

健身蓝海千帆竞发，需求撬动千亿市场

行业深度

◆行业现状：我国商业健身行业分散，仍处发展初期

健身产业链较短，分为上游健身设施提供商、中游健身服务提供商和下游健身消费者。中游健身服务提供商主要由公共和商业两部分组成，其中商业健身经过多年发展，已成为健身产业中最核心的部分。我国商业健身起步较晚，目前仍处发展初期，2010-2014年遭遇阶段性瓶颈，2015年重启快速增长。15年行业规模约300亿，同增14%，健身俱乐部超过1万家，同增约20%。

商业健身行业参与主体主要包括连锁健身俱乐部、小型健身俱乐部、健身工作室、新型健身俱乐部及互联网健身项目，2015年前十大健身品牌市场份额16.4%，相较美国的28%行业集中度较低。目前我国商业健身俱乐部多采用“年卡预售+私教服务”的盈利模式，且在高运营成本下定价较高。随着消费者更加精明，传统模式下健身收费门槛高、服务水平较低以及教练流失等痛点逐渐暴露，健身行业面临升级。

◆他山之石：以美国为鉴，中国商业健身产业有望迎来黄金发展期

20世纪60年代健身行业开始在美国普及，70-80年代是美国健身行业发展黄金期，注册会员和俱乐部数量由1972年的170万人、约2000间快速增至1990年的1800万人、14000间。90年代后美国健身行业进入成熟期，增速放缓，俱乐部运营分化，行业集中度提高。定位中产阶级的Life Time Fitness以及定位中低收入群体的Planet Fitness等健身俱乐部龙头快速崛起，2015年前十大公司合计收入占比提升至28%。

个人收入提升、健康意识升级、政府对健身运动推广等因素推动了美国健身产业70-80年代的快速发展，目前中国的经济发展和居民消费接近美国70年代水平，未来同样有望迎来黄金成长期，同时行业龙头崛起将推动市场集中度的提升，定位大众、主动优化商业模式的公司发展空间更大。

◆未来趋势：健身需求方兴未艾，供给业态革故鼎新

尽管经历了短期调整，我们仍看好健身行业发展前景。1) 收入提升、消费升级，将推动更多有消费实力的居民增加健身消费，我国健身需求还有很大释放空间；此外，政府将持续出台利好政策，推动健身需求释放；各路资本也不断涌入健身行业，扶持优质企业成长。健身需求释放叠加政策、资本推动，我们测算我国商业健身市场空间可达1,400亿元。2) 随着需求升级健身供给业态将进一步丰富，健身工作室、新型健身俱乐部（如乐刻、超级猩猩、光猪圈等）及互联网健身项目（如Keep、FitTime、Feel等）将持续涌现，部分传统健身房也将推广月卡、优化服务，力求在竞争中保持先发优势。供给业态革故鼎新反过来将进一步刺激健身需求和市场规模的增长。

◆龙头初现：健身龙头初具规模，上市公司积极介入

国内商业健身领域中，威尔士、一兆韦德、浩沙、英派斯等品牌处于领先地位。上市公司中，贵人鸟、商赢环球及探路者积极布局健身领域，有望受益于产业发展。1) 贵人鸟拟收购威尔士健身母公司100%股权，旗下产业基金投资OneFit、超级猩猩等优质标的，健身产业布局拉开大幕。2) 商赢环球拟投资3,000万元用于健身房连锁店及健身房移动APP项目，与互联网金融及后续文化产业布局产生协同。3) 探路者一期体育产业基金投资多家健身创业公司，2016.11停牌拟收购体育标的，但未就交易方案达成一致收购终止，未来有望继续布局体育健身领域。

◆风险提示：健身人口增加不及预期、政策推出低于预期、行业竞争加剧等。

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

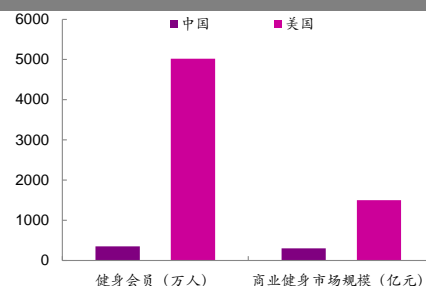
联系人

汲肖飞

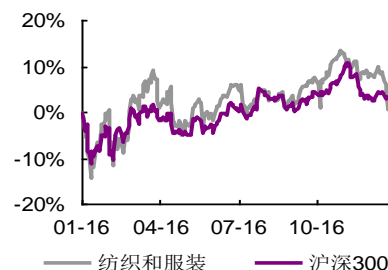
021-22169314

jixiaofei@ebsecn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关研报

- 体育黄金十年，各板块风起云涌 2016-01-13
- 冬奥会打开广裹冰雪产业新世界 2015-10-26
- 篮球产业潜力可观，管办分离箭在弦上 2015-04-13
- 《中国足球改革总体方案》公布，足球产业市场化进程提速 2015-03-22
- 马拉松引领全民体育时代开启 2015-02-11
- 体育用品行业：收益确定性最强，需求拐点将至 2014-12-03
- 国内体育用品长周期拐点将至，大市值公司隐现 2014-09-16

目 录

1、 行业现状：我国商业健身行业市场分散，龙头待起.....	8
1.1、 发展历史：中国健身行业起步晚，仍处发展初期	8
1.2、 竞争格局：行业分散，集中度有待提升	10
1.2.1、 商业健身主要分为五种运营模式.....	10
1.2.1、 健身行业竞争激烈，市场集中度低.....	12
1.3、 盈利模式：健身俱乐部收入来源以预售+私教为主	12
1.3.1、 俱乐部实行预售制，与健身行业需求特征有关.....	13
1.3.2、 高运营成本下传统商业健身房定价通常较高	14
1.4、 行业弊端：商业健身行业传统模式痛点开始显露	15
2、 跨国对比：以美国为鉴，探中国健身产业发展之路.....	17
2.1、 美国健身行业发展历史	17
2.1.1、 60 年代健身行业开始在全美普及	18
2.1.2、 70-80 年代美国健身行业迎来高速发展	18
2.1.3、 90 年代后美国健身行业进入发展成熟期	19
2.2、 美国健身龙头的崛起之路.....	20
2.2.1、 美国健身俱乐部运营分化，集中度提高.....	20
2.2.2、 Life Time Fitness：针对中产阶级的健身龙头	22
2.2.3、 Planet Fitness：快速成长的平价健身连锁俱乐部.....	23
2.3、 对比结论：我国健身行业将迎来黄金成长期.....	25
2.3.1、 美国健身行业快速发展期的推动因素与中国类似	25
2.3.2、 循美国之径，中国健身龙头集中度有望提升	27
3、 动力与趋势：健身需求方兴未艾，供给业态革故鼎新	28
3.1、 健身需求持续扩张，落后地区仍有较大发展空间	28
3.1.1、 需求释放，健身群体规模整体保持增长.....	28
3.1.2、 领先地区健身需求逐渐细化，其他地区仍存普及空间.....	30
3.2、 政策和资本助力健身行业成长	31
3.2.1、 政策利好不断，健身产业有望长期获得扶持	31
3.2.2、 资本助力优质健身企业脱颖而出.....	32
3.3、 健身行业市场空间可达 1,400 亿元以上	33
3.4、 供给模式的创新进一步促进健身行业发展	35
3.4.1、 健身工作室快速涌现.....	35
3.4.2、 新型健身俱乐部试图改造传统商业模式.....	36
3.4.3、 互联网健身项目满足海量用户健身需求.....	41
3.4.4、 传统健身房优化商业模式方能适应需求变化	45
4、 商业健身产业龙头初现	46

4.1、 威尔士健身：有望进入资本市场的高端健身龙头	46
4.2、 一兆韦德：高端健身领域领导者	48
4.3、 浩沙健身：积极优化商业模式，深耕大众健身领域	48
4.4、 英派斯健身：背靠集团优势，积极扩张网点	49
4.5、 上市公司积极介入健身领域	50
5、 风险分析	51

图表目录

图 1：健身运动的分类.....	7
图 2：健身行业的产业链关系.....	7
图 3：中游健身服务提供商主要包括公共健身与商业健身两类.....	8
图 4：2008-2015 年全国 63 个城市健身俱乐部数量变化.....	9
图 5：2008-2015 年全国 63 个城市健身俱乐部会员数.....	9
图 6：我国商业健身行业的集中度较低.....	12
图 7：我国健身俱乐部市场集中度较低.....	12
图 8：我国健身俱乐部的收入主要依赖于会员卡及私教.....	13
图 9：美国健身工作室收入来源较为丰富.....	13
图 10：中国健身人群选择健身房的主要原因分布.....	13
图 11：健身用户主要分为经济型用户和健身爱好者.....	13
图 12：2015H1 中航时尚收入主要来自健身和美容服务.....	14
图 13：2013-2015H1 中航时尚主营业务毛利率.....	14
图 14：2015H1 中航时尚成本结构.....	14
图 15：2015 年美国健身工作室的成本构成.....	14
图 16：近年来中航时尚的净利率处于较低水平.....	15
图 17：传统健身俱乐部采用隐性补贴的方式盈利.....	15
图 18：传统年卡预售模式有三大痛点.....	15
图 19：中国居民的健身支出的收入占比显著高于美国居民.....	16
图 20：教练从业经历中往往跳槽频繁.....	16
图 21：15%的健身教练希望一直从事教练职业.....	16
图 22：1972 年后美国健身房注册会员数量快速增长.....	18
图 23：1972 年后美国健身俱乐部数量快速增长.....	18
图 24：美国“NABBA 宇宙先生”大赛和“奥林匹亚先生”大赛.....	18
图 25：70-80 年代美国经常参加体育锻炼的人数占比显著提升.....	19
图 26：70-80 年代美国健身俱乐部数量快速增长.....	19
图 27：2005-2015 年美国健身俱乐部数量.....	19
图 28：2005-2015 年美国健身俱乐部会员数量.....	19
图 29：美国健身工作室的特征调查.....	20
图 30：2015 年美国健身工作室的构成.....	20
图 31：早期成立的美国健身俱乐部以直营模式为主.....	21
图 32：后期成立的美国健身俱乐部以加盟模式为主.....	21
图 33：2014 年美国健身行业龙头收入占比.....	21
图 34：2014 年美国健身行业龙头会员数占比.....	21
图 35：Life Time Fitness 收入细分情况.....	22
图 36：Life Time Fitness 健身会所外观.....	23

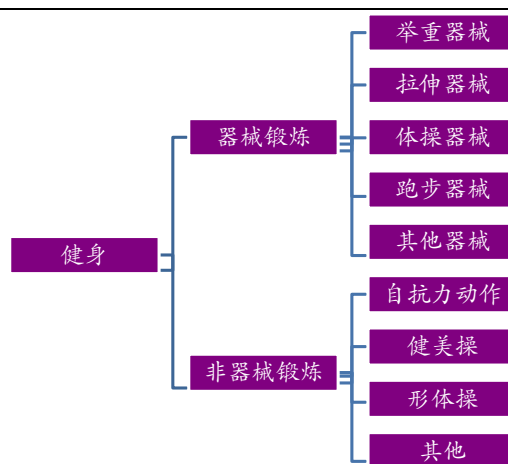
图 37 : Life Time Fitness 室内设施	23
图 38 : Planet Fitness 的门店数快速增长	24
图 39 : Planet Fitness 的健身俱乐部内部设施	25
图 40 : Planet Fitness 举办披萨活动日	25
图 41 : 70-80 年代美国人均收入快速增长	26
图 42 : 美国商品支出和服务支出占消费支出比例	26
图 43 : 美国居民的超重率和肥胖率	26
图 44 : 近年来我国居民健康素养水平逐步提升	27
图 45 : 2016 年调查显示 90 后择偶最关注外形条件	27
图 46 : 美国前 25 家健身俱乐部收入占比提升	27
图 47 : 我国人均国民收入持续增长	29
图 48 : 我国健身房数量前十大城市中健身房数量增幅普遍较大	29
图 49 : 中国健身用户选择教练的考虑因素	30
图 50 : 2016 年主动选择健身教练的会员比例提高	30
图 51 : 我国部分地区体育运动需求发展领先	30
图 52 : 我国部分地区体育运动人口占比接近发达国家	30
图 53 : 2016 年京沪两地健身房数量显著高于其他城市	31
图 54 : 2016 年京沪两地小型健身工作室数量占比较高	31
图 55 : “规划”在国民身体素质提出具体发展目标	31
图 56 : “规划”提出具体措施提高全民身体素质	31
图 57 : 2016 健身行业融资轮次分布	33
图 58 : 健身公司投融资细分领域分布	33
图 59 : 我国与美国相比健身产业差距巨大	34
图 60 : 我国健身会员的渗透率处于较低水平	34
图 61 : 我国参与体育锻炼的人口占比不断增加	34
图 62 : 2020 年我国体育产业规模有望超过 3 万亿	34
图 63 : 美国健身工作室的经营模式	35
图 64 : 健身工作室和传统健身房的特点对比	36
图 65 : 截止 2016 年 11 月底新型健身俱乐部渠道规模与传统龙头对比	37
图 66 : 乐刻健身的门店分布情况 (截至 2016 年 12 月)	37
图 67 : 乐刻健身的经营特点	38
图 68 : 乐刻健身的成本控制措施	38
图 69 : 2015 年超级猩猩的收入结构	39
图 70 : 超级猩猩健身舱运营模式	39
图 71 : 光猪圈致力于解决传统健身行业三大痛点	40
图 72 : 光猪圈通过线上线下智能化管理降低运营成本	41
图 73 : 健身应用 Keep 推出后用户数快速增长	42
图 74 : Keep 软件的五大功能	42

图 75 : Keep 软件的优势.....	42
图 76 : Keep 商城中的产品种类.....	43
图 77 : FitTime 的优酷视频播放量 (截止 2016 年 12 月)	43
图 78 : FitTime 运营模式发展.....	44
图 79 : FitTime 的运营亮点	44
图 80 : Feel 提供健身管理和运动社群服务	44
图 81 : 传统健身房优化自身商业模式提供更好服务	46
图 82 : 威尔士健身的发展历程	47
图 83 : 一兆韦德打造企业员工的健康管理专家	48
图 84 : 一兆韦德的部分合作企业	48
图 85 : 2014 年英派斯健身收入结构	49
图 86 : 英派斯健身管理培训学校培训内容.....	50
表 1 : 我国健身行业的发展历史	9
表 2 : 我国健身服务商的主要运营模式对比	10
表 3 : 商业健身俱乐部龙头运营情况	11
表 4 : 代表性新兴健身俱乐部运营模式汇总	11
表 5 : 健身连锁俱乐部多在本地市场开店	12
表 6 : 美国健身俱乐部发展历程概览	17
表 7 : Life Time Fitness 的主要财务指标.....	22
表 8 : Life Time Fitness 会员卡类型	23
表 9 : Planet Fitness 的主要财务指标	24
表 10 : Planet Fitness 的会员卡类型.....	25
表 11 : 《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》的具体措施	32
表 12 : 2016 年各地方政府发布全民健身实施计划	32
表 13 : 2015 年底后获得融资额超千万的部分健身企业	33
表 14 : 我们测算中国健身行业市场空间可达 1,400 亿元以上.....	35
表 15 : 贵人鸟、商赢环球和探路者积极布局健身行业.....	51

近期健身行业发生多起融资并购案例,2016.12.17 贵人鸟公告拟全资收购威尔士健身母公司威廉健身,预计交易金额不低于 10 亿元;2016.12.20 乐刻运动宣布获得由头头是道和华晟资本等主导的逾 1 亿元 B 轮融资;此外,移动健身应用“火辣健身”、传统健身俱乐部青鸟健身、健身教练培训机构 EPTC 等均于近期获得投资。健身行业越来越受到资本市场关注。

健身运动起源于欧美,是人们为了实现身体健康、塑造身材的需求而专门进行的体育运动,主要包括器械练习、健美操、形体操以及各类自抗力动作(如平板支撑)等,可分为器械锻炼和非器械锻炼。

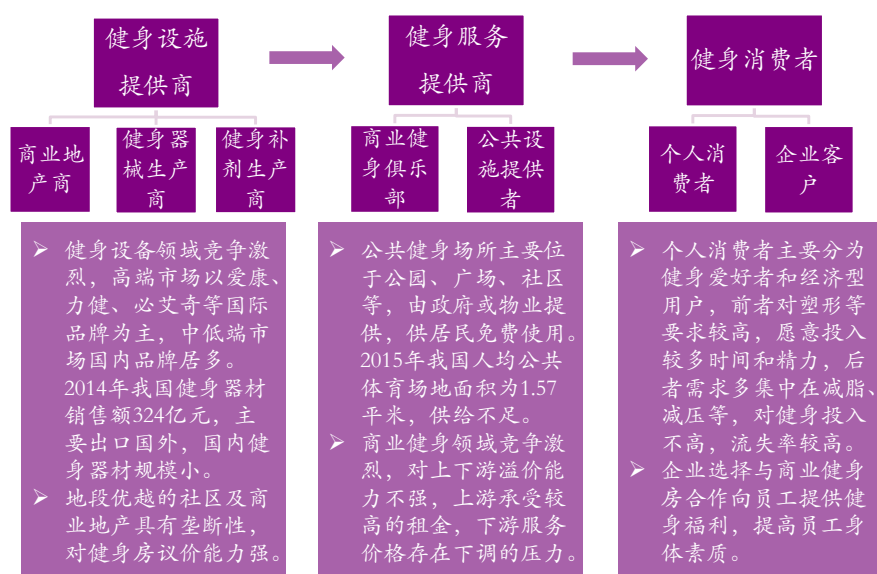
图 1: 健身运动的分类



资料来源: 中国健身协会, 光大证券研究所

健身服务行业的产业链较短。上游主要为健身设施提供商,包括健身器械生产商、商业地产商、健身补剂生产商等参与者;中游健身服务提供商是健身产业的主体,主要分为商业健身俱乐部和公共设施提供者两大类;下游主要是健身消费者,包含个人消费者及向员工提供健身服务的企业客户。

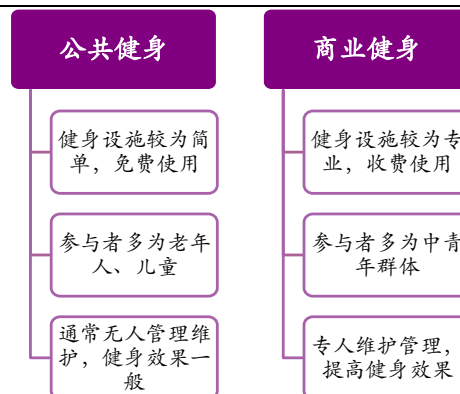
图 2: 健身行业的产业链关系



资料来源: 光大证券研究所

其中，中游健身服务提供商主要由公共健身和商业健身场所来满足，其中前者多由地产开发商以及体育局、体彩中心等提供，位于小区、公园、广场等场地，参与者多为老人和儿童；后者主要由商业健身俱乐部等主体提供专业的器材、场地和教练，满足中青年群体更高阶的健身需求。

图 3：中游健身服务提供商主要包括公共健身与商业健身两类



资料来源：光大证券研究所

其中，商业健身经过多年发展，已成为我国健身产业链中最核心的部分。在原有传统健身房的基础上，健身工作室、新型俱乐部、健身 APP 等新业态不断涌现，不断完善健身供给体系。但目前健身行业尚存发展痛点，行业仍有升级空间。

我们在本篇报告中将全面分析我国商业健身行业的发展阶段、竞争格局、盈利模式等问题，并在业内首次结合美国健身行业发展历史进行深入的对比分析，并进一步总结了我国健身行业未来发展动力和发展趋势、测算行业发展空间，全面梳理行业龙头和上市公司在健身领域的布局。

1、行业现状：我国商业健身行业市场分散，龙头待起

1.1、发展历史：中国健身行业起步晚，仍处发展初期

作为高层次消费，较高的生活水平是居民系统性从事健身运动的物质基础，一方面消费者能够负担健身器械、鞋服、俱乐部会员等支出，另一方面消费者有足够的闲暇时间以及塑形的意识锻炼身体。因此美国健身行业起步于居民生活水平快速提高的 20 世纪 60 年代，相比之下中国经济发展水平落后，商业健身发展起步较晚，改革开放后健身运动才逐渐受到中国消费者的追捧。商业健身产业在中国的发展可分为如下五个阶段：

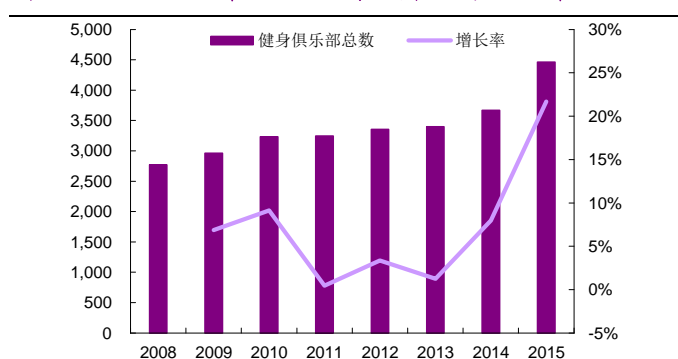
表 1：我国健身行业的发展历史

时间	发展阶段	行业需求	发展特征
20 世纪 80 年代	萌芽阶段	随着简·方达健美操进入中国，健身开始在城镇居民中普及，以器械训练及健美操为主要项目的健身房出现，但总体而言居民的健康意识较为薄弱。	健身俱乐部的面积多为几百平米，健身项目选择有限，所需投资较小，多独立运营，尚未批量出现连锁健身俱乐部。
20 世纪 90 年代	起步阶段	居民生活水平提高，健身意识开始增强，马华的健身操在中国迅速流行。1995 年 6 月我国政府也相继推出《体育产业发展纲要》及《全民健身计划纲要》，推动国民健身运动发展。	健身俱乐部的运营面积开始扩大，1,000 平米以上的综合性健身房出现，90 年代后期浩沙、威尔士、中航时尚等连锁健身俱乐部先行者相继成立，开始引入国外健身房模式。但整体来看健身俱乐部管理和服务水平较为落后，经营规模有限。
2000-2010 年	快速成长阶段	经历过北京中奥成功、非典等事件，以及健身消费习惯的培育，人们的健康意识显著增强，体育健身需求快速在一二线城市为主的市场普及，带动行业快速增长。	一兆韦德、英派斯、青鸟等连锁俱乐部纷纷成立，非连锁健身房、酒店附属健身房等也参与竞争，倍力、加州健身、快乐菲力斯等国际俱乐部品牌开始进入中国市场。这一时期健身俱乐部运营规模开始扩大，但同质化竞争严重，多采用收取会员年费模式粗放式发展。
2010-2014 年	短期调整阶段	体育消费迎来快速发展，但由于经济增速逐步下行，消费者对健身消费更为理性，且马拉松等其他赛事的火爆也起到了分流的作用，行业增速有所放缓进入短期调整。	供给端传统健身俱乐部的增长遇到一定瓶颈，重规模不重服务的弊端显现，且租赁及人工成本不断上涨导致部分俱乐部盈利能力下滑，俱乐部数量增速下降甚至出现负增长。
2015 年至今	二次成长阶段	在需求觉醒及政策等因素推动下，健身需求进一步向三四线城市普及，此外新型健身俱乐部的出现降低了健身准入门槛，行业增速回升。	教练工作室、新型俱乐部及互联网健身 APP 的涌现加剧了行业竞争，健身供给面临着升级，传统健身俱乐部也在探索优化商业模式实现长期发展。

