全的健身运动场馆，提供专业丰富的健身器械和训练场地，如无氧器械（局部及综合力量器械）、有氧器械（跑步机、动感单车）、操课训练场等。健身俱乐部采用会员制管理，需成为俱乐部的会员并缴纳会籍费后，才能在规定时间内或次数内享受相关服务。同时，健身俱乐部还会聘请专业健身教练为会员提供有偿健身指导课程，主要包括一对一私教和一对小多团课。另外，健身俱乐部还会出售营养补剂及服装等运动周边产品。

健身俱乐部经营过程中具备以下几个特点：

- ✓ **现金流是健身俱乐部行业非常重要的经营指标。**开设一家健身俱乐部的前期投入成本较高，包括器械购置、装修等费用；同时，日常经营过程中的成本费用也较高，包括房租、物业费、人工、水电费等。因此，健身俱乐部对于现金流收入十分看重。

开业前，健身俱乐部通常采取预售模式，提前发展会员、获得预付的会籍费收入，快速收回前期投入资金。正常营业之后，在发展新会员、销售私教课程的过程中，也倾向于一次性销售更长时间会籍卡（多年卡）或更多次数私教课程的方式保证当期现金流收入。

- ✓ **店址选择至关重要。**健身俱乐部往往需要较大面积的场地（通常为 1000-3000 平米），同时辐射半径有限（通常为 3-5 公里），因此店址的选择至关重要，需要平衡人口密度、租金成本等多重因素。地理位置好、潜在客户质量高的优质门店成为争夺的对象，各家俱乐部都希望通过门店扩张提前介入发展潜力好的地区，形成先发优势。

健身俱乐部的选址主要有三个方向：一是城市核心商业区、商务区；二是城市次级（片区性）商业商务区、高科技/文化产业园区；三是高档社区内部的会所。健身

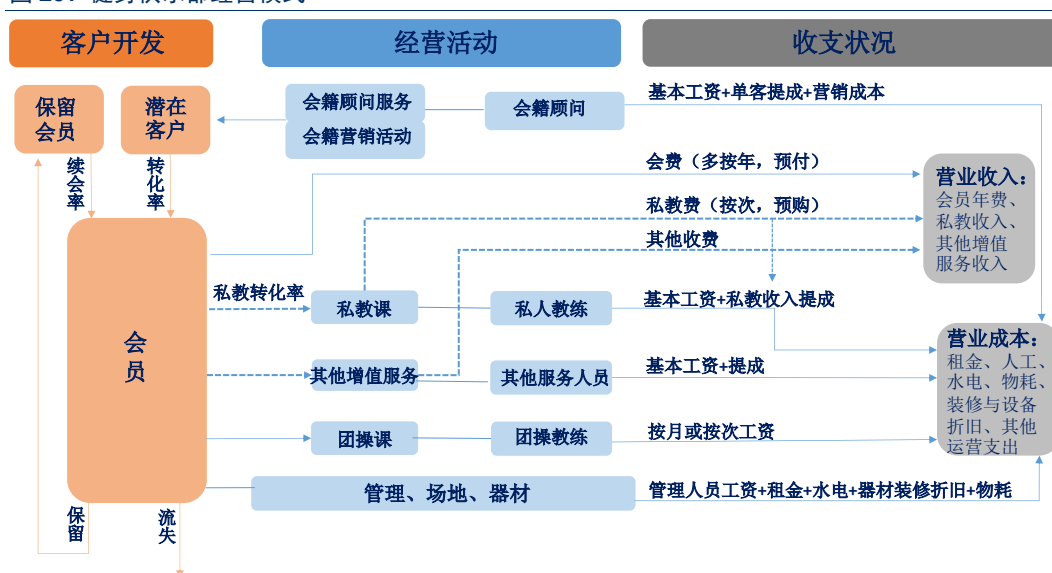
俱乐部在选址时需要在租金价格和潜在消费人群数量中找到平衡点，一般而言，核心商业区中心人流集中、且能够起到品牌宣传效果，但是租金往往较高；高端社区往往兼具较低的租赁成本和稳定的优质客户。

- ✓ **对销售团队能力依赖度较高，销售费用占比高。**目前，会籍卡营销团队在健身俱乐部会员开发过程中起到了至关重要的作用。虽然我国居民的健身意识逐渐提升，但是主动选择去健身俱乐部付费运动的人数仍然有限，因此往往需要销售团队教育引导，将潜在消费者转化为付费会员。

会员数量是健身俱乐部健康运营的核心：一方面，会籍费用能够帮助健身俱乐部快速收购前期投入资金；另一方面，只有俱乐部拥有足够的会员，才能够进行接下来的多次变现（如私教课程购买、商品购买等）。因此在现阶段，大多数俱乐部选择给予销售团队较大的激励政策，以保证获得足够的会员人数。

综合来说，健身俱乐部行业是一个重视现金流运营能力、同时兼顾盈利能力的行业，经营者必须具备在现金流和盈利能力两者之间不断平衡的能力，具体来说包括：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（现金流 VS 长期盈利能力）等。

图 29：健身俱乐部经营模式



资料来源：中信证券研究部

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

健身俱乐部的收入来源主要分三大部分：（1）会籍费收入，是健身俱乐部的基础收入；（2）私教收入，为有需求和经济基础的客户提供个性、专业训练指导，所得收入由教练和俱乐部按约定比例分成；（3）商品销售收入，包括销售营养补剂和服装周边产品。目前，会籍费和私教课程是健身俱乐部最重要的收入来源。

- ✓ **会籍费：收入占比超六成。**会籍费指会员为享有健身俱乐部的基础设施而需要承担的费用，通常采取预付费的方式，客户需购买会籍卡后凭卡消费，通常分为年卡/月卡/次卡等，一般年卡费用在 3000 元上下。目前，会籍费是健身俱乐部占比最高的收入来源，普遍达到 60%以上。

会员保有量决定会费收入。会员保有量是指拥有会籍卡的会员人数，决定了俱乐部的会籍费收入规模。通常一家 2000 平米的健身俱乐部可容纳 2500 名左右的会员，平均每天到店人数为 10% 左右。单个健身俱乐部的会员辐射半径有限，一般为 3~5 公里，当会员保有量达到俱乐部承受范围之后，提高老客户的续卡率成为健身俱乐部能够持续经营的关键。

- ✓ **私教收入：有效提升客单价。**健身俱乐部会员可以分为边缘会员、参与会员和深度会员。其中，边缘会员健身次数有限、很难转化为课程用户；参与会员一方面有健身课程的需求，另一方面追求性价比，是占比最多的会员人群；而深度会员对健身教练要求高、价格承受能力更强。

