

推荐 (维持)

热潮之下蓄势待发的中国健身行业

2017 年 03 月 12 日

健身行业专题研究报告

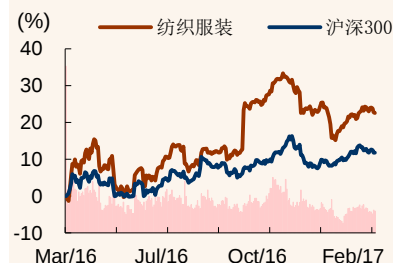
上证指数 3213

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	106	3.4
总市值 (亿元)	11177	2.1
流通市值 (亿元)	6848	1.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.7	8.0	24.9
相对表现	0.3	4.6	11.1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《纺织服装行业“时尚半月谈”(3月上期)-基本面下行风险有限 继续关注真成长和稳发展品种》2017-03-05
- 2、《纺织服装行业“时尚半月谈”(2月下期)-一定增新政利于价值回归 关注真成长+改善中的稳发展》2017-02-20
- 3、《服饰纺织行业 2016 年年报前瞻分析-品牌年报表现平淡 震荡市下精选价值品种》2017-02-08

孙好

010-57601717

sunyu2@cmschina.com.cn

S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn

S1090516090006

研究助理

屈欣悦

quxinyue@cmschina.com.cn

随着国民消费水平的提高以及对自身健康的关注,健身需求逐渐提升,随之而来的是线下健身房的快速扩张和雨后春笋般崛起的互联网健身企业。而喧闹的背后,行业运营模式与盈利状况究竟如何?行业发展的历史与未来方向何在?新老模式的优劣与未来盈利点是什么?经过大量草根调研,我们利用一手详实数据,详尽梳理目前线下健身房的盈利模式,从品牌、渠道、粘性、格局、收入和成本构成等细节逐一剖析,提供全市场最接近健身房真实运营情况的分析,并对一兆韦德、威尔士、超级猩猩、Liking,乐刻、Fitime 等 12 家不同模式健身业态进行了逐一分析。我们认为,健身行业未来发展空间巨大,不同线城市之间深度服务价值的挖掘与浅层新客户流量的利用将并行发展,资本介入下行业洗牌将加速,并可通过区域内自主扩张和区域外并购方式推进行业集中度的提升与产业链的延伸,与大众健身需求的培育共同进步。

- **经历多次洗牌,健身行业再逢加速增长。**健身行业从海外传播进入中国已有 20 余年,由于线下健身行业一直以来盈利模式单一、经营成本较高,因此在大众健身市场尚未成熟的环境下,行业经历了多次洗牌。近两年来,健身行业再次迎来增长提速,2016 年全国健身俱乐部增长 20.8%至 4425 家,会员数量增长 21.3%至 663.38 万人,除了传统健身房,也衍生出了各类新模式。
- **新老经营模式并存,活跃市场中大浪淘沙。**传统线下健身俱乐部模式依然占据着最多的市场资源且稳定增长,但过度依靠年卡销售、服务质量不佳、客户粘性低等问题一直存在。近年来,针对传统模式的痛点,衍生出私教工作室、24 小时健身房、整合资源式 O2O 和线上内容社交平台等新兴模式,小型工作室的兴起对传统健身房造成了一定分流,而健身 App 吸引了大量健身小白,也为线下健身场所培养了潜在客户,但新盈利模式的稳定性仍有待检验。
- **健身房普遍投入成本回收快,现金流良好。**目前国内健身俱乐部的收入以销售年卡 and 私教课程为主,保健品等相关产品销售占比不高,成本主要包括租金、装修、器械及人员开支。根据草根调研显示,一线城市 2000 平米门店开店成本约 150-250 万元,现金流层面一般可在提前预售期到开业 2 个月内收回,后期运营成本在每月 30-60 万元左右。由于销售长期年卡预收年费,健身房普遍现金流良好,但在财报层面,因年卡预售未使用前是待摊销成本,因此,良好的现金流需要在健身房持续运转的前提下,不断提升高附加值私教等收入的占比,将其转化成为盈利能力的提升。
- **一线城市消费重心已逐渐向服务转变,其他城市开发潜力大。**年卡+私教占健身房收入 90%以上,当前大多数健身房年卡收入比重较大。随着健身意识和消费水平的提升,一线城市的消费重心已逐渐向服务转变,私教课程收入将逐渐超过年卡收入。而一线城市以外的地区商业健身房市场发展相对空白,新开店预售成绩甚至可以超过一线城市。针对不同城市,未来健身房发展或将形成“提升单店盈利+跑马圈地”两条路线。
- **国内市场格局分散,品牌区域性特征明显,资本介入下有望产生全国性龙头品牌。**从竞争格局上看,目前行业集中度低,知名品牌具有较强地域性,尚未出现全国性品牌。资本介入下,行业内的洗牌或将加速,强势品牌如威尔士、一兆韦德等有望通过强势区域自主扩张和弱势区域收购的方式向全国连锁品牌发展,开启行业集中度提升的进程。
- **相关标的:**贵人鸟收购威尔士,率先抢占健身龙头资源,并可有效的与旗下体育产业基金中孵化的私教健身 O2O 初炼、Onefit 健身学院、超级猩猩、火辣健身等多个健身领域项目,构建线上线下双重资源,发挥协同效用。

正文目录

一、 引言	7
1、 本文的不同之处	7
2、 需求觉醒： 马甲线和腹肌的新时尚	7
二、 国内健身房行业： 二十年起伏背后的市场和经营	8
1、 市场进入（80 年代-2000 年）： 中国第一批健身房	8
2、 第一个加速期（2000 年-2010 年）： 同质化竞争导致洗牌	9
3、 成本挤压下的倒闭潮（2010 年-2014 年）	9
4、 健身热潮再次爆发， 互联网健身介入需求断层（2014 年至今）	11
三、 国内外健身行业产业链的发展与探索	11
1、 美国健身行业： 以史为鉴， 产业链培育并非一蹴而就	11
2、 国内产业链： 集中在线下健身房， 互联网发展冲击旧模式	14
四、 健身行业模式解析： 新老模式并存， 活跃市场中大浪淘沙	16
1、 传统健身俱乐部模式	17
2、 私人健身工作室	26
3、 24 小时健身房	28
4、 整合资源式健身 O2O	31
5、 线上内容与社交平台	35
五、 传统健身房经营现状解析： 投入成本回收快， 现金流良好， 品牌区域性特征强	37
1、 收入： 以年卡与私教课程为主， 不同城市区别大	38
2、 成本： 投入成本回收快， 运营成本靠持续稳定经营支撑	39
3、 人员配置： 人才缺口明显， 大小品牌收入差异大	40
4、 品牌与渠道： 直营易于管理， 品牌多呈区域性分布	41
5、 续卡率： 行业整体水平低， 健身房主动提高粘性动力不足	42
6、 扩张： 一线城市竞争激烈， 市场空白区域风险多但回收快	42
7、 格局： 品牌集中度较低， 空间上集中在北上广深等发达城市	43
六、 健身行业的核心资源： 教练及销售经理	44
七、 国内健身行业再讨论： 未来发展加速但矛盾明显 洗牌与变革将持续	48
1、 市场发展已加速， 供需矛盾明显， 行业仍处在圈地跑马阶段	48
2、 行业盈利模式必将由浅至深变革， 产业链延伸是必然趋势	49

3、健身行业资本运作情况及展望	50
八、 A 股相关标的	52
1、贵人鸟：收购健身房龙头品牌威尔士 体育产业延伸再下一城	52
2、探路者：初步涉足线上健身市场	53

图表目录

图 1：百度搜索热度显示健身热潮又起	7
图 2：国内运动健身行业产业生命周期	8
图 3：国内第一批健身房设备质量较低	9
图 4：国内第一批健身房经营面积较小	9
图 5：目前主要连锁品牌成立时间	9
图 6：成本持续上升超过收入水平时经营便难以为继	10
图 7：Weider Nutrition 创立于 1936 年	12
图 8：Weider 发行的健身年历	12
图 9：Charles Atlas 的健身课程	12
图 10：Nike 首款跑鞋 Cortez 设计变换延续至今	12
图 11：电影《施瓦辛格健美之路》	13
图 12：简·方达的健身录影带畅销百万	13
图 13：Weider 品牌的营养补剂	13
图 14：使用健身前后对比图营销取得成功效果	13
图 15：美国健身产业标志性事件与产业链形成发展历程	14
图 16：目前国内产业链集中，仅在健身场馆俱乐部方面发展较多	14
图 17：中国健身产业盈利构成	15
图 18：美国健身产业盈利构成	15
图 19：中国健身运动 APP 活跃用户规模（万）	16
图 20：2016 年 1-9 月运动类 App 月度总覆盖人数	16
图 21：健身房月度收入构成（一线城市品牌为例）	17
图 22：健身房月度固定运营成本构成	17
图 23：典型健身房分区	17
图 24：一兆韦德门店分布	18
图 25：一兆韦德场馆一览	18
图 26：威尔士门店分布示意图	20
图 27：威尔士场馆一览	21
图 28：K Yoga 的师资阵容及瑜伽类型	21

图 29: 威尔士与 Under Armour 合作.....	22
图 30: 中航时尚旗下三个品牌.....	22
图 31: 中航健身会门店形象	23
图 32: 中航健身会场馆.....	23
图 33: 优菜荟门店形象.....	23
图 34: 优菜荟的健康管理设备和石头理疗	23
图 35: 优和健康家门店形象	24
图 36: 优和健康家的健康管理项目	24
图 37: 中航时尚历年收入及增速 (亿元)	25
图 38: 中航时尚历年净利润及增速 (亿元)	25
图 39: 中航时尚毛利率变动情况	25
图 40: 中航时尚各项费用率变动情况.....	25
图 41: 郑多燕线下健身房形象.....	26
图 42: 郑多燕舞蹈健身房	26
图 43: 健身工作室提供更为细致的健身体系教学训练	27
图 44: Crossfit 具有很强的社交属性	27
图 45: Crossfit 对器械要求简单	27
图 46: 超级猩猩的健身仓	28
图 47: 超级猩猩的操课健身馆.....	28
图 48: 超级猩猩通过微信公众号预约健身仓和课程.....	29
图 49: 小熊快跑的 24 小时健身房.....	30
图 50: 小熊快跑的 App 包含预约和社交功能.....	30
图 51: Liking 的 24 小时健身房	30
图 52: Liking 预约界面有详细教练简介.....	30
图 53: ClassPass 通过多场馆合作提供多样化课程	31
图 54: 乐刻健身的自营场馆	33
图 55: 乐刻健身预约教练与课程页面	33
图 56: 初炼有区别于其他互联网健身的陪练服务.....	33
图 57: 红火一时的全城热炼	34
图 58: 全城热炼和小熊快跑遭到健身俱乐部抵制.....	34
图 59: FitTime 集合网红教练和优质视频课程, 部分课程成为收费会员才可观看	36
图 60: KEEP 的课程、专题、达人和商城界面	37
图 61: Keep 商业模式的两条线路	37

图 62: 健身房会员卡与私教课程收入情况 (单店月收入)	38
图 63: 代表品牌 2015 年收入及结构 (亿元)	39
图 64: 从成本收入确认角度看 健身房经过持续稳定经营可达到盈利点	40
图 65: 上海地区健身房人员平均月薪收入情况	41
图 66: 我国健身场馆城市分布	43
图 67: 2009-2015 年留学回国人员总数 (万人)	43
图 68: 国内健身房行业总体集中度较低	44
图 69: 健身教练是健身行业的核心资源	45
图 70: 选择健身教练看重的因素	46
图 71: 健身会员选择教练的目的	46
图 72: 健身会员希望从教练处获取的建议	46
图 73: 健身会员希望参与的健身项目更加多样化	46
图 74: 国内健身教练的构成	47
图 75: 上岗教练经过的培训	47
图 76: 健身教练普遍职业发展路径	47
图 77: 目前国内健身行业的主要矛盾	48
图 78: 目前国内健身行业的主要矛盾	49
图 79: 健身行业产业链可发展延伸方向多	49
图 80: 2011-2016 年体育类项目投资笔数	51
图 81: 2014-16 年体育类项目投资所处轮次情况	51
图 82: 纺织服装行业历史 PE Band	53
图 83: 纺织服装行业历史 PB Band	53
表 1: 各类模式优劣势	15
表 2: 代表性线下俱乐部特点	17
表 3: 一兆韦德体质测验与个人健身方案	18
表 4: 魔法曲线五大课程体系	15
表 5: ClassPass 融资情况	30
表 6: 健身房开店投入成本	37
表 7: 国内主要线下健身品牌渠道情况	40
表 8: 连锁品牌较独立品牌具有优势	40
表 9: 连锁品牌在外地开店的局限性	41
表 10: 国内主要连锁品牌区域分布	42

表 11: 健身房员工收入水平	47
表 12: 近年来线上运动健身项目融资情况	49
表 13: 截至 2016Q3, 进入 B/C 轮融资的运动健身类项目	50
表 14: 本次交易情况	52
表 15: 威康健身财务情况	52

一、引言

1、本文的不同之处

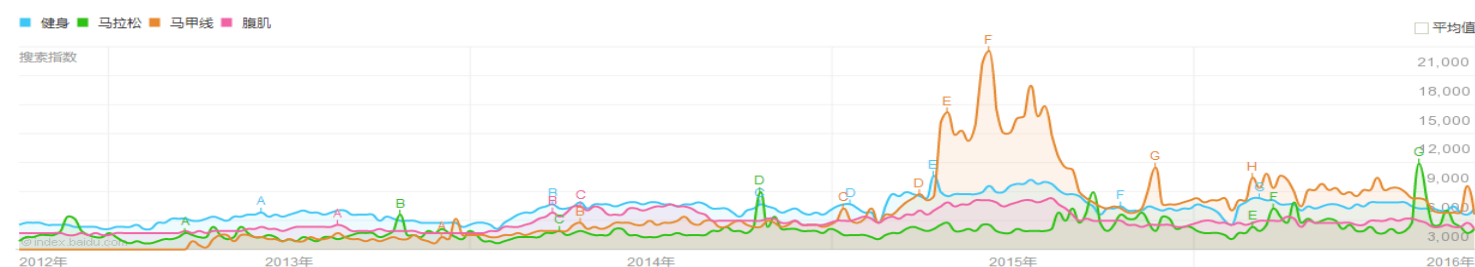
本文不仅梳理了健身房市场发展现状、竞争格局及发展前景等要素，同时，聚焦国内线下健身房，经过大量走访调研，利用一手详实数据，详尽梳理目前线下健身房的盈利模式，从品牌、渠道、粘性、格局、收入和成本构成等细节逐一剖析，提供全市场最接近健身房真实运营情况的分析，并对如一兆韦德、威尔士，超级猩猩、Liking，乐刻、Fitime 等 12 家不同模式健身业态进行了逐一分析。核心结论如下：

- 1) 当前国内健身行业正值加快发展的良好时机，大众市场需求开发空间大。虽然线下健身行业存在盈利模式单一的问题，但健身人群的增量现阶段仍然可以满足线下健身房的扩张。
- 2) 展望未来，健身房盈利模式将逐渐深入挖掘服务的价值，在现有流量基础上提高单店盈利，增加客户粘性，同时健身产业链也将会朝着服装、营养补剂、器材、健康管理、教练培训等方向进行多元化延伸。
- 3) 通过欧美健身产业的历史发展经验启示，我们认为大众健身习惯的养成和市场的成熟需要较长时间的培育和发展，因此行业不会出现爆炸式的高速增长，但注重盈利、经营稳健的市场参与者能长期享受行业成长的红利，同时资本的介入会帮助优秀品牌通过强势区域自主扩张及弱势区域并购的方式逐渐提升行业集中度，打造全国性的品牌效应。
- 4) 健身房市场竞争的核心壁垒：**a) 品牌优势下的物业资源及成本优势**。物业资源的质地是决定健身房能否聚焦客户、降低运营成本，乃至进行区域甚至全国连锁扩张的基础。**b) 市场开发能力强大的预售团队**。现阶段，健身房盈利模式较为单一，预售团队的销售业务决定了健身房运营前期的生死存亡。**c) 私教团队等附加服务开发的潜力**。多数健身房当前尚处于赚快钱的阶段，前期靓丽的预售业绩若美誉私教等附加服务的延伸，也只是一时的“纸面富贵”，充裕的现金流能否转化为利润才是健身房长期存续的根本。

2、需求觉醒：马甲线和腹肌的新时尚

近年新的消费浪潮掀起健身热，新一代以马甲线为代表的需求觉醒。从百度词汇热度对比来看，健身相关关键词，特别是以马甲线为例代表了近年追逐颜值和身形健美热潮从 2015 年起热度明显增加，消费者对健身的关注度明显提升。同时，在各大社交平台、微博、朋友圈等地，越来越多的人开始晒出健身照片和锻炼成果，一时间加入健身的风潮来到城市消费者之中。

图 1：百度搜索热度显示健身热潮又起



资料来源：百度、招商证券

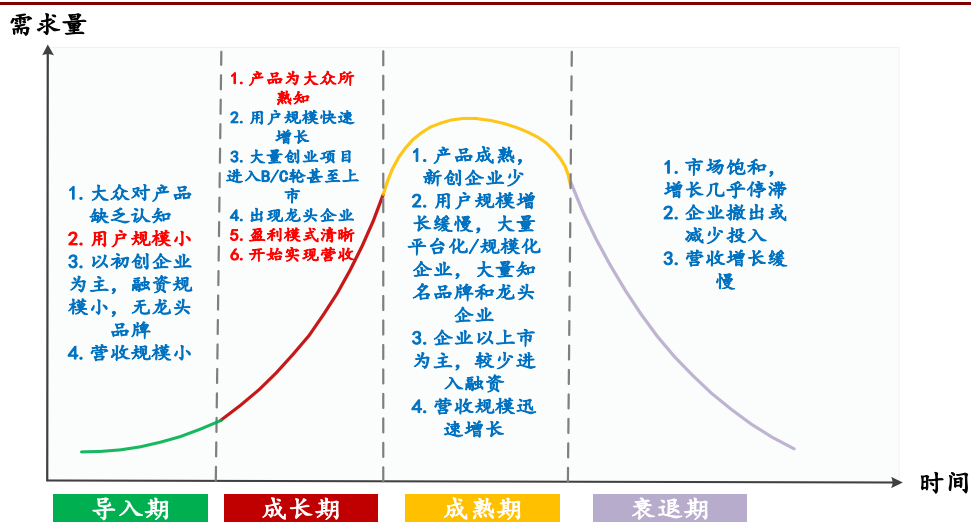
热潮之下，近年我国线下健身房市场和互联网健身项目都进入新的加速发展期，而面对新需求的崛起，原有模式是否能借东风快速发展再上新台阶，新的互联网模式是否能真的适应市场获得稳定持续的盈利，欧美健身发达国家的行业发展经验是否适合拿来主义为我们所用，资本介入后行业将发生什么样的变化，作为投资者又该如何看待此番热潮，都需要我们从行业历史的角度、现实经营的角度、以及本土市场特征的角度出发逐一详细分析。

