

全民健身：进击中的“身材经济”

——健身服务行业深度报告

证券分析师：

王立平 A0230511040052

秦聪 A0230515110001

2016.11.16



■ 我国健身产业发展空间足，保持较快增长，受益于国家政策与消费升级驱动：

- 我国健身产业目前约300亿元规模，1500万会员，15年市场规模增长14%，俱乐部数量增长20%，但俱乐部会员渗透率仅1%，参考海外经验尚有4倍以上空间。
- 从行业增长驱动来看，政府层面持续推进的大众健身已是国家战略；大众消费升级更加注重身心健康，充分利用碎片化休闲时间，且偏好有教练与同伴的场景化锻炼内容；社交媒体与移动互联网注入新的活力，健身的时尚与社交属性不断增加。
- 健身行业在我国有30多年发展历史，01年申奥成功尤其是03年非典之后热潮兴起，大型连锁健身俱乐部出现，行业竞争也随之加剧，快速发展的同时不断优胜劣汰。
- 目前行业盈利模式较单一，主要靠预售卡与私教课程，同质化竞争严重。健身行业正从零售业向服务业升级，未来变现将更加多元化。

■ 我国健身产业格局分散，看好优质的龙头俱乐部，以及互联网+升级：

- 我国健身产业集中度很低，品牌数量CR10预计仅约16%，区域化显著，尚未出现真正全国化的品牌。
- 我们看好具备很强品牌影响力的龙头俱乐部，注重用户体验，有望通过外延成长不断提高市场份额。目前国内规模较大的健身俱乐部包括浩沙、威尔士、一兆韦德、英派斯、中体倍力、青鸟、中航等。强调精品化与标准化的新型健身俱乐部也在崛起。
- 互联网+健身日新月异，线上已集聚流量亟待进一步变现，期待互联网对线下的改造升级。Fittime等优质的在线社区已经开始多方位探索变现。“暴走的萝莉”等优质健身网红已实现电商较好变现。
- 健身行业证券化率很低，目前仅有中航时尚一家新三板公司，期待未来有更多资本运作。我国健身产业目前约300亿元规模，1500万会员，15年市场规模增长14%，俱乐部数量增长20%，但俱乐部会员渗透率仅1%，参考海外经验尚有4倍以上空间。

■ 美国健身产业发展启示：产业较成熟，大众接受度高，有大型俱乐部与上市公司：

- 美国健身产业经过多年发展已较为成熟，15年健身俱乐部收入258亿美元，会员数5530万，健身人口渗透率达22%，俱乐部数量约3.6万个。
- 从产业结构来看，前十大俱乐部收入占比超30%；会员数量中女性多于男性；老年人与青少年会员数量增长迅速；健身设施与教程非常多样化，满足各类人群不同需求，创新能力强，美国健身产业产值结构中食品、补剂、减肥消费与服装器材等合计超过70%。
- 美国健身俱乐部有数家上市公司，包括著名中高端品牌Life Time Fitness（后被私有化）与平价品牌Planet Fitness（市值24亿美元）。最大俱乐部预计收入近20亿美元，大型俱乐部仍多保持稳健增长，产业内常有并购。

■ A股上市公司相关标的：

- **贵人鸟**：动域资本已投资多个互联网+健身项目，公司投资方面重点关注运动健身等领域；1倍杠杆、购买均价22.48元/股的员工持股已解锁；定增过会至今已超3个月，预计批文临近，询价发行；17年1月大股东等共5亿股IPO解禁，大股东目前持股比例近79%；
- **探路者**：旗下体育产业基金已投资国内最大健身社区Fittime，体育事业群投资领域包括智能健身管理等；2倍杠杆、购买均价16.56元/股的员工持股将于17年3月解锁；定增价格15.88元/股，将于17年6月解禁；前期市场关注度显著下降，预计今年业绩见底，股价横盘已久；
- **中体产业**：控股中体倍力连锁健身店，休闲健身收入稳健增长；已停牌，大股东拟协议转让所持有的全部股份；三季报国华人寿进入前十大股东；
- **莱茵体育**：子公司已收购杭州健身企业飞马健身，启动智慧健身场馆全国布局；已停牌筹划重大事项；打造赛事+场馆两大平台，体育全产业链布局。

目录

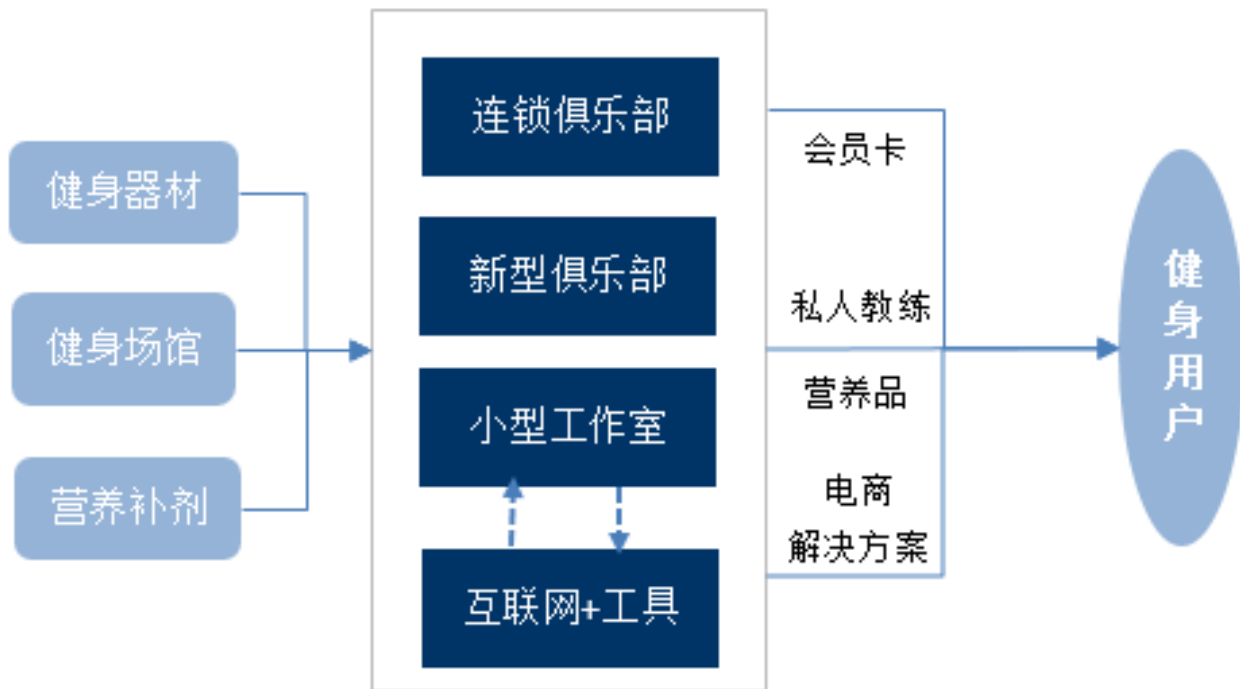
1. 健身服务行业发展空间与驱动
2. 健身服务行业格局与盈利模式
3. 上市公司相关标的与投资建议

1.1 健身服务行业体量较大，尚待进一步证券化

■ 健身服务行业以健身项目为中介，为参与者提供各种满足健身需求的服务：

- 健身服务行业的主体为健身房/健身俱乐部，上游为健身场馆与健身器材，下游直接面对消费者。近年来各类互联网+健身APP也大量出现。
- 健身服务行业体量较大，预售卡模式提前回笼现金流，而证券化率目前很低，未来值得重视。

健身服务行业产业链结构简图



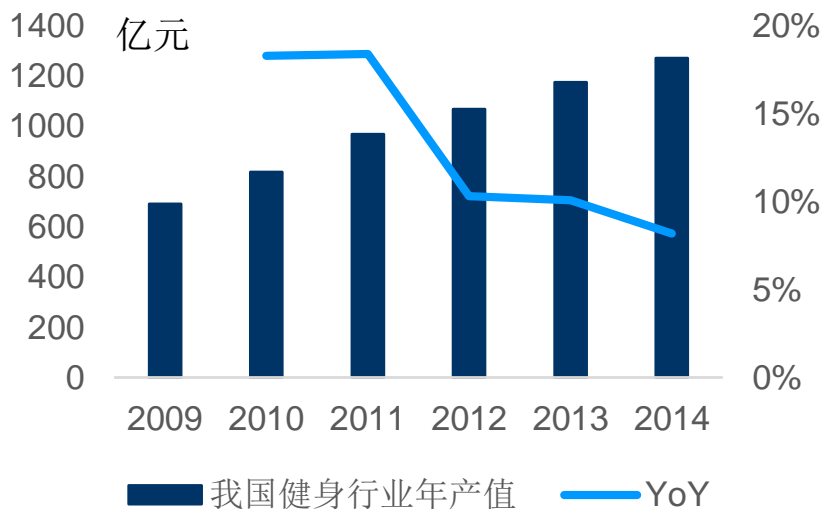
资料来源：申万宏源研究

1.2 我国健身服务行业规模约300亿，发展势头良好

■ 近年来我国健身房数量与健身人群持续扩张：

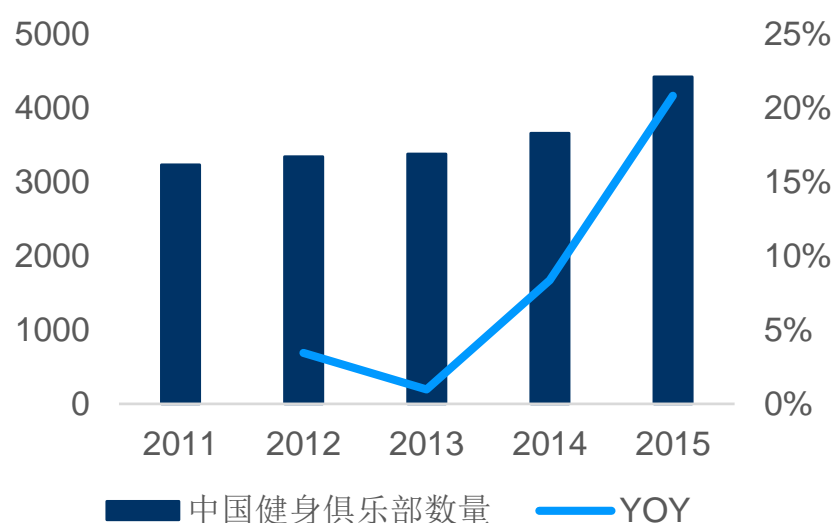
- 业内口径，目前健身服务行业规模在300亿元。我们从两个角度测算如下：
- 供给端：成规模的健身房数量在1万家左右（对应的健身俱乐部大约5000家），每年平均流水约100万，小规模健身工作室预计超过2万家，每年平均流水约50万，合计预计在200-300亿。
- 需求端：目前健身卡持卡人数约1500万，按照平均年费2000元，则保守估计为300亿。考虑到有近1/3健身人群会请私教，客单价更高，实际市场更大。
- 增速方面：根据国家体育总局《2016年健身教练职业发展研究报告》，2015年健身市场规模增长14%，健身俱乐部数量增长20%，国家职业资格持证教练数量增长77%。