一二线城市的私教费用在 300-1000 元/课时之间，相较 3000 元/年的年卡费用，私教费用相对高昂，大部分消费者来自中高产阶级及资深会员。根据 2016 年健身教练职业发展研究报告，约 1/3 的俱乐部会员会选择健身教练，在这些请健身教练的用户，他们平均每年在健身俱乐部和健身教练上的花费约 1.2 万元。可见，深度挖掘核心会员，开发私教课程，有利于提高客单价从而增加健身俱乐部坪效。

成本分析：租金和人工成本最高

健身俱乐部的经营成本主要包括场地租金、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。其中租金和人力开支是占比最高的成本项。

- ✓ **场地租金。**健身俱乐部需要较大面积的经营场地，一般分为 1000 平米以下、1000-2000 平米、2000-3000 平米、3000 平米以上几个标准。店铺租金费用差别较大，主要取决于选址位置。以一线城市为例，租金一般为 5-10 元/平米/天，核心商圈可能会出现超过 15 元/平米/天价格，而较偏的位置价格可以控制在 2-5 元/平米/天。2000 平米健身俱乐部租金成本大概为 360-700 万元之间。
- ✓ **器材折旧和装修摊销。**新开健身俱乐部需要进行设备和装修的投入，然后分别在经营周期中进行折旧和摊销。一般情况下采购设备和店铺装修的成本价格均为 1000-1200 元/平米，以 2000 平米的俱乐部为例，前期设备和装修的一次性投入约在 400-500 万元左右。其中，装修成本按照 3-5 年摊销，设备成本按照 5-8 年折旧。
- ✓ **销售和教练薪酬。**销售顾问和私人教练普遍采取“底薪+提成”的方式，很多连锁俱乐部的销售顾问和私人教练薪酬甚至超越房租，成为俱乐部成本中占比最大的一项。以上海地区为例，销售顾问的会籍费提成一般为 30% 左右，考虑到底薪、住宿、营销物品等支出，一般会籍卡销售费用率大约为 35-40% 左右。私教销售提成一般为 10% 左右，教练体系内管理抽成 5-10%，私教课程销售费用率大约为 15%-20%；每节私教课给教练的课时费提成在 20%-50% 不等（根据教练级别）；综合下来私教薪酬占比约为 50%。

现金流和盈利能力模拟测算

为了更好的分析健身俱乐部的现金流和盈利能力，我们以面积 2000 平方米的中型健身俱乐部为例，假设其经营情况理想，模拟分析新开业两年内现金流和盈利情况（没有考虑经营季节周期和商品销售）。

根据测算，如果一家健身俱乐部选址合理、营销理想，有望于开店第一年实现现金流入和现金流出平衡，第二年开始每月产生净现金流入并实现利润表盈利。

表 4：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

表 5：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	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	46	944

资料来源：中信证券研究部测算

表 6：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：中信证券研究部测算，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

核心竞争要素：决策管理能力、综合服务能力

综合以上分析，我们认为健身俱乐部最重要的核心竞争要素有二：一是优秀的决策能力和管理能力，二是优质的综合服务能力。

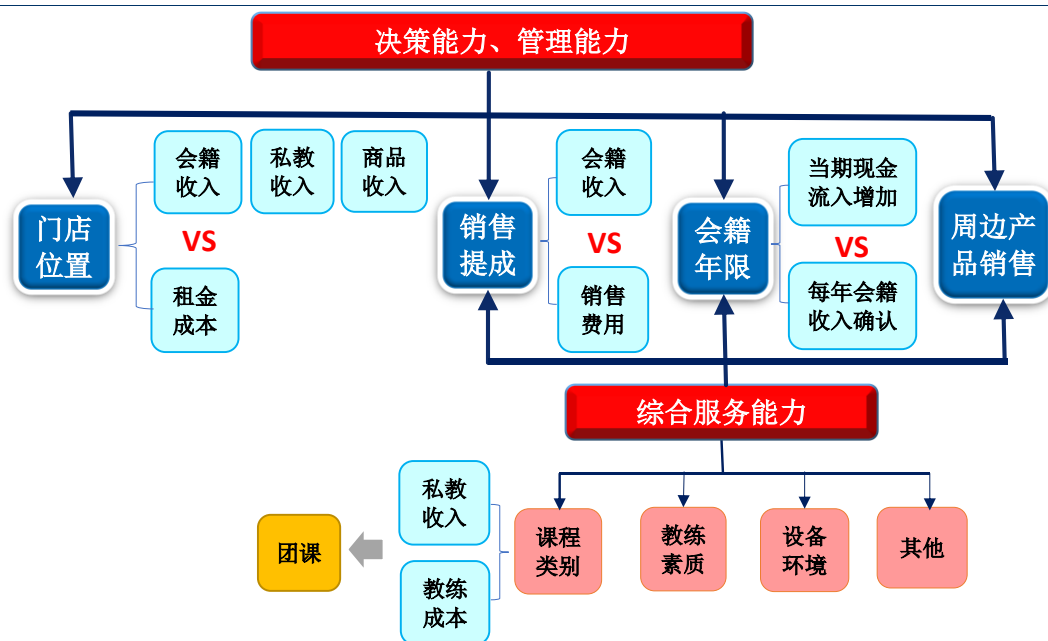
- ✓ **优秀的决策能力和管理能力：**正如前文所述，健身俱乐部行业是一个重视现金流运营能力、同时兼顾盈利能力的行业，经营者必须具备在现金流和盈利能力两者之间不断平衡的能力，具体来说包括：门店位置选择（潜在销售 VS 租金）、销售提成（会籍收入 VS 销售费用）、会籍期限（现金流 VS 长期盈利能力）等。

因此，健身俱乐部经营团队综合的决策能力和管理能力十分重要。尤其对于希望成为连锁品牌、甚至实现跨区域经营的健身俱乐部来说，是否能够搭建一支了解区域市场、销售能力优秀、内部管控严格的管理团队，是成功的关键所在。

- ✓ **优质的综合服务能力：**经营健身俱乐部的实质，是为消费者提供健身服务产品，因此优质的综合服务能力将最终决定消费者的去留。通过提升健身俱乐部的服务能力，包括教练素质、特色课程、设备环境、增值服务等，可以提升会员二次消费比例（私教、商品）、提升续约率、降低多年卡销售比例、降低销售提成比例等。

经过近二十年的发展，上海、北京、深圳、南京、杭州等城市的区域龙头健身俱乐部已经形成一定规模优势，并在不同程度上完善经营管理能力和综合服务能力。未来，随着我国健身市场需求逐渐提升，具备优秀管理团队的健身俱乐部有望实现跨区域发展。

