

2017 年 01 月 15 日

当“人鱼线”遇上“马甲线”-健身行业专题深度报告

■暴走的“身材经济”：国家政策+消费升级助力行业发展：健身产业发展空间足，天花板尚远受益于国家政策与消费升级驱动，根据艾瑞咨询的数据，中国健身产业目前约 700 亿规模，4425 万会员，但渗透率仅 0.5%，参考海外经验尚有约 10 倍以上空间；此外政府层面持续推进大众健身，体育被列入国民幸福产业，而全民运动健身上升成为顶层国家战略，居民消费升级注重身心健康，以及智能化、互联网化和社交媒体共同驱动行业成长。

■行业格局较分散与盈利模式较单一，健身+互联网值得期待：市场集中在一二线城市；目前主要靠预售卡与私教收入。对标海外市场，未来变现将会更加多元化。在健身行业与互联网的碰撞中，我们认为最终应该是“健身+互联网”，互联网是一个通道、门户，健身行业仍是实体线下为王，互联网只是一个门户，线上集聚流量（互联网方式的包装营销、互联网健身教学与社区互动等），期待互联网对线下的改造升级，这将是未来的发展方向。

■对标欧美成熟的健身产业，差异化服务是王道：借鉴国外健身行业龙头企业发展的路径，（1）美国健身房：大型连锁成趋势，高端+亲民双轮驱动；（2）欧洲健身房：英德两国主打亲民低价路线增长最为强势，同时考虑中国庞大的市场带来的区域之间的差别、不同年龄层对于健身的目的需求的差异度，未来从产品和服务开发、选址、营销和推广、线上线下的互动互补、变现的多样性等方面都要建立差异化的商业模式。在战略和商业模式明确的情况下，聚焦目标人群深度开发更多的增值服务、配合“互联网+”和智能化的发展来探索更多的变现可能。健身行业也诞生了巨头企业—Life Time Fitness：私有化估值超过 40 亿美元，收入接近 13 亿美元。相对目前国内的庞大的人口、极低的渗透度、单一的盈利模式，在政策红利的引导下，国内健身产业还有很大的发展空间。

■海外健身公司上市后受资本市场青睐有加：Life Time Fitness (LTF.N) 2004 年于纽交所上市，其上市以来一直呈现出欣欣向荣之势，收入 CAGR 接近 16%，净利润 CAGR 接近 15%。其连锁健身会所的数量从 2004 年上市之初的 44 家增长到 2015 年的 114 家，拥有超过 83 万会员。以复权价来算，公司从 2009 年至 2015 年股价从 7.07 美元上涨至 72 美元，涨幅超过 9 倍。2015 年 3 月，公司被 Leonard Green & Partners 与 TPG 为首的财团私有化，交易对价超过 40 亿美元，收购 PE 在 33 倍左右。Planet Fitness (PLNT.N) 全美最大的也是发展最快的健身中心特许经营及运营商，2015 年顺利实现纽交所上市，2016 年前三季度营业收入 2.62 亿美元，归母净利润 1093 万美元，目前总市值约 20 亿美元。

投资策略主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005
zhuhb@essence.com.cn
021-35082062

相关报告

医疗服务 2017 年度策略	2017-01-12
2016 年定增市场先抑后扬，资金脱虚向实	2017-01-12
新三板日报(扶贫投资机会系列二：企业视角篇，迁徙之路)	2017-01-12
新三板日报(新三板调层大考渐近 企业“保层”花招迭出)	2017-01-12
新三板日报(新三板与扶贫投资机会系列一：陌上开花)	2017-01-10

■ **健身产业上市公司及新三板公司关注标的：**A 股方面，贵人鸟（603555）发布公告拟收购威廉健身（威尔士健身母公司）100%股权。港股方面浩沙国际(2200.HK)旗下的浩沙健身在全国拥有171家俱乐部，其中北京地区81家，会员总数超过30万。新三板我们从三个维度（服务区域、细分子行业或符合IPO财务标准）选取4家可关注公司：中航时尚（835623.OC）：扎根深圳一站式健身中心；奥美健康（833578.OC）：国内首家科学健身数据平台公司；康比特(833429.OC)：运动营养食品领导品牌，国家队的营养师；亚特体育（837930.OC）：西部健身行业规模最大、产业实力最强的企业。

■ **风险提示：**体育健身产业政策落地力度不达预期；健身产业竞争加剧。

目录

1. 暴走的“身材经济”：国家政策+消费升级助力行业发展	8
1.1. 追根溯源，我国健身产业走过风雨兼程的 30 年	9
1.2. 热潮之下，我国健身基础薄弱但发展势头良好	9
1.3. 政策引领，全民运动健身已成为顶层国家战略	11
1.4. 消费升级，老百姓对健康有了更深层次追求	12
1.5. “互联网+”+大数据，引领健身产业发展升级，让健身走向智能	14
1.6. 浅显之见一：健身产业砥砺前行，大有可为	15
2. 行业格局较分散与盈利模式较单一，健身+互联网值得期待	15
2.1. 市场分散+进入门槛低，缺乏真正龙头性企业	15
2.2. 健身房盈利模式较单一，正从零售业走向服务业	16
2.3. “互联网+”和万众创新，给健身产业带来新希望	17
2.3.1. 探寻 2016 年健身产业全球顶级创新公司的商业模式	17
2.3.2. 健身 APP+健身网红等崛起，给健身产业注入新活力	20
2.4. 浅显之见二：“健身+互联网”是未来的发展方向	23
3. 他山之石：对标海外，全方位解析我国健身产业增长弹性空间	24
3.1. 看世界首屈一指的美健身行业走过 60 年的风雨兼程	24
3.1.1. 美国七大健身 O2O 公司：健身行业是 O2O 创业的好方	25
3.1.2. 美国健身行业收入结构的多元化值得借鉴	26
3.2. 美国健身房：大型连锁成趋势，高端+亲民双轮驱动	27
3.2.1. Life Time Fitness：高端一站式运动健康服务体验	31
3.2.2. Planet Fitness：平民化策略演绎到极致	32
3.3. 欧洲健身房：英德两国主打亲民低价路线增长最为强势	34
3.4. 我国健身房：区域称王，模式出现分化	35
3.4.1. 威尔士健身：贵人鸟 100%入股，助其登陆资本市场	35
3.4.2. 一兆韦德：与阿里巴巴传出“绯闻”，想象空间大	38
3.4.3. 浩沙集团：巧妙扩张的健身王国即将三十而立	39
3.5. 浅显之见三：新型连锁健身房涌现，差异化经营是王道	41
4. 新三板健身产业相关标的	43
4.1. 中航时尚 (835623.OC)：扎根深圳有 IPO 梦想的一站式健康管理中心	43
4.1.1. 五大核心竞争力树立行业标杆	43
4.2. 奥美健康 (833578.OC)：国内首家科学健身数据平台公司	48
4.3. 康比特 (833429.OC)：运动营养领导品牌，国家队的营养师	51
4.4. 亚特体育 (837930.OC)：西部健身行业规模最大、产业实力最强的企业	55

图表目录

图 1：业界几种主流声音	8
图 2：健身行业潜力巨大	9
图 3：国内健身俱乐部总数情况	10
图 4：国内健身俱乐部会员人数	10
图 5：中国和北美健身俱乐部会员渗透率	10
图 6：中美两国健身市场规模对比	10

图 7: 2016-2020 年我国健身房市场规模预测 (亿元)	11
图 8: 中国、美国平均拥有一家健身俱乐部人数 (万人)	11
图 9: 2016-2030 年中国运动健身产业发展目标	11
图 10: 31 省市认领 7 万亿, 远超国家 5 万亿体育产业规模目标	12
图 11: 体育健身已成为一种时尚和生活方式	13
图 12: 我国经常参加体育锻炼的人数 (单位: 万人)	13
图 13: 2007 和 2014 年中国经常参加锻炼的人口比例	13
图 14: 2016 年不同运动人群的运动频次对比	14
图 15: 2016 年运动人群主要的运动场所	14
图 16: 携手维斯塔打造中国首家智能健身工作室	14
图 17: 钛酷科技智能化产品	14
图 18: 我国运动健身产业发展路线图	15
图 19: 健身核心产业链图	15
图 20: 运动健身行业核心参与者图谱	15
图 21: 健身行业市场集中度	16
图 22: 我国健身俱乐部收入构成情况	16
图 23: 健身俱乐部运营情况占比	16
图 24: 健身创业项目直击行业痛点	17
图 25: Soul Cycle	18
图 26: Peloton 智能单车	18
图 27: 在线直播的线下动感单车课程	18
图 28: Fitbit Charge HR 款	19
图 29: Kit & Ace	19
图 30: 个人运动信息档案	20
图 31: 多品牌运动服饰零售店	20
图 32: 健身工作室提供健身课程	20
图 33: 体育健身 APP 平台	21
图 34: 我国运动健身类 APP 活跃用户规模	21
图 35: 体育健身 APP 解决了影响锻炼的三大难题	21
图 36: 全民健身 APP 意义重大	21
图 37: 两类体育健身 APP	21
图 38: 在线进阶式教程是基础, 活跃互动社区是保障	21
图 39: 2016 年 6 月体育健身 APP MAU 规模 (万)	22
图 40: 市场竞争格局	22
图 41: KEEP DAU 快速增长, 最高达 83 万	22
图 42: KEEP 形成了用户自增长的良性循环	22
图 43: 健身网红微博粉丝量 (万)	23
图 44: “暴走的萝莉”金冠淘宝店	23
图 45: “互联网+健身” & “健身+互联网”	23
图 46: 2005-2015 年美国健身俱乐部数量情况 (家)	24
图 47: 2005-2015 年美国健身俱乐部会员人数 (百万人)	24
图 48: 美国健身俱乐部会员中女性已大幅超过男性	25
图 49: 最大的移动健身平台 Runkeeper	25
图 50: 最贴心的健身助手 Fitbit	25
图 51: 2012 年我国健身行业产值构成	26

图 52: 2012 年美国健身行业产值构成	26
图 53: 有“健身房中的爱马仕”之称的 Equinox	27
图 54: Equinox 专业的私教团队	27
图 55: Fitness First	27
图 56: 数字化的 Fitness First	27
图 57: McFit	28
图 58: McFit 健身房	28
图 59: SoulCycle	28
图 60: SoulCycle 单车课	28
图 61: 美国 AFS 协会的调查数据	29
图 62: 美国的健身工作室平均面积是 390 平米	29
图 63: 美国的健身工作室的平均收入 297468 美元	29
图 64: 健身工作室主要靠维护老客户	29
图 65: 斯巴达勇士赛	30
图 66: Peloton 健身工作室	30
图 67: 动感单车	30
图 68: Nuffield Health	30
图 69: Nike 推出的健身 APP	30
图 70: 健身会所数量增长明显	31
图 71: 公司股价涨幅超过 9 倍（美元）	31
图 72: 多样化一站式运动健康服务中心	32
图 73: 2014 年公司收入结构	32
图 74: LTM 公司收入保持稳健增长	32
图 75: LTM 毛利率维持在 40% 的高位	32
图 76: 公司拥有超过 1200 家门店	33
图 77: 公司会员收费情况	33
图 78: 排列整齐的跑步机	33
图 79: 提供免费披萨又赢得了宣传先机	33
图 80: 2015 年营收超 3 亿美元，保持稳健增长	34
图 81: 2016Q3 毛利率增至 67%	34
图 82: 会员总数前 20 名的欧洲健身俱乐部	34
图 83: 欧洲主要健身运营商会员数量逐年上涨	35
图 84: 前 20 家俱乐部的销售额增幅	35
图 85: 威尔士宣传口号	35
图 86: 威尔士健身中心直营店情况	35
图 87: 公司合作伙伴	37
图 88: 威尔士上海环球金融店	37
图 89: 威尔士一部分课程	37
图 90: 威尔士天猫商城	37
图 91: 威尔士健身与 UA 强强联手	38
图 92: 一兆韦德健身俱乐部	38
图 93: 四大会员俱乐部	39
图 94: 一兆韦德形象代言人李连杰	39
图 95: 一兆韦德天猫商城	39
图 96: 一兆韦德微信商城	39

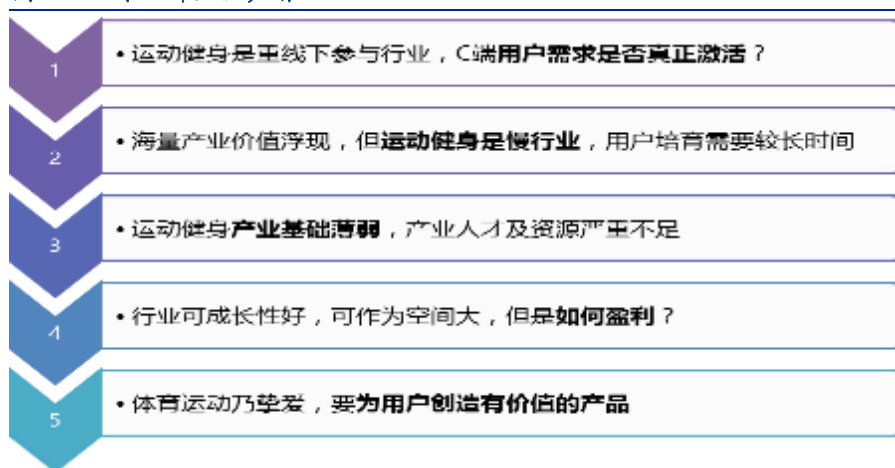
图 97: 浩沙健身俱乐部.....	40
图 98: 公司营业收入及增速情况	40
图 99: 公司毛利率仍维持在高位 50%.....	40
图 100: 公司营业收入结构	41
图 101: 光猪圈健身门店	41
图 102: 光猪圈健身 APP	41
图 103: 以集装箱为载体的 24 小时自助健身房	42
图 104: 创始人是非常厉害的建筑设计师	42
图 105: 只服务于女性的健身房 Curves	42
图 106: 每个人一张电子卡	42
图 107: 中航时尚直营会所构造	44
图 108: 中航时尚三个品牌业务	44
图 109: 中航时尚中信城市分店	44
图 110: 中航时尚花园城分店	44
图 111: 公司三类会所收入及占比	45
图 112: 公司提供 10 类年卡卡种	45
图 113: 办公室保健操	46
图 114: 独家减肥方案	46
图 115: 公司营业收入及增速情况	46
图 116: 公司归母净利润及增速情况	46
图 117: 健康体适能管理的流程	48
图 118: 健康体适能在线服务平台	48
图 119: 国民体质监测应用	49
图 120: 公司营业收入及增速情况	50
图 121: 公司归母净利润及增速情况	50
图 122: 公司 2001-2009 年发展历程	51
图 123: 公司 2010-2016 年发展历程	51
图 124: 康比特荣誉	51
图 125: 公司 15 年来得到的市场的认可	51
图 126: 康比特研发机构	52
图 127: 公司研发团队	52
图 128: 中国田径队—品牌代言	53
图 129: 申雪、赵宏博—品牌代言	53
图 130: 公司营业收入及增速情况	54
图 131: 公司归母净利润及增速情况	54
图 132: 公司宣传语	55
图 133: 亚特体育俱乐部门店	55
图 134: 公司营业收入及增速情况	56
图 135: 公司归母净利润及增速情况	56
表 1: 中国健身产业走过风雨兼程的 30 年	9
表 2: 主要健身产业政策	12
表 3: 部分连锁品牌门店地区分布	16
表 4: 2015 年美国前十大大型连锁健身俱乐部排名	25

表 5: 美国七大健身 O2O 公司.....	26
表 6: LTM 会员等级收费制度.....	32
表 7: 威尔士直营俱乐部区域分布	36
表 8: 威尔士发展历程.....	36
表 9: 威尔士健身卡价格.....	37
表 10: 中航时尚主要服务产品概述	43
表 11: 公司三类门店.....	44
表 12: 公司主要财务数据情况.....	47
表 13: 公司主要财务数据情况.....	50
表 14: 运动营养食品分类.....	52
表 15: 公司主要产品具体情况.....	53
表 16: 公司主要财务数据情况.....	54
表 17: 公司提供的具体服务内容.....	55
表 18: 公司主要财务数据情况.....	56

46 号文发布 2 周年之际，国家再发《“健康中国 2030”规划纲要》这意味着，2014 年上升为国家战略的全民运动健身现在成为顶层国家战略了！现在说起健身，早已经不是抹着特级初榨橄榄油凹造型的时代，“互联网+”浪潮将人们从健身房里拉向了更广阔的天地，不仅追逐“时尚范儿”，也在追求“专业范儿”。

过去人们认为只要无病不痛就是健康，现在对于健康有了更深层次追求，越来越多的人开始接受“花时间花钱换健康”，运动健身群体日趋壮大，健身行业前景可谓柳暗花明。

图 1：业界几种主流声音



资料来源：安信证券研究中心，艾瑞咨询

当消费升级遇上不断升级的健身产业供给，健身产业不仅搭上了“互联网+”的快车，也因为广阔的市场空间而受到了资本市场的青睐。但是健身产业现在发展到什么程度？

健身产业能否走出前些年实体店接连倒闭的困境，又该如何与渴望塑身成功的消费者一同喜迎“春天”？这一次，我们贴近消费者和投资者，看行业变化，梳理商业逻辑，全方位解析我国健身产业的来龙去脉！

1. 暴走的“身材经济”：国家政策+消费升级助力行业发展

近年来，随着我国人民生活水平的不断改善，越来越多的人注重健康管理，近年国人尤其重视通过体育锻炼来预防疾病。近几年开始流行的“健身热”，一方面由于人均收入水平提升的影响，人们有了更多富余金钱在健身消费上。

另一方面，西方文化对中国年轻一代的影响加深，更多的 80 后、90 后开始更注意自身体型塑造而选择在健身房进行运动健身。处于产业升级和政策扶持之下的体育健身行业，拥有巨大的人口红利，正当消费升级的风口。

图 2：健身行业潜力巨大



资料来源：安信证券研究中心，国家体育总局，Trustdata

1.1. 追根溯源，我国健身产业走过风雨兼程的 30 年

中华文化源远流长，健身运动作为民族文化的一部分也得到了很好的传承。但是其发展也并非一帆风顺，因为健身运动的普及与否往往取决于一个国家的经济状态。从二战后国家经济的萧条到现在的重新跻身世界强国之列，我国的全民健身也经历了从衰亡到繁荣的过程。

特别是改革开放 30 年以来，健身运动的种类从单一到多种多样，从条件简陋到配置齐全，健身运动已经越来越多的回归到了民众的生活。2008 年北京奥运会的举行，更是代表着我国全民健身运动高潮的来临。

表 1：中国健身产业走过风雨兼程的 30 年

时间轴	事件
1980-1983 年	健美运动在改革开放后萌发，健身理念开始从欧美引入中国，当时以健美训练班的开办为主
1983-1990 年	健美操成为时代新宠，全国健美赛事开始带动大众健美潮流
1990-1999 年	健美铁馆让更多人变得强壮，成为未来商业健身房的雏形；政策红利开始出现，政府大力推动群众性体育活动
2000-2007 年	商业健身使得健美和健身运动成为新千年的时尚；浩沙和青鸟健身的创办，将会员制带给健身爱好者；大型连锁健身俱乐部开始出现，国外品牌也进入中国，资本也不断进入
2007-2016 年	全民健身健美时代到来，全民健身进入了新的阶段，专业健身正在走进人们的生活

资料来源：安信证券研究中心整理，sina 新闻

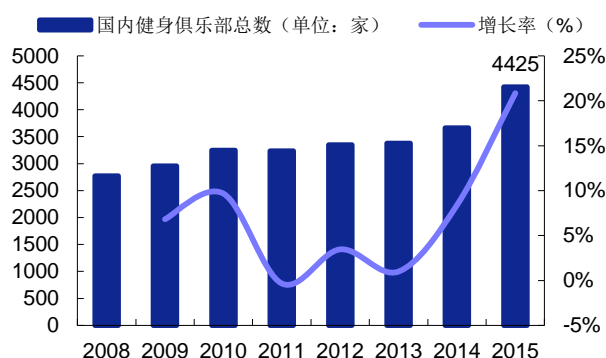
1980 年至今，是中国健身健美运动的蓬勃发展历程，是科学健身理念获得大力传播和践行的三十年，是健身机构和科技型营养品企业为中国健身人群服务的三十年……健身这项运动，改变了几代中国人的精神面貌和身体健康，使数以千万计的中国人养成了健康的生活方式。