二、国内健身房行业：二十年起伏背后的市场和经营

健身热潮在中国并非第一次出现，健身行业从海外传播进入中国已有二十余年，二十年间，行业洗牌周期性的出现，多表现为经营一段时间的健身房在成本、资源等方面难以继，退出市场，而新的资本和品牌介入。在这此起彼伏的过程中，健身房的盈利模式并没有本质的变化，还是以年卡收费+私教课程收费为较为主要的收入来源，并且面临顾客粘性低，续卡比例低的问题。

虽然健身房已进入国内二十年，中国整个运动健身行业从行业生命周期的角度，仍然处在成长期并带有部分导入期特征，健身房会员渗透率较低、行业尚未出现真正意义上的龙头企业，新模式创业企业只有少量进入 B 轮融资。

图 2：国内运动健身行业产业生命周期



资料来源：招商证券

1、市场进入（80 年代-2000 年）：中国第一批健身房

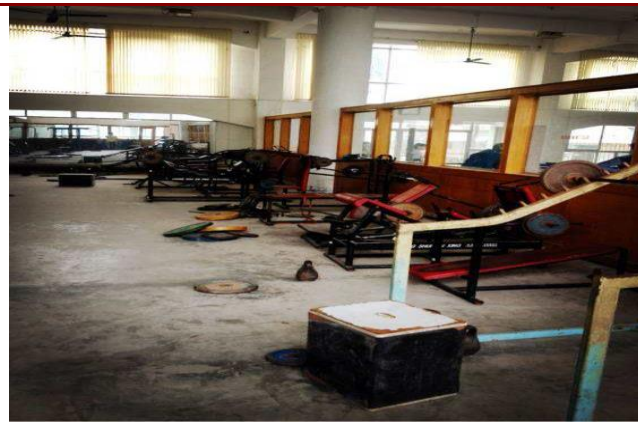
中国第一批健身房出现在 20 世纪 80 年代，随着改革开放健身房和跳操房开始出现。这个时期的健身房特点为投资小、规模小、一般来说经营面积仅几百平方米；到 90 年代，随着人们生活水平提高健康意识逐步增强，出现 1000 平米以上俱乐部，也诞生了一些延续至今的知名品牌。

图 3: 国内第一批健身房设备质量较低



资料来源：百度图片、招商证券

图 4: 国内第一批健身房经营面积较小



资料来源：百度图片、招商证券

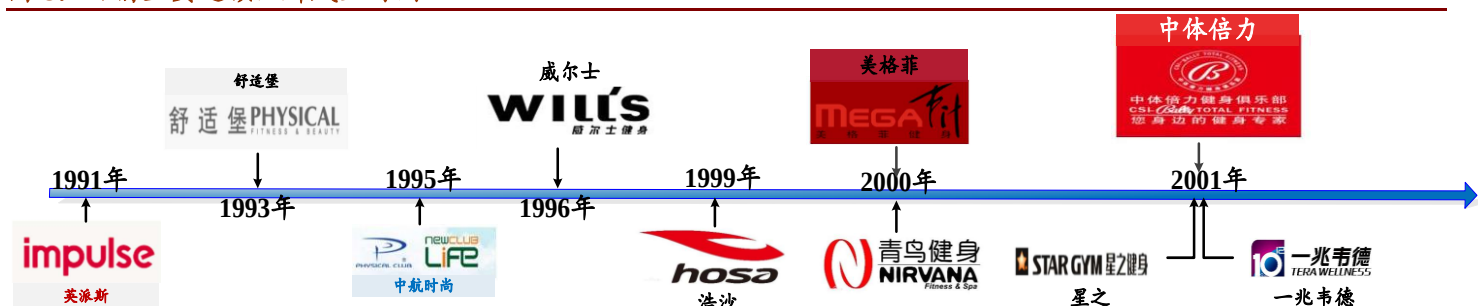
这批健身房的盈利模式比较单一，基本完全依靠会员年卡费用，几乎没有提供有效的教练服务。除此以外，运营者普遍面临资金实力有限、管理水平局限落后、设备质量低下等问题，这些因素制约了俱乐部发展，使得健身房难以形成大规模的经济效益。

2、第一个加速期（2000 年-2010 年）：同质化竞争导致洗牌

2000 年北京申奥成功和 2003 年 SARS 疫情驱动了全国体育健身热潮，国内多家大型连锁品牌在这一时期创立，国际品牌也开始进驻中国，我国的健身市场进入第一个快速发展期。

这一时期健身房盈利模式仍然没有较大的改变，并且缺乏统一的行业标准。由于专业化程度和管理水平的制约，健身房的同质化情况较为严重，市场陷入恶性低价竞争，甚至出现不少收取会员费用预收款后便倒闭消失的短视和投机行为。在这种情况下，市场洗牌频频出现，不断有品牌新进与消失。但这一时期仍然有少量较为注重管理和盈利质量，扎实运营并谨慎扩张的直营品牌脱颖而出，稳健成长至今，如舒适堡、中航健身、威尔士、浩沙健身及一兆韦德。

图 5: 目前主要连锁品牌成立时间



资料来源：招商证券

3、成本挤压下的倒闭潮（2010 年-2014 年）

2010 年后，国内商业健身市场经历了一场倒闭潮。2011 年上半年，北京地区两大健身名牌青鸟健身 5 家门店停业 3 天，中体倍力阳光 100 家店突然关张引发了业内连锁反

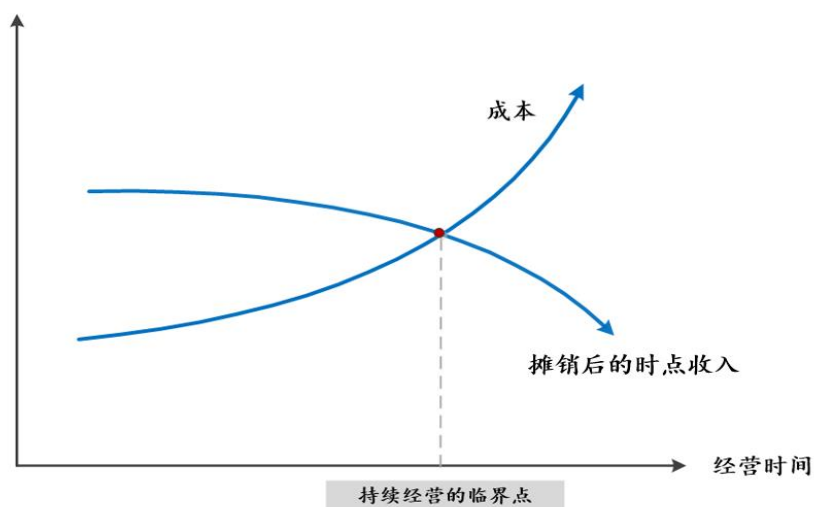
应。这次门店突然集体关张的原因在于经营成本大幅上涨导致的现金流短缺，最终造成经营无法持续。而这次经营成本的上升主要是因上一轮健身房快速扩张期 2000 年左右所签订的成本较低的房屋租约到期，2010 年续约租金大幅上涨（上海和北京地区 2007 年的房租相对 2004 年几乎翻了一倍），加之人工成本和水电成本快速上涨，导致大量健身房被迫倒闭。

以青鸟健身为例：青鸟健身成立于 2000 年，是国内最早采用连锁化经营、最具规模的健身中心之一，曾在北京地区享有十分高的品牌知名度，并是全国第一家将私教引入中国的健身品牌，然而在 2010 年后的门店倒闭潮中，青鸟健身首当其冲，之后造成整个品牌口碑和影响力的下滑，背后的原因值得思考。

1) 忽略长期收入与成本变动趋势

青鸟健身当年盈利模式也以一次性收取会籍费用预收款为主，一旦交易成功，一张年卡价值分摊到未来数月或数年的收入就已确定，然而在价格竞争激烈的环境和激进扩张的策略之下，低价加入会籍使得摊销至月的收入水平十分有限，且购买时间越长收费越低，叠加随着门店经营时间延长周边可吸收潜在会员人数减少的影响，单个健身房的未来分摊收入难以上涨。相反，会所承诺未来提供的服务的成本将不断上升，包括物业租金、人工、设备维护升级在内的成本都会年复一年地增加。在当年大力促销下，不少会员卡籍时间长达五到六年，而平均售价很低。随着时间的流逝，当收入无法支撑成本上升的时候，就出现了经营无法持续的现象。

图 6：成本持续上升超过收入水平时经营便难以为继



资料来源：招商证券

2) 盲目扩张，服务缺失导致客户流失

青鸟健身在行业快速增长的时期盲目地加快扩张，以许诺会籍顾问高提成的方式快速扩张会员人数，而不注重后续服务的跟进。此举的结果是，消费者在购买会员卡后，后续服务体验差，存在买完卡就找不到人服务的现象，因此出现大量客户不满意服务而停止会籍的流失现象，在品牌口碑上也造成了较大的负面影响。当时的许多经营者只注重眼前每月会卡销售额，而忽略了与会员的沟通和服务，也忽略了对员工的教育和引导。

3) 资金支持不到位

青岛健身多家门店突然停业，直接原因是无法按时交纳新一期房租，按青岛健身给出的解释，是由于新股东进入后资金不到位。从本质上来讲，健身机构的经营成本高，且是长线、非暴利的产业，利润实现速度慢，在日常运营中所体现的收益更多的是现金流层面上的，而非财务层面的实际利润，因此一旦成本上升，摊销到每月的收入无法覆盖成本上涨后，健身房则无法维系运营，需要强大的资金支持并保证扩张中的健身房持续经营。

综合而言，这一阶段的健身房盈利模式依然以年卡会员为主，私教课程开始创造收益但普遍占比较低。而倒闭潮的根本原因，还在于市场极不成熟：健身人群增长不及健身房快，而健身房经营照搬欧美、本土化不佳、服务质量差，且互相差异小，容易形成恶性竞争的价格战最后导致倒闭潮。

4、健身热潮再次爆发，互联网健身介入需求断层（2014 年至今）

近两年来，健身热潮再次兴起，经营多年脱颖而出的老品牌稳定地拓展更多门店，也出现了快速发展的新模式线下健身房。此外，在传统健身俱乐部缺失的健身启蒙指引服务和健身内容方面，涌现了一批互联网创业企业，从内容和整合资源与服务的角度切入市场，填补多年来市场供给与消费者需求的错位。以 KEEP 为代表的线上健身内容提供方和以乐刻健身为代表的 O2O 健身场馆课程预约 App 为健身行业注入了新的流量。互联网健身不仅降低了参与健身的门槛，吸引了更多大众迈出健身第一步，为培育这个尚不成熟的市场做出贡献，而且对传统的健身房依靠预收款的收费模式造成了冲击。但目前单一的线上运营模式仍面临变现难的问题，新的模式是否能带动并促进整个市场的进步和发展，还需从市场需求，盈利模式的可持续性等多方面进行更加细致的讨论。

三、国内外健身行业产业链的发展与探索

从欧美健身市场的发展历程来看，市场容量和产业链的培育并非一蹴而就，前后共经历了几十年的发展过程。大众习惯的培育从认知上普及到行为上接受再到生活习惯的改变，整个过程中不仅需要流行文化的传播，还需要配合政府的官方引导和财力支持。对比中国目前的市场环境，消费者习惯和需求的薄弱以及商业健身房经营成本高是与欧美市场最大的区别，由于健身不同于普通消费钱物交易的简单过程，对初学者来说是孤独而辛苦的，因此大众健身习惯的培养可能需要较为漫长的时间。

目前国内产业链发展还处于初期阶段，集中在线下健身房，模式和产业链的单一导致收入来源过于依靠年卡收入，而互联网健身的介入也冲击着收费模式逐渐向碎片化转变。

1、美国健身行业：以史为鉴，产业链培育并非一蹴而就

健身运动最初产生于 19 世纪英国工业革命后，欧美地区更多久坐工种的出现导致的健康需求，大量人群运动减少导致癌症、II 型糖尿病、肥胖和关节炎等疾病，人们开始需要主动运动去保证身体的健康。

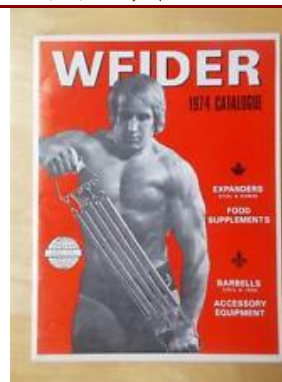
20 世纪 30 年代，美国营养品公司 Weider Nutrition（韦德公司，后在中国上海成立一兆韦德）的创立，刺激、推动并标志着健身商业化时代的到来。

图 7: Weider Nutrition 创立于 1936 年



资料来源：网络资料、招商证券

图 8: Weider 发行的健身年历



资料来源：网络资料、招商证券

1947 年 Charles Atlas 发行的肌肉健身家用手册真正第一次激发了美国大众健身热情，其中包含的 12 节动态拉伸课程广受欢迎。但一直到 20 世纪 70 年代，欧美人群才开始以健康和健身为目的进行日常的锻炼，至此健身理念萌发和最初的市场已培育了约 40 年。

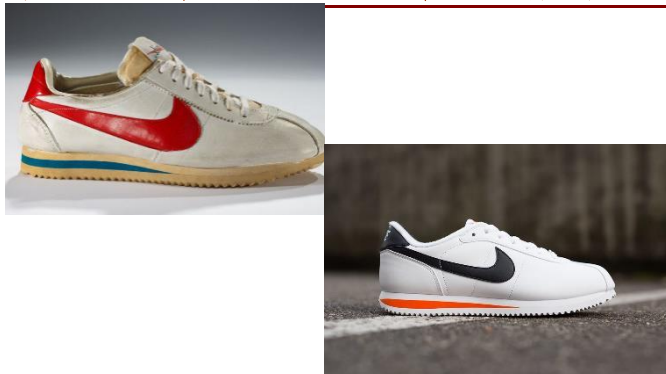
1957 年，时值欧美国家肥胖问题日渐凸显时期，一项有关心血管健康与锻炼关系的研究推动了一场浩大的关于健身帮助提升健康的讨论和关注。随后几年，健身行业持续商业化，多样化的手册与书籍纷纷出版，耐克的前身蓝带体育公司（Blue Ribbon Sports）也在此时诞生。20 世纪 60 年代跑步的兴起带动了耐克“The Nike Cortez”创新型跑步鞋的火热销售，而跑步运动一直流行兴盛到 80 年代。同时，健身服饰和装备行业开始体现出良好的经济回报。

图 9: Charles Atlas 的健身课程



资料来源：网络资料、招商证券

图 10: Nike 首款跑鞋 Cortez 设计变换延续至今

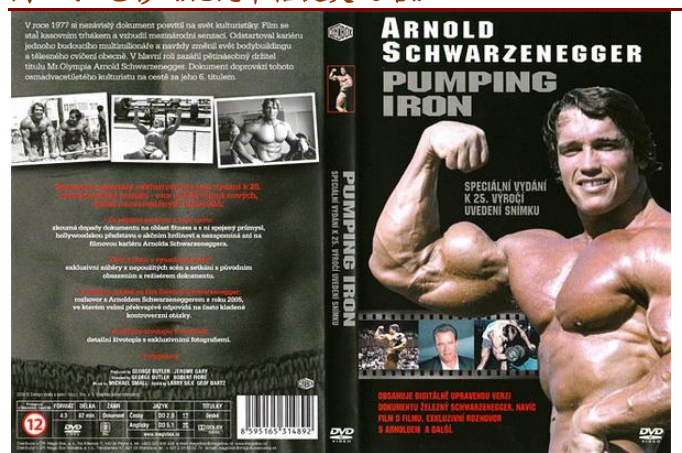


资料来源：网络资料、招商证券

60 年代至 80 年代间，随着健身不断的市场化，以及大众对健身作为强健体质的方法的广泛认可，人们开始主动寻求健身并把其渐渐培养成日常习惯。在此期间，健身中心和俱乐部先在美国，后在英国快速爆发，健身器械行业也随之受益。俱乐部的普及不仅改变了人们的休闲习惯，也深远地影响了欧美人的消费习惯和社交习惯。

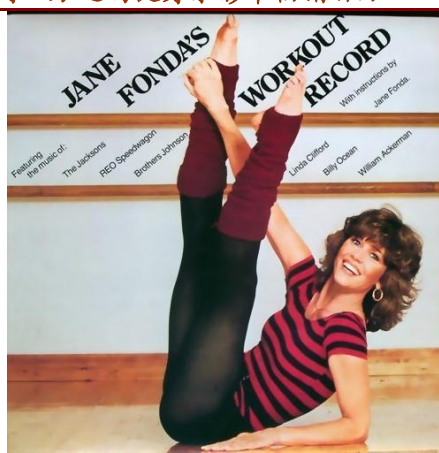
1977 年，《施瓦辛格健美之路》的上映激发了大量人群的健身热情，除了健身健体之外，健身也被赋予了自尊和自我价值实现的意义，而这部影片对人们追求形体美的鼓励直接促进了营养补剂行业的发展。

图 11: 电影《施瓦辛格健美之路》



资料来源：网络资料、招商证券

图 12: 简·方达的健身录影带畅销百万

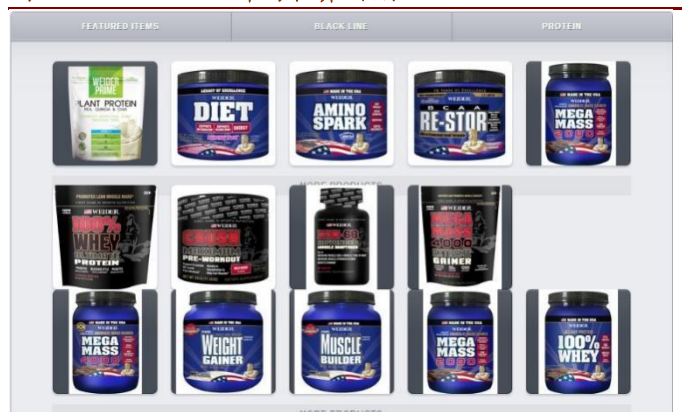


资料来源：网络资料、招商证券

到 80 年代，碎片化时间健身兴起，简·方达的家庭健身录像带销量超过百万，全系列销量超过 1700 万份，社区健身中心随之崛起，家庭健身设备获得极好的发展机会。这个时期，健身行业处在快速发展的过程，行业参与者十分容易存活。

90 年代至 21 世纪初，营养补剂获得巨大的发展，各式各样新型的补剂出现在市场上，知名营养补剂公司 EAS 首次运用使用前后的对比图，取得了十分成功的营销效果。同时期健身杂志也销路畅通，Muscle & Fitness 等杂志在全球发行量超过百万，家庭健身系列如 8 分钟腹肌等随着整个市场稳定发展。