图 30：健身俱乐部核心竞争要素分析



资料来源：中信证券研究部

随着消费者付费健身意识增强、健身俱乐部整体运营能力的提升，我们认为行业将形成以下两个趋势判断：

- ✓ **销售费用率有望逐渐降低。**目前，健身俱乐部销售费用率较高，主要原因有二：一是消费者健身意识薄弱，销售人员不可或缺，推销会籍卡的过程也能够起到教育引导消费者的作用；二是健身俱乐部服务质量差异化不明显，竞争激烈倒逼健身俱乐部经营者提升销售提成以增加会员人数，希望圈住更多消费者实现私教等二次消费。

未来，随着我国人均 GDP 的不断提升，人们健身意识有望逐渐增强，会有更多消费者主动选择到健身俱乐部付费健身。同时，健身俱乐部将逐渐提升自身的服务能力，提升品牌影响力和会员留存度，降低对销售的依赖程度。因此，从较长时间来看，我国健身俱乐部的销售费用率有望逐渐降低。

- ✓ **收入结构更为均衡，私教收入和商品销售的占比逐渐提升。**目前大多数健身会员仍停留在购买会籍卡的入门级消费。未来，消费者意识提高和健身俱乐部服务升级将共同扩大参与会员和深度会员比例，促进私教与周边产品需求增长。

1. 团课释放参与会员课程需求：相比 1 对 1 私教课程，团课可以让客户间有相互的交流和配合，更具趣味性和健身氛围，颇得数量众多的参与型会员的认可。目前多人团体课程占比小但增长快，未来或将成为俱乐部重要收入来源。**2. 健身需求增长带动周边产品销售：**随着客户健身意愿提高和消费升级，对于营养补剂、服饰、可穿戴设备等周边产品的需求也将增加，而目前俱乐部周边产品收入占比很小，未来增长空间较大。

新型连锁/工作室/APP 兴起，商业模式成熟化值得期待

目前，传统商业健身俱乐部是我国健身行业的主导力量，凭借先发优势积累了品牌、门店位置、会员、教练体系等优势资源。随着健身行业的快速发展，已经有更多参与者加入其中，通过探索新的商业模式寻求突破。

新型连锁俱乐部：廉价高效，提供特色服务

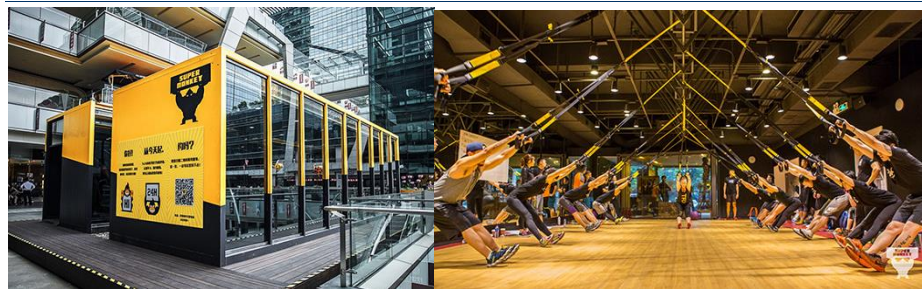
新型连锁健身俱乐部主打“不办年卡，按次预约”的收费方式，提供低价简单的健身运动场所和专业特色的健身课程（私教、团课等），以超级猩猩、乐刻健身、光猪圈为典型代表，可以实现 24 小时随时打卡健身。新型连锁健身俱乐部的出现，满足了对于廉价、高效、特色健身的需求，类似“健身便利店”，契合追求性价比人群的需求。

超级猩猩：智能健身舱，派对式团课

2014 年起步于深圳，以集装箱改装打造成的智能移动健身舱为主要特色，单个健身舱面积约 50 平米，为用户提供 7x24 小时自助健身的体验。健身舱配备自主研发的 Sream 系统，即自助服务预约和设备自动化管理系统，实现了无人值守。提供大量派对形式的团体课，是超级猩猩的另一个重要特色，课程并不是“单向技能的传授”，而是“群体共同体验”的派对形式，这些针对性和趣味性极强的团体课程，增加了会员的参与热情和消费频次。

目前超级猩猩在深圳已有多家门店，武汉和上海也正开始试运营，已经获得来自动域资本、复星昆仲资本的投资。

图 31：超级猩猩门店及课程展示



资料来源：健与美

乐刻：首推 99 元月卡，打造智能健身第一品牌

乐刻运动采取 24 小时智能健身房模式运营，推出不限次的 99 元月卡，承诺全程无推销。以用户为核心建立连接消费者、场地和教练三方的生态系统，用户可以通过平台预约教练，以此增加会员粘性。此外，乐刻运动还进驻阿里巴巴蚂蚁金服，由蚂蚁金服提供健身场地，乐刻专业运营团队进行运营，服务蚂蚁金服的全体员工，创造了健身俱乐部开拓市场、将过剩产能和写字楼员工旺盛的健身需求连接起来的新方式。

第一家门店于 2015 年 5 月开业，目前拥有近 130 家门店。近日刚刚完成超 1 亿元 B 轮融资，目标是在全国范围内开 5000+ 座智能健身俱乐部，成为全球门店数量第一的健身品牌。

光猪圈：加盟模式推进扩张，线上线下智能布局

成立于 2015 年初，采取加盟模式，加盟费约 8 万元每家店，目标是做成健身行业的 seven-eleven。门店面积约 300~500 平方米，实行扁平化管理，一个店长配备多个健身教练。同时打造线上 App，功能涵盖课程表、会员管理、教练管理以及视频课程等，借助智能手环打造线上、线下一体的智能化生态系统。

截至目前，光猪圈已经签约 242 家加盟店，分布在 40 多家城市，预计年底前共开业 55 家。公司 2016 年预计营收突破 2000 万元，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。

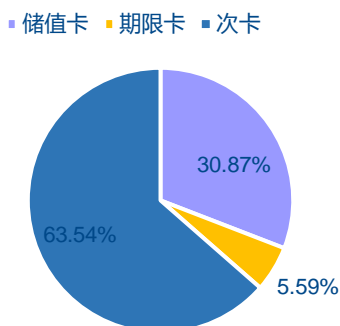
新型连锁健身俱乐部的不断涌现是对传统大型健身俱乐部的有效补充，满足了健身用户对于低价、高效、便捷的需求。目前此类健身俱乐部仍处于扩张期，期待在资本参与和自身服务质量不断提高中实现规模和收入的爆发增长。

个人工作室涌现，“小而美”个性化服务

个人健身工作室指的是以“一对一”的私教课程为主的小型健身场所，通常不需要办理会员卡、缴纳入会费，而只需缴纳私教课程费，靠优势的价格+优质的服务吸引了一批稳定的高质量客户群。根据智研咨询，当前我国健身工作室已有超过 2 万家。

