

# 健身行业：需求方兴未艾 未来有望蕴育产业巨头



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- 居民健身消费意愿的日益高涨加上居民收入的持续提高共同推动了我国健身行业蓬勃发展。城市快节奏生活下，商业健身凭借其随到随练的灵活特征突破了都市人有限闲暇时间的限制，且可以同时满足人们对于“健康+美体+社交互动”等多重需求，从而受到不同年龄及消费能力人群的共同青睐。另一方面，随着我国居民收入不断提高，经济承受能力逐渐上升，健身消费成为越来越多居民可以负担的休闲方式，推动了健身行业的迅速发展，2014 年我国健身行业产值已达到 1272 亿元。
- 我国商业健身行业发展现状：传统市场分散中寻求突破，互联网+带来新变化。  
(1) 会员渗透率低，北美健身房会员渗透率达 15.8%，我国仅 0.5%，渗透率差距主要来源于健身观念、健身消费成本以及供给丰富程度不同；(2) 商业健身房市场分散：低竞争壁垒+高同质化服务导致我国商业健身房市场分散，CR10 仅 16.4%，目前缺乏真正全国性龙头企业；但模式出现一定分化，少数小型工作室出现开始依靠差异化服务抢占垂直细分市场；(3) 互联网+健身模式未来前景可期：互联网主要在引流及提升产业资源利用效率、丰富健身产业内容以及开发增值服务等方面与传统线下形成互补，共同推动行业更快更好发展。
- 我国健身行业龙头公司一览：(1) 威尔士健身：我国知名的商业健身房品牌，年卡+私教盈利模式颇具代表性；(2) 一兆韦德：会员管理模式先进，积极拓展企业客户创收；(3) 中航时尚：扎根深圳的健康+美体一站式服务中心；(4) 浩沙集团：健身周边产品与健身服务品牌相辅相成。
- 北美健身房龙头企业发展借鉴：一站式 VS 平价，差异化是王道，产业有蕴育巨头能力。(1) 北美最有代表性的健身行业上市公司分别为以一站式高品质运动健康服务为特色的 Life Time Fitness 以及以超低会费为特色的 Planet Fitness，分别通过深挖客单消费和快速的外延扩张，在北美健身行业增速趋缓的大背景下两者都成功实现了快速增长。(2) 启示：对行业而言，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。对企业而言，重在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。(3) 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)。

## 投资建议与投资标的

目前 A 股涉及健身的公司主要有探路者、贵人鸟和莱茵体育。相关公司投资建议如下：(1) 探路者(300005, 买入)：首期探路者体育并购基金投资 FitTime 睿健时代，后者通过对准女性市场及试水垂直电商已成移动健身领域变现先行者，与公司现有业务也能形成一定互补，维持公司买入。(2) 贵人鸟(603555, 买入)：通过动域资本布局健身房管理、健身 O2O 以及移动健身教学领域，可观用户积累助力公司体育产业大战略的推进。维持公司买入。(3) 莱茵体育(000558, 未评级)：收购小斑科技，丰富公司旗下万航信息“运动世界”平台社交功能、促进公司体育事业进一步发展，建议关注。

## 风险提示

(1)政策力度不达预期，(2)经济的大幅波动，(3)市场竞争加剧 (4) 并购不确定性。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

本证券研究报告由本公司及其附属机构制作，在法律许可的情况下，可向特定对象提供。本研究报告仅供特定对象参考，不构成任何投资建议。投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分，其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

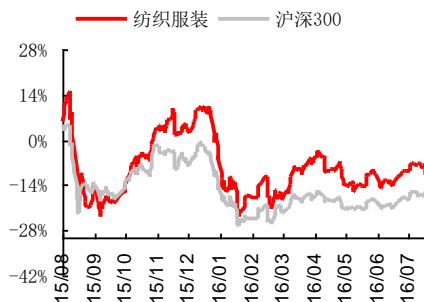
行业

纺织服装

报告发布日期

2016 年 08 月 11 日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

施红梅

021-63325888\*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

赵越峰

021-63325888\*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

## 相关报告

回归防御 关注创新和转型	2016-08-08
产业链逐步完善 网红经济腾飞在即	2016-08-02
回归低估值蓝筹 适当关注产业创新的公	2016-08-01
司	

## 目 录

<b>1、国内健身行业发展背景：“需求多样化+收入提升”助力行业发展 .....</b>	<b>5</b>
1.1 我国居民健身需求特点：多样化健身需求+有限休闲时间 .....	5
1.2 商业健身服务：有效响应各类需求+高效利用碎片时间 .....	7
1.3 居民收入水平提升助力健身消费增长 .....	8
<b>2. 国内健身行业发展现状：传统市场分散中寻求突破，互联网+带来新变化 . 9</b>	<b>9</b>
2.1 近年行业有复苏迹象，中长期行业渗透率提升空间巨大 .....	9
2.2 行业竞争格局：市场分散，区域称王，模式出现分化 .....	10
2.2.1 低进入门槛，缺乏真正全国性龙头企业 .....	10
2.2.2 区域为王：连锁品牌开设门店以少数一二线城市为主 .....	11
2.2.3 大型俱乐部和小型工作室依靠差异化服务抢占市场 .....	12
2.3 互联网+健身：助力健身行业大发展 .....	14
<b>3.国内健身行业龙头公司及已上市企业一览 .....</b>	<b>18</b>
3.1 威尔士健身：我国知名的商业健身房品牌 .....	18
3.2 一兆韦德：会员管理模式先进，积极拓展企业客户创收 .....	19
3.3 中航时尚（835623.OC）：扎根深圳的一站式健康管理中心 .....	20
3.3.1 重视品牌积累，直营为主+内生扩张模式助力公司收入持续增长 .....	21
3.3.2 多元化健康管理内容+灵活服务组合造就高客户粘性： .....	22
3.3.3 门店选址策略独特，三类会所形成良好连锁效应 .....	23
3.4 浩沙集团：健身周边产品与健身服务品牌相辅相成 .....	25
<b>4、北美健身房龙头发展借鉴：一站式 VS 平价，差异化是王道 .....</b>	<b>26</b>
4.1 Life Time Fitness：一站式运动健康服务中心，“深度+差异化”提升客单消费 .....	26
4.2 Planet Fitness：超低会费+密集布点，着眼更快的外延扩张 .....	28
4.3 北美健身行业发展的启示：建立差异化商业模式服务不同市场和人群 .....	30
<b>5、A 股相关公司及投资建议 .....</b>	<b>30</b>
5.1 探路者（300005.SZ）：投资 FitTime 睿健时代丰富公司体育事业群 .....	30
5.2 贵人鸟（603555.SH）：积极布局健身多个领域，完善公司体育产业大战略 .....	32
5.3 莱茵体育（000558.SZ）：收购小班科技、打造公司体育网络平台 .....	34
<b>风险提示 .....</b>	<b>35</b>

## 图表目录

图 1：2009–2014 年我国经常参加体育锻炼的人数（万人） .....	5
图 2：以年龄划分不同人群的健身需求 .....	5
图 3：以消费能力划分不同人群的健身需求 .....	6
图 4：主要国家休闲时间比较 .....	6
图 5：商业健身房具有丰富的运动器材 .....	7
图 6：健身俱乐部丰富的集体课程 .....	7
图 7：健身者选择健身教练的原因 .....	8
图 8：我国城镇单位就业人员平均工资水平变化 .....	8
图 9：国内健身行业年产值情况 .....	9
图 10：国内健身俱乐部总数情况 .....	9
图 11：国内健身俱乐部会员总数情况 .....	9
图 12：中国和北美健身会员渗透率比较 .....	10
图 13：商业健身业上下游 .....	11
图 14：健身行业市场集中度 .....	11
图 15：健身俱乐部定价模式 .....	12
图 16：健身教练是去健身房健身的主要驱动力 .....	13
图 17：Coolfit 产品 .....	14
图 18：全城热炼 APP .....	14
图 19：近一年 Keep 在 App Store 健美健康类 App 中下载量排名 .....	15
图 20：Keep 主要功能与特色 .....	16
图 21：Keep 发展大事记 .....	16
图 22：Wello 产品 .....	17
图 23：TruTrainer .....	17
图 24：酷玩部落智能单车 .....	18
图 25：SmartMat 智能瑜伽垫 .....	18
图 26：威尔士与 Under Armour 合作 .....	19
图 27：一兆韦德近年公关活动 .....	20
图 28：一兆韦德部分活动 .....	20
图 29：中航时尚发展历程 .....	21
图 30：“中航健身会”品牌场馆—中信会所 .....	21
图 31：“优莱荟”品牌场馆 .....	21
图 32：中航时尚的收入、利润情况 .....	22
图 33：中航时尚健身、美容收入及占比 .....	22
图 34：中航时尚健身、美容收入 YOY 及毛利率 .....	22

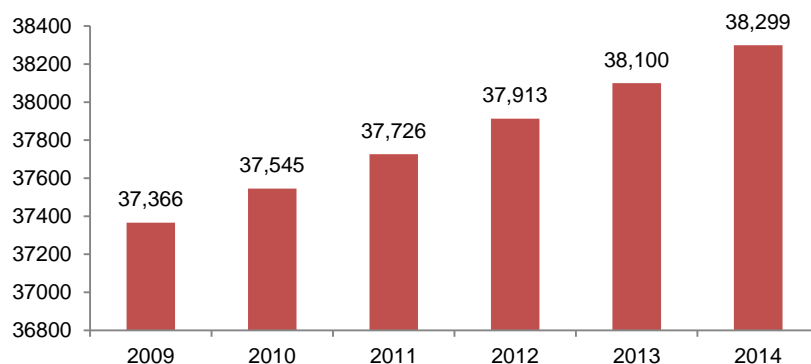
图 35：中航时尚三类会所收入及占比 .....	24
图 36：中航时尚三类会所毛利率 .....	24
图 37：受益健身风潮，浩沙 09—11 年增长迅速 .....	25
图 38：泳装、瑜伽服带动收入增长（亿元） .....	25
图 39：浩沙俱乐部有氧运动区 .....	25
图 40：浩沙俱乐部力量区 .....	25
图 41：2014 年 LTF 公司收入结构 .....	27
图 42：LTF 历年收入与增速 .....	27
图 43：LTF 门店数量及同店增速 .....	27
图 44：有氧运动器械排列紧密的 PF 健身房 .....	29
图 45：PF 健身房一般会员、黑卡会员收费标准 .....	29
图 46：FitTime 睿健时代口袋减脂营产品团队 .....	31
表 1：部分连锁品牌门店地区分布 .....	12
表 2：中航时尚三类会所分类与管理 .....	23
表 3：中航时尚财务指标 .....	24
表 4：Lifetime Fitness 主要财务指标 .....	28
表 5：Planet Fitness 主要财务指标 .....	29
表 6：动域资本投资健身相关项目一览 .....	32

## 1、国内健身行业发展背景：“需求多样化+收入提升”助力行业发展

### 1.1 我国居民健身需求特点：多样化健身需求+有限休闲时间

现代人注重健康管理，近年国人尤其重视通过体育运动增强预防疾病。根据国家统计局 2014 年针对 20-69 岁人群的调研发现，我国有 51% 的人群进行健身运动，比 2013 年提高 1.5 个百分点。2009-2014 年我国经常参加体育锻炼的人数不断上升，2014 年人数达到 3.83 亿人，庞大的健身人口未来将为健身行业带来巨大的需求。

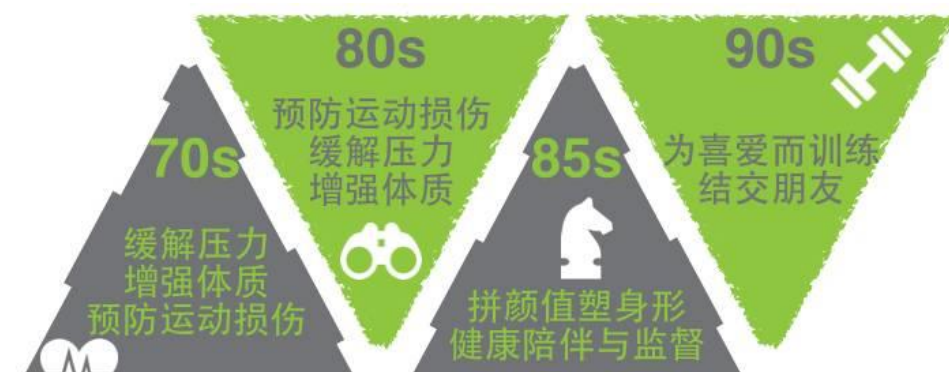
图 1：2009—2014 年我国经常参加体育锻炼的人数（万人）



数据来源：前瞻产业研究院、东方证券研究所

而除了健康管理这一共同出发点外，不同年龄阶层的消费者对于健身拥有不同诉求：在尼尔森与国家体育总局共同实行的调查中，除了增强体质这个共同的原因外，70、80 后重视通过科学系统的运动健身在缓解压力的同时有效预防运动损伤，而 85 后则重视通过高效的运动内容设计达到塑身修形的效果，90 后则将运动作为社交的重要一环，喜欢通过晒运动照、晒运动成果在社交网络中塑造自身健康形象。