我国健身行业年产值稳健增长



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

我国健身俱乐部数量近年来有加速趋势



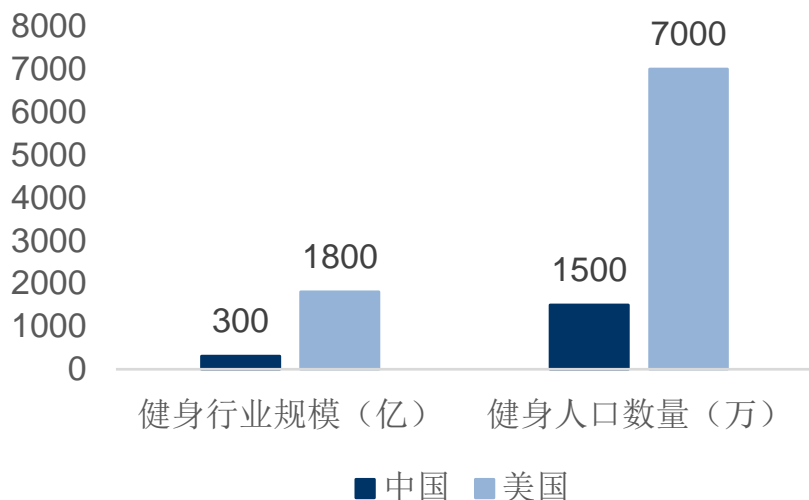
资料来源：AASFP，申万宏源研究

1.3 对比美国，我国健身行业发展空间巨大

■ 中美对比，国内健身服务行业应有至少4倍以上发展空间，健身人群有待扩容：

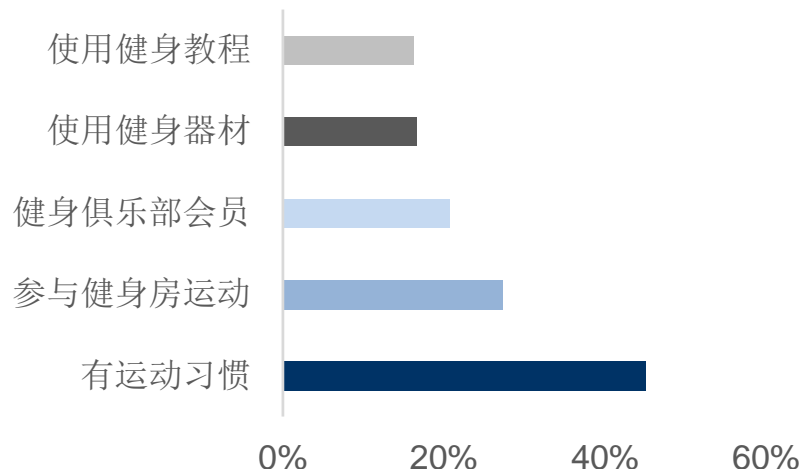
- 美国健身产业发达，有35000多家健身俱乐部，运动人口庞大，尤其是健身运动文化盛行。
- 健身房会员数量：中国健身卡持卡人数占比约1%（1500万），而美国健身人口占比为22%左右（7000万），美国是中国的4倍以上。
- 健身行业规模：中国健身服务行业市场容量目前300亿元，美国大约为1800亿元（2015年为258亿美元）。简单分拆计算，美国健身客单价略超中国，国内主要是健身人口数量提升空间大。

中美两国健身市场规模对比



资料来源：尼尔森，中国知网，申万宏源研究

美国健身人群庞大



美国运动人口在成年人中占比

资料来源：Chinafit健身网，申万宏源研究

1.4 对比美国，我国健身行业收入结构有望更加多元化



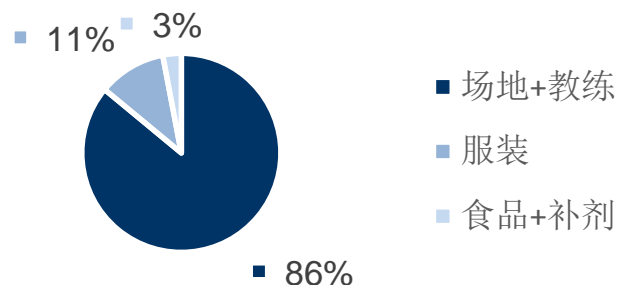
■ 我国健身行业中场地+教练占据大头：

- 中国健身行业主要收入来源为会员卡与私教课程，盈利模式相对单一，场地+教练在产值结构中占比超八成，而服装、补剂销售之类占比偏小。

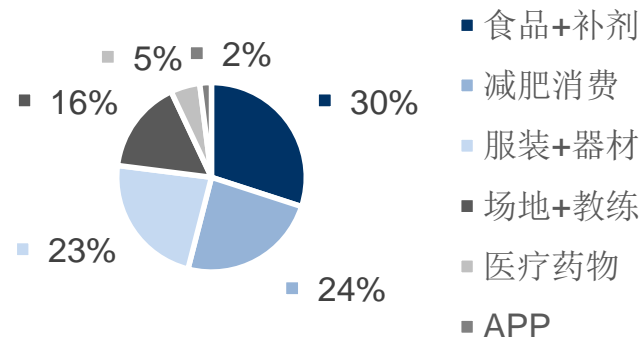
■ 美国健身行业结构更加多元化，食品补剂、减肥消费、服装器材等都是重要组成部分：

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

2012年我国健身行业产值构成



2012年美国健身行业产值构成



资料来源：Statista，申万宏源研究

资料来源：Statista，申万宏源研究

1.5 以史为鉴，我国健身行业正处在发展阶段

■ 我国健身行业可分为三个发展阶段，快速发展的同时不断整合：

- 第一阶段，萌芽期（1980-1990）：改革开放以后，健身理念开始从欧美引入中国，简·方达的健美操开始流行。健身项目仅有健美操与器械练习，健身房面积多为几百平米，健身人群主要是追求流行时尚与身材健美的年轻人。
- 第二阶段，起步期（1990-2000）：大众健康意识开始提升，健身操流行，有氧健身运动开始推广，1000平米以上的俱乐部应运而生。政策红利开始出现，政府大力推动群众性体育活动。但此阶段健身行业的资金实力、管理水平、服务能力等都非常有限。
- 第三阶段，发展期（2001开始）：随01年北京申奥成功，尤其是03年非典之后，体育锻炼与大众健身热潮兴起。大型连锁健身俱乐部开始出现，国外品牌也进入中国，资本也不断进入。但同时行业盈利模式较为单一，同质化竞争严重，俱乐部良莠不齐，不断发展的同时不断优胜劣汰。

简方达的健美操曾经风靡全球



资料来源：百度图片，申万宏源研究

健身俱乐部已经遍布各级城市



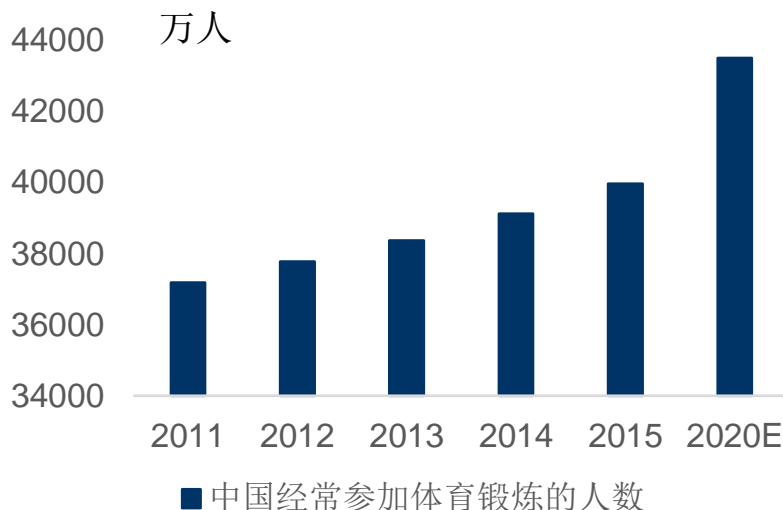
资料来源：百度图片，申万宏源研究

1.6 发展驱动之一：政策利好，大众健身已是国家战略

■ 多年来政府持续推动大众健身，今年进入新的发展阶段：

- 目前我国经常参加体育锻炼人数为4亿，近年来稳步提升，政府目标是2020年提升至4.35亿。
- 从95年国务院推出《全民健身计划纲要》开始，多年来政府不断推动，尤其是14年10月的46号文颁布以来，我国体育产业发展进入新的快车道，大众健身尤其受益。2025年5万亿目标的落实，大众健身首当其冲，受众面广且有消费意愿。
- 2016年体育总局与国务院分别颁布《体育发展十三五规划》、《全民健身计划（2016-2020）》，勾勒出到2020年的宏伟蓝图，包括每周参加1次及以上体育锻炼的人数达7亿，经常参加体育锻炼的人数达4.35亿，体育消费总规模达1.5万亿元等，目标是把全民健身打造成国家名片。

我国经常参加体育锻炼人数稳步提升



资料来源：国家体育总局，申万宏源研究

时间	发布单位	政策
1995	国务院	《全民健身计划纲要》
2009	国务院	《全民健身条例》
2011	国务院	《全民健身计划（2011-2015）》
2011	体育总局	《体育发展十二五规划》
2014	国务院	46号文
2016	体育总局	《体育发展十三五规划》
2016	国务院	《全民健身计划（2016-2020）》