资料来源：光大证券研究所

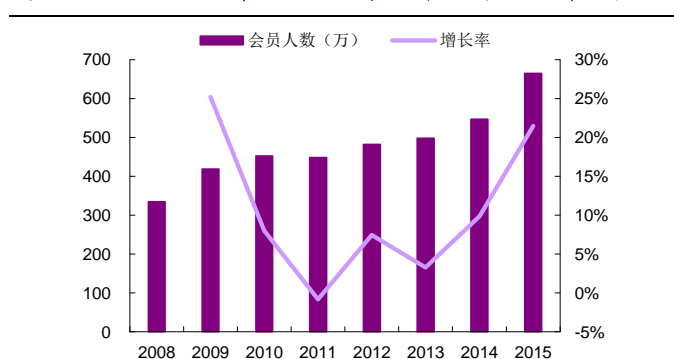
我国商业健身行业有望迎来快速成长期。在普及期结束后，2010-2014 年我国健身行业遭遇阶段性瓶颈，增速有所放缓。2015 年健身热情升温、公共健身设施、新型健身俱乐部等出现降低了门槛，商业健身行业重启快速增长。据《2016 年健身教练职业发展研究报告》，2015 年我国健身市场规模约 300 亿元，同增 14%，健身房数量超过 1 万家，同增约 20%。截至 2016 年 8 月 15 日，全国共有国家职业资格持证教练 34,560 人，同增 77%。

图 4：2008-2015 年全国 63 个城市健身俱乐部数量变化



资料来源：亚洲运动及体适能专业学院，光大证券研究所

图 5：2008-2015 年全国 63 个城市健身俱乐部会员数



资料来源：亚洲运动及体适能专业学院，光大证券研究所

目前我国商业健身市场空间超 300 亿元，仍处发展初期。据尼尔森咨询与国家体育总局联合发布的《2015 年中国国家职业健身教练行业报告》，2015 年我国健身会员为 350 万人，平均每年在健身上的花费约 1 万元，健身人群每月运动频次为 7.5 次，33% 的健身人群将健康视为生活中最关注的问题。据此测算目前我国健身行业市场规模在 300 亿元以上。作为绿色消费、健康消费的代表，健身行业是我国消费升级的重点行业，目前仍处于发展初

期。未来居民收入增加、健康意识增强将带动健身需求内生性增长，政府政策及产业资本的扶持也将持续。

1.2、竞争格局：行业分散，集中度有待提升

1.2.1、商业健身主要分为五种运营模式

目前我国商业健身按运营模式主要分传统和新型两种。

前者发展起步早，运营模式较为成熟，能为消费者提供综合性、标准化的健身服务，根据是否跨区域连锁运营可分为连锁型健身俱乐部、小型健身俱乐部。

后者主要包括新型健身俱乐部、健身工作室、“互联网+”健身项目等，多于近几年逐渐兴起，探索新商业模式解决传统模式痛点或满足新出现的细分需求。其中新型健身俱乐部多与连锁健身俱乐部对标，采用月卡等盈利模式，降低入会门槛，提供标准化服务；健身工作室则多由资深教练创办，依托其会员资源提供高端精细化服务；Keep、Fittime 等健身 APP 将健身场景由健身房转移到家庭，为消费者提供健身指导、社区、电商等服务，并与线下结合。

表 2：我国健身服务商的主要运营模式对比

分类	运营模式	优势	劣势	主要代表
传统模式	连锁健身俱乐部	运营经验及教练资源丰富，“年卡/季卡预付费+私教”模式为主，提供综合性健身服务	硬件设施及环境较完善，提供全面的健身服务及教练指导，地理位置通常较优越	收费较高，对客户体验和会员维护重视度有待提高，教练流动性大
	小型健身俱乐部	会员卡预售为主，经营规模小，非连锁运营，教练资源相对匮乏	费用相对较低	硬件设施不够完善，优质教练紧缺
新型模式	健身工作室	主要由客户资源丰富的资深教练创业成立，经营规模较小，教练数量有限，提供精品课程为主	提供优质的个性化健身服务，用户可享受教练的一对一服务，忠诚度较高	规模小，获客依赖于教练的个人资源，教练管理经验有限
	新型健身俱乐部	致力于解决传统健身模式痛点，运营模式多样化，例如采用月卡模式，健身房“小而精”等	价格较低，降低入会门槛；提高用户消费频次及会场使用率	多位于一二线城市，店面面积小，包括 OneFit、rosejay 等
	“互联网+”健身项目	以线上流量为主，为消费者提供健身指导、健身社区、健身电商等服务，并逐步向线下渗透	获客范围广，拥有流量优势，爆发性较强	规模较小，盈利能力有待观察
			竞争激烈，盈利能力需要进一步完善	多位于一二线城市，包括乐刻、超级猩猩、光猪圈等
				Keep、FitTime、咕咚、火辣健身等

资料来源：光大证券研究所整理

传统健身模式中小型俱乐部以区域市场为主，规模相对较小，而连锁型俱乐部成立通常较早，拓展全国市场，规模较大，目前商业健身市场的龙头均出自连锁健身俱乐部领域，包括威尔士、一兆韦德、浩沙健身、英派斯等。其中威尔士、一兆韦德、中体倍力等品牌定位中高端市场，年卡价格通常在 3,000-5,000 元左右，在健身器材、室内环境、教练配置等方面满足专业化需求；浩沙健身、英派斯等俱乐部主要定位于大众市场，年卡价格多在 2,000 元左右，在硬软件条件上相对一般。

表 3：商业健身俱乐部龙头运营情况

公司	成立时间	总部地点	门店数量	运营特点
威尔士	1996 年	上海	115 家俱乐部	定位中高端健身市场，在一线城市 CBD 开设大型直营店，与汤臣集团、华润置地等 40 家地产商共同打造住宅型健身会所；不同等级会所和多类型会员卡满足客户多样化需求；与 adidas 等运动品牌建立战略合作；2012 年开设天猫旗舰店，销售会员卡和自有健身装备。
一兆韦德	2000 年	上海	100 多家俱乐部	定位中高端，每天服务超过 5 万人次，累计服务超过 100 万会员；与万科、大华地产、凯德置地等合作提供社区健身服务，并积极开拓企业客户；2007 年底引入甲骨文 ERP 系统，优化会员管理，与每个月运动次数低于 4 次的会员单独沟通改进服务，培养运动习惯并提高续卡率。
中体倍力	2001 年	北京	60 多家俱乐部	定位中高端市场，国家体育总局控股的唯一一家体育上市公司；提供多样自选式健身卡；儿童健身俱乐部的开创者；首家与移动互联网超级跨界合作的健身企业，包括中搜、百度等。
青鸟体育	2000 年	北京	18 家俱乐部	定位高端市场，最早进驻商业区，最先推出私教和星际私教体系，首家开创加盟模式的健身房；引入智能化 IT 系统翻新店面，重塑品牌形象；涉足体育金融、体育保险、体育培训、影视文化等板块，打造健身生态圈。
浩沙健身	1997 年	北京	170 多家俱乐部	定位社区大众市场，主打会员数量，为更多人提供优质健身服务；浩沙集团拥有运动服产业链，健身俱乐部可通过周边产品实现协同。
英派斯	2002 年	青岛	220 多家俱乐部	母公司从健身器械代工起家，健身房以特许加盟方式扩张，目前主要集中在华东、华北、东北等地；加盟商依托英派斯母公司的背景优势，可节省器械成本。

资料来源：光大证券研究所

随着健身运动的普及和健身需求的细化，新型模式衍生不断出来，健身工作室、新型健身俱乐部及互联网健身项目是其中的代表。

健身工作室主要由健身俱乐部的明星教练联合创办，多定位于中高端健身人群的细分需求，如瑜伽、普拉提、健美操等，提供高附加值的精细化服务。目前中国的健身工作室规模普遍较小，较为知名的包括前青鸟健身教练李欣 2008 年成立的普拉提工作室、前一兆韦德明星教练陈蕴创办的 OneFit 健身学院等。

新型健身俱乐部成立时间晚，尚处于发展初期，如乐刻、超级猩猩、光猪圈等，多面对大众市场提供高性价比健身服务。少数创业企业如汗水兑换工厂、MTC 新综合训练中心定位于高端市场，并具备时尚和高端社交特质，满足愿意在健身花大钱的用户需求。

表 4：代表性新兴健身俱乐部运营模式汇总

公司	成立时间	总部地点	门店规模	运营特点
乐刻	2015.5	杭州	56 家俱乐部	定位大众健身市场，99 元或 199 元月卡销售，重操课轻器械的运营模式，健身房面积多在 300-500 平米控制成本；提高教练私教提成，降低教练流失率
超级猩猩	2014.6	深圳	21 家直营店	定位大众市场，健身舱和全能店等结合运营，主打按次付费的精品团体课程及按人按小时付费的自助健身服务
光猪圈	2015.3	北京	25 家俱乐部	定位大众市场，线上有光猪圈健身 APP，线下是自营与加盟式的小型健身房，会员月费制，健身房的教练实行合伙人制
汗水兑换工厂	2015.8	北京	1 家俱乐部	定位高端市场，地点在国安的内训基地，首创现场演唱运动音乐派对模式，训练以音乐类型为标签进行体系分类，歌手现场演唱混搭专业的健身项目

资料来源：光大证券研究所

互联网技术日益成熟，并逐步渗透至健身领域，Keep、Fittime、咕咚等 APP 面世并解决用户健身指导、计数、社交等方面痛点，指导用户的健身行为。互联网健身项目的成熟有助于引导更多消费者尝试健身运动。

1.2.1、健身行业竞争激烈，市场集中度低

商业健身房本身投入门槛不高，主要有设备、场所及人力方面的资金投入，同等档次的健身房在器械引入、教练资源、课程设置甚至价格等方面区分度较小，门槛不高，竞争力多体现在选址、成本控制以及商业模式创新等方面。因此商业健身行业进入壁垒低，行业快速发展时大量新进入者会涌入。

传统商业健身行业是典型的服务业，私教、器械等服务具有较强的排他性，难以实现规模效益，区域性较强。一方面健身人群通常会就近消费，单个健身房依托所在的商圈，辐射的社区半径通常不超过2公里，另一方面连锁的健身俱乐部主要在起源地周边开店，尚未在全国范围内扩张，以直营模式为主。健身会员通常偏好熟悉的健身房，且预售制下利益会和健身房绑定，因此连锁健身房在其他城市的扩张难以打破现有健身房对用户的绑定。

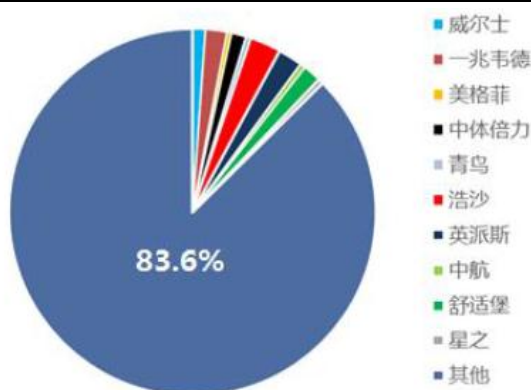
表 5：健身连锁俱乐部多在本地市场开店

公司	总部所在地	俱乐部主要分布地区
威尔士	上海	上海 83 家、重庆 6 家、北京 4 家、浙江 4 家、辽宁 4 家、江苏 2 家、湖北 2 家、四川 2 家等
一兆韦德	上海	上海 68 家、深圳 6 家、北京 6 家、其他地区 8 家等
美格菲	上海	上海 11 家、西安 3 家、武汉 2 家、郑州 2 家、杭州 1 家、北京 1 家等
中航时尚	深圳	深圳 17 家、北京 1 家、天津 1 家等

资料来源：各公司官网，光大证券研究所

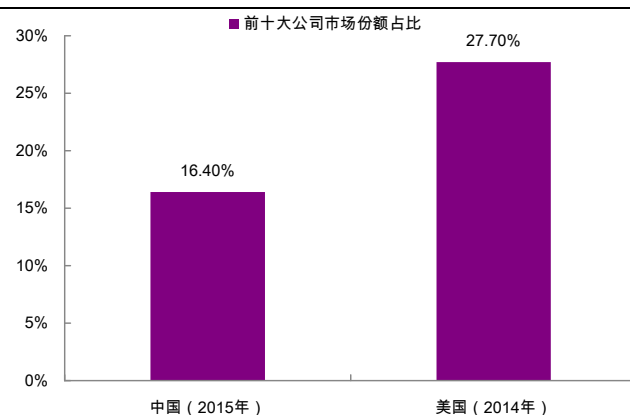
由于行业进入门槛低、区域性较强、连锁俱乐部以直营为主等原因，传统商业健身中有大量的中小健身会所，行业竞争激烈，集中度不高。此外，新兴的健身俱乐部及健身工作室进一步瓜分了市场份额。据中国产业信息网，2015 年行业前十大健身品牌的市场份额为 16.4%，连锁品牌多在总部所在区域市场，剩下的健身俱乐部中 66.8% 以非连锁小型俱乐部为主，经营规范度有待提高。而 2014 年美国前十大健身俱乐部市场份额为 27.7%，相比之下我国健身龙头市场份额仍有提高空间。

图 6：我国商业健身行业的集中度较低



资料来源：中国产业信息网

图 7：我国健身俱乐部市场集中度较低



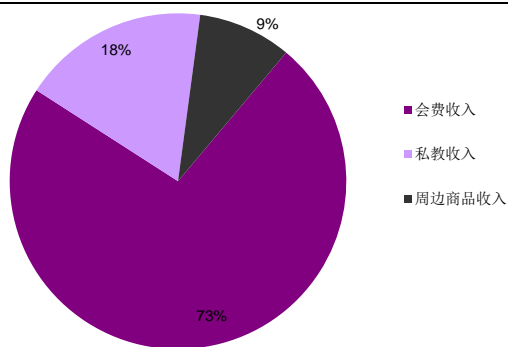
资料来源：中国产业信息网，IHRSA，光大证券研究所

1.3、盈利模式：健身俱乐部收入来源以预售+私教为主

1.3.1、俱乐部实行预售制，与健身行业需求特征有关

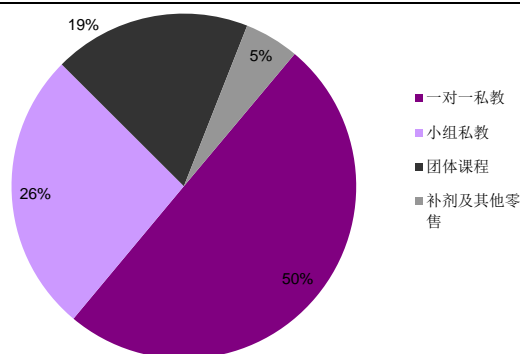
健身房的盈利来源主要包括会员卡（年卡、季卡、月卡），私教课程以及营养品、健身服等周边产品收入。目前我国商业健身房多沿袭 20 世纪初的美国，采用“年卡/季卡预售+私教”的盈利模式，收入来源较为单一，周边产品收入占比仅在 10% 左右。而当前美国健身俱乐部可通过会员准入、私教服务、团体课程、服饰及补剂等多种来源实现收入，盈利模式更为丰富。

图 8：我国健身俱乐部的收入主要依赖于会员卡及私教



资料来源：健身中国网，光大证券研究所

图 9：美国健身工作室收入来源较为丰富



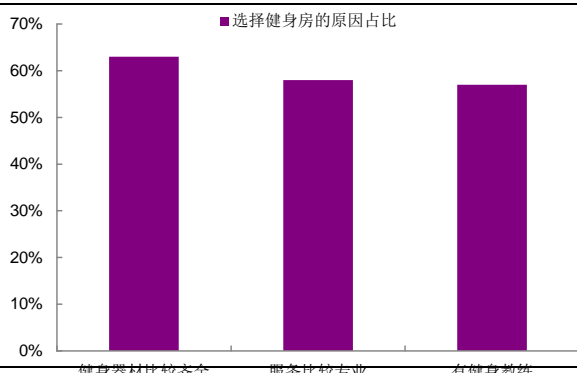
资料来源：AFS，光大证券研究所

健身房采用预售年卡+私教的盈利模式一方面可以快速回笼现金流、长期绑定消费者，另一方面也与当前中国健身需求“金字塔型”的特征有关：健身房难以区分不同类型的健身消费者，预售模式可以赚取不坚持锻炼的经济型用户的高额利润，并向健身爱好者提供私教进一步攫取价值。

据尼尔森咨询调查，健身人群选择健身房的原因主要有器材健全、服务专业以及有健身教练指导等。常见的健身用户主要分为两类：1）随着肥胖等问题加重、生活压力加大，越来越多的经济型用户走进健身房进行跑步、瑜伽、健美操等运动，在保持健康的同时也满足了减压、社交等需求。2）随着多年市场培育，我国健身爱好者群体也逐渐壮大，他们在健身上愿意投入时间和金钱，追求健美身材。

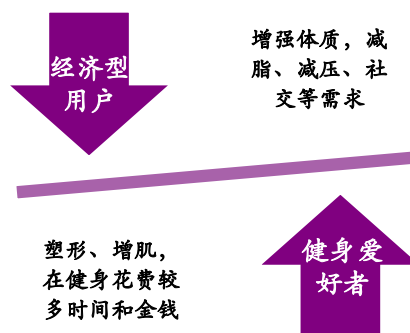
通常情况下，普通健身用户对健身的热衷度相对不高，消费频次及金额要明显低于健身达人，但人数要显著高于健身达人群体。而信息不对称条件下很难区分一个用户是否是狂热的健身爱好者（通过外形也只能部分区分）。

图 10：中国健身人群选择健身房的主要原因分布



资料来源：尼尔森咨询，光大证券研究所；注：健身用户选择健身房的原因可有多项，各项原因百分比加总大于 1

图 11：健身用户主要分为经济型用户和健身爱好者

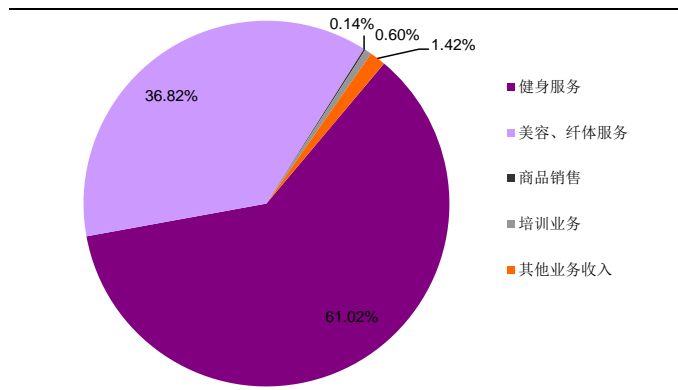


资料来源：光大证券研究所

1.3.2、高运营成本下传统商业健身房定价通常较高

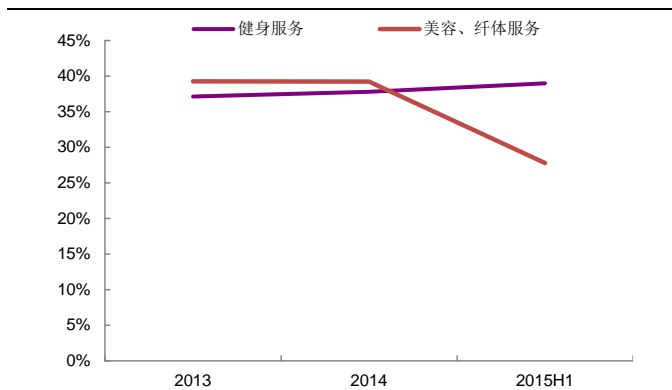
目前商业健身房的毛利率多在 40% 左右。以新三板健身及美容公司中航时尚为例，2015 年 1-6 月公司实现收入 9,829 万元，其中健身服务、美容纤体服务收入占比分别为 61.02%、36.82%，健身业务毛利率为 38.97%。2013 年后公司健身业务毛利率维持在 38% 左右，较为稳定。

图 12：2015H1 中航时尚收入主要来自健身和美容服务



资料来源：Wind，光大证券研究所

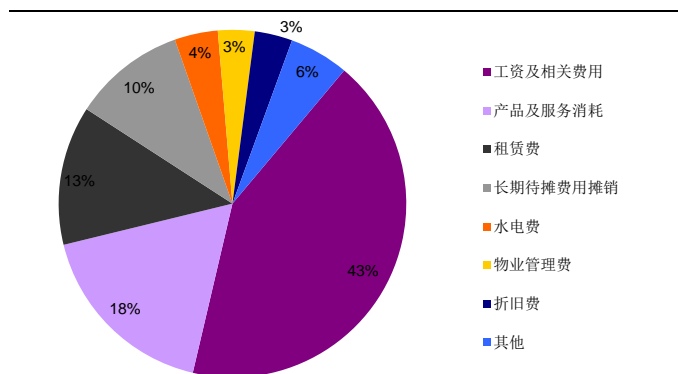
图 13：2013-2015H1 中航时尚主营业务毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