图 2：以年龄划分不同人群的健身需求



数据来源：尼尔森&国家体育总局、东方证券研究所

不同消费水平的消费者对健身的需求和目的也存在较大差异。以消费能力划分，经济型用户更多的是为了减脂、增强体质，属于健康生活范畴；健身爱好者则受到了国外崇尚身体和意志的健身文化



影响，对自身外形要求较高，健身目的更多是为了塑形；而对于高净值用户来说，健身更多的目的在于社交和解压。

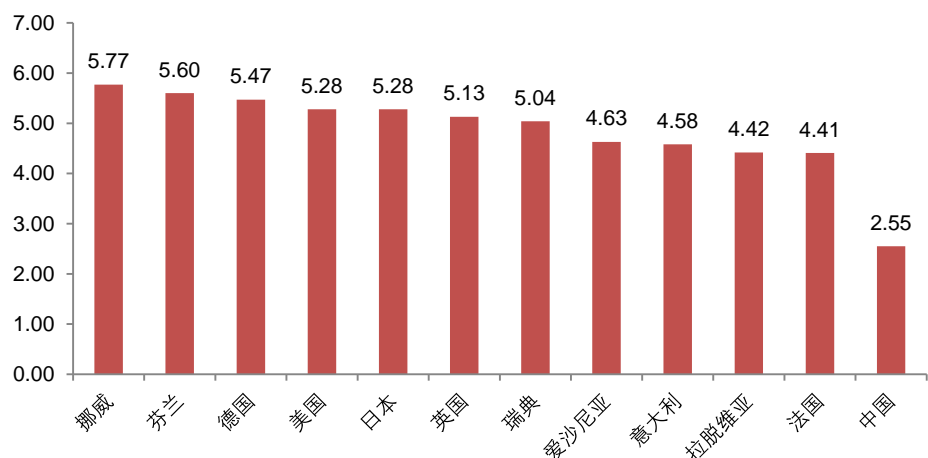
**图 3：以消费能力划分不同人群的健身需求**



数据来源：尼尔森&国家体育总局，东方证券研究所

**不同类型消费者共同面临休闲时间短的困境。**我国国民日均休闲时间为 2.55 个小时，不足发达国家一半。休闲时间的缺乏意味着选择运动种类的余地偏少，而球类运动对于时间和同伴的要求苛刻，商业健身“随到随练”的运动模式更适合目前城市紧凑的生活状态。

**图 4：主要国家休闲时间比较**



数据来源：央视财经频道，东方证券研究所

此外，社科院发布的《2013-2015 年中国休闲发展报告》指出超过八成的国民选择消极休闲活动（如看电视、上网），而仅有 21.9% 的国民喜欢运动休闲活动。我国国民对消极休闲活动和家居休闲活动等偏“静态”的活动较为偏好，而对运动休闲等“动态”活动选择较少。这一方面是由于我国居民的观念，另一方面是因为工作压力大和休闲时间短。然而矛盾点在于为了获得健康的身体，体育运动必不可少。商业健身房一般位于交通便捷，人流量较大的地点，所提供的器械、游泳、瑜伽等运动所需时间灵活，较好地解决了健康生活和休闲时间缺少之间的矛盾。未来随着人们健康意识的提升，商业健身将越来越成为人们“动起来”的选择。

## 1.2 商业健身服务：有效响应各类需求+高效利用碎片时间

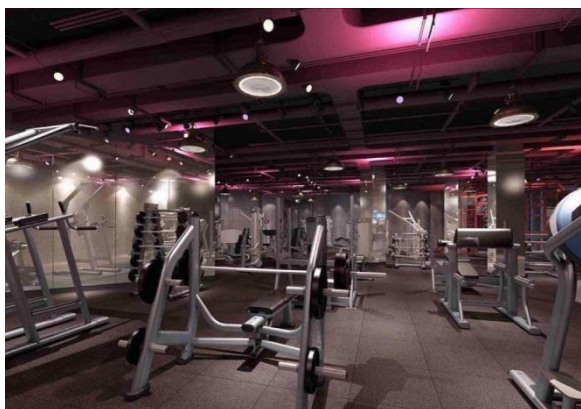
城市人群工作压力较大，有通过健身锻炼体质、塑形美颜、放松压力、扩大社交的需求，而受休闲时间的限制，长期稳定地参与多人球类运动的机会很少，可选长期运动方式有限，如室外跑步、室内个人运动（俯卧撑、仰卧起坐、哑铃等）和健身房运动。前两种运动方式趣味性相对不是很高，长期坚持需要较强意志力，而且还有其各自劣势：受空气质量和城市人口密度影响，跑步选择的时间和地点受到限制；而室内个人运动健身效果不明显，缺少同伴导致热情下降。

相比较而言，健身房对于城市人群参与体育运动而言有三个较为明显的优势。

首先，健身房运动的美颜塑形效果最好，在提高体质外具有高附加值。在越来越追求外形和颜值的时代，无论男女都日益注重身材，期盼拥有健美身材。而健身房在身材塑造上扮演不可替代的角色，一方面，健身房提供丰富的器材满足不同人群的需求，可以针对需要锻炼的不同身体部分提供不同的选择；另一方面，商业健身房一般配备专业教练进行指导，在健身房锻炼可以起到事半功倍的效果。在增强体质的同时更重要的是收获了更好身材，又能在有限的闲余时间内获得最大效果，非常契合目前城市年轻人群的需求痛点。

其次，健身房趣味性强，大部分商业健身房有教练陪伴监督，有助于人们长期坚持运动。惰性是许多人面临长期运动时不可忽视的问题，而趣味性和陪伴监督都是在运动初期战胜惰性的有效方法。趣味性是人从事各种活动的原动力，兴趣是自发运动的理由。成熟的健身房一般具备无氧训练、有氧训练、器械使用等多个区域，运动器材丰富，运动方式具有多样性，能够降低重复训练的厌恶感。此外，一般的健身俱乐部都会开设 10 种以上的健身集体课程，比如：瑜伽、街舞、拉丁舞、肚皮舞、搏击操等，进一步增加了会员健身的趣味性并赋予了社交属性，健身俱乐部集体运动的氛围有助于提高健身者锻炼的意愿。

图 5：商业健身房具有丰富的运动器材



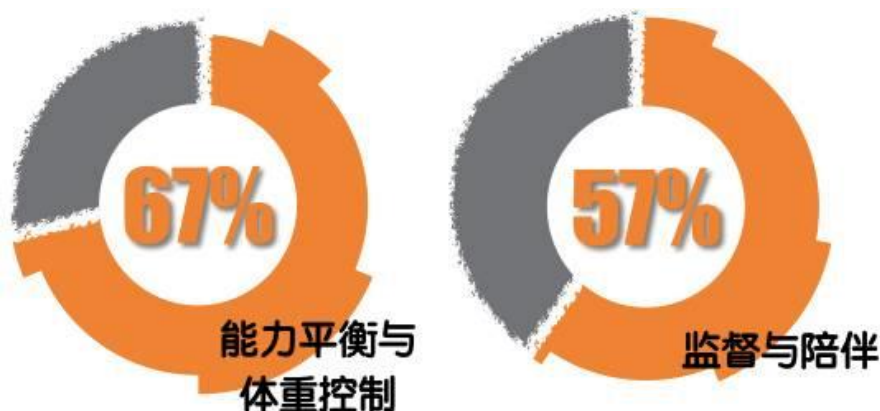
数据来源：互联网，东方证券研究所

图 6：健身俱乐部丰富的集体课程

Time	Mon (一)	Tue (二)	Wed (三)	Thu (四)	Fri (五)	Sat (六)	Sun (日)
13:30	1012-DANCE A** 1012-DANCE 曹磊 45MIN		BODY PUMP B* 燃脂塑形(B) 郭楠 55MIN				
14:00			HATHA YOGA A* 哈达瑜伽(A) 王博 55MIN	FLOW YOGA A** 流瑜伽(A) 郭文超 55MIN	FLOW YOGA A* 流瑜伽(A) 王博 55MIN	BODY PUMP B 燃脂塑形(B) 朱泽宇 55MIN	BODY PUMP B 燃脂塑形(B) 郭楠 55MIN
15:00						BODY JAM B 漫步舞林(B) 朱泽宇 55MIN	BELLY DANCE B* 肚皮舞(B) 刘婧 45MIN
17:00	PILATES A** 普拉提(A) 宋伟伟 45MIN	CORE CONTROL B 核心控制(B) 何诗 Lily 45MIN		PILATES A** 普拉提(A) 宋伟伟 45MIN	BODY BALANCE A* 身心平衡(A) 王博 55MIN		
18:00	MTV DANCE A* MTV舞蹈(A) 宋伟伟 45MIN	NIKE ZUMBA A* 尊巴(A) 何诗 Lily 55MIN	BODY JAM B* 漫步舞林(B) 王博 55MIN	1012-DANCE 1012-DANCE 宋伟伟 45MIN	BODY JAM B* 漫步舞林(B) 王博 55MIN	FOLK DANCE A* 民族舞(A) 刘婧 45MIN	BODY JAM B 漫步舞林(B) 王博 55MIN
19:00	MMF B* MMF 曹磊	1012-DANCE A* 1012-DANCE 何诗 Lily	NIKE ZUMBA B* 尊巴(B) 王博	LATINO A* 拉丁国际(A) 曹磊	MMF A** MMF 曹磊	FOLK DANCE A* 民族舞(A) 刘婧	BODY BALANCE B 身心平衡(B) 曹磊

数据来源：一兆韦德官网，东方证券研究所

专业的健身教练除了对健身者起到事半功倍的健身效果外，也为其提供了陪伴监督的功能。当健身者需要锻炼时，健身教练可以做到随时陪伴，这种陪伴感在健身过程中能消除健身者锻炼时的疲惫和无趣感，这种随时运动陪伴的优势是目前城市人群其它运动方式难以具备的。此外，健身教练在健身者离开健身房的间隔中还能督促其持续进行锻炼以免半途荒废，这些因素都有助于培养健身者坚持在健身房进行体育运动的习惯。根据尼尔森的研究，健身者找私人健身教练的原因有 67%是因为健身教练能够帮助个人能力平衡与控制体重，有 57%原因是出于健身的监督与陪伴需求。

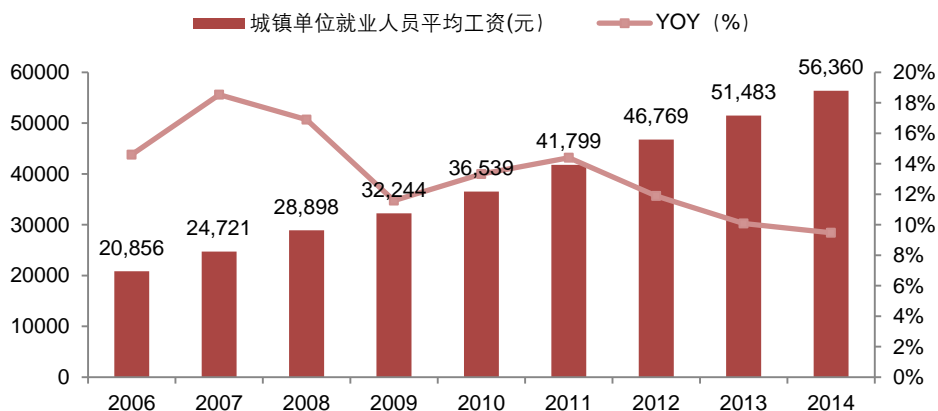
**图 7：健身者选择健身教练的原因**


数据来源：尼尔森&amp;国家体育总局，东方证券研究所

第三，健身房地理位置佳，时间自由，适合城市人群紧凑的生活状态。商业健身房一般位于交通便捷，人流量较大的商圈或者居民区附近，室内环境良好。健身房所提供的器械、游泳、瑜伽等运动方式所需时间灵活，“随到随练”的运动模式有效缓解了健康生活和休闲时间缺少之间的矛盾，解决了城市人群长期参与体育运动的痛点。

### 1.3 居民收入水平提升助力健身消费增长

当考虑商业健身房之发展原因时，一方面我们需要考虑居民的主观需求，另一方面则要考虑居民面临的收入约束。随着我国收入水平的上升，健身房消费成为越来越多居民可以负担的健身休闲方式：目前我国商业健身房主要通过年费+私教方式实现收入，年费平均在 3000-7000 元不等，按照 2006 年我国平均工资水平来看，这一年费水平约占到居民一年收入的 24%，但到了 2014 年仅占 9%。同时我们也要看到，由于健身房选址要求在其有效辐射范围内囊括一定基数的中高等收入群体，目前我国的中高端连锁健身房往往仅开设于一二线城市的 CBD 及高档住宅区。