1.2. 热潮之下，我国健身基础薄弱但发展势头良好

我国健身俱乐部数量自从出现以来一直保持较高的增长，但在 2011-2013 年间，健身市场竞争加剧导致出现关门潮，增长幅度趋小甚至出现负增长，但最近两年随着健身风潮的兴起后参与健身人数的增长，以及行业自身盈利模式的改进，健身俱乐部数量增长迅速，整个行业开始有复苏迹象，2015 年俱乐部数量增长速度达到 20% 以上。

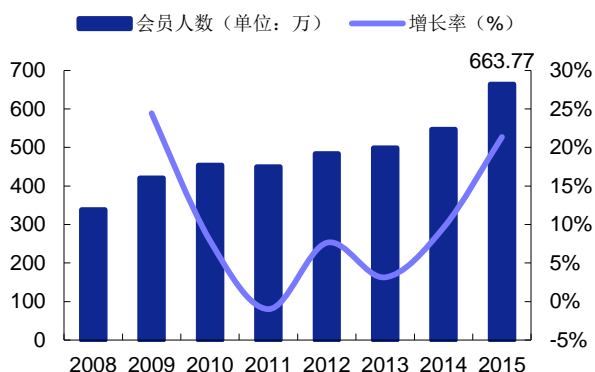
受健身俱乐部数量的影响，会员数量在 2011-2013 年间也出现了放缓趋势，而近两年有意愿参与健身运动的人越来越多，会员数量出现了显著的增长。

图 3：国内健身俱乐部总数情况



资料来源：安信证券研究中心，中国产业信息网

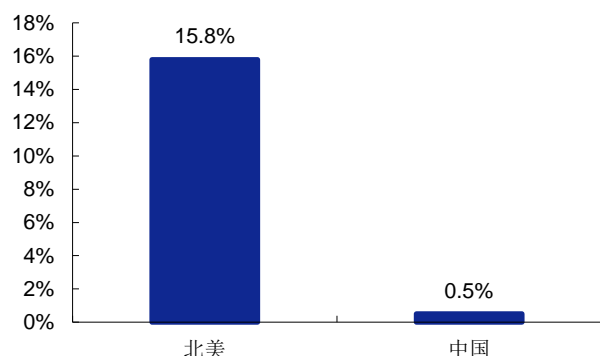
图 4：国内健身俱乐部会员人数



资料来源：安信证券研究中心，中国产业信息网

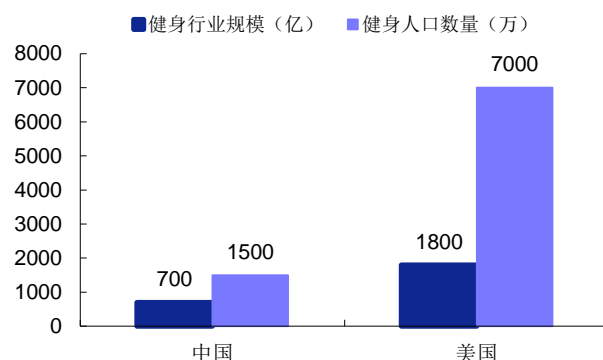
对比海外，根据智研数据中心的数据，北美共有 36742 家健身俱乐部，会员数量达 5600 万，绝对数量都是我国 9 倍左右，如果以总人口计算会员渗透率，北美健身俱乐部会员率为 15.8%，而我国仅为 0.5% 左右，相差近 30 倍，存在发展空间。在健身房会员数量上，中国健身卡持卡人数占比约 0.5% (670 万)，而美国健身人口占比为 22% 左右 (7000 万)，美国是中国的 10 倍以上。

图 5：中国和北美健身俱乐部会员渗透率



资料来源：安信证券研究中心，智研数据中心

图 6：中美两国健身市场规模对比

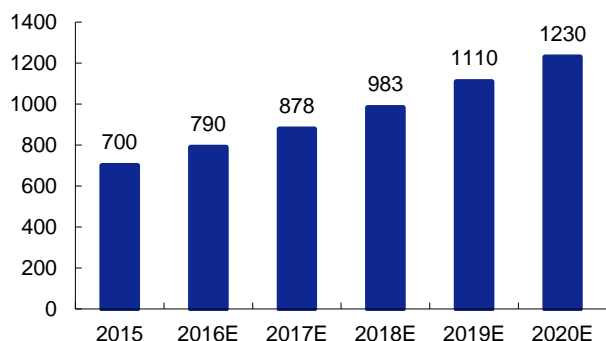


资料来源：安信证券研究中心，尼尔森市场研究

尼尔森市场研究显示，从健身房密度角度，我国仍远远落后于美国。美国人均每 1 万人就拥有一个健身房，而我国若以 4425 家健身房计算，每 32 万人才拥有一个健身房。

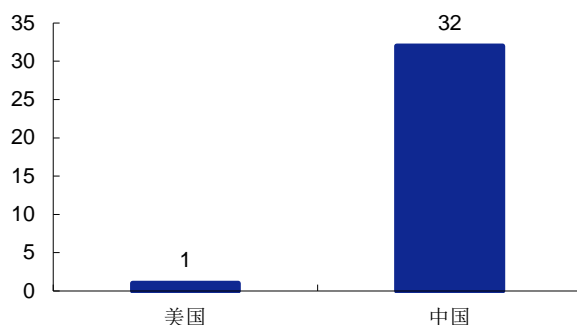
智研数据显示，2015 年我国健身产业产值约为 700 亿元，随着我国人民健身意识的进一步提升和健身房商业模式的进一步成熟，我国健身房市场预计仍将保持稳健发展，未来五年有望保持 12% 的年复合增长率，到 2020 年健身房市场规模将达到 1230 亿元。

图 7：2016-2020 年我国健身房市场规模预测（亿元）



资料来源：安信证券研究中心，智研数据中心

图 8：中国、美国平均拥有一家健身俱乐部人数（万人）

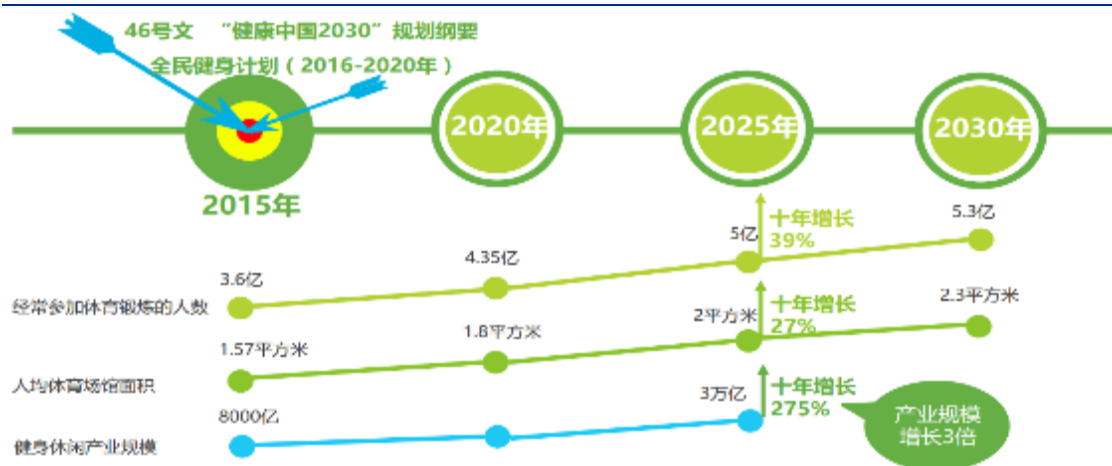


资料来源：安信证券研究中心，尼尔森市场研究

1.3. 政策引领，全民运动健身已成为顶层国家战略

政策红利始终是产业向前大步发展的重要推手，健身产业尤为如此。从 1995 年起，健身产业（《全民健身计划纲要》）在我国就得到了国家的重视，一系列利好政策也在不断提出，从而为健身行业的发展提供了更为优越的空间。健身产业承载体育产值 6 成任务，十年大规模产业化进程开启，10 年内产业规模将增 3 倍。

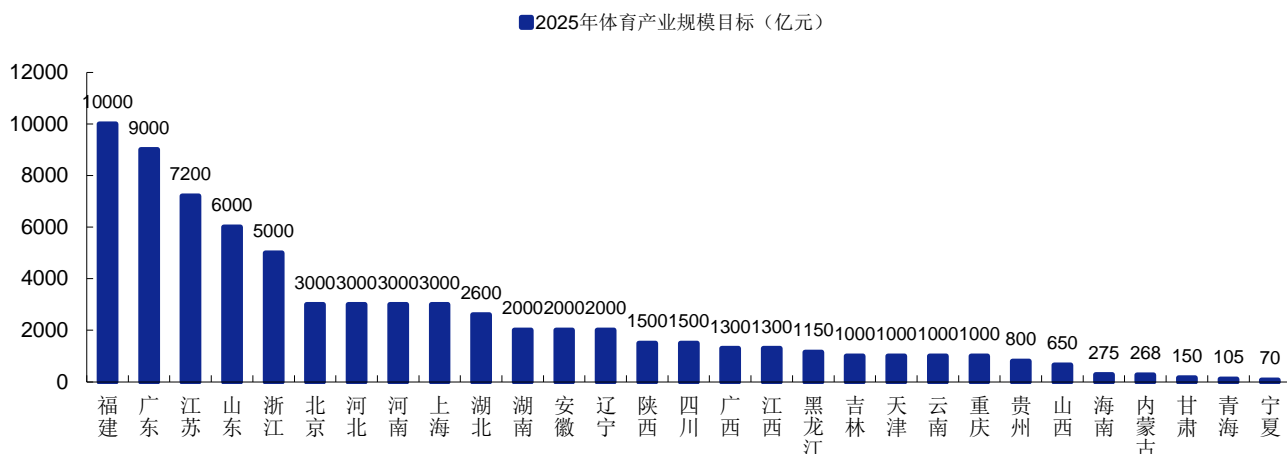
图 9：2016-2030 年中国运动健身产业发展目标



资料来源：安信证券研究中心，国家体育总局，艾瑞咨询

尤其是 2014 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。

图 10：31 省市认领 7 万亿，远超国家 5 万亿体育产业规模目标



资料来源：安信证券研究中心，国家体育总局。

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。《计划》明显提升了参与人数目标，更加注重大众健身，全民健身。《计划》提出要着力构建全民健身设施网络和城市社区 15 分钟健身圈，人均体育场地面积达到 1.8 平方米，相比《全民健身计划（2011—2015 年）》中规划的 1.5 平方米，增加 20%。

表 2：主要健身产业政策

时间	发布单位	政策
1995	国务院	全民健身计划纲要
2003	国家体育总局办公厅	国家体育总局办公厅 关于开展创建社区体育健身俱乐部试点工作的通知
2009	国务院	全民健身条例
2010	国务院	关于加快发展体育产业的指导意见
2011	国务院	《全民健身计划（2011-2015）》
2011	国家体育总局	《体育发展十二五规划》
2014	国务院	关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见（46 号文）
2016	国家体育总局	《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：安信证券研究中心，国务院，国家体育总局

2016 年是“十三五”规划的开局之年，在《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》中，广泛开展全民健身运动作为推进健康中国行动计划中的重要组成部分，被首次单独提及。体育被列入国民幸福产业，而全民运动健身上升成为顶层国家战略，各省市也在强力落实，风口已经形成。

1.4. 消费升级，老百姓对健康有了更深层次追求

健身休闲产业作为一项横跨生产、服务与消费，兼容公益性与商业性，既具有强大的经济功能，又能够产生巨大社会效益，是国际公认的最具活力的朝阳产业、绿色产业、健康产业和民生产业。

现阶段，消费升级趋势明显，大众对于体育服务、体育与相关领域融合服务的需求越来越高，身边有什么运动场，将来会建什么运动场，出行有哪些既能参与锻炼又新鲜好玩的去处等，

正在成为百姓口中热议的话题。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。

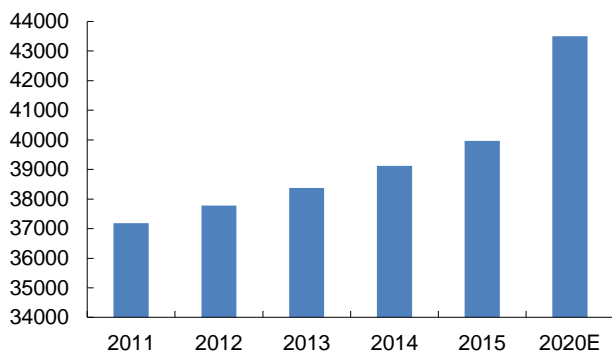
图 11：体育健身已成为一种时尚和生活方式



资料来源：安信证券研究中心，国家体育总局，Trustdata

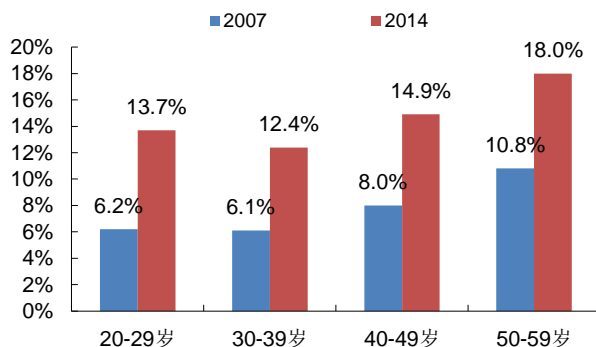
全民运动健身意识觉醒，高净值人群运动参与比例上升，带来更多产业价值。根据 2014 年国家最新全民健身状况调查公报数据，相比 2007 年，整体全民运动健身的人群比例增长近 8 个百分点。尤其是 20-40 岁人群，锻炼人群比例翻了一番。20-40 岁人群是社会的中坚力量，具有旺盛的娱乐和消费需求，相对而言，C 端消费价值更高。中青年人群运动需求的崛起，将为产业带来更多附加值和产业价值拓展空间。

图 12：我国经常参加体育锻炼的人数（单位：万人）



资料来源：安信证券研究中心，前瞻产业研究院

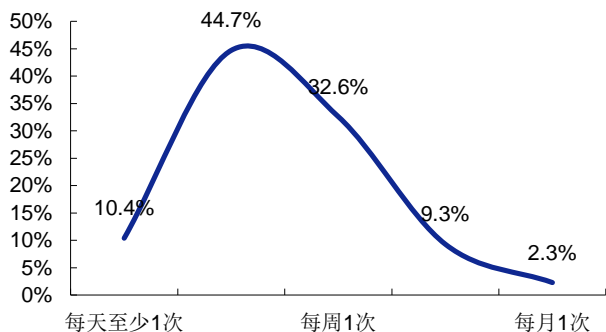
图 13：2007 和 2014 年中国经常参加锻炼的人口比例



资料来源：安信证券研究中心，国家体育总局

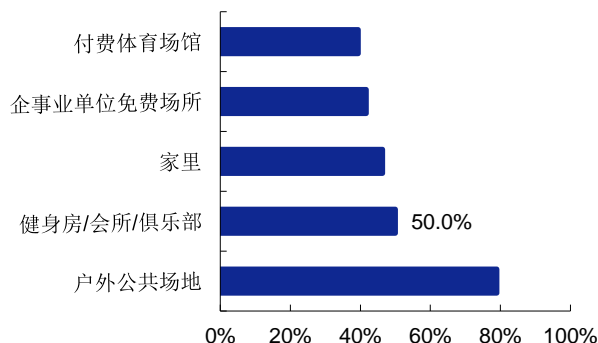
近几年，随着居民消费水平升级，形体美需求，男性要减肥增肌、女性要减肥塑形。马甲线频上热搜榜，普通民众开始注重对健康健美个人形象的塑造。艾瑞调研数据显示，50% 的运动健身用户经常去健身房锻炼，10.4% 的用户每天都会健身，44.7% 的用户每周健身 2-6 次，32.6% 的用户每周会健身一次，这意味着，近 9 成的健身用户每周都会健身。健身运动的高频次带来健身市场的高需求。

图 14：2016 年不同运动人群的运动频次对比



资料来源：安信证券研究中心，艾瑞调研数据

图 15：2016 年运动人群主要的运动场所



资料来源：安信证券研究中心，艾瑞调研数据

随着我国城乡居民体育锻炼的意识增强，参加体育锻炼的积极性增高，“花钱买健康”已经得到越来越多人的认可，快速增长的健身人口为健身行业的发展带来了巨大的需求。

1.5. “互联网+”+大数据，引领健身产业发展升级，让健身走向智能

健身风潮的兴起也让健身产业成为互联网+的争夺热点，如今各类 APP 遍地开花，从教程到视频、从社交到健身卡、或者从客厅到健身房，健身产业链的每一个可延伸环节，都已经出现了互联网的身影。晒腹肌、人鱼线已经成为朋友圈的常态，但去健身机构办理年卡的用户仍然是少数，毕竟财务和时间自由的用户不多；

健身房的模式正在不断创新，与互联网融合后，逐渐出现娱乐化、碎片化、服务化的发展趋势。众所周知，智能技术的发展已经不是移动设备、O2O 生活可以完全涵盖的了，从小小的运动手环到各类健身设备的智能化和人性化发展，从智能家居、智能电子产品到 VR 技术的应用，越来越多的智能化产品在运动健身的日常生活上扮演着极其重要的角色。国内首家智能健身私教工作室由北京钛酷科技有限公司与维斯塔健身工作室联手打造。

图 16：携手维斯塔打造中国首家智能健身工作室



资料来源：安信证券研究中心，钛酷科技官网

图 17：钛酷科技智能化产品



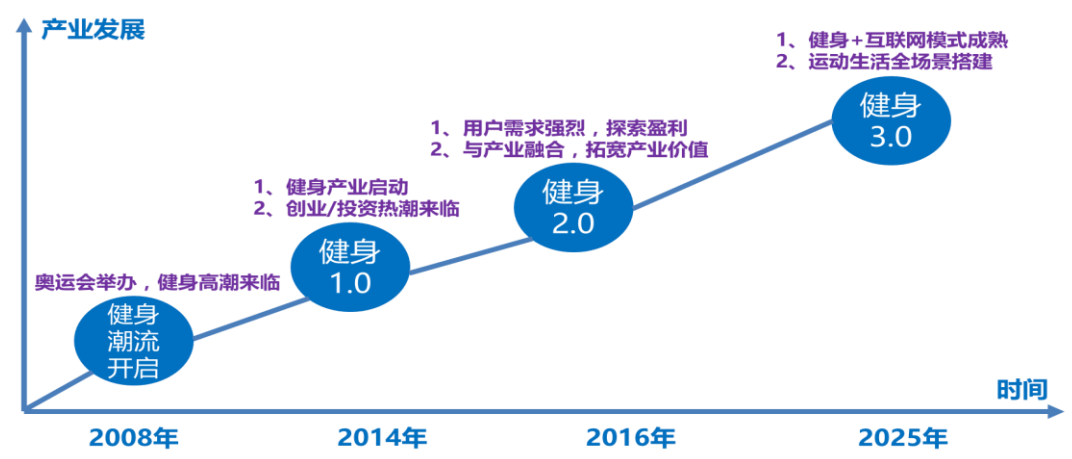
资料来源：安信证券研究中心，钛酷科技官网

数据显示，小米、苹果各品牌的可穿戴设备，在 2016 年第一季度的出货量达到 1970 万台，同比增长 67.2%。智能健身馆中形成的这种新模式也将开启‘体育生态系统’的良性循环，在打造健身馆的同时形成中国体育产业制造业的坚实品牌力，我们在第二章为您详细解析互联网化、智能化的健身产业。