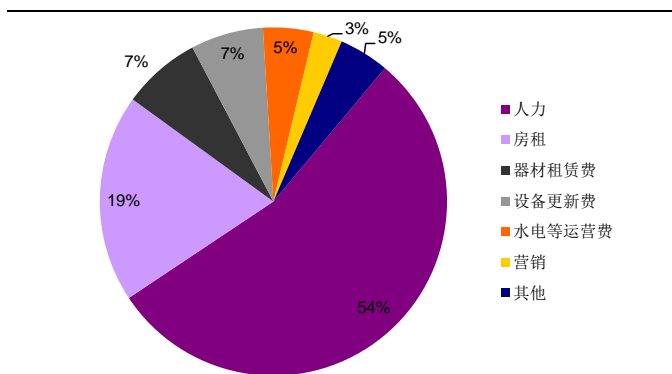
营业成本方面健身房作为服务业，其人工、产品及服务损耗、租赁方面等成本占比较高。健身房较为依赖区位优势，对上游地产商议价能力弱，好的健身房更是开在寸土寸金的商业中心区。以美国健身工作室为例，其租金仅次于人力，占总成本的 20%。在人力、租金等成本持续上涨的环境下，我国健身房运营成本压力不断加大，2015H1 中航时尚租赁费成本占比为 13%，而地段优越的健身房租金成本占比会达到 30% 以上。

图 14：2015H1 中航时尚成本结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：2015 年美国健身工作室的成本构成



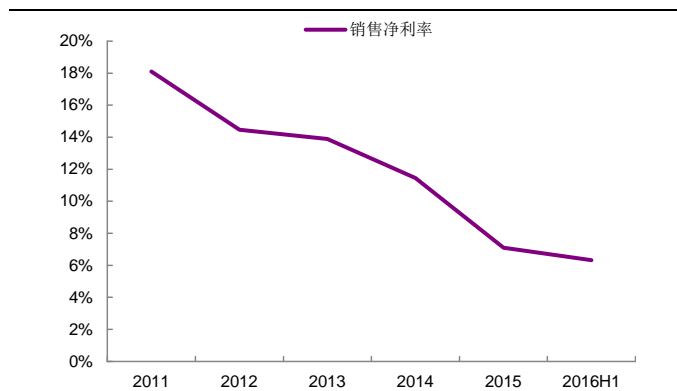
资料来源：AFS，光大证券研究所

由于市场竞争加剧，而健身俱乐部在营销、管理等方面投入不断加大，整体而言行业盈利水平不高。据懒熊体育数据 2013 年全国 80% 商业健身俱乐部处于盈亏平衡或亏损的状态，只有 20% 实现盈利。2011 年后中航时尚净利率不断下滑，2016H1 仅为 6.33%。

运营成本高企，健身俱乐部在不改变自身模式的前提下不得不制定较高的价格，通过隐性补贴的方式盈利。如果公司制定低于市场行情的入会价格吸引更多普通客户，那么由于运营成本高，公司很难实现盈利，并面临高峰时间段人数过多的风险。如果公司制定较高价格又面临客户基数小、规模效

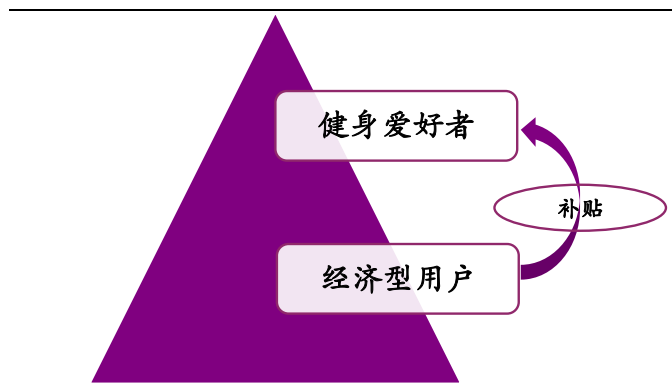
应不明显的风险。因此传统健身房统一向两者收取入会年费，吸引一部分健身次数低的客户，通过其消费频次低于年卡价值来间接补贴高频客户，实现自身盈利。

图 16：近年来中航时尚的净利率处于较低水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 17：传统健身俱乐部采用隐性补贴的方式盈利



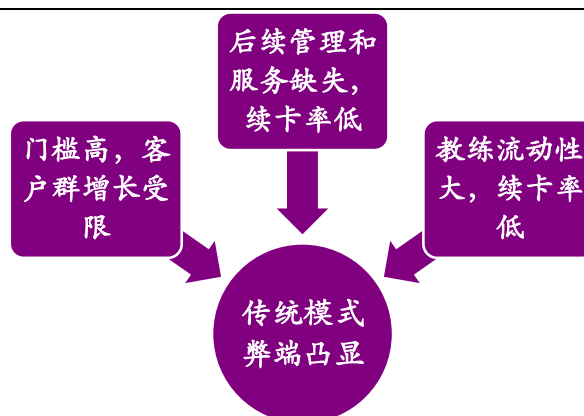
资料来源：光大证券研究所

1.4、行业弊端：商业健身行业传统模式痛点开始显露

在 2000 年后健身行业快速发展阶段，上述补贴模式较好地适应行业发展，给健身房带来稳定盈利。一方面健身爱好者数量和健身消费持续增加，带动收入增长；更重要的是，很多对健身感兴趣的普通用户没有办过健身卡，对坚持健身的“困难”估计不足，往往受销售人员的“蛊惑”办理了昂贵的健身卡，但事后并未消费过几次。因此普及期内传统模式下健身房能获得稳定收益。

但随着部分消费者经过二十一世纪前十年的“普及期”后更加精明，2010 年后这种“补贴”模式下健身俱乐部尤其是一线城市俱乐部收费门槛高、后续服务缺失、教练流动性大等缺陷逐渐暴露，一方面门槛高导致健身教练销售新卡的难度加大，另一方面服务缺失、教练流失也使得会员续卡率整体较低。因此传统健身俱乐部也开始探索商业模式优化提供更好的服务。

图 18：传统年卡预售模式有三大痛点

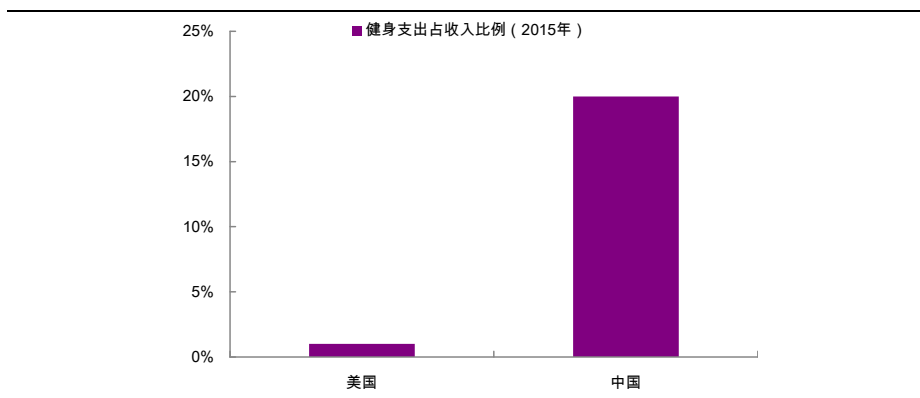


资料来源：光大证券研究所

健身房收费门槛较高，限制了客户群扩张。与美国相比，我国居民的健身成本相对更高，据 IHRSA 统计，2015 年美国人均健身消费 466 美元，占

人均收入不到 1%，而我国健身房年卡价格通常在 3,000 元以上，人均健身支出在 1 万元左右，占人均收入的 20% 以上。一方面，高房价压力下我国健身房的租金成本相对更高，另一方面，普及期内健身俱乐部发展模式较为粗放，因而收取高会员费来覆盖较高的运营成本。高收费门槛导致健身用户集中于中高收入群体，客户规模扩张受限。

图 19：中国居民的健身支出的收入占比显著高于美国居民

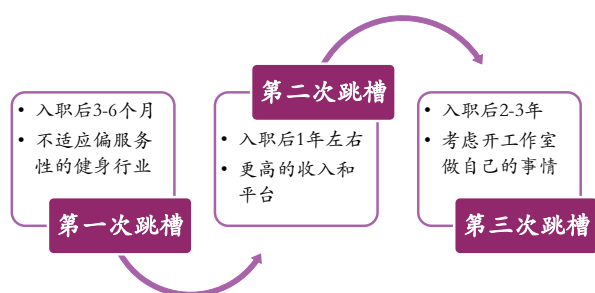


资料来源：IHRSA，光大证券研究所

会员服务水平较低、教练流动性大导致会员续卡率偏低。从长期发展来看，健身房需要培养会员运动习惯，提高续卡率，维持稳定的现金流。但在预售制模式下健身房往往重视会员办卡的短期利益，忽视后续的服务，导致健身房发展“后劲不足”。

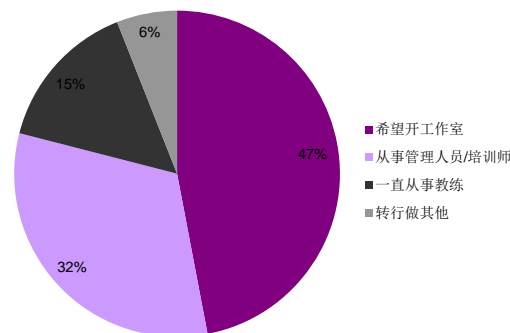
- ✓ 后续服务水平较低导致会员流失。我国健身行业发展时间相对较短，健身俱乐部整体服务水平不高。由于预收的会员年费占收入大部分，健身房对会员健身的指导和配套的服务重视程度不够，导致会员的健身体验较差，续卡率较低。因而健身俱乐部持续性增长受到影响。
- ✓ 传统运营模式下教练流动性大，同样导致会员流失。传统模式下教练收入主要来源于年卡销售提成和私教课，但一般来说课程收入 70%~85% 都归健身房，教练的年卡收入提成也不高，但销售压力较大。据《2016 年健身教练职业发展研究报告》调查，75% 的教练有业绩要求，平均每月的销售任务是 3.54 万元。因此健身行业流动性较高，79% 的教练希望以后自己开工作室或转做管理或培训，只有 15% 的教练一直从事教练行业。教练更换频繁影响会员健身指导进程，导致会员流失。

图 20：教练从业经历中往往跳槽频繁



资料来源：《2016 年健身教练职业发展研究报告》

图 21：15% 的健身教练希望一直从事教练职业



资料来源：《2016 年健身教练职业发展研究报告》

因此在传统模式痛点暴露、进入门槛低且同质化竞争的环境下，部分健身俱乐部尤其是非连锁小型俱乐部盈利困难，其中不规范者甚至在租赁场地、购进设备后，通过预售回收成本，然后携款潜逃。未来中国居民健身消费理念更为成熟，更多模式来不及转变的健身房将逐步被市场淘汰，市场集中度将逐步提升。

2、跨国对比：以美国为鉴，探中国健身产业发展之路

对比美国商业健身行业的发展历史，我们可以得出结论中国健身行业将迎来快速发展期。随着生活水平接近美国70年代的水平，中国居民对健康的重视程度增加，健身需求将进入内生性快速增长阶段。

2.1、美国健身行业发展历史

对美国健身俱乐部行业发展历程，可概括为以下四个阶段：

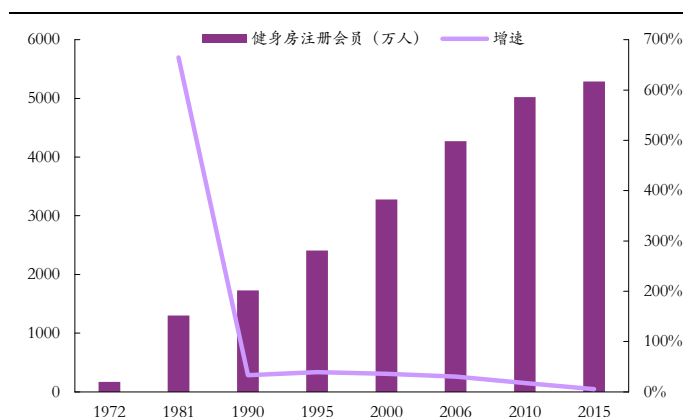
表 6：美国健身俱乐部发展历程概览

时间	发展阶段	行业特点	驱动力
20 世纪 50 年代	引入期	规模小、项目单一，主要以拳击、体操、举重等竞技类为主	40 小时工作制的普及和第三产业的发展，美国人有了更多的闲暇时间从事健身休闲活动
20 世纪 60 年代	普及期	开始进入到普及阶段，俱乐部数量不断增加、规模不断变大	政府对于体育运动的宣传；人们更加重视体育运动；健身、健美比赛的盛行激发了群众的热情
20 世纪 70-80 年代	快速发展期	内部设施更加多元化；私人教练需求增加；众多机构推出瑜伽、健美操等课程	收入增加和消费升级；肥胖和疾病增强运动观念；健美明星、杂志、电影的流行；国家对健身运动的提倡
20 世纪末至今	低速增长期	行业规模继续扩大但数量增长变缓，大型俱乐部开展多样化、集团化和连锁式经营；近年来私教工作室和互联网+健身发展迅速；产业内常有并购	经济低迷的影响，美国人对价格更加敏感；多样化需求增长；连锁经营的商业模式在美国大获成功；形体美需求爆发；对社群观念和归属感更加重视；人们受潮流的影响需求变化迅速；健身时间碎片化等

资料来源：光大证券研究所

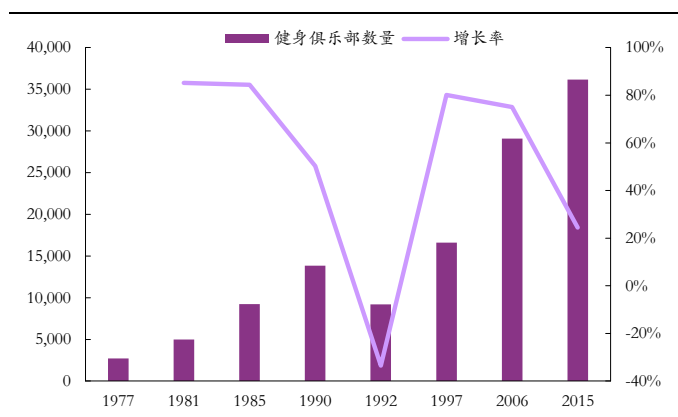
美国是当今世界体育产业最发达的国家，也是全球最大的体育健身市场。早在上个世纪50年代，美国开始出现健身俱乐部，但健身行业整体规模并不大，俱乐部数量有限，并且内容偏重于竞技类项目。60年代开始，随着大众体育运动在美国的兴起，健身行业进入普及阶段，俱乐部数量不断增加，行业规模持续扩张。70年代和80年代，健身行业进入到高速发展阶段，1972年后健身会员数增长显著，到1987年，超过70%的美国人养成了常规运动的习惯。90年代以后，健身俱乐部行业发展开始放缓，会员数增速持续下滑，俱乐部数量增速在1992年转为负值。但随着Planet Fitness、Anytime Fitness等以加盟模式为主的俱乐部以及小型健身工作室崛起，1997年后健身俱乐部数量恢复快速增长。

图 22：1972 年后美国健身房注册会员数量快速增长



资料来源：IHRSA，光大证券研究所

图 23：1972 年后美国健身俱乐部数量快速增长



资料来源：IHRSA，光大证券研究所

2.1.1、60 年代健身行业开始在全美普及

20 世纪 60 年代前，美国运动健身业整体规模较小，项目单一，主要以拳击、体操、举重等竞技类项目为主。60 年代开始，大量无运动习惯的美国人产生了参与运动的意愿，参与大众体育运动成为新风尚。1961 年肯尼迪总统就任青年健康委员会主席，提出“促进人民参加体育活动并提高他们的体质水平，永远是美国的基本政策”。在其影响下，大众体育娱乐在美国兴起，各种体育健身俱乐部开始发展。

健身、健美比赛的出现加速了美国健身文化的普及。1950 年开始的“NABBA 宇宙先生”健身大赛在 60 年代继续风靡，1965 年更是引入了“NABBA 宇宙小姐”比赛。“现代健美之父”乔·韦德于 1965 年开创了最具影响力和最高水准的职业健美比赛“奥林匹亚先生”，同时设立了高额奖金，推动健美运动进一步发展，激励更多的人加入健身、健美事业。

图 24：美国“NABBA 宇宙先生”大赛和“奥林匹亚先生”大赛



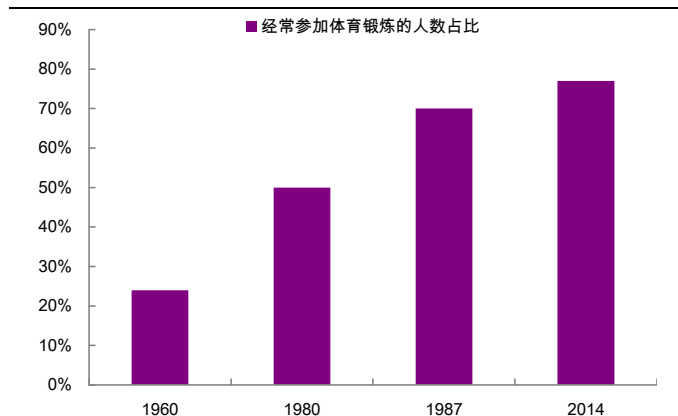
资料来源：健美百度贴吧

2.1.2、70-80 年代美国健身行业迎来高速发展

20 世纪 70 和 80 年代，美国健身俱乐部行业进入高速发展的黄金期，健身供给持续优化，健身需求快速增长。

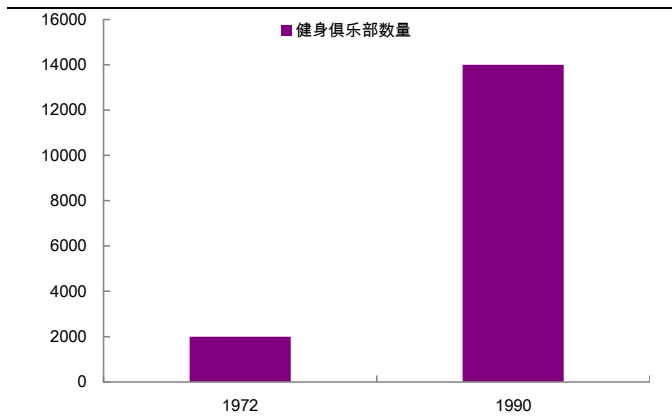
- ✓ 跑步机、脚踏车、杠铃等增强健身效果的健身器械开始风行，器材制造商涌现。Arthur Jones 创立了器械品牌“Nautilus”，并于 1951 年发明了跑步机，1968 年发明了室内单车，1970 年发明了商用力量健身器材。健身房内部设施更加多元化，并相继推出瑜伽、健美操等课程，给人们带来了更优质健身体验。私人教练群体产生并逐渐被大众所接受，同时也成为健身推广的驱动力。
- ✓ 健身成为时髦的生活方式，健身俱乐部数量和会员数量激增。健身注册会员数量从 1972 年的 170 万人快速增长到 1990 年的 1800 万人。美国俱乐部数量从 1972 年的约 2000 间增长到 1990 年的 14000 间。1985 年电影《Perfect(至善至美)》成功塑造了有氧舞蹈教练 Jamie Lee Curtis 的迷人形象，使有氧操等课程吸引了公众的眼光，推动有氧健身课程和健身教练的普及。

图 25: 70-80 年代美国经常参加体育锻炼的人数占比显著提升



资料来源：美国体育运动理事会，光大证券研究所

图 26: 70-80 年代美国健身俱乐部数量快速增长

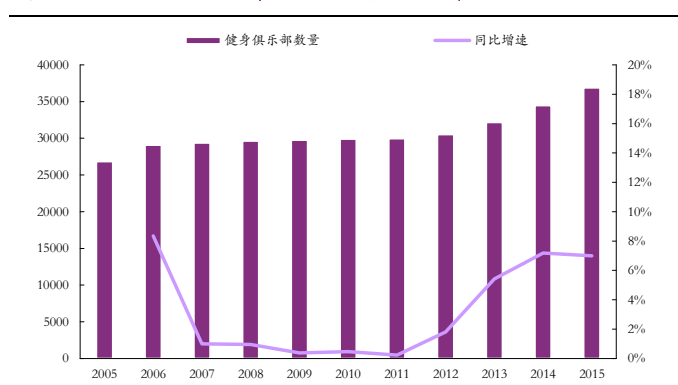


资料来源：美国体育运动理事会，光大证券研究所

2.1.3、90 年代后美国健身行业进入发展成熟期

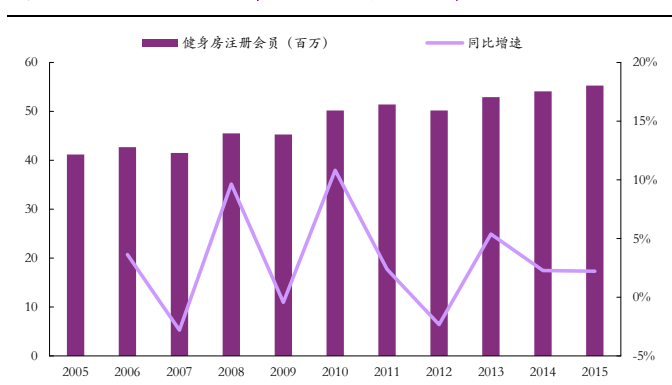
90 年代后，健身器材及俱乐部的发展吸引了更多消费者走进俱乐部，但整体来看美国健身行业逐渐趋于成熟，健身人群占比的增幅下降，尤其是 21 世纪后美国健身俱乐部及健身会员数量增长速度放缓，行业趋于稳定。2013 年美国健身俱乐部收入为 218 亿美元，拥有会员 5,020 万人。