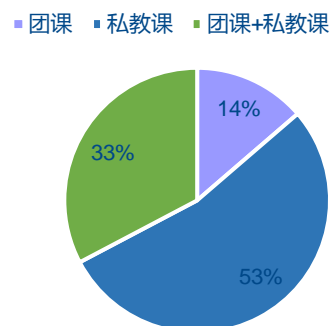
根据青橙科技发布的《2015-2016 健身工作室运营白皮书》（基于 515 家工作室运营数据，样本原因报告中的数据可能高于个人工作室行业平均水平），个人工作室平均会员数量为 350 人，以女性为主（占比约 80%），月均活跃会员数达到 85 人、占比 23.71%；会员月均上课次数为 7 次，人均年消费额在 6000 元左右。

图 32：各类型会员卡销售额占比



数据来源：青橙科技，中信证券研究部

图 33：各教练提供的课程类别占比

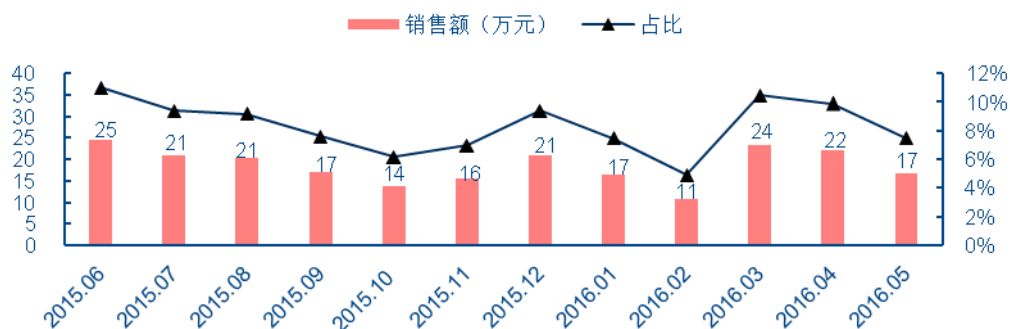


数据来源：青橙科技，中信证券研究部

个人工作室通常采取轻资产的运作模式，其会员卡以次卡为主，储值卡为辅，还有少量的期限卡，次卡/储值卡/期限卡占比分别为 63.54%/30.87%/5.59%。个人工作室主要通过提供团课、私教课、团课+私教课三种服务收费，总的月均销售额达到 18.6 万元，主要的收入来源于私教课。

团课的平均价格为 106 元/人/节，月平均课程数 100 节，平均每节有 4 人参与，每月服务 400 人左右。私教平均价格为 340 元/人/节，月平均课程数 265 节，平均每节有 1.11 人参与，每月服务 300 人左右，大约 10% 的私教课程是一对多课程。

图 34：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

与连锁俱乐部相比，个人工作室某种程度上弥补了因现有健身俱乐部不完善而带来的市场需求空缺。在运营模式上，个人工作室通常不需要办理会员卡、缴纳入会费，只需缴纳私教课程费；此外工作室也不对外开放，仅供顾客在工作室上私教课程。在经营成本上，个人工作室面积较小，健身器械也以实用为主，因此成本相对较低。

表 7：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

健身类 APP 兴起，变现模式有待探索

伴随移动互联网的广泛使用，大量健身类 APP 兴起，为健身服务行业注入新的力量。健身 APP 摆脱了时间、场地对于用户的约束，满足人们碎片化、简单化的健身需求，同时打造健身交友平台以满足用户的社交需要，因此得到了广泛的用户参与，积累了大量线上人气。

健身 APP 的切入点主要包括以下几个方面：

- ✓ **以内容为切入点，满足用户碎片化健身及社交需求。**通过以低价或免费的方式提供视频、图片以及营养餐搭配等健身相关的优质内容，使得用户充分利用碎片化时间进行锻炼，解除设施场地约束，也无需支付高昂的会员和私教费用，同时满足社交需求，从而聚集大量流量。
- ✓ **打造健身交友平台，满足运动社交需求。**健身 APP 的兴起利用互联网打破健身运动的时间和空间边界，为健身行业带来大量流量的同时，实现了不同地区的用户连

接，扩大了用户的健身交友圈。此类交友平台还可以增加互动而提高用户粘性，通过图片分享、社区活动等互动方式促进用户之间的交流，增加了健身的趣味性和社交性。

- ✓ **数据采集与管理，服务个人及健身俱乐部。**针对个人，健身 APP 可对接智能手环、智能体重秤和智能码表等智能硬件实现数据采集，借此提供个性化的运动数据报告，实现用户对自身状况的实时监控。针对健身俱乐部，健身 APP 能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，提供综合数据采集、管理及分析服务。
- ✓ **健身 O2O，实现线上线下导流。**健身 APP 还可切入线下俱乐部尤其是健身中小俱乐部的导流需求，整合线下场地和教练资源，而用户可通过 APP 预定健身场地、预约健身教练，实现用户与健身俱乐部、教练的对接。

健身 APP 主要通过提供内容来吸引特定用户群，APP 得以持续运营的关键在于在流量不断扩大的基础上实现变现。目前已有的变现尝试包括电商、营销、内容和数据等，比如 Keep 以电商和自有品牌运动装备寻求变现，火辣健身则通过为品牌提供线上线下一体的营销方案获得收入，Feel 已经尝试付费课程变现。但现阶段各类变现模式仍在不断实践和探索中，尚未形成成熟的盈利模式。

Keep：移动健身专家，开创自有品牌/电商变现

Keep 是一款具有社交属性的健身工具类产品，具备视频教学、数据记录和运动社交三大功能。Keep 为客户提供丰富的健身课程，适用于多种健身场景，并通过视频准确向客户传达健身要领；同时运动结果可在运动社区中分享，同时起到相互监督指导的作用；此外 Keep 也提供跑步数据记录的功能，也可通过社区实现分享。截至 2016 年 10 月，Keep 用户量已破 6000 万。

Keep 主要通过运动商城出售运动装备、营养补剂等变现，上线产品中包括了 Keep 自有品牌。

图 35：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 36：Keep 商城界面



资料来源：app 界面，中信证券研究部

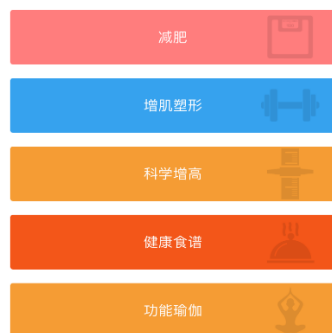
FEEL：健康解决方案提供商，付费订制课程变现

Feel 是一个健康解决方案提供商，其功能包括数据记录、线上课程、运动社区三大类。首先 Feel 拥有 16 种用户数据监测工具（计步器、睡眠记录、卡路里消耗等），可通过外设设备、用户输入等方式实现数据搜集；其次基于这些数据 Feel 可精确提供定制化的线上课程，提供每日的视频训练、食谱、作息推荐等个性化服务；并且 Feel 通过运动社区来促进

