

健身行业深度报告系列之一

——消费升级+资本借力，四千亿规模可期

联系人：谢晨/石伟晶

邮箱：shiweijing@hcyjs.com

【华创传媒团队】

谢 晨：首席分析师

李 妍：联席首席分析师

王傲野：分析师，覆盖游戏、VR、体育

肖丽荣：分析师，覆盖影视、泛娱乐、中概

石伟晶：分析师，覆盖体育、教育

李雨琪：分析师，覆盖营销、泛娱乐

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。报告信息均来源于公开资料，华创对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

www.hczq.com

- **健身俱乐部行业处于快速成长期，目前市场规模约300亿。**我们测算，健身俱乐部行业市场空间达3800亿。
由于连锁健身俱乐部盈利模式清晰，利润体量大，能够产生百亿市值公司；
- **需求端驱动逻辑：**1) 消费升级；2) 政策激励；3) 健身APP正向催化；
- **供给端发展现状：**
 - 1) 供给端增速低于需求端；
 - 2) 行业集中度低，区域化龙头；
 - 3) 行业壁垒低，毛利率不高；
- **对标日本：**市场集中度高，6家龙头公司市场份额合计约占40%。
- **投资标的：**我们认为，随着贵人鸟收购威尔士，未来将有更多健身俱乐部资产证券化。我们重点推荐贵人鸟，推荐相关标的：探路者，中体产业，莱茵体育，中航时尚。

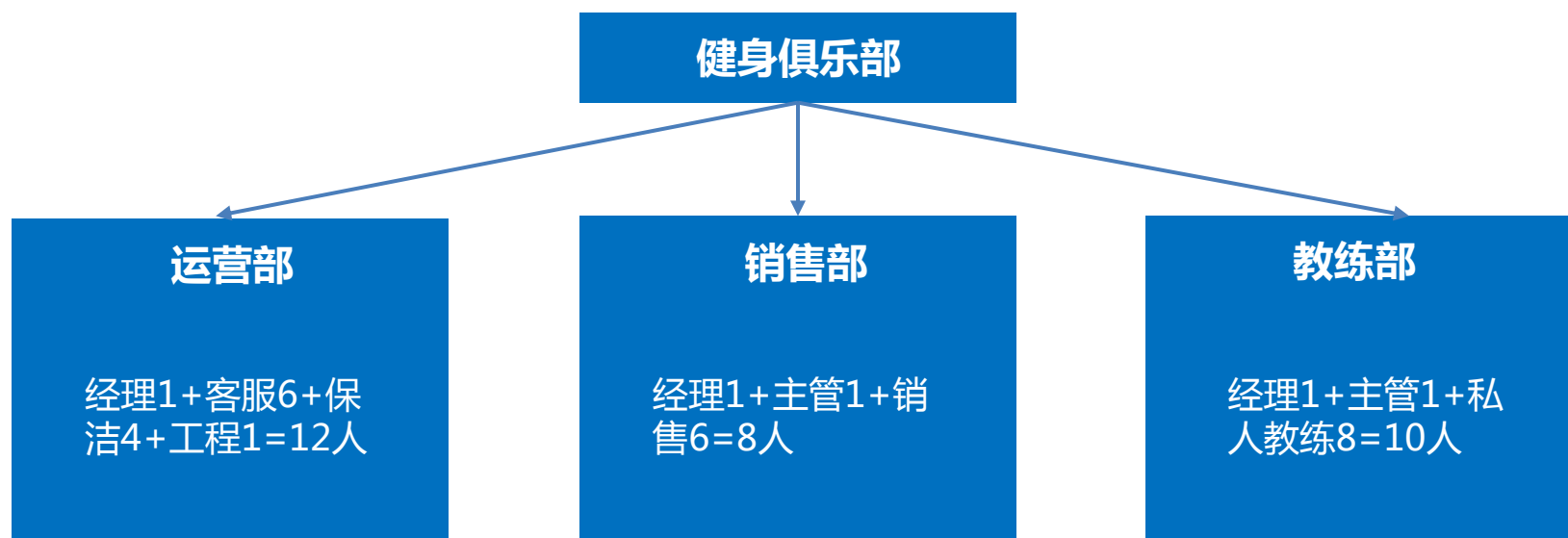
- 国内健身俱乐部行业分析
- 国内健身俱乐部公司分析
- 对标日本健身俱乐部行业
- 投资标的

SECTION 1

国内健身行业分析

- **健身俱乐部**：主要提供健身器械、团操服务、私教服务以及相关附属服务。主要存在形式：连锁健身俱乐部（加盟与直营）、独立健身俱乐部、酒店/公寓健身俱乐部、社区健身会所等。

图表1：健身俱乐部门店架构



- **健身产业链由三部分构成：**1) 上游：健身设备生产商；2) 中游：健身俱乐部（线下）、健身APP（线上）；3) 下游：健身消费者；
- **健身俱乐部商业模式：**预付费模式，1) 收入端：主要来自出售健身卡和私教服务；2) 成本端：主要是租金和人力成本。
- **健身APP商业模式：**功能类似线上私教，通过提供线上教学集聚健身人群，以电商模式实现盈利。

图表2：健身服务行业产业链



健身俱乐部市场规模：300亿，潜在空间3800亿

■ **市场规模**：根据产业调研，1) 国内健身会员数量约1500万；2) 会员人均年消费约2000元；3) 国内健身俱乐部市场规模300亿。

■ **市场空间**：

1) 从短期看，随着会员渗透率的提升和会员人均消费的提高，到2020年市场规模达到669亿，yoy为17.4%。

2) 从长期看，假设1) 国内未来会员渗透率3.1%；2) 会员人均消费为8600元，则潜在市场空间3800亿元。

附：2011年，日本健身俱乐部市场规模340亿人民币，会员渗透率为3.1%，会员人均消费约为8600元；美国健身市场1500亿人民币，会员渗透率为18.1%，会员人均消费约为2800元。

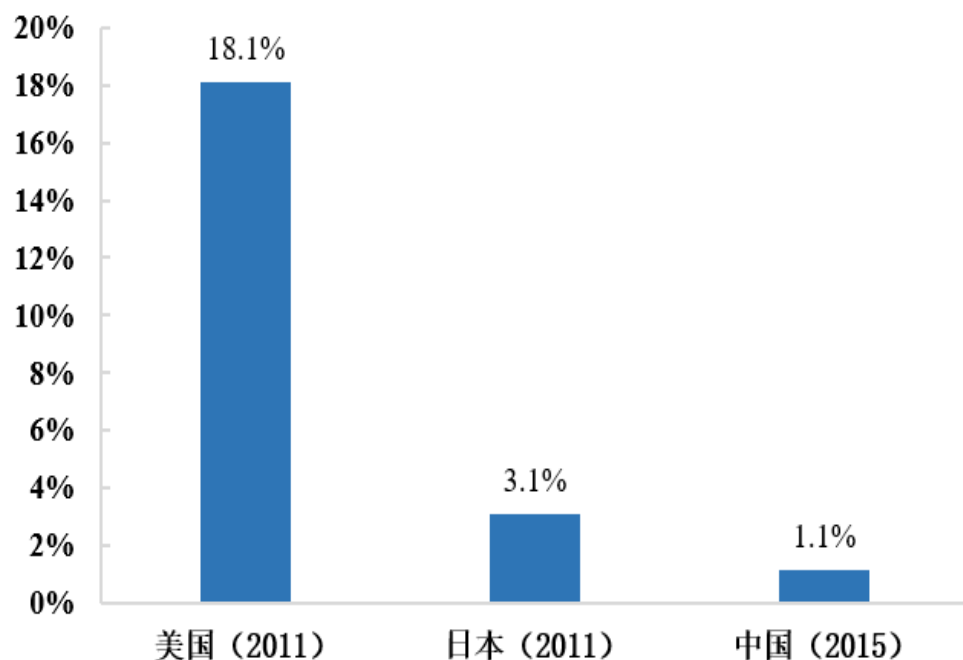
图表3：国内健身俱乐部市场空间测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
总人口（亿元）	13.74	13.80	13.86	13.93	13.99	14.05
增速		0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
会员渗透率	1.09%	1.14%	1.20%	1.26%	1.31%	1.36%
渗透率增量		0.05%	0.06%	0.06%	0.05%	0.05%
会员人数（万人）	1500	1573	1664	1755	1833	1911
会员人均年消费（万元）	0.20	0.23	0.26	0.29	0.32	0.35
市场规模（亿元）	300	362	433	509	586	669

对标日本：老龄化将是中国会员渗透率较低原因

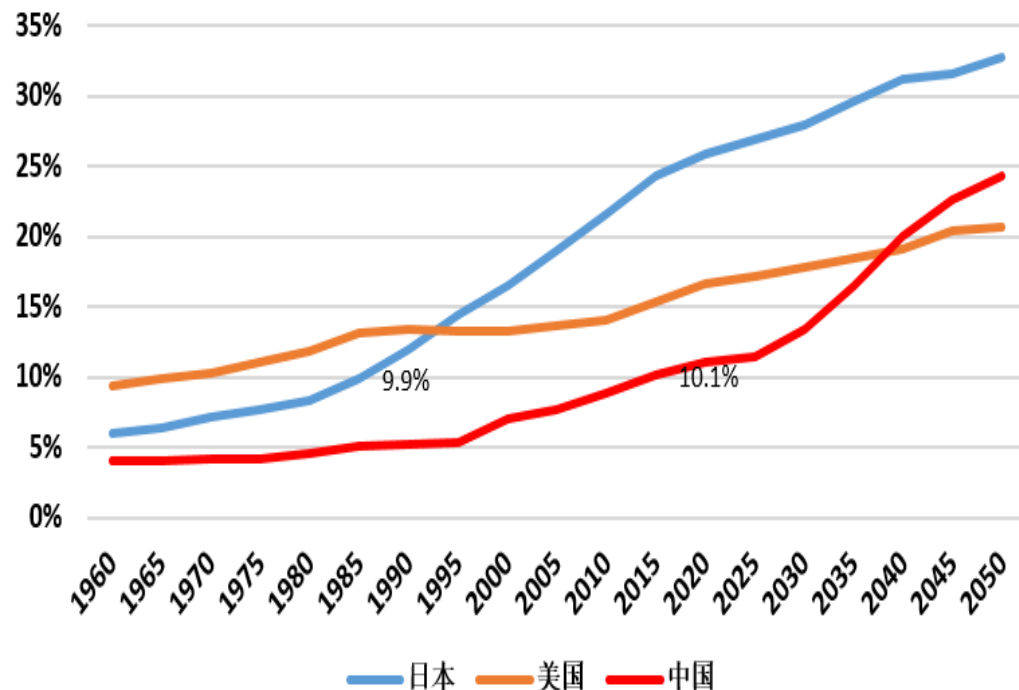
- **日本会员渗透率为3.1%，远低于美国18.1%，主要原因：**日本健身行业成长伴随着人口老龄化趋势，而美国老龄人口比例相对稳定。因此，参考日本，我们认为中国健身行业未来渗透率天花板较低。
- **日本人均消费8600元，远高于美国2800元，主要原因：**1) 美国健身房收费相对较低；2) 美国私教比例较低；3) 美国在家健身比例较高。因此，我国健身习惯与日本较为接近，未来人均消费有较大提升空间。