图 27: 2005-2015 年美国健身俱乐部数量



资料来源：IHRSA，光大证券研究所

图 28: 2005-2015 年美国健身俱乐部会员数量

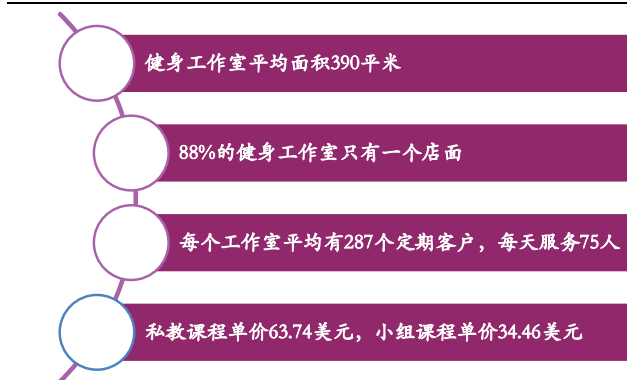


资料来源：IHRSA，光大证券研究所

随着行业不断成熟，美国健身用户的需求也出现了分化，行业不断衍生出新的业态满足消费者需求。

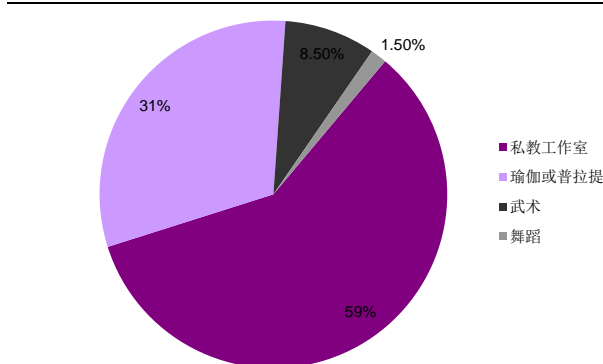
- ✓ 受经济增速放缓的影响，一部分美国人对健身价格更加敏感，逐渐削减健身预算，价格低廉的健身俱乐部更受消费者的青睐。据IBIS调查，以Planet Fitness为代表的环境相对一般、会费低（每月10-15美元）的健身房市场份额快速增长，2015年Planet Fitness已经有超过1,000家连锁店，拥有超过710万会员，成为过去几年快速增长的俱乐部之一。
- ✓ 部分美国消费者的健身需求更为细化，近年来专注于1~2项健身运动如动感单车、普拉提或瑜伽的小型健身工作室发展迅速，据IHRSA统计，2014年精品健身房、小型工作室占据了美国健身市场的21%。据美国AFS协会调查，2015年全美国有超过10万家的健身工作室，88%的健身工作室为私营的单店，其余为连锁或加盟店面。

图 29：美国健身工作室的特征调查



资料来源：美国 AFS 协会，光大证券研究所

图 30：2015 年美国健身工作室的构成



资料来源：美国 AFS 协会，光大证券研究所

2.2、美国健身龙头的崛起之路

2.2.1、美国健身俱乐部运营分化，集中度提高

随着行业发展日趋成熟，美国健身行业进入“存量博弈”市场，消费者需求变化主导健身行业创新升级。例如大部分消费者更加成熟后，不希望受长期会员束缚，更关注会员退卡等相关权利。这一过程中不断学习的经营商进行商业模式的创新解决细分人群痛点，从而实现快速发展，而固守原有模式的企业在竞争中败下阵来。美国优势健身俱乐部继续扩大规模，顺应消费需求向集团化、连锁化、多功能的方向发展，在行业内市场份额逐渐提升。

- ✓ 部分较早成立的俱乐部并没有及时革新运营模式满足新的消费体验，从而破产（如Bally Total Fitness）、被兼并（如Esporta, Cannons, Lifestyle Family Fitness）或被分解（如Compagnie Gymnase）。其中Bally Total Fitness前身成立于1983年，曾一度发展为全美最大的健身俱乐部，在全球拥有440个健身会所，但由于公司长期采用年卡+私教的单一业务模式，并采用陷阱式销售方式促使会员签订3年期合同并拒绝会员取消，在被消费者抛弃后逐渐走向破产。

- ✓ 积极变革传统商业模式或采用新兴HV/LP（薄利多销）模式的健身俱乐部更多从消费者角度考虑问题，更好地满足健身需求。例如LA Fitness向会员收取30美元的月卡费用，并额外收取99/199美元的开通费，选择199美元的会员可以随时终止会籍。而低价代表Planet Fitness收取49美元的初始会员开通费后，每个月费用仅为10/15美元，其中15美元的会员可随时终止会籍。
- ✓ 此外加盟模式更多地应用到了健身行业当中，推动健身品牌快速成长。传统健身俱乐部成立时间早，在需求不成熟的条件下贸然加盟容易引起价格战（加盟商急于收回成本），故多采用直营模式进行发展，导致扩张速度缓慢。但随着健身需求普及，“高会员数量、低会籍价格”成为可行的竞争策略，新成立的品牌尤其是平价品牌多选择加盟模式进行扩张，实现收入快速增长。

图 31：早期成立的美国健身俱乐部以直营模式为主

公司	成立时间	直营数量	加盟数量	合计
LA Fitness	1984	630	0	630
24 Hour Fitness	1979	450	0	450
Health City/Basic-Fit	-	350	0	350
Goodlife Fitness and Energetic Cardio	1979	327	0	327
Fitness First Finance	1993	325	45	370
Virgin Active	1998	267	0	267
B-Fit Health	1980	235	0	235
McFit	1997	223	0	223
ClubCorp	1957	200	0	200
Groupe Moving	1984	198	0	198

资料来源：IHRSA，CBI 杂志，光大证券研究所

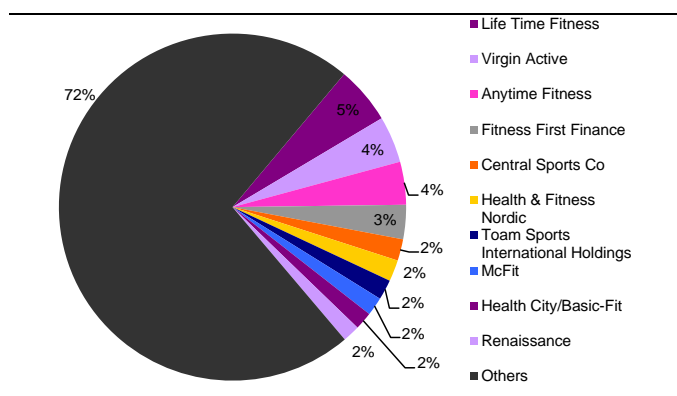
图 32：后期成立的美国健身俱乐部以加盟模式为主

公司	成立时间	直营数量	加盟数量	合计
Anytime Fitness	2002	28	2711	2739
Snap Fitness	2003	128	1306	1434
Planet Fitness	1992	55	863	918
Mrs. Sporty	-	6	548	554
Gold's Gym International	1965	148	541	689
Pure Barre	2001	14	265	279
L'Orange Bleue	-	0	261	261
9 Round	2008	0	217	217
Bodystreet	2007	10	202	212
Injoy	-	2	202	204
Koko Fitness	2007	0	130	130

资料来源：IHRSA，CBI 杂志，光大证券研究所

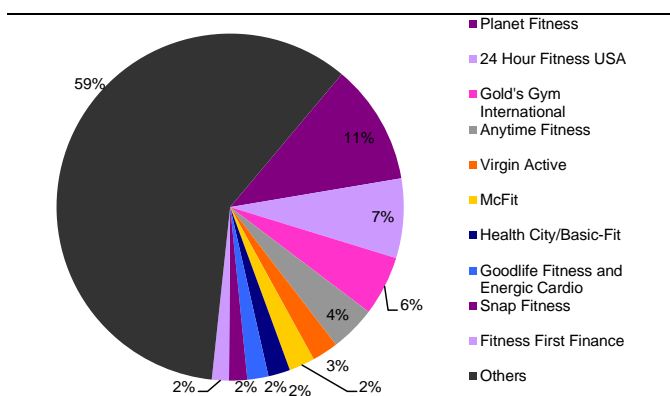
随着健身龙头企业的崛起，美国健身行业的集中度也达到了较高水平。据IHRSA与CBI杂志统计，2014年全美前25家俱乐部的门店数由2000年的3,746家增长到4,411家，年收入由42亿美元增长为88亿美元，在全行业中占比分别为13%和36%，其中Life Time Fitness收入占比为5.33%居首。

图 33：2014 年美国健身行业龙头收入占比



资料来源：IHRSA，CBI 杂志，光大证券研究所

图 34：2014 年美国健身行业龙头会员数占比



资料来源：IHRSA，CBI 杂志，光大证券研究所

从档次来看，行业龙头多为面向中产阶级及低收入群体的健身品牌，高端品牌客户群体基数小，公司收入规模受限。但近年来高收入人群对健身的

重视程度高于大众群体,2012-2015年间以SoulCycle、CrossFit、Pure Barre、Orangetheory等为代表的高端连锁店品牌收入增长超过70%。

2.2.2、Life Time Fitness：针对中产阶级的健身龙头

Life Time Fitness于1992年在美国创立，旗下包括Life Time Fitness和Life Time Athletic两个品牌。公司2004年在纽交所上市，上市后不断扩张，其连锁健身会所的数量由2004年的44家增长到2015年6月的115家，雇员总数超过2万人，会员人数超过129万人，是美国地区领先的一站式大型健身中心。2015年3月，公司接受Leonard Green & Partners与TPG为首财团的40亿美元的收购私有化退市，收购PE达到33倍。

近年来公司收入保持平稳增长，2014年营业收入达到12.90亿美元，同比增长6.5%，净营业利润达到1.14亿美元，受财务费用及高折旧费用的影响同比下降5.79%。

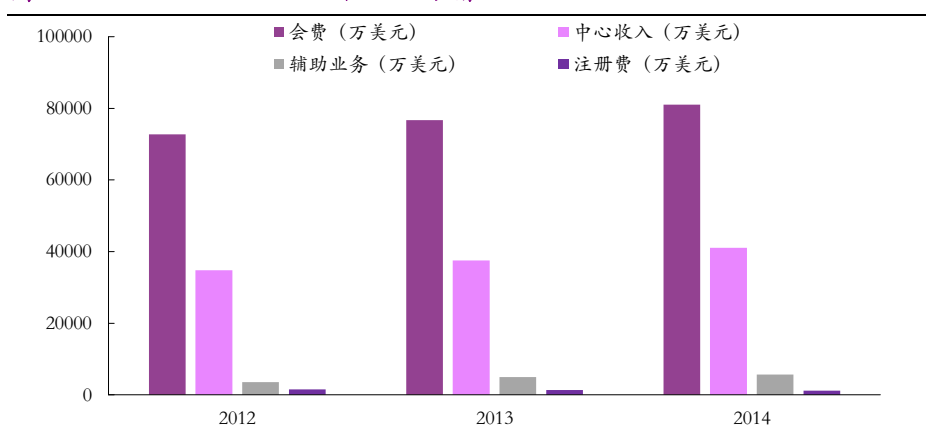
表 7：Life Time Fitness 的主要财务指标

	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%
归母净利润 (亿美元)	0.81	0.93	1.12	1.21	1.14
YOY	11.50%	14.75%	20.41%	8.52%	-5.46%
毛利率	65.66%	57.35%	60.63%	61.45%	64.15%
净利率	8.88%	9.17%	9.94%	10.03%	8.84%
ROE	10.23%	10.30%	10.99%	10.92%	10.42%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

公司收入来自四部分：1) 会费收入是公司最主要的收入来源，2012—2014年分别贡献收入的64.6%、63.6%和62.8%。2) 中心收入如私教课程、团体操、SPA、咖啡产品及服务对于收入的增长也起到重要的支撑作用，近三年占收入比重由30.8%提升至31.9%。3) 第三个收入来源于公司新发展的辅助业务，包括健康计划、赛事运营和媒体三项业务，占总收入的比例由12年的3.2%增长到14年的4.4%。4) 此外收入还包括会员注册费，由于公司加大促销力度，2012年后注册费收入逐渐下滑。

图 35：Life Time Fitness 收入细分情况



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

完整的健康管理满足顾客的全方位需求。公司不仅为顾客带来传统的健身体验，并且提供全方位的健康管理，项目包括：1) 以肌肉锻炼为中心的

室内器械健身和户外运动；2) 以美容养颜为中心的spa水疗、瑜伽、普拉提；3) 以调节新陈代谢为中心的营养护理服务；4) 以脊骨康复为中心的非侵入性软组织和关节的治疗方案；5) 为会员提供全面的健康检查，根据检测数据设计个性化的全面健康计划。

近郊选址建立多元化一站式会所。1) 公司从选址筹划开始，采用一整套的标准化实施方案，都市近郊的选址模式一方面有效降低了租用物业的成本，另一方面拥有更大的空间为会员提供多样化服务。2) 公司会所平均面积超过1万平方米，可以同时容纳6,500至11,500名会员活动。运动方面，会所除了配有标准运动器材，还包括室内外泳池、大型地面停车场、正规篮球场和网球场等。健康和休闲方面，公司还为会员提供小型门诊、咖啡厅、儿童活动中心等区域。

图 36: Life Time Fitness 健身会所外观



资料来源：公司官网

图 37: Life Time Fitness 室内设施



资料来源：公司官网

多等级收费模式扩大消费人群。1) 公司将会员套餐分成5个等级：青铜、黄金、铂金、玛瑙、钻石，主要会员卡为月卡，会费根据项目和门店的不同在45-160美元之间不等。2) 公司提供个人入会和家庭入会两种收费模式。为了配合按家庭入会的会员，俱乐部专门设立了专门供儿童使用的健身及娱乐空间。3) 公司复合型的收费模式有效扩大了会员基数，促进了销售收入的增长。

表 8: Life Time Fitness 会员卡类型

会员卡类型	注册费用(美元)	个人价格(美元/月)	家庭价格(美元/月)	可享受的健身中心
青铜	105	45-55	95-135	全部青铜级健身中心
黄金	115	55-80	135-170	全部青铜级和黄金级健身中心
铂金	115	80-90	180-190	全部青铜级、黄金级、和铂金级健身中心
玛瑙	145	80-120	170-260	全部青铜级、黄金级、铂金级和玛瑙级健身中心
钻石	165	135-160	285-340	全部健身中心

资料来源：公司官网，光大证券研究所

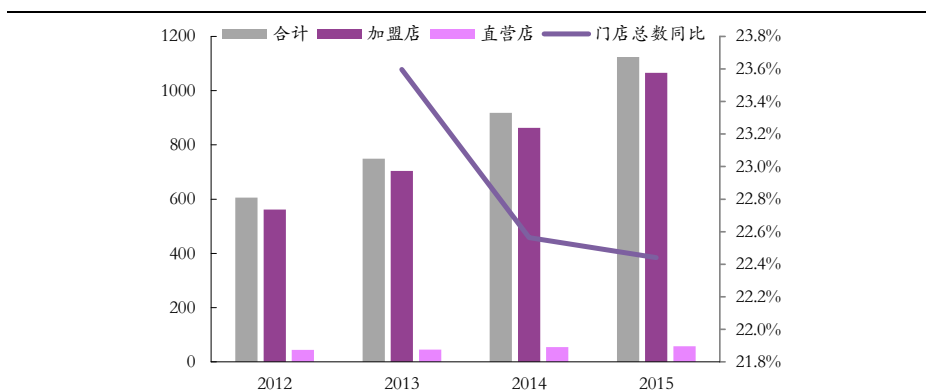
2.2.3、Planet Fitness：快速成长的平价健身连锁俱乐部

Planet Fitness于1992年在美国多佛成立，2015年8月在纽交所上市。公司2003年开始特许经营，至2015年底拥有超过1,000家连锁店，会员人数达到730万，是美国规模最大、发展最快的健身中心之一。公司采用连锁化和

标准化的发展模式，赋予健身“快餐式”的经营概念，致力于打造健身行业的麦当劳。

公司规模：1) 门店数量从2012年的606家发展至2015年的1,124家，其中58家为自营店，未来规划在美国地区开设超过4,000家门店。公司将继续采用加盟为主的扩张模式，现有加盟商已经承诺未来在美国加拿大分别新增1000家和100家加盟店；2) 会员人数增长迅速，从2011年的290万人增长至2015年的730万人。

图 38: Planet Fitness 的门店数快速增长



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

业绩方面：公司近年收入和毛利率水平维持快速增长，2015年总收入达到3.31亿美元。净利润15年大幅度下降，原因是上市产生的费用以及上市后提升的所得税率。

表 9: Planet Fitness 的主要财务指标

	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入 (亿美元)	1.36	1.6	2.11	2.79	3.30
YOY		17.65%	31.88%	32.23%	18.28%
归母净利润 (亿美元)	0.27	0.24	0.25	0.37	0.19
YOY		-11.11%	4.17%	44.70%	-49.70%
毛利率	57.35%	60.63%	61.45%	64.15%	65.66%
净利润率	19.85%	15.00%	11.85%	13.26%	5.76%
ROE				18.38%	37.74%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

具体来看，公司收入包括经销商加盟收入、直营店、经销商器材代理收入三部分。1) 随着连锁店数目的增加，公司加盟管理收入近年保持两位数的增长，收入占比也不断扩大，13-15年的加盟管理收入分别为4,400万、7,100万和8,800万美元，占总收入比例由13年的21%增长到15年的27%。2) 公司直营店相比于连锁店收入增速较缓，所占总收入比例有所降低，13-15年直营店收入分别为6,700万、8,500万和9,800万美元，占总收入比例由32%下降到30%。3) 连锁店器材代理收入在过去的三年里分别为9,900万、1.23亿和1.44亿美元，占总收入的比例由47%下降到44%和43%。

低会费和去标准化吸引大众客户。1) 不同于其他健身房满足20%有强烈健身需求顾客的高会费策略，公司从1996年至今始终保持每月10美元的普通会员费、每月19.99美金的黑卡会费，远低于每月52美元的行业平均水平，

成功吸引到大量追求健康但没有强烈健身意识的顾客。2) 公司取消了高强度的运动器材、不常使用的健身项目和果汁吧等不必要的配套项目，保持有氧+固定式的基础设施，用去标准化的方式成功打造适合大众人群的健身休闲模式。

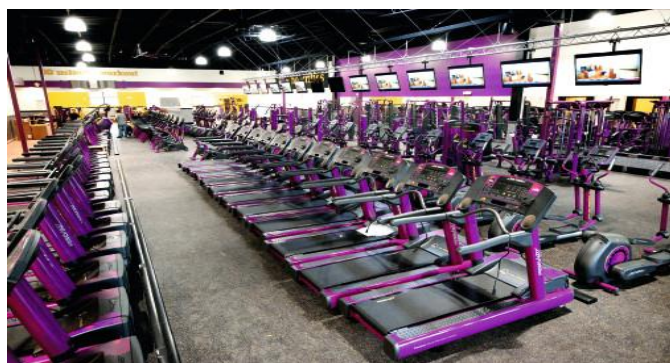
表 10: Planet Fitness 的会员卡类型

会员卡类型	价格	内容
普通会员卡	10 美元/月	仅限办卡所在健身房享受会员待遇，免费获得运动 T 恤，免费使用全部健身器材，无限次参与 PE 健身训练课程
黑卡会员	19.9 美元/月	需缴 20 美金的注册费，可在北美任意健身房进行锻炼，另外可以免费使用按摩椅、按摩水床、晒黑机等器材，可免费获得理发等服务

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

特色活动提高客户黏性。从90年代开始，公司不断增加特色项目来提高品牌吸引力，保持高水平的会员增长率和低水平的客户流失率。公司举办的特色活动包括每月第二个星期二的“会员披萨活动日”，提供无限量供应免费披萨和甜甜圈，以及每月的免费披萨夜和每月的“会员免费杯果早餐日”等。

图 39: Planet Fitness 的健身俱乐部内部设施



资料来源：公司官网

图 40: Planet Fitness 举办披萨活动日



资料来源：公司官网

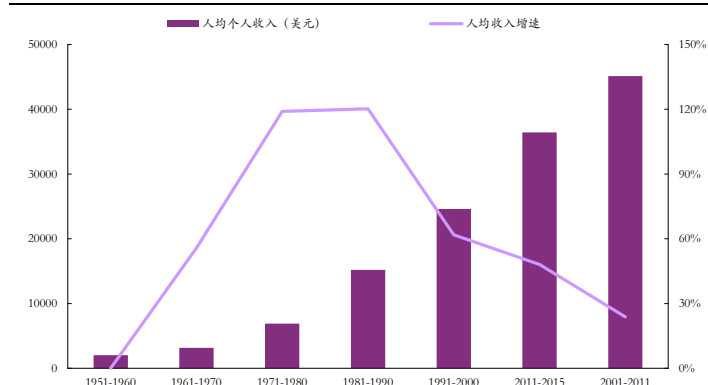
2.3、对比结论：我国健身行业将迎来黄金成长期

2.3.1、美国健身行业快速发展期的推动因素与中国类似

20 世纪 70-80 年代美国健身行业迅速发展的背后是居民收入增长、消费意识升级、政府推动等因素，健身快速普及，成为全民运动。

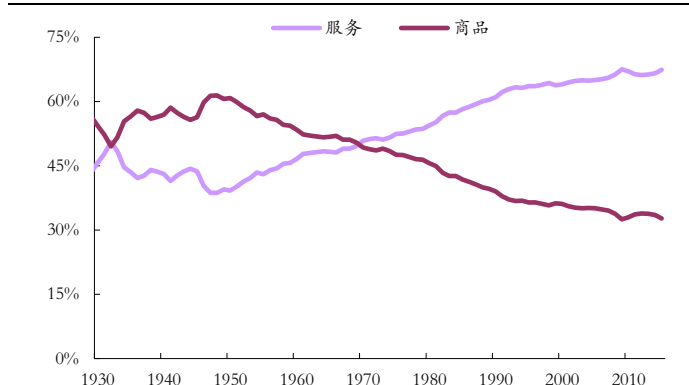
- ✓ 个人收入的大幅度提高和消费结构升级，拉动健身休闲消费。受益于二战后欧美经济迅速发展，70 年代美国人均国民收入超过 7,000 美元，1970-1990 年的 20 年间，人均收入增速超过 100%。在 1965 年之前，美国商品消费占家庭消费支出比重维持在 50%以上的高位，70 年代开始，服务消费超越商品支出，并在之后继续保持快速增长。美国人不断增加对休闲娱乐等服务业的消费支出，开启了健身休闲娱乐的黄金时代。