1.6. 浅显之见一：健身产业砥砺前行，大有可为

我国健身产业发展空间足，受益于国家政策与消费升级驱动，根据艾瑞咨询的数据，我国健身产业目前约 700 亿规模，4425 万会员，但渗透率仅 0.5%，参考海外经验尚有 10 倍以上空间；政府层面持续推进大众健身，体育被列入国民幸福产业，而全民运动健身上升成为顶层国家战略，居民消费升级注重身心健康，以及智能化、互联网化和社交媒体共同驱动行业成长。

图 18：我国运动健身产业发展路线图

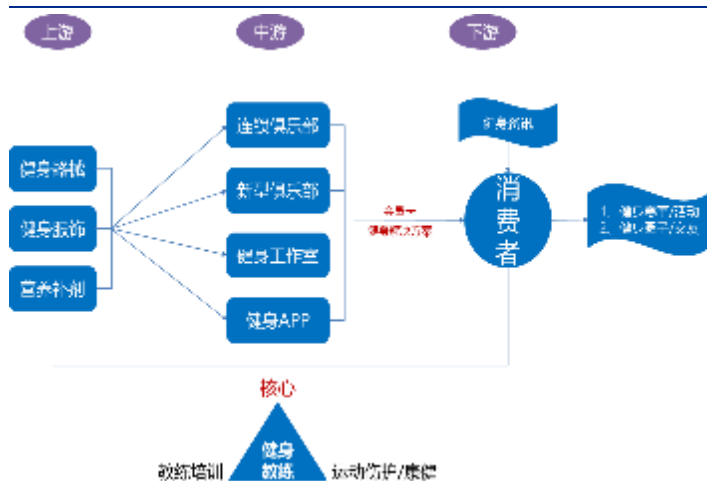


资料来源：安信证券研究中心整理，艾瑞咨询

2. 行业格局较分散与盈利模式较单一，健身+互联网值得期待

健身产业的主体为健身房/健身俱乐部，上游为健身器材、服饰和营养品等，下游直接面对消费者，私人教练是核心资源。但是，目前我国已有健身场所面临着同质化高盈利能力低、用户体验差、市场集中度低、以及健身教练人数有限的问题。近年来各类互联网+健身 APP 也大量出现，我们期待互联网健身服务产品可解决传统健身房痛点。

图 19：健身核心产业链图



资料来源：安信证券研究中心整理，艾瑞咨询

图 20：运动健身行业核心参与者图谱



资料来源：安信证券研究中心，艾瑞咨询

2.1. 市场分散+进入门槛低，缺乏真正龙头性企业

健身行业竞争壁垒小，市场品牌分散：我国健身房市场前十大品牌市占率仅为 16%，个人工

作室大量涌现使得全行业规模效应难以得到体现。健身房除了设备投入外只需要合适的选址和员工，行业进入壁垒小，日益扩大的消费群体又吸引了大量新加入者。大量竞争者导致国内健身房市场品牌分散，2014 年中国前十大品牌健身房总体数量 740 家，仅占市场整体的 16.4%，没有真正意义上的龙头企业。健身俱乐部数量增长迅速，预计未来两三年内健身行业就会饱和，开始淘汰，出现兼并重组的情况。

图 21：健身行业市场集中度



资料来源：安信证券研究中心，虎嗅等公开互联网资料

健身产业区域分布特征明显：大型连锁俱乐部以一二线城市为主，尤其是一线城市，收费也相对较高。没有出现真正的全国扩张，以区域割据为主，如在大本营北上深各自有较多门店，其他城市较少。

表 3：部分连锁品牌门店地区分布

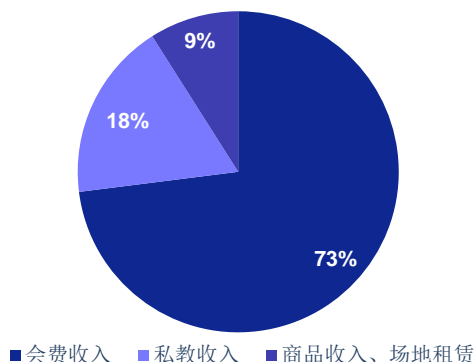
区域	特征	代表公司
一线城市	健身意识普及，市场格局相对清晰	上海：威尔士+一兆韦德为主导；北京：中体倍力、浩沙和青鸟为主导；广深：以中航时尚和古德菲力为主
二线城市	健身意识处于培养期	南京：以金吉鸟为主导；宁波：以美日健身为主导；天津：以浩泰健身为主导
三、四线城市	健身意识处于朦胧期	存在很多地方政府特色的小型健身俱乐部

资料来源：安信证券研究中心整理

2.2. 健身房盈利模式较单一，正从零售业走向服务业

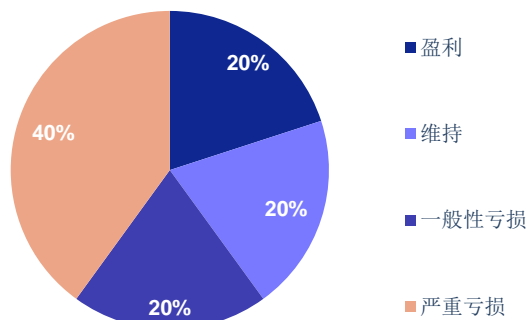
我国现有健身俱乐部主要通过预售会员卡以及私人教练来获取收入，对比美国健身俱乐部，其收入来源有五种：一、会员制工作室注册会费；二、一对一私教服务；三、一对多私教服务；四、小团体课程；五、设备、服饰和配件销售收入。

图 22：我国健身俱乐部收入构成情况



资料来源：安信证券研究中心，智研数据中心

图 23：健身俱乐部运营情况占比



资料来源：安信证券研究中心，智研数据中心

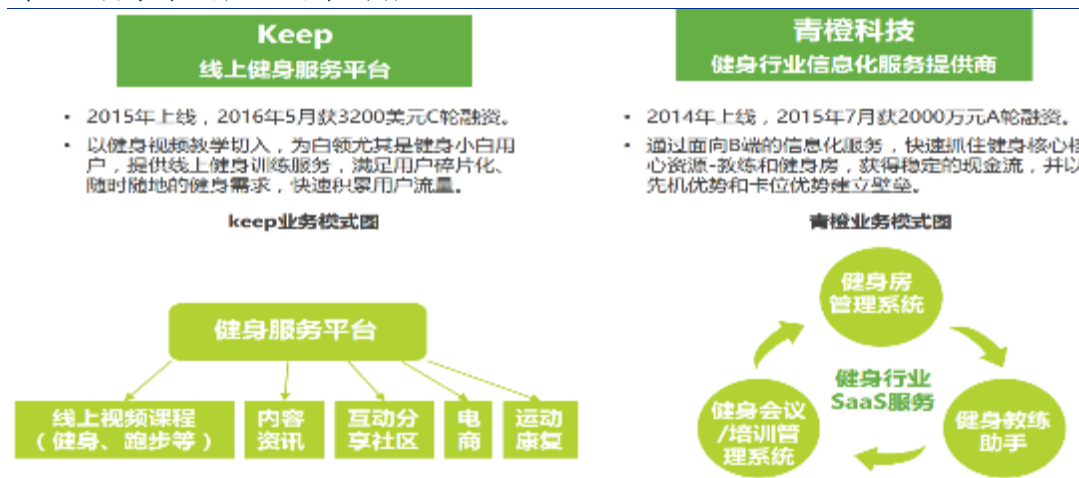
(1) 大型健身俱乐部强者恒强，拥有完善的器械设备与教学服务，通过品牌宣传与渠道扩张不断获取流量。行业龙头预计净利润有大几千万乃至过亿。(2) 中等的俱乐部数量占比在下降。随一线城市租金与人力成本不断提高，新开健身房趋向精品化，控制面积与员工数量，同时提升服务能力与客户体验。与大型健身房类似大超市与便利店的关系。(3) 精品工作室也开始崛起，核心是出来创业的健身教练，打造个人 IP，有差异化特色。例如光猪圈、超级猩猩等。

对标海外，健身行业正在经历从零售业到服务业的转型。其他收入来源包括销售营养补剂、饮料、器械等健身相关消费品。此外，网上商城的建立，也在进行线上线下的联动作用。随着互联网尤其是移动互联网的发展，通过手机 APP 约比赛、约场馆、约教练、练习健身已经成为人们生活必不可少的组成部分。互联网不但可以减少用户信息不对称，提高健身行业的效率，更可以通过普及专业化运动知识、专业化培训等方式加速健身行业的大众化进程。

2.3. “互联网+”和万众创新，给健身产业带来新希望

近年来健身行业在与互联网结合之后产生了许多新玩法，我们认为互联网相关创新对健身行业的影响主要体现在以下方面：(1) 引流、提升产业资源利用效率；(2) 丰富健身产业内容；(3) 开发增值服务等方面为实体健身房提供支持 and 补充。传统健身房的经营将受益于互联网式包装和营销，无论在引流方式还是服务内容上都将得到极大丰富；而规模较小，缺乏知名度的个人工作室有望在互联网的帮助下锁定细分人群，赢得垂直市场部分空间。

图 24：健身创业项目直击行业痛点



资料来源：安信证券研究中心，艾瑞咨询

运动健身的娱乐化、社交化、时尚化日益明显，需要有针对性地满足消费者的需求。在“互联网+”的背景下，健身产业也需要同互联网进行结合。健身房有两个主要的成本：第一是房租，逐年递增；第二是人员工资，私教成本在总成本里的比例越来越大。怎么把移动互联网与运动健身行业结合起来，摊薄成本，这是大部分企业关注的核心所在。对于创业者或者投资者来说，目前已经有几种运营方向可供把握和选择：线上预约、网络健身指导、健身社区以及结合数据的智能硬件。我们在第三节给您详细阐述健身+互联网的大趋势。

2.3.1. 探寻 2016 年健身产业全球顶级创新公司的商业模式

广义的健身行业，是非常有前途的。无论在中国还是在美国。行业有前途，不代表所有参与者都有前途。在健身行业未来的发展中，传统的大型连锁商业健身房前途怎样，可能要看管理层对变革的态度。美国著名商业杂志《快公司 (Fast Company)》出版了 2016 年全球最佳创新公司专题，下面我将带您梳理一下 6 家公司的商业模式。

(1) Soul Cycle: 线下动感单车的终极玩法。Soul Cycle 创办 10 年，两名女创始人都不是业内人士：Elizabeth Cutler 曾经是经纪人，而 Julia Rice 则在房产公司工作。2015 年，Soul Cycle 旗下的工作室从 37 家增长到 55 家。**Soul Cycle 的成功之处在于塑造了良好的社区氛围，以及提供和传统健身房完全不同的用户体验。**Soul Cycle 提供的核心产品是 45 分钟一节的线下车课，34 美元一次，有效期 30 天。如果你第一次去，Soul Cycle 专门为新手设计了价格 20 美元、时长 1 小时、有效期 30 天的入门课程。在运营和开拓新市场上，Soul Cycle 和 Uber 异曲同工，会先派一个小团队去目标城市了解市场、建立用户社区后再开设线下工作室。

图 25: Soul Cycle



资料来源：安信证券研究中心，Fast Company，知乎

(2) Peloton: 建立在线上的 Soul Cycle。作为 Soul Cycle 的竞争对手，策略是截然相反的。创办于 2012 年的 Peloton 在 2015 年就拿到了 7500 万美元的融资。其核心产品是售价为 1995 美元的智能单车。比单车更重要的是 Peloton 每天在线直播的线下动感单车课程。换句话说，你如果想要加入“Peloton 智能单车健身房”，首先需要至少买一辆 1995 的智能单车、然后每月花 39 美元订阅在线课程。然后，只要你有足够放下这辆单车的房间、有 Apple TV, Iphone, 或是 Ipad。你就可以足不出户享受高端健身房的单车课了。此外，还可以去他们位于纽约和芝加哥的旗舰工作室参加线下课程。新手课售价 20 美元，单次课售价 30 美元。

图 26: Peloton 智能单车



资料来源：安信证券研究中心，Fast Company，知乎

图 27: 在线直播的线下动感单车课程



资料来源：安信证券研究中心，Fast Company，知乎

(3) Fitbit: 可穿戴设备业目前的老大。公司创办于 2007 年，2015 年上市，是可穿戴装备行业目前的领先者之一。2015 年，Fitbit 的预估收入为 180 万美元。公司的核心产品为价位从 60 美元到 250 美元不等的运动手环和手表。其中，Fitbit Charge HR 款是亚马逊该类别内的畅销款。Fitbit 的收入也有很大一部分来自于企业客户。Fortune 500 中超过 70 家公司都是 Fitbit 的企业健身项目客户（Fitbit Wellness）。

图 28: Fitbit Charge HR 款



资料来源: 安信证券研究中心, Fast Company, 亚马逊

(4) Kit & Ace: 重视服装面料的服饰。公司主打单价 100\$左右, 能够日常穿着, 舒适度又足以穿去运动的服饰。Kit & Ace 也同样非常重视线下零售店体验, 注重为每家门店打造社区感和当地特色, 甚至提供用餐空间、欢迎当地独立设计师和 Kit & Ace 合作。创办 2 年的 Kit & Ace 已经拥有 51 家线下零售店。Kit & Ace 还计划推出自家独创面料的泳装产品线。

图 29: Kit & Ace

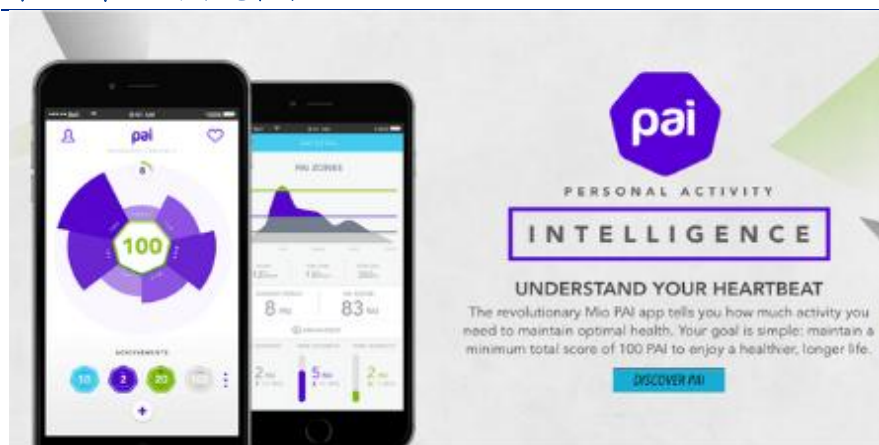


资料来源: 安信证券研究中心, Fast Company, 知乎

(5) Mio: 运动手环还能怎么玩? Mio 的最大特点不是售价为 149\$~169\$的运动手环, 而是开发的独特算法 Pai。

Mio 团队认为, 目前可穿戴装备能够收集的数据已经很多了, 重要的是怎样分析和处理这些前所未有的大量数据。仅仅设置运动目标, 比如每天一万步, 并不能解决根本问题。Mio 团队开发了由科学理论验证过的算法, 综合考虑每个人的心率、年龄、性别, 以及其他个人信息, 为用户提供一个新指标: Personal Activity Intelligence(PAI), 你的个人运动信息档案。Mio 团队认为, PAI 才能真实反映用户的运动状况, 帮助用户获得更好的运动体验。

图 30：个人运动信息档案



资料来源：安信证券研究中心，Fast Company，知乎

(6) Bandier：多品牌运动服饰零售店的未来？ 公司是一家创办于 2014 年的多品牌运动服饰零售商。起初，前音乐公司高管 Bandier 出于个人爱好，在纽约南安普顿开设了这家小小的精品零售店。目前，Bandier 已经有了 5 家线下零售店，同时也有自己的电商平台：Bandier Home。

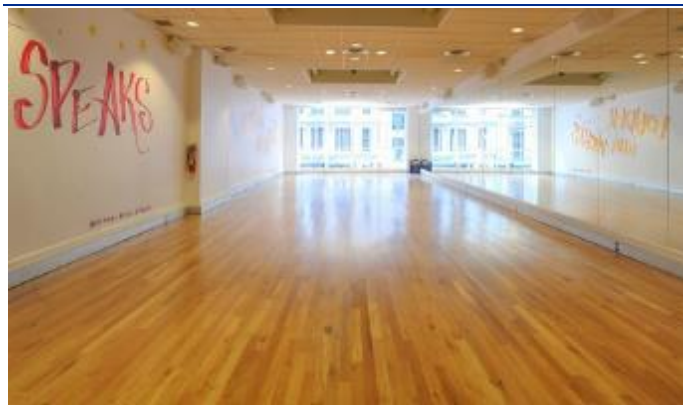
Bandier 提供的运动服饰来自超过 40 个设计师，价位从 30\$ 到 325\$ 不等。但是，Bandier 不满足于此，还致力于打造“运动是一种生活方式”的零售体验：Bandier 的零售店之一也作为健身工作室提供健身课程，包括瑜伽、有氧和 HIIT 课程等；电商网站同时发布自己的生活方式电子杂志，包括最近的健身潮流、健康生活方式信息等。所有这一切附加体验，都大大增加了零售店对顾客的吸引力。

图 31：多品牌运动服饰零售店



资料来源：安信证券研究中心，Fast Company，知乎

图 32：健身工作室提供健身课程



资料来源：安信证券研究中心，Fast Company，知乎

2.3.2. 健身 APP+健身网红等崛起，给健身产业注入新活力

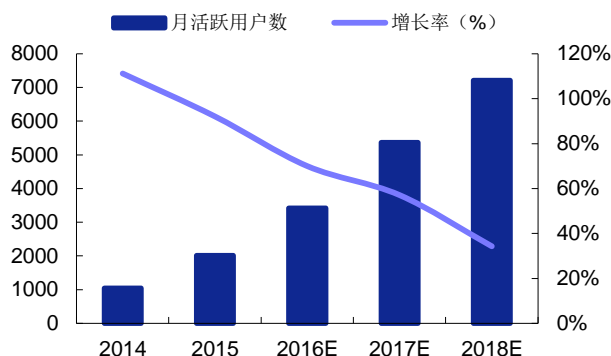
消费者愿意花在手机上的时间已经远远超过其他媒介，健身 APP 的发展“来势汹汹”。APP 终端平台不仅是健身行业营业模式的创新，也是行业用户自身需求得到实现的一个最佳平台。健身 APP 是大众体育健身线上化的平台，并叠加内容、互动、电商、赛事、装备等要素。

图 33：体育健身 APP 平台



资料来源：安信证券研究中心，Trustdata

图 34：我国运动健身类 APP 活跃用户规模



资料来源：安信证券研究中心，智研数据中心

事实证明，移动 APP 对健身行业的发展有着巨大的促进作用。消费者仅需通过智能手机 APP 就能更为直观地对比各个健身房之间的环境和器材满意度，快速寻找到自己喜欢的健身场所。此外，体育健身 APP 解决了影响锻炼的三大难题，大大提升体育健身频次。全民健身 APP 打下了坚实的国民基础，成为便捷的管理工具和活跃的兴趣者社群。

图 35：体育健身 APP 解决了影响锻炼的三大难题



资料来源：安信证券研究中心，国家体育总局，Trustdata

图 36：全民健身 APP 意义重大



资料来源：安信证券研究中心，国家体育总局，Trustdata

目前很多“互联网+健身”创业公司选择的模式—网络健身指导，用户在训练后能够给 APP 反馈，APP 的运营者也能够很迅速地根据用户反馈优化自己的训练课程。还有一种模式就是打造健身社区。单纯的运动交友不是健身者的刚性需求，缺乏核心竞争力，很容易被其他如微博、微信等主流社交软件取代。因而提供健身指导或线上预约教练等综合性功能的健身社区 APP 更受欢迎。体育健身 APP 主要分为两类：全民健身类 APP 和时尚类 APP。