图表4：中美日健身会员渗透率



资料来源：华创证券，日本商业研究所，《2011年中国健身俱乐部研究报告》

图表5：中美日三国老龄化趋势（65岁以上人口比例）

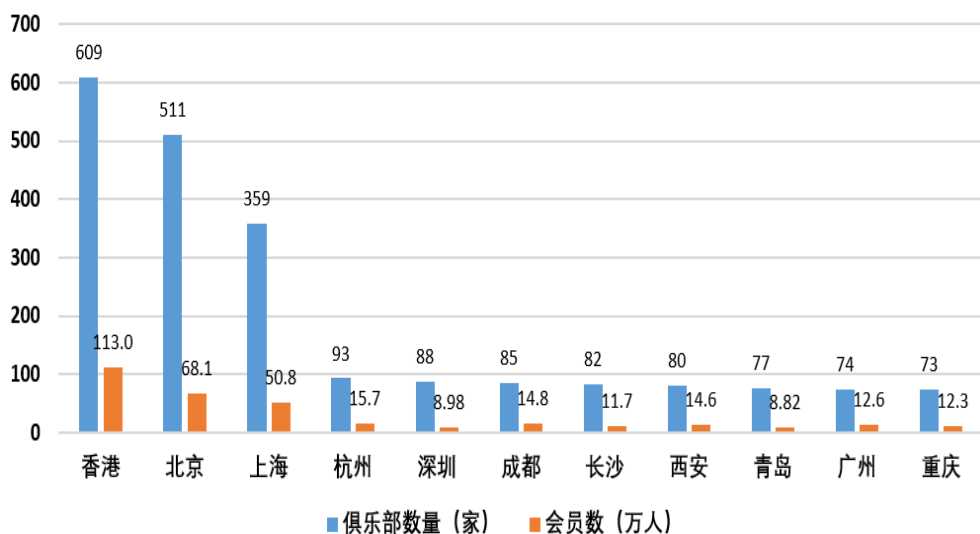


资料来源：华创证券，互联网

区域分布特征：头部市场空间大，长尾市场有潜力

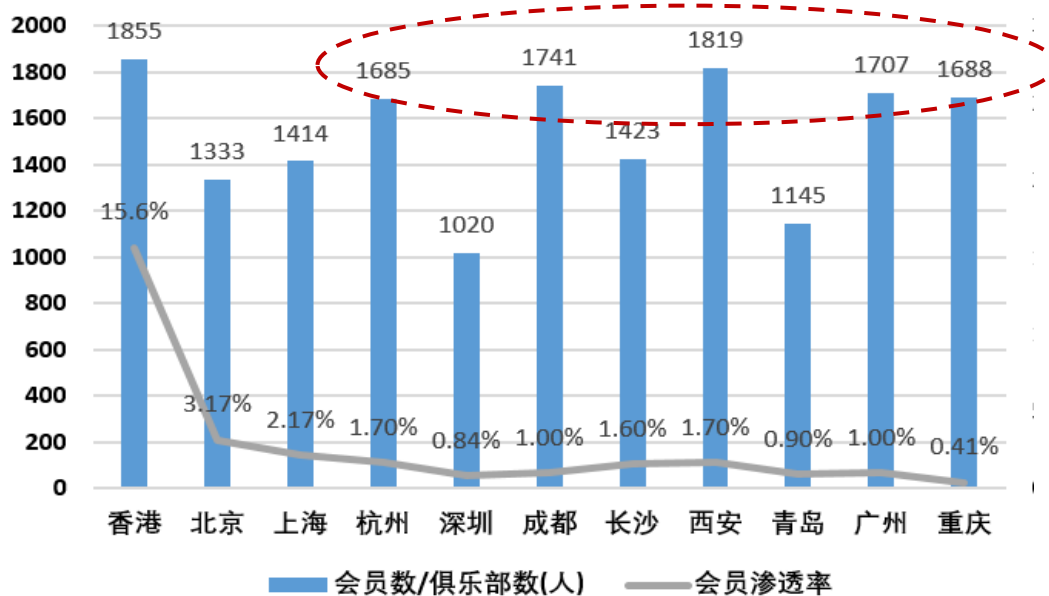
- **头部市场**：北京、上海是健身行业的头部市场，1) 从俱乐部数量角度，市场占有率约为23.8%；2) 对比香港会员渗透率，未来仍有5-6倍市场空间；
- **长尾市场**：其他一二线城市呈现出长尾现象。通过比较单个俱乐部会员数，我们发现，杭州，成都，西安，广州，重庆等城市也有很大潜力。

图表6：2014年各城市健身俱乐部数量以及会员数



资料来源：亚洲运动及体适能专业学院，华创证券

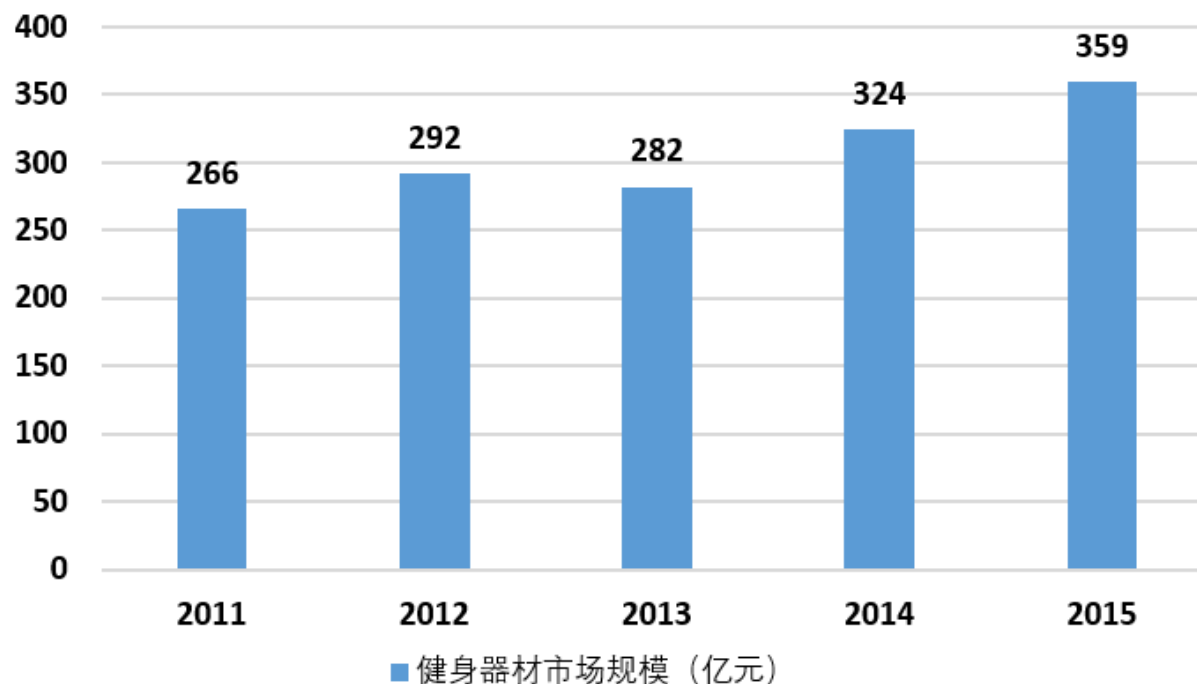
图表7：2014年各城市单个俱乐部会员数以及会员渗透率



资料来源：亚洲运动及体适能专业学院，华创证券

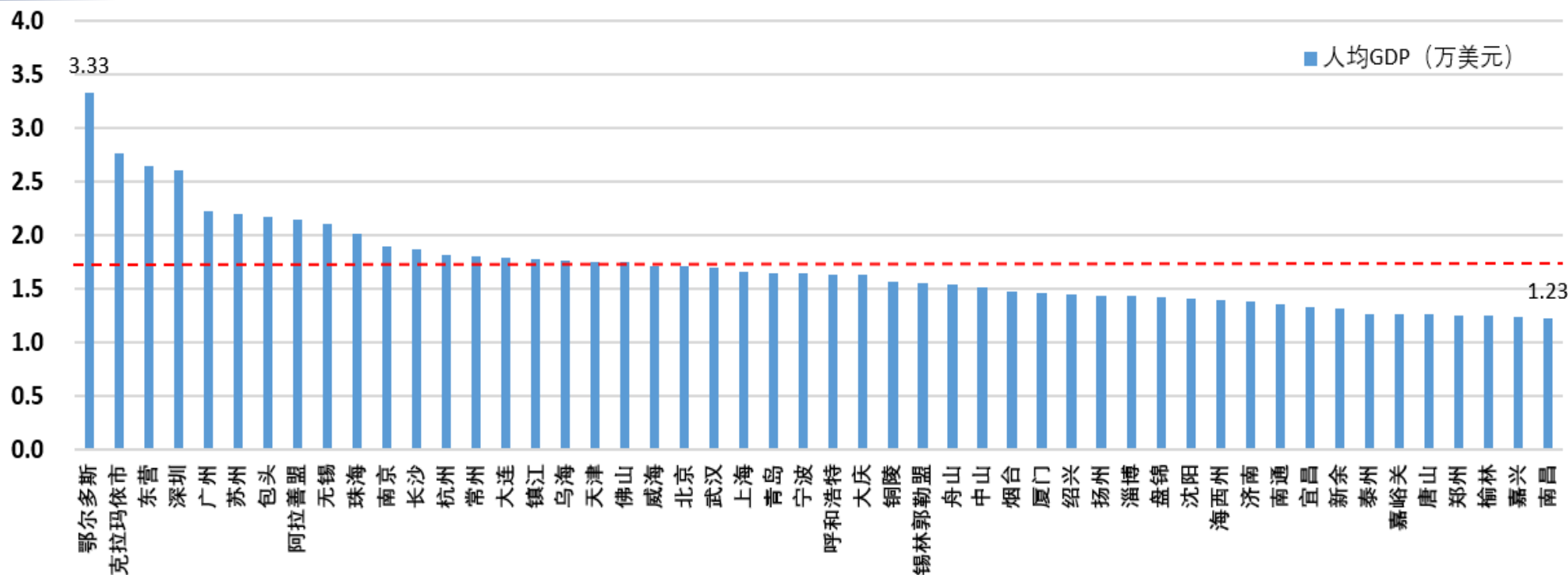
- **健身器材分类**：室内健身器材和室外健身器材。室内健身器材主要包括：跑步机、健身车、动感单车及各类力量训练器材等；室外健身器材主要包括各类路径健身器材。
- **健身器材厂商**：1) 国外品牌：品牌高端，售价高，例如美国ICON 公司（爱康）、美国Life fitness 公司（力健）、西班牙HB 集团（必艾奇）、德国GYM80 等；2) 国内品牌：英派斯、舒华、澳瑞特、万年青等。
- **根据第三方统计，2015年健身器材市场规模359亿元，年复合增长率7.8%。我们预计到2020，市场规模将达到523亿元。**