图 13: Weider 品牌的营养补剂



资料来源：网络资料、招商证券

图 14: 使用健身前后对比图营销取得成功效果

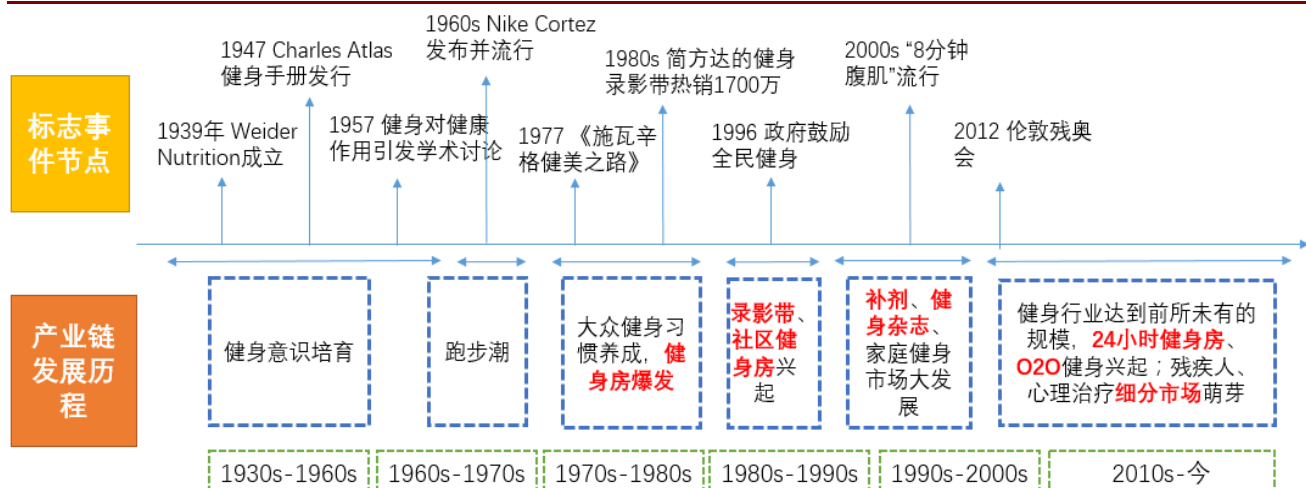


资料来源：网络资料、招商证券

1996 年美国发表官方研究报告称健身有利于国民身体健康，鼓励产业发展，此举激发了基于提高心肺功能的设备和健身项目的兴起。健身用品和补剂等的销售也随着互联网的兴起向线上发展。

2010 年后发展至今，健身行业达到了前所未有的规模，私人教练工作室开始兴起。24 小时健身房获得了巨大的成功。2012 年伦敦残奥会大获成功后，欧美市场开始发展残疾人市场和心理治疗市场。随着移动互联的发展，各类线上健身视频课程和 O2O 服务成为行业发展的新趋势。

图 15: 美国健身产业标志性事件与产业链形成发展历程

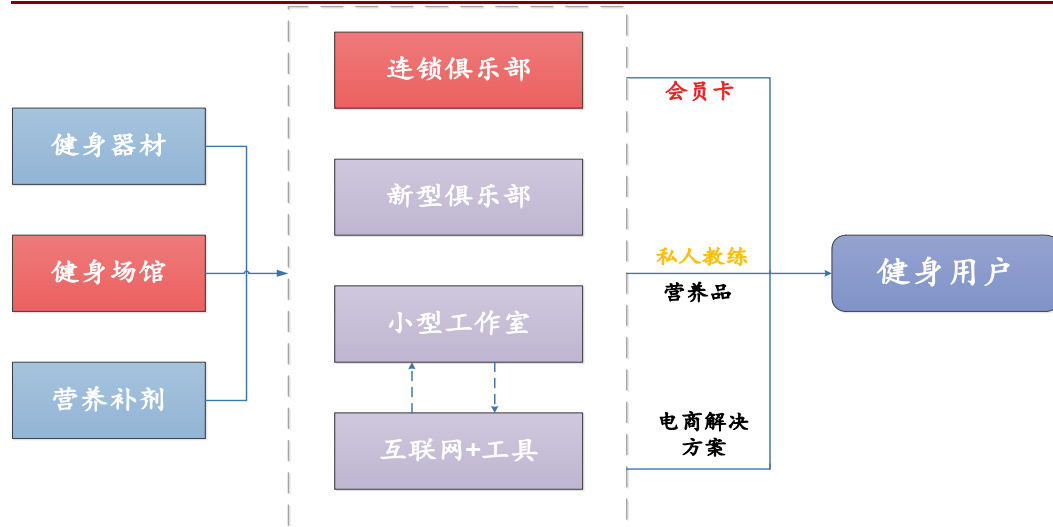


资料来源: 招商证券

2、国内产业链：集中在线下健身房，互联网发展冲击旧模式

中国健身行业长期以来保持相似且单一的盈利模式，也成为现今行业进步和变革的最大障碍。国内健身房多年来主要收入来源为会员卡搭配私教课程，盈利模式比较单一，场地+教练在产值结构中占比约 90%，而服装、补剂销售之类占比偏小。相比之下，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%，这与美国健身产业的成熟度密切相关。

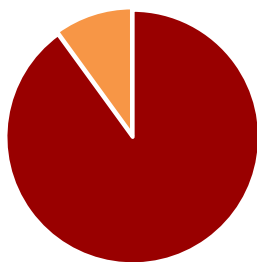
图 16: 目前国内产业链集中，仅在健身场馆俱乐部方面发展较多



资料来源: 招商证券

图 17: 中国健身产业盈利构成

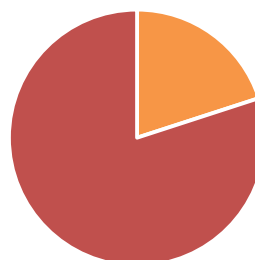
■ 场地+教练 ■ 服装、补剂等



资料来源: 招商证券

图 18: 美国健身产业盈利构成

■ 场地+教练 ■ 食品、补剂、减肥消费、服装器材等



资料来源: 招商证券

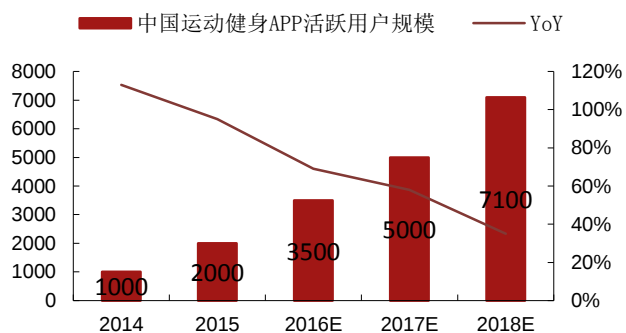
此外,国内健身房的服务水平和课程内容没有帮助健身房创造较好的客户粘性。在较知名的健身品牌的好门店中,当前续卡率达到 20-30% 已经是较高的水平,核心问题在于办卡的客户最终没有养成持续健身的习惯,或不认可健身房会员对个人健身提升的效果和服务水平。健身教练无法针对性地提供专业辅导以及一味侧重销售课程和相关产品等问题在健身房中普遍存在。

在服务与内容提升不力的情况下,健身房收入可能逐年递减。新开业的健身房依靠吸收周边人群办年卡会员收回投资并取得较高收入,一线城市地段较好的知名连锁健身品牌新开店前几个月即可取得每月超过 200 万的销售额,然而随着周边潜在客户的逐渐消耗,如果健身房在内容和服务方面效果不佳,一方面导致续卡率较低,另一方面无法深挖单个客户价值,客单价难以提升,最终的结果就是收入可能增长乏力。而经营门店的成本目前来看下行空间很小,物业租赁和人工费用还存在逐渐上涨的趋势,最终使得健身房盈利日益减少,甚至倒闭,这也是健身房行业较频繁洗牌的原因。

互联网模式介入冲击传统收费模式。移动互联网时代来临,14 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。2016 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。

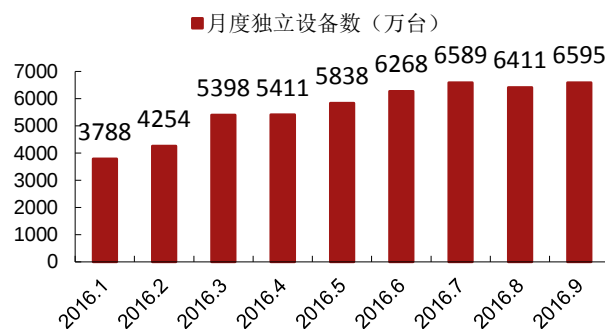
2016 年 1-9 月,运动健身类 App 的用户规模和总使用时长稳步增加,单用户使用频次和使用时长也处于稳步增长态势。越来越多的人选择使用互联网运动服务工具辅助自己的运动锻炼,且用户每天的运动 App 启动次数和使用时长增多,用户运动锻炼更频繁了,锻炼时间更长了。这部分使用 App 进行运动的消费者一方面摆脱了几千元会员卡入门健身消费门槛,而另一方面,又可能在锻炼逐渐深入的过程中发现自己对健身房专业器械和教练的需求成为线下门店的客户。

图 19: 中国健身运动 APP 活跃用户规模 (万)



资料来源: 招商证券

图 20: 2016 年 1-9 月运动类 App 月度总覆盖人数



资料来源: 招商证券

健身 O2O 的模式打破原有的年卡收费模式向碎片化收费转变。目前市面上出现的健身 O2O 模式多以月卡销售或按次收费，碎片化的收费模式降低了初次尝试健身的消费者的进入门槛，同时可以消除大部分购买年卡消费者最终一年锻炼频次低而后直接取消续卡停止消费的困扰。虽然目前部分传统健身房有向月度消费转变的尝试，但由于健身房年卡收费作为主要收入来源而购卡后来店锻炼频次低的客户实际上短期节省了健身房的资源和成本，因此年卡一次性收费的模式目前在传统健身房中难以撼动。

四、健身行业模式解析：新老模式并存，活跃市场中大浪淘沙

健身行业的运营存在多种模式，主要可以分为传统健身房、小型工作室和线上健身 App，这三种模式各有优劣。目前国内健身行业仍然是以传统健身房为主，虽然小型工作室的兴起可能会造成一些分流，但整体对健身房的冲击不大，而健身 App 的存在吸引了大量健身小白，可能为其他线下健身场所培养了潜在客户。以下我们将对各类模式进行详细分析。

表 1: 各类模式优劣势

	传统健身房	健身 App	小型工作室 (24h/私人)
优势	氛围好/运动项目多/	快捷/方便/省时/低价/随时随地健身	1. 开店成本低/门槛低/家庭作坊式运营模式 2. 科技代替人。智能化系统降低运营管理成本，通过线上 App+线下门店的形式，完成即时咨询交流、预约课程、手机支付等 3. 个性化服务/与众不同 4. 客单价低/吸引更多客户体验
劣势	费用高/极端营销/服务差/交通耗时	健身效果差：没有氛围/没有针对性指导/危险系数高	1. 二次消费产品未开发出来 2. 运动氛围不足/机器人与电子产品缺乏交流性 3. 面积小易饱和/服务不完善 4. 拿不到好物业/开店速度快不等于单店盈利时间寿命长 5. 如何在有限的场景空间里提升服务体验，如何在快速扩张中保证品牌的塑造等都是难题

资料来源: 招商证券

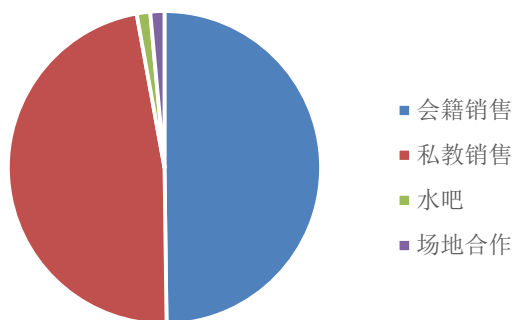
1、传统健身俱乐部模式

传统健身房模式存在时间已久，现存的知名连锁品牌多经历过行业洗牌，形成了各自能够保证稳定经营的管理方法，形成了一定市场影响力。

盈利模式：目前国内的健身房盈利模式仍然主要依靠年卡+私教课程为主，两项收入占比占 90%以上。根据品牌不同，年卡收费占比有较大差距。私教课程的需求近几年有明显的提升，相比多年前客户中对私教需求在 1%的比例相比，近两年平均提升到 10-15%的水平，部分区域龙头品牌如威尔士、一兆韦德可以达到近 50%左右。

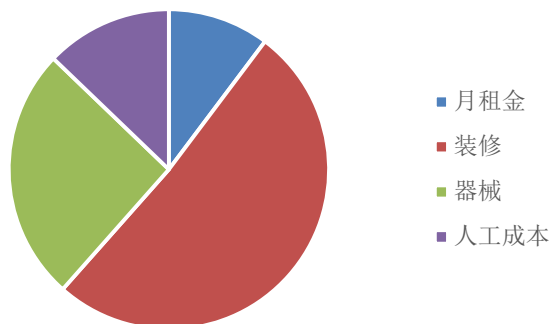
从成本和运营方面考量：一个典型的健身房投入费用包括场地租赁、器械购置、人员配置和水电煤气的费用等。通过预售会员卡，投入基本可以在 1-2 月内收回。以一线城市 2000 平米健身房为例，初期投资房场地租赁+装修+器械购置+供热/水系统等固定投入约为 150-250 万左右，后续运营成本每个月包括房租/物业费和水电煤气在内约为 60 万左右。从月度固定运营成本支出看，粗略测算，租金/物业费及折旧等费用约占近 30-40%，员工薪酬占 30%，广告促销、销售商品的采购成本、银行服务费、保险及电话等其他费用约占 20-30%，水电气支出不到 10%。

图 21：健身房月度收入构成（一线城市品牌为例）



资料来源：草根调研、招商证券

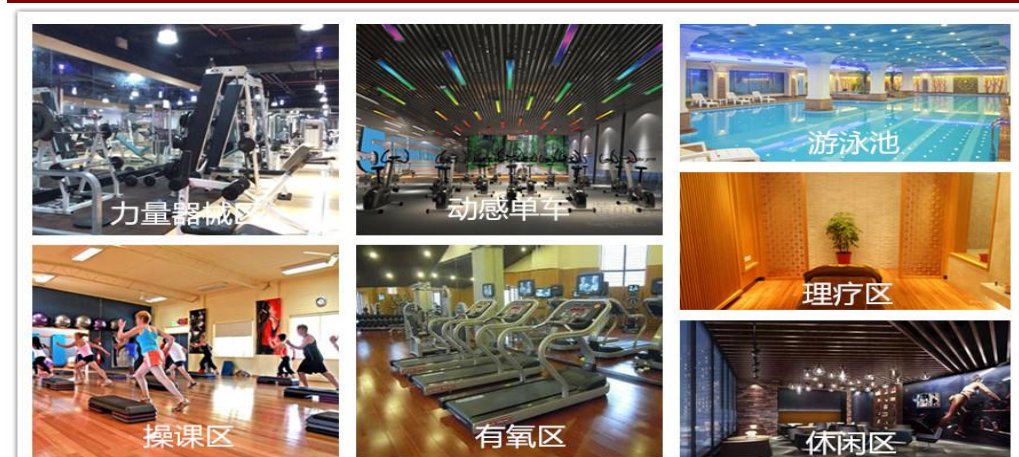
图 22：健身房月度固定运营成本构成



资料来源：草根调研、招商证券

健身房的特点在于提供较为齐全的各类器械和较为宽阔的场地，大部分配备游泳池等设施，同时可以搭配专业教练与比较丰富的集体课程。但如果不另外支付私教费用，会员卡仅仅是可以使用健身房及器材的入场券，消费者并没有享受针对性的指导和服务。

图 23：典型健身房分区



资料来源：招商证券

传统健身俱乐部模式的问题: 由于健身俱乐部的服务水平和质量倚仗教练的个人素质和服务态度, 因此健身房教练的引进和流动对其是否能让顾客满意、进而增加客户粘性关系重大。而事实上, 健身俱乐部普遍面临优秀教练资源不足和流动性大等问题。又因为每个健身房拥有大量持卡会员, 有限的教练资源无法为所有会员提供足够的个性化指导, 导致在服务方面欠缺, 特别是对于新开始健身的人群, 在没有人陪伴和指引的情况下, 很容易放弃坚持, 进而造成客户流失。

传统健身俱乐部中已出现一些较强势品牌, 普遍成区域性分布, 还没有形成全国连锁的大品牌。健身品牌之间除了定位有细微差异, 大部分健身会所的盈利模式和投资回报期等差距较小, 优秀的健身品牌在租金及物业开支方面具有较强的优势, 且单店管理运营能力较强, 注重单店盈利性的提升 (私教销售收入占比提升快), 扩张速度不会过快。

国内线下健身俱乐部的经营模式大同小异, 但在定位上品牌间存在一些差别。中高端品牌地理上多集中在超一线城市, 设备和装修都保持较高水平, 也拥有较为集中的优秀私教和课程资源。

表 2: 代表性线下俱乐部特点

名称	特点	模式	优势	劣势	地域	门店
一兆韦德	定位中高端同时 门店深入社区	直营	品牌知名度高	少量门店历史较长 对业绩有所拖累	上海	上海 67 全国 87
威尔士	门店位于 CBD 与 核心商圈	直营	吸引消费力最强 的高端用	员工业绩压力大导 致人员流动频繁	上海	上海 67 全国 93
中航时尚	健康管理差异化 路线	直营	健康管理提升 定位和客单价	门店较少、扩张慢、 投入成本较高	深圳	深圳 17 全国 21
魔法曲线	知名 IP 线下延伸, 自带粉丝流量	直营+加盟 (直 营为试点)	郑多燕品牌影 响力大, 加盟 成本低扩张快	加盟模式后期管理 难度大	上海/全国	上海 4 全国 7

资料来源: 草根调研、招商证券

1) 一兆韦德——秉承美国健身元祖品牌

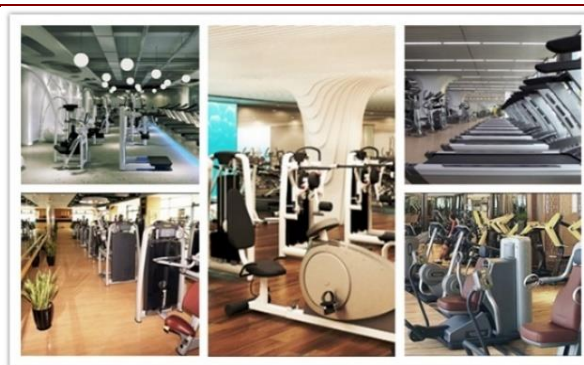
韦德公司于 1940 年在美国犹他州盐湖城成立。1945, 乔·韦德与弟弟本·韦德分别在加拿大和美国正式创办了“韦德健身中心与运动器材公司”。2001 年 10 月 12 日上海韦德健身管理有限公司在上海开设了第一家健身中心一兆韦德 (WEIDER-TERA) 健身中心。经过十五年的发展, 目前一兆韦德门店数在主要集中的上海地区发展到 67 家, 而上海以外的全国地区有 20 家门店。一兆韦德目标定位在中高端人群, 门店主要设置在上海的社区与商圈, 品牌推广中心集中在白领、政府公务员、商务人士等社会中产阶级。

图 24: 一兆韦德门店分布



资料来源: 公司官网、招商证券

图 25: 一兆韦德场馆一览



资料来源: 公司官网、招商证券

一兆韦德会馆内大多配备国际顶尖器械品牌，如 Technogym, Matrix 等，且各类专用区域和设施齐全，包括会员休息区、阳光操房、独立的有氧及无氧器械区、标准泳池、淋浴区等。

私教服务已形成较为完善的标准流程，且销售占比超过会籍销售。顾客会首先进行高科技体能评估和体质测验，之后教练会根据顾客身体状况制定个性化的健身方案，以符合顾客身体的承受能力和健身目标。

表 3：一兆韦德体质测验与个人健身方案

姓名:XX	性别: 女	年龄: 34	健身目标: 塑型	
测试项目	第一次测试	第二次测试	第三次测试	正常值
身高	1.60m	1.60m	1.60m	1.60m
体重	59kg	56kg	48kg	45.7—61.9kg
体重指数	26	23	21	18.5—23.0
腰臀比例	0.83	0.81	0.76	0.70—0.80
体脂百分比	30%	27%	20%	18%—28%
血压	120/80mmhg	120/80mmhg	120/80mmhg	120/80mmhg
静态心律	69 次/分钟	65 次/分钟	60 次/分钟	60—80 次/分钟
心肺功能	1.8km	2.0km	3.5km	1.5—4km
肌耐力	18 次/分钟	32 次/分钟	45 次/分钟	24—45 次/分钟
柔韧性	12.0mm	15.0mm	35.0mm	20.0—40.0mm
平衡能力	15 秒	30 秒	60 秒	40 秒—60 秒
阶段性健身方案				
FITT				
阶段	时间	私教课时	健身内容	
第一阶段	3 个月适应期	18 节	每周 2~3 次, 60 分钟/每次. 恢复心血管系统功能, 提高肌肉及关节的活动幅度, 提高关节的稳定性, 规范运动和饮食方式.	
第二阶段	4 个月效果期	48 节	每周 2~3 次, 60 分钟/每次. 提高心血管持久耐力, 加强肌肉力量和弹性, 提高全身协调能力, 提高深层稳定性.	
第三阶段	3 个月巩固期	24 节	每周 2~3 次, 60 分钟/每次. 保持心血管系统功能, 控制体脂, 维持肌肉密度和弹性, 巩固骨骼和肌肉生理位置的平衡.	