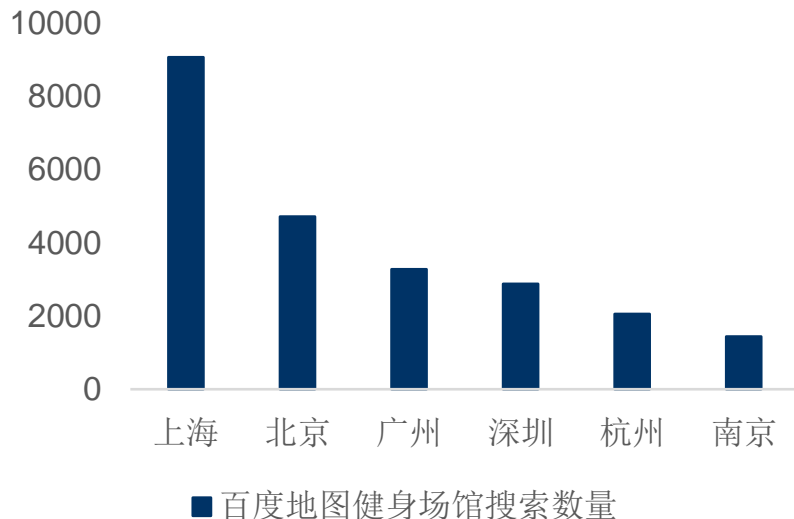
资料来源：国务院，国家体育总局，申万宏源研究

1.7 发展驱动之二：需求刺激，符合大众体育发展方向

■ 健身是体育领域大众消费升级的必然选择：

- 大众对健康关注提升是根本；其他衍生需求包括减肥降脂、塑形美体，以及社交性需求；
- 相比较户外运动与家里运动，**健身房能够有效满足白领的碎片化休闲时间，以及有教练与同伴的场景化锻炼需求**，可选择的课程与运动方式多样化，健身效果能够得到更好的保障。从运动本身而言，健身房运动与户外运动并不矛盾，健身房为户外打好基础，二者互相补充与促进。
- 健身群体不断扩大，消费观念不断提升：从年轻男性延伸到白领女性、中年人、肥胖人群、中学生、产后女性等，同时用户更加认同团课、私教等额外付费的附加值服务，付费意识在提升。
- 其他促进因素包括：健身场馆供给增加（来自写字楼、小区）、雾霾天气影响室外运动等。

我国健身场馆供给近年来迅速增加



资料来源：百度地图，申万宏源研究

百度指数“健身” 11年后不断提升



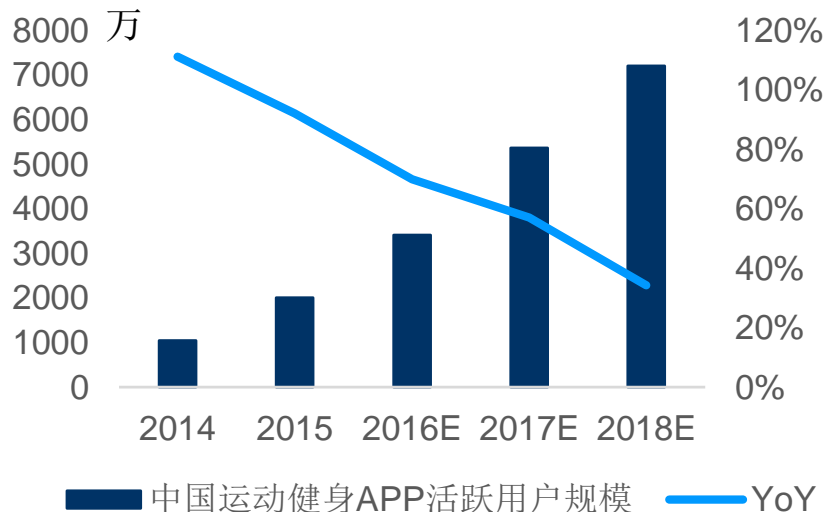
资料来源：百度，申万宏源研究

1.8 发展驱动之三：移动互联网与社交媒体注入新活力

■ 健身的时尚与社交属性不断增加：

- 随大众消费升级，健身教练、私教工作室老板、健身房营养师等逐步成为一项时尚阳光的职业；
- 随微博、微信、QQ等社交工具大发展，社交媒体晒健身照、晒运动装备、比较运动排名等已成常态，开始带有社交属性，为了社交而健身；
- 移动互联网时代来临，15年来KEEP、FITTIME等健身类应用快速流行，微信公众号、优酷、今日头条等平台上也聚集大量粉丝。16年我国运动健身类APP活跃用户规模预计达3400万；
- 网红经济深入到各大垂直领域，健身类网红/KOL已经大量出现，并通过电商等方式实现变现。

运动健身类APP活跃用户规模保持快速增长



资料来源：比达咨询，申万宏源研究

健身网红已开始在微博上成名

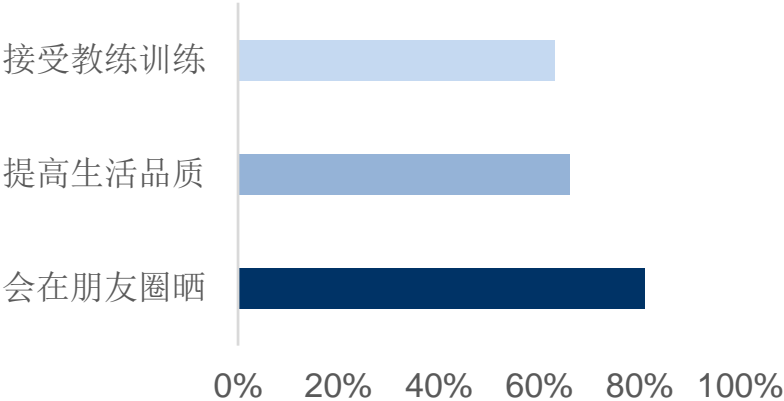


资料来源：微博，申万宏源研究

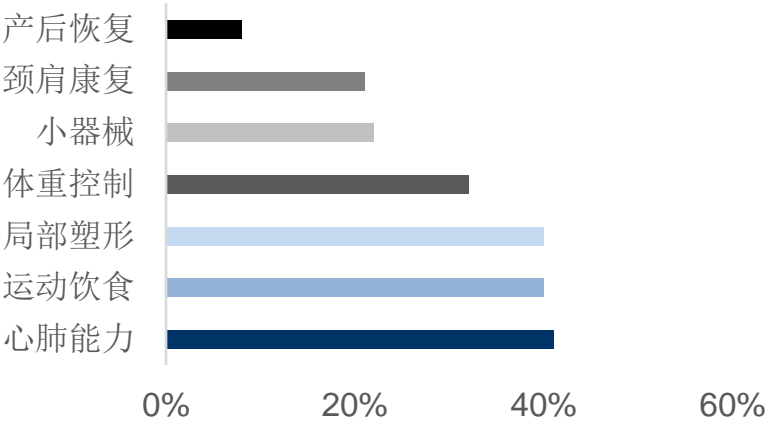
1.9 健身人群画像：需求开始细分化，愿意享受增值服务



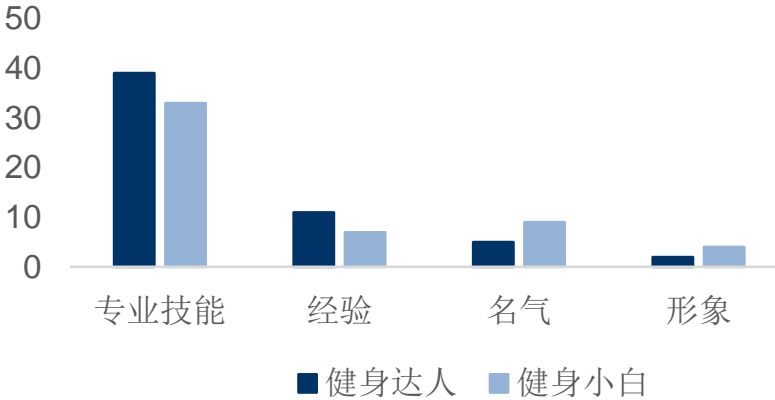
健身房健身动机



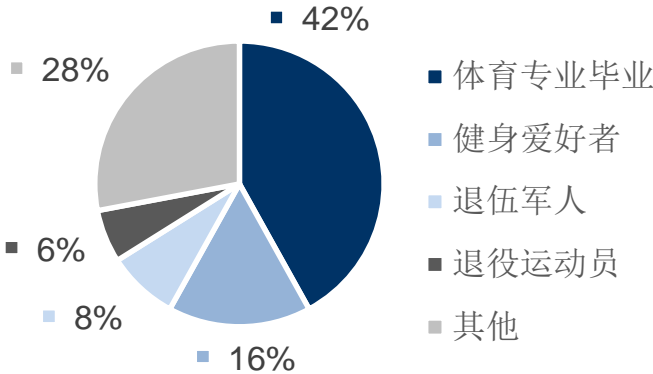
健身会员希望参与项目



选择健身教练所看重因素



国内健身教练构成



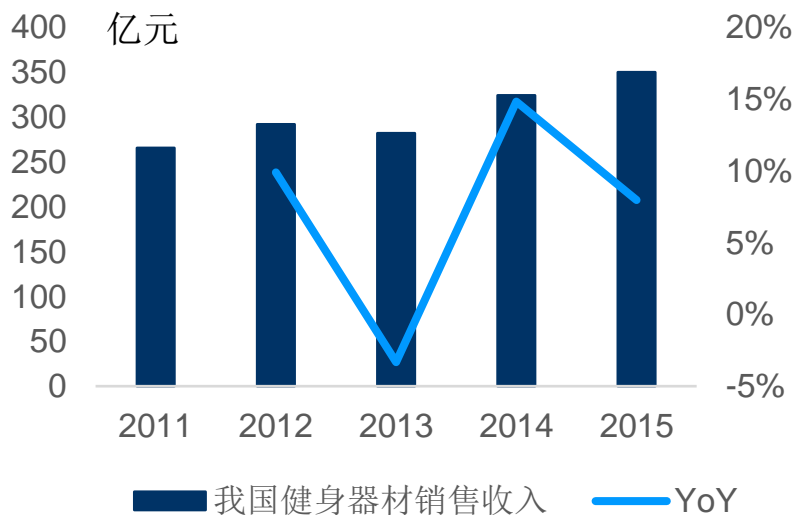
资料来源：《2016年健身教练职业发展研究报告》，申万宏源研究

1.10 健身器材行业速览：稳健增长，国产品牌有优势

■ 健身器材行业15年约350亿元规模，层级分化明显：

- 我国健身器材销售收入15年同比增长8%至350亿元，14-15年保持稳健增长，侧面印证行业热度；
- 高端健身器材市场主要被国际知名品牌所占据，在星级酒店与高档俱乐部使用；英派斯与乔山为代表的中高端国产品牌发展势头也不错，在业内已积累起较大的品牌影响力，主要在连锁俱乐部、酒店等处使用。另外还有大量中小OEM厂家；
- 英派斯是从制造商成功延伸至服务商的典型案列。连锁健身俱乐部经过多年发展也初具规模；
- 品类来看：随用户人群扩容与需求细分化，按摩椅、康复器械等迎来发展机遇，健身器材未来有望更加时尚化、智能化与人性化。