**图 8：我国城镇单位就业人员平均工资水平变化**


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

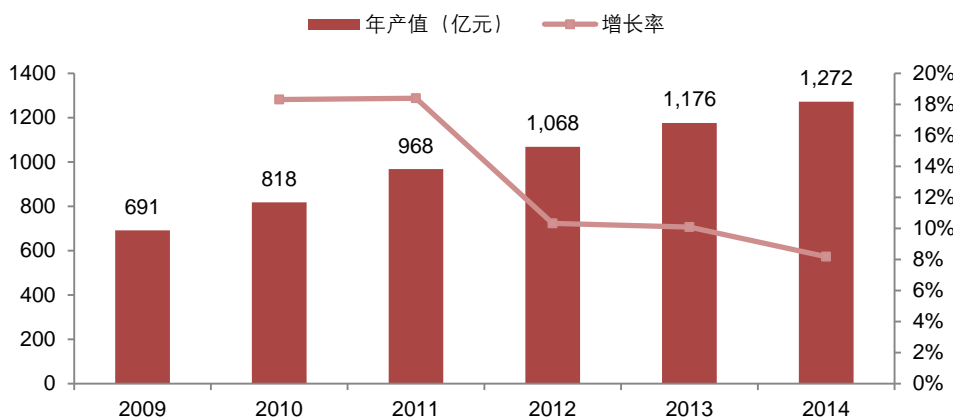


## 2. 国内健身行业发展现状：传统市场分散中寻求突破，互联网+带来新变化

### 2.1 近年行业有复苏迹象，中长期行业渗透率提升空间巨大

随着我国生活质量的提高和健康意识的加强，健身行业发展的速度依然比较可观，从 2012 年开始增长速度有所放缓。2014 年，健身行业产值达到 1272.28 亿元，增长率为 8.18%。

图 9：国内健身行业年产值情况



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

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。

目前商业健身房一般采取会员制收费，健身房会员总数和健身房收入关联较大。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 10：国内健身俱乐部总数情况

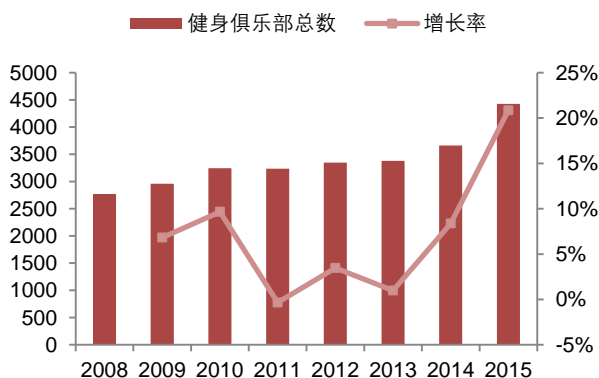
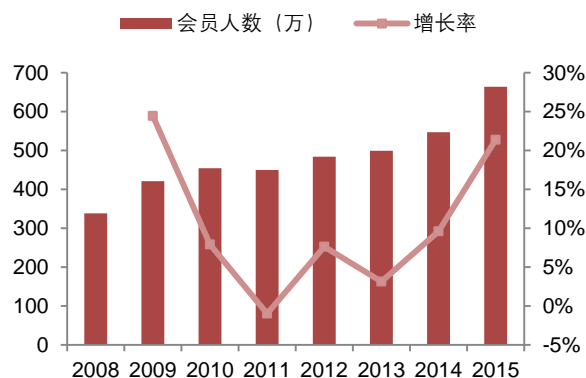


图 11：国内健身俱乐部会员总数情况



数据来源：AASFP，东方证券研究所

数据来源：AASFP，东方证券研究所

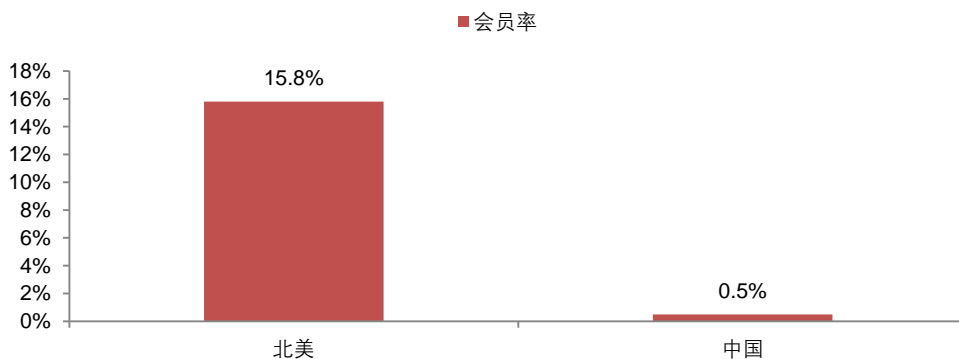
与美国为首的北美市场相比，我国在健身俱乐部数量和健身会员数量上都有着较大的差距。根据智研数据中心的数据，北美共有 36742 家健身俱乐部，会员数量达 5600 万，绝对数量都是我国的 9 倍左右，如果以总人口计算会员渗透率，北美健身俱乐部会员率为 15.8%，而我国仅为 0.5% 左右，近 30 倍的会员渗透率差距主要源于：

**(1) 国内健身观念与习惯仍在建立过程中：**北美地区崇尚健身文化，健身理念根深蒂固，美国家庭非常重视从小对孩子运动习惯的培养，运动被视为一项必须特长受到重视，由此对运动的兴趣延续一生；国内基础教育阶段学生课业负担繁重，缺乏体育锻炼时间与机会，往往错过运动技能的掌握以及对运动兴趣进行培养的最佳时期，造成成年后对体育锻炼的忽视。近年一方面家长和学校开始重视鼓励学生积极参加锻炼、培养体育特长，另一方面国外健身风潮刮至国内带动成年人走进健身房，健身意识和习惯的培养方兴未艾。

**(2) 成本上，国内健身成本较美国相对更高：**根据 IHRSA 统计，2015 年美国线下健身房市场规模 258 亿元，会员 5531 万人，人均消费 466 元，占其人均收入水平不到 1%。而与此相对应，我国目前商业健身房基本以年卡销售作为主要收入来源，年卡价格基本在 5000 元左右，占我国城镇人均年工资水平约 9% 左右。美国人均健身支出/人均收入更小，进行健身消费成本更低。

**(3) 供给丰富性上，美国健身房业态更为丰富，吸引了更为广泛的消费者群体：**目前国内健身房盈利模式单一，主流健身房皆采取年卡+私教模式，面向客户群体多为一二线城市高收入阶层，提供服务内容同质化较为严重。与此相对，美国健身房拥有面向大众阶层的平价连锁健身房如 Planet Fitness (16 美元/月)，面向中产阶级的高端连锁健身房如 Life Time Fitness (40-160 美元/月/人) 以及面向专业运动员或对某专项运动领域感兴趣的健身人士的小型健身工作室如 Soul Cycle (34 美元/月)，丰富的业态吸引了更为广泛的消费者群体走进健身房。

**图 12：中国和北美健身会员渗透率比较**



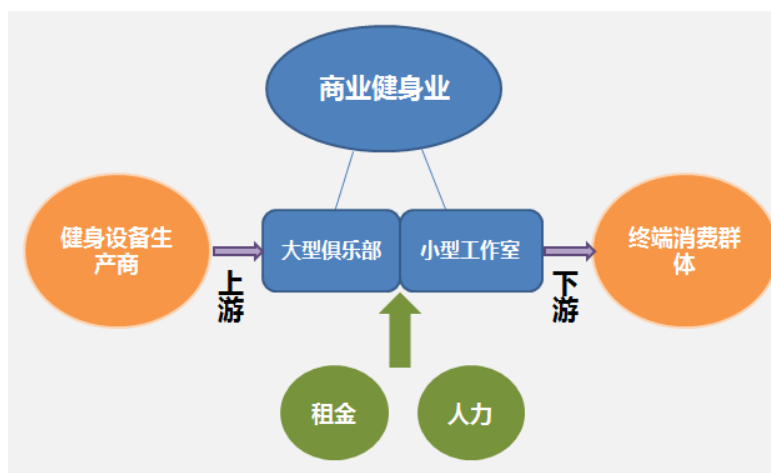
数据来源：智研数据中心，东方证券研究所

## 2.2 行业竞争格局：市场分散，区域称王，模式出现分化

### 2.2.1 低进入门槛，缺乏真正全国性龙头企业

商业性健身服务业主要由各种大型商业性俱乐部和小型健身工作室构成，大型俱乐部又分为连锁和非连锁。大型健身俱乐部和工作室的上游行业为健身设备生产商，目前健身设备生产行业为充分竞争行业，销售价格比较稳定，国内外都有较多健身器材品牌，档次分明，健身俱乐部可以根据自身定位和目标人群选择相应健身设备，对上游企业的依赖度较小。健身会所下游直接面向终端客户。我国巨大的人口基数、人均可支配收入的不断提高、城市化进程的快速推进以及居民健康意识的加强和闲暇时间的增加，保证了广阔且日益扩大的消费群体。

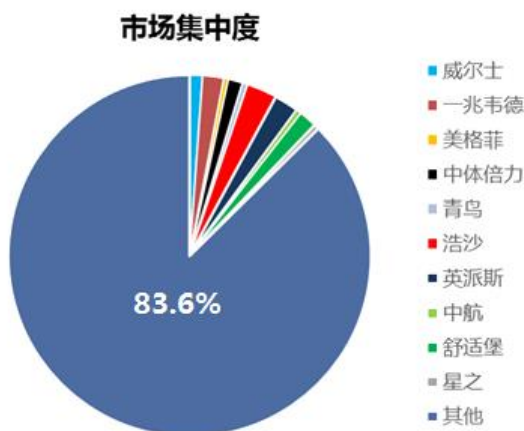
图 13：商业健身业上下游



数据来源：东方证券研究所

商业健身行业竞争壁垒小，市场品牌分散。健身行业不依赖上游设备供应商，投入资金量可大可小，除了设备投入外只需要合适的选址和员工，行业进入障碍低，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，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%，剩下的健身俱乐部又有 66.8% 以非连锁为主，没有真正意义上的龙头企业。

图 14：健身行业市场集中度



数据来源：虎嗅，东方证券研究所

## 2.2.2 区域为王：连锁品牌开设门店以少数一二线城市为主

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

“慧博资讯”是中国领先的证券研究报告数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

全国大型连锁健身俱乐部目前主要入驻一二线城市，并主要集中在少数一线城市。大型连锁健身俱乐部设施齐备，环境优雅，地理位置优越，所以收费较高。一二线城市人群收入较高，是健身风潮最初接受者，有经济能力也有健身意愿享受高端健身俱乐部的各项服务。目前健身俱乐部尚未有全国扩张的品牌，显示出很强的地区性，在国内排名前列的连锁品牌中，一般只在起源地开设较多门店，在其余地方扩张幅度较小。而更多的连锁品牌主要以区域市场为主，例如中航时尚，基本只在某个一二线城市开设门店。

**表 1：部分连锁品牌门店地区分布**

品牌	门店分布
威尔士	上海 78 家，北京 3 家，重庆 6 家，杭州 4 家，大连 4 家，武汉 2 家，南京、苏州、绍兴 1 家
一兆韦德	上海 65 家，北京 6 家，深圳 6 家，青岛 2 家，杭州、宁波、武汉、大连、沈阳、天津 1 家
美格菲	上海 11 家，西安 3 家、武汉、郑州 2 家，成都、杭州、北京、苏州、常州 1 家
中航时尚	深圳 17 家，天津、北京 1 家

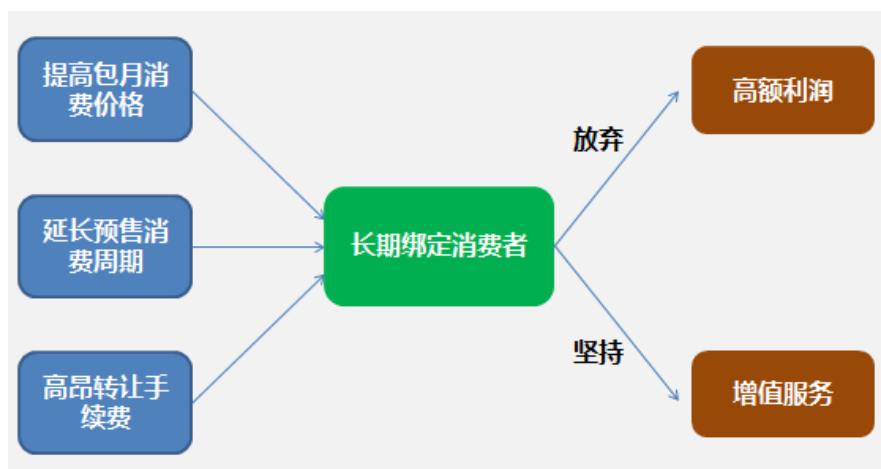
数据来源：各公司官网&中航时尚公转书，东方证券研究所

### 2.2.3 大型俱乐部和小型工作室依靠差异化服务抢占市场

目前国内大型健身俱乐部一般采用会员预收费的模式，会员通过办理季度卡或者年卡的方式获得进入健身房训练的资格，并提供私教、团课等额外付费的增值服务进行营利，部分俱乐部会将增值服务和年卡相结合从而提高年卡价格。中航时尚 2015 年年报中，母公司当年预收账款项为 1579 万元，而母公司营收为 1.23 亿元，预收账款占比较大，大部分都是由年卡付费模式造成的，这是传统健身俱乐部普遍现象。

在定价模式上，俱乐部采取提高包月消费价格，延长包年预售消费周期，并辅以高昂的转让费。通过长期绑定消费者的方式，从放弃长期消费的消费者中获取高额利润，向坚持长期健身的消费者中进一步兜售增值服务，挖掘其剩余价值。这样的定价模式能获取更多的生产者剩余。