图 41：70-80 年代美国人均收入快速增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

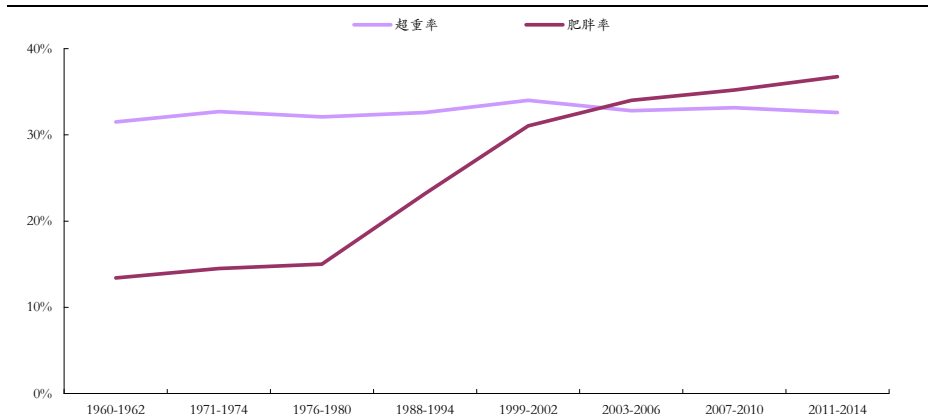
图 42：美国商品支出和服务支出占消费支出比例



资料来源：Wind，光大证券研究所

- ✓ **健康问题促进健身观念的增强。**二战过后美国经济快速发展，居民生活富足带来了肥胖问题，70 年代肥胖率大幅度上升，同时导致了糖尿病以及肥胖相关的心脏病、高血压的高发。美国人普遍认识到运动和健康生活的必要性，积极健身预防代替了有病求医。

图 43：美国居民的超重率和肥胖率



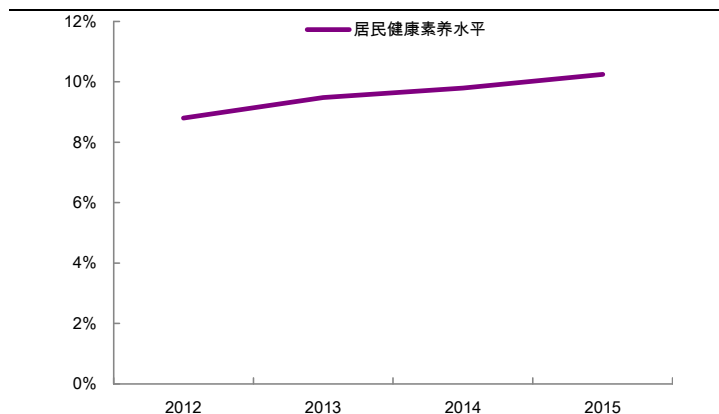
资料来源：美国 NHIS，光大证券研究所

- ✓ **对于炫耀性消费的追求和个人形象的管理的重视。**体育消费被认为是体现生活质量和消费层次的一种方式，具备炫耀性和时尚性消费的特征。越来越多人选择健身不仅为了增强身体素质，预防疾病，同时也为了塑造强壮的肌肉和迷人的身材，从而增加自信。健身爱好者的增加促进了健身俱乐部的发展。
- ✓ **政府对于健身运动的推广。**美国是世界上最早实施健康战略的国家，二十世纪七十年代后，美国政府制定了若干国民健康促进政策。1979 年美国卫生与公共服务部提出的《人人健康》中正式采用了健康战略这一概念。1980 年美国发布了《健康公民 1990》的战略报告，标志着美国正式启动了国家健康战略计划，将体育活动列为战略优先发展领域的第一大领域。

与 20 世纪七八十年代的美国类似，当前中国健身行业也经历着居民收入提升、健康观念增强、对个人形象重视以及政府推广等变化，美国健身行业发展经验对判断中国健身产业未来趋势具有指导意义。2015 年中国人

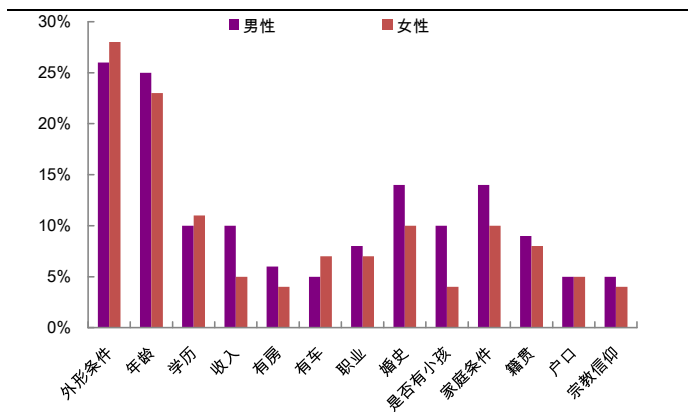
均国民收入达 7,820 美元，与 70 年代的美国接近，达到中等收入国家水平，一线城市接近发达国家水平。收入提升后居民对健康和外在形象的重视度提升，近几年我国居民健康素养水平稳步上升，外形被越来越多人群尤其是年轻人所重视。此外政府也加大对体育健身的扶持，我国健身需求也将快速释放。

图 44：近年来我国居民健康素养水平逐步提升



资料来源：国家卫计委，光大证券研究所

图 45：2016 年调查显示 90 后择偶最关注外形条件



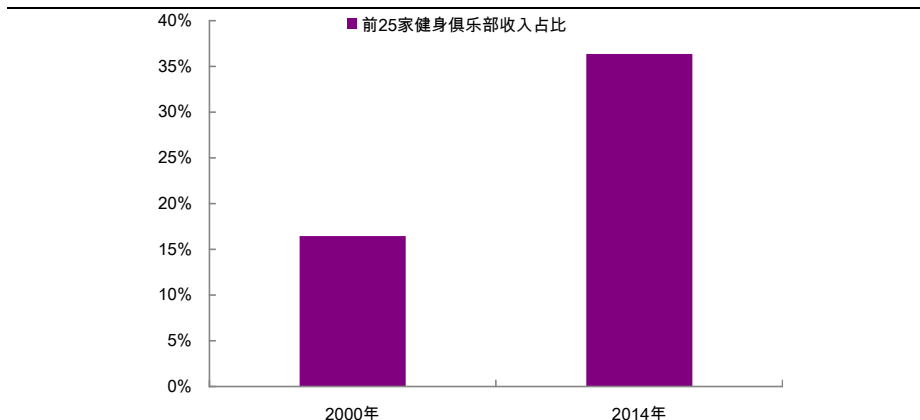
资料来源：世纪佳缘，光大证券研究所

尽管当前互联网的吸引使得很多中国年轻人不愿意参与健身活动，但考虑到互联网时代信息传播更为畅通有助于健身潮流的形成，PE 发展成熟背景下资本对健身行业的扶持更加充分，以及七八十年代美国健身行业发展过程中健身器材不完善制约健身需求、当前健身器材供给更为适合人们运动，种种有利因素能部分抵消互联网对健身习惯的冲击。综合来看我们判断中国健身行业将与 1970 年后美国健身行业类似，有望迎来二十年的黄金成长期。

2.3.2、循美国之径，中国健身龙头集中度有望提升

美国健身行业不断成熟，龙头崛起带动行业集中度提升。在行业的快速发展期，美国健身俱乐部收入和数量同步快速增长，龙头公司以直营方式为主，扩张较慢，行业相对分散。20 世纪 90 年代健身行业发展较为成熟，收入增速放缓，俱乐部数量出现下降，行业集中度开始显著提升，2014 年美国前 25 家俱乐部收入占比为 36.36%，较 2000 年提高 19.93PCT。

图 46：美国前 25 家健身俱乐部收入占比提升



资料来源：IHRSA，光大证券研究所

从美国健身行业发展经验来看，针对大众市场的俱乐部成长空间更大，2014 年收入前十的公司大多面向中产阶级家庭，在全国范围内拓展渠道。随着消费者成熟公司更多采用月卡+注册费模式以符合消费习惯，较低注册费的会员提前终止会籍会缴纳违约金。此外行业发展早期龙头公司多采用直营模式，以防需求尚未普及的环境下渠道商过度竞争导致亏损，而健身需求普及后龙头多采用加盟等模式，标准化运营降低成本和价格，扩张市场份额。

从美国的行业发展格局来看，中国健身行业随着龙头的崛起有望迎来集中度提升的趋势。目前我国健身需求正在快速普及，政策及资本的扶持将加速这一过程。未来“健身爱好者+经济型用户”的二元需求结构有望得到改善，在此过程中及时革新商业模式的传统健身俱乐部能跟进消费习惯的变化，蜕变为行业龙头，推动市场集中度提升。

定位大众、主动优化商业模式的健身龙头发展空间相对更大。与美国相比，中国健身人口规模更加庞大，在消费逐渐普及后，大众定位的龙头将拥有更多的俱乐部和会员数量、更高的收入规模。这一过程中传统的“年卡预售绑定+私教服务”商业模式将会被革新，在控制成本的前提下推广平价月卡模式的公司受到消费者欢迎，在竞争中胜出。此外加盟模式的兴起也加快了健身房成长的速度。

3、动力与趋势：健身需求方兴未艾，供给业态革故鼎新

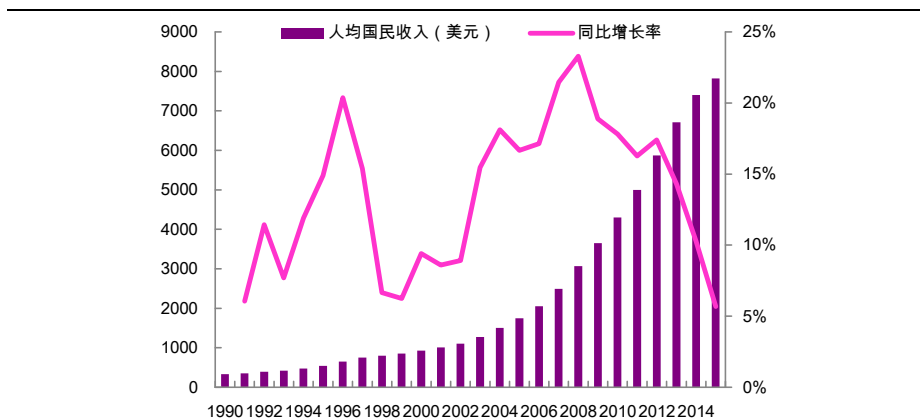
尽管行业经历了短期调整，我们仍看好健身行业发展前景，未来健身行业将呈现如下趋势：一方面，健身消费有一定收入门槛，收入提升使得更多消费者有能力进入健身房，而健身意识提升可推动更多有消费实力的居民增加健身消费，我国健身需求还有很大释放空间；另一方面政策利好、资本扶持等因素驱动健身服务供给不断优化，健身便利性提高，新型健身房、互联网健身项目开始崛起，反过来进一步刺激健身需求和市场规模的增长。

3.1、健身需求持续扩张，落后地区仍有较大发展空间

3.1.1、需求释放，健身群体规模整体保持增长

收入提升是健身需求发展的首要前提。目前健身行业仍以“年卡/季卡+私教”模式为主，健身会员每年的平均花费在 1 万元左右，一线城市健身年卡价格通常在 3,000 元以上，健身消费需要有较高的收入作为支撑。随着我国收入提升，更多居民有望迈过“收入门槛”从而有实力进行健身消费。

图 47：我国人均国民收入持续增长

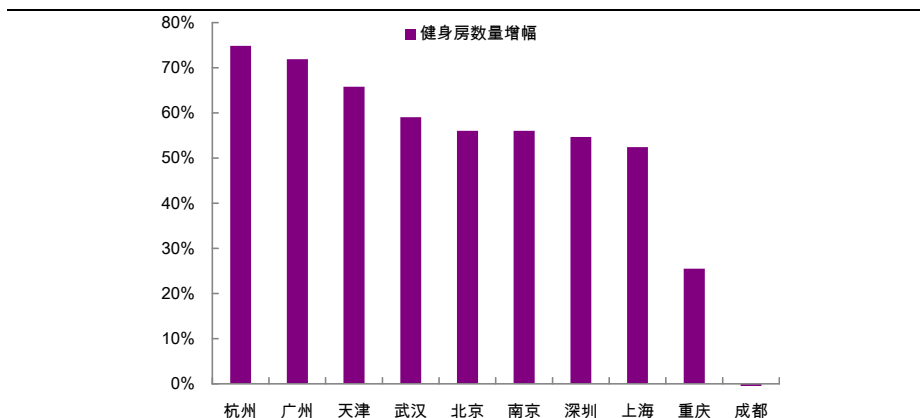


资料来源：世界银行，光大证券研究所

消费升级，居民参与体育运动的热情将持续升温，体育人口不断扩张。随着生活水平的提升以及消费观念的改变，中国城乡居民更加重视健康，尤其是青少年的身体素质，对体育运动的参与度也在提高。2014 年我国经常参与体育锻炼的人口约为 4 亿，体育产业规模为 1.35 万亿，到 2020 年上述两个指标有望达 4.35 亿和 3 万亿。

体育人口扩张将带来更多健身用户，对健身房需求持续释放。健身对于体育爱好者来说是很有效的方式，但对多数人而言体育健身比较“反人性”、枯燥无味，因此更多消费者尤其年轻人选择健身房，在教练的指导监督下进行锻炼，并通过网上健身视频、健身 APP 等途径进行提高。据大众点评数据，2015.4-2016.3 中国健身房最多的前十大城市中，有 8 个城市的健身房数量增长超过 50%。

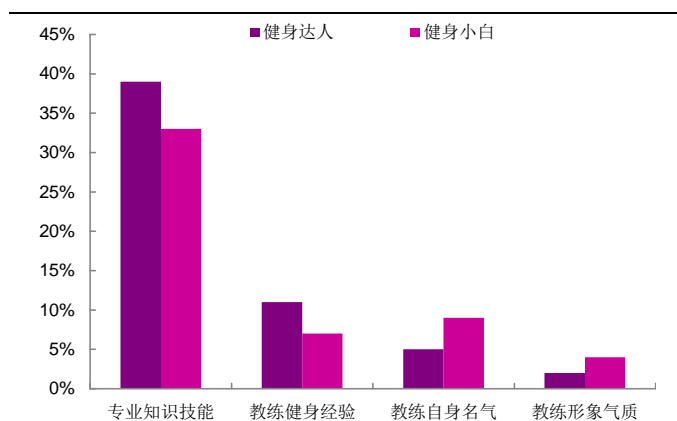
图 48：我国健身房数量前十大城市中健身房数量增幅普遍较大



资料来源：世界银行，光大证券研究所

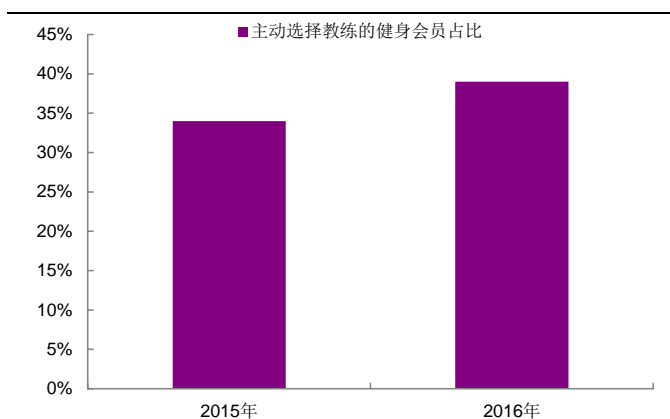
健身需求不断升级，对私教等需求提高。据国家体育总局发布的《2016 年健身教练职业发展研究报告》，对于健身“小白”和健身爱好者来说，选择教练首要考虑的因素主要是专业知识。随着我国健身会员对科学指导更为重视，追求更快、更好地提升锻炼效果，健身教练的重要性增加，2016 年 39% 的健身用户主动选择教练，同比增加 5PCT。

图 49：中国健身用户选择教练的考虑因素



资料来源：《2016 年健身教练职业发展研究报告》，光大证券研究所

图 50：2016 年主动选择健身教练的会员比例提高

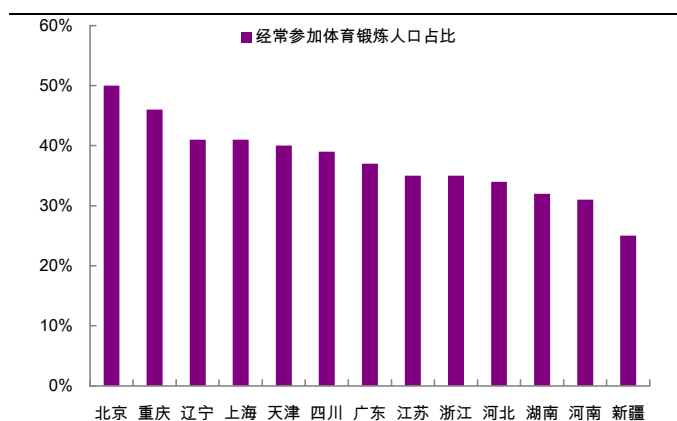


资料来源：《2016 年健身教练职业发展研究报告》，光大证券研究所

3.1.2、领先地区健身需求逐渐细化，其他地区仍存普及空间

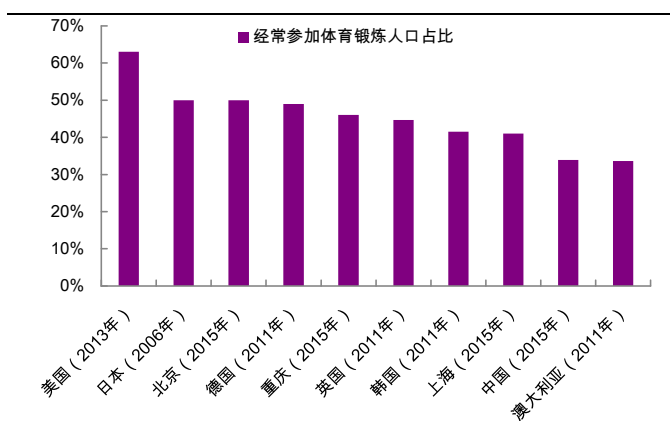
由于经济发展水平、健身意识等不同，我国不同地区居民体育活动的参与度有一定差异。据经济学人统计，2015 年北京、重庆、辽宁、上海、天津等经常参加体育锻炼的人口占比均超过 40%，接近欧洲、日本、韩国等发达地区的水平，其他省市的体育人口占比相对较低，尚有较大成长空间。

图 51：我国部分地区体育运动需求发展领先



资料来源：经济学人，光大证券研究所

图 52：我国部分地区体育运动人口占比接近发达国家

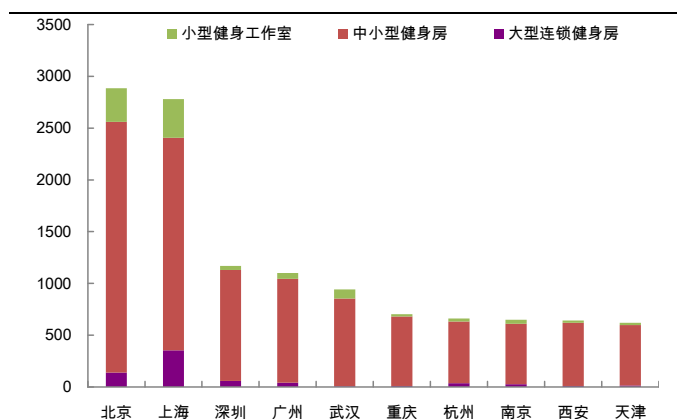


资料来源：经济学人，光大证券研究所

在体育需求发展相对成熟的地区尤其是一线城市，健身行业早已度过普及期，传统模式弊端暴露更为明显。消费者对健身的认识不再局限于跑步机、健身器材等简单器械锻炼，而是需求更为细化，大众消费者需要性价比更高的优质健身服务，高端消费者则需要更为专业、私人化的指导，此外，女性、青少年、上班族等群体的特定健身需求涌现，催化教练工作室、新兴健身俱乐部等供给业态层出不穷。

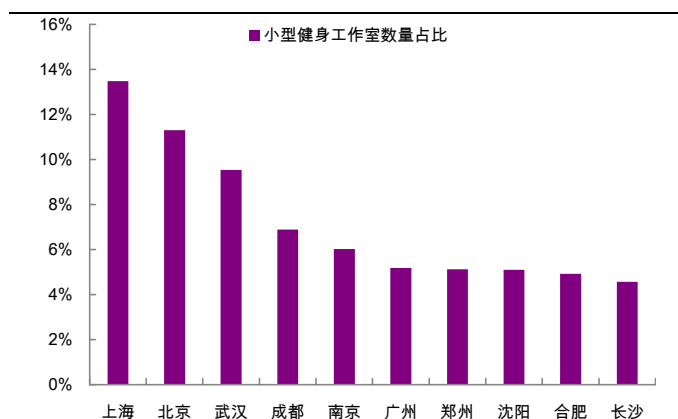
而在体育人口占比相对较低的广大地区，健身行业发展远未成熟，仍存较大市场空间。健身需求尚需普及和提升，健身俱乐部传统预售模式还有较大市场开发空间。即使考虑到人口差异，除北上深以外的其他城市健身房数量仍然处于较低水平，且难以吸引经验丰富的教练人才，因此健身工作室作为高端需求的代表，数量占比显著较低。

图 53：2016 年京沪两地健身房数量显著高于其他城市



资料来源：大众点评，光大证券研究所

图 54：2016 年京沪两地小型健身工作室数量占比较高



资料来源：大众点评，光大证券研究所

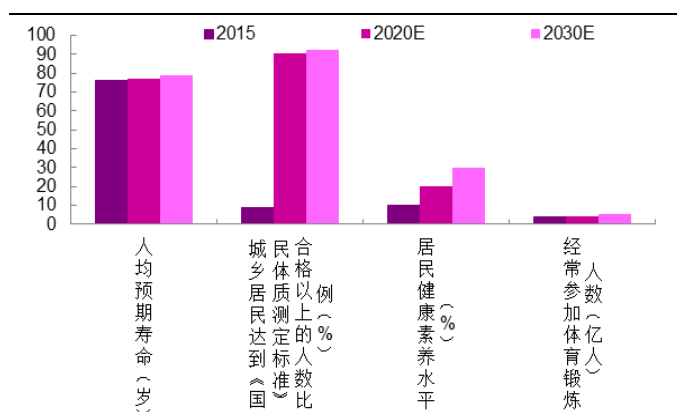
3.2、政策和资本助力健身行业成长

3.2.1、政策利好不断，健身产业有望长期获得扶持

与美国 20 世纪 70 年代类似，近年来中国居民的服务业消费快速增长。继 2014 年“46 号文”《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》发布后，政府多次出台政策促进体育、健康、旅游、文化、养老等产业发展，健身领域也得到了政策支持。