资料来源：一兆韦德官网、招商证券

团操体系成熟。一兆韦德已发展出一个较为成熟的团队，现有 50 多位专职经理和教练，其中已有 10 多位教练成为 Adidas 中国区签约教练。一兆韦德团操不断引进新的操种并组织教练定期参加其培训，例如引进德国运动理疗师研发的针对亚健康人群的先进的康复课程飞力士棒，还有 ZUMBA、Adidas 动感瑜伽、BODY PUMP、BODY JAM、BODY COMBAT 等，都是兼具了有效、前卫、时尚、新颖、有趣等特点的课程，对于喜欢中国民族特色的客人也准备了丰富地传统中国特色课程。

管理运营稳健。在管理和运营方面，一兆韦德一直采用稳健谨慎的风格，例如一兆韦德在较早年就开始采用国际通用会计准则的递延制结算收入，真实客观地反映经营情况，有效控制经营风险。此外，一兆韦德还把握住了行业洗牌形成的扩张机会，在金吉姆健身和德艾力健身倒闭的时候，全数吸纳两家会所会员，扩大了自己的会员规模，也通过保障两家会员的利益营造了良好的业内口碑。

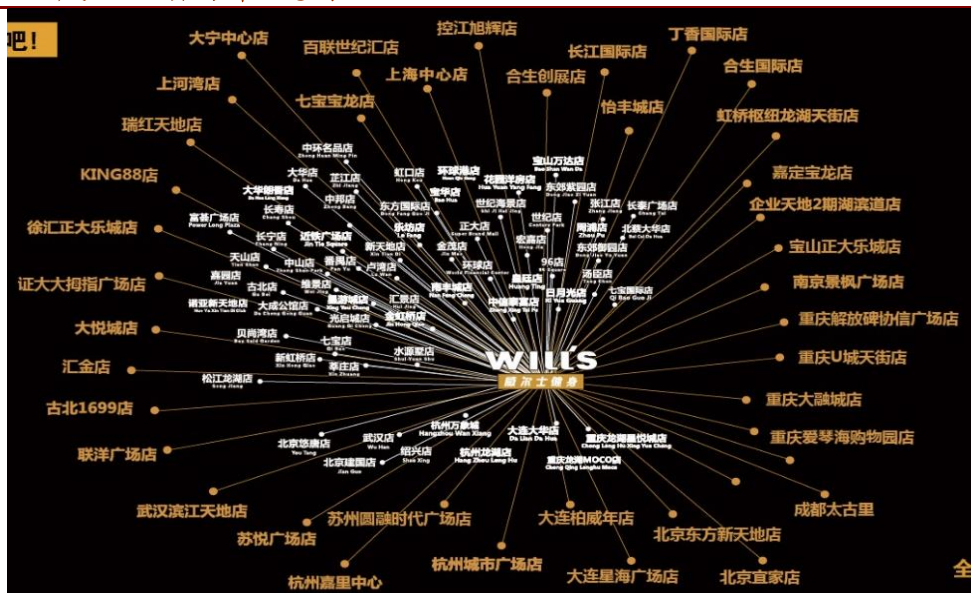
提供企业服务。一兆韦德除了提供私人服务以外，还为企业用户提供服务。一兆韦德根据企业的不同需求量身定制健康解决方案，搭配健康培训讲座、员工体质检测等服务。一兆韦德提供的员工健康管理服务包括检测分析、制定运动及饮食计划、定制品牌特色团操课程、针对高管量身定制VIP健康套餐服务等内容。此外，还以一兆韦德为平台打造企业联赛，策划各类运动，提供企业培训和品牌拓展活动的整体运营等。

收入增长势头良好。据网络资料，一兆韦德2015年营业总收入达到10.8亿元，2016年上海地区的67家门店平均月营业额131.5万元，其中会籍部月度平均额为60.1万元；私教部营业额为71.4万元，业绩增幅较大且预计可以维持。

2) 威尔士——立足中高端定位的稳健品牌

威尔士1996年成立于上海，定位高端客户，会所选址集中在高档生活社区和高级商业圈CBD，如上海陆家嘴等。2008年聘请香港职业健身经理人，业绩迅速获得提升，现金流充足后开始高速发展。公司2015-16年快速扩张，两年开店数量接近60家，今年已经成为全国直营店数量最多的品牌。截止目前，威尔士拥有直营店93家，其中上海67家，外地26家（北京、浙江、江苏、湖北、辽宁、重庆、四川等）。

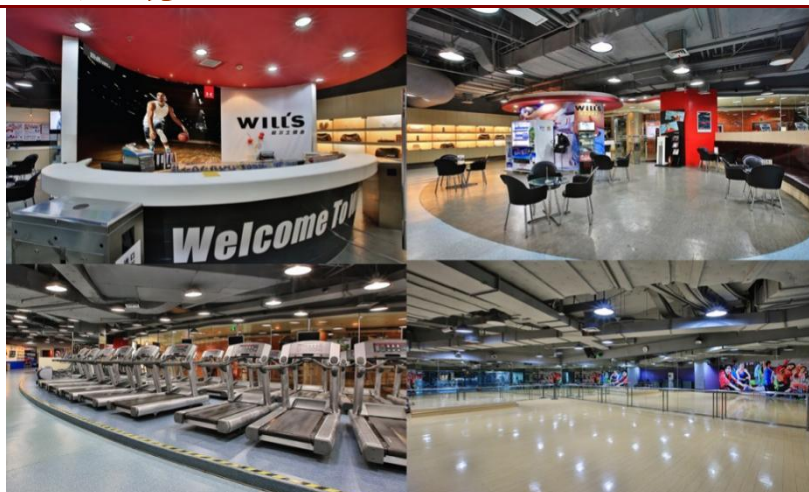
图 26：威尔士门店分布示意图



资料来源：威尔士官网、招商证券

坚定走高端品质路线。在健身房行业低价竞争严重的几年中，威尔士并未随波逐流，而是保证设施和服务品质，强调自身高端定位并进行每年两到三次的提价。定位中高端人群后致力于增加客户粘性，抓住老会员，降低营销成本，拉大与其他会所的同质化竞争差距，最终在混乱的低价价格战中脱颖而出。根据威尔士官方商城价格，威尔士全国通钻石卡售价5288元，季卡售价1200元，月卡售价399元。

图 27: 威尔士场馆一览



资料来源: 招商证券

区域性品牌效益显现, 开店成本具有一定优势。2015 年以前公司扩张速度并不快, 不以盲目增加数量为目标, 十分看重人才储备和业绩稳定的重要性, 以避免扩张过快造成的亏损。目前在上海已具有品牌优势, 除直营店外, 威尔士与世茂集团、绿地集团等地产开发商合作经营健身会所, 并且在经营前三年享受零租金待遇, 可享受零成本开店。威尔士提供管理人员和设备费用, 并对会员收费, 会所经营收入与公司和开发商进行分成。三年期满后开始缴付租金, 但租金数额已锁定在低于市场价格的水平。

创建瑜伽品牌 Kyoga, 提升潜在附加值。与健身品牌相同, 瑜伽品牌仍然定位中高端, 为每一位会员配备专业私人教练团队, 并且拥有齐全的国际流行团操课程。Kyoga 的教练持有国际瑜伽联盟导师认证资质, 除普通教练活动以外, 同时从事瑜伽教练培训和空中瑜伽研发等, 为后续提升潜在附加值奠定基础。

图 28: K Yoga 的师资阵容及瑜伽类型



资料来源: 招商证券

与 Under Armour 达成战略合作。2015 年底, 威尔士与 Under Armour 达成战略合作关系, 成为其中国唯一赞助品牌。Under Armour 不仅为威尔士健身旗下所有的教练提供最新的训练装备, 每年还将赞助威尔士健身最优秀的教练去美国培训学习; 此外 Under Armour 和威尔士健身计划推出专业定制, 具有 UA 风格的健身课程。

图 29: 威尔士与 Under Armour 合作



资料来源：招商证券

3) 中航时尚——特色健康管理路线

中航时尚成立于 1995 年，主要势力范围在深圳地区，发展至今已分立出三个品牌：中航健身会、优莱荟、优和健康家。目前公司在全国拥有 21 家门店，约 17 家位于深圳，其他门店分别位于北京、唐山、天津和惠州等。中航时尚区别于其他健身品牌的地方在于率先向专业的健康管理方向发展，通过针对客户的数据收集建档和分析输出整体健康解决方案，满足中高端客户全面健康管理的需求，客单价和客户粘性大大提升，并与竞争品牌形成了明显的差异化。目前中航时尚的普通年卡卡费在 6000 元人民币左右。

图 30: 中航时尚旗下三个品牌



资料来源：招商证券

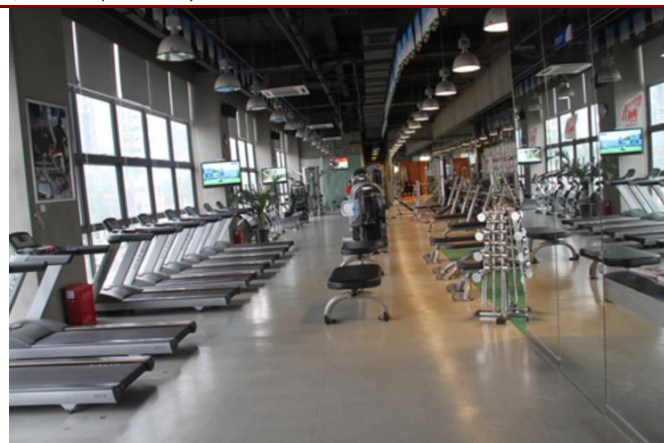
中航健身会。1995 年创立的健身品牌，在普通健身俱乐部的基础上，以个性化和健康解决方案为特色，在全面改善客户外在形体、身体机能和容颜的同时，全面提供亚健康人群的解决方案，积极传播健康生活理念，培养客户健康的生活方式和习惯，同时通过时尚聚会，交友 party，野外自驾游、趣味比赛等各种丰富多彩的客户增值服务，搭建轻松愉快的商务社交、休闲娱乐平台，感受其提出的 Wellness 健康生活方式带来的积极和活力。目前在深圳区域已具备一定品牌效益。

图 31: 中航健身会门店形象



资料来源: 招商证券

图 32: 中航健身会场馆



资料来源: 公司调研、招商证券

高端品牌优莱荟，提供个人专属健康解决方案。公司延伸成立的健康管理品牌，通过公司开发研究系统的数据分析，输出人体健康全面解决方案，并以健康检测为主要入口建立健康档案；后续根据解决结果进行健身项目，理疗课程，保健品与补剂的销售。优莱荟会所包含健康管理检测区域、按摩理疗区域和健身运动区域，定位比健身会更加高端。此外优莱荟联合与自身品牌定位相符的相关品牌进行联合营销，如 Calvin Klein 等。

图 33: 优莱荟门店形象



资料来源: 招商证券

图 34: 优莱荟的健康管理设备和石头理疗



资料来源: 公司调研、招商证券

优和健康家：公司 2015 年成立的家庭管理健康新品牌，以社区为载体，服务人群以社区家庭青少年、儿童和老人的家庭成员和个人为主体，提供智能化、专业化的家庭全面健康解决方案，包括健康监测、健康档案及跟踪、健康管理、亚健康调理、营养管理、抗衰老管理、儿童体适能发展等最大化满足健康市场的需求，打造全新的家庭及社区健康生活方式。

图 35: 优和健康家门店形象



资料来源: 招商证券

图 36: 优和健康家的健康管理项目

优之术	和之法
4P 智能化健康监测	青少年成长方案
运动、瑜伽	银发养生方案
中医理疗	亚健康专项管理方案
营养调理	4P 健康小屋在线服务
保健产品	在线预约
专家服务	健康管理档案在线查询

资料来源: 公司调研、招商证券

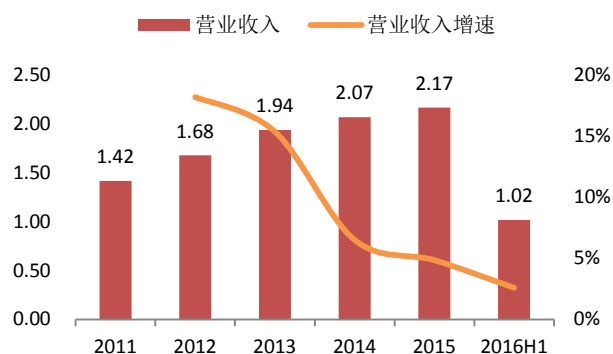
公司在健康管理方面进行了深耕，不仅自主开发了 4P 专业体系，从参与、预测、个性化和预防四个角度进行健康管理，并将数据融入公司分析平台，结合公司健康养生理念生成定制服务，还自主成立工程实验室，进行产学研合作，促进产业发展。公司建设了大健康数据信息化平台，整合健康管理的产业资源，为用户提供全面的健康管理服务，以及个性化全面健康解决方案、远程健康监测、家庭健康管理服务和企业健康管理等。此外公司新建观澜湖健康管理中心将引进瑞士抗衰老度假疗养体系，提供全部测评服务，并结合度假式的生活方式打造。

公司的中高端健康管理定位经营效果优异。由于公司定位健康高端，深挖单个客户价值，公司年卡收入占比小于 20%，而健康管理和解决方案的收入较高。成本投入方面，目前中航健身会标准的计划每家投入 500-700 万元，面积 2000 平米，会员年费定价 5000-6000 元，大面积门店 24 个月即可达到盈亏平衡。在异地公司计划开设互联网概念店，面积在 400-500 平米，投资 13-14 个月即可收回。此外公司还发展企业客户，为企业客户定制健康管理方案等，公司的企业客户包括华为等知名企业。

注重教练资源，建设自有培训体系。优秀的教练资源在健身行业是稀缺品，公司以企业文化培养员工的责任心，同时与员工签订敬业条款规定自立门户不能形成客户流失。另一方面公司与学校合作成立自己的培训体系源源不断输送人才，同时公司平台全力支持员工的工作和想法，对待离职员工也提供回校当老师的选择，并定期举行聚会，加强人才的流动管理。

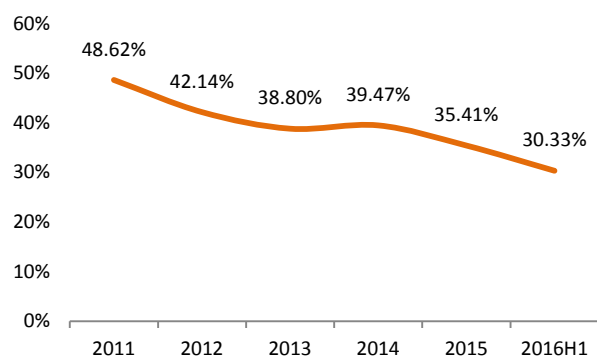
近年来收入增速趋缓，加之成本费用逐渐攀升拖累净利率增长。2015 年，公司实现营业收入 2.17 亿元，同比增长 4.85%，2016H1 收入为 1.02 亿，受经济下行影响以及新开会所仍处于拓展期，收入增速下滑至 2.59%。毛利率方面，2016 上半年公司毛利率同比下降 5.64% 至 30.33%，其中，新增三个会所均为商业旺铺，开办期间人工、租赁成本较高，影响毛利率下降 3.58%，装修及租赁成本的增长导致毛利率下降 1.04%。费用率方面，管理费用占比最高，是销售费用的 5-8 倍，财务费用的 10 倍以上。收入增速趋缓和成本费用涨幅压力增大背景下，净利润波动下滑，增速起伏较大。

图 37: 中航时尚历年收入及增速 (亿元)