**图 15：健身俱乐部定价模式**



数据来源：东方证券研究所

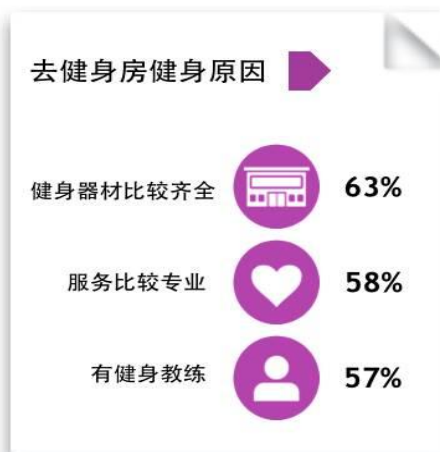
传统健身俱乐部提供面面俱到的健身场所，例如操房、单车房、有氧区、器械区、自由力量区甚至游泳池等，依靠丰富和先进的健身器材吸引会员。但由于竞争壁垒小，俱乐部缺乏技术优势，同质

化严重，俱乐部只能采取价格战的方式吸引更多顾客，摊薄庞大的固定成本。而依靠低价格收取了大量预收款项后，健身会员数量猛增，俱乐部的后续管理和服 务缺失，造成会员流失并失去了赚取后续更多收入的机会，难以长期获利。例如 2011 年行业领先者青鸟健身迫于亏损压力将北京的五家分店暂停营业。

**国内健身行业在经历洗牌后，目前大型俱乐部和小型工作室正不断提升市场份额，中端品牌因同质化严重难以为继。**根据虎嗅网的数据，2010 年中端健身品牌占 54%，到 2013 年下降为 36%，低端品牌和高端品牌逐渐增多，个人工作室大量涌现，目前全国个人工作室在 1 万-2 万家左右。高端健身俱乐部和个人工作室都注重提供特色服务形成差异化：高端健身房提供丰富的健身设备选择和高水平私教、团体课程吸引会员，并注重设备维护和人员管理，进一步提升用户体验从而提高续卡率，获取更多后续收入；而健身工作室则放弃了传统的会员制，通过按次计费的收费模式，主打细化定位的个性化训练。

**大型俱乐部和小型工作室在实行差异化战略中，都将健身教学作为业务重点。**对于大型俱乐部而言，私教和团体课程不仅利润率高，而且有助于培养会员对健身房的粘度；而健身教学对于个人工作室而言更是招揽顾客的招牌。在健身者看来，有无健身教练指导决定了健身的安全性和有效性，专业的健身教练成了去健身房健身的主要驱动力，达到了 57%。

**图 16：健身教练是去健身房健身的主要驱动力**



数据来源：尼尔森&国家体育总局，东方证券研究所

**大型俱乐部和小型工作室在健身教学的宣传和教学质量上有较大差异，教学业务面向不同人群。**健身工作室的成本较低，但是对教练要求高，需要具备多年的从业经验和较高的健身技术，能为学员设置个性化课程。而目前市场上私人教练质量参差不齐，教练的培训认证较混乱，专业性和创新能力不足，在健身俱乐部中难以区分私教质量。在大部分的健身俱乐部中，私教课程收入的 70%-85% 都归俱乐部所有，剩下的 15%-30% 才归健身教练。俱乐部一般还需要教练承担销售任务，导致无法专注提高自己的业务水平。在这种背景下，有能力的教练有意愿选择自己开设健身工作室。但健身工作室宣传力度小，一般只在健身资深爱好者中有知名度，健身入门者接触较少，需要一定时间培育知名度。大型俱乐部依靠品牌和宣传效应吸引初级健身者，而小型工作室健身教学质量更好，适合对健身要求较高的人士，业务和客户群体也更有粘性。



## 2.3 互联网+健身：助力健身行业大发展

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和补充。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。具体来看：

### 方向一：健身 O2O，为传统商业健身引流、提升产业资源利用效率

国内健身市场 O2O 类产品以教练和课程为核心，在利用碎片化时间提高教练收入，为用户健身提供更便利渠道的同时，通过颇具乐趣的健身课程提高用户健身体验。

Coolfit 目前通过微信公众号向用户提供课程信息，用户选择自己感兴趣的课程，线上预订交费，线下体验。Coolfit 的教练来自于签约的正式教练和通过合作使用其他工作室的教练。目前 Coolfit 主要在上海地区，场地以租用虹口、浦东、卢湾、古北四地的小区健身会所以及健身工作室为主，这些小区健身会所平日工作时间会员到店不多，有空闲的场地可以租给 Coolfit 来使用。拥有类似商业模式的还包括莱茵体育孙公司万航信息于 2015 年增资的小斑科技。

“全城热炼”是一款 O2O 的健身 APP，利用互联网整合了各大线下健身房，突破了传统健身，时间、地域以及课程的限制，为爱好健身人群提供实惠，便捷的健身平台。用户只需要每个月支付 99 元，就可以在其合作的所有场馆去锻炼健身，不限地方，不限次数，这大大低于传统健身房的定价。但从目前国内健身房主要通过出售年卡绑定客户的盈利方式出发，这种以月卡，甚至次卡为主要服务点的 APP 已经对其会费收入形成冲击，未来对国内健身行业单一收费模式的影响值得观察。

图 17：Coolfit 产品



数据来源：互联网，东方证券研究所

图 18：全城热炼 APP



数据来源：全城热炼官网，东方证券研究所

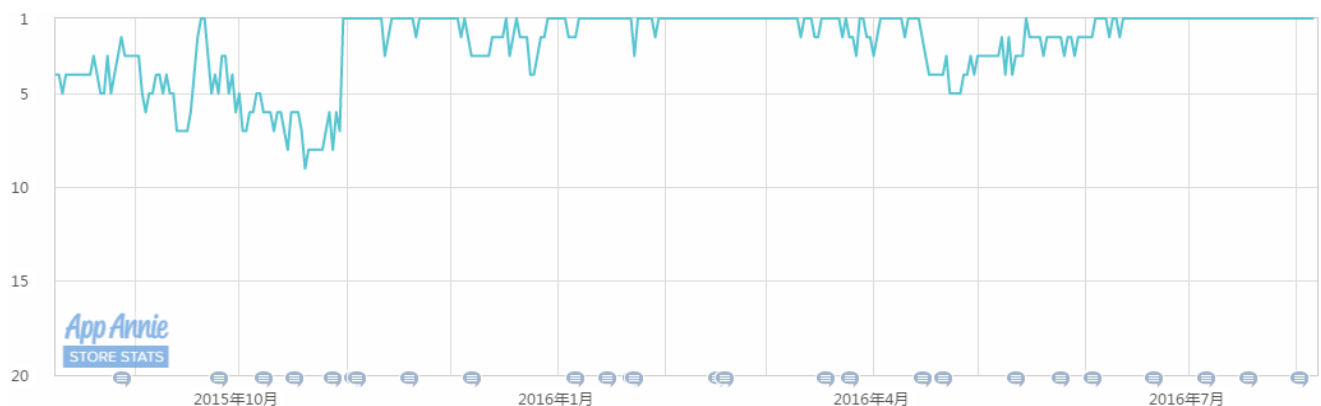
### 方向二：互联网健身教学：提供多样化的健身内容及形态

移动技术和智能终端设备的普及让远程健身教学成为可能：通过 APP 线上连接用户与教练，能够突破时间、地点限制，帮助用户利用碎片化时间完成健身，除 APP 提供的事先录制课程外，对于拥有更加个性化课程需求的用户，此类 APP 也可搭建其与教练有效沟通的桥梁，通过实时视频等方式完成用户与教练、用户与用户间的有效互动。

**Keep：代表性移动健身 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。

**图 19：近一年 Keep 在 App Store 健美健康类 App 中下载量排名**



数据来源：App Annie，东方证券研究所

Keep 上线以来下载量在健美健康类 APP 中一直名列前茅，主要来源于：

**(1) 捕捉“0-70 分”用户需求，傻瓜式课程设计降低健身入门门槛：**健身入门级用户这一群体数量庞大，且能通过较为标准的课程设计满足其锻炼需求。针对此类用户的不同健身目标，Keep 设计了减脂、塑形、增肌三大类课程，每阶段课程由易及难分为 K1-K4 四阶，每阶段安排 2-3 周训练计划，计划详细至每日锻炼项目内容及所需时间，入门用户按部就班即可顺利完成 0 到 70 分的健身进阶，配合饮食控制可呈现较为突出的健身效果。除以上系统性训练计划外，用户还可以按照需求灵活选择训练内容，比如跑步基础、办公室健身、康复保健、家庭塑形等等。

Keep 在课程设计细节上颇受用户称道，一方面是课程视频编辑上，每组动作的语音指导清楚明白，用户完全可以脱离视频仅按照语音指导完成动作，同时每套训练结束前的倒数以及计数都对用户坚持完成动作形成极好的鼓励，用户体验极佳；另一方面是视频技术优化，Keep 每节课视频文件基本在 10M 以内，下载迅速、占储存空间小，适合移动设备使用。

**(2) 数据沉淀+丰富课程提升用户粘性：**针对 70 分以上的高级健身用户，Keep 已在尝试进行智能匹配课程，即收集用户每日、每周、每月锻炼数据以及用户课程参与情况及体能情况，结合其健身目标自动推送相应课程。同时 Keep 注重课程的更新，不断丰富训练种类与形式，例如其独家推出邹市明拳击课程、邹市明战斗跳绳课程，利用明星效应以及新颖锻炼形式吸引用户不断参与到训练中来。

**(3) 重视分享与交互，高质量 UGC 提升社区活跃度：**与其他竞品不同，Keep 的社区内容分享严格建立在训练之上——用户只有完成该项课程后才可“打卡”并就该训练内容发布感想及上传照片，保证了社区内讨论内容与健身行动本身的高度相关性。平台上的健身红人们分享每日训练进展以及健身成果的状态也对普通用户形成良好的激励：普通用户在平台浏览 KOL 晒训练实拍、晒腹肌马甲线的时间可能远远超过单纯在平台上完成训练任务的时间。

图 20：Keep 主要功能与特色

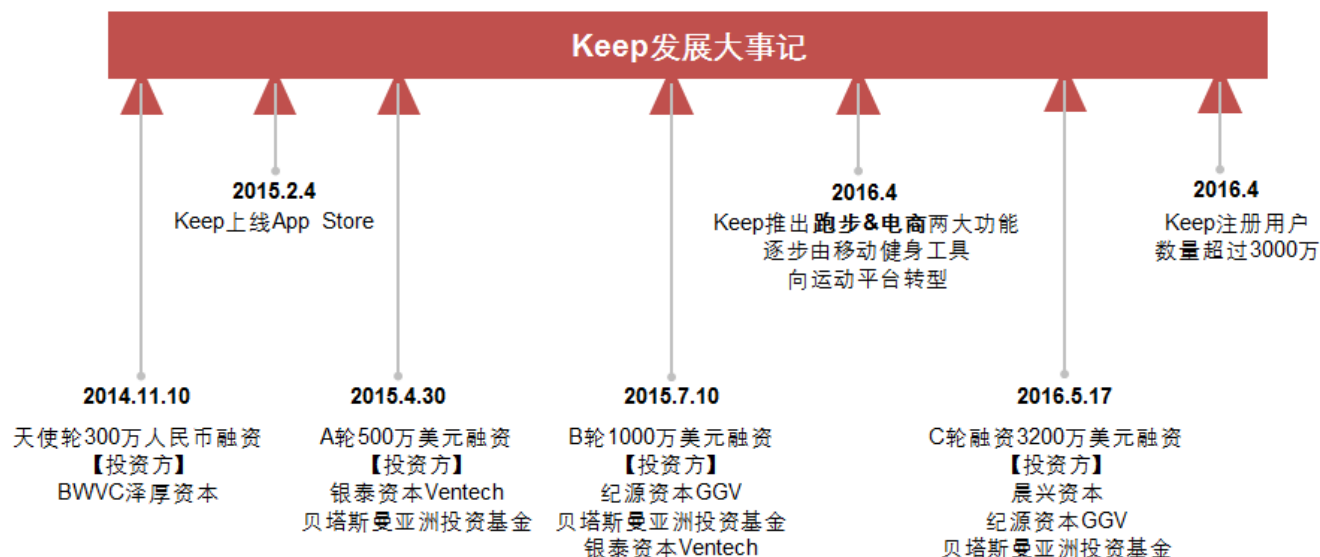


数据来源：Keep 官网，东方证券研究所

丰富的课程内容以及良好的社区交互下，Keep 截至 2016 年 5 月已积累超过 3000 万用户量，月活用户超过 1100 万。公司目前已经完成 4 轮融资，累计融资额超过 4700 万美元。2016 年 4 月 Keep 试水电商，开始尝试变现，目前上线产品包括自有 Keep 品牌运动装备（7 款，Keep 品牌弹力带/瑜伽垫/泡沫轴/健身球等）、男女运动服饰（2 款，Keep 品牌腰包/运动毛巾）以及进口品牌营养补剂（9 款，麦片/益生菌/蛋白粉等）。

未来，一方面，Keep 计划进一步丰富课程品类，目前公司训练课程多集中在无器械室内训练，未来计划进一步丰富课程场景，推出更多健身房器械/瑜伽/跑步类课程；另一方面则继续开发 Keep 品牌装备，就跑步、健身与电商各环节进行打通融合。