图表8：健身器材市场规模



- **人均GDP较高，健身消费占比低**：人均GDP排名前50城市的人均GDP为1.71万美元，考虑到目前人均健身消费2000元，健身消费只占人均收入约2%。
- **健身需求强烈**：根据马斯洛需求层次模型，居民在满足了温饱和人身安全的需求之后，健康保障变成了关键需求。随着中产阶级对健康需求逐渐增强，逐渐参与健身运动。

图表9：2015年中国城市人均GDP排名（前50）



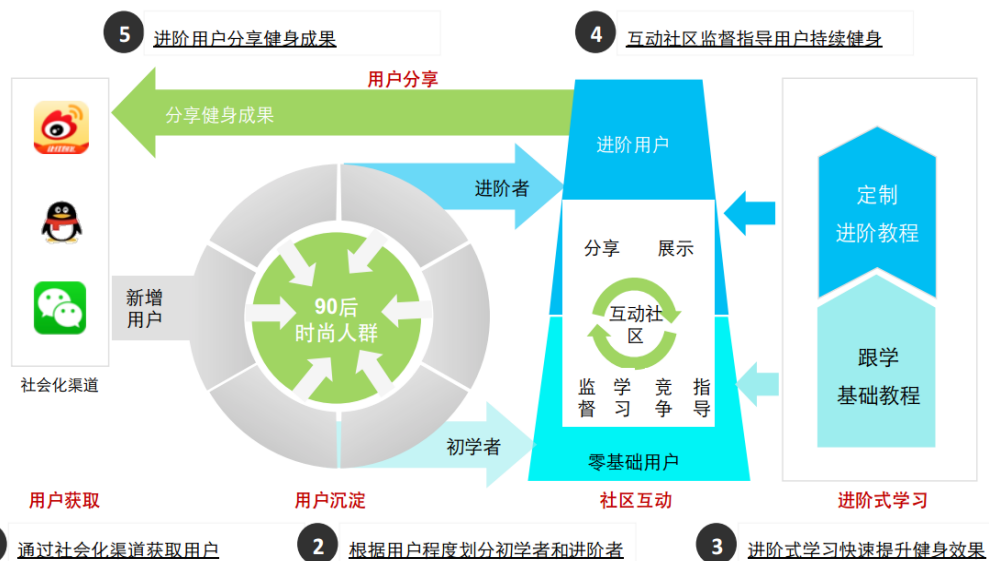
- **政策利好健身产业：**《全民健身计划（2016-2020）》定下目标：1）到2020年，每周参加1次及以上体育锻炼的人数达到7亿，经常参加体育锻炼的人数达到4.35亿；2）体育消费总规模达到1.5万亿元，全民健身成为促进体育产业发展、拉动内需和形成新的经济增长点的动力源。
- **对标日本：**2011年日本规定，中学必修舞蹈和武术。这个规定开启了日本大型体育俱乐部开办舞蹈和武术学校或课程的潮流。
- 我们认为，随着国家把全民健身上升到顶层战略层面，成为拉动内需和形成新经济增长点的动力源，未来国家将会不断细化体育政策，为健身产业保驾护航。

图表10：国家对健身产业出台的重要政策

时间	政策	内容	发布机关
1995	《全民健身计划纲要》	1) 广开资金渠道；2) 开发体育市场；3) 建设群众体育场地设施	国务院
2009	《全民健身条例》	1) 县级以上人民政府应当将全民健身工作所需经费列入财政预算，并随着国民经济发展逐步增加对全民健身的投入；2) 由体育主管部门分配使用的彩票公益金，应当根据国家有关规定用于全民健身事业。	国务院
2011	《全民健身计划（2011-2015年）》	目标任务：到2015年，城乡居民体育健身意识进一步增强，参加体育锻炼的人数显著增加，身体素质明显提高，形成覆盖城乡比较健全的全民健身公共服务体系。	国务院
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）》	1) 鼓励日常健身活动；2) 推动场馆设施开放利用；3) 加强体育文化宣传	国务院
2016	《全民健身计划（2016-2020）》	目标任务：每周参加1次及以上体育锻炼的人数达到7亿，经常参加体育锻炼的人数达到4.35亿；体育消费总规模达到1.5万亿元，全民健身成为促进体育产业发展、拉动内需和形成新的经济增长点的动力源。	国务院
2016	《“健康中国2030”规划纲要》	鼓励发展多种形式的体育健身俱乐部，丰富业余体育赛事，积极培育冰雪、山地、水上、汽摩、航空、极限、马术等具有消费引领特征的时尚休闲运动项目，打造具有区域特色的健身休闲示范区、健身休闲产业带。	中共中央、国务院

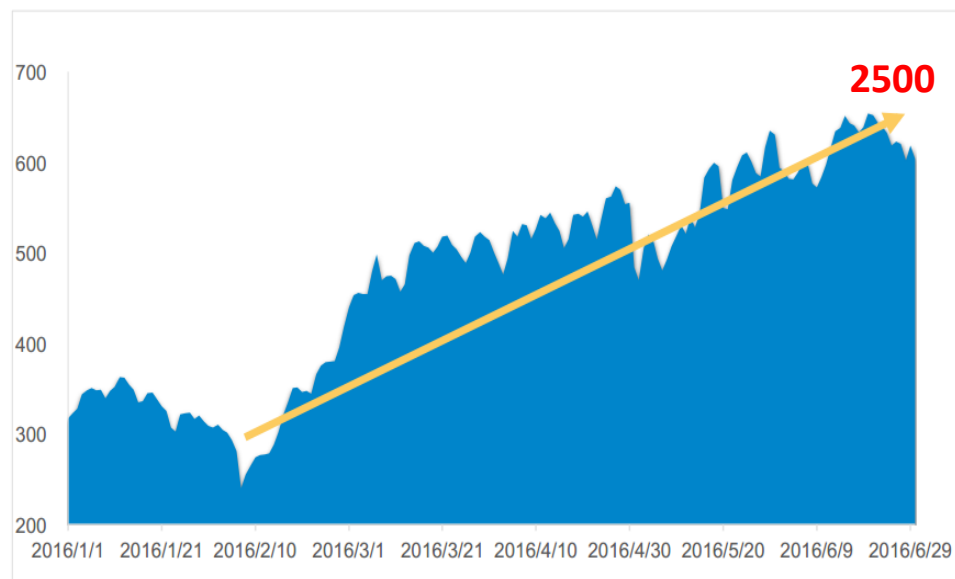
- **健身俱乐部模式**：对用户时间和空间要求较高，用户积累缓慢，阻碍行业的快速发展；
- **健身APP解决时空限制，提高健身频次**：健身APP提供线上视频教学，满足用户随时随地健身的需求，提升了用户体育健身频次；
- 目前，我国经常参加体育锻炼的人数为3.64亿，体育健身APP MAU目前达到2500万，渗透率为6.8%。**我们认为，随着线上健身用户的渗透率的进一步提高，未来国内将加速形成健身风潮。**

图表11：社交APP导流，健身APP培养，形成用户自增长良性循环



资料来源：Trust Data，华创证券

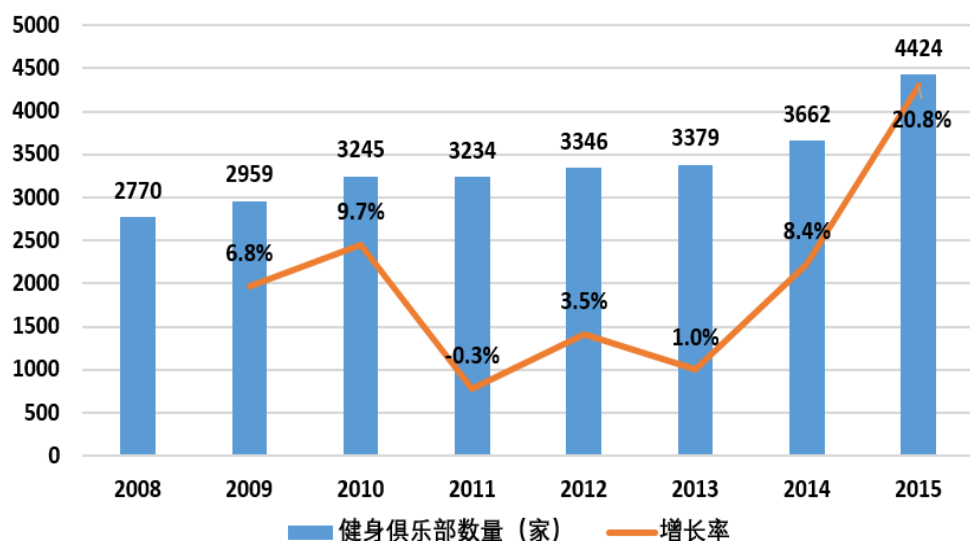
图表12：健身APP MAU规模（万）



资料来源：Trust Data，华创证券

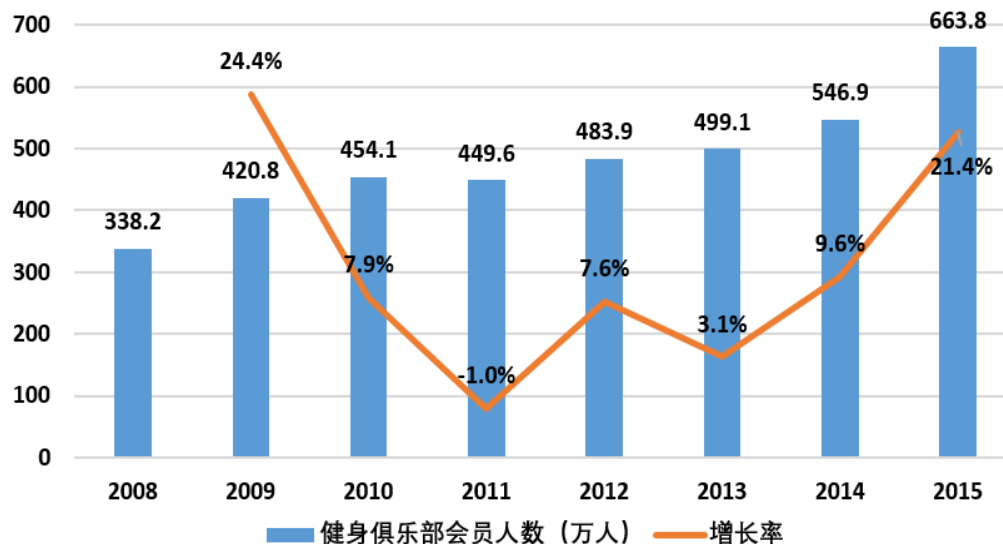
- **需求端**：根据AASFP调研报告（覆盖63个城市），2015年，健身俱乐部会员人数为663.8万人，年均复合增长率为10.1%。
- **供给端**：根据AASFP调研报告（覆盖63个城市），2015年，健身俱乐部数量为4424家，年均复合增长率为6.9%，低于需求增速。我们认为，随着资本大规模的注入健身领域，未来国内健身俱乐部数量将迅速提升，达到供需平衡状态。