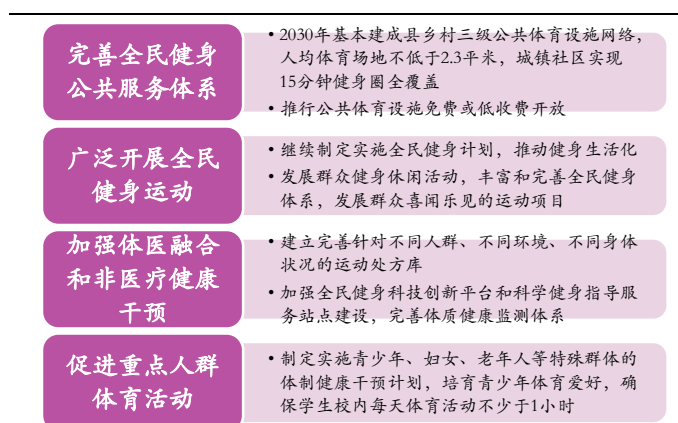
2016 年 10 月 25 日，中共中央、国务院印发了《“健康中国 2030”规划纲要》，提出到 2030 年建立起体系完整、结构优化的健康产业体系，强调重点发展全民健身及业余体育。2016 年 10 月 28 日，国务院发布《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》，提出盘活体育场馆资源，扶持健身俱乐部发展，支持符合条件的健身休闲企业上市，引导社会资本参与健身休闲产业，到 2025 年健身休闲产业规模将达到 3 万亿元。

图 55：“规划”在国民身体素质提出具体发展目标



资料来源：《“健康中国 2030”规划纲要》，光大证券研究所

图 56：“规划”提出具体措施提高国民身体素质



资料来源：《“健康中国 2030”规划纲要》，光大证券研究所

表 11:《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》的具体措施

目标	具体措施
完善健身休闲服务体系	推广适合公众参与的项目,发展具有消费引领性和特色性的健身休闲项目,加强体育类非物质文化遗产的保护和发展;促进与其它产业的融合,推动“互联网+健身休闲”
培育健身休闲市场主体	鼓励企业创业创新,做大做强,发挥体育社会组织的积极作用;优化健身休闲服务业、器材装备制造及相关产业结构,提升服务业比重,打造具特色的健身休闲集聚区和产业带
加强健身休闲设施建设	增加健身休闲设施用地和配套设施配建比例,重点建设社区健身休闲设施,打造健身休闲服务综合体;盘活用好现有体育场馆资源,加强特色健身休闲设施建设
提升器材装备研发制造能力	推动转型升级,支持企业、用户单位、科研单位、社会组织等组建跨行业产业联盟;鼓励企业加大研发投入,提高自主创新能力,推动优势品牌企业实施国际化发展战略
改善健身休闲消费环境	开展各类群众性体育活动,职业联赛赛程,激发大众健身休闲消费需求,推动各体育组织与学校合作;支持创新健身休闲消费引导机制,加大宣传力度,引导消费理念
加强组织实施	持续推动“放管服”改革,优化规划和土地利用政策;引导社会力量参与健身休闲产业投资,健全政府购买公共体育服务的体制,建立多部门合作的健身休闲产业协调机制

资料来源:《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》,光大证券研究所

为更好的推动健身产业发展,地方政府也配合出台了相应的政策文件。2016 年 9 月后,河北、浙江、重庆、广东等省市相继发布了本地全面健身实施计划,明确了全民健身事业的发展目标和政策举措。未来各地方政府有望推出更多产业政策,支持本地健身场地及设施建设,推动居民体育消费的增加。

表 12: 2016 年各地方政府发布全民健身实施计划

时间	地区	文件	主要内容
2016.9.22	河北省	《河北省全民健身实施计划(2016-2020 年)》	明确全省健身的总目标,对体育服务体系的建设作出了部署,对体育产品供给与需求的对应、“大群体”作用的发挥、相关领域的融合等做出了安排
2016.10.28	浙江省	《浙江省全民健身实施计划(2016-2020 年)》	为今后 5 年全民健身事业的发展提出具体目标,弘扬体育文化,提升体育设施的建设水平,提升体育组织水平,提升健身指导水平,促进全民健身服务业发展
2016.10.31	重庆市	《重庆市全民健身实施计划(2016-2020 年)》	进一步丰富完善全民健身活动体系,加大设施供给,加强指导员的培训、管理和服务,推动重庆全民健身与教育、文化、卫生、养老、旅游等的深度融合
2016.11.8	江西省	《江西省全民健身实施计划(2016-2020 年)》	加大资金投入与保障;推动昌九全民健身一体化发展,完善体育场馆免费或低收费开放政策,大力发展体育旅游业,加快发展足球运动和户外运动
2016.11.18	广东省	《广东省全民健身实施计划(2016-2020 年)》	激发体育社会组织活力、加强场地设施建设、提升健身科学化服务水平、推进公共体育服务均等化和重点项目发展、推进青少年体育发展、发展健身休闲业等

资料来源:各省市体育总局,光大证券研究所

政府出台利好政策,一方面对冲工业增速持续下滑压力,开发经济发展新动能,推动经济结构转型升级,并提供大量就业岗位;另一方面也满足居民需求,迎合居民消费“衣食—耐用品—住行—服务”的升级路径。未来国务院有望出台更多政策支持健身行业发展,地方政府也有动力配套相应的细则推动政策落地。

3.2.2、资本助力优质健身企业脱颖而出

大量资本近年迅速密集涌入健身行业,成为行业发展的重要驱动力之一。据《中国国际体育投融资报告》显示,2016 年前三季度,健身创业公司共完成 29 起投融资行为。据不完全统计,超过 20 家公司融资金额达到千万级,其中小熊快跑和 Keep 更是获得亿元资金的注入。

健身领域的创业项目不断成熟。从融资轮次来看，以天使轮、Pre-A 轮和 A 轮三个阶段最为集中，B 轮融资的活跃度也较高，与 2015 年相比 B 轮融资的项目数量有所提升。

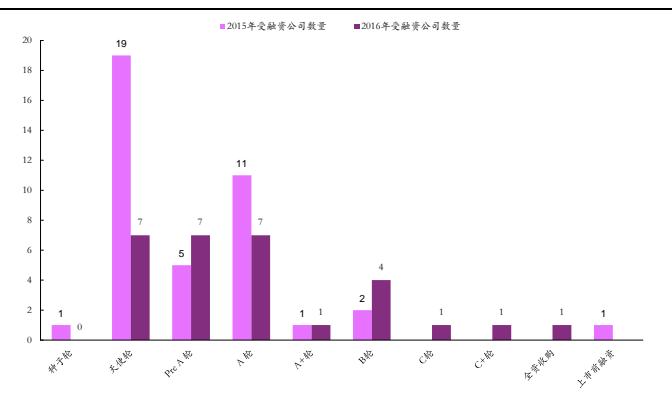
从细分领域来看，线上 APP 获得 14 次投资，占比远高于其它领域。其次是线下场馆，占比 24%。另外，运动营养、培训、智能硬件、体育装备等领域也受到了资本的关注。

表 13：2015 年底后获得融资额超千万的部分健身企业

时间	项目名称	细分领域	融资金额	融资轮次	投资机构
2015.12	FitTime 即时运动	APP	数千万	A 轮	信中利资本
2016.2	减脂时代	APP	2000 万	Pre-A 轮	东方富海领投，泓禧基金、明星夏雨和袁弘跟投
2016.4	小熊快跑	APP（场馆整合）	近亿元人民币	B 轮	乐体创投
2016.4	FitTime 睿健运动	APP	数千万	B 轮	某上市公司
2016.5	Keep	APP	3200 万美元	C 轮	获得晨兴资本、纪源资本、贝塔斯曼亚洲投资基金
2016.7	Wake 瑜伽	APP+体育	1500 万	Pre-A 轮	华创资本和华映资本
2016.8	光猪圈	体育场馆	1200 万	Pre-A 轮	探路者和同基金和中企会投资基金
2016.10	青鸟体育	健身场馆	3000 万	A 轮	中体鼎新领投，冠军 VC 跟投
2016.12	FitTime 睿健运动	APP	5,000 万	B 轮+	东方富海领投，首泰金信和探路者和同资本跟投
2016.12	乐刻健身	健身场馆	1 亿元	B 轮	头头是道基金、华晟资本领投，IDG、普华等跟投

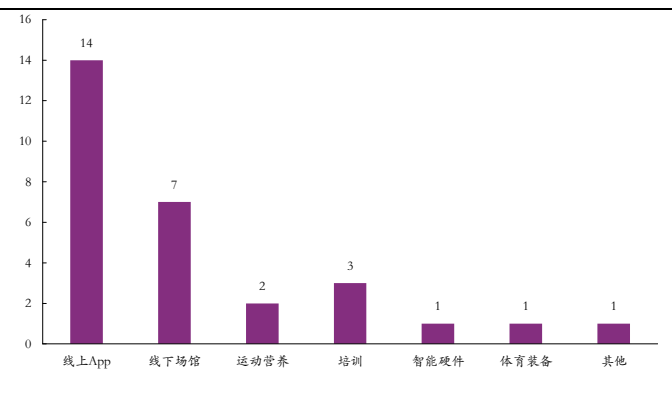
资料来源：公开资料，光大证券研究所

图 57：2016 健身行业融资轮次分布



资料来源：体育 BANK，光大证券研究所

图 58：健身公司投融资细分领域分布



资料来源：体育 BANK，光大证券研究所

在消费升级和政策支持的大背景下，资本的布局持续改善供给端。资本注入可以让健身企业有更多的资金用于优化产品功能，为用户提供更完善的运动体验，进一步扩大企业在内容和收入上的领先优势，推动整个健身行业加速进入黄金时代。

3.3、健身行业市场空间可达 1,400 亿元以上

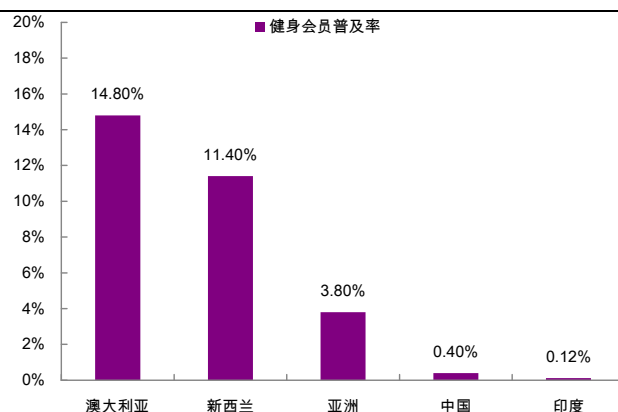
与发达国家相比，我国健身市场远未达到天花板。据尼尔森《2015 中国健身教练职业发展报告》，2015 年中国线下健身会员仅有 350 万人，而美国有 5,020 万人，中国的人均教练只有 0.12 人/万人，美国则达 7.5 人/万人。中国健身人群每年健身投入费用为 1 万元左右，商业健身市场规模为 300 亿人民币，而 2013 年美国的健身市场规模即达 218 亿美元。即使与亚太地区相比，中国的健身会员渗透率仅为 0.4%，仅高于印度和印尼，显著低于亚洲平均水平 3.8%。

图 59：我国与美国相比健身产业差距巨大

	中国	美国
健身会员（万人）	350	5,020
健身会员渗透率	0.4%	17%
人均教练（人/万人）	0.12	7.5
人均健身支出/收入	20%	1%
商业健身市场规模（亿元）	300	1,500

资料来源：尼尔森咨询，光大证券研究所

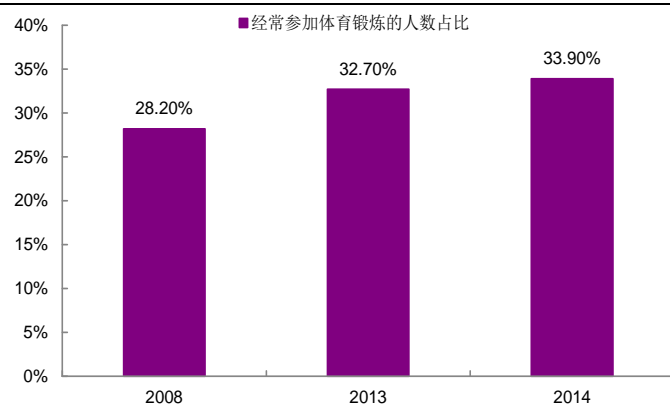
图 60：我国健身会员的渗透率处于较低水平



资料来源：IHRSA，光大证券研究所

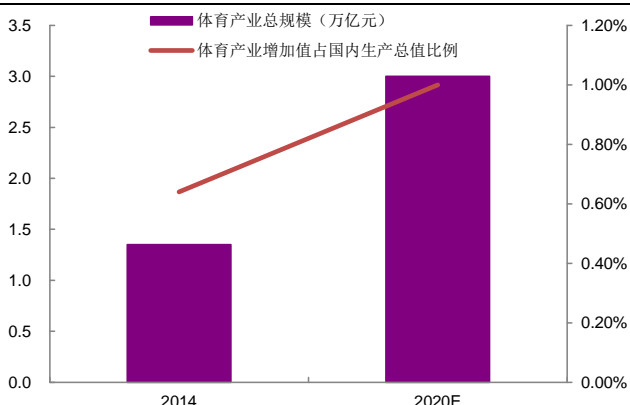
体育产业大发展背景下健身行业空间将打开。2016 年 7 月国家体育总局印发《体育产业发展“十三五”规划》，指出 2014 年全国体育产业总规模超 1.35 亿元，产业增加值占国内生产总值的 0.64%。规划提出到 2020 年体育产业规模超过 3 万亿，产业增加值占国内生产总值的 1%，推动竞赛表演业、健身休闲业、场馆服务业、体育中介业等八大重点行业发展。经济型用户和健身爱好群体的规模将持续扩大，未来居民健身意识进一步增强，对健身服务及设备的需求仍有较大增长空间。

图 61：我国参与体育锻炼的人口占比不断增加



资料来源：国家体育总局，光大证券研究所

图 62：2020 年我国体育产业规模有望超过 3 万亿



资料来源：国家体育总局，光大证券研究所

我们测算中国健身行业市场空间可达 1,400 亿元。1) 未来健身需求将内生性增长，在政策及资本等推动下，健身人口将逐渐扩大。我们保守估计中国的健身人口渗透率可达亚洲平均水平 3.8%。2) 据 IHRSA 数据，亚太地区各国健身俱乐部会员人均支出/人均 GDP 与人均 GDP 之间负相关，当人均 GDP 达 10,000 美元，会员人均健身支出/人均 GDP 约为 5%。随着人均收入提高和健身门槛降低，会员健身成本会逐渐下降。2015 年中国人均 GDP 约 8,016 美元，假设人均健身支出约占人均 GDP 为 5%，则在人口总数基本不变的前提下我们测算中国健身市场空间可达 1,400 亿元以上。以 2014 年美国健身龙头 5.33% 的市场占有率测算，健身龙头的潜在市场空间可达 76 亿元。

表 14：我们测算中国健身行业市场空间可达 1,400 亿元以上

项目	测算值
人口总数（亿人）	13.83
健身人口渗透率	3.8%
健身人口总数（万人）	5,255
人均健身支出占人均 GDP 比例	5%
人均 GDP（美元）	7,924.65
人均健身支出（元）	2,722
健身行业潜在市场空间（亿元）	1,430

资料来源：光大证券研究所

3.4、供给模式的创新进一步促进健身行业发展

3.4.1、健身工作室快速涌现

健身工作室快速增加，抢占健身房市场。随着健身教练的成熟以及健身需求的分化，健身工作室在欧美以及中国快速发展起来。具有一技之长的教练利用积累的客户资源及运营经验，开设小规模工作室教授擅长的课程，按次收费，为客户提供瑜伽、塑形、减脂等私教服务。据美国 AFS 协会调查，全美有超过 10 万家健身工作室，总产值达 240 亿美元。据中国产业信息网数据，中国个人健身工作室在 1-2 万家左右。

美国的健身工作室发展目前较为成熟，国内的工作室基本参考国外模式。在美国，照经营方式划分，健身工作室主要分为独立经营、合作经营和连锁经营这三种。而健身工作室的收入来源主要有会员费、一对一或一对多私教收入、小团课收入、设备、服饰和配件的销售收入。国内目前存在的健身工作室主要是独立经营和合作经营为主，针对客户的需求，主要提供一对一、一对多和小团体课程。随着健身工作室的逐步发展，未来可能会出现连锁经营的健身工作室。

图 63：美国健身工作室的经营模式

独立经营

教练个人投资开设。工作室以创办者个人的经营理念和擅长的技能经营业务和整体风格；

合作经营

与健身房功能互补。在健身俱乐部中单独开辟健身工作室区域。在经营内容上相互补充，相互促进；

连锁经营

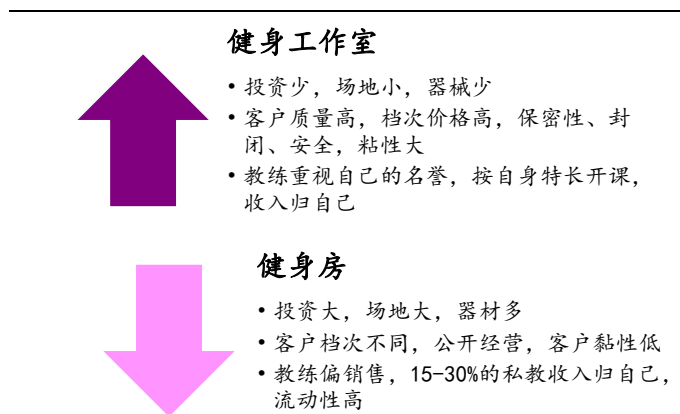
连锁店里提供统一的经营理念、商品和服务。相比前两种，后者的发展规模更大，整体效益更高。但要注意单店的声誉和整体的声誉。

资料来源：光大证券研究所

健身工作室以教练为核心竞争力，以教练的专业技能为资源吸引客户，为客户提供更私密和个性化的服务。工作室的客户大多数档次较高，主要通过老客户推介或者其他方式与教练熟悉，客户粘性大。健身工作室的规模小，

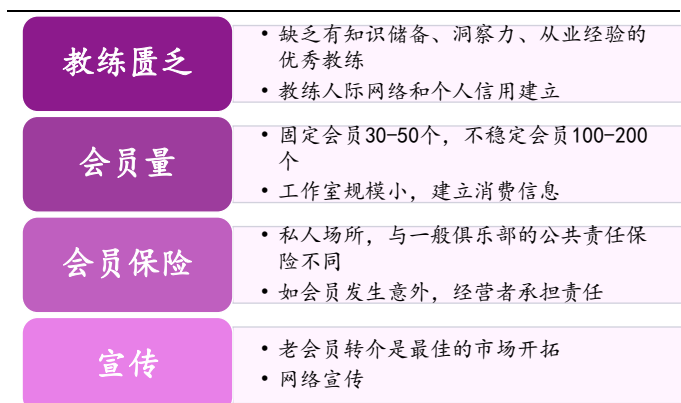
客户少，所以，它的前期投资、场地和器械相对于传统健身房而言也更少。但是，装修要更精细。器械种类不多，但是有多种功能。

图 64：健身工作室和传统健身房的特点对比



资料来源：光大证券研究所

图 41：健身工作室存在的问题



资料来源：光大证券研究所

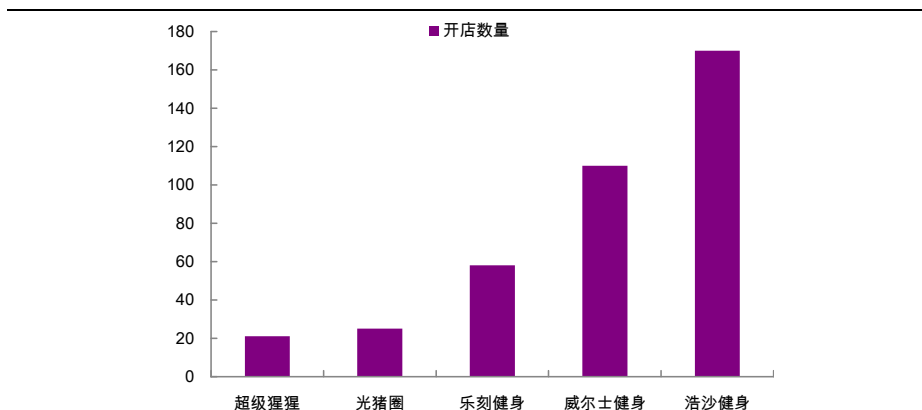
健身工作室提高教练收入提成，会员门槛更高，提升健身体验，会员粘性更高。通常传统健身俱乐部中教练会被分配有业绩要求，销售压力大，此外私教收入中仅有 15%-30%归教练所有，教练流失率较高。而教练的去留会影响会员健身进程，导致会员流失。健身工作室则多为教练自己所有，其私教或团课收入即为个人收入，教练更有动力认真授课和指导学员，也提高了会员的粘性。相对于传统健身房来说，工作室的会员门槛更高，得到的服务更私密也更个性化。会员体验好，并通过老会员推介的形式进行推广，会员粘性更高。

健身工作室解决传统健身房痛点的同时，其自身的制约性也同时存在。优质教练的匮乏、会员量和安全保障、宣传等问题是工作室目前和未来发展亟待解决的问题。未来国内健身工作室以面向中高端消费者提供瑜伽等精品项目和个性化健身服务（诸如释放压力训练、功能性训练、康复理疗等）为主，还可通过互联网，如微博、微信公众号等在高收入群体中推介和营销。工作室在具有知名度后，可进行资本对接，开设连锁工作室，但要注意连锁店教练的专业性，以工作室建立出的口碑为可持续发展的核心。