图 21：Keep 发展大事记

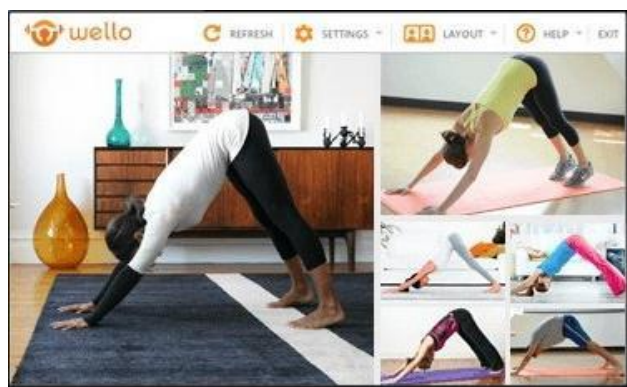


数据来源：IT 桔子，东方证券研究所

除 Keep 外，互联网健身类 APP 也为不满足于启蒙健身、期待与教练进行更多互动的用户提供了多样化的远程教学服务，典型如 Wello 与 Tru Trainer：Wello 是一个远程视频健身社区，社区内教练们在空闲时间安排课程并将课程发布在 Wello 上，用户可以自己或邀请好友一起选择 Wello 课程，在上课时，老师和学员通过远程在线视频可以进行实时互动，一起参加训练的好友也可以相互督促和互动；与此相区别，TruTrainer 则在线上为用户对接私人教练，用户可以创建他们的账户，选择教练，听取个人身体素质建议的指导，获取教练定制的培训，TruTrainer 还会跟踪用户的进度以便私人教练可以查看数据，保证客户的锻炼质量以及进度监督。

但考虑到实体健身房所拥有的重装硬件设备以及健身氛围，前往健身房更能保证运动效果以及满足社交需求，因此我们认为互联网健身教学将成为对现有健身行业业务模式的一个有效补充，但并不会对现有已具备相应经济能力并养成出入健身房习惯的消费者群体造成明显冲击。

图 22：Wello 产品



数据来源：互联网、东方证券研究所

图 23：TruTrainer



数据来源：互联网、东方证券研究所

方向三：智能硬件产品；运动装备+软件相结合，客户大数据沉淀下的增值服务值得期待



智能硬件健身品牌的未来不再只是生产硬件，产品需要加深用户体验感。在此前提下，健身数据追踪类软件成为智能运动产品的核心，传统体育巨头正不断收购优质健身数据软件，并结合自己的运动装备，开发更多智能健身硬件。

美国巨头耐克从 2006 年就开始涉足科技领域，从最早在 iPods 推出 Nike+ 的产品，到 2012 年上线 Fuelband 和 Nike+ 安卓版，目前 Nike+ 已经在各大平台累计 2800 万全球用户。安德玛（Under Armour）是第一家收购健身 App 的巨头，在 2013 年花费 1.5 亿美元收购了 MapMyFitness，并在 2015 年分别以 8500 万美元和 4.75 亿美元的巨资拿下了 Endomondo 和 MyFitnessPal。阿迪达斯也在 2015 年出手，以 2.39 亿美元收购注册用户达 7000 万人次的健身数据公司 Runtastic。三家巨头已经为抢占健身数据行业先发优势的战役投入超过 10 亿美元。

除上述可穿戴设备及相应运动记录 APP 意外，目前已开发出单车、瑜伽垫、体重计等智能硬件健身产品。如酷玩部落基于智能健身设备（单车+App）和智能电视的家庭运动平台将自行研发的智能单车通过蓝牙与电视和手机相连，电视端播放教练的录制课程以及未来将要上线的实时课程，同时手机端接收运动数据进行分析。SmartMat 的智能瑜伽垫所配套的 APP 能够根据用户在瑜伽垫上的位置、身体状态的分布情况，生成用户瑜伽锻炼时的实时热图，以图示和音频提供个人姿势指导。

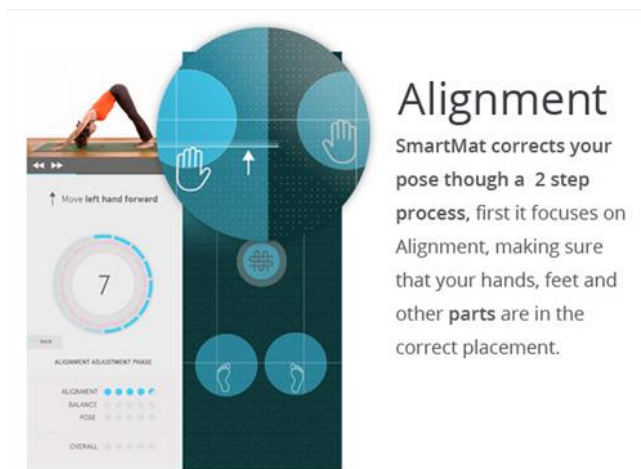
以上硬件设备的出现对于现有商业健身房设备将形成很好的补充，因此我们认为若现有健身房能够通过引进智能硬件完成自身装备的换代升级，将吸引更多注重运动效果同时追求新潮科技的消费者的关注及入会，同时后续也有望在大数据基础上开发更多增值服务获取更多盈利。

图 24：酷玩部落智能单车



数据来源：互联网，东方证券研究所

图 25：SmartMat 智能瑜伽垫



数据来源：互联网，东方证券研究所

### 3.国内健身行业龙头公司及已上市企业一览

#### 3.1 威尔士健身：我国知名的商业健身房品牌

威尔士成立于 1996 年，并于 2007 年与获得 Trust Bridge Capital 2000 万人民币投资，后者占公司股份 6.1%，淡马锡为 T.BCapital 的有限合伙人。公司设立以来主要通过直营方式扩展门店，



至今在全国范围内已拥有超百家直营专业健身俱乐部,会员人数超过 40 万,累计服务会员超过 150 万。

**年卡+私教经典健身房盈利模式：**公司目前主要通过销售 5288 元/年之通用年卡赚取会费，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，威尔士每周开设团体课程达到 1800 节，其中瑜伽课程作为威尔士特色种类丰富并且师资专业；此外亦提供非会员 368 元/月以及 168 元/两周的体验性会员卡，但每人仅限使用一次。除年卡外，公司主要通过私教课程收费，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 900 名私人教练，约有 15% 的会员会选择私教课程，每日累计上课可达到 9500 课时。

**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六大省市 CBD 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。

**近年扩大与国际知名品牌合作。**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，不仅为威尔士健身旗下所有的教练提供全新的训练装备，每年还将赞助威尔士健身最优秀的教练去美国培训学习，将更多国外领先的健身理念带给中国的健身爱好者。未来，Under Armour 与威尔士健身即将联手为热爱健身的 UA 粉丝提供免费的训练机会和服务，以发挥两者品牌协同宣传效应，为 UA 打响国内知名度同时进一步梳理威尔士专业、科学的运动健身服务提供商形象。

图 26：威尔士与 Under Armour 合作



数据来源：公司官网，东方证券研究所

### 3.2 一兆韦德：会员管理模式先进，积极拓展企业客户创收

一兆韦德于 2001 年在中国上海成立,注册资金 4500 万人民币,2007 年 11 月公司收到淡马锡 2000 万美金投资，成为国内首家与国际基金签署战略合作协议的俱乐部。公司以直营为主、加盟为辅的模式在国内进行网点扩张，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 83 间会所，旗下员工 3000 余名，累计服务超过 100 万会员，目前成为仅次于威尔士的全国第二大健身俱乐部品牌。

**年卡+私教模式与国内健身房主流盈利模式类似，会员管理模式先进。**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，据其系统分析每周运动 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。

**在年卡+私教模式外，一兆韦德重视发展企业用户：**由于企业用户一次性购买批量大、管理成本小，对于商业健身房来说是非常理想的客户群体，同时参与企业健身计划的员工也将成为一兆韦德潜在的个人客户，因此一兆韦德非常重视在企业客户产品上的创新设计。目前公司产品包括企业团卡（内含健康培训讲座、员工体质检测、员工健康状态反馈）、员工健康管理（根据体检结果制定运动和饮食计划、定制品牌特色团操课程等）、企业活动（员工赛事策划及执行、企业培训场地提供等）。目前，公司的企业用户已经包括了上海石化、沃尔沃、中国工商银行中国银行、太平洋保险等等。

**重视企业社会责任，通过服务居民以及赞助各类赛事树立品牌口碑；一方面，充分利用会所设施，侧重服务中高端人群的同时错峰为周边居民提供平价健身服务，扩大客户人群。**以上海市中原社区体育中心为例，公司推出 1012 元非高峰卡，下午 4 点前可使用公司设施，而晚间高峰时间仅对正价卡会员开放，从而让居民(特别是老年人)能以较低的成本在安全的环境和专业人士指导下进行运动；另外，一兆韦德亦不定时为周边居民进行免费体检、开设免费课程。**另一方面，公司积极举办各项体育活动和公关活动提高品牌影响力。**公司每年在大型体育活动及公关活动上投入巨大，曾作为 2008 年北京奥运村健身会运营商和 2010 年上海世博村健身馆运营商活跃，并积极与杨浦区政府、国家体育总局等合作设立社区体育场馆，从而在政府以及专业运动员领域树立了较好口碑。

图 27：一兆韦德近年公关活动



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 28：一兆韦德部分活动



数据来源：公司官网，东方证券研究所

### 3.3 中航时尚 (835623.OC)：扎根深圳的一站式健康管理中心

中航时尚于 2016 年 1 月在新三板挂牌，是一家主要通过直营连锁会所为客户提供运动健身指导、美容保健养护等专业健康解决方案的健康管理与促进服务机构。

### 3.3.1 重视品牌积累，直营为主+内生扩张模式助力公司收入持续增长

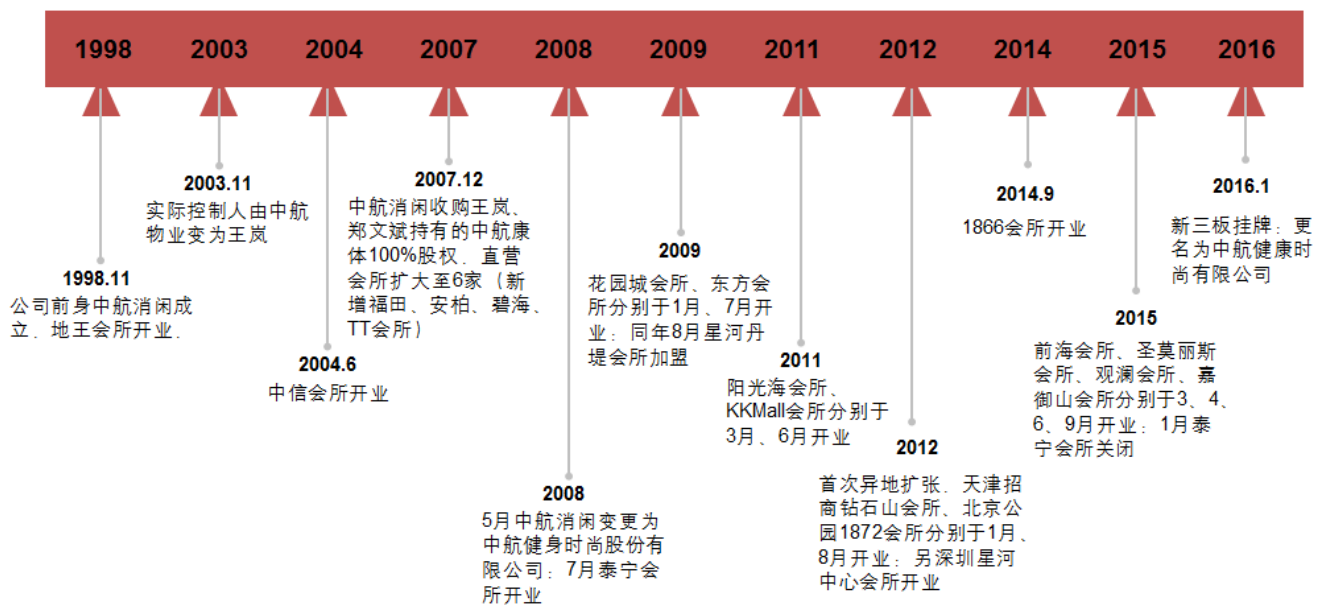
纵览公司发展历程可以感受其稳健、温和的扩张理念：

**(1) 直营模式经营、深耕深圳市场建立品牌口碑：**公司成立以来主要通过直营模式扩张，目前拥有 18 家直营会所（其中 16 家在深圳）、1 家加盟会所及 1 间医疗美容门诊部。直营模式保证了保证统一管理下公司的内部业务操作、品牌维护、产品定价政策得到有效贯彻执行，公司凭借优秀、踏实的品牌管理建立了“中航健身会”、“优莱荟”、“优和健康家”三大品牌并利用自身 20 年的健康管理业务经验深耕深圳市场，作为深圳地区拥有健身会所数量最多的健康管理企业，会所数量于 2013、2014 年分别占深圳地区 17.81%、18.18%，更于 2013 年获得新浪健康年度盛典“最受大众青睐高端健身品牌”殊荣。

**(2) 审慎的异地扩张计划：**公司在开拓深圳地区以外地区充分考虑当地竞争格局与潜在风险，目前仅有天津、北京会所分别于 2012 年 1 月、8 月开业。未来拓展也将主以直营为主，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。