图表13：2008-2015年国内健身俱乐部数量（63个调研城市）



资料来源：亚洲运动及体适能专业学院，华创证券

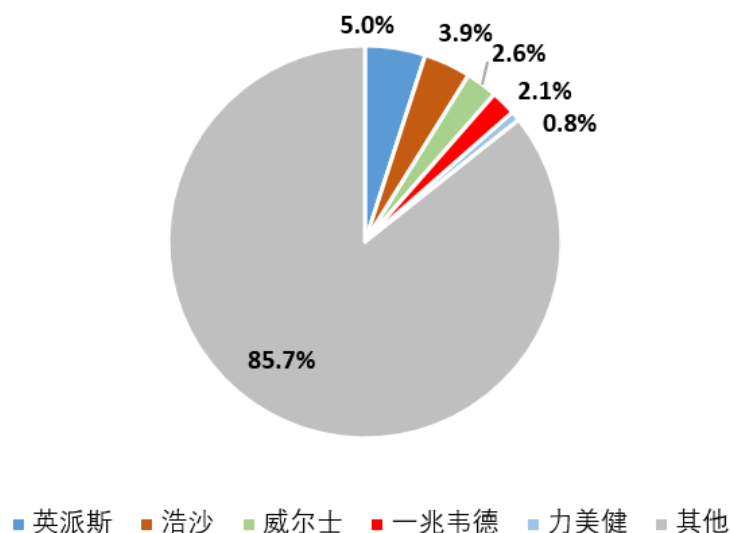
图表14：2008-2015年国内健身俱乐部会员人数（63个调研城市）



资料来源：亚洲运动及体适能专业学院，华创证券

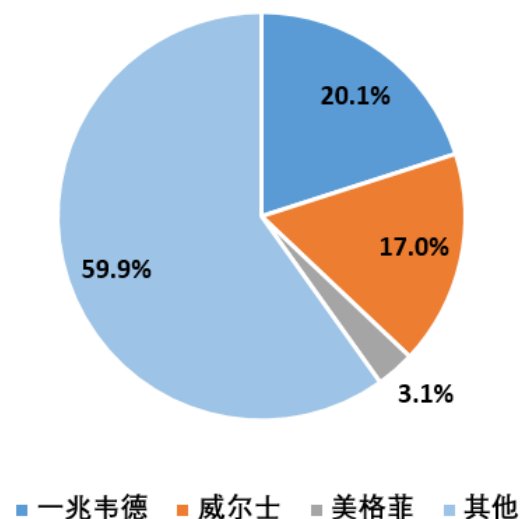
- **市场集中度低**：2015年国内前5大健身品牌合计数量620家，CR5为14.3%，市场集中度低；
- **区域化龙头**：目前健身俱乐部企业主要还是区域化龙头，例如上海的一兆韦德和威尔士，北京的浩沙，深圳的中航时尚，广州的力美健，宁波的美日，郑州的黄金时代，西安的亚特健身；
- 我们认为，目前健身行业还处在成长阶段，一线城市龙头具有较强的先发优势，未来有望成为行业龙头。

图表15：健身俱乐部行业CR5（以63个城市计量）



资料来源：公司官网，AASFP，华创证券

图表16：2015年上海市健身俱乐部竞争格局



资料来源：公司官网，AASFP，华创证券

行业特征：壁垒较低，毛利率不高

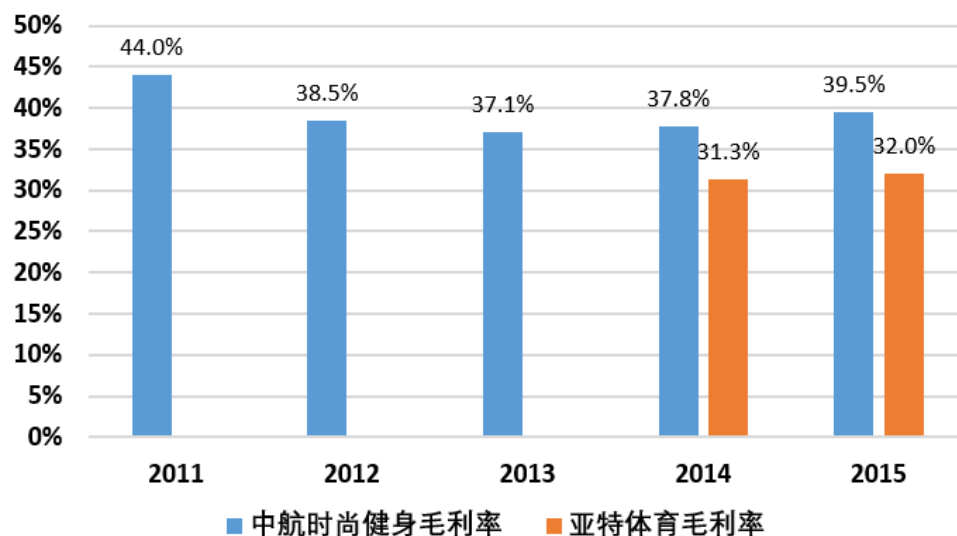
- **初始投资：约390-500万**，主要包括四个方面：租金、专修费、健身器材、设备和流动资金；
- **行业毛利率：30%-40%**；
- 我们认为，健身俱乐部行业壁垒较低，主要原因：初始投资不高，考虑到预收模式，实际前期投入资金更低；但整个行业毛利率不高，主要原因：健身俱乐部是重人力资源的行业，管理成本较高。

图表17：健身俱乐部初始投资预算

健身俱乐部（1500平，一线城市）		
项目	说明	金额（万）
租金	1.5-5元/平方/每日	108-276
装修费	500-800元/平（含泳池+150万元）	75-120
健身器材	按国产、进口区分	40-100
设备	空调/热水供应系统/室内软装	50
流动资金	50万	50
总投资		323-596

资料来源：华创证券

图表18：行业中两家公司毛利率



资料来源：财报，华创证券

- 目前国内的健身品牌可以归为三类：1) 全国知名直营品牌；2) 加盟品牌；3) 地方性品牌。

图表19：国内主要健身俱乐部品牌

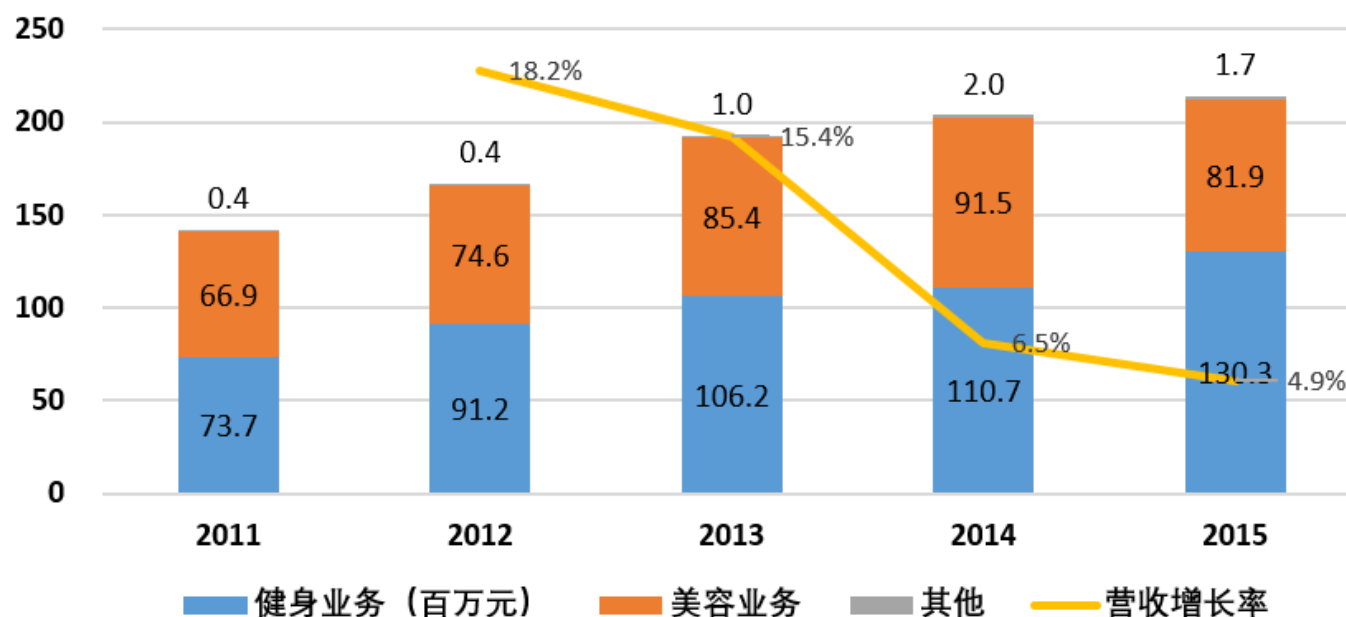
分类	公司	模式	门店数量 (家)	主要分布区域
国内知名 直营品牌	威尔士	直营	115	上海 (73家)
	一兆韦德	直营	92	上海 (72家)
	浩沙健身	直营	75	北京 (36家)
国内 加盟品牌	金仕堡	加盟	160	全国
	动岚	加盟	120	全国
	金钥匙	加盟	110	全国
	美格菲	加盟	24	全国
地方性品牌	中航时尚	直营为主兼加盟	22	深圳 (21)
	美日	直营为主兼加盟	21	宁波 (21)
	力美健	直营为主兼加盟	35	广州 (18家)
	黄金时代	直营为主兼加盟	45	郑州 (17)

SECTION 2

国内健身俱乐部公司分析

- **公司简介：**截止2016.6，公司旗下拥有21家直营会所，1家加盟会所和1家医疗美容门诊部。2016年1月挂牌新三板，预计今年利润0.25亿元，市值4.43亿元，对应PE为17.7倍。
- **主营业务：**健身业务和美容业务。2015年，公司健身业务收入1.3亿元，占比总收入61%。