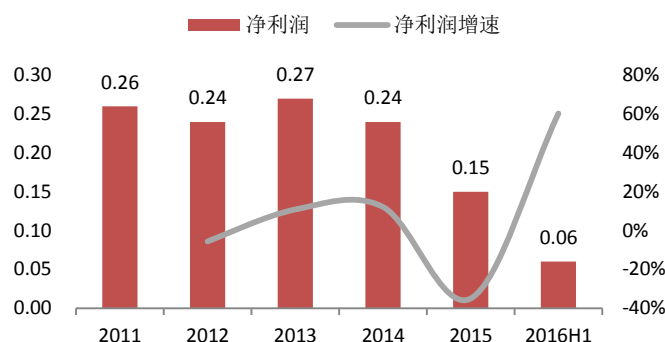
资料来源: Wind、招商证券

图 39: 中航时尚毛利率变动情况



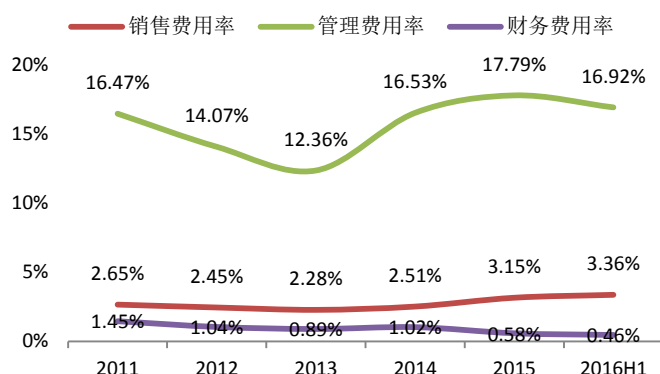
资料来源: Wind、招商证券

图 38: 中航时尚历年净利润及增速 (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 40: 中航时尚各项费用率变动情况



资料来源: Wind、招商证券

4) Zetness/魔法曲线——知名 IP 郑多燕的线下延伸

Zetness/魔法曲线是知名亚洲健身女皇郑多燕自有品牌旗下的线下健身房。郑多燕在希望减脂塑形的女性当中非常有知名度, 因为其健身减肥方法的高效性吸引了 2 亿忠实女粉丝跟随其视频跳操。郑多燕的视频在日韩累计销售光盘 8700 万张, 中国内地视频网站点击量超过 7 亿。郑多燕后成立了自己的健身品牌并得到韩国财团支持, 不仅发展线下健身房, 还延伸到了食品、手机 App 和其他减肥周边产品等领域。进入中国市场后, 郑多燕与中国合伙人共同创立健身品牌 Zetness, 以客户需求为导向, 提供一系列解决方案, 制定实践了减肥、塑形、产后恢复、减压等一系列课程, 并在国内开拓直营店和线下课程授权店, 目前直营店上海地区 4 家, 其他地区 3 家。魔法曲线的直营店是作为吸引加盟商的样板店设置, 包括 300 平米的郑多燕舞蹈工作室, 800 平米的郑多燕的多效工作室, 1500 平米的常规健身房和 3000 平米的高端健身房, 以及 6000 平米的健身馆多种业态。

图 41: 郑多燕线下健身房形象



资料来源: 招商证券

图 42: 郑多燕舞蹈健身房



资料来源: 公司调研、招商证券

魔法曲线舞蹈健身馆。2016 年初, 郑多燕与国内明翼舞蹈创始人共同创立品牌“魔法曲线”郑多燕舞蹈健身馆。魔法曲线以减脂塑形为切入点, 以郑多燕核心课程为基础, 致力于为客户提供多元化的减脂塑形体验。此外, 魔法曲线也未儿童提供各种舞蹈课程。

表 4: 魔法曲线五大课程体系

课程	简介
Figurerobics 郑多燕健身操	包含家喻户晓的 Figurerobi(小红帽), Figuredance(小灰帽)等 13 门核心课程
FIT 减脂营	郑多燕 FIT 减脂营结合运动和饮食, 以小团体游戏形式连续六周告别胖子界。FIT 减脂营已在上海的 ZETNESS 郑多燕健身会所内成功运营了近两年。两年内, 用户的减肥成功率接近百分百, 获得了用户的高度好评
VIP 郑多燕亲授课程	VIP 课程由郑多燕亲自制定授课
瑜伽、成人女性舞蹈课	郑多燕品牌瑜伽、舞蹈课提升气质
少儿舞蹈培训班	舞蹈不仅能提升身心健康还能提升修养气质有益儿童未来成

资料来源: 招商证券

目前魔法曲线采用加盟模式, 加盟费为 6 万元押金, 装修费用 20 万元左右, 不需要健身器械。预售期普遍可以完成 10-20 的预售额, 市场较好的地段可以完成 30 万预售。魔法曲线资产规模较轻, 且总部直接管理, 以方便获取现金流与财务报表状况。

2、私人健身工作室

近年来个人健身工作室涌现, 凸显了消费者对优质服务的需求和优秀教练资源分流的趋势。私人教练健身工作室大多是原先业绩较好的门店老板独立出来经营, 客源来源于之前积累的客户关系, 或依托大众点评广告。相比大型健身房打造的面面俱到的健身器械和场所, 健身工作室经营的内容更直接、更细致、更优秀和个性化, 不同的健身工作室可开展自己的侧重点, 例如体能、瑜伽、力量、减脂、康复或高水平的理论教学。健身工作室与健身房依靠重资产不同的一点是, 其核心是经营者多年的从业经验和健身技术。

盈利模式: 以课程和私人教导为导向收费, 与俱乐部入场券式的会籍区别。

从成本和运营的角度考虑, 健身工作室对硬件成本的要求较低, 但对教练水平要求很高。一个工作室一般由 3-5 个有从业经验的教练组成, 每个教练有自己的专项技术和资源, 凭借这两点与大型健身房竞争。但一般情况下私人工作室收入并不高, 很难高于大健身房的收入。

私人健身工作室较可行的模式有三种：

1、**高度定制个性化的私人教学：**这种盈利模式是健身房私教课程的延伸，但区别在于定位将更加细化，超越健身房的大类素质教学，而是深入到不同健身体系中。个人健身工作室的教练可以更细致的利用自己的体系提供个性化更强的服务，而非简单的增肌、减脂等。

图 43：健身工作室提供更为细致的健身体系教学训练



资料来源：招商证券

2、**阵容较为固定的团体训练：**以 Crossfit 为代表的多人团体训练法深入到不少工作室和教练之中，由于 Crossfit 特有的高强度和社交性的特征，使得这种训练法十分合适个人健身工作室。Crossfit 项目的教练必须长期跟踪并熟悉学员的情况，并为其制定长期计划，每次训练组合教练都应该根据个人情况划分等级（初学者进行 Scale 基础组，高水平练习者进行 RX 标准组）。对比健身房的免费操课，由于每次参与的课程伙伴不同，教练不会针对性分类训练，为了不使新人跟不上，训练强度也大打折扣。

图 44：Crossfit 具有很强的社交属性



资料来源：新浪微博、招商证券

图 45：Crossfit 对器械要求简单



资料来源：新浪微博、招商证券

3、**小批量的高质量标准化教学：**课程定位人群主要在没有基础的健身者和想要塑形的女性，这种课程与普通私教课程的区别在于强调完整的系统性教学，且理论教学与健身训练并行，同时多人参加。普通的私教课程多为带学员训练，但理论知识少且不系统；

这种系统理论的课程成功地吸引了不少健身初学者。

个人健身房在本质上解决的是大型健身房教练服务质量不及消费者需求的问题，作为入门健身者，往往面临靠谱的私教太贵或可负担的私教水平差的困境，想要成功的入门健身或者花费上万元私教费用，或者走上弯路，教练不能提供合适个人的练法，甚至以推销补剂等产品为主。

3、24 小时健身房

24 小时健身房是一种开设在社区内的自助式健身房，相比传统健身房，面积更小、开店更分散，健身用户可以在家门口随时享受低价的健身。24 小时健身房没有驻店固定教练、没有课程推销，降低了健身创业者的门槛，也大大提高了对入门用户的吸引力。

24 小时健身房经常作为独立私教预约上课的地点，是部分私教工作室的门店载体。目前国内代表性的 24 小时健身房包括乐刻运动、光猪圈、小熊快跑和超级猩猩等。

标准配置：200 平米左右、自助服务、24 小时营业；有少量有氧器械，三分之二以上是课操区。

盈利模式：通过操课和单次入场、单月入场收取费用，价格较连锁俱乐部低；也可预约在平台上兼职的私人教练授课。

成本与收入：24 小时健身房砍去了传统健身房高价年卡和私教课程两个主要盈利点，需要靠提升坪效和利用率来解决问题。传统健身房操课面积大，但只有晚间时段使用，24 小时健身房面积通常只有传统健身房十分之一，并通过品牌包装和社群运营提高操课用户粘性，让用户在线上预约操课，并共享式地分配教练，提高教练上课效率。24 小时健身房减少健身器械占比也减少硬件投入成本和租金，通过对跑步机等其他器械的智能化提升，提高器械室使用频次，整体提升器械面积使用坪效。下面是几个典型的 24 小时健身房案例。

1) 超级猩猩——地租、人力减少到极致

超级猩猩的模式分为两种：三分之一是集装箱改造的自助“健身舱”，面积在 60-100 平米，可容纳 6-15 人不等。收费模式以线上预约、按次消费为主，价格 50 元每次左右。这种该模式租金低、收费高、建筑成本低、单店亏损风险小。另外三分之二是以团课为主体的操课健身馆，面积在 200 平米左右，收费在 80-90 元之间，也采用线上预约和按次收费的方式，进行集体授课。

图 46：超级猩猩的健身舱



资料来源：新浪微博、招商证券

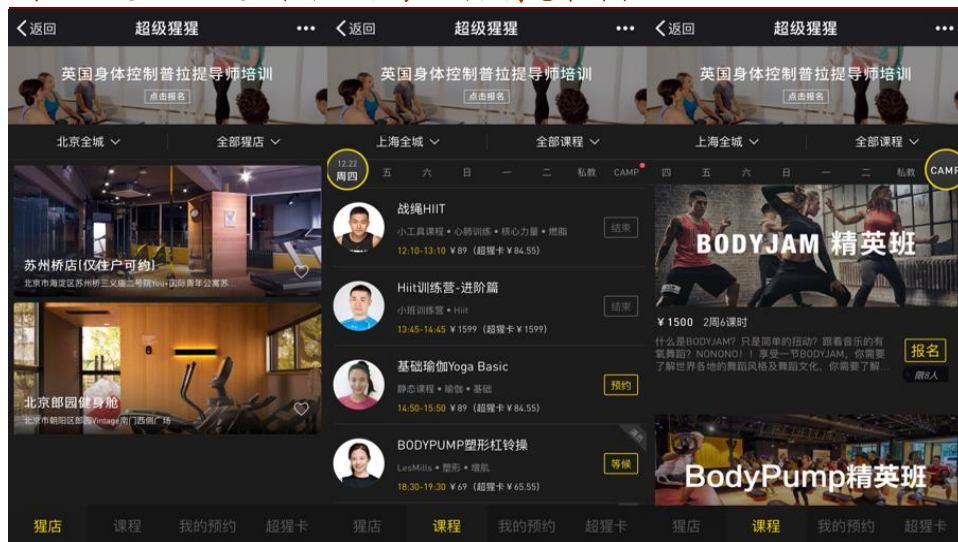
图 47：超级猩猩的操课健身馆



资料来源：新浪微博、招商证券

向极致减少租金和人力：健身仓只占用商场外部广场或小型门店，可快速安装和搬迁；人力成本上无人值守的自助服务让私教和管理成本降到最低。超级猩猩的健身器材旁有二维码，扫码可获得教学视频指导。此外超级猩猩健身仓公众号也提供云端私教服务，在线询问相应健身问题，就有云端教练解答。

图 48：超级猩猩通过微信公众号预约健身仓和课程



资料来源：招商证券

截止 2016 年底，旗下的门店已经超过 30 家，涵盖了市面上超过 40 种运动课程。此外，超级猩猩不定期组织用户参与线下活动 Party，新店开业或新课程发布都包含其中，打造超猩文化社区，并号召社会中热爱运动的人前来参与体验。

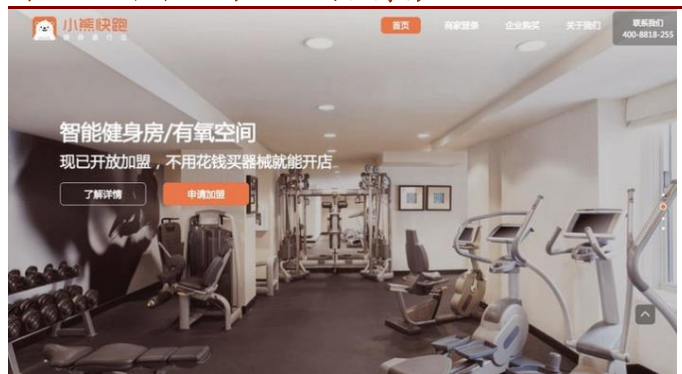
问题：超级猩猩的扩张速度有限，切口仍然是城市中有健身需求的中高级白领，按照一个健身房三公里的覆盖范围，每个超级猩猩门店的用户十分有限。总体来讲是“小而美”的生意，天花板较低难以且大型健身房竞争。

对此，超级猩猩通过开设单车、拳击和 Crossfit 等主题的健身操房，持续吸引成熟的中高级白领客户，通过教练 KOL 和健身场景的品牌设计上提升课程的溢价空间，本质上仍然没有抢占传统健身房私教和有氧器械的健身人群。虽然操课型健身房大幅提升了单位面积坪效，但这种模式圈定的用户规模有限，持续获客能力是最大的考验。且细分市场规模天花板不高，很难起到模式颠覆的作用。

2) 小熊快跑——连锁加盟输出管理模式

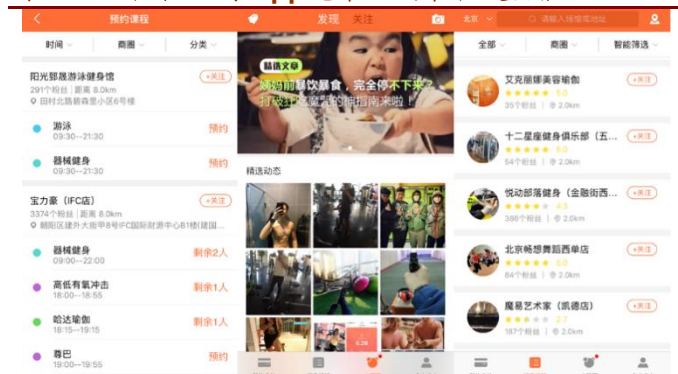
输出管理的模式：小熊快跑曾主打过 ClassPass 模式，推出过 99 包月 O2O 健身，后转型线下健身房，以连锁加盟形式输出管理方式，核心点在于“自助管理”和“智能设备”两方面的技术。小熊快跑的加盟规模已经拓展到全国各省市，除了输出“小熊快跑”品牌，主要输出其 ERP 系统“小熊管家”。小熊管家通过前期数据积累可以精确定义用户属性，如年龄性别、地理位置、健康习惯等，场馆可以通过它将会会员卡、私教课、促销信息等，推送给潜在目标用户。场馆通过“小熊管家”，可以进行会员管理、团课管理、私教课管理、查看会员或收入数据报表、智能控制（智能门禁、密码锁柜、淋浴控制、人脸识别）等，这是小熊管家推行加盟模式的主要推动力。此外，该 ERP 管理系统小熊快跑将永久免费提供给第三方的场馆，对场馆来说减轻了运营成本，小熊快跑则希望用此在线上接入更多场馆，通过约课、支付等场景，能成为线下健身人群的入口。

图 49: 小熊快跑的 24 小时健身房



资料来源: 新浪微博、招商证券

图 50: 小熊快跑的 App 包含预约和社交功能



资料来源: 新浪微博、招商证券

截止 2016 年 5 月, 小熊快跑的用户数超过了 100 万, 覆盖了北京、上海、广州、深圳、南京、武汉、西安、成都这 8 个城市的 1600 多家的场馆。在健身、游泳、瑜伽、舞蹈、格斗领域都能进行预约, 保留了部分 ClassPass 模式, 价格有所上涨。以北京地区为例目前月卡价格为 199 元, 可以在全国除上海以外的所有合作门店内预约课程场馆, 每家场馆不可超过三次。

问题: 加盟输出的主要是管理模式, 而加盟商面临的选址、获客和运营问题很难通过不成熟的 ERP 系统解决; 同时健身房的运营需要一定的行业实操经验, 整个加盟模式的风险管控很难有一个成熟的机制来保障——即财务管理模式可以由总部把关, 但销售推广和器材维护仍然极端分散, 线下加盟店可能为了盈利, 重走超卖课程的老路。此外, 保留的部分 ClassPass 模式是否能长久持续, 平衡好各方关系并盈利有待考验。

3) Liking——提供膳食解决方案

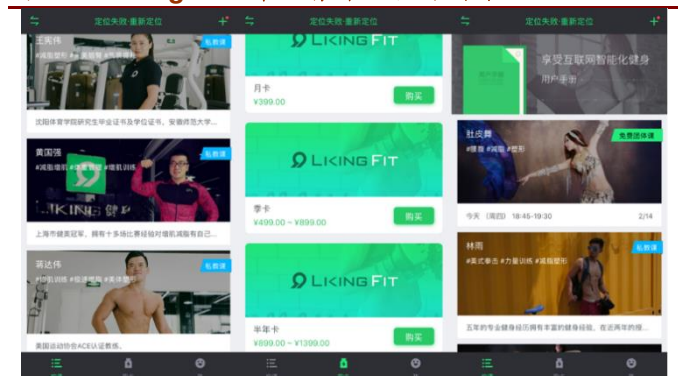
Liking 区别于其他 24 小时健身房的地方在于增加了营养膳食解决方案的服务。在场馆方面, 涵盖有氧区、器械区、自由力量区、操房等较全面的健身板块。同其他 24 小时健身房一样, Liking 规避了健身俱乐部组织结构复杂、人员多、效率低等痛点, 以 CBD 中心地理位置、投资成本低、付费门槛低一级定制营养套餐为自身优势。

图 51: Liking 的 24 小时健身房



资料来源: 新浪微博、招商证券

图 52: Liking 预约界面有详细教练简介



资料来源: 新浪微博、招商证券

从成本方面考量, Liking 标准化之后投资成本在 50 万左右, 而传统健身房投资在 500-800 万元; Liking 一线城市门店租金在 5-8 万左右, 二线城市 2-4 万。门店仅配备两名教练, 减少人力成本, 此外健身房中的智能器械、硬件品牌和 PRECOR、DHZ 等达成战略合作, 价格同比市场低 20%。

收费方面主推月卡，降低付费门槛。目前 Liking 门店数还比较少，目前上海 5 家门店，大连、金华、平顶山和重庆市各一家门店。迅速扩张是其面临的主要问题，因此 Liking 提出了“直营合伙”的加盟模式，降低投资门槛。Liking 为代理商免费提供个性化定制、技术支持、营养菜单更新等。

4、整合资源式健身 O2O

整合资源式 O2O 起源于健身产业发达的欧美，并孕育出成绩亮眼的创新企业 ClassPass，这种非固定品牌和门店会籍的模式为消费者提供了更多健身选择，满足多样化的需求。