**(3) 重视内生扩张，不盲目依赖门店扩张提高业绩：**公司重视挖掘自有服务资源，不断丰富和更新服务品种扩大客户群体、增强客户粘性，以提升单店盈利能力。

图 29：中航时尚发展历程



数据来源：中航时尚公开转让说明书、东方证券研究所

图 30：“中航健身会”品牌场馆—中信会所

图 31：“优莱荟”品牌场馆



数据来源：公司官网、东方证券研究所

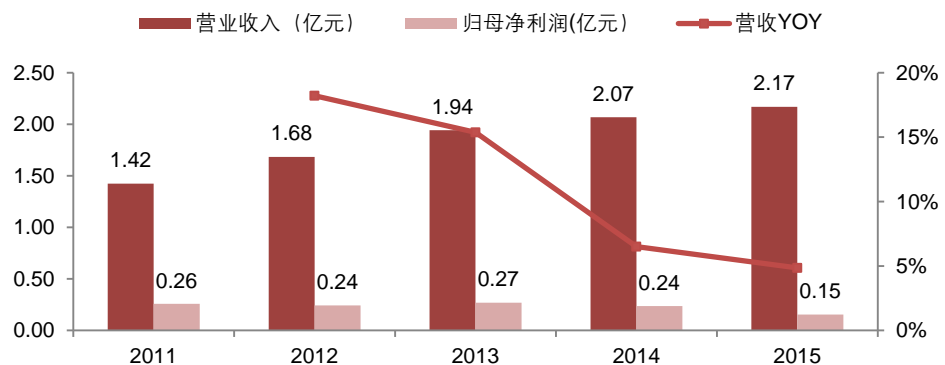


数据来源：公司官网、东方证券研究所

### 3.3.2 多元化健康管理内容+灵活服务组合：

健身+美容+纤体的多元化的服务内容能够满足客户一站式健康管理需求。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，

**图 32: 中航时尚的收入、利润情况**



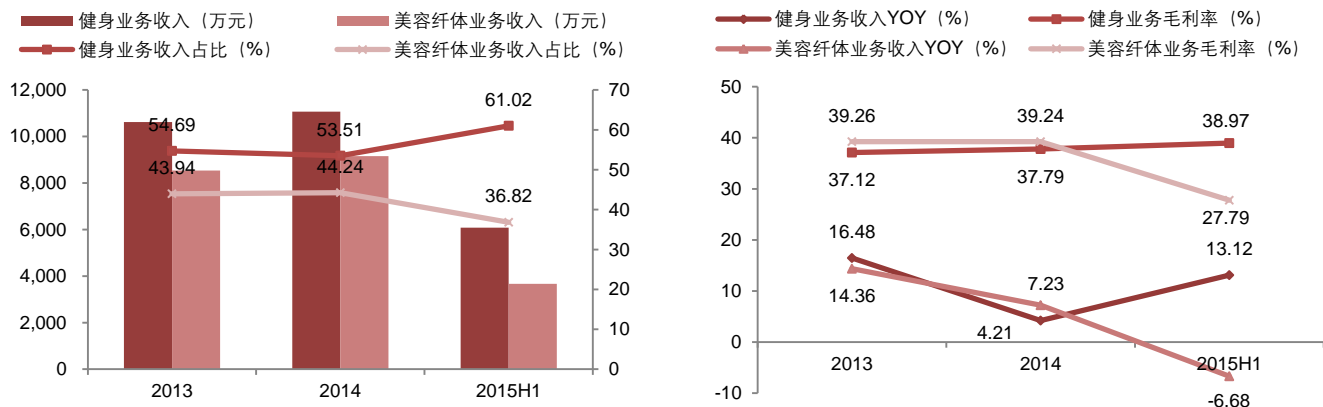
数据来源：Wind, 东方证券研究所

具体来看，中航时尚 2015H1 主营收入中 61% 由健身业务贡献（包含健身期间卡、私教），39% 由美容、纤体业务（面部、塑形、SPA 疗程等）贡献；增长方面，近三年增长两方面业务都呈现放缓趋势，其中美容业务由于京、津会所佣金制度调整、竞争激烈收入增速放缓较为明显；毛利率稳定在 38% 左右，受佣金制度调整影响，美容业务毛利率 2015 年上半年亦有所下滑。

**图 33: 中航时尚健身、美容收入及占比**

**图 34: 中航时尚健身、美容收入 YOY 及毛利率**





数据来源：Wind、东方证券研究所

数据来源：Wind、东方证券研究所

另一方面，中航时尚提供了灵活的服务内容组合方式：

(1) 公司每种产品都为客户提供灵活的时间、地点组合方式，例如健身期间卡包括月卡、季卡、年卡，同时根据适用会所范围及项目不同共开发出 10 类年卡供客户选择

(2) 除单独购买健身期间卡、私教课程、美容保健疗程产品外，公司亦开发各种综合疗程满足同一客户的多种健康管理需求，例如公司针对产后妈妈设计“漂亮妈妈”综合疗程，同时涵盖器械、团体健身、私教、美体塑身、面部美容等，可同时达到减肥、塑身、面部美容等效果；

(3) 允许客户灵活自主选择项目组合，例如公司 2006 年推出时尚生活卡，持卡人可在预付金额范围内单次消费会所提供的各种服务项目，受到客户热烈欢迎，该卡的销售收入分别于 2013、2014、2015H1 占到公司营收的 27%、27%、23%。

公司续卡率维持在较高的水平，以健身年卡为例，2013、2014、2015H1 续卡率分别保持在 50%、41%、24%。

### 3.3.3 门店选址策略独特，三类会所形成良好连锁效应

公司在门店选址上采取独特的三类会所协同配合策略：

(1) 单店选址上，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，在保证租金成本较低同时可以覆盖整个商圈；

(2) 考虑门店间配合，公司按照会所所处商圈差异将会所分为一、二、三类店，在一个大商圈内采取一、二、三类店互相配合的原则，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。

**表 2：中航时尚三类会所分类与管理**

会所分类	所处商圈	所属会所
一类店	位于核心商业区或辐射能力强的大型购物中心、地标性商务办公楼内	4 家：中信会所、帝王会所、星河中心会所、KKMall 会所
二类店	城市次级、片区型商业区，大型高科	5 家：安柏会所、福田会所、北京公园 1872

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

“慧博资讯”是中国领先的证券研究报告分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

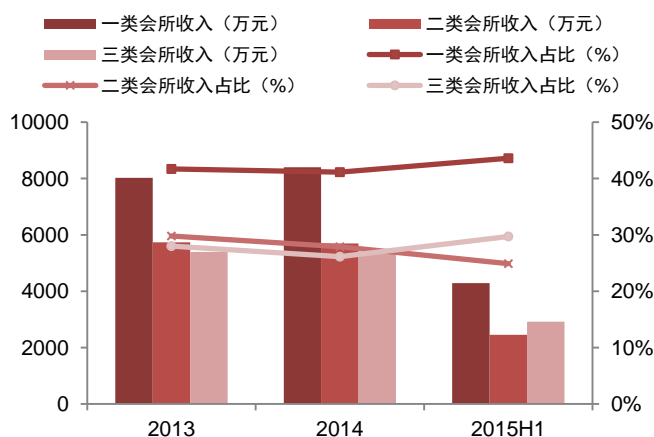


技办公园区、文化创意产业聚集区	会所、天津招商钻石山会所、观澜会所
三类店	9 家：碧海会所、花园城会所、TT 会所、东方会所、阳光海会所、1866 会所、圣莫丽斯会所、前海会所
各类高档住宅区	

数据来源：中航时尚公开转让说明书、东方证券研究所

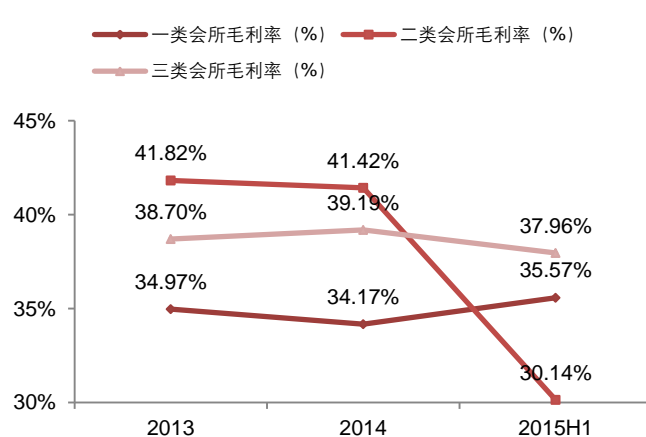
**三类会所发展平衡：**收入结构来看，一类会所收入占比 40%，二、三类分别为 30% 左右；毛利率上，一类会所在 40% 左右，二、三类依次略有递减，毛利率数据常年比较稳定，2015 年上半年出现一类会所毛利率骤降现象，与上文中提到美容纤体项目受佣金上升而毛利率下降有关。

图 35：中航时尚三类会所收入及占比



数据来源：中航时尚公开转让说明书、东方证券研究所

图 36：中航时尚三类会所毛利率



数据来源：中航时尚公开转让说明书、东方证券研究所

另外，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借由品牌已有影响力与招商地产、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，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。

公司现有市值 4.43 亿元，近年受京津市场竞争加剧、2015 年四家会所集中开业，培育期盈利能力较低等因素影响公司业绩下滑比较明显。

表 3：中航时尚财务指标

	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入 (亿元)	1.42	1.68	1.94	2.07	2.17
YOY		18.22%	15.38%	6.51%	4.85%
毛利率	48.62%	42.14%	38.80%	39.47%	35.41%
期间费用率	20.58%	17.56%	15.52%	20.07%	21.53%
归母净利润(亿元)	0.26	0.24	0.27	0.24	0.15
YOY		-5.59%	10.87%	-12.17%	-35.01%
ROE (摊薄)	18.17%	15.81%	15.33%	12.33%	6.88%

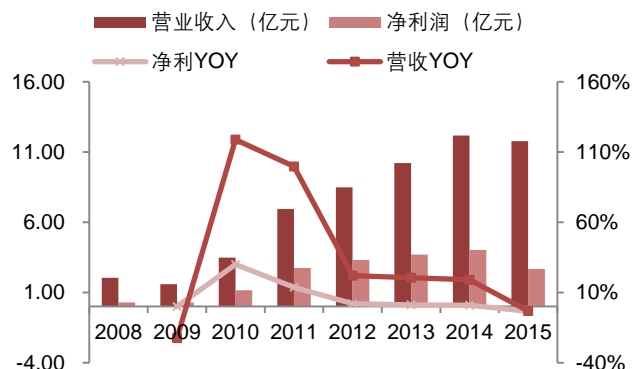
数据来源：Wind、东方证券研究所

### 3.4 浩沙集团：健身周边产品与健身服务品牌相辅相成

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（2200.HK）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。

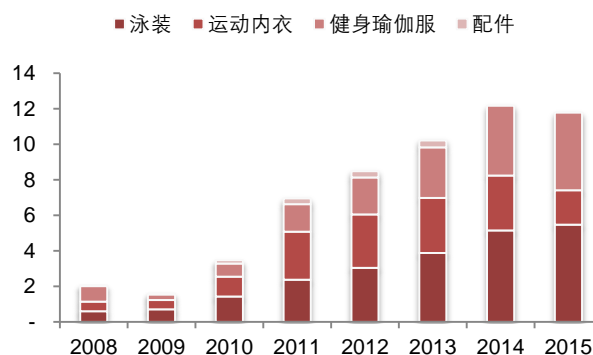
从产品来看，浩沙国际（2200.HK）作为国内最大室内运动服装品牌，受健身风潮兴起推动，收入及利润增长迅速。浩沙国际品牌发迹于 80 年代健美裤风潮，1992 年进入大陆，成为首个专业经营健身服饰的品牌，又于 1995 年成为首个进入时尚百货商场的室内运动服饰品牌，是国内代表性的室内运动品牌。观察财务数据可以发现，随 2009-2011 年健身热潮，公司营收及利润增长迅速，而 2012 年以来收入增长平稳，但推动收入增长的产品结构在发生变化：随着人们对利用碎片化时间随时随地锻炼需求的增加，对于室内运动服需求上升，浩沙国际有限公司健身瑜伽服销售收入占比从 2009 年的 20% 上升至 2015 年的 37%，而泳衣收入占比从 44% 下降至 33%。

图 37：受益健身风潮，浩沙 09-11 年增长迅速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：泳装、瑜伽服带动收入增长（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

健身服务方面，浩沙集团作为首批将健身俱乐部引入大陆的企业，1998 年起设立浩沙健身俱乐部，目前在北京、福州、成都、郑州、南京、上海设立超过 70 家连锁机构，会员总数超过 30 万。与主流连锁健身房品牌定价档位及盈利模式类似，目前公司采取月卡+私教模式，月卡费用在 500 元/月。在提供良好环境同时，浩沙旗下品牌健身服饰、健身用品、营养品、音像制品等健身周边产品通过俱乐部实现了有效零售推广，进一步强化了产品端的品牌认知和健身服务端消费者一站式服务体验。