3.4.2、新型健身俱乐部试图改造传统商业模式

初创企业进入健身行业，试图通过商业模式创新解决健身行业现有痛点。常见的运作模式包括采用低价月卡方式扩大用户基数、智能健身工具提高用户消费频次等。2015 年后以超级猩猩、光猪圈、乐刻健身为代表的新型健身房开始快速发展起来，短时间内开店数迅速增加，但盈利能力及商业模式的可持续性仍有待检验。例如 2015 年小熊快跑、全城热练等 APP 推出 99 元健身月卡，但由于线下健身房抵制、运营成本较高等原因，很快遭遇了“滑铁卢”，不得不转型或提高价格。

图 65：截止 2016 年 11 月底新型健身俱乐部渠道规模与传统龙头对比



资料来源：公司官网，光大证券研究所

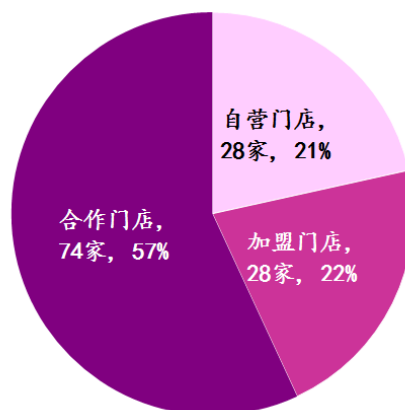
新型健身房正以轻量、灵活的新方式进入门槛高、运行笨重的传统健身房市场。国内的健身市场的痛点在于，增长的消费群体却得不到理想服务；教练经常有业绩压力，流动性也很高。会员办卡后的健身体验不佳，客户粘性低。而创业公司通过降低消费门槛，将教练解放回教学，提高场地效率；以月卡或按小时计费，重视会员健身体验，大幅提高续卡率。

➤ **乐刻：以低价月卡模式销售，重点安排操课，利用微信网上预约课程**

乐刻成立于 2015 年，采用小型健身房的连锁模式，全天 24 小时营业。其主流健身房面积在 300 平米左右，以月卡模式销售，杭州地区每张月卡 99 元，上海和北京地区健身房每张月卡 199 元。低价月卡的形式打破了传统健身房的高额年卡门槛。同时，乐刻提高教练的收入分成来吸引和留住优质教练人才。

乐刻的健身房分直营、加盟和合作三种模式，截至 2016 年 12 月，公司官网显示乐刻已开设自营和加盟店 56 家，杭州 31 家，北京 7 家，上海 14 家，南京 4 家，并且实现了单店盈利。此外公司与蚂蚁金服、苏宁环球等企业开设合作店，使用对方场地运营健身房服务员工，目前已开设合作店 74 家，全国范围内自营、加盟和合作店总数已达到 130 多家。

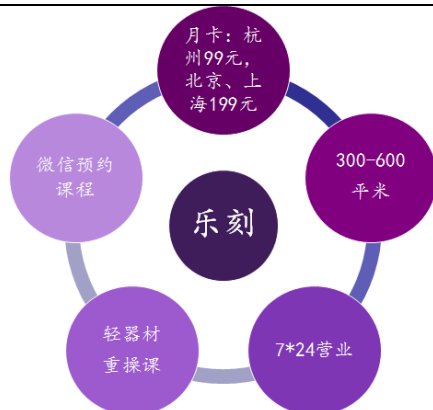
图 66：乐刻健身的门店分布情况（截至 2016 年 12 月）



资料来源：公司官网，光大证券研究所

乐刻的经营模式解决了传统健身房的痛点，也得到了资本市场的认可。2015年8月获得IDG资本领投300万美元A轮融资；2016年7月乐刻获得头头是道基金、华晟资本领投，IDG、普华、雍创跟投的1亿人民币B轮融资。

图 67：乐刻健身的经营特点



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 68：乐刻健身的成本控制措施

空间小	智能化手段	网上预约	租赁场地	企业端上门服务
<ul style="list-style-type: none"> 2/3操房+1/3器械 提高空间效率 	<ul style="list-style-type: none"> 雇佣兼职、外包服务、无人值守、智能化后台 单店员工数只有传统健身房的三分之一 	<ul style="list-style-type: none"> 通过安排课程和教练来调整用户使用峰值 保证全时段的高利用率 	<ul style="list-style-type: none"> 与地产商和物业合作 收入分成 	<ul style="list-style-type: none"> 充分利用教练闲余课时 给周边门店带来客流量

资料来源：光大证券研究所

乐刻通过小空间、提高智能化水平、租赁场地的方式控制成本，在降低消费门槛的情况下实现单店盈利。

- ✓ 健身房面积均在 300-500 平米，最大化的利用空间使租金大幅下降。在健身房的设置上，三分之二的面积都设置成操房，且安排的课程紧密。剩余三分之一面积用来放置跑步机和器械，满足进阶型健身爱好者的需求。通过集约化的方式减少人均使用面积，从而提高场地效率。在狭小的空间中，乐刻的客流量每天可达到 350 人次。
- ✓ 使用智能化手段大幅减少人员配备。雇佣兼职、外包服务、无人值守、智能化后台，使单店员工数只有传统健身房的三分之一，极大降低人工成本。
- ✓ 用户通过 App 购买会员和不限次数的预约课程，通过不同热度课程和教练的安排来调整用户使用峰值，以保证场馆在 7x24 全时段保持较高的利用率。
- ✓ 部分健身房和万科、绿地等地产商或相应的物业商合作，以租赁方式运营门店，低价获得店面，双方收入分成，缓解成本压力。
- ✓ 乐刻新开了针对企业端的上门服务，由企业端提供场地，双方开设合作店，既充分利用教练的闲置课时，也给周边门店带来新的流量。2016 年 10 月，乐刻运动进驻蚂蚁金服，由后者提供健身场地，乐刻专业团队进行运营，服务蚂蚁金服的全体员工。该模式能充分利用写字楼健身房的过剩产能，满足周边员工旺盛的健身需求，同时乐刻也没有租金成本压力。

乐刻还建立线上系统来控制客流量，并通过会员基数分摊私教教学费用，提高教练私教提成比例。

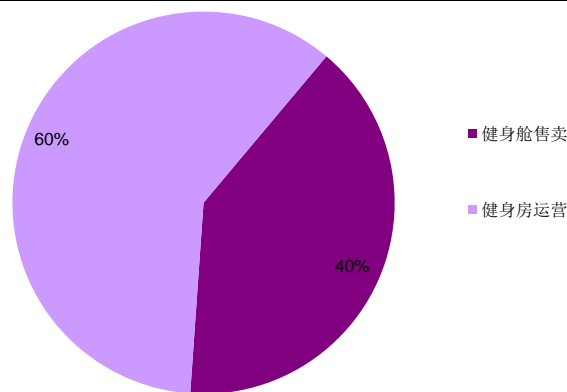
- ✓ 会员通过微信查阅每周课表后进行课程预约，而教练按授课次数来获得收入。月卡的高销量带动紧密的操课安排，能够保证良好的现金流和节省产能。

- ✓ 会员数量的增加会分摊私教的教学费用，乐刻的私教课定价为 180 元，其中 140 元都归属教练，而乐刻只抽取 40 元作为佣金。私教到乐刻后收入会增长 50%—100%。
- ✓ 教练在乐刻被严格禁止向用户推销私教课程，也不承担销售指标和压力。通过这种对教练的管理，据新京报报道，乐刻的客户留存率达到 60-70%，个别私教课程会达到 90% 的留存率。

➤ 超级猩猩：用微信预约健身房和按此付费，探索最优运营模式

超级猩猩成立于 2014 年，超级猩猩主打按次付费的精品团体课程及按人按小时付费的自助健身服务，同时还开设自己的团体私教工作室。在收入模式方面，一方面超级猩猩直接向地产商售卖健身舱，另一方面与地产商或物业合作运营健身房并分成。健身舱使用单小时付费 50 元，团课价格 45-150 元不等。截至 2016 年 12 月，已开设 22 家直营店，17 家集中在深圳，北京 2 家，上海 1 家，武汉 1 家，东莞 1 家。

图 69：2015 年超级猩猩的收入结构



资料来源：“投资潮”官网，光大证券研究所

健身舱从外观上看是一个集装箱式的小型简易健身场馆，面积在 50-300 平方米之间。但舱内健身设备齐全，且全天 24 小时对外开放。内部没有值班人员，也无需办卡。用户通过微信或 App 预约，再按小时缴纳器材使用费，获得入场验证码。全程自助健身。一次只能容纳 5-6 人，但通过预约模式，人数和时段能够得到有效控制。如果需要健身教练，同样可以网上预约，根据教练等级付出相应金额，无需担心推销和绑定。

图 70：超级猩猩健身舱运营模式



资料来源：公司官网，光大证券研究所

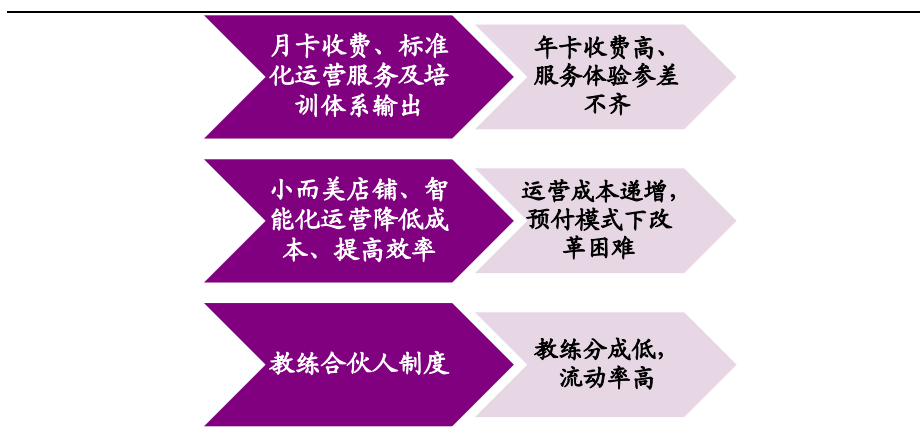
除了健身舱之外，公司还在深圳开设了全能店、Crossfit 店、亲子店、体能店等多种类型的健身店面，弥补健身舱服务体验受限的问题。通过初期的市场投入和充分试错，公司能了解到最切合市场定位和消费者需求的健身房种类，并在后期中大力推广。

➤ 光猪圈：小而美的 O2O 健身服务平台

光猪圈正式成立于 2015 年 11 月 11 日，由青岛体育董事长王锋、洪泰基金创始人盛希泰、中体鼎新基金创始人卞光明等人联合成立，致力于线上线下结合主推“小而美”的健身房，提供便捷高效的健身服务。2016 年 8 月光猪圈获得探路者和同基金和中企会投资基金 1,200 万元的 Pre-A 轮融资。

经过多年传统健身行业的运营，创始人王锋总结出行业消费者、健身房、健身教练的三大痛点：年费制度收费较高、健身服务体验参差不齐，健身房运营成本逐年递增、预付费惯性导致变革困难，教练授课分成比例低、积极性不高。因此光猪圈采用月卡模式+标准化输出、小而美店铺+智能化运营、教练合伙人制等模式解决健身房盈利及健身会员消费等痛点。

图 71：光猪圈致力于解决传统健身行业三大痛点



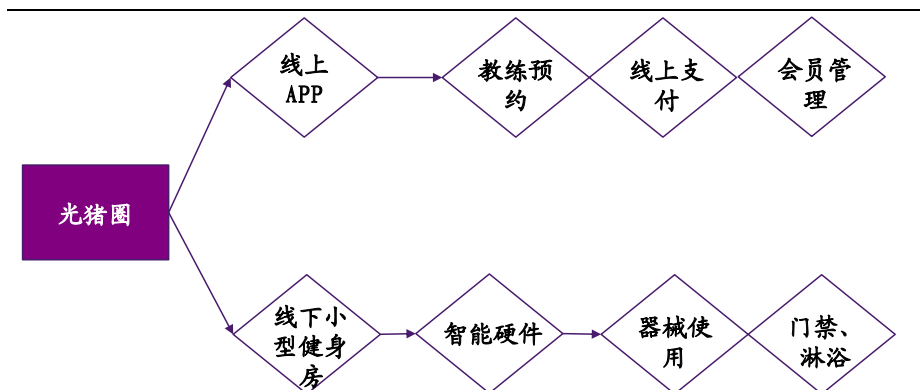
资料来源：光大证券研究所

在消费者体验方面，光猪圈设立了包月、包季或包年等几种收费模式供消费者选择，月卡折算成年卡低于其他健身房，降低消费门槛。此外公司制定了统一的运营服务体系对直营和加盟店进行输出，并设立培训体系对健身教练培训，保证消费体验的优质和一致性。

在健身房运营方面，光猪圈采用小而美的模式，致力于打造健身行业的“7-Eleven”，降低租金成本，提高客户覆盖面。健身房的面积通常在 300-500 平米（传统健身房在 1,000 平米以上），有氧区、力量区、体操房、更衣室、淋浴区等一应俱全，健身器械品类比较齐全，但单品数量会较少。

光猪圈全面采用互联网智能化手段，降低管理和人力成本。线上方面公司推出光猪圈 APP，提供课程表、线上支付、教练预约及视频课程等服务，通过 APP 进行会员和教练管理。线下方面公司通过直营和加盟快速扩张健身房，并引进会员智能手环、智能健身设备，会员可自助完成门禁、健身器械使用、淋浴等环节，显著降低人力成本。

图 72：光猪圈通过线上线下智能化管理降低运营成本



资料来源：光大证券研究所

在教练合作方面，光猪圈采用合伙人制度，采用利润分成的模式，公司给予选址指导、装修方案、系统搭建、精准营销等全方位支持，教练加盟后可独立开店并负责当地市场加盟店运作，共享资本收益，激发教练热情。

确定运作模式后光猪圈以加盟为主快速扩张渠道，2015 年 11 月第一家健身房开业，截至 2016 年底已签约全国 45 座城市的 242 个加盟商，完成开店 55 家。公司三年内开店目标是 1,000 家，运营规模的扩张将有助于公司提高客户覆盖，降低器械采购及系统运营成本。

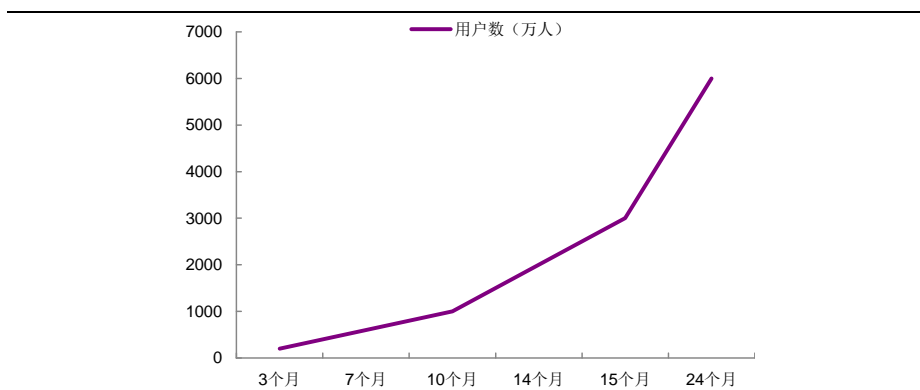
3.4.3、互联网健身项目满足海量用户健身需求

“互联网+”与健身相结合，衍生出健身 APP，以线上视频教学的形式打破了健身房和器械的限制，为更多的客户，尤其是没有健身基础的“小白客户”提供了个性化的健身计划、社区分享和健身电商。其盈利模式主要靠前期融资拓展客户，获得用户量的增长，同时不断开发新的课程，还有靠对用户的激励来保持客户粘性。后期嵌入健身周边的产品，比如说器材、服装。

➤ Keep：针对用户不同的需求来寻找和制定相应的健身计划

2014 年 10 月成立，截至 2016 年 10 月，健身应用软件 Keep 用户突破 6000 万，荣获 App Store 2015 年度精选。用户可以通过不同的需求，如锻炼部位、器械种类、训练难度来寻找和制定需要的课程，从入门级的家庭训练到达人的健身房 DIY 专业增肌课程一应俱全，还可以选择长时间系统性训练或是灵活的碎片化运动。

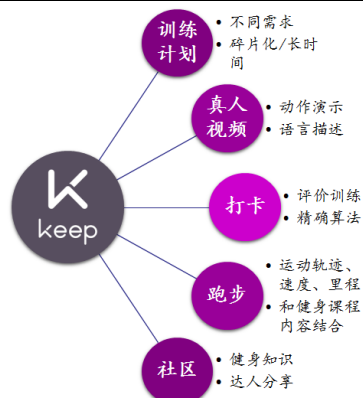
图 73: 健身应用 Keep 推出后用户数快速增长



资料来源: 光大证券研究所整理

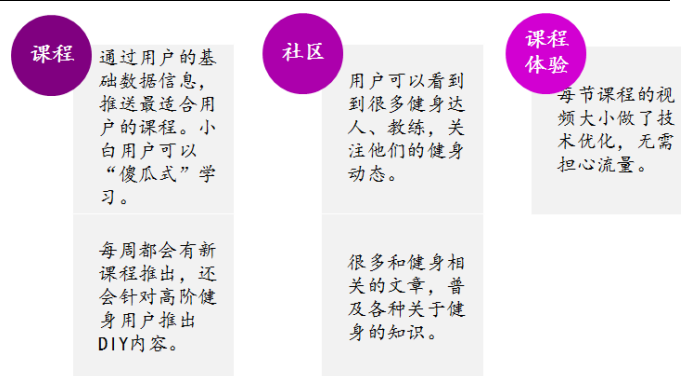
Keep 根据用户场景、健身目的、有无器械编排各种训练计划, 4 分钟也可以完成一次健身训练; 所有动作均配有视频, 标准的动作演示和精确的语言描述带客户快速入门; 结束训练后, “打卡”表示一天课程的完成, 并评价自己的本次训练。根据这些行为数据, Keep 会分析用户的健身习惯, 并不断精确算法, 推送最适合用户的健身计划。

图 74: Keep 软件的五大功能



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 75: Keep 软件的优势



资料来源: 光大证券研究所

Keep 的盈利模式中, 前期以健身计划、社区等功能吸引大量客户, 后期将提供增值服务、引入广告或进军电商等创造新的营收模式。Keep 3.0 于 2016 年 4 月 15 日上线, 正式推出跑步和电商两大功能, 由最初的移动健身工具逐步向运动平台转型, 从电商入手开始商业化。商城中包括 Keep 自主开发的产品、视频课程中的同款品牌产品、“Keep 推荐”产品以及其余品牌的产品等类目。

图 76: Keep 商城中的产品种类



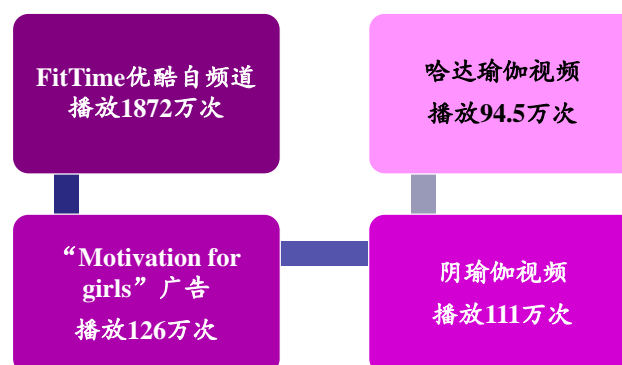
资料来源: Keep 商城, 光大证券研究所

➤ **FitTime (睿健时代): 提供真人全程教学的自有版权健身视频商**

FitTime 于 2013 年从人人网起家。FitTime 通过明星教练的真人健身视频, APP 根据不同的场景、健身目的, 向用户提供专业的训练计划, 和健康管理知识。截至 2016 年 12 月, 用户已超过 410 万, 提供 80 多门健身课程和 675 篇健身干货文章。

FitTime 的核心资源“健身教学视频”, 以 PGC+UGC 构建内容生产体系, UGC (User-generated Content) 指的是用户生产内容, 而 PGC (Professionally-generated Content) 指的是专业生产内容。随着 PGC 的引流和 FitTime 在运动健身领域多年的积累, UGC 开始爆发, 成为公司内容生产体系的发展重点。UGC 的生产者和健身达人提供了大量优质内容, 使得公司现在主要做后期编辑、内容需求和运营规则的制定和分发。营销上除了微信, 优酷、淘宝头条、今日头条等一系列平台也是运营重点, 基本覆盖全网的健身内容运营。

图 77: FitTime 的优酷视频播放量 (截止 2016 年 12 月)

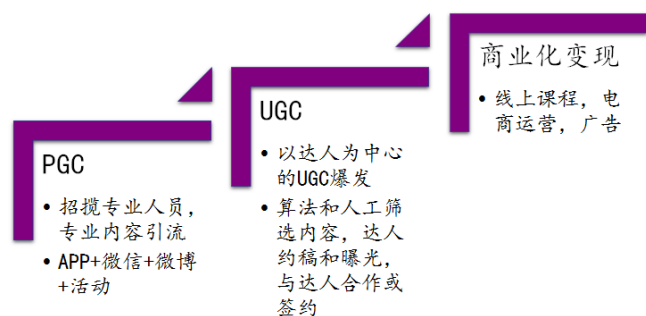


资料来源: Keep 商城, 光大证券研究所

盈利模式上, FitTime 通过卖“健身解决方案”和电商、广告来取得收入。公司推出的在线减肥服务的微信号“口袋减脂营”, 女性比例达 80% 左右, 这

款付费产品的相关业务月收入在 100 万以上，已成为公司的现金来源之一，而且没有投入任何广告费用，基本依靠用户分享、口碑相传和微信推广。公司运营的电商也定位在专业的健身、营养品牌，例如通过营养师和达人们的建议，FitTime 为用户引进国外知名品牌的运动补剂，同时推广相关的品牌知识。

图 78: FitTime 运营模式发展



资料来源：光大证券研究所

图 79: FitTime 的运营亮点



资料来源：光大证券研究所

➤ Feel 健身：健康管理和运动社群的服务提供商

Feel 成立于 2014 年 2 月，于 2015 年 3 月正式上线，致力于利用大数据提供健康综合管理和运动社交服务。Feel 健身一方面通过手机自带传感器、外接设备等设备全方位追踪用户身高、体重、心率、计步、消耗卡路里等数据，提供健康管理建议及产品；另一方面建立了社群生态，为用户提供相同爱好的群组、附近的人等交流机会，增强客户粘性和使用时间。