图 37：两类体育健身 APP



资料来源：安信证券研究中心，Trustdata

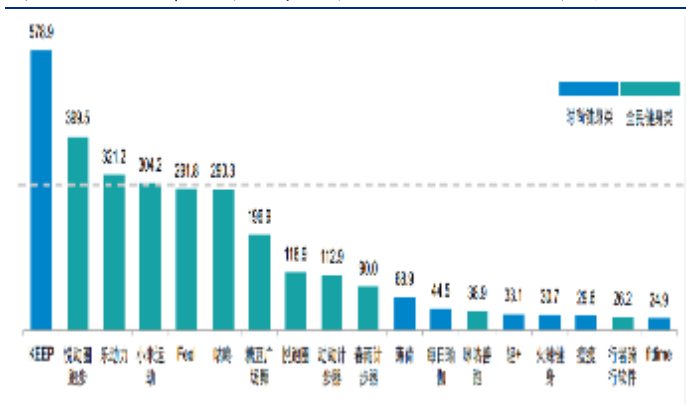
图 38：在线进阶式教程是基础，活跃互动社区是保障



资料来源：安信证券研究中心，Trustdata

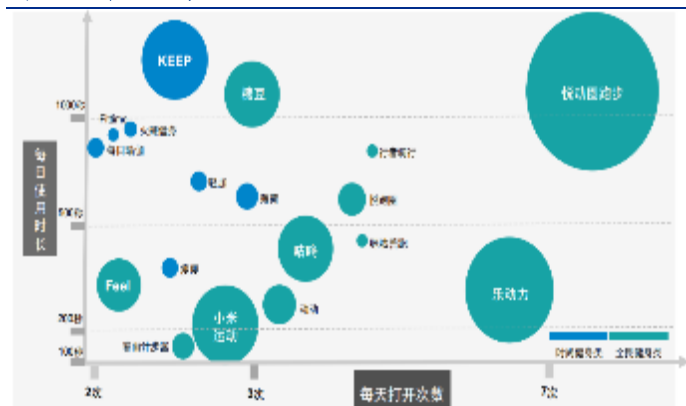
Keep: 代表性运动健身 APP, 凭借丰富的课程内容以及良好的社区交互建立客户粘性。Keep 于 2015 年 2 月上线, 主要模式为平台制作健身教学短视频 (3-20min) 并按照用户具体健身需求将相应视频组合成训练计划推荐给用户, 用户完成每日训练任务后可“打卡”并分享训练心得与其他用户进行交流。Keep 处于体育健身 APP 第一梯队。

图 39: 2016 年 6 月体育健身 APP MAU 规模 (万)



资料来源: 安信证券研究中心, Trustdata

图 40: 市场竞争格局



资料来源: 安信证券研究中心, Trustdata 注: 圆面积表示月均 DAU 规模

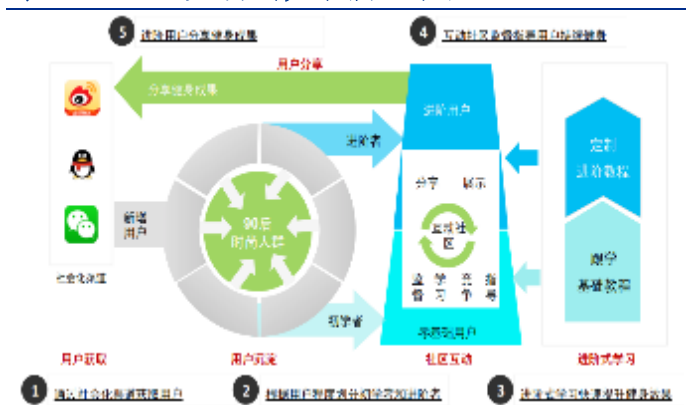
资本青睐: 截至 2016 年 5 月已积累超过 3000 万用户量, 月活用户超过 1100 万。5 月, 公司拿到了 3200 万美元的 C 轮融资, 晨兴资本和纪源资本领投, 贝塔斯曼亚洲投资基金跟投。目前已经完成 4 轮融资, 累计融资额超过 4700 万美元。

图 41: KEEP DAU 快速增长, 最高达 83 万



资料来源: 安信证券研究中心, Trustdata

图 42: KEEP 形成了用户自增长的良好循环

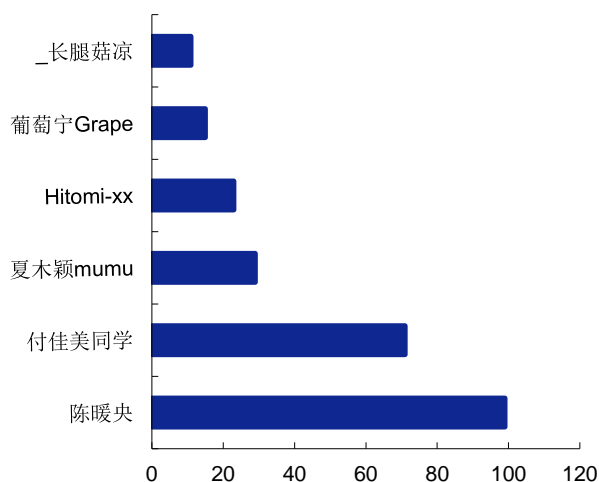


资料来源: 安信证券研究中心, Trustdata

解析完体育健身 APP, 我们来看看健身网红的兴起。 网红经济的发展, 伴随着体育产业的发展, 网红经济延伸至健身领域, 健身达人不断涌现。

陈暖央是典型代表, 她毕业于音乐学院舞蹈专业, 做过杂志兼职模特, 有粉丝基础, 2011 年后开始健身, 在微博上分享运动照片、段子与视频, 与粉丝有效交流互动, 目前微博粉丝已接近百万人; 原有的淘宝女装店开始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, 通过电商实现有效变现。

图 43：健身网红微博粉丝量（万）



资料来源：安信证券研究中心，微博

图 44：“暴走的萝莉”金冠淘宝店



资料来源：安信证券研究中心，淘宝

2.4. 浅显之见二：“健身+互联网”是未来的发展方向

目前健身行业的投资热是因为开店门槛低，只要有资金，投个几百万就能办健身房，但其实一个健身房是否能真正起到培养全民健身的意识，投资人的实力背景、运营团队、师资力量、相应设备设施匹配、环境等等都是缺一不可的条件。

随着互联网+和万众创新的战略规划下，是“互联网+健身”还是“健身+互联网”呢？这个看似一样的事情，其实不然，健身+互联网：重线下运动产品和服务提供，通过产品销售和服务提供来变现，互联网作为辅助作用。互联网+运动健身：重线上平台社区搭建，通过用户流量和内容收费来变现。

图 45：“互联网+健身”&“健身+互联网”



资料来源：安信证券研究中心，艾瑞咨询

在健身行业与互联网的碰撞中，我们认为最终应该不是“互联网+健身”，而应该是“健身+互联网”，互联网是一个通道、门户，健身行业仍是实体为王，这就像互联网经济和实体的银行一样，实体银行不可能被打败，互联网只是一个门户，传统健身房的经营，加上互联网的方式包装营销、互联网健身教学与社区互动等，会是未来的发展方向。

3. 他山之石：对标海外，全方位解析我国健身产业增长弹性空间

美国是当今世界体育产业最发达的国家，也是全球最大体育健身娱乐市场，体育产业总产值上个世纪八十年代就达到其国内生产总值的 1%，到九十年代中期，其体育产业的总产值已经超过了 3000 亿美元。早在上个世纪五六十年代美国就开始出现健身俱乐部，当今，大众体育健身业的产值在体育产业中也占到三分之一，在体育产业各部门中排名首位。

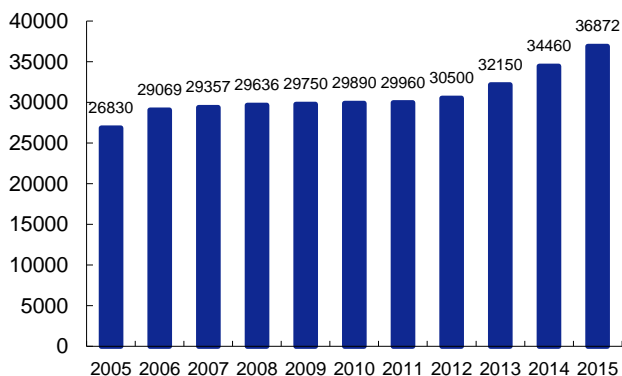
3.1. 看世界首屈一指的美健身行业走过 60 年的风雨兼程

美国健身产业起步并不早，但 60 多年来发展迅速，产值接近 3000 亿美元，健身俱乐部非常普遍，大众接受度高。包括课程、营养品、设备等在内的衍生品成长迅速，学术机构也设立很多相关科系。

IHRSA 协会在美国成立，促进健身产业发展，有超过 67 个国家 6500 个会员单位。在美国大约有 29 个联邦政府机构向州及地方政府提供有关休闲场地和设施建设、维修的拨款，这些款项主要用于对场地和设施进行规划和开发、组织特殊群体（老年人、残疾人、低收入人者）的体育休闲活动。美国联邦政府还有 10 个机构，通过 18 个项目向公共与私人休闲体育活动提供低息财政援助。有 30 个以上的联邦政府项目为休闲场地和体育设施开放、管理、保护以及组织活动方面提供技术援助。

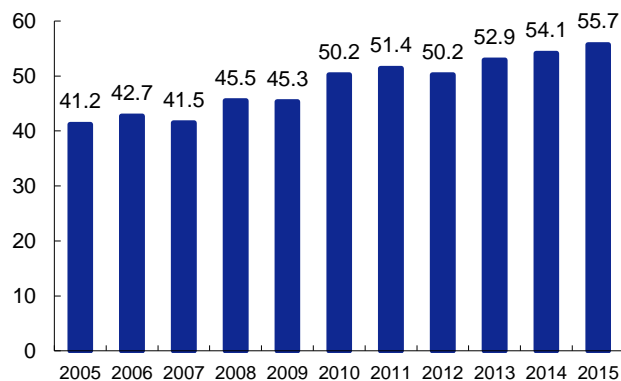
2005-2015 年，美国健身俱乐部数量呈现持续上涨态势，健身俱乐部行业发展状况较好。2014 年，美国健身俱乐部数量达到 34460 家，同比增长 7.19%。2015 年，美国健身俱乐部的数量将达到 36872 家，同比增长 7.0%。

图 46：2005-2015 年美国健身俱乐部数量情况（家）



资料来源：安信证券研究中心，IHRSA

图 47：2005-2015 年美国健身俱乐部会员人数（百万人）



资料来源：安信证券研究中心，IHRSA

据《中国健身俱乐部行业市场调研与投资战略规划分析报告》数据显示，2005-2015 年，美国健身俱乐部会员人数除少数年份有所波动，总体上呈现出持续上升的态势。2014 年，美国健身俱乐部会员人数达到 5410 万人，较上年增长 2.27%。2015 年，人数达到 5570 万人，同比增长 2.95%。

表 4：2015 年美国前十大大型连锁健身俱乐部排名

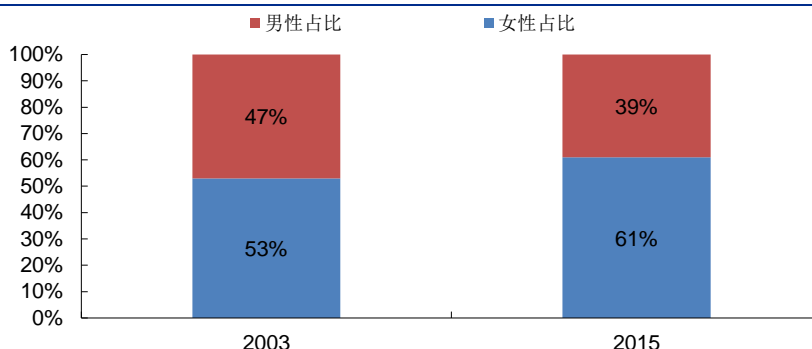
健身俱乐部	2014 年收入 (亿美元)	是否上市
LA Fitness	18.5	否
24 Hour Fitness	13.3	否
Life Time Fitness	12.91	私有化
Equinox	8.82	否
ClubCorp	8.44	是
Town Sports	4.54	是
Planet Fitness	2.8	是
Capital Fitness	1.9	否
The Bay Club	1.4	否
Crunch Fitness	1.46	否

资料来源：安信证券研究中心，ChinaFIT 健身网，Bloomberg

在美国，尽管针对单一课程的精品健身工作室遍地开花，但长远来看，大型健身房依然处于优势地位，更能随着潮流变化与时俱进。此外，女性会员数量也远超过男性。

多功能健身房能够适应会员的需求变化，比如引进一些特色集体操课，以及添置时下流行的攀登架，TRX 阻力带和健身实心球等功能性健身器材。训练方式变得越来越成熟，六七十年代很多健身理论只能停留在纸面，而现在可以在实验室里展开研究。规模稍大的健身房，处在应对变化趋势的优势位置。

图 48：美国健身俱乐部会员中女性已大幅超过男性



资料来源：安信证券研究中心，IHRSA

3.1.1. 美国七大健身 O2O 公司：健身行业是 O2O 创业的好方向

我们将对全世界健身产业最发达的美国的行业情况进行分析。

图 49：最大的移动健身平台 Runkeeper



资料来源：安信证券研究中心，Runkeeper 官方网站

图 50：最贴心的健身助手 Fitbit



资料来源：安信证券研究中心，Runkeeper 官方网站

Fitmob, Fitbit, Strava, Runkeeper, Fitstar, Pact Fitness 和 Myfitnesspal 这七家各有特色,展示了国外运动健身领域的玩家是如何通过建立完整的个人健康数据、增加社交入口和运用心理学的方法为用户提供多样性的运动健身服务。运动健身天然具有 O2O 属性,无论是社交切入还是数据切入, O2O 都是未来货币化的最重要方向。

表 5: 美国七大健身 O2O 公司

公司	成立时间	主营业务	融资情况	其他内容
Fitmob	2013 年	在线预定运动场馆及教练	获融资额 1480 万美元	公司和健身中心展开合作,用户只需要交少量月费,就可以享受周边合作场馆的健设施和服务
Fitbit	2007 年	关注健身领域的信息跟踪类 APP	获融资额 6500 万美元	Fitbit 的适用性非常好,目前已适用于 120 多款手机,包括 Android、iOS 和 Windows,远超其任何竞争对手,通过在整个终端上同步显示用户的锻炼进度,Fitbit 可以及时对达到运动目标的用进行奖励
Strava	2009 年	全球健身达人的社区平台	获融资额 3460 万美元	Strava 平台上有几百万健身达人在平台上追踪他们的运动轨迹,并与朋友们分享
Runkeeper	2008 年	搭建网上运动健身社区,通过 GPS 跟踪用户的健身活动	2016 年获融资额 8500 万美元	RunKeeper 集成了 100 多个第三方设备和服务,RunKeeper 不仅仅是一款提高个人健康的应用,还提供很多衍生服务,如企业健康计划,健身奖励,游戏等等
Fitstar	2012 年	一款主打健身教学的 APP (FitStar 瑜伽和 FitStar 私人教练)	获融资额 500 万美元	FitStar 瑜伽完全整合了在线社交网站如 Facebook,使得用户可以无缝分享自己的运动心得并互鼓励
Pact Fitness	2010 年	用传统的签到模式和创新的现金激励模式鼓励用户去健身房锻炼	获融资额 260 万美元	用户需要提前在网站上确定自己想要一周锻炼几天,以及如果达不到标准要罚多少钱。每次动时都要到指定的健身房签到,如果没有达到约定的目标用户就会相应的罚款。反之,用户以获得来自 Pact Fitness 的现金奖励。Pact Fitness 就是这样通过那些“懒人”缴纳的钱来奖励有自制力的健身达人
Myfitnesspal	2005 年	通过控制用户摄入的卡路里和为用户制定健身计划来达到锻炼效果	获融资额 1800 万美元	Myfitnesspal 建立了世界上最大的营养及卡路里数据库,包括了 300 多万种食物的卡路里数据用户只需输入食品名称或扫描条形码即可从数据库中调取相应资料

资料来源:安信证券研究中心, HiShop

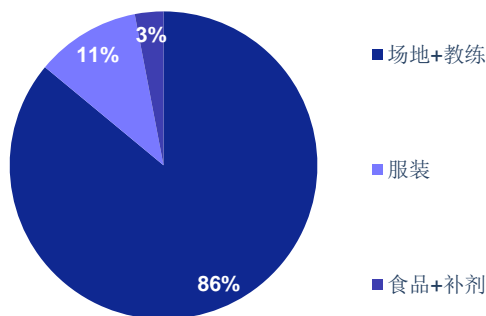
总体来看,美国这七家运动健身 O2O 公司各有特色,而在中国,随着人们对自身健康关注度的提升,运动健身领域必将大热。在未来的几年里,中国很有可能涌现出解决各类需求的运动健身 APP。

3.1.2. 美国健身行业收入结构的多元化值得借鉴

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。

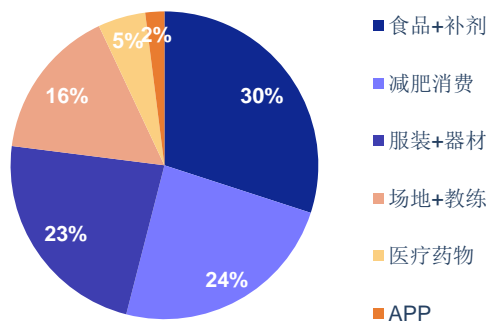
美国健身行业场地+教练的产值占比不到 20%,食品(健康餐)、补剂(膳食营养补充剂)、减肥消费(降脂课程与训练营)、服装器材(一线品牌及自主品牌)等合计占比超 70%。这与美国健身产业成熟度密切相关,也是国内未来的发展方向。

图 51: 2012 年我国健身行业产值构成



资料来源:安信证券研究中心, Statista

图 52: 2012 年美国健身行业产值构成



资料来源:安信证券研究中心, Statista

3.2. 美国健身房：大型连锁成趋势，高端+亲民双轮驱动

在分析美国健身房商业模式之前，我们先拆解一下全球健身房主要的 8 种商业模式：高端健身会所、中等健身会所、低价型健身俱乐部、精品健身工作室、健身社群、纯数字化、融合医疗和健身 APP。

- 1) 高端健身会所：如有“健身房中的爱马仕”之称的 Equinox，总部位于纽约，每月会费为 170 美元至 225 美元，这里的部分店面月收费高达 300 美金，私教课程也从 200 美金起跳。在全球拥有 80 家分店，店面基本只开在大都市。

该俱乐部代表着精英阶层的优越感而且富有文艺气息。服务的自然都是高端客户群，有公司高管、律师、医生、明星等等。Justin Bieber、Renee Zellweger、Alex Rodriguez.. 等各界明星大咖光临。不仅如此，它还打算在全球推出健身主题的酒店。Equinox 的 CMO-Carlos Becil 表示：“顾客的体验便是我们的品牌发展基础，我们想成为消费者的首选。我们的会员拥有高效的生活方式，并且十分重视健康，与竞争对手相比，我们与会员的关系更为紧密。”

图 53：有“健身房中的爱马仕”之称的 Equinox



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 54：Equinox 专业的私教团队



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

- 2) 中等健身会所：如 Fitness First，这家俱乐部曾经在上海开设过店面，后来该公司认为自己不适合中国市场，就在店面租约到期后撤离了中国。这个品牌源自于英国，在全世界 16 个国家拥有 370 多家分店，会员人数超过 100 万。该品牌在 2008 年金融危机后遭遇过一些困难并进行了转型。俱乐部的实际所有人也在那之后几经转手。今年，Fitness First 在英国的业务与 62 家分店被 DW Sports 公司收购。

图 55：Fitness First



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 56：数字化的 Fitness First



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

- 3) 低价型健身俱乐部：如德国的 McFit 品牌，主打低价路线，旗下拥有最多数量的健身俱

乐部分店。McFit 在德国、奥地利、波兰、西班牙以及意大利健身会员多达 140 万人。McFit 主打德国本土市场，本国 169 家俱乐部足以佐证。此外，2015 年 McFit 在本国以及奥地利推出新健身概念---High5，主打低价格（基价为 9.90 欧元一个月）小型健身房。这种高会员数量与低会籍价格的模式，英文简称为 HV/LP。这个类型的健身俱乐部，让更多的人变成了健身房会员，对整个行业产生了非常大的影响。它们将许多此前从来没有考虑走进健身房的人群变成了消费者。