图表20：中航时尚收入构成

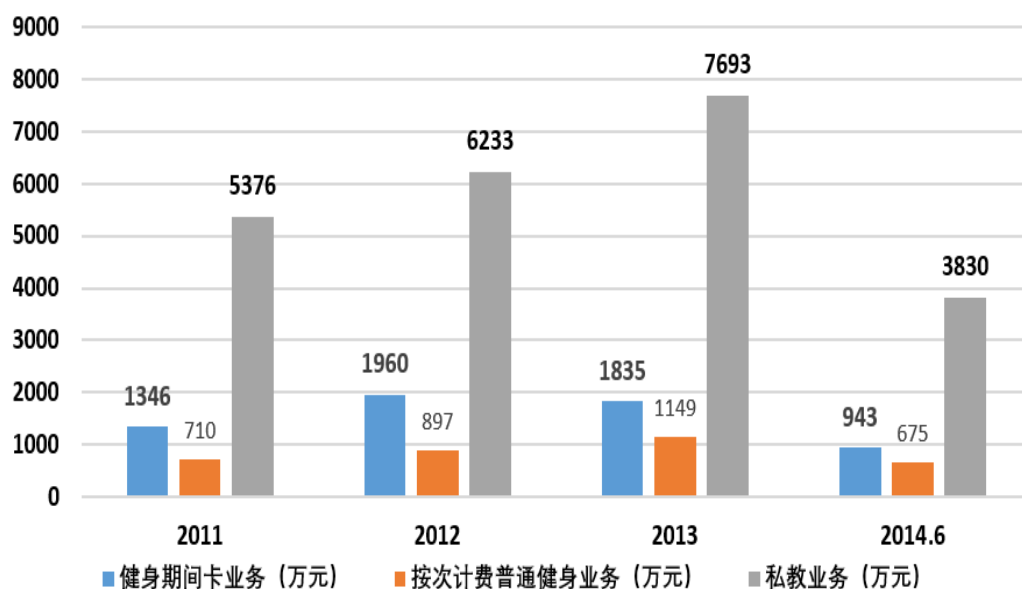


资料来源：财报，华创证券

收入端：私教业务是健身业务主要收入来源

- **私教业务是健身业务主要收入来源**：公司健身业务可以分为卡业务，按次计费普通健身业务和私教业务。2014年上半年，公司私教业务收入3830万元，占比健身业务收入70%。
- **私教业务具有ARPU值高，单次消费高特点**：1) 2014年，公司私教业务人均消费额0.59万元/年，大大超出卡业务和按次计费健身业务；2) 私教业务单次消费价格377.13元，大大高出按次计费健身业务。
- 我们认为：行业发展早期，健身俱乐部主要靠卖健身卡，赚冲动消费人群的钱；**未来，健身俱乐部成功的关键是能否将普通有效客户转化为私教业务客户。**

图表21：2011-2014.6公司健身业务拆分



资料来源：招股书，华创证券

图表22：2011-2014.6公司健身业务经营指标

有效客户数量(人)	2011	2012	2013	2014.6
健身期间卡业务	9,613	12,247	13,105	8,569
按次计费普通健身业务	14,196	17,933	19,155	13,507
私教业务	8,270	11,332	11,656	6,491
人均消费金额 (万元/年)	2011	2012	2013	2014.6
健身期间卡业务	0.14	0.16	0.14	0.11
按次计费普通健身业务	0.05	0.05	0.06	0.05
私教业务	0.65	0.55	0.66	0.59
健身业务平均消费价格 (元/次)	2011	2012	2013	2014.6
按次计费普通健身业务	56.28	60.59	60.81	58.86
私教业务	394.74	367.01	365.28	377.13

资料来源：招股书，华创证券

收入端：同店增长小，企业做大依赖新开店数

- 目前健身俱乐部选址主要集中在商圈，居民区等人口密集的区域；选址指标之一：3公里覆盖10万人。
- 通过对比中航时尚旗下健身会所，我们发现：成熟运营的健身俱乐部同店收入稳定。因此，健身俱乐部企业成长主要依赖新开店数。

图表23：2011-2015.6 公司部分健身会所营业收入（万元）

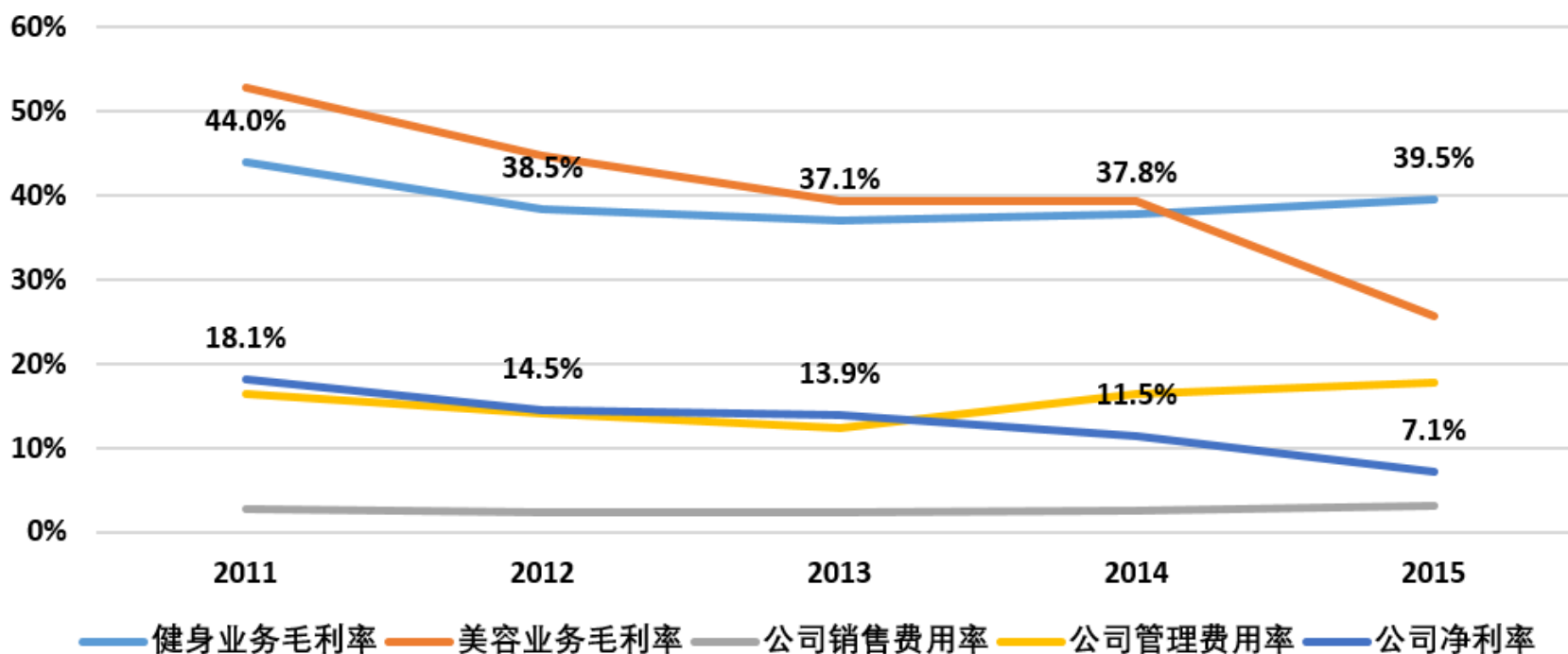
会所名称	开业时间	2011	2012	2013	2014	2015.6
福田会所	1995	1410	1388	1391	1338	650
地王会所	1998	1999	2034	2158	2101	804
中信会所	2004	3281	3414	3716	3744	1679
安柏会所	2004	2733	2876	3095	3123	1482
碧海会所	2007	1769	2118	2267	2204	1031
TT会所	2008	434	455	619	769	424
东方会所	2009	484	465	491	411	117
阳光海会所	2011	144	457	402	409	146

资料来源：财报，华创证券

成本费用端：毛利率下降拖累公司净利率

- **成本占比高**：从2011-2015年，公司健身业务毛利率从44.0%下降到39.5%；美容业务毛利率从52.8%下降到25.7%，健身与美容业务毛利率下降拖累公司净利率；
- **销售费用率较低**：2011-2015年，公司销售费用率稳定在2%-3%。

图表24：2011-2015年公司业务毛利率，销售费率，管理费率 and 净利率



成本端：工资、租金是健身俱乐部成本端两座大山

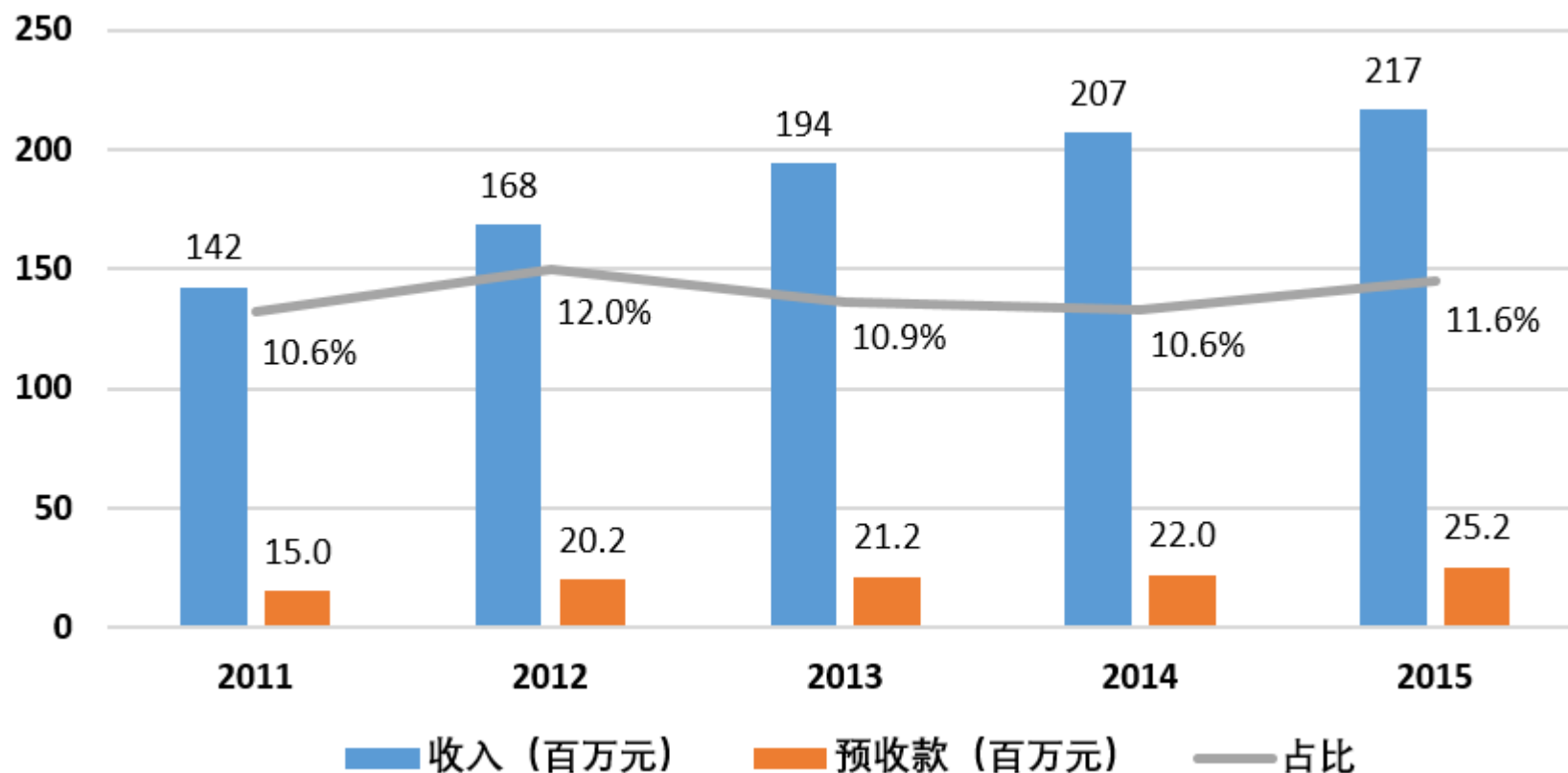
- **工资、租金成本占比大**：1) 2015年上半年工资成本占比42.6%；2) 租赁费占比17.5%，主要是会所租金。
- **工资占比收入逐年增长**：公司2011-2014年，工资占比收入比例为21.8%，23.8%，25.3%，24.8%。增长原因：1) 员工基本工资逐年提高；2) 累进提成工资比例制度，收入增长导致员工工资较快增长。