图 39：浩沙俱乐部有氧运动区

图 40：浩沙俱乐部力量区



数据来源：百度糯米，东方证券研究所



数据来源：百度糯米，东方证券研究所

## 4、北美健身房龙头发展借鉴：一站式 VS 平价，差异化是王道

**美国商业健身房两大发展趋势：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，我们选取了两家收入增速跑赢行业平均水平同时商业模式具有代表性的健身房上市企业进行介绍，分别是以提供一站式高品质运动健康服务为特色的 **Life Time Fitness**，以及以平价为特色的 **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。

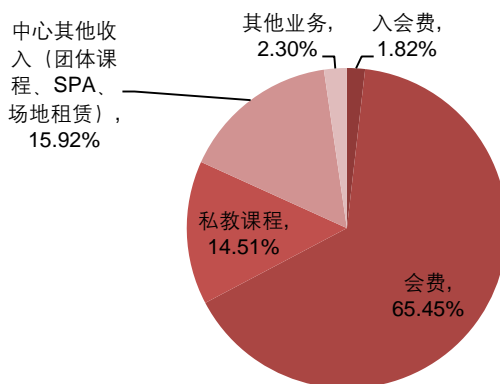
### 4.1 Life Time Fitness：一站式运动健康服务中心，“深度+差异化”提升客单消费

Life Time Fitness Inc 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 达到 15.71%，净利润 CAGR 达到 14.74%。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 900%。2015 年 3 月，公司宣布接受以私募股权公司 Leonard Green & Partners 与 TPG 为首的财团的收购下市，交易对价超过 40 亿美元，PE 在 33 倍左右。

**一站式运动健康服务中心促进公司收入来源多样化。**为保证服务质量，公司以直营方式经营旗下门店，截至 2014 年年报公司拥有 113 家健身中心。一间标准的健康中心除专业健身器械房外，一般配备室内及室外泳池、2 个正规篮球场场地以及其他可以用于进行团体健康训练、动感单车、攀岩、壁球的场地，部分健康中心内亦配备标准网球场。此外，还提供咖啡吧、SPA（美发、身体、皮肤护理与按摩疗程）、小型门诊（第三方提供的软组织与关节理疗服务）、儿童活动中心，每家健身中心都设在近郊地区以保证在可承受租金范围内为会员提供更大的活动空间以及更丰富的场地种类，公司现有健身中心平均面积在 10,000 m<sup>2</sup>，能够容纳 6,500-10,500 名会员同时活动，可同时满足会员运动、健康管理、家庭娱乐、美容 spa 等多种需求，多样化的服务种类带来了多样化的

收入来源,在会员费贡献了公司 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 41：2014 年 LTF 公司收入结构**



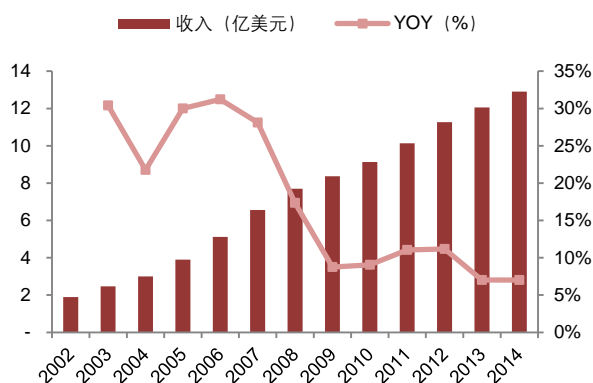
数据来源：Wind、东方证券研究所

**重视面向会员家庭提供服务,充分挖掘每张会员卡背后的消费潜力:** 由于公司往往于近郊地区开设超大面积场馆,会员需要驱车前往,因此若能利用公司的多样化设施同时为目标客户家庭的所有成员提供适宜自己的活动内容,无疑将大大增加客户粘性,公司从此角度出发,在场馆中增设儿童活动区域,一方面设立儿童活动中心,持有家庭会员卡的会员可享受儿童中心服务,即在父母运动期间对其子女进行看护,其中 1-5 岁儿童会参与音乐、运动、舞蹈及雕塑活动,6-11 岁儿童参与运动及攀岩活动;另一方面为 12 岁以下儿童提供 Life Time Kids Academy 课程以深度教授适合青少年的运动及健康管理相关课程,费用在 20-90 美元不等。公司现有会员卡基本为月卡,单人月费从 45-160 美元不等,双人或家庭会费在 75-340 美元/月,受到公司提供上述综合性服务吸引,许多会员将选择使用双人或家庭卡,从而有效增加了单卡消费。截至 2014 年年底,公司共管理 80.94 万张会员卡,旗下拥有 146.49 万会员,平均每张卡由 1.8 名会员使用。

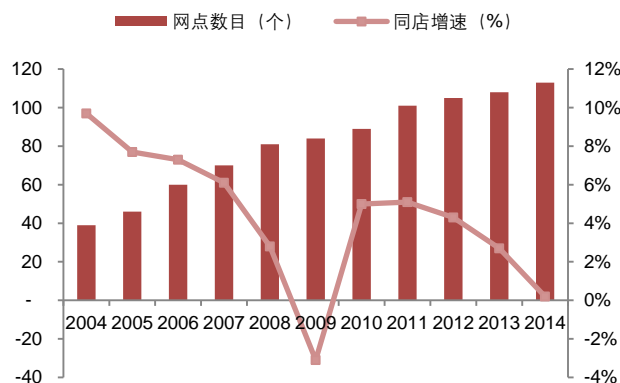
**多样化服务+家庭卡模式促进单卡单店消费提升,从而增加公司收入。**如上所述, LTF 主要收入支柱为会费及其他增值服务,其中,会费的增加主要是通过提高单卡绑定会员数,即通过客户将单人卡升级为双人卡甚至家庭卡完成,而多样化的服务内容增加了客户在店内对私教、SPA、咖啡吧等增值服务的消费,两者共同实现了单卡单店收入提升,2014 年公司单卡单店消费达到了 597 美元,同比上升 9.5%,加之公司会员卡数量及门店数量稳步增长,2014 年公司收入达到 12.91 亿美元,同比增长 7.03%。

**图 42：LTF 历年收入与增速**

**图 43：LTF 门店数量及同店增速**



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

公司退市前市盈率在 16-20 倍左右，主要财务指标如下表所示，除 2014 年净利润受财务费用及折旧较高影响出现同比下降外，各项财务指标稳定且健康。

**表 4: Lifetime Fitness 主要财务指标**

	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入 (亿美元)	9.12	10.14	11.27	12.06	12.90
YOY	9.06%	11.18%	11.14%	7.01%	6.97%
毛利率	38.54%	39.33%	41.80%	42.84%	42.33%
归母净利润(亿美元)	0.81	0.93	1.12	1.21	1.14
YOY		14.81%	20.43%	8.04%	-5.79%
净利润率	8.88%	9.17%	9.94%	10.03%	8.84%
ROE	10.23%	10.30%	10.99%	10.92%	10.42%

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

## 4.2 Planet Fitness：超低会费+密集布点，着眼更快的外延扩张

**超低价会员费降低入会门槛，相较传统商业健身房吸引更广泛客户群体。** Planet Fitness 成立于 1992 年，意识到大部分健身房都在争取仅占人口比重 20% 的中高等收入且对自身身材管理要求较高的客户群体后，PF 于 1996 年建立差异化策略，通过超低会费降低入会门槛，将那些同样希望进行健康管理、但止步于对健身房刻板印象或高昂会费的潜在客户吸引到 PF 的场馆中来，因此即使在全美健身房行业增速仅趋近 3% (IHRSA 数据) 的情况下，PF 仍通过高性价比健身服务获得市场认可，增长迅猛并于 2015 年顺利实现纽交所上市。

相较于行业平均 52 美元/月的会员价格，PF 的一般会员只需要 10 美元/月即可不限次使用会籍所在场馆设施并参与小班健康训练课程 PE@PF，支付 19.99 美元/月成为黑卡会员则可在北美任意 PF 场馆享受会员待遇并享有按摩水床、按摩椅、美黑、理发等服务，同时每周一提供免费披萨、每周二提供免费百吉饼的活动向所有会员开放。与超低会员价相对应，PF 取消了团体训练课程场地、泳池、日护中心、果汁吧等设施，而将平均 2000 m<sup>2</sup> 的场馆更加充分地用于摆放各类有氧健身器械，以保证同时满足更多会员的锻炼需求。



PF 的亲民价格+轻松锻炼氛围营造非常成功，一方面表现在其成功培养了独特的客户群体，其女性用户超过 50%，同时客户涵盖高低收入阶层家庭；另一方面表现在，由于其服务受到认可，选择黑卡会员的会员数量逐年增加，黑卡会员占比从 2011 年的 42% 上升至 2015 年的 57%，公司会员人均月消费从 14.24 上升至 15.64 美元。

图 44：有氧运动器械排列紧密的 PF 健身房



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 45：PF 健身房一般会员、黑卡会员收费标准



数据来源：公司官网、东方证券研究所

加盟为主的扩张路径推动公司成为全美最大健身房品牌之一，公司 2003 年开设首间加盟店，受成功的“低价+亲民氛围”策略推动，（1）门店数量增长迅速：从 2011 年仅有 488 家门店发展到 2015 年 1124 家门店，CAGR 达到 23.2%；现有门店中 1066 家为特许加盟门店，58 家为自营门店；（2）会员人数持续上升：从 2011 年 290 万人增长至 2015 年 730 万人，CAGR 为 25.8%；（3）单店收入持续上涨：受会员人数上涨、黑卡会员比例增加影响，近三年单店销售增速分别达到 8.4%、10.8%、7.7%（4）公司收入持续上升：公司近年收入维持双位数增长，2015 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，目前，现有加盟商已经与公司签约承诺分别在美国、加拿大增开 1000 家、100 家门店。

公司现有总市值 18.7 亿美元，市盈率（TTM）为 101.24。财务数据上来看公司增长稳定，2015 年净利润同比下降明显主要受上市费用以及公司所适用的所得税率在上市后受到大幅提升影响，剔除该影响后公司业绩仍呈增长趋势，2015 年报发布后股价于当月内上涨 22%。

表 5：Planet Fitness 主要财务指标

	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入（亿美元）	1.36	1.60	2.11	2.79	3.30
YOY		17.65%	31.88%	32.23%	18.28%
毛利率	57.35%	60.63%	61.45%	64.15%	65.66%
归母净利润(亿美元)	0.27	0.24	0.25	0.37	0.19
YOY		-11.11%	4.17%	48.00%	-48.65%
净利润率	19.85%	15.00%	11.85%	13.26%	5.76%
ROE				18.38%	37.74%

数据来源：Bloomberg、公司年报、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

“慧博资讯”是中国领先的投研数据分享平台

### 4.3 北美健身行业发展的启示：建立差异化商业模式服务不同市场和人群

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（年卡+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。借鉴北美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。

## 5、A 股相关公司及投资建议

2013 年以来，国际运动品牌巨头纷开始布局线上健康社区，通过并购运动健身类 App 迅速获取用户资源、进行数据沉淀以备战智能可穿戴设备领域。典型如 Nike、UA、Adidas 之争：Nike 主要基于自主开发软件进行线上布局，其运动数据记录软件 Nike+ 目前已积累超过 2800 万用户；为追赶 Nike，UA 自 2013 年起先后斥资 1.5 亿美元、8500 万美元及 4.75 亿美元收购 MapMyFitness、Endomondo、MyFitnessPal，从而获得超过 1.8 亿北美及欧洲线上用户资源，相应 App 中的硬广植入进一步提升了 UA 的品牌认知度，并成功带动了其于 2016 年 1 月推出的智能可穿戴设备 UA Healthbox 的销量；阿迪达斯也在 2015 年收购健身数据公司 Runtastic，利用其 7000 万用户积累的 GPS 健身追踪数据尝试在智能可穿戴设备中追赶前两者。同步于国外品牌如火如荼的收购行动，2015 年以来 A 股多家运动及户外品牌公司纷纷通过产业基金模式试水健身相关创业企业，以抢占用户资源及流量入口：

### 5.1 探路者（300005.SZ）：投资 FitTime 睿健时代丰富公司体育事业群

探路者通过设立并购基金投资切入智能健身管理，丰富公司体育事业群版块内容：首期探路者体育并购基金于 2016 年 1 月完成 1.1 亿元募资并完成对冰世界、FitTime 睿健时代、奥美健康及乐动天下等重点项目的投资。

FitTime 睿健时代主要对准拥有健身、减脂需求人士，其与 Keep、火辣健身等 App 同为移动健身应用，在饮食及训练上为用户提供建议指导，并通过社区互动增强用户粘性。作为国内最早进行专

业健身知识分享的团队，FitTime2013年创立人人主页伊始即凭借深度、专业的健身知识普及积累了一批忠实粉丝，创立3个月吸引20万用户关注；2014年微信公众号兴起，FitTime团队开始切入微博、微信平台并通过优酷等平台发布原创健身视频，同年获得A轮融资成为中国最大健身自媒体；2015年FitTime App上线，依托App进一步打造健身平台、增强用户交互与社区建设，当年装机量突破500万。