我国健身器材销售收入近年来稳健增长



资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究

国内健身器材厂商结构

梯队	品牌	使用场所
第一梯队	国际知名品牌，如美国ICON、Life Fitness，西班牙HB、德国GYM80等	星级酒店、高档俱乐部
第二梯队	国产品牌，如英派斯、乔山、舒华、澳瑞特、万年青等	大型连锁健身俱乐部、酒店，及政府采购等
第三梯队	中小厂商，OEM为主	中小型健身场所

资料来源：互联网+体育，申万宏源研究

主要内容

1. 健身服务行业发展空间与驱动
2. 健身服务行业格局与盈利模式
3. 上市公司相关标的与投资建议

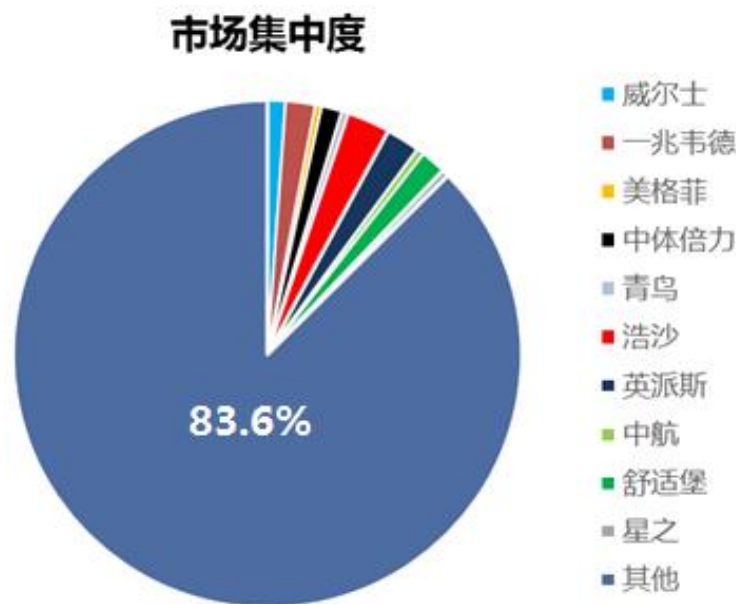
2.1 健身服务行业已形成多层次结构

■ 针对不同人群、拥有不同特色的健身场馆及工具：

- 传统的大型商业健身俱乐部：如青鸟、浩沙、威尔士、一兆韦德、英派斯、中体倍力、中航时尚等。国内前十大品牌健身俱乐部的健身房数量占比预计仅约16%，剩下也以非连锁为主。
- 新型的精品化连锁健身房：超级猩猩、乐刻运动、光猪圈等。
- 面向C端用户的互联网+健身APP：KEEP、Fittime、火辣健身、全城热炼、柠檬健身等。
- 其他包括面向健身房的SAAS工具、面向教练的服务，以及大量教练个人分散式的健身工作室。



资料来源：懒熊体育，申万宏源研究



资料来源：虎嗅，申万宏源研究

2.2 健身房盈利模式较单一，正从零售业走向服务业

■ 健身服务行业区域分布特征明显：

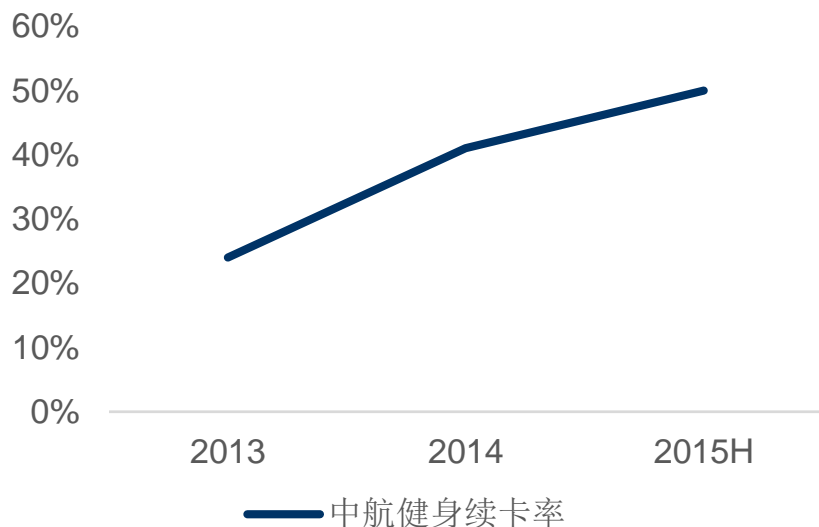
- 大型连锁俱乐部以一二线城市为主，尤其是一线城市，收费也相对较高。
- 并未出现真正的全国扩张，以区域割据为主，如在大本营北上深各自有较多门店，其他城市较少。

■ 健身服务行业盈利模式以销售年卡与私教课程为主：

- **零售业→服务业**：预售模式，购买会员卡进行消费，同时可选择私教等增值服务。健身行业正在经历从零售业到服务业的转型。其他收入来源包括销售营养补剂、饮料、器械等健身相关消费品，占比较小。
- 成本与费用主要包括：私教提成，员工工资，场地租金，设备购买或租赁成本，及水电燃气等。

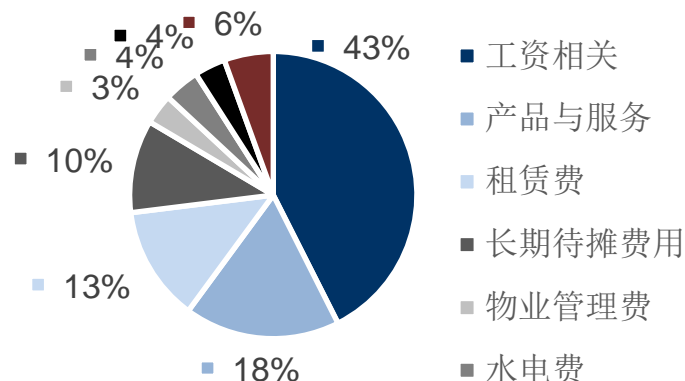
■ 老客户续卡率与吸引新客户加入是收入可持续增长的关键因素。

中航健身续卡率近年保持提升



资料来源：中航时尚公告，申万宏源研究

中航时尚营业成本构成



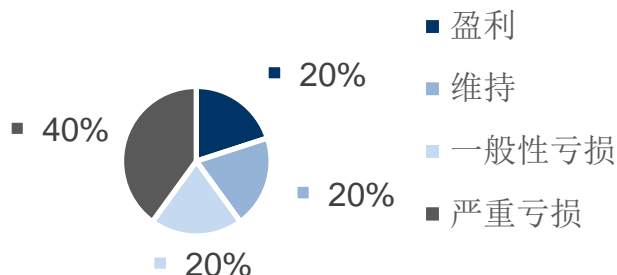
资料来源：中航时尚公告，申万宏源研究

2.3 连锁健身房已开始出现两极分化

■ 健身服务行业目前大部分微利或亏损，少部分龙头初具规模，开始出现分化：

- 行业整体盈利状况一般，是优胜劣汰的写照。目前健身房行业预计60%亏损，20%盈亏平衡。
- 大型健身俱乐部强者恒强，拥有完善的器械设备与教学服务，通过品牌宣传与渠道扩张不断获取流量。行业龙头预计净利润有大几千万乃至过亿。但行业证券化率很低，目前只有中航时尚一家新三板公司。
- 中等档次的俱乐部数量占比在下降。随一线城市租金与人力成本不断提高，新开健身房趋向精品化，控制面积与员工数量，同时提升服务能力与客户体验。与大型健身房类似大超市与便利店的关系。
- 小型的精品工作室也开始崛起，核心是出来创业的健身教练，打造个人IP，有差异化特色。例如健身达人陈蕴原是一兆韦德私教，后创立OneFit健身学院，也是UA的品牌顾问。

健身俱乐部运营情况占比



资料来源：智研数据中心，申万宏源研究

健身达人陈蕴创立的OneFit品牌



资料来源：百度图片，申万宏源研究

2.4 各种类型健身房商业模式对比

类型	代表	运营模式	盈利状况	优势	劣势
传统大型连锁健身房	青鸟、浩沙、威尔士、一兆韦德、中体倍力、中航时尚等	一次性预付费模式为主，会员购买季卡或年卡，请私教、上团课提供更多增值服务	2000-3000平的大型健身房，年营收可达1500万，单店毛利30%左右，行业龙头年净利润预计过亿	有品牌知名度，面积大，各种健身设备齐全乃至游泳池，教练人数多	教练更多起销售作用，服务体验不够重视，用户粘性不够，且成熟教练有流失风险
新型连锁健身房	超级猩猩、乐刻运动、光猪圈等	传统健身房+互联网思维，引入智能硬件系统，会员月付制居多，直营或与健身教练合伙加盟	200-300平米为主，多在创业融资阶段，单店年收入预计在100-200万，运营得当一年内可实现盈利	力求小而精，标准化，单价相对更低，提升服务质量，低成本高效率	快速扩张也会导致服务体验问题，盈利能力有待进一步提升
健身工作室	OneFit（陈蕴），rosejay	优质的健身教练创业，收入以私教课程为主，主打核心健身群体	单节课程收费300-1000元以上，成本可控，利润空间大，但难以扩张	依靠教练口碑，用户粘性大，注重服务体验	品牌知名度有限，用户规模难以放大，较难进行标准化扩张
互联网+健身APP	KEEP、Fittime、火辣健身、全城热炼、初炼、柠檬健身等	社交平台起家，逐步进入定制化视频培训、线下场馆结合O2O、电商等变现方式	绝大部分尚未盈利，处于不断融资阶段，淘汰率较高，极少数领头企业进入C轮	拥有线上流量优势，已积累起一定的用户口碑	仍需进一步探讨变现模式，用户数快速增长之后面临瓶颈，部分最终仍转入线下