不用细分人群的互动，增强用户黏性的同时挖掘用户健康需求及个人数据，丰富平台的用户数据库。目前 **Feel** 拥有 **4000** 多万注册用户，**330** 多万日活跃用户。

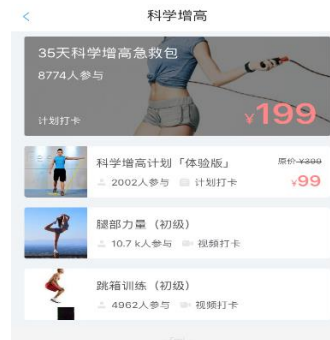
Feel 的变现方式主要为线上付费课程，其通过数据支撑挖掘用户个性需求，再从“吃喝睡动”四大方面打造整套个性化健康解决方案。其独有的数据也为其打造了独有的竞争优势和壁垒，付费课程仅上线一个多月就已有 2 万多人购买。此外 **Feel** 针对企业级客户的 2B 业务 12 月中旬上线，将通过线上操课拓宽变现渠道。

图 37: 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 38: FEEL 的在线增高课程



资料来源: app 界面, 中信证券研究部

火辣健身: APP 面向健身用户, SAAS 提供 B 端服务

火辣健身主要提供两类产品及服务: 一是面向中高端用户的线上 APP; 二是 SAAS 服务系统。APP 端主要提供在线课程与运动社区功能, 致力于提供原创内容, 形成了文字、图片、视频和直播等多维度的社区以及运营体系, 用户已达 4000 万; SAAS 端, 目前已打通除支付外所有环节, 包括销售体系、利用数据追踪客户、门禁等, 从而为健身俱乐部提供一整套模块化的数据分析、市场营销方案, 目前已进驻 500 家健身俱乐部。

目前火辣健身的变现主要依靠两点: 一是通过提供线上线下营销方案的方式; 二是为健身俱乐部提供 SAAS 系统从而获取收入, 同时在线下开设一站式体验的健身俱乐部, 探索 SaaS 服务的商业模式并向合作伙伴进行展示。

图 39: 火辣健身与东风标致合作的“线”人爆料



资料来源: 公司宣传网页, 中信证券研究部

我们认为, 互联网健身产品出现的意义在于: ①在用户中广泛普及健身知识, 吸引原本不是健身用户的人群开始关注健身; ②满足用户随时随地利用碎片化时间健身以及用户间互动等特色需求; ③为线下健身俱乐部提供 SAAS 服务等运营管理支持, 促进线下健身俱乐部进行升级改造, 提升管理水平。

健身类 APP 得以在激烈竞争中取胜并持续经营的关键在于: ①以优质内容为核心, 通过高品质的内容吸引用户流量从而建立壁垒; ②在流量积累的基础上探索有效可行的变现渠道和模式; ③重视健身运动的场景化特征, 与健身俱乐部对接实现线上线下结合。

发展趋势：连锁化、智能化、综合性健康管理服务

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。传统健身俱乐部在我国经历了 20 多年的发展，形成了多个区域连锁品牌，拥有一定的品牌知名度和市场份额。而另一方面，个人健身工作室的出现满足了人们对定制化健身需求的增加，近年来增长迅速。与个人工作室相比，连锁俱乐部具备规模、品牌以及资金优势，更容易在迅速扩张中沉淀会员人群和品牌影响力。未来随着资本的介入，行业集中度将显著提高，有望出现市占率在 10% 以上、全国性的连锁健身俱乐部品牌。参考美国健身服务行业的发展史和竞争格局，未来健身服务行业将形成连锁健身俱乐部为主、个人工作室为辅的行业格局。

就呈现形态而言，连锁俱乐部将沿着高端化和平民化的两极路线发展：一种是提供一站式高品质运动健康服务的中高端路线；一种是提供大众健身运动的平民化路线。拥有明确的目标人群定位并提供差异化服务是连锁俱乐部运营的核心。

- ✓ **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。**大型连锁俱乐部，如威尔士、一兆韦德等行业巨头已初具规模，未来方向是从传统单一健身服务向综合健康保健解决方案转变，规模优势决定其能够在服务多样性及深度挖掘家庭会员上占据天然优势，可以参照美国 Life Time Fitness 公司的大规模综合性健身中心模式。
- ✓ **平民化：凭借价格优势迅速扩展网点，商业模式成熟化后发展空间可期。**目前健身俱乐部 3000 元的年卡价格相对中国城镇人均年工资而言仍相对偏高，占比超过 5%。目前国内公司如乐刻、超级猩猩、光猪圈等新型连锁健身俱乐部的崛起即代表了平民化的发展方向，低廉的价格和按次付费的模式吸引了大批追求性价比的用户，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。

趋势二：硬件改造+软件升级，智慧健身

健身 APP 的出现和兴起为健身服务行业注入了新的活力，无论对于健身用户还是线下健身俱乐部都产生了深远的影响。而实体健身俱乐部拥有线上 APP 不可比拟的硬件设备及健身氛围优势，前往健身俱乐部更能保证运动效果以及满足社交需求。我们认为，互联网健身教学模式作为对现有健身行业的有效补充，并不会从根本上颠覆已具备相应经济能力、并养成出入健身俱乐部习惯的消费群体对于线下健身俱乐部的刚性需求。

针对目前实体健身行业存在的续卡率低、私教服务质量低、运营管理效率低下等痛点，传统健身企业应积极采取自建或者与外部平台合作的方式，建立包括智能系统解决方案、智能装备、健身 APP 三大板块在内的“智慧健身系统”，把用户、教练和健身器械打造成一个生态圈，以完成对场馆的智能化、互联网化、社区化升级转变。

硬件改造：数据采集和监测，加深用户体验

现有健身俱乐部通过引进智能硬件完成自身装备的换代升级，将吸引更多注重运动效果同时追求新潮科技的消费者的关注及入会，同时也是后续在大数据基础上开发更多增值服务的必要前提。围绕健身俱乐部进行硬件智能化改造的主要目的有：第一，对用户运动过程中的各项生理及体能指标进行实时监测；第二，对用户身份进行识别并对其健身数据包括运动时间、强度、频率等进行记录；第三，利用视频和 VR 技术创造全新场景增加运动趣味性。