图 57: McFit



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 58: McFit 健身房



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

- 4) **精品健身工作室：**如 SoulCycle，是全球最成功的单车工作室之一。这个来自美国纽约的连锁工作室品牌不仅掀起了人们对单车的热爱，也为健身行业树立了新的标杆。在被著名的健身房 Equinox 收购之后，SoulCycle 也开始了自己的扩张之路。SoulCycle 对于课程规范执行相当彻底，甚至严苛。其按次计费，每堂课的费用从 25 到 70 美元不等，并具有使用期效。每次课程时间 45 分钟，规定上课之前要预约，若没在规定时间内取消预约，则依旧会收取 30 美元。

图 59: SoulCycle



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 60: SoulCycle 单车课



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

在国外，健身工作室发展的速度非常快，很多成功案例也被国内同行作为学习对象，2014、2015 年是中国健身工作室发展非常迅速的几年，美国也是一样，他们也发展得非常迅速，也出现很多典型的案例。美国 AFS 协会 2014、2015 年做了一份报告，全美国有超过 10 万家的健身工作室，总产值 240 亿美元。

图 61：美国 AFS 协会的调查数据



资料来源：安信证券研究中心，美国 AFS 协会，ChinaFIT 健身网

图 62：美国的健身工作室平均面积是 390 平米



资料来源：安信证券研究中心，美国 AFS 协会，ChinaFIT 健身网

美国的健身工作室的平均收入 29 万美元，主要是来自零售产品，团队课程的收入等等，一对一私教是健身工作室最主要的收入来源。他们的支出，最大的是人力，教练要拿很多的提成。其次是房租，商业地产，好的地段的房租的价格是很贵的，和中国是非常相似。健身工作室主要靠维护老客户，占 72.3%、口碑占 74.7%与社交媒体占 75.5%（做营销），前 2 点是服务业生存下去的必要条件，维护老客户和口碑是持续活下去的最主要的原因。

图 63：美国的健身工作室的平均收入 297468 美元



资料来源：安信证券研究中心，美国 AFS 协会，ChinaFIT 健身网

图 64：健身工作室主要靠维护老客户



资料来源：安信证券研究中心，美国 AFS 协会，ChinaFIT 健身网

5) **健身社群：**斯巴达勇士赛 (Spartan Race)，正是吸收了古斯巴达人军事训练的传统科目，并将它演化改造，形成了当今风靡全球的障碍跑赛事。斯巴达勇士赛 (Spartan Race) 每年在全球超过 25 个国家举办近 200 场比赛，累计参与人次超过 800 万，超越了马拉松和铁人三项等项目，成为全球参与人数增量最快的群众赛事。

2016 年是斯巴达勇士赛进入中国的第一年，盛力世家公司引进的斯巴达勇士赛 (Spartan Race) 已经分别于 10 月 16 日、10 月 30 日在上海和北京两座内地城市举行。

图 65: 斯巴达勇士赛



资料来源: 安信证券研究中心, ChinaFIT 健身网

- 6) **纯数字化: Peloton** 其实是一个纯家用的健身器材, 而它的特点在于利用技术突破了家用健身器材的限制, 还为自己的品牌开设了健身工作室, 它的装修精美奢华, 它的服务舒适到家, 它的课程质量过硬。

图 66: Peloton 健身工作室



资料来源: 安信证券研究中心, ChinaFIT 健身网

图 67: 动感单车



资料来源: 安信证券研究中心, ChinaFIT 健身网

- 7) **融合医疗: Nuffield Health** 是一家在全英国拥有 4 家医疗中心、31 家医院、77 家健身中心、212 家康复中心的健康集团。虽然, 英国人有全民医保, 但是公立医院的水平与效率极低。人们生病了还是更倾向于选择私立医院就医。该公司为很多大型企业提供员工体检/健康评估、物理/康复治疗、健身/私教服务等产品。

图 68: Nuffield Health



资料来源: 安信证券研究中心, ChinaFIT 健身网

图 69: Nike 推出的健身 APP



资料来源: 安信证券研究中心, ChinaFIT 健身网

- 8) **运动健身 APP:** App 为人们的健身进行教学与指导, 已经是很普遍的现象。我们中国也

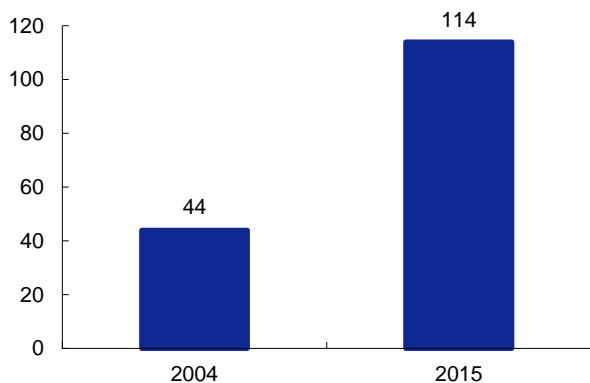
有好几个 App 取得了不错的成绩。Nike 推出的 App 是要帮助人们养成健身与运动习惯，保持客户粘性，从而为其主营业务服务。而 UA 掌管的健身 App 却引入了新的业务。安德玛公司 (UA) 与著名健身房管理软件公司 Mindbody 合作，为安德玛旗下的运动 App “MyFitnessPal” 增加了搜索并直接付费报名参加附近健身课程的新功能。

通过上述八种商业模式的浅析，大家应该对整个产业的发展模式有所了解。下面将重点分析下美国健身房的商业模式，主要有两大发展趋势：一站式 VS 平价。受美国近年经济波动影响，美国商业健身房收入增速趋缓，境况大不如前，根据 IHRSA 数据，预计未来五年美国健身俱乐部收入每年增长水平维持在 3%。在美国众多健身房品牌中，我们选取了两家商业模式具有代表性的健身房上市企业进行介绍，分别是高端一站式运动健康服务体验的 Life Time Fitness，以及把平民化策略演绎到极致的 Planet Fitness，他们亦分别代表了健身行业实现增长的两种模式：通过增值服务提高单卡消费从而提高总体收入，以及凭借平价优势迅速扩展网点及会员数量。

3.2.1. Life Time Fitness：高端一站式运动健康服务体验

Life Time Fitness 公司创立于 1992 年，主要通过 LIFE TIME FITNESS、LIFE TIME ATHLETIC 品牌在美、加地区经营一站式大型健身中心。公司 2004 年于纽交所上市，与其他健身企业近年陷入衰退不同，其上市以来一直呈现出欣欣向荣之势，收入 CAGR 接近 16%，净利润 CAGR 接近 15%。自成立之日起，Life Time 健身就一直在持续扩张。其连锁健身会所的数量从 2004 年上市之初的 44 家增长到 2015 年的 114 家，雇员总数达到 2 万余人(包括兼职雇员)，拥有超过 83 万会员。以复权价来算，公司从 2009 年至 2015 年股价从 7.07 美元上涨至 72 美元，涨幅超过 9 倍。2015 年 3 月，公司被 Leonard Green & Partners 与 TPG 为首的财团私有化，交易对价超过 40 亿美元，PE 在 33 倍左右。

图 70：健身会所数量增长明显



资料来源：安信证券研究中心，Bloomberg

图 71：公司股价涨幅超过 9 倍（美元）



资料来源：安信证券研究中心，Bloomberg

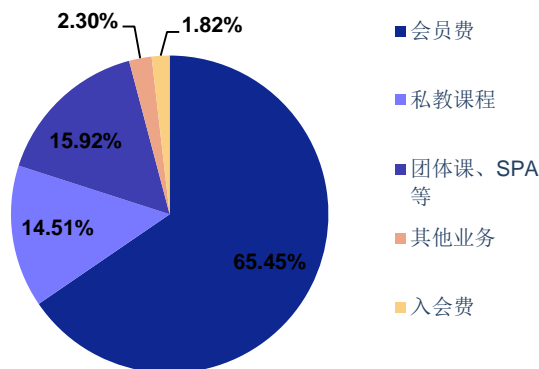
多样化一站式运动健康服务中心：目前公司有 114 家健身中心，平均面积 1 万平方米，能容纳 6500-10500 名会员同时活动。经营大型娱乐体育活动，以专业健身中心、家庭休闲娱乐中心、以及休闲温泉 Spa 中心为一体；其还为会员提供全面的健康检查，并且根据检测数据提供个性化的全面健康计划，会员的历史检测数据也会一直保存在会所。收入来源方面，会员费贡献了公司 60% 以上收入的同时，其他增值服务如私教课程、团体课程、SPA、场地租赁、咖啡吧等也为公司业绩增长形成了很好的支撑。

图 72：多样化一站式运动健康服务中心



资料来源：安信证券研究中心，百度百科

图 73：2014 年公司收入结构



资料来源：安信证券研究中心，Bloomberg

会员实行分级收费，注重向会员家庭进行服务：公司将会员套餐分成 5 个等级：青铜、黄金、铂金、玛瑙、钻石，而且入会者既可以个人为单位入会，也可以以家庭为单位入会。如果以个人为单位入会，等级最低的青铜入门级会费每月为 40-55 美元，如果以家庭为单位入会，则入门级会费每月为 95-135 美元。为了配合按家庭为单位的收费模式，公司还专门设立了儿童健身及娱乐空间。这种复合型的收费模式，无疑有利于会员基数的扩大，以及销售收入的增长

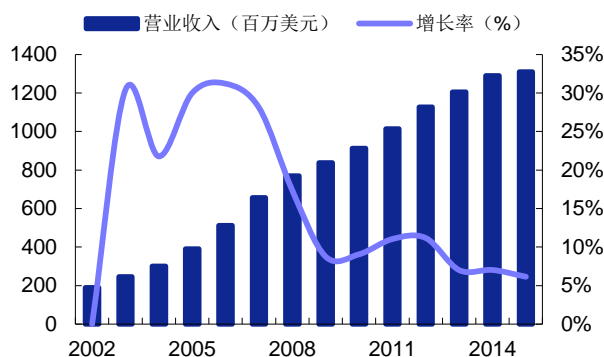
表 6：LTM 会员等级收费制度

	青铜	黄金	铂金	玛瑙	钻石
入会费	0-105	0-105	0-105	0-145	0-165
个人套餐费	45-55	55-80	80-90	80-120	135-160
家庭套餐费	95-135	135-170	180-190	170-260	285-340
健身场馆数量	15	53	13	17	15
可以进入的场馆	青铜场馆	青铜、黄金场馆	青铜、黄金、铂金场馆	青铜、黄金、铂金、玛瑙场馆	所有场馆

资料来源：安信证券研究中心，公司公告

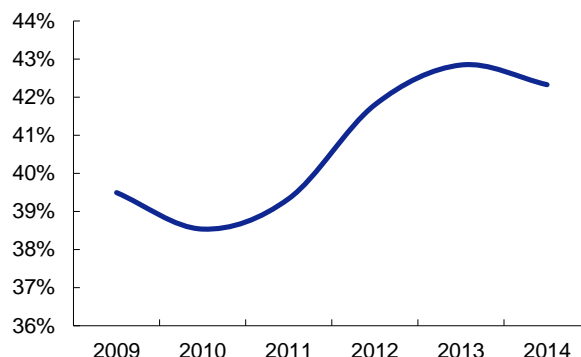
根据 2014 年年报，公司实现营业收入 12.9 亿美元，归母净利润 1.14 亿美元，毛利率 42%，净利率 9%。即使在 2008 年之后经济衰退，美国健身消费支出缩减的背景下，其近年收入依然保持稳健增长，毛利率也维持在 40% 的高位。

图 74：LTM 公司收入保持稳健增长



资料来源：安信证券研究中心，Bloomberg

图 75：LTM 毛利率维持在 40% 的高位



资料来源：安信证券研究中心，Bloomberg

3.2.2. Planet Fitness：平民化策略演绎到极致

公司 1992 年 11 月成立于美国特拉华州，大多数健身房走得是精品路线，因此一个月的会员费用至少要 100 美元，这将很大一部分人拒之门外。Planet Fitness 的目标是吸引大多数没

图 76: 公司拥有超过 1200 家门店



图 77: 公司会员收费情况



图 78: 排列整齐的跑步机



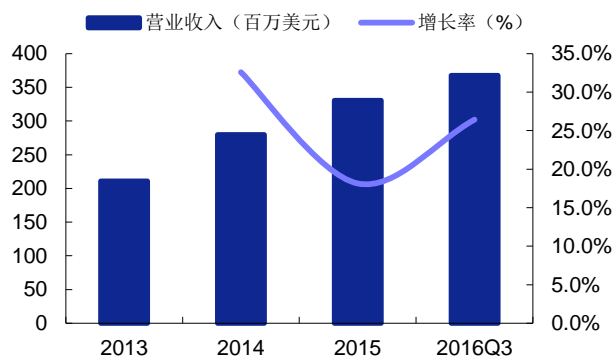
图 79: 提供免费披萨又赢得了宣传先机



33

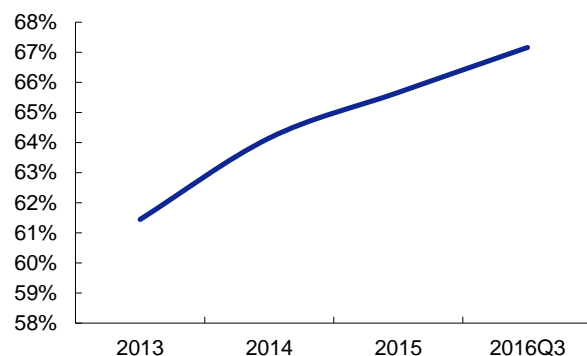
年财报收入为 3.31 亿美元,其中 0.96 亿美元来自自营门店收入,其余来自特许加盟费。2015 年全体系健身房零售端共产生收入 15 亿美元,其中加盟门店贡献 14 亿收入。未来,公司计划将美国地区门店数量扩张至 4000 家。

图 80: 2015 年营收超 3 亿美元,保持稳健增长



资料来源: 安信证券研究中心, Bloomberg

图 81: 2016Q3 毛利率增至 67%

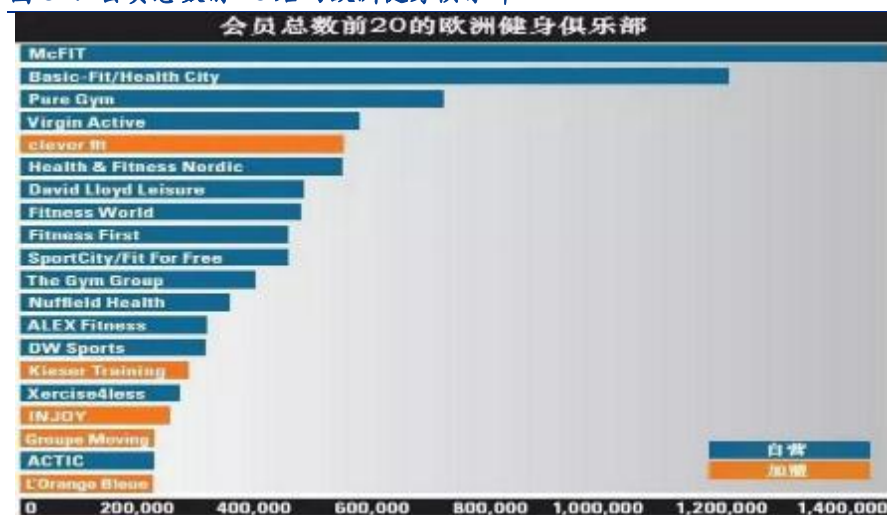


资料来源: 安信证券研究中心, Bloomberg

3.3. 欧洲健身房: 英德两国主打亲民低价路线增长最为强势

2015 年年底,欧洲前 20 家健身俱乐部运营商共招收会员 930 万人,较 2014 年增长了 110 万人次(即增长了 13.3%),其中来自英、德两国、主打亲民低价路线的健身俱乐部会员人数增长最为强势。2015 年底,招收健身会员人数不低于 21 万人的健身俱乐部才有资格跻身于 20 名,前十位的话最低为 43 万人。

图 82: 会员总数前 20 名的欧洲健身俱乐部



资料来源: 安信证券研究中心, ChinaFIT 健身网

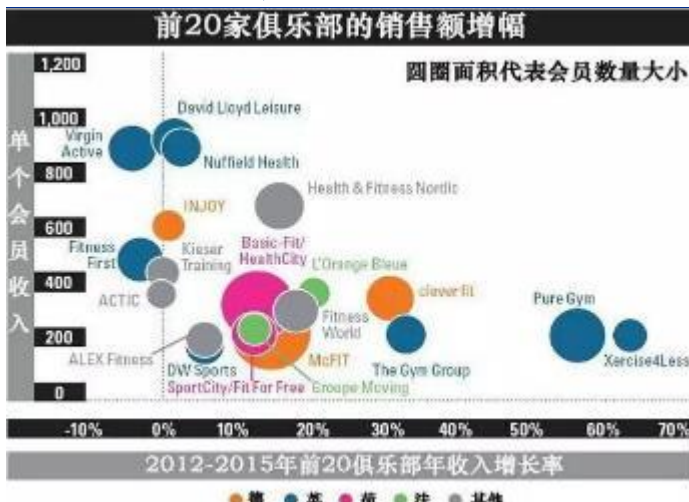
欧洲主要健身运营商会员数量逐年上涨。2012 年排名前 10 名的运营商,拥有 7 百万会员,2015 年该数量已超 9 百万。贡献俱乐部数量最多的两家健身运营商 Curves 和 Mrs. Sporty 分别于 2014、2015 没有进入前 20,导致的结果是榜单前 20 的俱乐部在门店数量上明显减少。20 家最大健身连锁店,英国占 8 家,占最大市场份额,德国仅 3 家。剩余仅荷兰和法国为 4 家健身品牌总部所在地,各占一半。

图 83：欧洲主要健身运营商会员数量逐年上涨



资料来源：安信证券研究中心，ChinaFIT 健身网

图 84：前 20 家俱乐部的销售额增幅



资料来源：安信证券研究中心，ChinaFIT 健身网

上图显示了主要健身运营商单位会员年平均费用增长与 2015 年运营商会员数量增长成正比。图中可以得出英国运营商 Xercise4Less, The Gym Group, 走低价和增设连锁店模式，每年增长幅度可达 30% 之多，紧随其后要数同样走低价路线的德国 clever fit。另外 11 家部分活跃的运营商也有较快的发展势头，他们同样打亲民品牌。Health & Fitness Nordic 旗下高端品牌店 SATS ELIXIA 为单位会员费用提升功效卓著。

虽然欧洲、美洲部分市场经济放缓，该地区主要健身市场效收依然坚挺。英国、德国继续成为行业翘楚，引领欧洲健身市场。欧洲健身行业市场发展潜力巨大，不仅仅因西欧市场成熟稳定，更重要是东欧市场如俄罗斯、土耳其、波兰隐藏巨大潜力市场等待开发。这三个国家现在的健身行业市场挖掘度仅为冰山一角，健身房市场普及率为欧洲市场最低，预示其后劲市场强。于此同时，亚太地区、中东、拉丁美洲新兴市场充满机遇。

3.4. 我国健身房：区域称王，模式出现分化

3.4.1. 威尔士健身：贵人鸟 100%入股，助其登陆资本市场

公司成立于 1996 年，经过 20 年的不断开拓，目前已经成为全国排名第一的健身俱乐部，直营模式为主，目前有 115 家健身俱乐部，分布在上海、北京、浙江、江苏、辽宁等地，会员数超 80 万，累计服务超 200 万会员，私教超 1000 名。