资料来源：懒熊体育，网络公开资料，申万宏源研究

2.5 传统连锁健身房盈利能力测算

- 以一个3000平米的大型连锁健身房为例，假设每年300人办卡（每月25人），年卡4000元；
- 每月会员费100万，私教50万，其他销售类收入10万，月营业收入共计160万；
- 每月人工成本与会所投入等合计80万，折旧合计10万，每月营业成本共计90万；
- 则经营得当情况下，毛利率为44%，每月毛利润70万。

■ 从中航时尚的报表数据拆分来看：

- 收入增长主要源自门店数量扩张，收入增速正常年份在15%-25%。
- 健身业务毛利率基本在40%上下，但销售费用率与管理费用率呈现上升趋势。

	2015	2014	2013	2012	2011
健身业务收入（亿）	1.30	1.11	1.06	0.91	0.74
YoY	17.7%	4.2%	16.5%	23.7%	-
健身房年底数量	21	17	16	16	13
健身房平均数量	19	16.5	16	14.5	-
YoY	15.2%	3.1%	10.3%	23.1%	-
单个健身房收入（万）	686	671	664	629	614
YoY	2.2%	1.1%	5.6%	2.4%	-
健身业务毛利率	39.5%	37.8%	37.1%	38.5%	44.0%
公司销售费用率	3.2%	2.5%	2.3%	2.4%	2.7%
公司管理费用率	17.8%	16.5%	12.4%	14.1%	16.5%
公司净利率	7.1%	11.5%	13.9%	14.5%	18.1%

资料来源：中航时尚公告，申万宏源研究

2.6.1 大型健身房品牌之一：浩沙健身



■ 起源香港，定位全民健身，背靠大型运动服装集团

- 浩沙集团于成立于20世纪70年代香港，目前已成为集服装设计、面料生产、加工、销售、外贸、健身服务为一体的大型产业集团，拥有完整的室内运动产业链。健身服务方面，有浩沙健身俱乐部及浩沙健身研究院。集团服饰业务已上市（2200.HK）。
- 1997年，浩沙成为第一个由中国健身操第一人马华代言的健身品牌。1999年，浩沙成为第一批将健身俱乐部引入中国的品牌，在北京成立浩沙健身俱乐部。
- 目前浩沙健身在全国拥有171家俱乐部，其中北京地区81家，会员总数超过30万。

■ 大众价位，门店分布较广

- 浩沙号称北京的健身超市，价格适中且分布较多。
- 健身收入之外同时推广浩沙旗下品牌健身服饰、健身用品等。
- 是全民健身中国行合作推广单位，累计开展100多场活动。

■ 携手钛酷科技，场馆智能化升级

- 通过智能系统化解解决方案，数据化、标准化、运动营养结合，未来启动百城万店计划，打造智能化场馆



资料来源：百度图片，申万宏源研究

2.6.2 大型健身房品牌之二：威尔士



■ 写字楼为主，上海老牌商业健身连锁品牌

- 1996年成立于上海，07年底获得淡马锡关联基金Trust Bridge 2000万人民币注资。
- 直营模式为主，目前有115家健身俱乐部，会员数超80万，累计服务超200万会员，私教超1000名。
- 不同等级健身会所：大众品牌WILL' S，白领品牌WILL PLUS，高端品牌MONSTER、Kyoga、Zuper，顶级品牌W FITNESS。
- 选址方面高端商场与写字楼为主，兼顾住宅：在六大省市CBD开直营店，并与40多家地产商合作。

■ 会员卡+私教收入为主，并有网店

- 针对差异化需求有多种类型会员卡与专业化私教课程。
- 12年开始经营天猫店，销售会员卡及自有健身装备品牌。

■ 持续扩大与国际知名品牌合作

- 09年独家签约阿迪达斯。
- 15年与UA达成战略合作，UA是威尔士独家运动装备赞助商，提供训练装备并赞助教练去美国培训。



资料来源：百度图片，申万宏源研究

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

资料来源：天猫，申万宏源研究

2.6.3 大型健身房品牌之三：一兆韦德



■ 中高端社区为主的上海老牌连锁健身品牌，明星代言

- 2001年成立于上海，2007年淡马锡注资2000万美元，成为中国第一家国际基金投资的健身俱乐部。
- 目前在9个大中城市拥有大约100家门店，会员近50万，累计服务超过100万会员，每天服务人次超过5万，有员工3000多人，其中有10多位教练已经成为耐克中国区签约教练。
- 公司董事长为金字晴，是中国健美协会副主席，上海体育学院名誉教授，北京体育大学客座教授，2008年北京奥运天津站火炬手。
- 形象代言人为李连杰，与吴尊合作开设“一兆韦德吴尊馆”。
- 会员卡+私人教练和团操教练为主的盈利模式

■ 与各类名企建立跨界深度品牌合作

- 发行“一兆韦德交通银行联名信用卡”、“携程联名卡”。
- 携手李连杰的壹基金推出“爱心联名卡”。
- 门店主要在中高档社区，成为万科地产、大华地产、新加坡星狮等开发商楼盘配套健身会所品牌。



资料来源：百度图片，申万宏源研究

■ 注重管理系统及社群活动，提高会员粘性

- 07年引入甲骨文公司的ERP系统，优化会员运动习惯管理。
- 设立会员社交平台，有欧克利骑行俱乐部、爱跑俱乐部、高尔夫俱乐部、精英俱乐部。

资料来源：百度图片，申万宏源研究

2.6.4 大型健身房品牌之四：英派斯



■ 起源青岛，由健身器材起家，俱乐部分布较广的大众品牌

- 英派斯健身俱乐部隶属于英派斯健康科技，总部位于青岛，原为台商独资，成立于1991年，以健身器材生产制造业务起家，在国产健身器材行业中竞争力突出。11年引入战略投资者，目前已多元化经营，产业涉及健身器材、健身路径、健身俱乐部等，由制造商延伸至服务商。
- 首家俱乐部开设于02年，已从青岛延伸至华北、东北、华中、华东各地，截至15年底在全国21个省70个城市有220家俱乐部，仍然在不断加盟扩张中。连续3年获得中国连锁经营协会颁发的“中国特许经营百强”称号。

■ 加盟快速扩张，定位在健身解决方案服务商

- 健身俱乐部预计以加盟为主，公司提供一站式支持服务，官网称投资回收周期最长2年。
- 英派斯健身器材在国产健身器材中知名度较高，是健身器材国家标准的主要起草单位，研发能力较强，为俱乐部、酒店会所、政府企事业单位等供货，合作资源丰富，为俱乐部扩张提供条件。
- 在健身领域的教练培训、赛事运营等方面也有涉及。

明星产品



X-ZONE



全能格斗机



IE9501



ECT7电动跑步机

资料来源：百度图片，申万宏源研究

2.6.5 大型健身房品牌之五：中体倍力



中体倍力健身俱乐部
CSI-Bally TOTAL FITNESS
您身边的健身专家



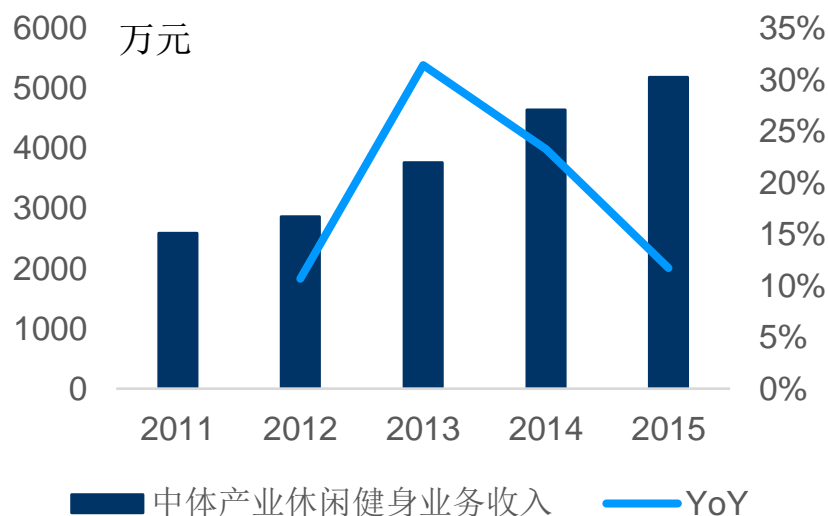
■ 中体产业与海外健身公司股东背景：

- 2001年9月成立于北京，由中体产业与美国倍力健身公司合作成立，中体产业持股65%。
- 目前在全国范围内拥有近60家门店，主要在东北与华北，其中北京已有14家。
- 美国倍力健身公司（BALLY TOTAL FITNESS）是美国和全世界最大的健身中心商业运营商，40多年历史，在美国28个州和加拿大的部分城市共经营了430多家健身中心，拥有400万会员。