图表25：中航时尚营业成本构成

项目（万元）	2011		2012		2013		2014		2015年1-6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
工资及相关费用	3,101	42.4%	4,006	41.1%	4921	41.4%	5140	41.1%	2717	42.6%
产品及服务消耗	1,575	21.5%	2,076	21.3%	2410	20.3%	2797	22.3%	1119	17.5%
租赁费	898	12.3%	1,180	12.1%	1406	11.8%	1464	11.7%	828	13.0%
长期待摊费用摊销	576	7.9%	926	9.5%	1326	11.2%	1285	10.3%	668	14.5%
物业管理费	254	3.5%	360	3.7%	416	3.5%	429	3.4%	218	3.4%
水电费	349	4.8%	518	5.3%	604	5.1%	579	4.6%	257	4.0%
折旧费	206	2.8%	304	3.1%	349	2.9%	329	2.6%	224	3.5%
其他	359	4.9%	372	3.8%	455	3.8%	498	4.0%	354	5.5%
合计	7,317	100.0%	9,741	100.0%	11887	100.0%	12522	100.0%	6385	100.0%

- **国内健身俱乐部预收款占比高**，主要原因：健身俱乐部销售模式是预付费模式，客户通常通过预付服务费再消费。
- 我们认为，1) 预付费模式使得公司及时回流现金，有利于公司减轻经营压力以及快速扩张。2) 运营稳健的健身俱乐部预收款占比收入较低。

图表26：2011-2015年公司预收款占比收入相对同行业较小

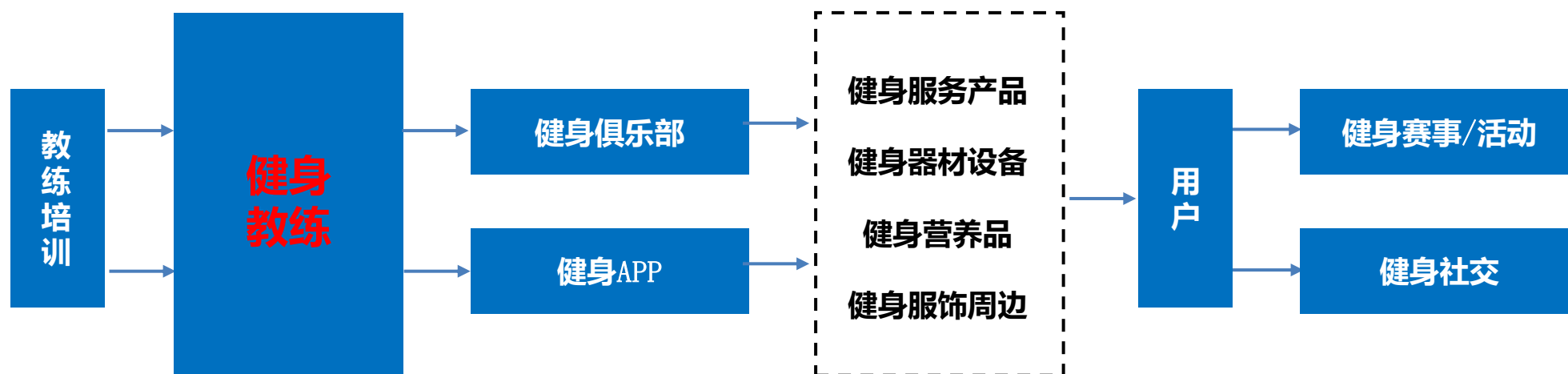


■ 教练是核心：

（1）对用户而言，健身是一种相对专业的行为，国内健身爱好者基本都是初学者，教练的存在很有必要：1）帮助制定运动方案；2）纠正动作，并提供运动防护；3）健身陪伴督促。

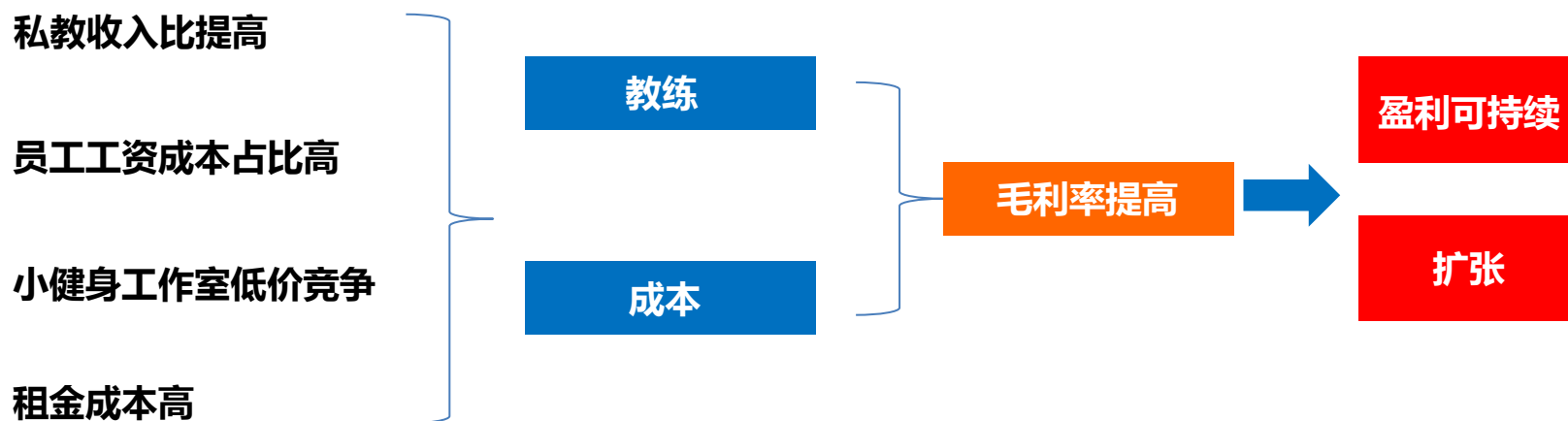
（2）对健身俱乐部而言，教练除了向用户提供健身服务，还承担着器材设备、营养品和健身服饰周边的销售工作。

图表27：健身俱乐部核心产业链



- **健身俱乐部的痛点是教练和成本管控**：1) 私教收入占比越来越高，意味着健身房对教练的依赖度越来越高，因此教练的稳定性与成本问题最终影响公司能成长为龙头；2) 租赁费用高，若加上物业和水电费，健身俱乐部的固定成本占比很高。
- 我们认为，未来能成为龙头的公司一定是至少能解决一个痛点的公司，解决措施：1) 建立教练培训公司，稳定持续供应低成本的教练；2) 拥有房地产商背景或基因，可以低价租地。
- 例子：中体鼎新和冠军VC既投资了青鸟体育，又投资了私教培训机构EPTC。

图表28：健身俱乐部痛点分析



SECTION 3

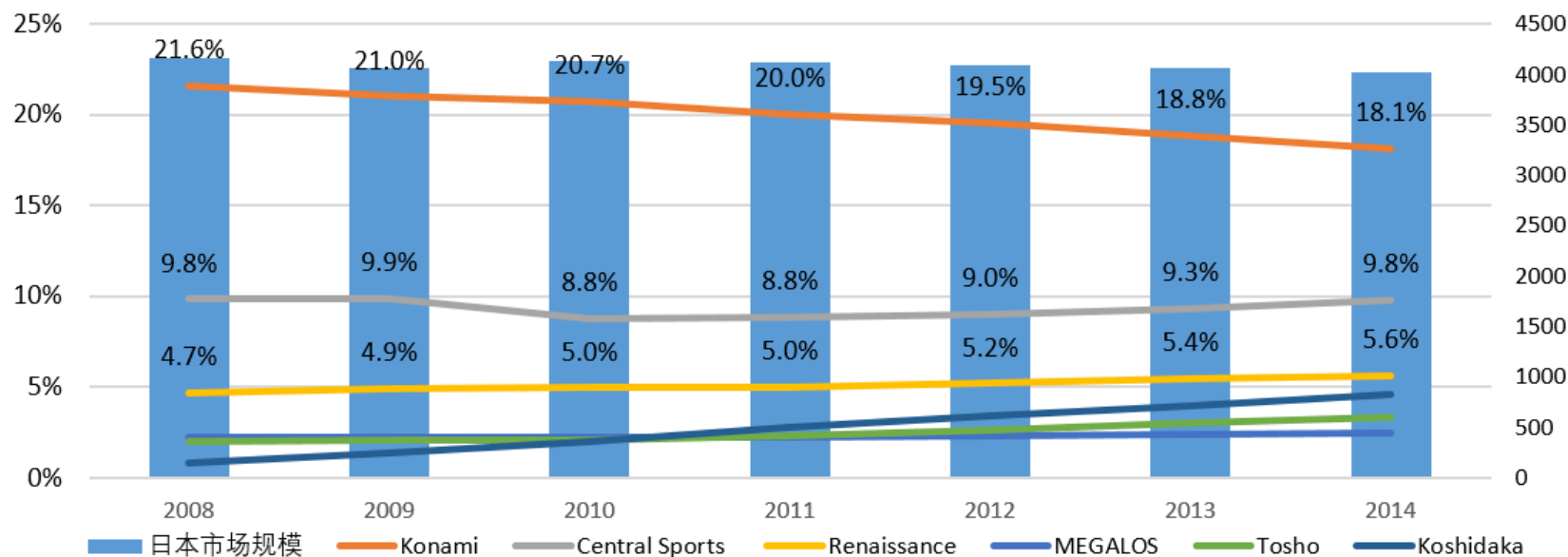
对标日本健身俱乐部行业

——Tosho/ Central Sports / Renaissance/ Megalos

对标日本健身市场，国内有望出现巨头公司

- **日本健身俱乐部市场集中度高**：日本健身俱乐部市场规模约在4000亿日元，目前有六家健身俱乐部上市公司，2014年前三家公司收入所占市场份额分别为18.1%、9.8%和5.6%；
- **国内有望出现健身俱乐部巨头**：对标日本健身俱乐部市场，国内市场空间约在3800亿人民币，假设行业龙头市场份额占比达10%，则营业收入达到380亿元。