图 85：威尔士宣传口号



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 86：威尔士健身中心直营店情况



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

表 7：威尔士直营俱乐部区域分布

省份及直辖市	数量
上海	上海 95 家
北京	北京 4 家
浙江	杭州 3 家
江苏	南京 1 家，苏州 2 家
湖北	武汉 1 家
辽宁	大连 4 家
重庆	重庆 3 家
四川	成都 2 家

资料来源：安信证券研究中心，公司官网

公司定位为针对中高端消费群体而设立的社区性高档健身会所，提供国际一流的健身设备、高品质的硬件设施，配置最顶级体测设备，增强会员前沿体验。2007 年底威尔士健身获得 Trust. Bridge Capital 的 2000 万元投资，占公司股份的 6.1%（淡马锡是 T.B Capital 的有限合伙人）。**与贵人鸟合作意义深远：**能够在相对烧钱较快的健身行业之中找到一个稳定的资本来源，对传统健身房在资金安全上的信任背书肯定有所加分。

表 8：威尔士发展历程

时间	重要事件
1996	在上海建立国内第一家高端健身会所
2007	入驻金茂大厦、正大广场等沪上商业综合体，确立在国内高端健身领域的领先地位，同年在内率先引进新西兰莱美系统及诺德士 Nautilus 健身系统，成为国内最专业的健身会所，获摩登上海口碑大奖
2008	获 2000 万美金风险投资，成为国内最具投资价值的健身会所，重新定义国内高档健身会所的准，全国拓展至 23 家直营会所，会员超过 10 万，国内十大健身会所中排名第一
2009	独家签约阿迪达斯，共同打造最高品质健身会所。同年首次以集团高端品牌 W-fitness 进驻龙梦，并与工商银行联合发行威尔士工商银行联名信用卡，成为国内与金融系统建立战略合作伙伴的健身会所
2010	全国直营健身会所达到 28 家，会员超过 22 万。重新规划全国战略部署，同年被评选为国内专业的健身会所
2011	全国新建会所规划超过 10 家
2012	全国门店超过 33 家。W-yoga&fitness 上海环球金融中心试运营。11 月天猫商城正式上线，开启行业 O2O 全新模式
2014	Will's 健身趋势系统上线。截至 14 年 6 月 1 日，全国拥有超过 50 家直营健身会所，会员过 30 万人
2015	与 Under Armour 达成多线战略合作关系。倾力打造集团高端品牌 MONSTER、Kyoga、Zupe。全国拥有超过 60 家直营健身会所
2016	行业领先过百家健身会所，目前超过 115 家；与贵人鸟形成战略合作

资料来源：安信证券研究中心整理，sina 体育

选址上 CBD+住宅型会所兼顾：作为国内影响力超高的商业健身房品牌，公司一方面集中在全国八大省市 CBD、商业中心、高档的商务写字楼和大型购物中心开设大型直营门店以打响知名度并拓宽影响力，另一方面与包括汤臣集团、龙湖地产、华润置地等 40 家地产商合作开设住宅型会所以响应社区居民之锻炼需求，形成了现有 CBD+住宅型兼顾的门店布局。

图 87：公司合作伙伴



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 88：威尔士上海环球金融店



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

会员卡+私教收入经典的盈利模式兼顾网店收入：针对差异化需求有多种类型会员卡与专业化私教课程。会费涵盖有氧运动区、单功能力量区、自有力量区、团操房、瑜伽房、单身房、游泳、SPA 设施的服务以及部分瑜伽及团体团操课程。针对不同的消费群体，威尔士也设立了不同等级的健身会所，包括针对大众化需求的 WILL'S、针对白领的 WILL PLUS、高端品牌 MONSTER、Kyoga、Zuper，以及顶级品牌 W FITNESS。

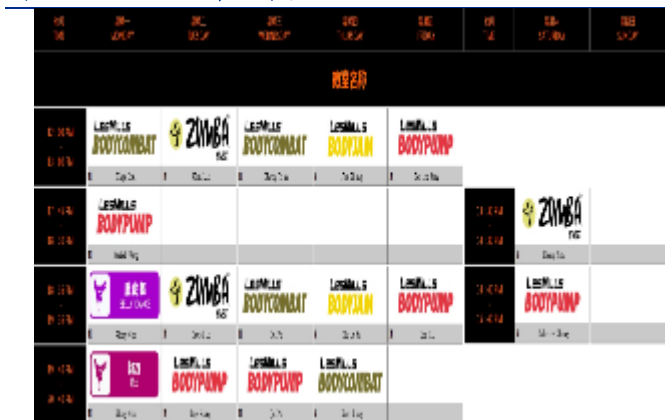
表 9：威尔士健身卡价格

卡种	价格（元）	适用范围
年卡	5288	单人钻石年卡，含游泳瑜伽瘦身，全国通用
季卡	1200	单人单店，含游泳瑜伽瘦身，全国 56 店可选
月卡	399	单人单店，含游泳瑜伽，全国 56 店可选
周卡	110	7 天，单人单店，全国 56 店可选

资料来源：安信证券研究中心，公司官网

除会员费之外，公司还通过私教课程收费，包括壶铃训练、格斗、拳击、钢管舞、悬吊、ViPR 课程等等，公司目前拥有 1000 名私人教练，约有 15% 的会员会选择私教课程。此外，公司于 2012 年 11 月开始经营淘宝天猫旗舰店，主要进行会员卡网上销售以及自有健身装备品牌 WILL' S，线上销售也为公司带来了部分盈利。

图 89：威尔士一部分课程



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 90：威尔士天猫商城



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

持续扩大国际影响力：独家签约 ADIDAS、REEBOK 成为战略联盟，并结合世界一流乃至独家的健身内容及专业团队。2008 年作为一家健身服务性企业和 LV、劳力士等一线奢侈品牌一起荣获 50 强奢侈消费品牌。2015 年威尔士健身与世界知名运动品牌 UA 达成战略合作协议，Under Armour 现已正式成为威尔士健身的独家运动装备赞助商。

图 91：威尔士健身与 UA 强强联手



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

3.4.2. 一兆韦德：与阿里巴巴传出“绯闻”，想象空间大

韦德公司成立于 1939 年 10 月 12 日美国盐湖城，1968 年在美国道琼斯上市。2001 年一兆韦德于在中国上海成立，由世界 500 强新加坡淡马锡投资，注册资金为 4500 万元，成为国内首家与国际基金签署战略合作协议的俱乐部。

目前在北京、上海、深圳、杭州、青岛、武汉、宁波、大连、沈阳等 9 个城市拥有近百家会所。是目前国内规模最大、连锁数量最多、实力最雄厚的健身企业。会员近 50 万，累计服务超过 100 万会员，每天服务人次超过 5 万，有员工 3000 多人，其中有 10 多位教练已经成为耐克中国区签约教练。2015 年更是获得了上海市著名商标，是健身行业内首个获得该荣誉的企业。

图 92：一兆韦德健身俱乐部



资料来源：安信证券研究中心，百度图片

完善商业业态、打造“一站式”休闲服务：作为上海本土成长起来的健身连锁运营商，公司在上海商业中心的服务功能完善中，扮演了极为重要的角色。2007 年 4 月龙之梦中山公园会所开业，公司的强大品牌号召力很快为该商圈聚集了大量人气，新颖的课程、激情四射的运动、专业的跑步机等健身器材----无不商圈内的白领带来了完美的运动享受！

注重管理系统及社群活动：公司于 2008 年与甲骨文公司合作，斥资千万引进 ERP 系统进行会员追踪与管理，据其系统分析每年运动 52 次及以上（即每周 1 次以上）的会员会续卡，因此若某个月某位会员运动次数低于 4 次 ERP 系统即会提示管理员，此时一兆韦德顾问将与会员沟通以保证其坚持运动并从而提高续卡率。设立会员社交平台，有欧克利骑行俱乐部、

爱跑俱乐部、高尔夫俱乐部、精英俱乐部，增进会员间的交流沟通，提高客户黏性。

图 93：四大会员俱乐部



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 94：一兆韦德形象代言人李连杰



资料来源：安信证券研究中心，百度图片

明星效应吸引顾客眼球：著名国际功夫巨星李连杰目前作为一兆韦德的形象代言人，同时还与明星吴尊合作，设立“一兆韦德吴尊馆”，通过明星效应吸引更多客源。携手李连杰的壹基金推出“爱心联名卡”等。**线上收入频频发力：经营一兆韦德天猫店和一兆韦德微信商城。**

图 95：一兆韦德天猫商城



资料来源：安信证券研究中心，天猫商城

图 96：一兆韦德微信商城



资料来源：安信证券研究中心，微信商城

3.4.3. 浩沙集团：巧妙扩张的健身王国即将三十而立

浩沙集团成立于 20 世纪 70 年代香港，发展至今已成为集服装设计、面料生产、加工、销售、外贸、健身服务为一体的大型产业集团，产品方面其专注于运动服饰及贴身衣物，旗下拥有以浩沙国际为代表的多个服饰公司及品牌；

健身服务方面，其旗下拥有浩沙健身俱乐部及浩沙健身研究院，为大陆会员提供服务已有将近 20 年历史，目前健身服务业务在集团。**目前浩沙健身在全国拥有 171 家俱乐部，其中北京地区 81 家，会员总数超过 30 万。**

图 97：浩沙健身俱乐部

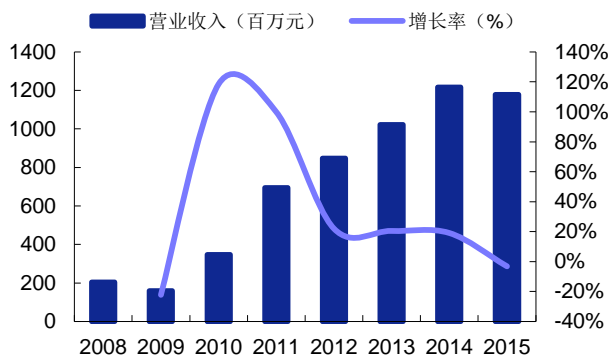


资料来源：安信证券研究中心，百度糯米

从产品来看，浩沙国际作为国内最大室内运动服装品牌，受健身风潮兴起推动，收入及利润增长迅速。浩沙国际品牌发迹于 80 年代健美裤风潮，1992 年进入大陆，成为首个专业经营健身服饰的品牌，又于 1995 年成为首个进入时尚百货商场的室内运动服饰品牌，是国内代表性的室内运动品牌。

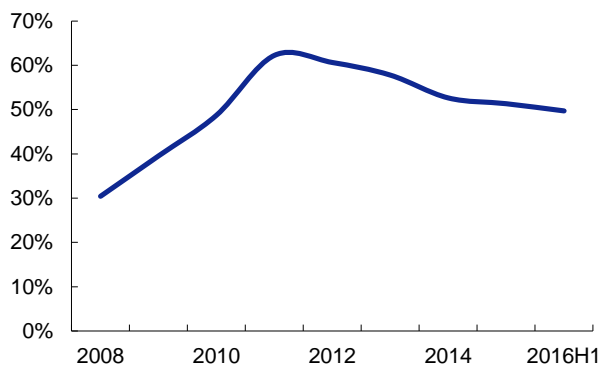
观察财务数据可以发现，随 2009-2011 年健身热潮，公司营收及利润增长迅速，而 2012 年以来收入增长平稳。健身瑜伽服销售收入占比从 2009 年的 20% 上升至 2015 年的 37%，而泳衣收入占比从 44% 下降至 33%。

图 98：公司营业收入及增速情况



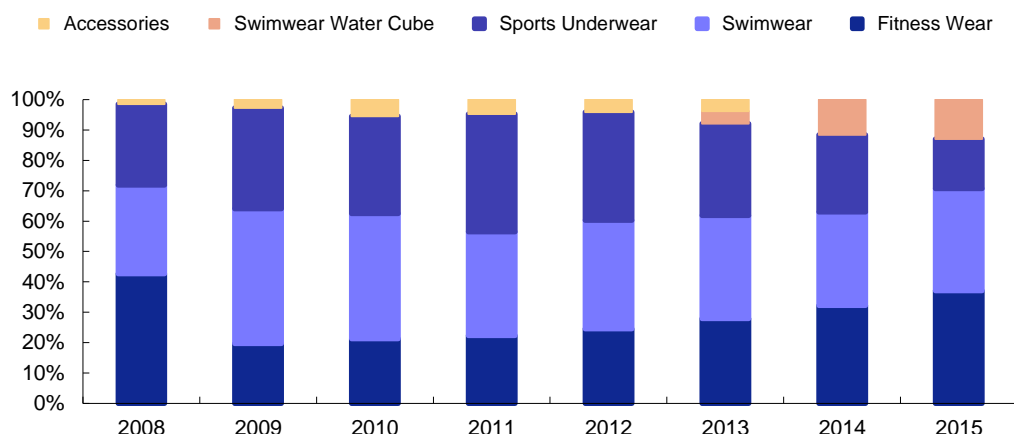
资料来源：安信证券研究中心，Bloomberg

图 99：公司毛利率仍维持在高位 50%



资料来源：安信证券研究中心，Bloomberg

图 100：公司营业收入结构



资料来源：安信证券研究中心，Bloomberg

3.5. 浅显之见三：新型连锁健身房涌现，差异化经营是王道

(1) 光猪圈：是一个突破传统健身行业的智能互联便利健身平台，线上拥有自主研发的健身应用 APP “光猪圈健身”，线下拥有遍布全国的“小而美”智能健身房集群。光猪圈健身通过互联网+物联网搭建线上线下互联互通的健身平台，努力实现“店面一目了然，购买一步到位，预约一键解决，数据一应俱全，社交一呼百应”的全新健身体验，为健身经营提供智能化解决方案，为大众提供“最后一公里”品质健身服务。

图 101：光猪圈健身门店



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 102：光猪圈健身 APP



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

(2) 超级猩猩：成立于 2014 年 6 月，一种以集装箱为载体的 24 小时自助健身房，致力于提供运动空间解决方案和便携智能的健身体验，打造中国的健身服务网络。所有用户基于微信线上按次消费，无需年卡。

截止 2016 年 9 月，超级猩猩健身已经拥有线下近 30 家门店。2016 年 9 月 13 日，超级猩猩正式进入深圳地区以外的市场。超级猩猩健身舱最智能化的体验源于他们技术团队自主研发的 Sream 系统(自助服务预约及设备自动化管理系统)，配合智能硬件，实现门禁、电力、设备、新风系统的自动管理。24 小时自助的健身舱为用户提供了一个日常器械健身的放松空间。

图 103：以集装箱为载体的 24 小时自助健身房



资料来源：安信证券研究中心，健与美

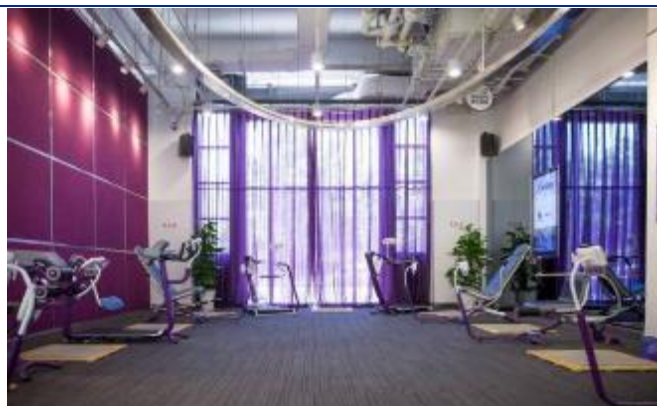
图 104：创始人是非常厉害的建筑设计师



资料来源：安信证券研究中心，健与美

(3) Curves：以浪漫紫色为主色调的 Curves 是一家只服务于女性的健身房，可以对不讨喜的男人汗臭味 say goodbye 啦！既然只服务于女性，那健身方式也自然是独一无二的——“Curves 环形 30 分钟健身方式”就能在短短 30 分钟内消耗 500 卡路里，相当于普通运动 1.5 个小时。Curves 还有一套 Smart 电子私教系统，每个人都会有一张电子卡。锻炼时就可以插入器械，实时电子监测系统能记录你的运动情况，你可以根据每台器械上的感应器来调整动作，也可以看到每次运动和每一组肌肉的运动效果。价格：3108 元/半年卡、4776 元/一年卡、6888 元/两年卡。

图 105：只服务于女性的健身房 Curves



资料来源：安信证券研究中心，ShanghaiWOW

图 106：每个人一张电子卡



资料来源：安信证券研究中心，ShanghaiWOW

从上文的分析可以看到，目前国内商业健身房仍以相对单一的收费模式（会费+私教）为主，虽然在呈现形态上除了大型以商业中心为主的品牌连锁店以外，也出现了一些有特色的健身工作室或者社区类的健身房，但整体健身的产品和服务都非常同质化，目标客群也十分重叠，基本都定位于一二线城市高收入阶层，相对有限的客户群体数量、加之健身房之间相差无几的器械供应及私教课程设置导致了健身行业竞争的激烈。

借鉴国外健身行业龙头企业发展的路径，同时考虑中国庞大的市场带来的区域之间的差别、不同年龄层对于健身的目的需求的差异度，未来从产品和服务开发、选址、营销和推广、线上线下的互动互补、变现的多样性等方面都要建立差异化的商业模式。

只有通过差异化的商业模式，才能更好地服务于不同的市场和人群，在战略和商业模式明确的情况下，聚焦目标人群深度开发更多的增值服务、探索更多的变现可能，相关的企业才能真正做大做强。北美健身行业龙头的发展之路也反映出健身行业有诞生巨头的土壤——Life

Time Fitness 私有化估值超过 40 亿美元，14 年收入接近 13 亿美元。相对目前国内的庞大的人口、极低的渗透度、十分单一的经营模式，国内健身行业龙头企业还有很大的发展空间。

4. 新三板健身产业相关标的

前文以及对健身产业进行了全方位解析，对于新三板投资来说，我们主要从三个维度（服务区域、细分子行业和有转 IPO 想法）选取了 4 家重点关注公司。

4.1. 中航时尚（835623.OC）：扎根深圳有 IPO 梦想的一站式健康管理中心

1998 年公司成立于深圳，2016 年 1 月在新三板挂牌，是一家主要通过直营连锁健康生活方式会所（Wellness® Club）为客户提供运动健身指导、美容保健养护等健康解决方案的健康管理与促进服务机构。基于二十年脚踏实地经营积累形成的良好品牌美誉度及客户资源，公司不断引进和创新研发适应时代发展需要的技术、服务和产品，有机组合多服务品种为团体及个人客户提供有针对性的**运动健身指导、美容保健养护、健康咨询、健康旅游**等多元化的综合健康管理及促进服务。公司会所产品主要包括健身期间卡（期间无限次使用各类健身器材、室内外泳池以及参加团体健身运动课程）、健康管理套餐（包括私教课程、面部美容护理、美体塑形、SPA 疗程）以及单次服务。

表 10：中航时尚主要服务产品概述

服务类别	服务内容
健身期间卡服务	在有效期内，按所购卡种的类别，客户可无限次使用会所内有氧器械、阻力器械、室内外泳池及参与相应的团体健身运动课程
私教课程	通过私人教练为客户提供个性化的运动健身指导课程，帮助客户达到减脂瘦身、增肌、运动康复、运动能力提高、塑形、增强心肺功能、减压、抗衰老、护脊等目的
面部美容护理疗程	按照科学护肤原理，根据顾客的皮肤特点，通过美容器械设备，借助美容护肤用品和规范的技术手法，为会员提供表面无创伤性、非侵入性皮肤清洁、皮肤养护、皮肤抗衰老等美容疗程
健康管理套餐	按照科学美体原理，根据消费者的自身特点，通过美体器械设备，借助美体护肤产品，运用规范的技术手法，为会员提供表面无创伤性、非侵入性身体塑身及保健、养护等生活美体疗程
美体塑身疗程	
SPA 疗程	运用水和香薰精油等介质进行舒缓按摩、休闲放松、水疗、香薰按摩等服务疗程
综合疗程	包括私教服务、面部美容护理服务、美体塑身服务、SPA 服务中二项或二项以上服务的疗程
单项服务	按次计费服务
按次计费服务	包括按次计费普通健身服务、按次计费私教服务、按次计费面部美容护理服务、按次计费美体塑身服务、按次计费 SPA 服务、单次医疗美容服务等
配套服务	提供健康体检检测、健康咨询、健康讲座、营养配餐、膳食建议、健康生活方式指导、形象设计、健康旅游等附加服务，销售健康管理配套产品