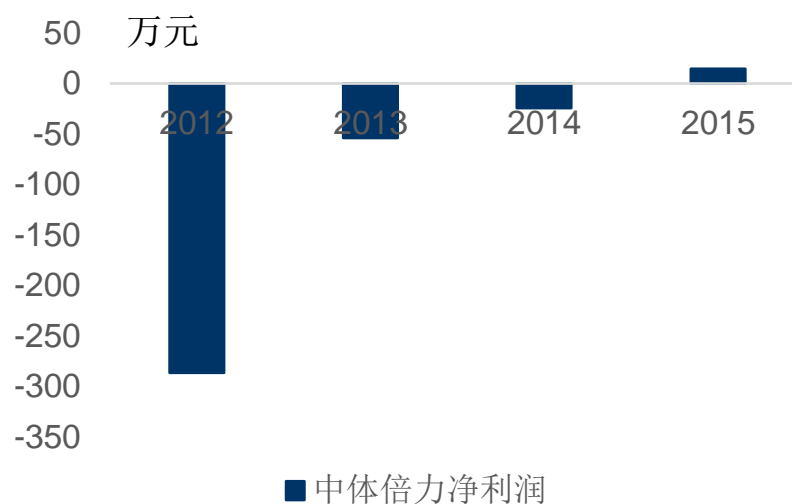
■ 提供全面健身方案，积极拥抱互联网：

- 提供自选式健身卡；首创儿童健身俱乐部；运用美国倍力管理方法。
- 联合中搜、百度等，在移动互联网领域开展合作。

中体产业包括中体倍力在内的休闲健身收入稳健增长



中体倍力近年来逐步扭亏为盈



资料来源：中体产业公告，申万宏源研究

资料来源：中体产业公告，申万宏源研究

2.6.6 大型健身房品牌之六：青鸟体育



■ 青鸟健身+青鸟瑜伽，老牌健身品牌亟待腾飞

- 青鸟健身于2000年初在北京成立，是国内最早的高端商业健身俱乐部之一，04年上过春晚。11年青鸟健身遭遇关店风波，增速开始放缓。13年青鸟健身与青鸟瑜伽合并为青鸟体育。
- 2016年10月，青鸟体育宣布获得中体鼎新领投，冠军VC跟投，香港上市公司盛源金融为投资顾问的3000万元人民币A轮融资。同时宣布发起成立15亿元的青鸟中投创新基金。
- 新任董事长卞光明上任于16年10月，是体育产业资深从业者。此前在国家体育总局任职10年，15年参与创立冠军VC体育天使基金。
- 目前全国有16家分店，主要分布在北京地区，其次在大连、广州、杭州等地各有少数分店。青鸟体育共计会员15万名，A轮融资后预计将重新腾飞。

■ 过去曾是健身行业标杆

- 最早大手笔进驻商业区；最先推出星级私人教练体系。
- 品牌力积淀深厚，忠诚度高，张丰毅、刘威等明星仍是青鸟会员。

■ 融资后积极打造体育生态

- 引入智能化IT系统，翻新店面，重塑品牌形象。
- 计划在高净值会员的基础上，涉足体育金融、体育保险、体育培训、影视文化板块，打造健身生态的智能互联平台。



资料来源：百度图片，申万宏源研究

2.6.7 大型健身房品牌之七：中航时尚

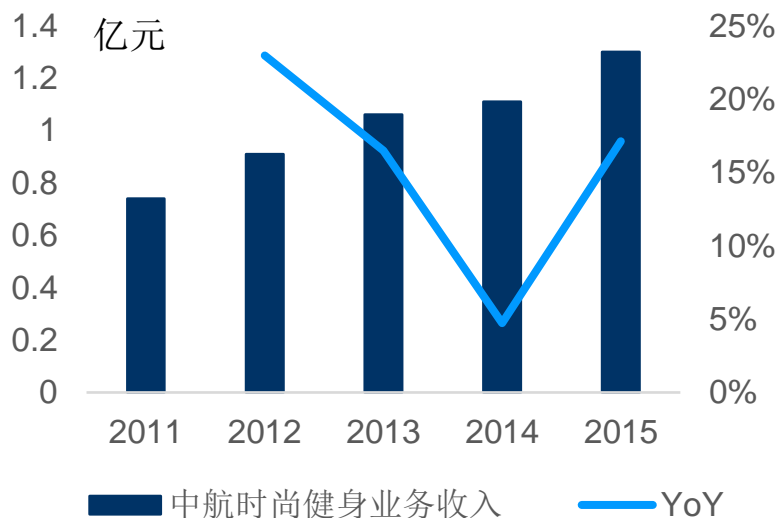
■ 扎根深圳，目前唯一的上市标的（835623.OC）：

- 1998年成立于深圳，2016年1月在新三板挂牌。业务包括健身与美容会所。15年健身业务收入1.3亿元，同比增长17%。15年全年营业收入2.2亿，归母净利润1540万。
- 在全国范围内拥有18家直营会所（其中16家在深圳）、1家加盟会所、1间医疗美容门诊部。拥有“中航健身会”、“优莱荟”、“优和健康家”三大品牌。

■ 盈利模式：健身+美容+纤体直营连锁会所

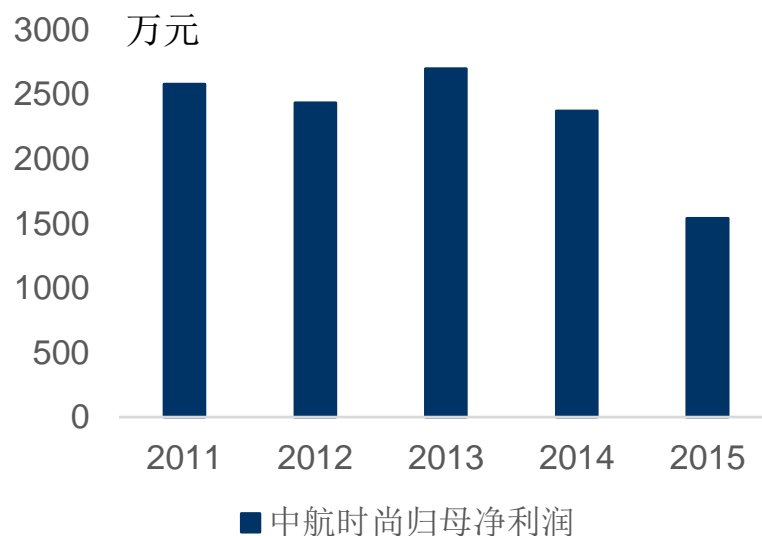
- “Wellness Club” 健康生活方式经营理念，提供专业健康解决方案的健康管理与促进服务。
- 产品主要包括健身期间卡、私教课程、美容保健疗程产品等，组合灵活，满足客户不同需求。

中航时尚近健身业务收入保持稳健增长



资料来源：中航时尚公告，申万宏源研究

中航时尚近年来整体归母净利润略有下滑



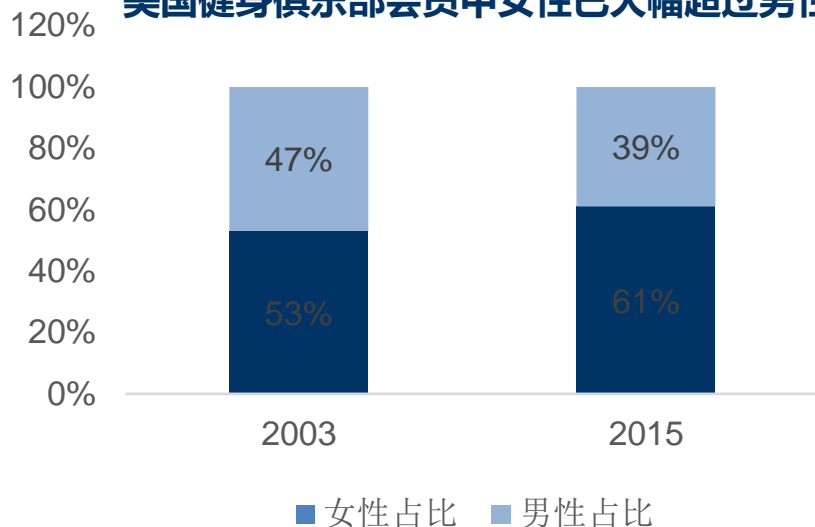
资料来源：中航时尚公告，申万宏源研究

2.7.1 他山之石：60多年历史的美国健身行业

■ 美国健身产业发达，有多家上市公司，为我国健身产业发展提供了借鉴：

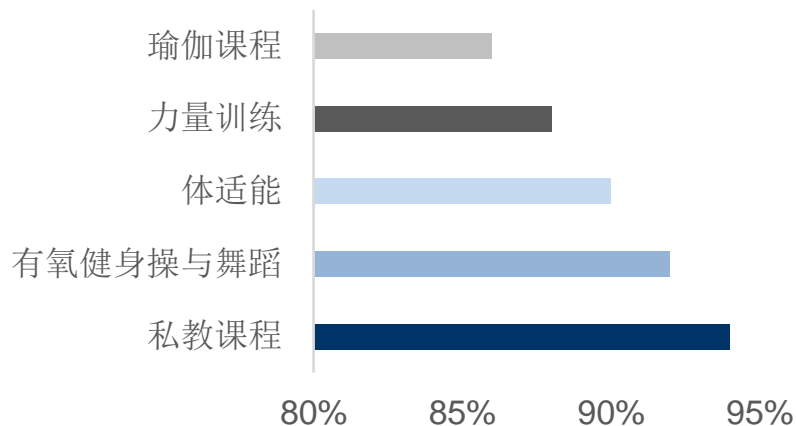
- 发展历程：美国健身产业起步并不早，但60多年来发展迅速，产值接近3000亿美元，健身俱乐部非常普遍，大众接受度高。包括课程、营养品、设备等在内的衍生品成长迅速，学术机构也设立很多相关科系。IHRSA协会在美国成立，促进健身产业发展，有超过67个国家6500个会员单位。
- 行业数据：2015年美国健身俱乐部收入258亿美元，会员数5530万，俱乐部数量36180个，均保持增长。2014年健身俱乐部收入CR10=31%。
- 会员：女性会员数量远超过男性。俱乐部会员收入显著超过平均数。老年人与青少年数量增长迅速。
- 设施与课程：非常多样化，满足各类人群不同需求，非常有创新能力。我国已经有不少模仿借鉴。
- 证券化：已有多家上市公司，包括高端奢华品牌ClubCorp、中高端品牌Life Time Fitness（后被私有化）、平价品牌Planet Fitness、Town Sports等。