图表29：日本健身俱乐部行业规模以及前六家市场份额（亿日元）



- **Tosho (8920.JP)**：成立于1979年，前期主要从事工程建设、公寓运营等地产业务。1996年起公司开始涉足健身俱乐部业务，逐渐实现由房地产向服务业的转型，目前业务涵盖体育俱乐部运营、宾馆管理和公寓租赁管理，目前拥有66家健身俱乐部。
- **Central Sports (4801.JP)**：成立于1996年，主营业务涵盖体育俱乐部运营、体育培训、体育休闲等，目前拥有直营健身俱乐部139家及委托管理健身俱乐部67家。
- **Renaissance (2378.JP)**：成立于1979年，起先以运营网球学校为主，目前业务涵盖健身俱乐部运营、康复护理等，目前拥有95家健身俱乐部。
- **Megalos (2165.JP)**：成立于1989年，业务涵盖健身俱乐部运营、体育培训、赛事组织以及商品销售，2015年6月被野村不动产全资收购，收购前拥有30家健身俱乐部。

图表30：各公司2016财年或退市前市值



市值：855亿日元



市值：259亿日元



市值：186亿日元

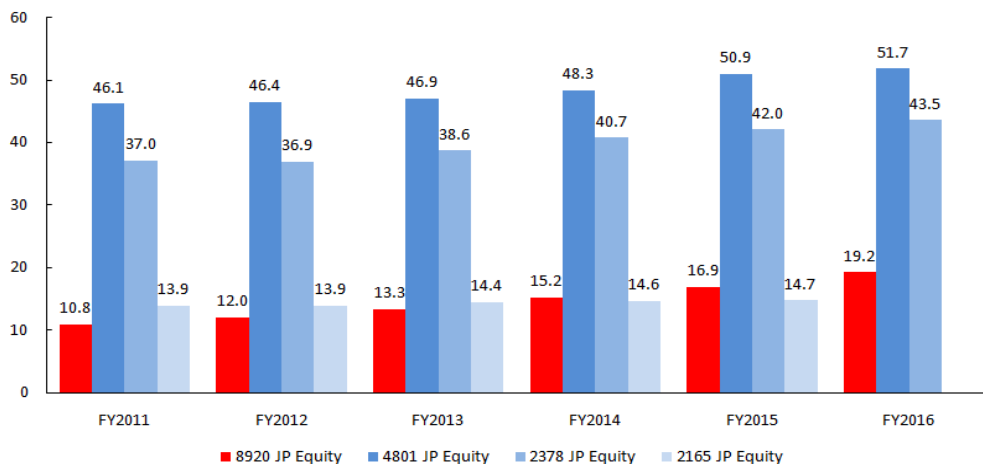


市值：79亿日元
(2016Q1)

营收：龙头六年营收翻2倍，利润翻3倍

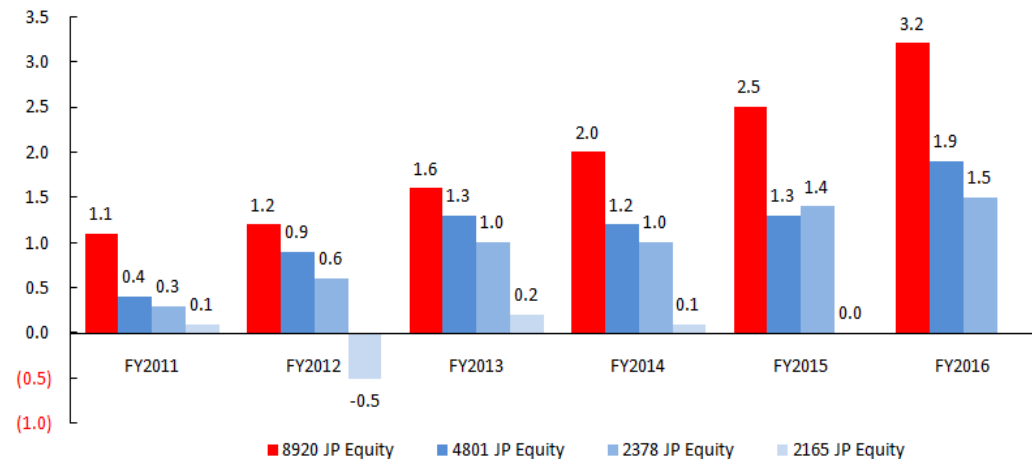
- 2011年-2016财年，龙头Tosho营收从108亿日元增长到192亿日元，平均年复合增长率为12.2%；公司净利润从11亿日元增长到32亿日元，平均年复合增长率23.8%；
- 竞争对手Central Sports (4801.JP)，Renaissance (2378.JP)，Megalos (2165.JP)营收增长乏力，利润率明显低于Tosho。

图表31：2011-2016财年各公司营收情况（单位：十亿日元）



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表32：2011-2016财年各公司利润情况（单位：十亿日元）



资料来源：Bloomberg，华创证券

股价：龙头六年17X，大幅跑赢竞争对手

■ 2011.1.1 - 2016.10.25，东京225指数从10398.10点涨到17365.25，涨幅67%，各公司股价表现如下：

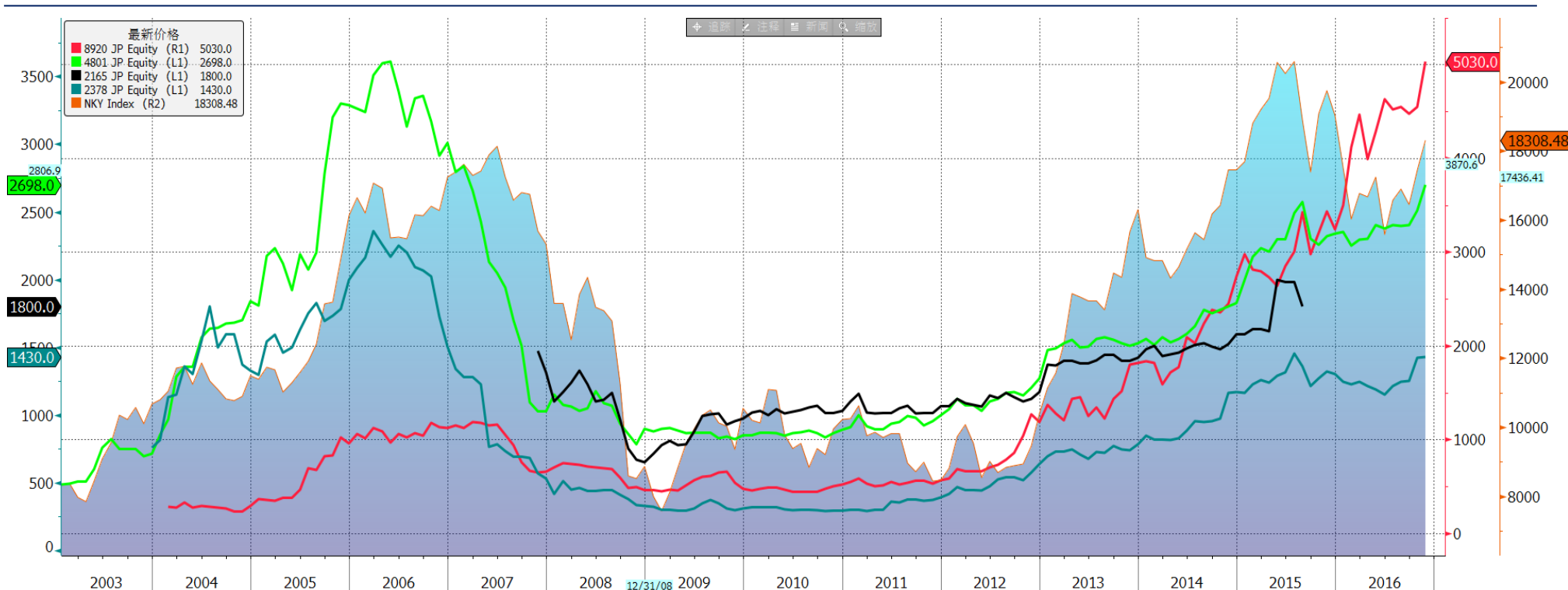
(1) Tosho (8920.JP)：252日元 —— 4355日元，6年翻17倍，CAGR=61%；