资料来源：安信证券研究中心，公开转让说明书

4.1.1. 五大核心竞争力树立行业标杆

◆ A. 专业的连锁运营与稳健的业务扩张

2016 年半年报显示，公司旗下 21 家直营会所、1 家加盟会所和 1 家医疗美容门诊部在公司总部统一调配与管理、指导下开展业务。（1）公司实行以内生扩张为主、稳健门店扩张为辅的业务扩张模式，即追求不断丰富和更新服务品种，提升单店盈利能力的业务增长模式，而非快速开店的扩张模式。

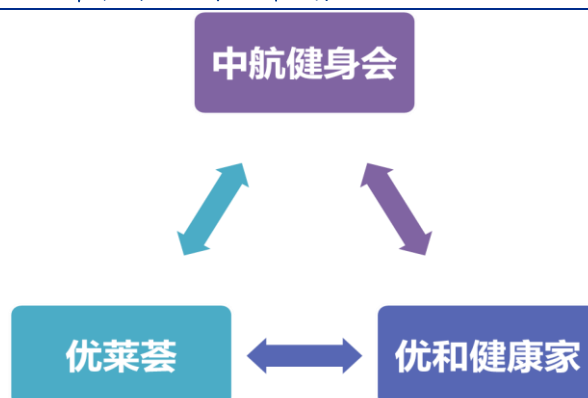
（2）公司也实行以直营为主的门店扩张模式，这一扩张模式可以保障公司的内部管理制度、业务操作流程、品牌维护、产品定价等政策得以有效贯彻执行，避免出现因对加盟店的失控而引发的各种问题。深耕本地市场并开拓京津、长三角、珠三角地区及其辐射区域，在北京及天津分别各有一家会所。

图 107：中航时尚直营会所构造



资料来源：安信证券研究中心，公司公告

图 108：中航时尚三个品牌业务



资料来源：安信证券研究中心，公司公告

◇ B. 多服务品种有机结合的综合健康管理服务

健身+美容+纤体：公司定位于综合的健康管理与促进服务运营商。公司现阶段已逐步形成以“中航健身会”“优莱荟”“优和健康家”三个品牌业务为主体系，开拓发展培训学院、丹道养生项目、O2O 项目等新商业模式为补充的经营格局。依托公司自主研发的 4P 数字健康管理系统，根据客户的健康检测评估结果，有机结合各个业务体系服务，为客户提供有针对性的结合运动健身指导、美容保健养护、健康咨询、健康旅游等多元化的健康管理及促进服务。多元化的服务品种改变了专业健身会所和纤体中心盈利模式单一的状况，有效拓展了客户群和盈利来源。

图 109：中航时尚中信城市分店



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 110：中航时尚花园城分店



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

◇ C. 门店选址策略独特，三类会所形成良好连锁效应

对于主要以租赁方式取得经营场所的连锁型服务会所而言，租赁费用是其营业成本的重要构成部分。公司之所以能在保证会员资源的同时取得较低的租赁成本，一个重要的原因为公司在长期运营中积累了独特的会所选址策略：

(1) 选择具有成熟稳定的消费群、高档社区和商业区并存的商圈，以租赁临街物业而非大型商业场地为主，在保证租金成本较低同时可以覆盖整个商圈；

表 11：公司三类门店

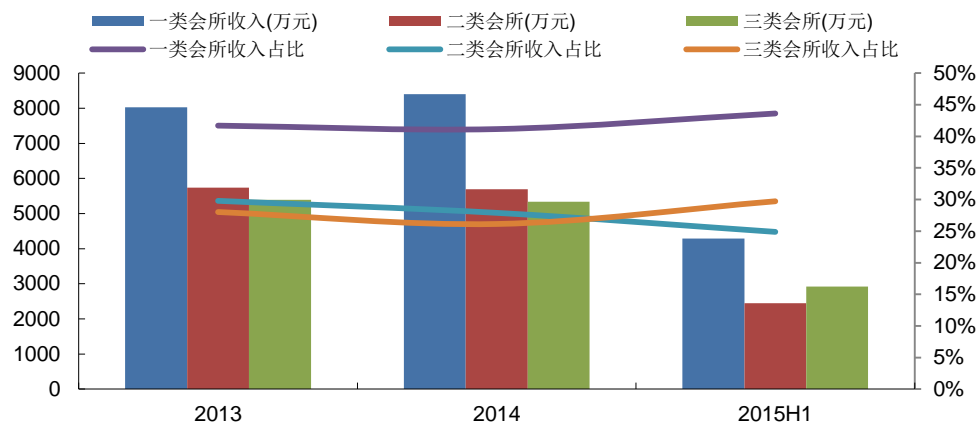
类型	地址
一类店	城市的核心商业区、商务区，或位于商圈辐射能力强的大型购物中心、知名度较高的城市标志性商务办公楼等大型商业商务设施内
二类店	城市次级商务商业区内、片区性的商业商务区，或各类大型的高科技办公园区和文化创意产业聚集区内
三类店	各类高档居住社区

资料来源：安信证券研究中心，公开转让说明书

(2) 在一个大商圈内采取一、二、三类店互相配合的原则，一、二类店面积比较大，经营项目多，三类店（主要设在高档社区内）面积比较小，经营项目比较单一。这样的会所分布策略在以合理成本满足商圈内不同消费群体的同时，三类店也可成为一、二类店优质客户的重要来源，促进一、二类店的销售；

(3) 控制位于商业区和办公区的一、二类会所的总体面积，根据投资收益要求计算出最佳的租赁面积，使得单位面积符合业务模式的开展，避免大面积租赁造成成本浪费。

图 111：公司三类会所收入及占比



资料来源：安信证券研究中心，公开转让说明书

三类会所发展平衡：收入结构来看，一类会所收入占比 40%，二、三类分别为 30%左右。公司对于异地开设会所也制定了明确的会所选址策略：在异地扩展初期选择与招商地产、万科地产等知名地产商合作，以较低租赁成本且能获得优质客户的大型社区店作为主力店和起点，这些主力店要求处于可以形成一个区域性商圈的高档社区和商业区交界，再围绕主力店开设新的会所，各会所之间形成会员相互流动的态势，在区域内形成连锁效应。

◇ D. 多渠道推广以保障领先的市场占有率

公司积极发掘多种营销及市场推广渠道，在充分运用各种大众媒体、自营媒体、新媒体、跨界合作进行品牌推广和与消费者的实时互动。公司持续参与世界级、国家级及地区级健身推广活动，并不断根据顾客关注的健康话题并结合季节性特点推出客户会员主题活动，保证较低的老客户流失率的同时，不断提升新客户的增加，保障着公司在业内领先的市场占有率。

图 112：公司提供 10 类年卡卡种



资料来源：安信证券研究中心，公开转让说明书

对于有健身需求但预计频率不高的客户，公司提供时尚生活卡供其选择，以提升客户的满意

度。公司健身年卡的续卡率一直保持在较高的水平，2015 年 1-6 月、2014 年、2013 年健身年卡的续卡率分别为 24%、41%和 50%。此外，公司积极拓展新的营销渠道，结合互联网营销，推出“品牌宣传+会员增值”的 21 天运动打卡微信活动及“我为健康代言”微海报活动，通过用低成本的方式提高了公司的新客量，同时还增加了品牌的曝光率。

◆ E. 与时俱进的技术、服务、产品引进和研发保持服务的先进性

公司的新产品开发方式主要有引进产品再开发和自主开发两种模式。其中，引进产品再开发是通过国内消费者的需求、偏好进行调研之后，引进国际先进的产品和服务内容，经过效果体验、评估、改进之后，开发为服务产品提供给客户。

(1) 公司根据多年客户健康大数据分析，自主研发“优活力”B2B 企业健康管理项目，改善办公室人群常见的健康问题，提升员工健康指数，从而全面提升企业生产力及领导力。(2) 增加了太极课程、云游禅修课程、少儿武术培训、少儿国学培训、亲子训练营等多个特色课程，丰富了多层次的健康管理模式，并取得了阶段性的进展及收获。

图 113：办公室保健操



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 114：独家减肥方案

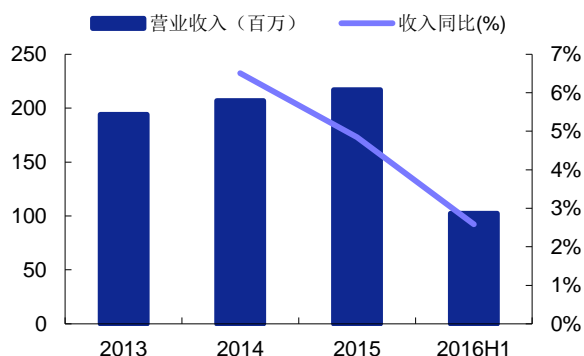


资料来源：安信证券研究中心，公司官网

公司自主研发的主要服务产品包括运动康复方案、护脊方案、减压方案、增肌方案、减脂瘦身方案、睡眠管理方案、30 分钟“Express”快速私教服务、办公室保健操、末梢循环排毒、肝胆排毒、悬香神灸等健康解决方案。

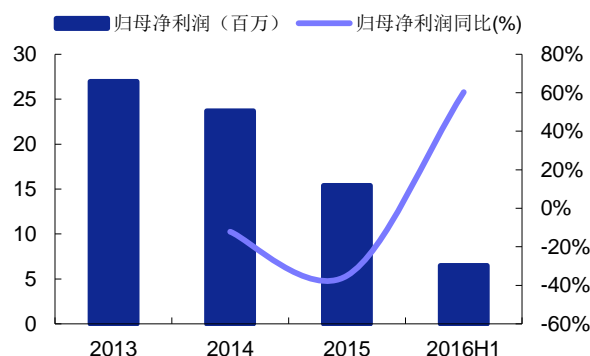
2016 年上半年公司共实现营业收入 10228.81 万元，较去年同期增长 2.59%；实现净利润 647.64 万元，较去年同期增长 60.32%；新开会所各项经营处于拓展期，收入占比小。公司自主开发的优约管理系统、移动远程运营监控系统、远程广告发布管理系统正式上线，通过流程化与自动化带来管理及效率的提升。

图 115：公司营业收入及增速情况



资料来源：安信证券研究中心，Wind

图 116：公司归母净利润及增速情况



资料来源：安信证券研究中心，Wind

表 12：公司主要财务数据情况

主要财务指标	2013	2014	2015	2016H1
营业收入（百万）	194.24	206.88	216.92	102.29
收入同比(%)		6.5%	4.8%	2.6%
归母净利润（百万）	26.98	23.70	15.40	6.48
归母净利润同比(%)		-12.2%	-35.0%	60.3%
毛利率(%)	38.8%	39.5%	35.4%	30.3%
ROE(%)		12.3%	6.9%	2.8%
每股收益（元）		0.58	0.34	0.14
P/E				28.79
P/B				2.03
EV/EBITDA				7.44

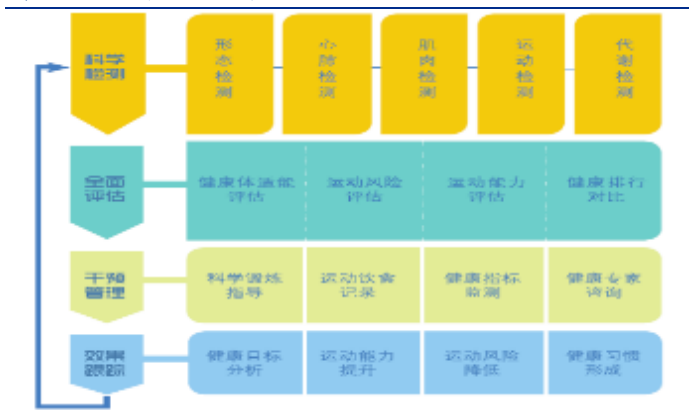
资料来源：安信证券研究中心，Wind

4.2. 奥美健康 (833578.OC)：国内首家科学健身数据平台公司

奥美之路（北京）健康科技股份有限公司成立于 2002 年 9 月，作为国家高新技术企业，同时是双软认证企业，公司于 2015 年 8 月成功登陆新三板，成为国内第一支“全民健身科技类”的新三板上市公司。

公司的主营业务是向体育局、大专院校、医疗机构等客户提供包括仪器设备、系统软件平台和相关技术服务的“健康体适能”测评整体解决方案。公司自成立以来，即专注于为用户提供通过科学的运动锻炼获得健康的有效途径，致力于成为中国“健康体适能”第一品牌。

图 117：健康体适能管理的流程



资料来源：安信证券研究中心，公开转让说明书

图 118：健康体适能在线服务平台



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

➤ 资源和品牌优势

公司作为国内外多个著名厂家的在中国体育教育产业的合作伙伴，代理了全球范围内优秀的健康检测干预和运动人体科学科研设备，并且将运动医学、康复医学、科学健身的科研理论成果向实际应用转换，研制了多种专家资源管理系统，如“运动处方专家系统”，“健康体适能管理系统”，“高校实验室管理系统”，“健身俱乐部技能评定管管理系统”等。系统将多种资源和专家成果相结合，形成了具有专业化、个性化，数据采集多样化等特点的软硬件平台。

公司与国家体育总局、各省体育局，以及各市县的二三级政府部门，尤其是经济发达地区的省份，有着长达 5-8 年的合作，与各地的全民健身中心与体质测定和科学健身指导中心有很好的客户关系，未来持续建设的项目潜力巨大。以公司的主要客户各地方体育局为例，公司与其主要的合作模式如下图所示：

Diagram illustrating the National Fitness Information Management System architecture, showing the flow of data and management across various platforms and levels.

System Components and Flow:

- Internal Management (体育局内部人员):**
 - 体质监测行政管理平台 (Physical Measurement Administrative Management Platform)
 - 体质监测数据管理平台 (Physical Measurement Data Management Platform)
- Data Processing and Monitoring (体质监测):**
 - 体质监测数据库管理中心 (Physical Measurement Database Management Center)
 - 体质监测网 (Physical Measurement Network)
 - 体质监测业务管理平台 (Physical Measurement Business Management Platform)
- Public Service (公众服务平台):**
 - 公众服务平台 (网站) (Public Service Platform (Website))
 - 相关健康体适能合作服务平台 (Related Health Fitness Cooperation Service Platform)
- External Interactions:**
 - 全民健身网 (National Fitness Network)
 - Internet 互联网 (Internet)
 - 普通群众 (General Public)
- Management Systems:**
 - 美国国民体质管理系统V8 (American National Physical Fitness Management System V8)
 - 相关健康体适能管理系统V8 (Related Health Fitness Management System V8)

资料来源：安信证券研究中心，公司官网

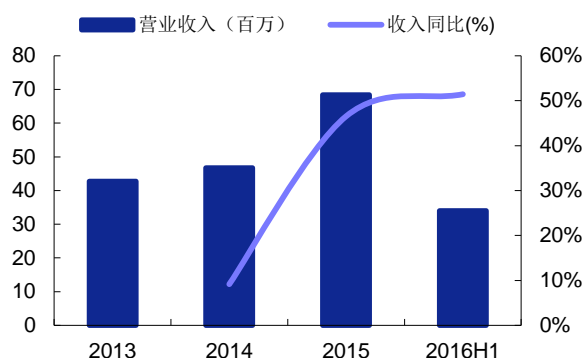
(1) 健康体适能的测评数据模型

公司成立以来，利用公司向各专业机构提供的软件平台，建立了全国各地 200 万人以上的体质和健康体适能运动测评数据库，并通过数据分析和数据挖掘工作，形成了适合中国人群的健康体适能评价指标体系以及评价标准，并陆续在近年形成了专利。

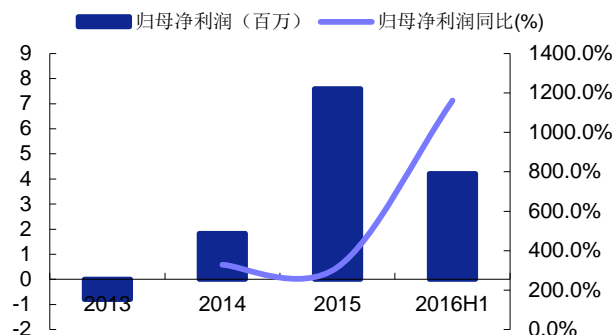
得益于公司的软件产品在国内全民健身科学测评和运动管理等专业领域的多年运用，公司的软件系统产品可以兼容市场上大部分的相关设备，从而可以方便地将各商业机构的设备集联起来，开展健康体适能测评和运动指导管理运营。

通过统一的数据平台，各项测试仪器设备可以准确地测试并且整合“心肺耐力、身体脂肪含量、肌肉力量耐力以及柔韧性、平衡能力”等数据，从而使每个被测试者都可以了解自身的亚健康状态和适合自己的运动项目以及运动的损伤风险等，大大地推进了全民健身科学化的进展。

公司在销售设备和软件等产品的同时，还为客户提供高质量的服务。对于机构用户和个人用户的使用数据进行回收，分析改进测评技术和运动干预技术，同时形成大数据产品提供给相关机构，并根据大数据自主研发或联合研发测评和干预产品，为客户提供相关数据分析服务，帮助客户更好地了解用户。同时，公司还与穿戴式设备厂家和大数据 (APP) 运营公司合作，结合“健康体适能”的测评指标和运动指导联合应用，提供个人用户运动锻炼的全面管理和有效监控，提高个人用户价值。

图 120：公司营业收入及增速情况


资料来源：安信证券研究中心，Wind

图 121：公司归母净利润及增速情况


资料来源：安信证券研究中心，Wind

2016 年上半年公司实现营业收入 3400 万元，比上年同期增加了 51.43%，归属于挂牌公司股东的净利润为 422 万元，比上年同期增长 1161.36%。收入增长较快原因：（1）公司研发的硬件产品投入市场；（2）成立销售中心，进行销售人才梯队建设，扩大新的销售区域，增加医疗销售收入；（3）优化产品结构，升级原有软件，增加软件销售收入。

表 13：公司主要财务数据情况

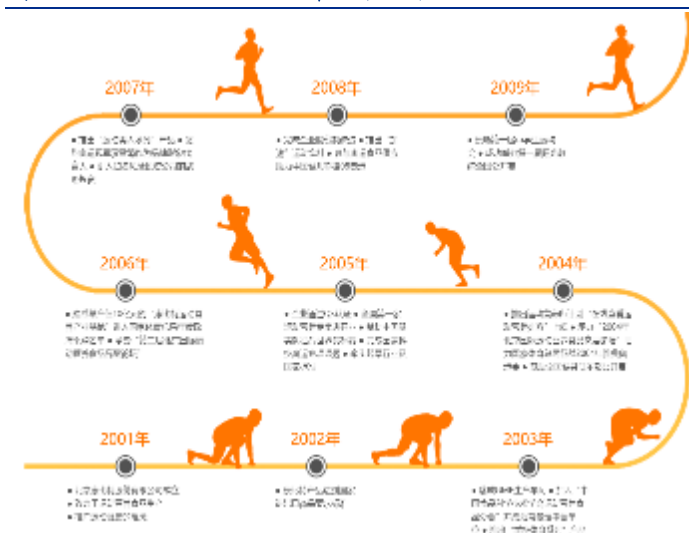
主要财务指标	2013	2014	2015	2016H1
营业收入（百万）	42.78	46.70	68.42	34.00
收入同比(%)		9.2%	46.5%	51.4%
归母净利润（百万）	-0.80	1.82	7.59	4.22
归母净利润同比(%)		328.6%	316.2%	1161.4%
毛利率(%)	19.2%	24.4%	44.9%	54.0%
ROE(%)		20.5%	34.3%	16.0%
每股收益（元）		0.30	1.04	0.42