美国健身俱乐部会员中女性已大幅超过男性



资料来源：IHRSA，申万宏源研究

美国俱乐部人气课程排名



资料来源：IHRSA，申万宏源研究

2.7.2 2015年美国前十大大型连锁健身俱乐部排名

美国大型健身俱乐部基本保持稳健增长，多有业内收购

健身俱乐部	2014年收入 (亿美元)	YoY	收购与渠道扩张	是否上市
LA Fitness	18.5	8.8%	新开43家店，收购了VQSF 10家店	否
24 Hour Fitness	13.3	2.3%	收购了Bally 32家店	否
Life Time Fitness	12.91	7%	收购了ShapeMed及新开6家店	私有化
Equinox	8.82	19.2%	收购了Millennium Partener 6家店	否
ClubCorp	8.44	8.5%	收购了Sequoia Golf的209家店	是
Town Sports	4.54	-3.5%	71家中端俱乐部转向低端，并有关店	是
Planet Fitness	2.80	0%	整体是加盟开店扩张策略	是
Capital Fitness	1.9	8%	新开数家俱乐部且面积扩大	否
The Bay Club	1.40	16.4%	收购了Stone Tree Gulf Club	否
Crunch Fitness	1.46	11.5%	收购了Club One，并在加拿大扩张	否

资料来源：ChinaFIT健身网，Bloomberg，申万宏源研究

2.7.3 美国健身品牌借鉴之一：Life Time Fitness

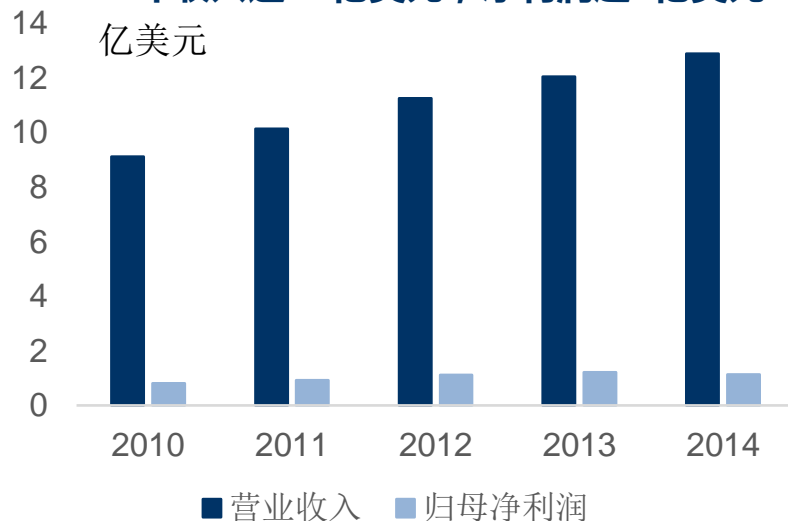
■ 定位中高端的一站式健康服务中心，“深度+差异化”提升客单消费

- 创立于1992年，主要通过LIFE TIME FITNESS、LIFE TIME ATHLETIC品牌经营一站式大型健身中心。2004年于纽交所上市，09年至15年股价涨幅超9倍。15年3月被Leonard Green & Partners与TPG为首的财团私有化，交易对价超过40亿美元。
- 根据14年年报，有113家健身中心，平均面积1万平方米，能容纳6500-10500名会员同时活动。14年收入12.9亿美元，归母净利润1.14亿美元，毛利率42%，净利率9%。

■ 多样化服务+家庭卡模式

- 经营大型娱乐体育活动，以专业健身中心、家庭休闲娱乐中心、以及休闲温泉Spa中心为一体；
- 重视面向会员家庭所有成员提供服务，充分挖掘每张会员卡背后的消费潜力，增加客户粘性。

LTF14年收入近13亿美元，净利润超1亿美元



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

LTF在金融危机见底后股价一路上涨



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

2.7.4 美国健身品牌借鉴之二：Planet Fitness

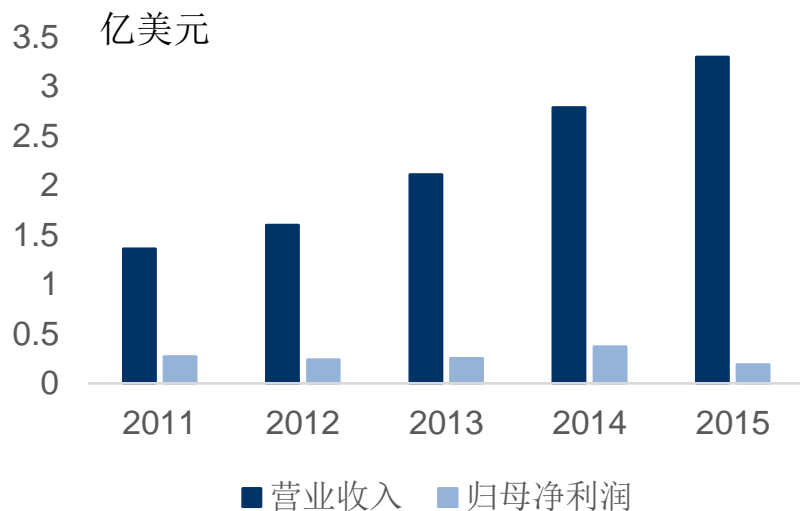
■ 超低会费+高性价比健身服务提供商

- 1992年11月成立于美国特拉华州，15年在纽交所上市。16前三季度营业收入2.62亿美元，归母净利润1093万美元，目前总市值约24亿美元。
- 2015年有1124家门店（特许加盟1066家，自营58家），会员数730万人，平均场馆面积2000平米。

■ “低价+亲民氛围” 差异化策略，打造健身行业麦当劳

- 客户群体广泛，女性用户超过50%，涵盖低收入阶层家庭。1996年定下的会员费至今未变：一般会员：10美元/月，可任意使用会籍所在场馆设施并参与小班健康训练课程。黑卡会员：19.99美元/月，可在任意场馆享受会员待遇，及按摩床椅、美黑、理发等服务。
- 加盟为主的扩张路径：03年开设首间加盟店，加盟店数量迅速增长，2015年加盟费收入占比近71%。

PF2015年营收超3亿美元，保持稳健增长



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

PF2015年毛利率增至66%



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

2.8 新型连锁健身房涌现，探索标准化复制

■ 新型健身房定位在精品化、社区化与便携化：

- 新型健身房强调服务与标准化，一级市场已经开始融资，抢占传统中小健身房市场份额。

	光猪圈	超级猩猩	乐刻健身
定位	教练合伙加盟模式	健身集装箱+团课工作室	自营平价连锁健身
融资情况	洪泰基金等参与首轮融资，启动资金1200万，15年9月开第一家店	15年1月获得百万天使轮融资，15年10月动域资本PreA轮，16年春节后复星集团追加注资	15年7月获得IDG资本300万美元天使融资
运营模式	从线上到线下的健身平台，线下是自营+加盟式的精品自助健身房，小而精，有智能化硬件管理系统，会员月付制，教练合伙人制	50平米的24小时智能化与集装箱式健身仓+200平米的团体私教工作室，售卖健身仓与合作开设团课工作室，提供全程健身管理服务，最后与开发商分成	互联网思维，提升服务，降低用户门槛（包月99元），平均300平米，规模化经营与扩张，对标中国版Anytime Fitness
扩张状况	截至16年3月在北京有5家门店，签约加盟店100家，目标是年内签约1000家，开店300家	全国范围内健身仓有12处，在深圳、武汉与北京，16年注重广州上海扩店，直营为主	截至16年3月全国有16家店面，其中杭州9家，一线城市扩张较快
优势	创始人原青鸟董事长，拥有资源及互联网思维，力求精品化与标准化	万科背景，地产资源较强，把控开店速度与盈利能力	注重降低成本与提升服务，扩张速度也较快
劣势	平衡销售与服务之间仍有难度；智能化设备外包	健身仓空间有限，	平价模式与精品思路导致单店收入较低

资料来源：懒熊体育，网络公开资料，申万宏源研究

2.9.1 互联网+健身从社交开始探索变现

■ 通过教学与社区来引流，未来有待进一步变现：

- 深受各路资本追捧，已经具备一定流量优势，未来的变现方式包括电商、延伸至线下等。

	KEEP	FITTIME	火辣健身	柠檬健身
定位	健身视频大平台向垂直电商过渡	线上教练培训、打造健身达人IP、整合健身资源	健身教学与社区分享为主的健身平台	酒店健身场馆运营商
融资情况	15年初完成300万美元天使轮，贝塔斯曼500万美元A轮，纪源资本千万美元B轮，16年完成C轮	14年初获真格基金天使轮，14年8月经纬A轮，15年9月探路者和同基金B轮	15年初阿米巴资本天使轮，景林资本与虎扑PreA轮，15年5月动域资本等6000万A轮	14年中天使轮，15年完成A轮
运营模式	在移动端占据流量入口，是国内流量最大的健身视频工具应用，用户数千万级别，活跃度高等有望向跑步等大运动人群扩展，并开始打造运动保健品的电商平台，也有望打造自己的运动品牌	以线上教学视频起家，兼顾销售保健品，已开始做线上私教一对一课程，并帮助线下零散健身工作室做门店导流	大数据分析提供各类健身解决方案，黄晓明也是投资人之一，拥有明星节目渠道	以高端酒店闲置健身场地资源，做线上运营的增量服务，场地共享+教练整合，模式较独特
发展战略		计划与乐视体育合作，做健身达人的经纪公司，重点放在培育健身达人并帮助变现，对切入线下健身房保持谨慎	线上线下将同步推进，线上开设课程与电商板块，线下开设精品健身房，并投资其他公司	通过融资快速扩张运营场地，抢占市场份额，对标健身领域的Airbnb与Uber

资料来源：懒熊体育，网络公开资料，申万宏源研究

2.9.2 Fittime睿健时代：国内最大的健身社区之一

■ 社交平台起家，PGC+UGC制作优质内容：

- 13年Fittime人人网主页建立，3个月聚集20万健身爱好者，14年天使轮后迅速切入微博、微信、优酷等主流社交及视频平台。15年上线APP。目前微信公众号粉丝120万，APP粉丝500万，其中女性用户占比达65%。B轮投资探路者体育产业基金参与。
- Fittime注重高质量的原创视频课程制作，通过明星教练、瑜伽大使或健身冠军来拍视频。同时UGC开始逐步发力，粉丝投稿也快速增加，Fittime成为健身领域的平台运营者。

■ 付费教程与内容电商探索变现，打造健身达人的商业价值：

- “口袋减脂营”项目，女性用户达80%，通过微信号提供在线减肥服务。
- 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。有望延伸至健康餐。
- 帮助平台上的健身达人孵化、导流、变现等，本质上类似网红经纪公司模式。