**抓准女性市场+垂直电商需求，FitTime成为移动健身App寻求变现的先驱：**考虑到（1）健身运动的普及，女性逐渐抛弃过去对健身的偏见，开始参与健身运动并关注科学健身，FitTime女性用户占比已超过65%（2）女性用户相对于自行收集减脂塑形知识及设计训练计划来说更倾向于寻求专业人士帮助，这样的特点让FitTime看到商业变现可能：公司于2015年9月推出口袋减脂营产品，定价998元/28天，根据每位用户个人身体情况打造完整减脂计划，该产品团队由多为美国运动委员会（ACE）认证健身教练和专业营养师组成，现已开发出数十套标准化健身+营养方案。具体操作上，公司将体型相似的15位减脂学员划分至同一微信群并在群内配备教练与营养师远程指导、监督其减脂过程，目前已经帮助3000多位肥胖人士减脂成功，成功率超过93%，此产品也成为公司重要现金来源之一，每月收入在100万元以上。除女性市场外，公司于2015年4月启动垂直电商平台销售补剂、运动服装、保健品及培训课程，立刻成为欧美一线健身周边品牌沟通合作打入中国市场的有效窗口，目前已引入美国欧普特蒙、GNC等几十种品牌的补剂、健康食品，为用户提供高品质健身周边。

图 46：FitTime 睿健时代口袋减脂营产品团队



数据来源：东方证券研究所

成立于2013年1月的FitTime（睿健时代）2014年1月天使轮获得真格基金领投数百万人民币资金，随后2014年7月A轮获得经纬中国数百万美元投资，2016年4月B轮获得探路者数千万人民币投资。目前公司平台已积累超过80套健身课程、近700个精选健身干货话题分享以及超过410万健身用户，其积累的用户基础以及逐渐成型的垂直电商模式将成为探路者体育事业群战略的重要一环。

从国家层面的政策推动和居民消费的自然升级看，体育产业已经成为最大的风口之一，而资本的持续涌入进一步推动了体育的发展。探路者作为国内户外用品行业的第一龙头，本身与体育就是密不可分的关系，2015年顺应产业发展确立了新的发展战略：“户外+体育+旅行”三大板块的齐头并进，聚焦于打造未来人们健康生活方式的社群组织。考虑国内体育产业发展现状和公司的投资风格，我们判断有一定经济规模、业务和公司有较大互补性的标的更可能成为公司未来的选择，健身已经



初步尝试，未来不排除会进一步加大布局，体育培训未来也可能成为公司布局的方向之一。我们认为健身业务本身和公司主业有很好的客户重叠度，健身房积累的丰富会员数据对公司来说是潜在的可转换人群，同时公司在商品和服务开发、变现等方面有更丰富的经验，未来如果能够有效协同也能为健身业务带来更多的盈利看点。

目前我们维持对公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.36 元、0.43 元与 0.52 元的预测，维持公司“买入”评级。

## 5.2 贵人鸟 (603555.SH)：积极布局健身多个领域，完善公司体育产业大战略

公司于 2015 年 1 月与虎扑体育签署合作投资框架协议，成立产业基金，基金分两期设立，目标规模 20 亿元，第一期规模为 10 亿元；协议中贵人鸟将三年分两期投入 10 亿元，第一年第一期投入 5 亿元。2015 年 4 月贵人鸟与虎扑体育、景林投资共同成立克禧乔投资管理有限公司（虎扑/贵人鸟/景林投资分别占股 70%/20%/10%）随后贵人鸟与克禧乔联合创立动域资本（贵人鸟占股 99.9%）完成产业基金一期架构。

2015 年以来，贵人鸟已通过动域资本布局体育用品制造业、体育竞赛经营业和体育运动服务业等多个细分领域。具体到健身方面，公司主要在健身房管理、健身 O2O 以及移动健身教学 App 方面进行投资：

表 6：动域资本投资健身相关项目一览

序号	公司名称	公司产品	产品介绍	投资日期及已获投资额
1	深圳市超级猩猩健身管理有限公司	网站：超级猩猩 APP：超级猩猩	全智能自助健身房服务品牌，旗下健身房提供微信/APP 自助预约健身、7*24 小时营业，全智能运作	2015 年 10 月，Pre-A 轮，1000 万人民币
2	北京青橙信息技术有限公司	网站：青橙科技	健身房管理系统、健身会议报名管理系统、健身教练助手	2015 年 6 月，A 轮，数百万美元，顺为基金领投，动域资本跟投
3	北京人人乐动体育文化发展有限公司	网站：初炼 APP：初炼	约教练上门/场馆内部教练预约/约陪练，目前拥有来自体校、健身房等 7000 多位教练，涵盖游泳、羽毛球、健身、跑步等多个领域	2015 年 6 月，Pre-A 轮，3000 万人民币，动域资本领投
4	北京动如脱兔科技有限公司	网站：火辣健身 APP：火辣健身	移动健身工具，为用户提供健身视频学习并记录训练状态，目前拥有超过 1000 万注册用户	2015 年 1 月，Pre-A 轮，300 万美元，动域资本领投 2015 年 5 月，A 轮，6000 万人民币，华映资本领投，动域资本跟投
5	北京致云致远科技有限公司	APP：Feel	综合健康管理 App，全面追踪用户计步、跑步、饮食、卡路里消耗、心率等数据并具有	2016 年 1 月，B 轮，数千万人民币

数据来源：公司公告，IT 桔子，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

“慧博资讯”是中国领先的证券研究报告数据分享平台

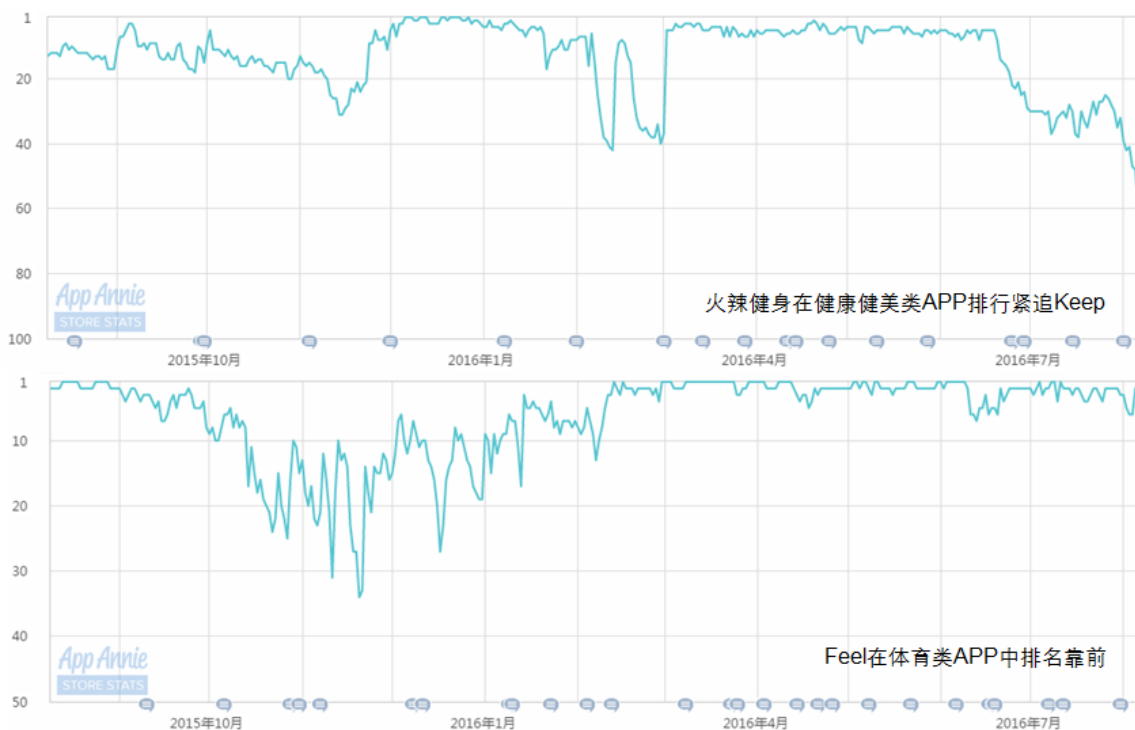


以上布局，尤其是火辣健身、Feel App 皆积累了较为稳定的用户群体，该用户资源为公司后续体育产业大战略的推进将提供良好的支持，同时和原有的体育服饰业务也能产生一定的互动。

火辣健身作为移动健身工具主打男性用户群体，与前文提到的 Keep 服务模式相近，不同之处主要在于火辣健身较 Keep 课程节奏更慢但强度更大，另一方面在社区交互性上，为了提高客户粘性火辣健身允许用户不参加锻炼项目即可发布动态、发布动态必须配图，以增加社区分享内容的吸引力和可读性，火辣健身目前已积累 1000 万注册用户，在 App 的健康健美类软件中下载量排名亦紧追 Keep。

Feel 作为健康管理 App 2014 年年末上线以来下载量长期占据鳌头，其定位在于记录跑步、健身、减肥计划、计步、心率、卡路里的综合健康管家，Feel 不仅针对减脂塑形，还针对用户的增高、瘦腿、驼背矫正、戒烟等各方面健康需求皆设立训练计划鼓励用户加入，训练计划不仅包含健身视频，还包含计步、喝水、心率、食谱等内容规划，并在用户每日打卡的过程中形成完整的数据记录与反馈，以提供给用户全方位的健康指导——Feel 目前已经介入 16 个健康生活品类、超过 42 种数据采集。同时 Feel 的社区讨论不局限于运动和健康生活，打卡内容包含饮食、早起、阅读、穿搭等等，通过全方位满足客户社交需求增强用户间的互动以及平台粘性。根据 CEO 王春国口径，预计 2016 年 8 月底 Feel 用户量和日活分别可达到 4000 万和 500 万。

图 47：火辣健身、Feel 在 ios App 中的下载量排名



数据来源：App Annie，东方证券研究所

2016 年起公司在大体育战略上的思路将更清晰，发展也将更加务实，更重视 现有资源的协同变现，同时也会积极通过基金平台布局盈利模式清晰的产业 资源。从上市公司层面，公司将充分利用 15 年投资布局获得的流量资源与原 有体育用品业务（拓展多品牌多渠道业务）对接变现，同时积极寻找其他变 现模式；从基金层面，公司投资将更稳健，更偏好盈利模式清晰的标的。

不考虑增发与杰之行并表的影响，我们维持对公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.60 元、0.68 元与 0.74 元的预测，维持公司“买入”评级。

### 5.3 莱茵体育 (000558.SZ)：收购小班科技、打造公司体育网络平台

莱茵体育于 2015 年 11 月发布公告称其全资子公司横琴莱茵达投资基金的参股子公司万航信息拟以现金 1,000 万元人民币对小班科技进行增资，获得小班科技增资后的 34.96% 股权，同时协议约定万航信息有权在小班科技未完成业绩承诺的情况下以一定对价进一步收购小班科技其他股东方持有的 25% 股权以实现控股地位。

小班科技是以有趣、社交、有效为宗旨的健康生活方式品牌，其拥有的小班课程体系旨通过互联网集结优秀的私教以及渴望有趣、便利以及高性价比健身服务的用户。该体系内的第一课程品牌小班 Trendsfit 首创以互联网思维进行运营，课程由时尚集团、宝力豪、威尔士、中体倍力等专业健身机构和亚洲健美小姐牟丛等业内一流私教组成的时尚健康联盟（THU）开发运作，提供私教小团体课程，以游戏代替传统枯燥的课程内容的同时非常注重会员间互动，为学员提供有效、有趣同时又满足社交要求的课程内容及形式。例如，小班推出的首个品牌健身课程 PowerMix 作为以减脂塑形为目标的课程，其注重在课程中选择不同训练工具已达到锻炼上下半身训练模式及核心区域训练模式三大板块的目的，同时动作设计上强调学员间互动联系，在建立团队合作氛围的过程中有效提高了每个学员的运动积极性，目前已经陆续在宝力豪、威尔士、中体倍力等国内一线健身品牌的分店举行了多次内部试课，反响热烈。小班系列课程已经开创俱乐部私教服务的新模式，为健身房吸引更多会员，增加了会员的续卡率和会员间的粘稠度。本次万航增资中，小班承诺 2017 年在北上广深等 34 个大中城市签约场馆累计达到 1000 家，在上述城市开设课程的同时日均订单数超过 3000 个。

图 48：小班团体健身课



数据来源：东方证券研究所

图 49：小班 PowerMIX 课程



数据来源：东方证券研究所

万航平台与小班课程内容将形成互补优势，共同促进莱茵体育事业的发展。万航信息系莱茵体育打造体育互联网服务平台“运动世界”的重要组成部分，“运动世界”旨在覆盖国内一二线城市体

育运动场馆，提供运动场馆预定、运动社交、运动医学、在线课程、群众活动赛事等功能服务，为用户提供线上线下载多维度、一站式服务体验。未来，万航信息“运动世界”平台可作为小斑科技课程体系移动网络端入口为其完成线上引流，小斑科技课程体系则可完善和丰富万航平台的运动社交功能。

## 风险提示

### （1）政策力度不达预期

国家对体育产业的政策对健身行业起到重要推进作用，若政策力度或进度不达预期，则对行业有较大影响。

### （2）经济的大幅波动

健身行业发展有一定的周期性，经济的大幅波动会对健身消费意愿有较大影响。

### （3）市场竞争加剧

健身行业进入壁垒较低，同质化严重，大量新竞争者进入可能会导致行业盈利能力的下降。

### （4）并购整合的不确定性及挑战

相关公司投资并购的时间不确定性以及投后整合的挑战等。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)