图 80: Feel 提供健身管理和运动社群服务



资料来源：光大证券研究所

大数据技术协助用户健康管理和变现，精准满足用户健身、塑型、增高等方面需求。

✓ 创始人王春国曾在人人网担任大数据部门负责人，公司对数据挖掘和用户刻画较为精通。Feel 会在用户运动、打卡及社区互动等行为中采集超

过 42 种数据，在三天之内完成对用户 70% 的刻画，并在后期对此进行修正。

- ✓ **Feel** 整合线上线下多个健身场景，根据用户兴趣、习惯及个人特征针对性推荐健康产品和服务，进行消费变现。一方面，用户可从线上获取视频教学、各类健康课程等服务，另一方面公司与线下健身俱乐部等合作，由教练提供线下指导。

垂直兴趣社群有助于用户建立同好社交圈子，在协助获取用户数据的同时提高平台用户粘性和留存率。**Feel** 定位于一二线城市的 90 后用户，在年轻群体中受到欢迎。2017 年 1 月 **Feel** 已拥有 4,000 多万用户，330 多万日活用户，其中约 60% 是女性。这部分群体更为追求形体美，是互联网的原住民，对线上社交更为热衷。目前 **Feel** 平台共建立了增高、减肥、健身、跑步、护肤等不同主题的约 7 万多个群组，其中用户数过百万的群组有数十个。

公司加快变现，初步实现盈亏平衡。一方面公司开始招募城市代理商，由其负责推销线上课程获得分成，用户在使用课程后还会有复购的可能；另一方面公司签约中海油、莱特等企业端付费客户，提供健康管理课程，提高员工健康度。2016 年 11-12 月公司实现单月盈亏平衡，未来有望逐步走向盈利。

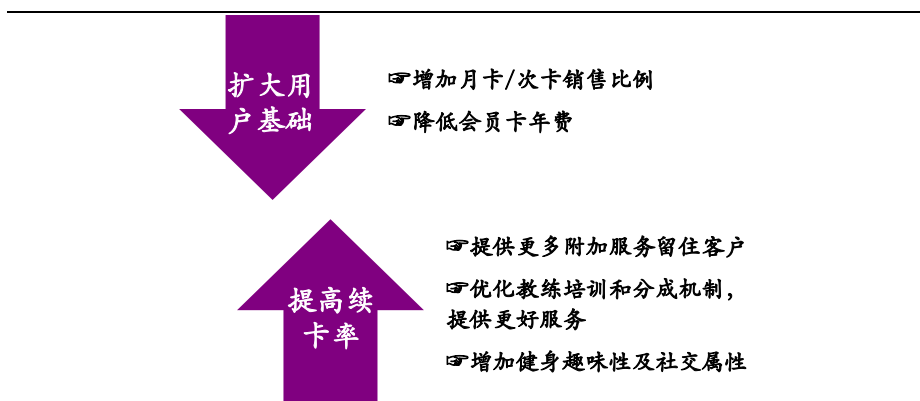
Feel 得到了知名产业资本的扶持。2014 年 7 月 **Feel** 获得真格基金投资的数百万元天使轮融资，2015 年 9 月完成了由奇虎 360、联科创盈、真格基金联合投资的数千万元 A 轮融资，2016 年 4 月获得了动域资本近亿元 B 轮融资。

3.4.4、传统健身房优化商业模式方能适应需求变化

作为目前健身行业的主导者，传统健身俱乐部仍有其他参与者短时间难以超越的先发优势，不管是在消费者中的品牌影响力，还是俱乐部多年运作积累的经验，都有助于以线下为主体的俱乐部在竞争中占据先机。此外，健身俱乐部采用预付模式，营业现金流良好，行业龙头开店成功率高，在资金规模等方面具有丰富的积累。

传统健身房面临激烈竞争，同样在优化自身商业模式从而提供更好的服务。在年卡预售模式遇到瓶颈后，部分健身俱乐部也开始探索提供月卡乃至次卡来扩大用户群体，并提升服务和教学质量来维护客户体验，增加续卡率。同时拓展和房地产开发商合作为社区提供健身服务，增加客户覆盖度。

图 81：传统健身房优化自身商业模式提供更好服务



资料来源：光大证券研究所

传统健身俱乐部可充分借鉴其他业态的长处。例如针对目前商业健身房运营成本高企、人工成本占比很高且增长较快的情况，健身俱乐部可向乐刻健身、Planet Fitness 等公司学习，增加智能化设备的运用，降低人工成本压力。

中国健身行业业态逐渐丰富，优秀传统俱乐部仍有成长空间。传统连锁俱乐部作为健身行业供给的主体，面对新进入者的激烈竞争，仍坚持原有模式不改革弊端的将逐渐被市场淘汰。而积极探索新定价模式扩大用户基础、改善教练水平和用户体验提高续卡率的健身龙头可在竞争中脱颖而出。

- ✓ 与中国相比，美国消费者可以购买月卡，更换俱乐部方便且成本低。此外美国健身房供给模式更为丰富，例如面向大众群体的平价连锁健身房 Planet Fitness，面向中产阶级的连锁健身房 Life Time Fitness 以及面向专业健身爱好者的小型健身工作室 Soul Cycle 等。这主要与美国居民健身习惯成熟且高频、土地成本相对较低等因素有关，健身房可以相对低价出售月卡并实现盈利。
- ✓ 随着健身工作室、新型俱乐部、健身 APP 等的不断涌现，中国健身俱乐部的业态也在丰富，满足了高中低各类消费者的健身需求。但目前中国健身用户规模仍相对较小，人工、租金成本高等国情导致新业态的盈利能力同样受到考验，完全参考美国模式在中国“创新”并不可行。我们认为健身行业十分分散，传统健身房在控制成本的基础上优化会员服务、增加月卡等销售模式后，可提升客户覆盖率和续卡率，龙头仍有较大成长空间。

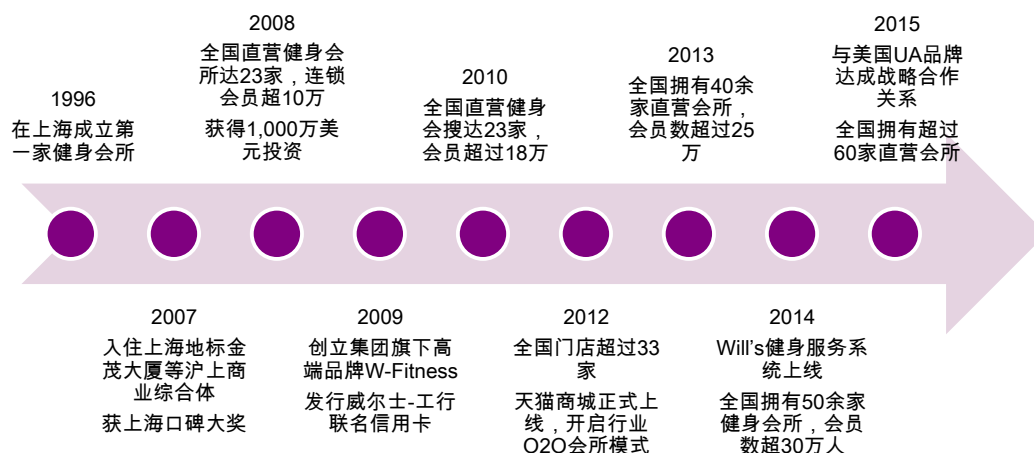
4、商业健身产业龙头初现

4.1、威尔士健身：有望进入资本市场的高端健身龙头

威尔士健身隶属于威康健身管理咨询(上海)有限公司，成立于 1996 年，2007 年获得 Trust. Bridge Capital 2000 万人民币投资。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 万人，累计服务会员超过 160 万人。公司拥有 3000 多名员工，900 多名私人教练，有 23 万会员选择私人教练服务。

图 82：威尔士健身的发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所

公司定位高端市场，主要采用年卡+私教的盈利模式，但积极探索月卡、周边等其他收入来源，尽可能锁定更多健身消费者。

- ✓ 5,288 元通用会员年卡是公司的主要收入来源，内容包括有氧运动区、自由力量区、团操房、瑜伽房、游泳、SPA 设施以及部分课程等。此外，公司还为非会员提供 168 元两周卡和 368 元月卡的特殊体验项目。
- ✓ 私教课程方面，公司提供定制化的健身和营养计划，适配 TRX 悬吊、VIPR 训练等特色课程。目前，公司拥有超过 1,000 名私人教练，约 15% 的会员选择购买私教课程，每日累计上课 9,500 课时。
- ✓ 公司收入来源还包括 O2O 线上销售，2012 年公司开设天猫旗舰店，销售会员卡和自有健身装备品牌。2015 年公司与 Under Armour 达成合作，打造健身用品领域大众品牌 Will's、白领品牌 Will's Plus、高端品牌 MONSTER、Kyoga、Zuper 和顶级品牌 W Fitness 供用户选择。

公司积极拓展用户规模并提高健身体验。1) 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，不断拓展客户覆盖。2) 公司引进国际一流的健身设备，并与澳大利亚团队合作提供国际最新的健身课程，举办白领主题交友活动、单身派对，为会员提供丰富的服务提高服务水平和续卡率。

2016 年 12 月贵人鸟宣布收购威尔士健身母公司威廉健身 100% 股权，成交金额预计不低于 10 亿元。目前在行业进入快速发展前期，威尔士有望借助资本市场进一步开拓二三线市场，在市场竞争中占得先机。

4.2、一兆韦德：高端健身领域领导者

一兆韦德成立于 2001 年，注册资金 4,500 万人民币，2007 年获淡马锡 5,000 万美元投资，是中国第一家与国际基金合作的健身俱乐部。公司以直营为主、加盟为辅的方式拓展门店，目前已在北京、上海、深圳、杭州等 9 个城市设立 80 多家会所，服务逾 100 万位会员、每天接待超过 5 万人次。

采用会员卡+私教课程的盈利模式，积极拓展企业客户。1) 公司提供单店卡和通用卡，并分为学生卡、次卡、年卡等多种形式，满足不同客户的多层次需求。对于企业用户，公司推出企业团卡、员工健康管理、企业活动项目，客户包括上海石化、沃尔沃、中国工商银行等大型企业。2) 私教方面，公司拥有国际资格认证的私教团队，通过科技化的体能检测、流行的训练工具、专业的健身计划，为会员提供多样性的健身增值服务。

图 83：一兆韦德打造企业员工的健康管理专家

1 企业团卡 Enterprise card	2 员工健康管理 Health	3 企业活动 Corporate Events
<p>根据企业的不同需求而量身定制的健康解决方案</p> <p>增值服务</p> <ul style="list-style-type: none"> 健康培训讲座 员工体质检测 员工健康状态反馈 	<ul style="list-style-type: none"> 服务期前后两次Inbody人体成分分析和云掌综合体系指标检测，对比分析检测结果（设置奖励机制） 根据员工运动目标及运动频率，制定专属的运动及饮食计划 根据企业员工关注重点，组织健康预防讲座，并引导员工培养健康生活习惯 量身定制品牌特色团操课程 针对企业高管量身定制VIP健康套餐服务 	<ul style="list-style-type: none"> 以一兆韦德为平台打造各种企业联赛 赛事策划及执行（游泳、羽毛球、网球、篮球、乒乓球、壁球、高尔夫球、足球等） 根据企业文化提供公司企业培训/特殊场地提供 品牌拓展活动整体运营

资料来源：公司官网

图 84：一兆韦德的部分合作企业



资料来源：公司官网

完善商业业态、打造“一站式”休闲服务，积极拓展用户规模。1) 公司在商业中心、CBD 打造多家综合型健身会所，成为业内领先的一站式休闲娱乐运动天地。2) 公司与万科地产、大华地产、新加坡星狮、凯德置地等诸多开发商建立长期合作关系，共同打造社区健身会所。

完善客户服务，提高续卡率。公司引入甲骨文公司 ERP 系统，针对会员每年的健身次数进行统计分析，若某个会员单月运动次数低于 4 次，公司会与会员进行沟通并改进服务，提高用户体验及续卡率。

4.3、浩沙健身：积极优化商业模式，深耕大众健身领域

浩沙集团于 1977 年在香港成立，主营泳装、瑜伽服、运动内衣等运动服饰的设计、生产和销售，并于 1999 年在北京成立首家健身俱乐部，进入连锁健身市场。目前浩沙健身在全国拥有 171 家俱乐部，会员总数超过 30 万，是国内健身市场的龙头企业。

浩沙健身盈利模式以传统的“年卡+私教课程”为主。1) 公司定位中端大众市场，年卡价格在 1,200-4,000 元不等，且会额外赠送 2 个月会员时间，客户规模居业内前列。2) 浩沙健身俱乐部以游泳+健身为特色，同时提供街舞、拉丁舞、瑜伽、形体操、器械健美等项目，主要分布在北京（80 余家）。

浩沙健身积极优化商业模式，在竞争中胜出。1) 公司拥有集团支持，在现金流方面压力相对较小，积极变革年卡预售模式。2012 年公司联手中国银行推出联名信用卡，可用作俱乐部会员卡，按月扣除健身费用。2) 集团拥有三百余家室内运动连锁门店，在瑜伽服、运动内衣等领域的市场份额国内领先。浩沙可向健身客户提供以室内运动产品和室内运动服务为中心的全方位服务，提升客户体验和续卡率。

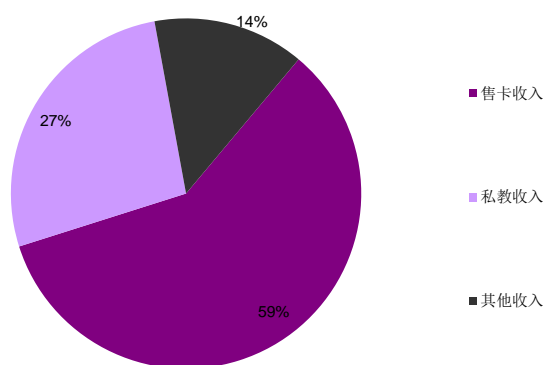
积极打造运动健康生态圈，推动健身场馆的智能化升级。1) 2013年浩沙集团与中搜搜悦战略合作，将企业运营管理平台“植入”后者移动客户端，开展移动互联网营销业务。2015年集团实施“互联网+大数据”的运动健康产业战略，整合终端、产品、服务等资源为消费者提供包括健身在内的运动健康服务。2) 2016年6月浩沙健身正式发布首创的数字智能健身馆，将运动健康管理 with 智能互动生活结合。2016年8月，浩沙健身与钛酷科技达成合作，将钛酷科技的智能系统运用健身场馆中，提供在线预约、移动支付、线上商城等服务，增强客户粘性。

4.4、英派斯健身：背靠集团优势，积极扩张网点

英派斯集团是健身器材开发、制造、销售和品牌化运营的健身器材品牌厂商，成立于1991年，并于2002年成立了第一家英派斯健身俱乐部。英派斯健身俱乐部隶属于青岛英派斯集团，公司主要从事全国范围内英派斯健身连锁经营业务，现已由青岛拓展至北京、山东、辽宁、吉林、江苏、浙江、湖北等17个省市，共87家健身俱乐部。

英派斯盈利模式以传统的“年卡+私教课程”为主。2014年公司预售卡和私教收入分别占比59%、27%，营养品等其他收入占14%。1) 年卡主要分为半年卡、一年卡和三年卡，价格分别在1,000元、1,800元和3,000元左右。在英派斯健身的全国各个俱乐部，实行一卡通行。2) 俱乐部配备专业的运动减重教练，教练员均通过国家教练职业资格认证，拥有多年的执教生涯和丰富的训练实战经验。

图 85：2014 年英派斯健身收入结构



资料来源：公司管理层，光大证券研究所

集团提供健身俱乐部器材、人力资源优势。1) 总部为俱乐部量身定做全套英派斯健身器材。2) 公司下辖的“青岛英派斯健身管理培训学校”为体系人力资源储备提供了深厚基础，解决了体系发展的最大瓶颈；2009年开始开

展的“健康管理”业务使英派斯健身连锁体系的发展也拥有了更加广阔的市场空间。

图 86：英派斯健身管理培训学校培训内容



英派斯专业有氧舞蹈教练培训



英派斯专业健身瑜伽教练培训



俱乐部高级经理人实战班课程



健身教练国家职业资格初、中、高级鉴定培训

资料来源：公司官网

4.5、上市公司积极介入健身领域

健身行业逐渐得到资本市场的关注，上市公司也加快了在健身领域布局的脚步。目前中体产业拥有子公司中体倍力健身俱乐部，莱茵体育子公司收购了杭州健身连锁品牌飞马健身，贵人鸟拟收购威尔士健身母公司威廉健身 100% 股权，商赢环球拟投资 3,000 万元用于健身房连锁店及健身房移动终端 APP 项目。未来更多的公司有望通过投资或合作的形式进入健身领域，从健身产业发展中分一杯羹。

纺织服装行业与健身相关的公司主要包括贵人鸟、商赢环球和探路者。未来健身行业有望迎来黄金发展期，我们看好贵人鸟、商赢环球和探路者的健身布局长期受益。

2016 年 12 月 16 日贵人鸟公告拟收购威尔士健身母公司威廉健身 100% 股权，正式进军健身领域；公司 2015 年 7 月与虎扑、景林资本合作成立动域资本，已投资 OneFit、教练宝、超级猩猩等健身行业优秀标的，第二期体育产业基金同样有望在健身领域布局。

2017 年 1 月 20 日商赢环球公告子公司商赢体育发展有限公司拟以 3,000 万元投资商赢健身房连锁店及健身房移动 APP 项目，后续公司将根据具体经营情况追加投资。商赢环球 2016 年 11 月 25 日公告成立商赢体育，进军体育产业从事体育赛事策划、体育场馆运营等业务。此次体育健身项目运营有望为公司互联网金融平台商赢乐点及未来文化传媒产业布局进行流量导入，增加客户黏性和变现手段。

探路者一期产业基金投资了乐动天下、FitTime、奥美健康等与大众健身密切相关的初创型公司，出资 1 亿元联合成立二期体育产业并购基金（总规模 4 亿元），未来将继续在体育健身、体育培训等领域收购优秀标的。2016.11.28 公司公告筹划重大资产重组事项停牌，拟以非公开发行股份及支付现金的方式收购体育标的资产 100% 股权，但因未就交易方案达成一致，

公司于 2017.2.6 终止重大资产重组并复牌。未来公司将持续推进体育健身领域布局。

表 15：贵人鸟、商赢环球和探路者积极布局健身行业

公司	股价	市值 (亿元)	EPS			PE			健身领域布局
			15A	16E	17E	15A	16E	17E	
贵人鸟	30.76	193.36	0.54	0.59	0.71	56.96	52.14	43.32	拟收购威尔士健身进军健身领域；成立动域资本，投资 OneFit、教练宝等健身行业优秀标的；与虎扑成立二期体育产业基金，健身是重点投资领域之一
商赢环球	35.73	167.92	-0.31	0.61	1.08	-107.54	58.66	33.24	拟投资 3,000 万元用于健身房连锁店及健身房移动 APP 项目，并根据后续经营情况追加投资
探路者	14.59	86.69	0.44	0.36	0.44	33.16	40.53	33.16	一期体育产业基金投资多家健身创业公司，成立 4 亿元二期体育产业基金，2016 年底拟收购体育标的但未能达成协议，未来有望借助上市及产业基金平台继续整合体育健身标的

资料来源：Wind，光大证券研究所；股价截至 2017.2.15

5、风险分析

健身人口增加不及预期、政策推出低于预期、行业竞争加剧等。

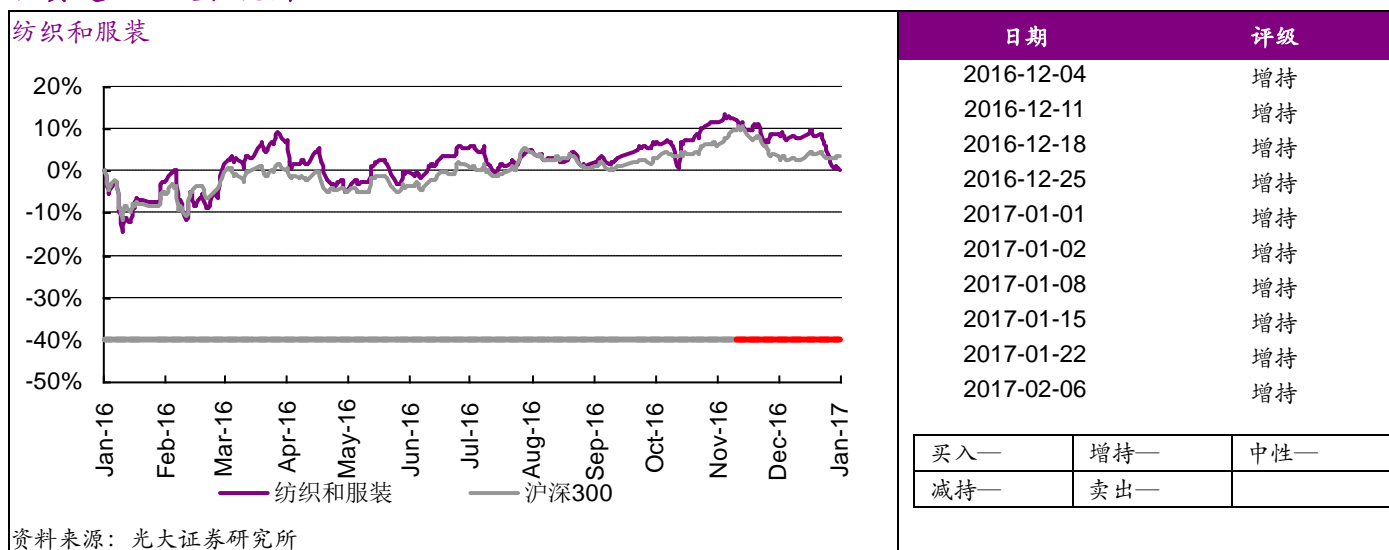
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
北京	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com