盈利模式：以月卡形式收取费用，与合作的线下健身房分享收入。

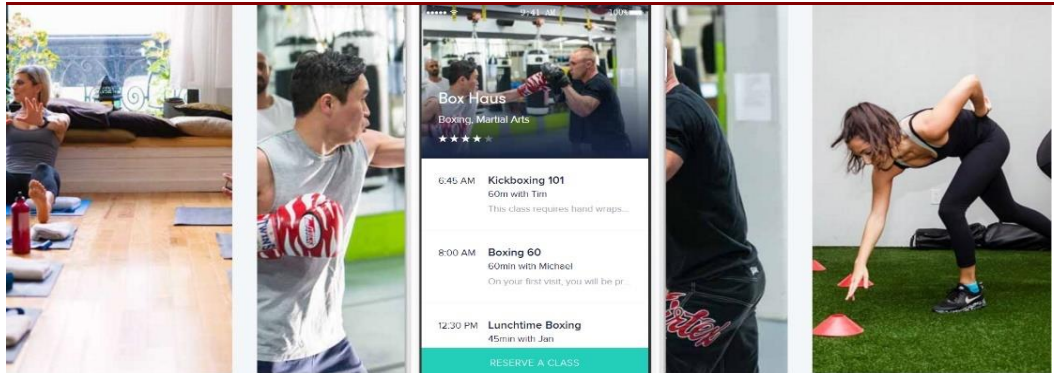
1) 海外典型案例：ClassPass——欧美 O2O 模式探索典范

ClassPass 是美国健身课程预定服务的成功代表，最初用户只要支付 99 美元就可以在纽约、波士顿、芝加哥、旧金山等全美 30 多个大城市市中心的健身房上课。ClassPass 能在美国市场取得巨大成功，主要有以下原因：

1、聚合资源 多样服务

ClassPass 作为一个聚合课程资源的平台，将各个健身房剩余的课程和空置的场地资源激活供用户预约消化，为会员提供多样化不同课程的同时，提高健身房资源的利用率。例如当用户不确定自己适合什么课程，可以将周围的健身房都尝试一遍，再决定购买哪一家的服务；亦或已有健身习惯的用户想尝试新的课程、常出差的用户需要异地健身，ClassPass 都能满足需求。

图 53: ClassPass 通过多场馆合作提供多样化课程



资料来源：ClassPass 官网、招商证券

2、合作方质量高 服务细致

美国健身房密度很大，且在各个细分领域提供细致的服务。美国许多健身品牌，包括知名工作室 Soulcycle 和 Flywheel 都是 ClassPass 的合作方，这些品牌的粉丝不乏明星，每节课费用在 35 美元上下。ClassPass 99 美元的月费既可以去普通健身房，也可以光顾这些高端健身工作室。目前纽约地区 ClassPass 的月费已经上升到 190 元，在普通健身房价格在 20-40 美元的美国，ClassPass 提供的并不是廉价服务，而代表了一定的品质和较强的吸引力。

3、为健身房合作伙伴带来可观收入 成功吸引融资

2015 年，根据 Fast 公司审查的内部文件，ClassPass 月成交额从 340 万美元增加到

910 万美元，一年总营业额约为 8600 万美元，该公司每月都要向其合作伙伴交付 850 万美元至 950 万美元。良好的模式吸引了可观的融资，目前 ClassPass 已获得三轮融资，估值已经超过 4 亿美元。此外，2015 年 4 月 ClassPass 完成了其最有力的竞争对手 Ftimob 的收购。

表 5: ClassPass 融资情况

时间	概况
2014 年 3	200 万美元种子融资
2014 年 9	从 Fritz Lanman 获得 1200 万美元的 A 轮融资
2015 年	从 General Catalyst 和 Thrive Capital 共获得 4000 万美元的 B 轮融资。

资料来源：网络资料、招商证券

但 CLASSPASS 的模式在运营几年后，也出现了一些问题：

成本的不断攀升开始阻碍 ClassPass 的持续盈利能力，从 2015 年开始公司每月净亏损 250 万美元，到 2015 年 5 月亏损数字已经达到 720 万美元，向合作伙伴支付的大笔金额和新产品投资增加都加重公司成本负担。2015 年下半年公司提高了月服务费价格抑制收入下降，12 月底产生了 6.5% 的月利润。但 2016 年 1 月公司成本再次回升，单月内亏损 150 万美元。

在成本压力下收费价格的增加使得 ClassPass 损失部分客户。最初用户缴纳 99 美元就可以成为 ClassPass 会员，光顾纽约所有健身馆，到 2015 年纽约地区价格提升到 125 美元，随后 2016 年夏天这个数字又跳升到每月 190 美元。这个为了取得较大利润采取的价格激增方案使得 ClassPass 损失了将近 10% 的客户。根据一份 2015 全年财务报告私密文件，ClassPass 已入不敷出，无法支付舞蹈工作室和健身房等付费课程提供商的成本。目前公司正在尝试使用动态定价来确定非常规渠道销售的课程费用，以进一步增加收入。

部分合作伙伴不满与 ClassPass 的合作关系。一些健身工作室认为加入 ClassPass 可以获得良好的营销资源，吸引更多的客户，但事实上这使得他们的产品发生了贬值。部分工作室发现每月都有原有会员流而加入的 ClassPass，因为它提供的性价比更高。

即使在健身房行业发展相当成熟的美国，建立在参与消费者和健身房供给充足的基础上的新模式的拓展仍然存在利益冲突等问题，再观察国内的新兴健身模式和项目，其盈利性和可持续性值得我们进一步推敲。

2) 乐刻健身——Airbnb 式的共享经济

共享型健身指的是把自营健身房作为切口，未来方向是让酒店和社区的健身配套设施共享开放，实现健身用户、教练和健身馆资源的自由配置。

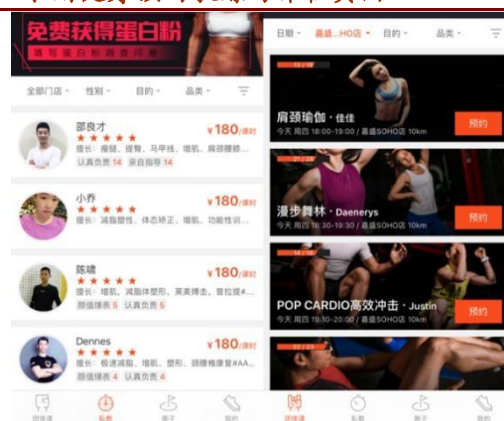
模式：乐刻首先通过直营连锁健身房，再引导用户就近健身，共享区域附近的社区、酒店和健身门店等健身资源，健身教练也可以根据课程优势和地理位置优势，与目标健身用户进行匹配。目前乐刻健身房已经在全国开设了近 80 家健身房，全部采取直营的方式。乐刻健身目前仍然保持 99 元的月费，可以参加免费的操课，且能以较低的课时价格预约私教。

图 54: 乐刻健身的自营场馆



资料来源：新浪微博、招商证券

图 55: 乐刻健身预约教练与课程页面



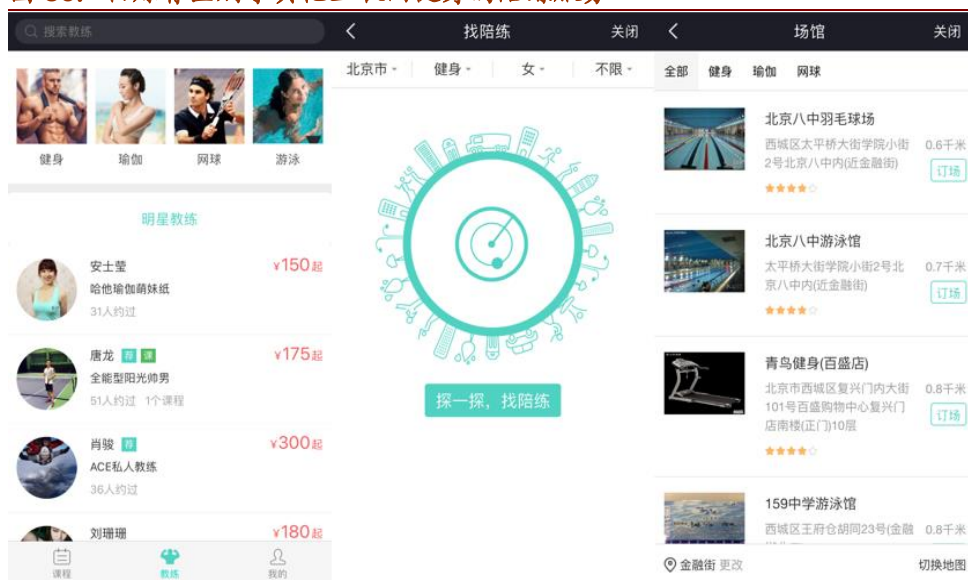
资料来源：新浪微博、招商证券

问题：由于全部直营且开店密度大，无法实现快速盈利。公司目标打造的互联网化平台需要健身市场在硬件、教练资源和健身人口在一定周期内的红利到来。这是因为健身共享经济解决的是健身房和教练产能过剩的问题，而中国的情况远未达到过剩状态，甚至中国城市人口的健身需求也未达到刚需级别。我国健身市场的黄金时代仍然较远，资本也较为谨慎，打开市场红利还有大量不确定因素。

3) 初炼——注重教练端的 O2O 整合平台

初炼的资源整合对接的是教练资源和用户，在初炼的 app 上用户可以预约教练和场地，还有陪练和课程等板块。从教练角度可以在初炼平台上打造个人品牌，从用户的角度可以用更低的成本选择自己的专属私教，定制自己的专属课程。初炼最直接的功能是去中介化，弱化教练与场馆的依附关系，目前初炼平台上可预约的教练在 1.5 万名，其中有 10-15% 会与初炼直接签约变成收入有保障的员工，约 20% 会与初炼签署独家合作协议，剩余 70% 是经过审核的兼职教练，陆续等待加入的储备教练超过 2 万人，这些教练主要来自于各地体校每年的毕业生以及众多退役运动员。

图 56: 初炼有区别于其他互联网健身的陪练服务



资料来源：招商证券

盈利模式：以收取课程费用和私教课时费用为主，未来计划随着提供服务的多元化增

加盈利点。初炼已经在平台上孵化了减脂项目，为用户提供个性化的减脂课程，下一步初炼计划拓展健康管理项目，未来希望用户可以通过初炼平台得到全面的健康评估，针对不同健康评估给用户反馈不同的健康管理建议。

4) 模仿 ClassPass 的全城热炼为什么失败？

全城热炼与小熊快跑早期的模式都是直接照搬模仿 ClassPass 的 99 元月卡任意选合作健身房健身的模式。这类模式的初衷是打破健身俱乐部年卡收费几千元的高门槛，以 99 元每月的价格吸引新的健身用户参与，同时通过与健身房合作进行课程与场地的整合为用户提供更为丰富的健身内容。然而全城热炼却在今年夏天突然下线可预约课程，并将大部分员工裁员。经过结合市场需求和供给方的分析，我们认为全城热炼的失败主要归结于以下原因。

1、健身市场不成熟 硬套国外经验水土不服

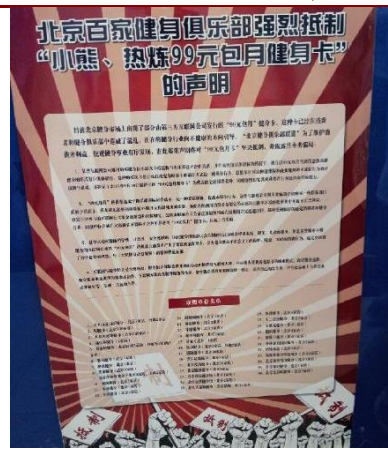
ClassPass 所在的美国市场较为成熟，健身人口、意识以及健身房密度都远高于国内。ClassPass 整合的是健身房内闲置的场地和课程资源，对于大多数健身房来说是一件满足自己正常经营之外锦上添花的事。此外美国健身房供给量足够大，单个健身房可以承受 ClassPass 分流来的少量顾客。而国内健身房数量和密度上远不如美国，且多依靠出售高价年卡会籍盈利，闲置资源少的同时，健身房更希望互联网 O2O 能为他们引流增加长期客户，但年卡和 O2O 月费之间的较大差异使得这种期待不切实际。

图 57：红火一时的全城热炼



资料来源：新浪微博、招商证券

图 58：全城热炼和小熊快跑遭到健身俱乐部抵制



资料来源：新浪微博、招商证券

2、国内线下健身成本高企 99 元烧钱模式不可持续

相对比美国，国内线下健身房的运营成本很高，其中主要是来自于物业租金的压力，而美国大量健身房有国家政策支持，有的健身房甚至不需要负担租金成本，因此在美国很多健身房的月费在 20-30 美元，ClassPass 的 99 美元的月费是高于普通健身房费用的高质量服务产品，收入与合作场馆分成。而国内在健身房成本压力高，年卡入场费高的情况下照搬 99 元模式，完全无法覆盖场地和运营成本，在一方面补贴场馆，一方面补贴用户的情况下，成了典型的 O2O 烧钱项目。而烧钱之后并没有寻求到可以真正稳定盈利的盈利模式，结果只能是失败收场。全城热炼在资金难以为继后期单方面提高了月卡价格，改为京沪 299 元，其他城市 199 元，然而这次单方面提价损害了之前以 99 元价格购买多月的用户的利益，原先承诺的服务无法再提供，遭到了大量用户的谴责，品牌形象也一去不复返。

3、本质与合作健身房利益冲突 模式遭到联合抵制

上面谈到全城热炼的模式以 99 元价格赋予用户到任意合作健身房上课和锻炼的权利。合作方健身俱乐部的初衷是为用户以此方式提供体验，进而发展其为年卡客户，然而事实是以低价获得健身房使用资源的客户不可能再选择价格更高的年卡，反而健身房原有年卡会员可能会流失，这种现象在美国 ClassPass 的模式中也有出现。今年 ClassPass 模式就在北京地区遭到了百家健身房的联合抵制。

到目前，还有一些互联网健身项目保持着部分 ClassPass 模式，以低廉的月费提供多样化的操课选择，但进行了自有品牌门店拓展的改进，不完全依附外部资源。然而改进沿用这一模式是否能长久并盈利仍需时间检验。

5、线上内容与社交平台

目前现有的内容与社交型健身应用都以解决都市人群健身不方便的痛点为主，具体方法是把运动健身场景从健身房转移到家中，他们具有提供线上内容视频教学共同点，吸引了大量有健身诉求的新手入门。

盈利模式：抓住优质内容与社交粘性，一方面对内容收费，一方面通过广告和电商变现

问题：标准化的视频教学始终不能替代专业的私教指导，目前大部分内容教学的线上健身平台视频都存在前期准备运动和后期拉伸运动指导不到位的问题，且标准视频难以因人而异，男女的有效运动量和可承受运动强度不同，体型体重不同的人可以接受的动作也不同。这些差异化都无法通过标准化视频得到合理的指导。此外，这种模式的盈利能力的稳定性和多样性还有待发展。

1) FitTime

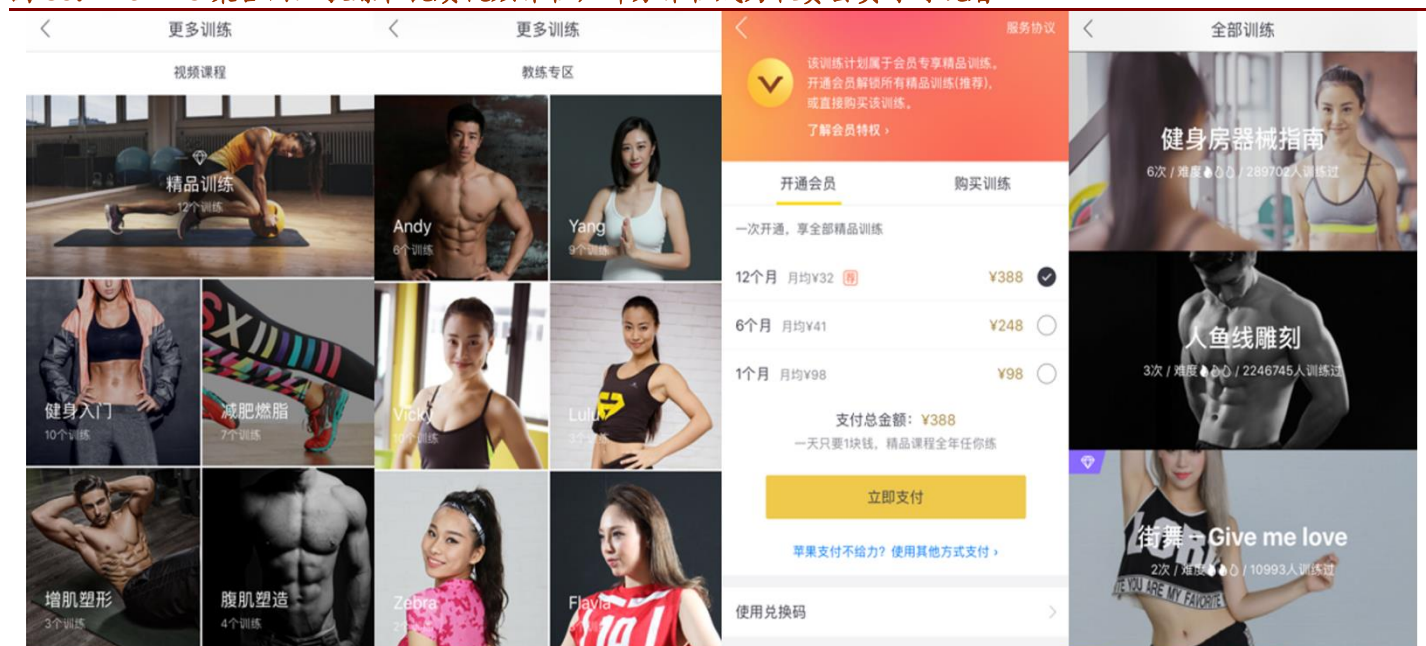
FitTime 由热爱健身的英国留学海归朱晓潇创立，以视频教学内容为核心产品，通过 App 客户端、电脑、电视等途径供用户使用。FT 的模式是让用户跟随视频中的教练示范健身，其中的视频均由名师示范，教程也是教练亲自制定。而优质教练的价值和经济回报在用户的评价中得到体现。为保证体验质量，FT 摒弃过去 DV 拍摄的小作坊模式，采用高清拍摄，并且有多角度镜头呈现动作细节，让用户清晰了解动作要领。

盈利模式：内容吸引流量的基础上，推出“口袋训练营”与垂直电商变现。

推出监督产品增加粘性。为了达到健身房私教监督学员坚持训练的效果，FT 推出“毅力宝”健身坚持服务，把人性行为改变的“反向激励”融合进产品机制里，帮助用户战胜懒惰。据统计，毅力宝目前已服务超过 2000 位在线用户，这些用户中的 90% 都在 21 天里养成了坚持健身的习惯。

从免费教学自然引入收费课程。FT 上有一定数量免费课程，也可为用户取得不错的锻炼效果。而进一步针对某些特别训练需求定制的进阶课程则需要付费解锁，而这笔费用相比健身房聘请私教还要低廉得多。截止 2016 年 9 月底，FT 的付费用户以每月 50% 的比例增长，付费用户的复购率超过了 30%。