(2) Central Sports (4801.JP)：892日元 —— 4801日元，6年翻5倍，CAGR=32%；

(3) Renaissance (2378.JP)：303日元 —— 1339日元，6年翻5倍，CAGR=28%；

(4) Megalos (2165.JP)：2015年被野村不动产收购。

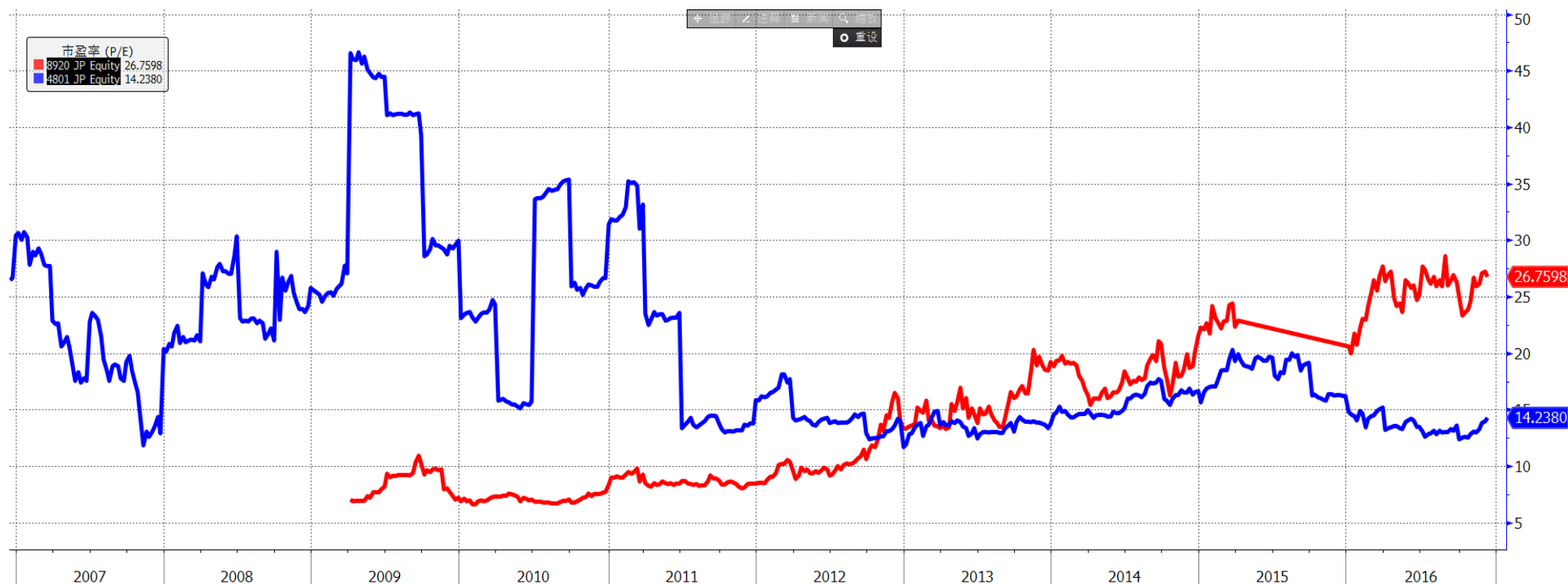
图表33：2011-2016年各公司股价变动情况



市盈率：早期看收入，后期看利润

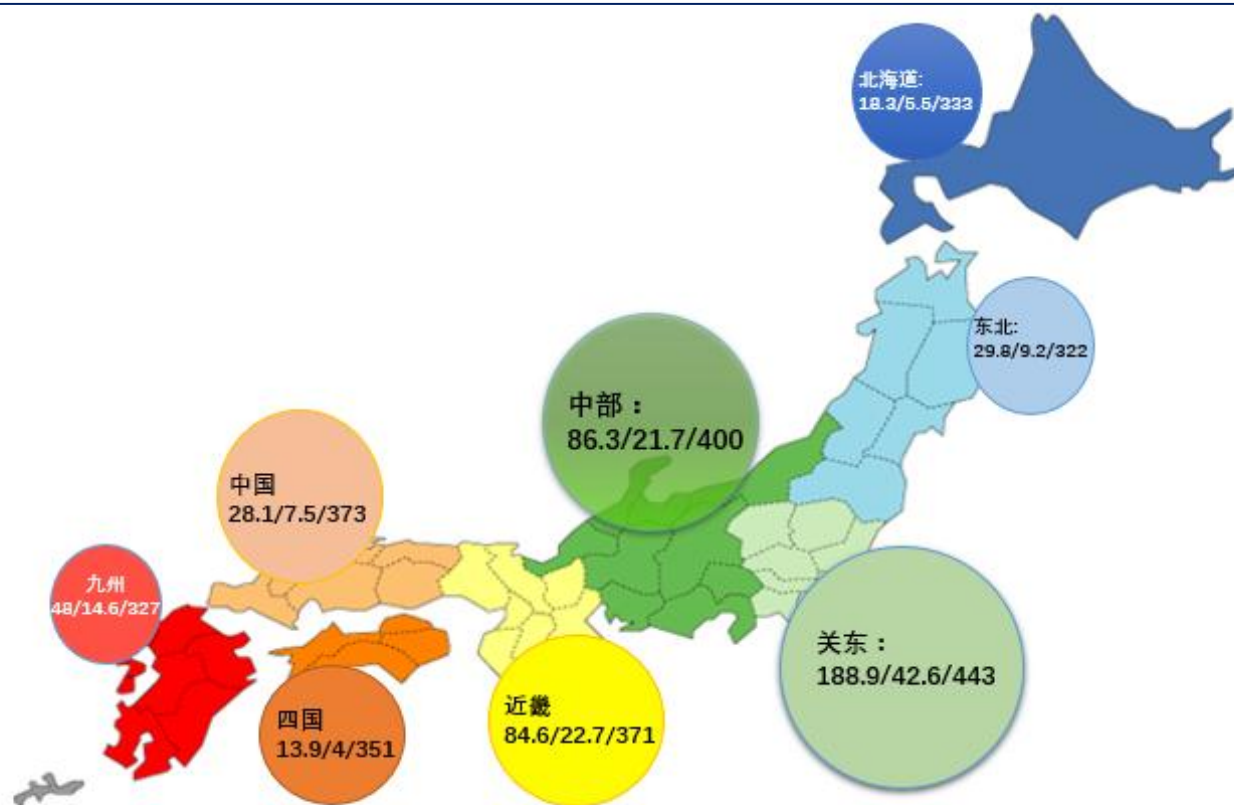
- 日本健身俱乐部行业估值在10X-30X之间，估值中枢在20X；
- 行业早期，市场份额最大的公司（4801.JP）享受行业高估值；行业后期，能持续盈利的成长型公司(8920.JP)逐渐获得市场认可，享受行业高估值；新龙头(8920.JP)在成长过程中，估值翻了3番。

图表34：2011-2016年各公司市盈率变动情况



- 8大地理分区：北海道地区、东北地区、关东地区、中部地区、近畿地区、中国地区、四国地区和九州-冲绳地区。
- 47个一级行政区：一都（东京都）、一道（北海道）、二府（大阪府、京都府）、四十三县，其下再设立市、町、村。

图表35：日本八大区域的经济、人口和人均GDP



图例：
GDP（万亿日元） / 人口（百万） / 人均GDP（万日元）

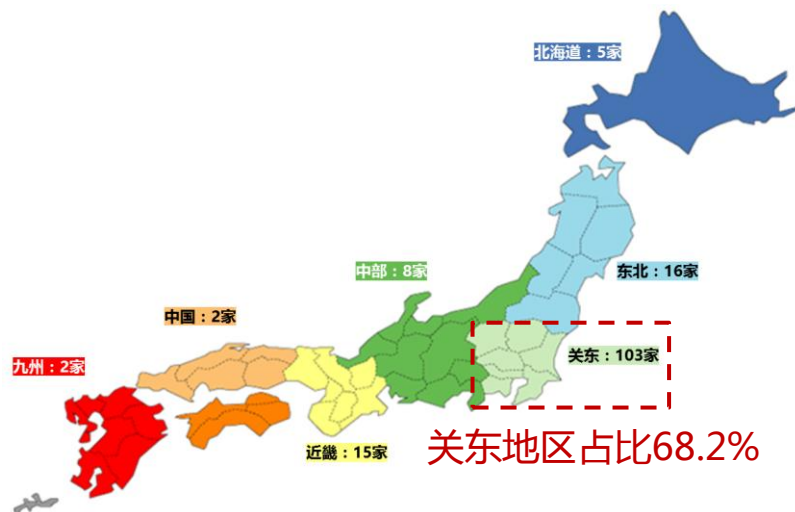
行业巨头主要集中在关东区市场

图表36：2016年Tosho 健身俱乐部分布



资料来源：公司年报，华创证券

图表38：2016年 Central Sports 健身俱乐部分布



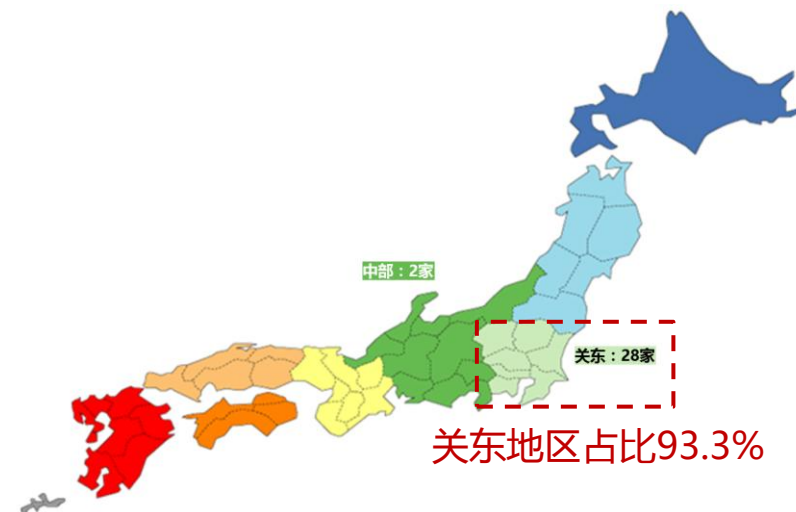
资料来源：公司年报，华创证券

图表37：2016年Renaissance 健身俱乐部分布



资料来源：公司年报，华创证券

图表39：2016年Megalos 健身俱乐部分布



资料来源：公司年报，华创证券

SECTION 4

投资标的

——贵人鸟/ 探路者/ 莱茵体育/ 中体产业/中航时尚

- 公司确立了从“传统的运动鞋服品牌运营商”向“体育产业化集团”升级的发展战略：
- **做强体育鞋服业务**：1）优化门店；2）强化线上线下渠道（杰之行、名鞋库）；3）签约AND1品牌；4）自建服装生产供应链。
- **体育全产业布局，协同效应明显**：1）投资虎扑；2）成立动域资本，多领域投资；3）投资体育经纪，体育保险；
- **多市场战略之一**：拟收购国内健身龙头“威康健身”。

图表40：公司估值及盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（亿元）	19.19	19.68	38.98	44.64
收入增速		3%	98%	15%
净利润（亿元）	3.12	3.31	3.85	4.14
净利增速		6%	16%	8%
EPS（元）	0.54	0.53	0.61	0.66
PE	52	59	51	47

- 公司2015 年初步完成户外、旅行、体育三大事业群协同发展的组织结构设立；
- 设立投资基金涉足智能健身管理领域，并投资FitTime（睿健时代）、奥美健康及乐动天下等项目；
 - （1）FitTime **睿健时代**：主要针对拥有健身、减脂需求的用户，在饮食及训练上为其提供指导，并提供社区互动区域；
 - （2）**奥美健康**：公司获得探路者注资，2016年战略转型国内首家科学健身数据平台公司。
 - （3）**乐动天下**：为健身器材厂家提供专业的器材智能化方案，通过智能采集系统获取运动数据，实现与乐动健身馆的互联及通信，提高产品附加值。

图表41：公司估值及盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E
收入（亿元）	38.08	30.39	36.82	44.97
增速		-20.2%	21.2%	22.1%
利润	2.63	1.86	2.29	2.88
增速		-29.3%	23.1%	25.8%
EPS	0.44	0.31	0.39	0.48
PE	33	53	43	34

资料来源：华创证券

- **莱茵体育未来发展规划：**打造以场馆为核心的“社会公共体育服务体系”及以赛事为核心的“优质IP赛事运营体系”。

通过全力打造“赛事+场馆”两大核心平台，实现“体育赛事、体育传媒、体育金融、体育网络、体育地产、体育教育”六大业务平台融合发展的目标，最终建设成为一个具备上游IP资源、中游运营服务体系、下游多渠道变现通道的生态圈层。

- **在体育健身领域，公司投资了飞马健身和小斑科技：**

（1）飞马健身：杭州本地的健身连锁企业，现有直营健身 TOP 会所一家、会所两家、俱乐部两家，总健身面积达 16000 多平方米。

（2）小斑科技：倡导有趣、社交、有效的健康生活方式的平台，拥有小斑课程体系，公司集结国内最顶尖教练并邀请用户参与进行研发，以游戏代替传统枯燥的课程内容，将私教团体化，课程内容强化社交属性。

- **控股中体倍力连锁健身店**：2001年中体产业与美国倍力健身公司合作成立，中体产业持股65%。
- **中体倍力**：直营+加盟，60+家门店，主要分布在北京和一级省会城市。

图表42：中体倍力收入及利润



- **中航时尚**：一家提供专业健康解决方案的现代服务机构。旗下拥有以“中航健身会”“优莱荟”“优和健康家”三个主品牌；
- **主营业务**：健身业务和美容业务。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。

图表43：公司旗下三块品牌



华创证券研究所

首席分析师 谢晨

分析师 石伟晶

Email: shiweijing@hcyjs.com

分析师声明

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：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。