资料来源：安信证券研究中心，Wind

4.3. 康比特 (833429.OC): 运动营养领导品牌, 国家队的营养师

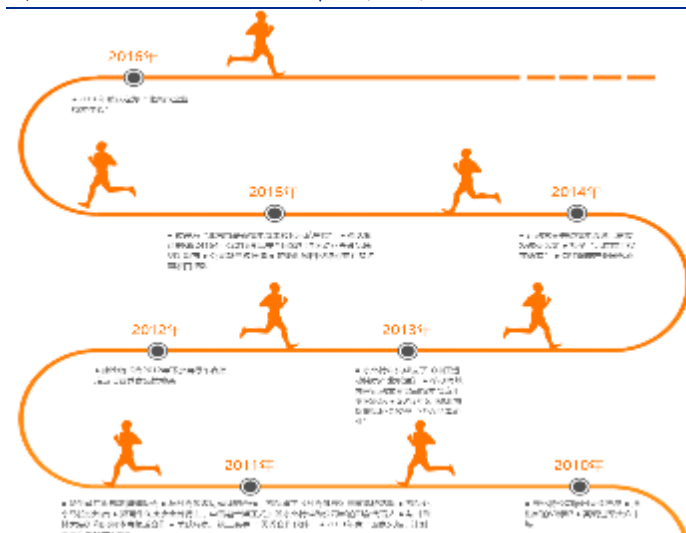
北京康比特(CPT)体育科技股份有限公司成立于2001年,2015年8月28日在新三板挂牌,是一家集研发、生产、销售运动营养及健康营养食品的高新技术企业。公司长期致力于为国家及省市竞技运动员、大众健身和健康人群提供安全有效的系列化运动营养食品、健康营养食品及专业化技术服务,经过10年多的高速发展,销售额与税收年平均增长超过50%,产品市场占有率稳居国内同行业之首。

图 122: 公司 2001-2009 年发展历程



资料来源: 安信证券研究中心, 公司官网

图 123: 公司 2010-2016 年发展历程



资料来源: 安信证券研究中心, 公司官网

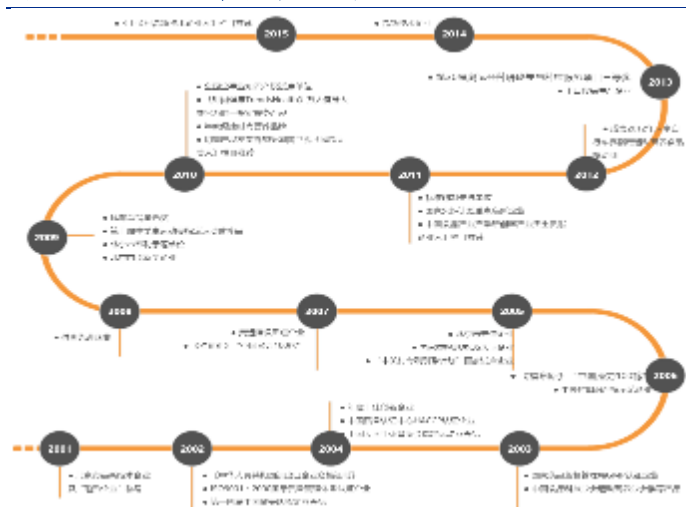
优质的品牌效应: 康比特是英文竞技者 competitor 的汉译,一来表明康比特聚焦于运动产业的经营理念,同时“康、比、特”三字又包含三层具体含义:“康”是表明公司所从事的业务属于提高生活品质、改善生活质量、提高生命活力的大健康产业;“比”是表明企业的战略定位,企业通过专业的营养产品与解决方案为消费者赋能,帮助运动人群赢得比赛、赢得梦想、成为人生赢家;“特”是表明企业的经营理念,坚持科技创新、坚持技术研发、通过持续的技术创新为消费者不断提供优质的产品,做高科技的创新型企业。

图 124: 康比特荣誉



资料来源: 安信证券研究中心, 公司官网

图 125: 公司 15 年来得到的市场的认可



资料来源: 安信证券研究中心, 公司官网

卓越的研发实力: 公司官网显示 2016 年 2 月被认定为“北京市企业技术中心”,2015 年被评为“北京市高新技术成果转化示范单位”,2014 年 11 月被授予“北京市工程实验室”,2012

年9月获得北京市科学技术委员会颁发的“北京市科学研究机构证书”，并于2014年10月通过复审。自主知识产权（101项）76项发明专利、2项实用新型专利、17项外观设计专利、6项计算机著作权。运动营养食品：100余种，涵盖竞技运动、专业运动、大众健身与健康等各种运动。康比特公司采用全员科研制的科研管理方式。

目前工程实验室46人，高级职称7人，中级职称23人。研究所科研人员90%以上来自科研权威机构和重点大学的资深专家、博士、硕士和留学归国的专业人才，拥有很强的独立研发能力和多项自主知识产权产品，承担着多项国家科技部、国家体育总局等省部级课题的科研攻关任务。

图 126：康比特研发机构



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 127：公司研发团队



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

公司致力于以自主研发的运动营养食品体系为基础，以公司长期积累的运动营养食品技术成果与实践经验为支撑，为竞技运动人群、健身健美人群、学校体育人群和追求健康生活方式的社会大众提供运动营养食品解决方案和科学健身服务。食品制造业包括焙烤食品制造，糖果、巧克力及蜜饯制造，方便食品制造，乳制品制造，罐头食品制造，调味品、发酵制品制造，以及其他食品制造等七大类，运动营养食品属于其他食品制造类。

表 14：运动营养食品分类

类别	细分	用途
针对能量和蛋白质等的不同需求而设计的运动营养食品	补充能量类	以碳水化合物为主要成分，能够快速或持续提供能量的运动营养食品
	控制能量类	能够满足运动控制体重需求的运动营养食品，含促进能量消耗和能量替代两种
	补充蛋白质类	以蛋白质和(或)蛋白质水解物为主要成分，能够满足机体组织生长和修复需求的运动营养食品
针对不同运动项目的特殊需求而设计的运动营养食品	速度力量类	以肌酸为特征成分，适用于短跑、跳高、球类、举重、摔跤、柔道、跆拳道、健美及力量器械练习等人群使用的运动营养食品
	耐力类	以维生素 B1 和维生素 B2 为特征成分，适用于中长跑、慢跑、快走、自行车、游泳、划船、有氧健身操、舞蹈、户外运动等人群使用的运动营养食品
	运动后恢复类	以肽类为特征成分，适用于中、高强度或长时间运动后恢复的人群使用的运动营养食品

资料来源：安信证券研究中心，公开转让说明书

公司产品涵盖上述各大类产品，公司主要产品具体情况如下：

表 15：公司主要产品具体情况

总类	分别方式	类别	产品
运动营 养食品	按特征营养成分分类	补充能量类	健身饮活性肽型、健身饮二代、健身饮（升级版）、低聚糖运动固体饮料、单糖牛磺酸固体饮料、康比特炫活力运动固体饮料、合能固体饮料、耐力特固体饮料、锐源能量包、瓜拉纳运动固体饮料、必能胜运动固体饮料、威能饮固体饮料、竞动能量饮固体饮料、润力饮固体饮料、军需能量棒、军需谷物棒、康比特棒谷物脆、康比特棒高能量、麦香黑巧克力量棒、野行家即食营养棒、M9 能量棒、加速运动饮料、花生芝士能量棒
		控制能量类	羊动蛋白奶昔固体饮料、蛋白奶昔固体饮料、芋棒、康比特牌减肥胶囊、轻卡果蔬纤维代餐粉、果蔬纤维代餐粉
		补充蛋白质类	复合蛋白粉、正氮蛋白固体饮料、乳清蛋白固体饮料、高钙乳清蛋白粉、蛋白质粉、酪蛋白固体饮料、肌球蛋白固体饮料、炽金乳清蛋白固体饮料、纯乳清蛋白粉、多维乳清蛋白粉、全乳清蛋白粉、DG 蛋白粉、肌球蛋白粉、分离乳清蛋白粉、三健特双蛋白粉固体饮料、珍膳蛋白粉、枸杞蛋白粉、运动蛋白粉、7 days 白金蛋白蛋白质粉、M9 蛋白质粉、骨胶原蛋白片、运动蛋白棒
	按运动项目分类	速度力量类	健肌粉二代、冠力重链固体饮料、HMB 固体饮料、动力泵固体饮料、JS 二代、果糖磷脂咀嚼片、焕能糖压片糖果、钙镁片、果糖片、金奥力牌维钙软胶囊、康比特维 D 钙软胶囊、锌镁肌
		耐力类	维生素矿物质泡腾片、Fe 压片糖果、藏山药复合片、力佳余甘子片、康比特牌比特铁胶囊、康比特 B 族维生素片、康比特牌维他保咀嚼片、电解质泡腾片
		运动后恢复类	肽能固体饮料、肽能饮料、体倍健固体饮料（含谷氨酰胺）、γ-氨基丁酸片、雨生红球藻凝胶糖果、雨生红球藻片、番茄红素片、番茄红素软胶囊、肽诱人益普利生牌天然维生素 E 软胶囊、肽诱人维生素 C 咀嚼片、康比特加维妥立牌氨糖软骨素加钙片、金奥力牌氨基葡萄糖碳酸钙胶囊、长白景仙灵（原动力牌营养液）、速溶支链氨基酸粉固体饮料
大众营 养食品	羊动复合酵素粉、羊动水苏糖、蛹虫草粉固体饮料、人参玛咖粉、DB 蛋白、肽诱人胶原蛋白粉固体饮料、肽诱人靓佳片、玛咖片、蓝莓叶黄素酯片、羊动纤维素咀嚼片、人参玉竹片、花养阿胶糕、金奥力牌鱼油软胶囊、金奥力牌辅酶 Q10 软胶囊、金奥力牌三达紫光螺旋藻片、破壁灵芝孢子粉胶囊、蜂胶胶囊、金奥力牌辅助降血糖胶囊、金奥力牌褪黑素胶囊、大豆卵磷脂胶囊、葡萄籽软胶囊		

资料来源：安信证券研究中心，公开转让说明书

良好的客户资源与品牌优势：公司自开发市场以来，始终与客户保持良好的关系。公司拥有国家队、省市专业队等一批奥运冠军、世界冠军用户，这些十几年的用户成为公司产品优秀效果体现的标杆。公司同时还与全国 2000 多家健身房、学校保持深度合作，为康比特公司营养品销售、科学健身技术应用奠定了扎实的客户基础。

公司还与淘宝、京东等多家大型电商平台达成深度合作，展开互动营销，促使康比特品牌产品在电商线上销售一直处于领先地位。公司在严格管理产品质量的同时持续加强品牌建设，主办和赞助了多项有影响力的体育赛事。公司先后签约了罗雪娟、申雪、赵宏博和中国田径队作为公司的品牌代言，助推公司品牌建设。还先后获得了“北京市著名商标”和“中国驰名商标”。

图 128：中国田径队—品牌代言



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

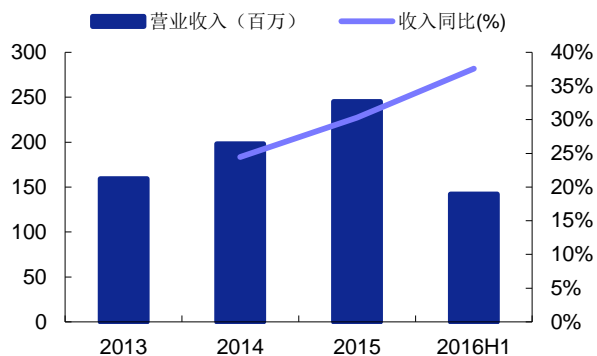
图 129：申雪、赵宏博—品牌代言



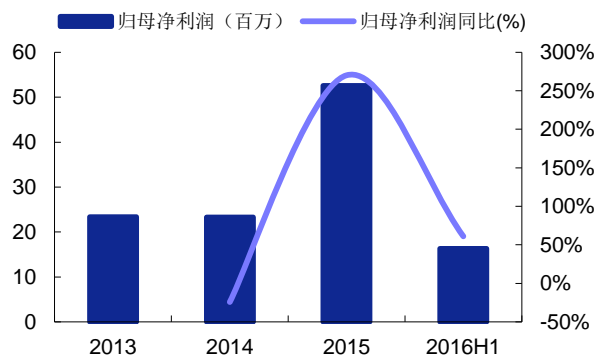
资料来源：安信证券研究中心，公司官网

2016 年上半年，实现营业总收入 14228.24 万元，较去年同期增长 37.55%；净利润 1590.84 万元，同比增长 58.11%，公司各项盈利指标有所上升，主要原因系全民健身上升为国家战

略，政府把发展体育产业健康服务业作为国家经济转型升级的有力抓手，为运动营养产业的发展创造了有利宏观环境。同时随着全民健身意识的提高，越来越多的人走进健身房，参与到健身、跑步和户外运动中，并且越来越注重在参与运动的过程中选择使用蛋白、增肌、能量补充等运动营养食品，以保证运动效果，促进运动后体能的快速恢复，为公司经营盈利创造了有利增长点。

图 130：公司营业收入及增速情况


资料来源：安信证券研究中心，Wind

图 131：公司归母净利润及增速情况


资料来源：安信证券研究中心，Wind

公司坚持运动营养食品持续创新开发，不断满足不同细分运动人群的科学健身与健康需求，新开发了针对年轻健身人群的运动新品线竞动系列产品，针对跑步人群的运动新品线加速系列产品以及两个经销商系列康比特加和康比特肌刻系列产品。同时，公司坚持解决方案平台应用开发。

表 16：公司主要财务数据情况

主要财务指标	2013	2014	2015	2016H1
营业收入（百万）	159.17	198.11	245.05	142.28
收入同比(%)		24.5%	30.3%	37.6%
归母净利润（百万）	23.37	23.32	52.57	16.32
归母净利润同比(%)		-24.3%	270.1%	61.0%
毛利率(%)	62.5%	61.9%	59.4%	61.9%
ROE(%)	12.3%	10.5%	22.7%	4.7%
每股收益（元）	0.45	0.45	1.01	0.29
P/E			51.35	24.39
P/B			5.32	3.85
EV/EBITDA			15.78	16.10

资料来源：安信证券研究中心，Wind

4.4. 亚特体育 (837930.OC): 西部健身行业规模最大、产业实力最强的企业

公司创始于 2001 年, 2016 年 7 月 21 日, 公司在新三板正式挂牌。通过直营连锁健身俱乐部为客户提供功能齐全、设备专业、服务多元的全方位运动健身服务, 是西安地区规模最大, 产业综合实力最强的运动健身龙头企业。

公司目前共拥有 16 家直营连锁健身俱乐部, 其中 13 家营业门店, 3 家筹备门店, 服务会员累计超过 20 万名, 覆盖西安市城区、城东、城南、城西、城北及高新区, 总营业面积超过 46,000 平方米, 囊括了健身中心及羽毛球馆、乒乓球馆、室内篮球馆、游泳馆等球类运动场地, 提供专业的健身设备和个性化会员健身课程 (包括有氧器械、有轨器械、重量器械及健美课程、各类瑜伽等特色课程) 及各类赛事组织服务。

表 17: 公司提供的具体服务内容

业务类型	服务类别	服务内容
主营业务	健身期间卡服务	在有效期内, 按所购卡种的类别, 客户可无限次使用健身俱乐部内有氧器械、阻力器械、室内泳池及参与相应的团体健身运动课程。
	私教服务	通过私人教练为客户提供个性化的运动健身指导课程, 帮助客户达到减脂瘦身、增肌、运动康复、运动能力提高、塑形、增强心肺功能、减压等目的。
	代销产品服务	代销饮品、密码锁、毛巾等小商品; 瑜伽垫、健身球等健身辅助器材; 运动服、操课服装等商品。
其他业务	体育赛事承接服务	通过省体店、曲江国展店、高新店、咸宁东路店承接体育赛事, 提供运动场地和赛事组织; 截止到 2016 年上半年, 共承接省级以上比赛 30 余次, 市级比赛 100 余次。
	广告服务	在各直营健身俱乐部投放广告, 目前亚特体育已与中国联通和活跃传媒形成稳定的合作关系。
	配套服务	提供健康体检能检测、膳食建议、健康生活方式指导、体育旅游、社区活动等附加会员服务。

资料来源: 安信证券研究中心, 公开转让说明书

◇ 产品促销与价格治理

公司通过与市场渠道合作伙伴中国平安、招商银行达成健康战略配套服务商模式, 开展客户特惠活动, 给予合作伙伴客户优惠价格健身卡进行点对面的营销, 主要体现的特惠产品为季卡、半年卡、年卡特惠, 在保持服务品质的同时实施与经营匹配的价格治理策略, 提高了成交率, 也扩大了用户数量。

◇ 市场渠道与营销模式

将公司已有的市场渠道进行精细化分类, 市场开拓实行产品经理负责制, 以定制联名卡的形式, 对高校学生群体、4S 店、银行、商超等市场渠道进行专项营销和推广。

◇ 产品类型及客户群定位

将私教服务模式拓展优化为“一对多”的大课堂服务模式, 降低了私教授课及训练成本, 扩大了消费群体范围, 提升了私教产出比例, 与公司倡导的全民健身理念达成高度统一。

图 132: 公司宣传语



图 133: 亚特体育俱乐部门店

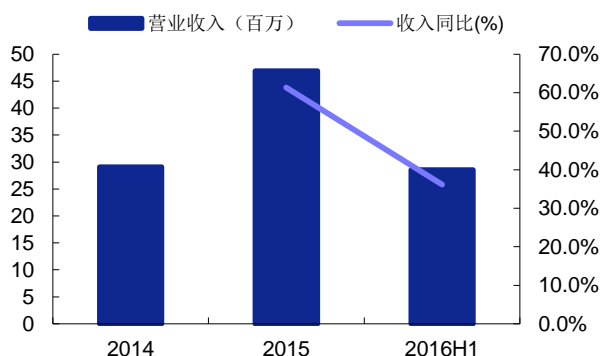


资料来源：安信证券研究中心，公司公告

资料来源：安信证券研究中心，公司公告

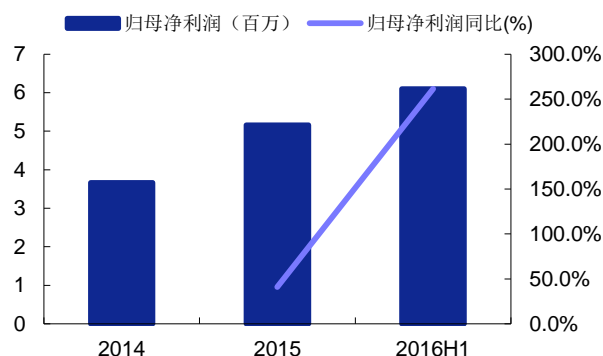
2016 年上半年，公司实现营业收入 2854 万元，比去年同期增长 36.13%。其中：健身会籍、健身私教业务收入分别为：2171 万元、568 万元，分别比去年同期增长 41.35%、24.74%；主要原因：(1) 规模较大的综合性店面经过 2-3 年的市场培育，成为贡献毛利润的主力；(2) 在营销团队人员、管理团队人员未增加的情况下公司新增门店 2 家，公司对各门店健身教练进行优化考核、合理调配人员结构，人员成本占营业收入比率由上年同期的 18.28% 下降到 15.75%，销售费用、管理费用降低。

图 134：公司营业收入及增速情况



资料来源：安信证券研究中心，Wind

图 135：公司归母净利润及增速情况



资料来源：安信证券研究中心，Wind

表 18：公司主要财务数据情况

主要财务指标	2014	2015	2016H1
营业收入 (百万)	29.06	46.89	28.54
收入同比 (%)		61.3%	36.1%
归母净利润 (百万)	3.66	5.16	6.10
归母净利润同比 (%)		40.9%	261.5%
毛利率 (%)	31.3%	32.0%	41.0%
ROE (%)	24.5%	21.5%	20.3%
每股收益 (元)	0.25	0.31	0.31

资料来源：安信证券研究中心，Wind

■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034