图 59: FitTime 集合网红教练和优质视频课程，部分课程成为收费会员才可观看



资料来源：招商证券

通过社区达人建立归属感和忠诚度。健身行业的品牌忠诚度很低，而健身达人的号召力可以为品牌提供粘性。达人可以贡献的经验、方法、饮食建议和内心体验等对新加入的用户十分有价值，在产生互动的过程中用户产生归属感和忠诚度。FT 注重社区的经营，目前 FT 在中国健身视频领域已经聚集了颜值最高最有亲和力的一批教练，其中独家签约的有十位专业教练，他们各自的粉丝群圈住了很多用户。

利用高粘性线上用户向线下拓展。FT 出于对教学环节的重视，在线下建立了一家体验馆，由于线下健身房是重资产运作，FT 对其布局会非常慎重。但 FT 仍然希望达到用户一周到训练馆一到两次，其余时间在线上锻炼的理想状态。

问题：用户通过使用 FT 开始健身后，可能发现线上教学的局限性而转向线下健身房，也可能在培养了自身专业性之后开始自己锻炼而离开平台。

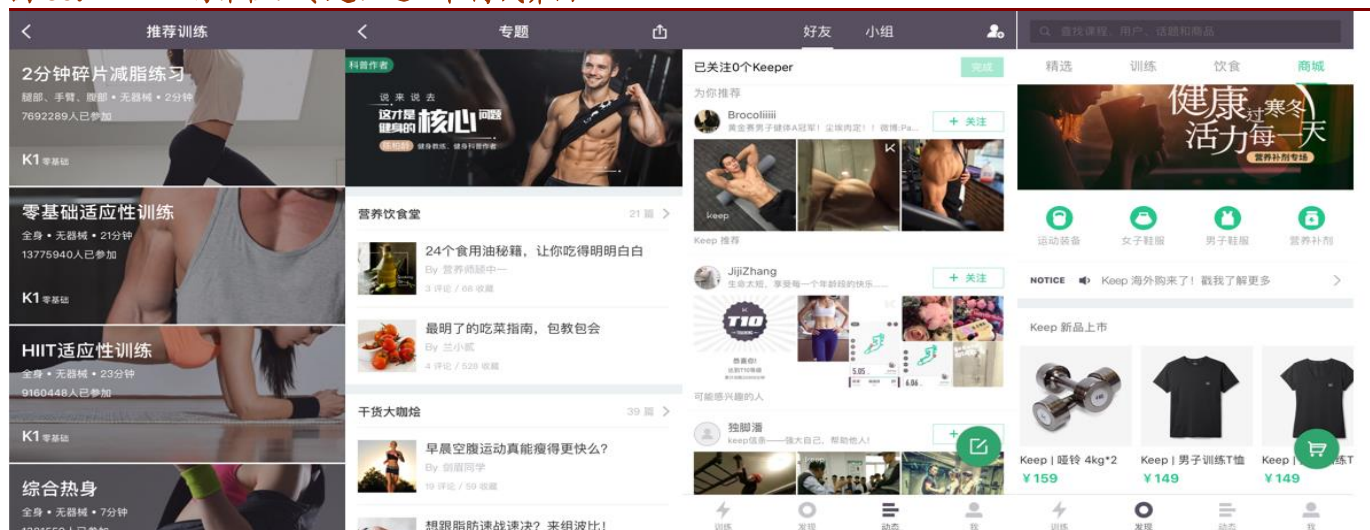
2) KEEP

KEEP 与 FT 的共同点在于提供视频课程真人同步训练，并带有社交属性，提供用户交流讨论。区别在于 KEEP 相对于 FT 较少强调健身达人的作用，视频内容由平台统一整合提供。KEEP 的训练视频将演示者动作拍下来，经过精准剪辑形成一段段灵活的短视频片段，通过程序对这些片段进行排列组合，形成完整的健身过程，再配上人声、计时器和动作解说页面，由此形成一个完整的课程。模板化的动作组合大大节省了内容生产成本。

个人数据中心辅助制定个性化方案。KEEP 开发的数据中心收集用户每日、每周、每月的锻炼数据，以及用户参与的课程情况，未来计划加入更多统计和分析维度，目标是分析出用户的体能状况，再结合健身目标，系统自动匹配推送相应课程。课程以简单的视频方式呈现，以每周为阶段规划目标，用户对照进行相应的部位运动，可以完成健身需求。

通过社区和打开驱动健身积极性。KEEP 将健身场景社区化，每个训练课程结束有打卡分享环节，社区中的健身达人和教练的分享及晒图也是一种有效的激励手段。

图 60: KEEP 的课程、专题、达人和商城界面



资料来源: KEEP 客户端、招商证券

KEEP 的盈利模式分 2B 和 2C。利用 APP 访问流量进行 2B 的广告和服务业务，以及面向用户的电商和内容销售。KEEP 的电商尝试模式是独立商城，商品有自主品牌定制和合作销售两类，目前品类包括运动装备、男女鞋服、营养补剂等，从产品类别看已较全面，但目前 SKU 还比较有限。

图 61: Keep 商业模式的两条线路



资料来源: 招商证券

五、传统健身俱乐部经营现状解析：投入成本回收快，现金流状况良好，品牌区域性特征强

目前国内健身俱乐部的经营模式还是以销售年卡和私教课程为主，成本方面主要包括物业租金、装修、器械和设备成本。投入成本回收快，现金流良好是健身房经营的特征。一线城市 2000 平米门店开店成本约 150-250 万元，现金流层面一般可在提前预售期到开业 2 个月内收回，后期运营成本在每月 30-60 万元左右。由于销售长期年卡预收年

费，健身房普遍现金流良好，但在财报层面，因年卡预售未使用前是待摊销成本，因此，良好的现金流需要在健身房持续运转的前提下，不断提升高附加值私教收入的占比，将其转化成为盈利能力的提升。从竞争格局上看，目前行业集中度低，知名品牌具有较强地域性，尚未出现全国性龙头企业。

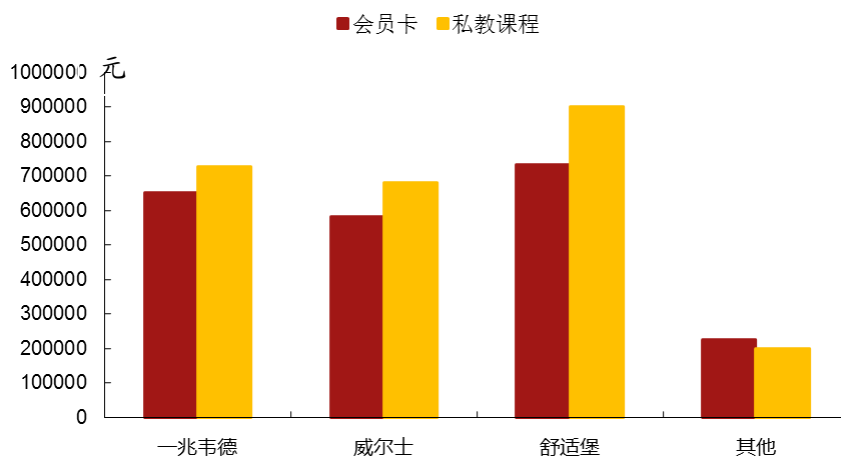
1、收入：以年卡与私教课程为主，不同城市区别大

竞争性销售普遍存在。由于健身房收入以年卡销售与私教课程为主，而私教课程的销售体量又建立在会员人数的基础上，因此健身品牌之间的竞争性销售屡见不鲜，甚至出现价格战等比较激烈的手段。健身行业在定位和服务品质差别不大的情况下，过度竞争性销售极易出现。

年卡与课程销售比例不同城市区别大。一家传统的健身俱乐部主要的收入来源是提前预售的会籍年卡 and 私教课程，对于一家新开设成立的门店来说，开张前预售和开张后几个月集中的年卡收入基本可以收回前期投资成本。而年卡 and 私教课程间的比例，在不同线城市情况大相径庭。

北上为代表的一线城市：大品牌的私教课程收入已经超过年卡会籍的收入，以一兆韦德和威尔士草根调研结果为例，比例约为 1:1.5 左右。主要原因首先是一线城市的消费者更有健身意识，更主动寻求私教的教导想科学地养成健身习惯，达到目标；其次，一线城市消费者的消费观念和消费水平较高，能够接受数百元每节的私教课程的人数较多。一线城市中的小品牌私教课程收入也逐渐超过售卡收入。

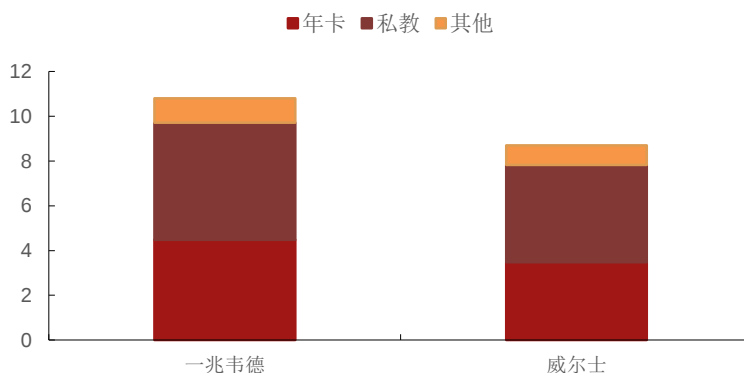
图 62：健身房会员卡与私教课程收入情况（单店月收入）



资料来源：草根调研、招商证券

二线甚至更次级的城市：健身俱乐部收入还是以年卡为主，私教课程销售不多，草根调研结果显示，行业平均比例约为 1:0.3。与一线城市的情况不同，二线城市的消费者在健身观念和意识上还较为落后，办卡多为图新鲜的一时冲动行为，很多人并没有清晰的健身目标，因此对私教课程的需求要小得多，此外消费和收入水平无法跟上也是重要的原因。

图 63: 代表品牌 2015 年收入及结构 (亿元)



资料来源: 草根调研、招商证券

2、成本：投入成本回收快，运营成本靠持续稳定经营支撑

投入成本：一个典型的健身房的投入包括物业租赁费用、器材购置费用、人员和水电煤的费用，具体成本数额根据开店位置和面积变动，一般来说通过开业前后年卡预售，投入成本可以在 1-2 个月内收回。根据草根调研结果显示，以上海地区 2000 平米左右健身房为例，健身房开店成本主要有以下项：

表 6: 健身房开店投入成本

开店投入	金额范围
物业租金	社区健身房 7-10 万元/月；大商场 20 万元+；个别豪华地段 50 万+
装修成本	不带泳池每平米 500-1000 元（威尔士、一兆韦德约 800 元，总计约 160 万元）；带泳池总成本增加 150 万元
器械成本	进口器械 100 万+；国产器械 25-50 万元（进口器械寿命 5 年，国产器械寿命 1 年）
设备成本	中央空调、热水供应系统、室内软装等 50 万元（热水 30-40 吨/天，用电每月 5 万元，用煤每月 1 万+）

资料来源: 草根调研、招商证券

综合计算，一家健身门店的开店成本约 150-250 万元。一兆韦德与威尔士在上海地区可零成本开店，主要由于品牌知名度高开发商愿意提供较长免租期，挑选业绩优良商区开店，一兆韦德与威尔士开业前 3 个月预售年卡及私教收入可达 300 万元，今年有 4 家门店甚至达 1000 多万元。小品牌若不配游泳池，预售收入可达 60-70 万，配游泳池达 200 万左右。

后期运营成本：上海 2000 平米门店运营成本约 60 万元；1000 平米的门店运营月成本约 30 多万，如果带有游泳池则接近 40 万元，这意味着多数上海门店平均月收入要达到 35 万元才能达到盈亏平衡。

销售成本：健身会员卡销售收入中 15%以上是抽成给销售人员、销售经理和公司各级管理人员的成本；私教部门的收入中，有约 50%为抽成给教练和管理层的成本（私教部销售课时提成 12-15%，课时费占私教销售收入的 30%左右）。这些成本扣除之后，将收入分摊到未来对应的时间里，再与运营所需的各项其他成本进行核算。

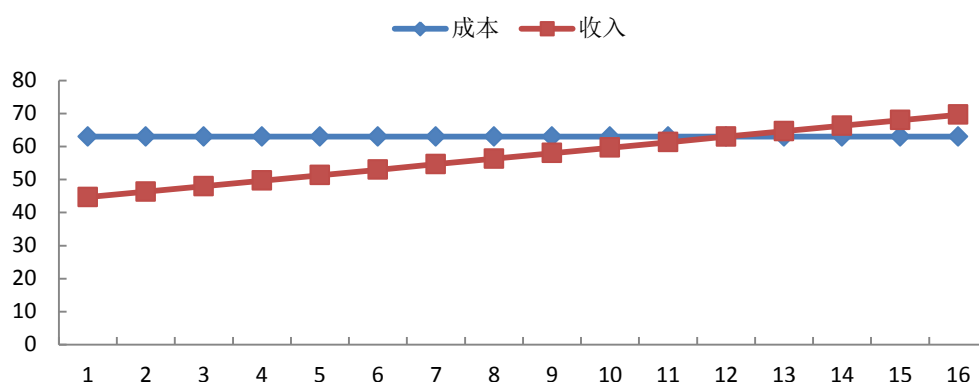
因此，国内健身房依靠预售年卡的模式，从现金流角度看，新门店通过预售期后，开业当月即可实现盈利，但从收入成本按时间分摊的财务分析角度看，健身房需要一段时间

高收入的稳定经营才能实现盈利,若预售卡业绩下降或出现关店现象将会影响到健身房的盈利状况。

以下面一个典型健身房的收入成本分析为例,从当期现金流角度和当期财务分析角度看,经营初期健身房最终的盈利结果大相径庭。

假设不考虑开业前预售期收入,从开业第一个月收入开始确认,且之后每月收入稳定。现金流角度看,当月收入和支出如实记录,即会员卡销售额与课程销售额全部当月确认,课程成本支出按当月支付给教练费用确认;而从收入成本分期确认的角度看,当月预售会员卡业绩分摊到未来 24 个月(2 年卡),私教课时费当月确认收入和成本(课程销售额的 30%)。

图 64: 从成本收入确认角度看 健身房经过持续稳定经营可达到盈利点



资料来源:招商证券

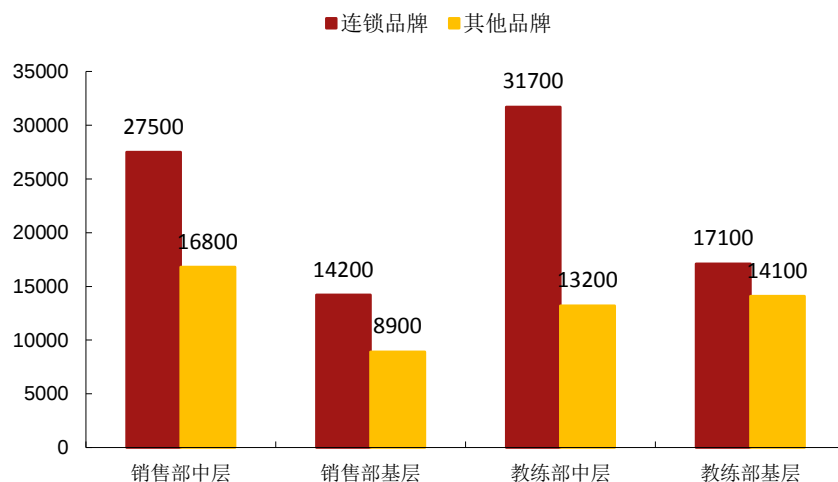
从现金流的角度看,由于健身房销售长期年卡预收卡费,一次性缴纳未来多年会费使得现金流流入大,经过预售期回本后的健身房开业当月现金流即可盈余;而从收入成本确认的角度看,由于确认到当月的收入仅现金流入的 $1/24$,对比成本仍然处于亏损状态,但随着经营持续,每个月可分摊到的年卡收入逐渐增加,以上图情况为例该健身房在经营第 13 个月扭亏为盈。如果从悲观的角度情况,即该健身房的会籍收入较低,或无法保持高收入水平,健身房则可能在长期保持亏损的状态,甚至结业。

3、人员配置:人才缺口明显,大小品牌收入差异大

以一个 2000 平米的门店为例,通过草根调研得知,人员配置在 30 人左右,其中运营部(客服、保洁、工程等)12 人左右,销售人员 7-8 人,教练部门 10 人左右。整个体系中,教练和销售人员都是比较稀缺的人力资源,除一兆韦德和威尔士这类大品牌,全国都存在教练缺乏的现象,同时店长与销售中高层人才都比较紧缺。从整个行业看,人才的增长没有跟上健身行业的迅猛发展。

从人员薪资来看,大品牌明显高于小品牌。主要原因首先在于大品牌对业绩要求更高,且销售经理坚持做个人业绩,在收取个人提成的同时收取总体业绩提成;而小品牌销售经理不再做个人业绩,个人收入倚靠总体业绩提成;私教方面大品牌私教由于品牌会员人数多易于销售课程而收入较高,小品牌私教就面临推销客源不足的问题。

图 65：上海地区健身房人员平均月薪收入情况



资料来源：草根调研、招商证券

4、品牌与渠道：直营易于管理，品牌多呈区域性分布

目前线下健身俱乐部品牌主要可以分为知名直营品牌、知名加盟品牌和地域性品牌。大品牌的健身公司多采用直营模式以便于管理，与之相比，加盟品牌的管理相对困难，且健身品牌具有很强的地域性。因此采用加盟模式的若管理体系无法做到标准复制，后期管理难度较大，盈利性很难保障。

表 7：国内主要线下健身品牌渠道情况

品牌	主要地域	营业模式	门店数量
一兆韦德	上海	直营	93
浩沙	北京	直营	75
威尔士	上海	直营	93
舒适堡		直营	10+
麦肯/奥体	总部：上海	加盟	30+
美格菲	总部：上海	加盟	10+
金仕堡	总部：上海	加盟	160+
动岚		加盟	40+
力美健	广州	加盟+直营	46
黄金时代	郑州	加盟+直营	40+
美日健身	宁波	几乎全部直营	40+

资料来源：网络资料、招商证券

目前四大盟品牌美格菲、麦肯/奥体、金仕堡、动岚都是健身起家的公司，经营后期采用加盟模式，赚取加盟费用，但品牌对许多加盟店的后期管理不负责，导致加盟门店大量倒闭，或大批更换品牌的现象。

表 8：连锁品牌较独立品牌具有优势

品牌渠道		优势与劣势
连锁品牌	优势	1. 品牌优势，信誉度高，开店成本低（房租低/预售业绩高） 2. 预售业绩高，回笼资金快

独立品牌	劣势	3.管理体系健全，服务好，专业度强
		4.客单价高（长期卡）
独立品牌	劣势	5.全市连锁，更加方便
		1.无品牌积累，预售业绩低，无法销售长期卡
		2.人员成本高/管理人员水平无法保证/团队不稳定
独立品牌	劣势	3.专业度不高，营销能力弱