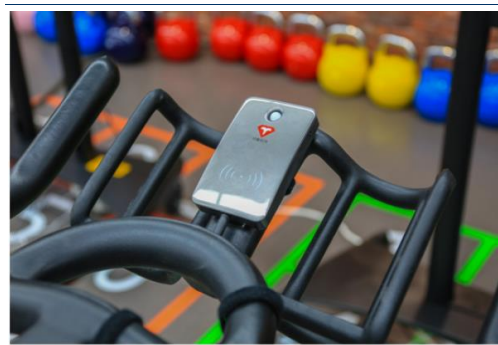
- ✓ **智能终端配合智能会员卡实现会员身份识别。**在健身器械上增设智能终端，配合客户智能会员卡，当客户在使用某设备的时候，需要事先将卡插入终端，进行会员身份识别，从而记录会员每天的到场情况及运动强度。
- ✓ **体能指标实时监测，实现“边检测、边锻炼、边指导”。**对顾客体能状况的了解是健身俱乐部经营的基础，顾客数据是最关键的资源，数据资源的获取、加工、服务才是智能化建设经营的核心。传统健身器材，如哑铃、杠铃、跑步机等，只是运动健身的辅助工具，是“死”的器械；而随着电子技术、信息技术、传感技术、互联网技术、大数据和云计算技术等现代科技的快速发展，使得开发以体能指标自动检测、健身方案自动提供、健身过程即时互动、健身效果自动评估等为主要特征的新一代智慧型健身器材，成为可能。将智能监测系统融入现有的健身器材，通过多个传感器可以实时收集用户的健身数据并传输到个人账户，或者通过立体扫描监测用户动作规范性并及时提醒纠正，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。**为了提高用户运动乐趣和使用粘性，为健身馆加装运动大屏幕，让用户可以实时看到自己的运动数据和分析，并在大屏幕上播放一些城市、乡村、森林等实景画面，让用户在健身俱乐部里找到室外健身的感觉。比如，钛酷科技提供的智能运动场景模拟，让骑行、跑步等实现路线视觉化，在客厅中锻炼就犹如自己在香榭丽大道慢跑。场景改进将赋予健身更多的娱乐性体验，减弱健身本身的枯燥性，在保证健身效果的同时增强健身的娱乐化、场景化体验感受及更多丰富的社交属性。

图 40：钛酷科技提供的智能运动场景



资料来源：搜狐体育，中信证券研究部

图 41：浩沙健身俱乐部现场



资料来源：搜狐体育，中信证券研究部

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

软件升级的目的在于，通过 APP 或者智能管理平台，实现：1）线上线下客户的双向导入，在会员没有到健身俱乐部参与运动的大部分时间里，仍然与其保持互动从而增加粘性；2）全方位记录运动数据并构建管理档案，指导科学健身；3）ERP 实现健身俱乐部管理信息化。

- ✓ **线上线下实现双向客户导入。**传统健身俱乐部之所以用户粘度低、续卡率不高的原因，除了健身俱乐部的服务质量和私教水平外，更重要的是线下俱乐部与会员建立联系的时间过短，只有在会员走进健身俱乐部之后才建立起与俱乐部之间的联系。线上健身 APP 具有时间碎片化、可随时随地与用户互动的特点，可以弥补用户在健身俱乐部外碎片化运动健身的场景设置。我们认为，从线上 APP 向线下健身俱乐部导流可以从一定程度上为线下健身俱乐部带来客户流，同时传统健身俱乐部可以从本身积累的深度健身会员入手，实现会员从线下到线上的导入，这样可以借助 APP 在会员没有到健身俱乐部参与运动的大部分时间里，仍然实现与会员保持互动，大幅增加会员的粘性。

- ✓ **数据分析记录构建管理档案，指导科学健身。**利用场馆内的数据采集硬件，全方位地记录用户运动数据，生成个人健康数据管理档案。私教获取客户的详细分析资料和数据，对学员进行具体参加课程项目提出建议，为科学健身运动及营养汲取提供专业指导。通过 APP 向用户推送健身计划、健身提醒，以及 PK 排名、社交等全方位健身服务，大大提高健身过程的科学性。

图 42：咕咚智能手环+App 共同记录运动数据



资料来源：产品官网，中信证券研究部

- ✓ **ERP 实现健身俱乐部管理信息化。**健身行业的信息化管理水平一直较低，管理成本和人力成本居高不下导致行业的整体盈利能力不高。建立包含场馆的会员、运营、器械维护和销售信息等内容的智能场馆管理平台可以帮助场馆大幅提高运营效率，降低成本支出，节省人力财力物力，从而解决传统健身俱乐部普遍存在的管理效率低下、管理成本过高的痛点。

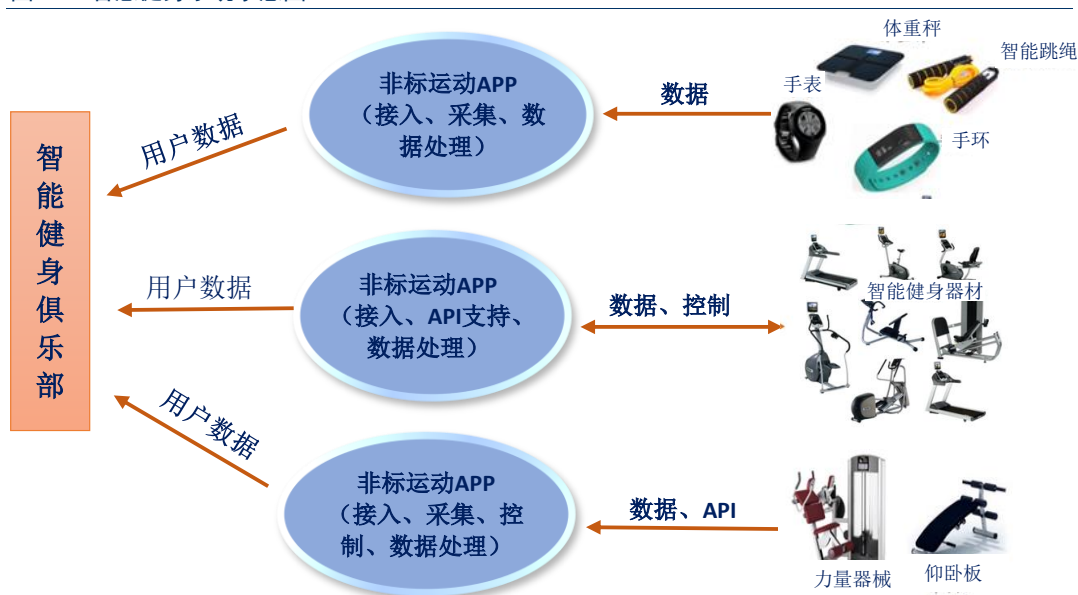
智能化综合升级方案

在硬件改造+软件升级的前提下，智能化健身器材与信息化健身服务构成一个系统，我们可称之为“智慧健身系统”。通过运用智能系统化解决方案，实现了健身智能化、标准化，运动场景互动化，体测全面化、直观化的数据化管理，为客户在健身运动过程中增加了社交性、互动性，更通过现代科技手段的运用，提高和满足了消费者对健身运动的升级化要求。