Fittime聚集大量健身达人



资料来源：探路者体育发布会，申万宏源研究

Fittime打造健身达人商业化平台



资料来源：探路者体育发布会，申万宏源研究

2.9.3 健身网红崛起，电商等方式快速变现

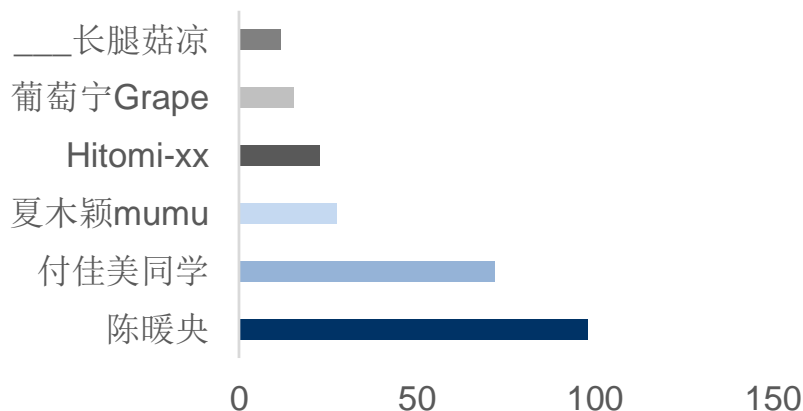
■ 网红经济延伸至健身领域，专业达人不断崛起：

- 我们一直强调，网红经济将延伸至大消费行业各个领域，从有趣升级至有用。健身类网红/达人/KOL正逐步开始在主要社交平台上大放异彩。

■ “暴走的萝莉”陈暖央是典型代表，通过电商实现有效变现：

- 著名健身网红陈暖央是音乐学院舞蹈专业毕业，做过杂志兼职模特，有一定的粉丝基础，2011年后开始健身，在微博上分享运动照片、段子与视频，与粉丝有效交流互动，目前微博粉丝已接近百万人；
- 原有的淘宝女装店开始转型销售女性健身服饰，2年时间内年销量翻两番。“暴走的萝莉”金冠淘宝店客单价在180元左右，15年旺季月销售额达850元；
- 有固定设计团队与对接工厂，增加产品的时尚度，并向运动休闲类服饰适度拓展以丰富SKU，价格比传统运动品牌便宜一半以上。

健身网红的微博粉丝数量



资料来源：微博，申万宏源研究

“暴走的萝莉”淘宝店很受欢迎



资料来源：淘宝，申万宏源研究

2.10 我们的观点：健身产业发展正在路上，大有可为



■ 我国健身产业发展空间足，天花板尚远，受益于国家政策与消费升级驱动：

- 我国健身产业目前约300亿规模，1500万会员，但渗透率仅1%，参考海外经验尚有4倍以上空间；
- 政府层面持续推进大众健身，居民消费升级注重身心健康，以及社交媒体共同驱动行业成长；
- 目前行业盈利模式单一，主要靠预售卡与私教，正从零售业向服务业升级，未来变现将更加多元化。

■ 我国健身产业格局分散，看好优质的龙头俱乐部，以及互联网+升级：

- 我国健身产业集中度很低，品牌数量CR10预计仅约16%，区域化显著，尚未出现真正全国化的品牌；
- 我们看好具备很强品牌影响力的龙头俱乐部，注重用户体验，有望通过外延成长不断提高市场份额；
- 互联网+健身日新月异，线上已集聚流量亟待进一步变现，期待互联网对线下的改造升级。

■ 我国健身产业证券化率低，期待未来进一步资本运作：

- 我国健身产业目前仅有一家新三板公司，新模式的创业型公司已经过数轮融资。期待未来一二级市场有更多互动，通过资本运作方式分享与促进更多成长。

主要内容

1. 健身服务行业发展空间与驱动
2. 健身服务行业格局与盈利模式
3. 上市公司相关标的与投资建议

3.1 相关标的一：贵人鸟 (603555.SH)

■ 健身领域相关布局：

- 与虎扑、景林合作的动域资本15年来已投资多个涉及到互联网+健身的项目，包括超级猩猩、火辣健身、青橙科技、初炼、教练宝、OneFit、海克力斯等。
- 公司在年报与中报都表示，持续以资本驱动变革，投资具有发展前景、有孵化的标的，重点关注体育旅游、运动健身、校园体育等具有成长潜力的行业，有外延预期。

■ 未来的看点：

- 不断通过收购与代理的方式落地项目，致力于打造体育产业化集团，并增厚业绩，执行力强；
- 员工持股9520万元，购买均价22.48元，1倍杠杆，已解锁，10月24日开始已正式可以卖；
- 夯实供应链的4亿元定增已在8月10日过会，至今已超3个月，预计批文临近，询价发行；
- 17年1月24日大股东等共5亿股将IPO解禁，大股东持股比例目前高达78.89%；

■ 风险因素：外延收购及业务整合不达预期；鞋服用品零售端增长乏力。

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1920	1969	2216	3754	4385
YoY	-20.2%	2.6%	12.5%	69.4%	16.8%
净利润（百万元）	312	332	333	424	501
YoY	-26.3%	6.3%	0.35%	27.3%	18.2%
EPS（元）	0.51	0.54	0.54	0.69	0.82
PE	55	52	52	41	34

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 相关标的二：探路者 (300005.SZ)



■ 健身领域相关布局：

- 与和同资本合作的探路者体育产业基金15年已投资国内最大健身社区Fittime。
- 公司在年报与中报都表示，体育事业群以投资业务为主，主要投资领域包括赛事运营、冰雪运动、体育传媒、体育培训、智能健身管理、体育社区等，有外延预期。

■ 未来的看点：

- 员工持股1亿元，购买均价16.56元（与目前股价差距不大），2倍杠杆，16年3月22日买完，其中参与的董事长也是公司上市以来首次增持。另外董事长承诺16年1月14日起一年内不减持；
- 12.8亿元定增用于建设探路者云、绿野户外旅行O2O等项目，定增价格15.88元，16年6月6日上市，锁1年；
- 前期市场关注度显著下降，三季报显示机构大幅撤出，体育高管离职与三季报业绩不佳是利空出尽，预计今年业绩见底，股价横盘已久。

■ 风险因素：户外用品行业增速继续放缓，公司户外用品业务下滑；旅游板块竞争加剧导致亏损增加。

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1715	3808	3039	3682	4497
YoY	18.7%	122%	-20.2%	21.2%	22.1%
净利润（百万元）	294	263	186	229	288
YoY	18.3%	-10.5%	-29.3%	23.1%	25.8%
EPS（元）	0.58	0.51	0.31	0.39	0.48
PE	29	33	55	44	35

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3 相关标的三：中体产业（600158.SH）

■ 健身领域相关布局：

- 控股中体倍力连锁健身店，标准化经营，提升客户体验，休闲健身收入去年增长12%至5193万。
- 举办全民健身万里行等全民休闲健身活动，带动超过6万参与者。休闲健身业务已覆盖100多万人次。

■ 未来的看点：

- 已于11月14日停牌，大股东体育总局体育基金管理中心拟协议转让持有的全部股份（占22.07%），上市公司有望迎来新的发展机遇；
- 中体产业过去作为体育总局系统里唯一的上市平台，体育资源储备丰富但发展一直低于预期，大股东承诺从注入到转让，市场一直有资本运作方面的预期，包括业内产业巨头借壳等；
- 三季报国华人寿进入前十大股东，持股1.03%。刘益谦为国华人寿实际控制人，06-11年间曾任中体产业董事。

■ 风险因素：控股权转让影响到上市公司未来发展；业务整合不达预期；地产业务不景气。

	2014	2015	2016E*	2017E*	2018E*
营业收入（百万元）	1152	851	948	1103	1281
YoY	16.9%	-26.1%	11.3%	16.4%	16.1%
净利润（百万元）	103	78	94	116	144
YoY	-24.3%	-24.8%	21.2%	23.4%	24.1%
EPS（元）	0.12	0.09	0.11	0.14	0.17
PE	168	224	184	144	119

资料来源：*来自Wind一致预测，申万宏源研究

3.4 相关标的四：莱茵体育 (000558.SZ)



■ 健身领域相关布局：

- 全资子公司莱茵体育场馆公司收购飞马健身100%股权，飞马健身为杭州本地的健身连锁企业，现有直营健身TOP会所1家、会所2家、俱乐部2家，总健身面积达16000多平方，15年净利润为75.3万。
- 启动智慧场馆全国性布局，规划将在一二线城市建设1000家智慧场馆。将以线下自建及签约的场馆为基础，结合体育互联网服务平台“运动世界”，积极打造智慧场馆管理运营模式。

■ 未来的看点：

- 已于10月17日停牌，大股东莱茵达控股集团正在筹划重大事项；
- 体育全产业链布局最早，打造“赛事+场馆”两大核心平台，并联合境内外专业体育机构，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目标；
- 2016年3月23日员工持股购买完毕，购买均价15.33元，总规模共6亿元，1：3倍杠杆，锁1年。

■ 风险因素：体育产业布局不达预期。

	2014	2015	2016E*	2017E*	2018E*
营业收入（百万元）	3717	2528	2987	2929	4524
YoY	77.2%	-32%	18.2%	-1.9%	54.4%
净利润（百万元）	43	-358	130	224	445
YoY	-37.4%	-933%	136%	72%	98%
EPS（元）	0.06	-0.42	0.15	0.26	0.52
PE	246	-	99	57	28

资料来源：*来自Wind一致预测，申万宏源研究

3.5 相关标的估值对比

序号	股票代码	股票简称	现价 (2016.11.14)	EPS (元)			PE		
				2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
1	603555.SH	贵人鸟	27.97	0.54	0.54	0.69	52	52	41
2	300005.SZ	探路者	17.03	0.51	0.31	0.39	33	55	44
3	600158.SH	中体产业*	20.19	0.09	0.11	0.14	224	184	144
4	000558.SZ	莱茵体育*	14.75	-0.42	0.15	0.26	—	99	57

资料来源：*盈利预测来自Wind一致预测，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

证券分析师：

秦聪

qincong@swsresearch.com

王立平

wanglp@swsresearch.com