具体的实现方案如下：用户成为健身俱乐部会员时同步购入用户端的智能硬件设备→用户佩戴智能穿戴设备后在健身俱乐部打卡并在运动器械上进行身份识别→运动器械通过传感器设备收集用户的健身数据→数据自动同步至用户和教练的收集端 App→教练分析用户健身俱乐部数据和健身俱乐部外步行和睡眠情况后给出针对性运动方案。

让习惯健身俱乐部运动的用户能够更加精准的记录自己的健身数据，同时大量的客户数据能够让健身教练能够更好的进行专业分析，帮助用户调整运动方式，在大数据沉淀的基础之上提供更多增值服务。

图 43：智慧健身系统示意图



资料来源：中信证券研究部

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。健身俱乐部不应只是提供健身的场所，它所提供的最核心价值是健康服务，健身如何同改变身体状况挂钩是健身俱乐部运营的关键。国务院 46 号文件明确提出了“运动处方”这个概念，就是要对不同的人群制定相应的健身方案。通过体测，教练可以根据客户的体检报告设计更加有效的课程。而体检的结果加上会员在健身俱乐部的数据，几乎可以掌握一个人的健康状况。未来，深度开发会员系统中沉淀的数据，为健身人群开发出饮食管理、全面健康管理等更多增值服务，同时也是未来健身俱乐部与专科医院、理疗机构进行战略合作的基础。

风险提示

- 1.经济景气度大幅下滑影响健身消费意愿的风险；
- 2.大量新竞争者进入导致行业盈利能力下降的风险；
- 3.国家体育产业支持政策力度不达预期的风险。

投资建议及重点公司推荐

我国健身行业规模初现，但发展仍处起步阶段。随着一二线城市人均 GDP 达到 1 万美元，未来我国健身行业将享受持续快增长，预计 2020 年健身俱乐部收入超 600 亿元，5 年 CAGR15%。参考美国经验，长期看预计行业有 4-5 倍增长空间。

传统健身俱乐部具备品牌和门店优势，目前呈现集中度分散、区域割据特征明显的竞争格局，没有真正意义上的全国性龙头企业，未来具备品牌/管理/服务优势的健身俱乐部有望实现跨区域发展。

参考美国健身俱乐部的多元化发展趋势，资本推动各类新的参与方进入健身服务行业，包括新型连锁俱乐部、精品工作室、健身类 APP 等，期待成熟商业模式落地。

综合以上，我们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。**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，设立基金投资多个健身 App），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）。

重点公司推荐

探路者：主业望调整触底，期待布局健身产业

目前公司拥有户外、旅游、体育三大业务板块。户外用品方面，2016 年处于调整期、2017 年望见底复苏，主要原因是并表加盟商消化库存压力。旅游方面，2016H1 实现收入约 4 亿元，但因业务培育期仍有预期内亏损，未来将加强体验式旅行产品。体育方面，产业基金已布局投资 FitTime、奥美健康、乐动天下、光猪圈等项目，未来上市公司和并购基金层面仍将加速体育产业布局，重点考虑健身行业。维持 2016/2017/2018 年 EPS 预测 0.35/0.50/0.67 元。维持“买入”评级。

表 8：探路者盈利预测与估值

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1715	3808	4573	5844	7214
增长率 YoY%	18.7	122.0	20.1	27.8	23.5
净利润（百万元）	294	263	207	295	397
增长率 YoY%	18.3	-10.5	-21.4	42.4	34.6
每股收益 EPS（基本）（元）	0.50	0.44	0.35	0.50	0.67
毛利率（%）	48.8	23.8	16.7	15.2	14.4
净资产收益率 ROE%	23.5	18.5	7.3	9.6	11.7
PE	34	38	48	34	25
PB	7.9	7.0	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	25	32	35	24	19

资料来源：wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 12 月 22 日收盘价

贵人鸟：拟收购威尔士，体育布局再下一城

公司立足运动服饰品牌运营，不断向体育产业集团延伸布局，目前已经拥有赛事资源/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。12 月 17 日，公司公告拟收购威康健身（旗下拥有知名健身俱乐部品牌威尔士）布局健身产业，同时公司旗下动域资本已经投资多个互联网+新型健身项目（如超级猩猩、火辣健身、青橙科技等），有望形成协同。预计公司 2016/2017/2018 年净利润 3.46/4.29/4.85 亿元，EPS 为 0.55/0.68/0.77 元。给予“买入”评级。

表 9：贵人鸟盈利预测与估值

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1715	3808	5839	8747	12192
增长率 YoY%	18.7	122.0	53.3	49.8	39.4
净利润（百万元）	294	263	205	298	397
增长率 YoY%	18.3	-10.5	-22.1	45.3	33.3
每股收益 EPS（基本）（元）	0.50	0.44	0.35	0.50	0.67
毛利率（%）	48.8	23.8	17.4	13.5	11.1
净资产收益率 ROE%	23.5	18.5	13.0	16.5	18.8

PE	34	38	49	34	25
PB	8.1	7.1	6.4	5.6	4.8
EV/EBITDA	26	32	30	22	19

资料来源: wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2016 年 12 月 22 日收盘价

探路者利润表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,715	3,808	4,573	5,844	7,214
营业成本	878	2,901	3,809	4,953	6,179
毛利率	48.84%	23.81%	16.70%	15.24%	14.36%
营业税金及附加	12	15	71	70	76
营业费用	287	345	264	275	284
营业费用率	16.74%	9.05%	5.77%	4.71%	3.93%
管理费用	175	218	137	150	168
管理费用率	10.17%	5.73%	2.99%	2.56%	2.33%
财务费用	-11	-3	32	21	0
财务费用率	-0.63%	-0.09%	0.70%	0.36%	0.00%
投资收益	3	0	1	1	2
营业利润	324	275	219	361	489
营业利润率	18.91%	7.21%	4.79%	6.18%	6.78%
营业外收入	11	21	5	8	10
营业外支出	3	4	2	4	8
利润总额	332	292	222	365	491
所得税	50	39	33	55	74
所得税率	15.11%	13.41%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	-12	-11	-8	16	21
归属于母公司股东的净利润	294	263	207	295	397
净利率	17.16%	6.92%	4.53%	5.04%	5.50%
每股收益 (元) (摊薄)	0.50	0.44	0.35	0.50	0.67

现金流量表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	294	263	207	295	397
少数股东损益	-12	-11	-8	16	21
折旧和摊销	13	13	13	14	15
营运资金变动	3	-94	-386	-242	-261
其他	-7	-111	83	34	19
经营现金流	291	62	-90	117	190
资本支出	-11	-5	-10	-10	-10
投资收益	0	0	1	1	2
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-76	-404	-151	-20	0
投资现金流	-87	-409	-160	-29	-8
发行股票	35	32	1,270	0	0
负债变化	0	0	545	-849	0
股息支出	-27	-53	-48	-68	-91
其他	-70	232	-32	-21	0
融资现金流	-61	211	1,736	-938	-91
现金净增加额	143	-136	1,485	-850	91

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	874	755	2,241	1,391	1,482
存货	299	544	743	1,030	1,333
应收账款	133	169	173	221	273
其他流动资产	39	243	301	383	471
流动资产	1,345	1,711	3,457	3,025	3,559
固定资产	233	231	228	223	218
长期股权投资	0	9	9	9	9
无形资产	10	12	12	12	12
其他长期资产	179	664	815	835	835
非流动资产	422	916	1,063	1,079	1,074
资产总计	1,767	2,627	4,521	4,104	4,633
短期借款	0	304	849	0	0
应付账款	273	284	381	495	618
其他流动负债	190	443	262	338	418
流动负债	463	1,031	1,493	833	1,036
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	12	12	12	12
非流动性负债	9	12	12	12	12
负债合计	473	1,044	1,505	846	1,049
股本	513	514	594	594	594
资本公积	173	183	1,373	1,373	1,373
股东权益合计	1,251	1,423	2,852	3,079	3,385
少数股东权益	47	164	156	171	192
负债股东权益总计	1,767	2,627	4,521	4,104	4,633

主要财务指标

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率 (%)					
营业收入	18.7	122.0	20.1	27.8	23.5
营业利润	21.3	-15.3	-20.3	64.9	35.6
净利润	18.3	-10.5	-21.4	42.4	34.6
利润率 (%)					
毛利率	48.8	23.8	16.7	15.2	14.4
EBIT Margin	21.2	8.6	6.4	6.8	7.0
EBITDA Margin	22.0	9.0	6.7	7.0	7.2
净利率	17.2	6.9	4.5	5.0	5.5
回报率 (%)					
净资产收益率	23.5	18.5	7.3	9.6	11.7
总资产收益率	17.1	12.6	6.1	7.1	9.5
其他 (%)					
资产负债率	26.7	39.7	33.3	20.6	22.6
所得税率	15.1	13.4	15.0	15.0	15.0
股利支付率	25.0	0.0	23.9	21.9	21.9

贵人鸟利润表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,920	1,969	2,357	3,800	4,357
营业成本	1,132	1,079	1,372	2,286	2,661
毛利率	41.02%	45.20%	41.78%	39.84%	38.94%
营业税金及附加	15	17	24	29	22
营业费用	193	203	259	448	505
营业费用率	10.07%	10.31%	11.00%	11.80%	11.60%
管理费用	145	150	189	315	362
管理费用率	7.55%	7.63%	8.00%	8.30%	8.30%
财务费用	51	96	67	68	68
财务费用率	2.67%	4.89%	2.86%	1.79%	1.57%
投资收益	1	4	5	7	7
营业利润	372	377	414	583	664
营业利润率	19.36%	19.17%	17.56%	15.34%	15.25%
营业外收入	47	72	65	72	72
营业外支出	1	3	5	10	10
利润总额	418	446	474	645	726
所得税	105	114	118	161	182
所得税率	25.24%	25.62%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	0	9	55	60
归属于母公司股东的净利润	312	332	346	429	485
净利率	16.27%	16.85%	14.70%	11.28%	11.13%
每股收益 (元) (摊薄)	0.50	0.53	0.55	0.68	0.77

现金流量表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	312	332	346	429	485
少数股东损益	0	0	9	55	60
折旧和摊销	36	44	46	68	68
营运资金变动	-144	-339	-371	-618	-722
其他	-108	562	100	139	144
经营现金流	97	599	130	72	35
资本支出	-55	-55	-423	-344	-50
投资收益	0	0	5	7	7
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-906	-502	0	0	0
投资现金流	-962	-556	-419	-337	-44
发行股票	0	0	382	0	0
负债变化	123	204	-103	-200	42
股息支出	-195	-441	-104	-129	-146
其他	1,137	452	-67	-68	-68
融资现金流	1,065	215	108	-397	-172
现金净增加额	200	258	-181	-662	-181

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,193	1,678	1,497	835	654
存货	211	171	221	387	471
应收账款	1,286	1,222	1,468	2,039	2,686
其他流动资产	753	219	209	375	432
流动资产	3,444	3,290	3,396	3,636	4,242
固定资产	552	543	921	1,164	1,114
长期股权投资	0	44	44	44	44
无形资产	127	131	131	131	131
其他长期资产	83	819	819	852	884
非流动资产	762	1,537	1,915	2,191	2,173
资产总计	4,206	4,827	5,310	5,826	6,415
短期借款	495	603	500	300	342
应付账款	377	316	439	732	851
其他流动负债	278	305	134	203	230
流动负债	1,150	1,224	1,073	1,234	1,423
长期负债	794	1,194	1,194	1,194	1,194
其他长期负债	25	25	25	25	25
非流动性负债	819	1,219	1,219	1,219	1,219
负债合计	1,970	2,443	2,292	2,453	2,643
股本	614	614	629	629	629
资本公积	839	839	1,206	1,206	1,206
股东权益合计	2,236	2,384	3,018	3,373	3,772
少数股东权益	0	0	9	64	124
负债股东权益总计	4,206	4,827	5,310	5,826	6,415

主要财务指标

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率 (%)					
营业收入	-20.2	2.6	19.7	61.3	14.7
营业利润	-28.9	1.6	9.6	41.0	13.9
净利润	-26.3	6.3	4.4	23.8	13.1
利润率 (%)					
毛利率	41.0	45.2	41.8	39.8	38.9
EBIT Margin	22.6	26.4	21.8	19.0	18.5
EBITDA Margin	24.5	28.6	23.7	20.8	20.1
净利率	16.3	16.9	14.7	11.3	11.1
回报率 (%)					
净资产收益率	14.0	13.9	11.5	12.7	12.9
总资产收益率	7.4	7.3	6.8	7.8	8.0
其他 (%)					
资产负债率	46.8	50.6	43.2	42.1	41.2
所得税率	25.2	25.6	25.0	25.0	25.0
股利支付率	59.0	83.3	29.2	26.6	26.7

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	评级	说明
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。	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；
	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 CLSASingaporePteLtd（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。