资料来源：招商证券

5、续卡率：行业整体水平低，健身房主动提高粘性动力不足

目前线下健身俱乐部的品牌忠诚度和粘性仍然较低，全国行业平均续卡率在 15% 左右，部分优秀品牌达到 20-25%，但还是以 15% 的以下居多。如果单考虑一兆韦德和威尔士这样的知名大连锁品牌，平均水平在 17% 左右。不同业态的健身房续卡率也有所不同，例如开在商圈办公区域的门店，由于白领换工作较频繁续卡率低于 10%，甚至可能到 5%；而社区里的门店由于顾客是周边居民续卡率可以达到 20%。

由于目前健身需求的新增流量很大，许多健身房并不十分在意会员的留存率问题，整体收入中续卡收入占比也较低（最多 10%），主要依靠获取新会员拉动业绩。因此从这个角度看，健身房主动提高服务质量和客户粘性的动力是不足的。

6、扩张：一线城市竞争激烈，市场空白区域风险多但回收快

目前在北上等一线城市的健身房竞争压力大，健身房密度也较高，在某些一线和省会城市每隔 3 公里就有一家健身俱乐部。在较大的竞争压力下，新开店会籍预售销售额相比从前可能降低，有的每月经 100 多万。同时一线城市开店成本较高，物业租金、税收、消防和水电煤等费用都是全国最高水平。而在一些二三线城市，甚至县城，由于市场空白，新开俱乐部聚集了当地的所有客户，开业预售较容易做到 200 万的规模。

对于大型连锁品牌来说，由于其地域性，连锁品牌在各自势力范围开店具有得天独厚的优势，新开门店较容易，而主动以直营形式拓展的新区域空白市场，则面临较多风险和问题，如租金成本优势丧失等。这也是导致目前国内暂时还没有全国性连锁品牌，而主要是地区性强势连锁品牌的主要原因。

表 9：连锁品牌在外地开店的局限性

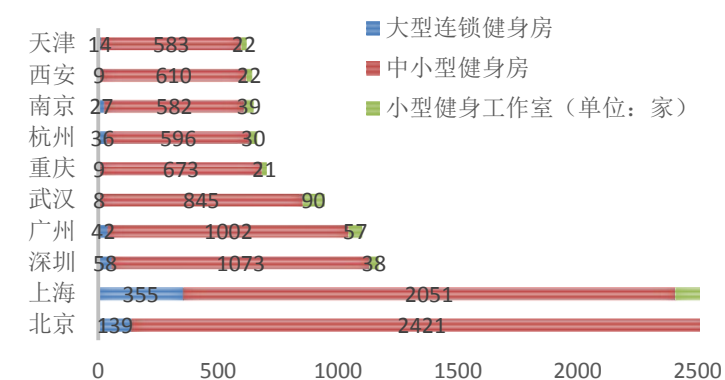
开店区域	优势与劣势
上海地区 (以一兆韦德、威尔士为例)	1.开店成本低：人脉资源/关系深厚，拿地拿物业的政策好，乙方市场。 2.人力资源充足：健身市场好，消费水平高，单店业绩额远超 2,3 线城市，中层人员收入高。 3.品牌效应，预售业绩高回笼资金快。0 成本开店。 天时：市场 地利：物业 人和：管理水平
外地区域	1.不一定拿得到好项目、好物业。开店成本高。更多和地产合作商开设门店。 2.受当地价格战及销售水平影响，门店业绩没有保障，吸引不了优秀中层管理人员。 3.连锁品牌优势无法体现。
	1.品牌授权/经营权下放，无法保证管理费可以持续性收取。 2.经营不良导致闭店风险高，善后工作难度大。

资料来源：招商证券

7、格局：品牌集中度较低，空间上集中在北上广深等发达城市

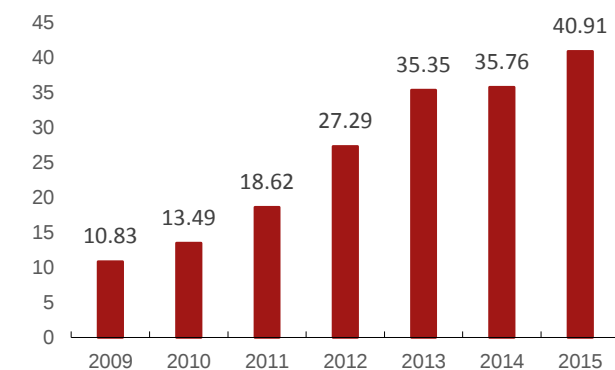
我国健身房在空间上集中在以北上广深为首的经济较发达城市和地区，大型连锁健身俱乐部更是主要入驻一、二线城市，并主要集中少数一线城市。一、二线城市人群收入较高，是健身风潮最初接受者，有经济能力也有健身意愿享受高端健身俱乐部的各项服务。同时，近年来海归数量渐增，他们在欧美等健身行业较成熟的国家培养了健身习惯，并把这种习惯带回国内，特别是北上广深地区，促进了当地的市场发展。根据大众点评的数据，过去一年，中国健身房最多的前 10 个城市中，有 8 个城市的健身房数量增长率超过 50%。

图 66：我国健身场馆城市分布



资料来源：大众点评、招商证券

图 67：2009-2015 年留学回国人员总数（万人）



资料来源：教育部、招商证券

目前健身俱乐部尚未有成功在全国实现规模化扩张的品牌，显示出很强的地区性，在国内排名前列的连锁品牌中，一般只在起源地开设较多门店，在其余地方扩张幅度较小。而更多的连锁品牌主要以区域市场为主。

表 10：国内主要连锁品牌区域分布

品牌	渠道集中区域
威尔士	集中在上海地区的高端区域，如陆家嘴等金融区
一兆韦德	集中在上海地区，但多深入社区；全国其他城市也有少量拓展
青岛健身	集中在北京地区，其次为广州地区，大连、杭州也有门店
中体倍力	主要集中在北京地区，上海和广州有少量门店
浩沙体育	大量集中在北京共有 32 家门店，在福州、厦门和晋江地区，浩沙健身分别
中航时尚	集中在深圳地区，以健康管理为特色发展出针对高端客户群的健康品牌
美格菲	集中在上海和西安
英派斯	集中在青岛地区、北京、上海也有分布

资料来源：网络资料、招商证券

健身房品牌分散，低端与高端品牌增多，个人工作室涌现。目前国内健身房市场品牌分散，中国前十大品牌健身房总体数量 740 家，仅占市场整体的 16.4%，剩下的健身俱乐部又以非连锁为主（占 66.8%）。2010 年中端健身品牌占 54%，到 2013 年下降为 36%，出现萎缩；低端品牌和高端品牌逐渐增多，同时个人工作室大量涌现。目前全国个人工作室在 1 万-2 万家左右，个人工作室以为客户提供健身场地和群体课程为主。

图 68：国内健身房行业总体集中度较低



资料来源：中国产业信息研究网、招商证券

一线城市与其他城市差异明显，未来发展走两条路线。由目前线下健身房的具体经营情况可以看出，这个行业难以快速和大量的盈利，且目前发展阶段在一线城市和其他城市形成了明显的区别。由此，我们认为，未来一线城市随着新开店的边际效用逐渐降低，健身房应该从提高私教销售，提高单个门店销售额和经营质量着手，打开会籍费用以外的服务费用增量空间；而渗透不深的新市场地区，必将面临一轮简单扩张式的圈地跑马，连锁品牌也会到空白市场地区进军占地。

六、健身行业的核心资源：教练及销售经理

教练资源问题不论模式始终存在，是目前健身行业的核心资源之一，然而国内健身行业普遍存在优质教练不足，教练流动性大等问题。健身房模式服务在内容方面较为欠缺，教练多被迫承担大量销售任务，且与健身房分成比例不高，教练流失严重。经过对消费者的访谈发现，购买年卡后发现教练水平不足，服务不到位，难以满足消费者需求的情况频频出现，最终导致消费者健身兴趣消退、无法真正养成健身习惯，并退出健身的尝试不再续卡。

另一方面，由于目前国内健身房的收入构成中会员卡收入占比仍然较高，健身房销售人员的水平很大程度上决定了一家门店的业绩。此外，目前线下健身房的续卡比例极低，90%以上的业绩需要依靠新发掘的增量客户，进一步提高了销售人员的重要性。目前全国健身房普遍存在销售经理缺乏的现象，有经验的店长和销售经理对门店业绩影响巨大，形成了销售经理的卖方市场，大品牌内部由于收入较高能保持人员相对稳定，而小品牌则普遍面临人员流动性大的情况。

1、销售经理的角色在目前国内线下健身房的经营中尤为重要

由于目前国内健身房的盈利模式中会员卡收入占大头的特征，健身房销售人员的水平很大程度上决定了一家门店的业绩。此外，目前线下健身房的续卡比例极低，90%以上的业绩需要依靠新发掘的增量客户，进一步提高了销售人员的重要性。从前期预售回收成本，到后期持续经营开发新客，销售经理在健身房经营中都属于最活跃及关键的角色。目前全国健身房普遍存在销售经理缺乏的现象，有经验的店长和销售经理对门店业绩影

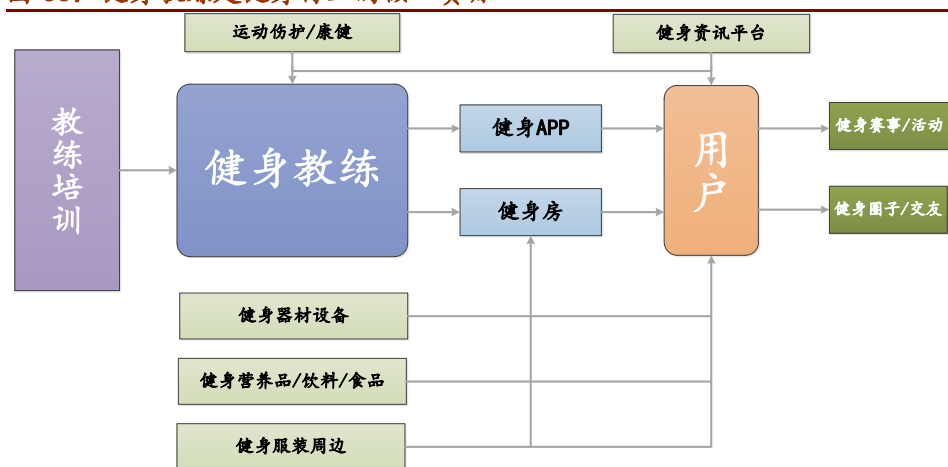
响巨大，形成了销售经理的卖方市场，大品牌内部由于收入较高能保持人员相对稳定，而小品牌则普遍面临人员流动性大的情况。此外，在健身房的门店扩张时，品牌不得不从外部挖销售人才，同时从内部尽量提拔表现较好的销售员工。

2、教练是健身行业的核心资源之一

教练资源问题不论模式始终存在，是目前健身行业的核心资源之一，然而国内健身行业普遍存在优质教练不足，教练流动性大等问题。健身是一种相对专业的行为，初学者没有教练指导不但效果不显著，还可能造成运动伤害。而教练可以帮助制定合适的运动方案，纠正动作，并提供运动防护和持久的健身陪伴督促。而目前不论在线上内容还是线下健身房的模式中，教练资源都是关键核心。好的健身房教练要具有一定的专业性，在保证客户安全的情况下，帮助客户达到最佳的运动效果，此外还要懂得礼节，知道如何制定针对性的训练计划，还要具有一定的人格魅力，深谙怎么激励客户。健身是孤独和困难的过程，健身初学者很容易在没有教练的指导下感到巨大的挫败感而退缩，甚至在无人指导的情况下受伤。

随着健身行业的整体增长，国内持证教练数也快速增加：根据中国网络电视台的数据，目前健身市场持有国家职业资格证书的健身教练数量达到 34560 名，相比去年同期增长了 77%。

图 69：健身教练是健身行业的核心资源



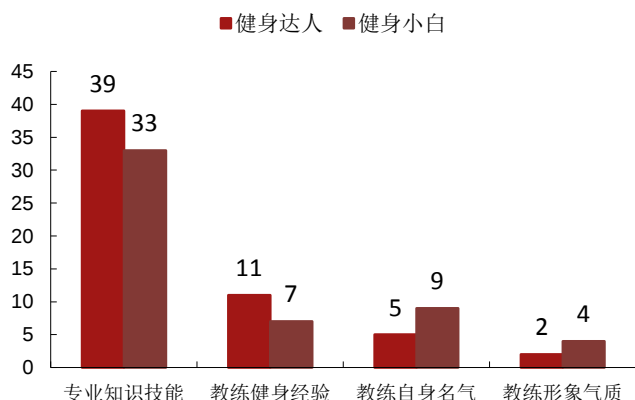
资料来源：招商证券

1) 健身者对健身教练的需求日趋明显

全国 1500 万持健身卡用户中，有三分之一会选择健身教练，这部分用户每年平均健身消费达到 12007 元。一、二线城市健身用户在此项花费上差距较大，一线城市健身费人均花费是二线城市的 1.5 倍。由此可见，目前单价较高的健身教练服务主要被经济基础较好的少数一线城市居民消费，二线甚至三四线城市的市场还有待开发。

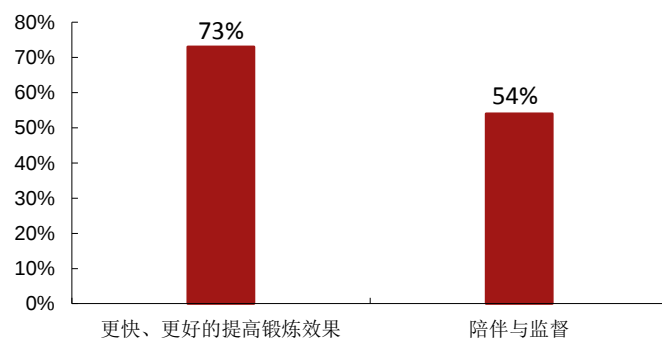
2015 年的最新调查发现，健身会员对选择健身教练的主动性有所增强，有 39% 的健身用户会主动从教练介绍栏等渠道选择教练，同比增长 5%。在选择教练的考量上，专业知识和技能占首要地位，对于健身的初级用户来说，对教练的名气、形象气质等外在因素更加看重。健身会员的要求也愈加地明确，73% 的健身会员选择教练目的是希望更快、更好的提高锻炼效果和陪伴与监督。

图 70: 选择健身教练看重的因素



资料来源:《2016 年健身教练职业发展研究报告》、招商证券

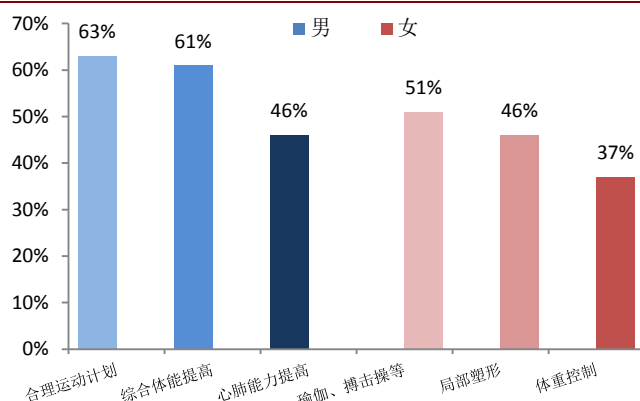
图 71: 健身会员选择教练的目的



资料来源:《2016 年健身教练职业发展研究报告》、招商证券

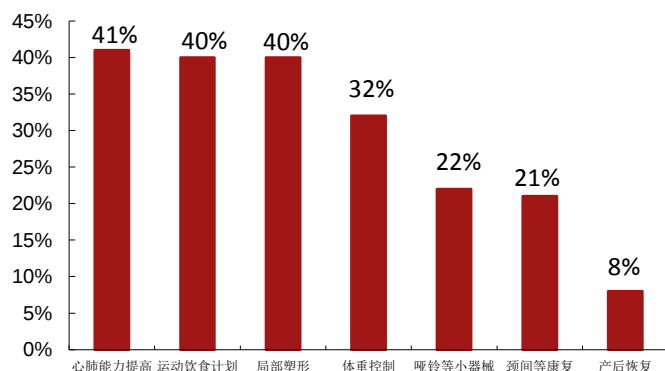
随着健身服务的普及,健身会员对教练提出了多样化的需求,并衍生出除提高体质和塑性以外更多希望参与的项目。因此**对教练资源和专业性的需求必然是提升的**。目前从事教练的人群中,体育专业学生、退役运动员等专业背景的人群占到 72%,其中有 42%是来自体育专业毕业。在成为健身教练前,90%的人考取了相关职业证书,大部分是经过 1 到 3 个月的时间取得证书,58%的教练参与了俱乐部上岗培训。

图 72: 健身会员希望从教练处获取的建议



资料来源:《2016 年健身教练职业发展研究报告》、招商证券

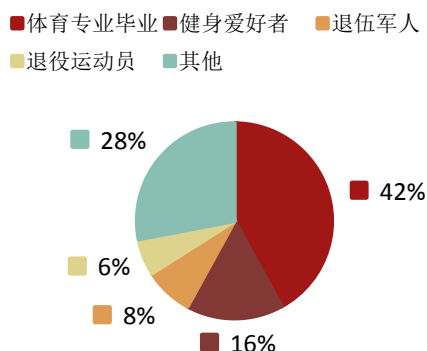
图 73: 健身会员希望参与的健身项目更加多样化



资料来源:《2016 年健身教练职业发展研究报告》、招商证券

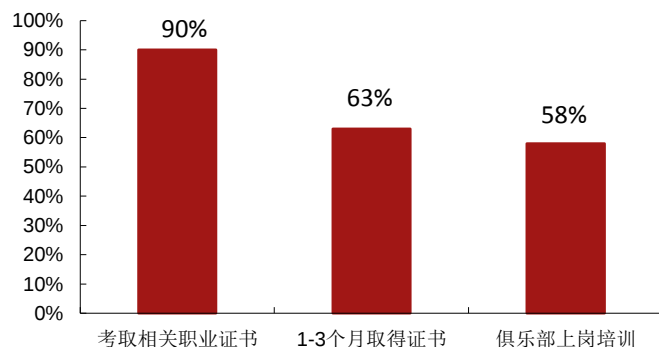
然而目前的培训和职业证书体系无法较好地解决教练质量问题,国家核发的职业证书考取门槛较低,取得证书的教练未必能提供足够专业的服务,不少大品牌健身房对特殊机构认证的证书提出了要求,如体适能学院培训考试后取得的证书,或俱乐部自身体系的上岗培训,能更好的保证健身教练的质量。但总体来讲,让健身会员满意的专业健身教练仍然十分稀缺。

图 74: 国内健身教练的构成



资料来源:《2016 年健身教练职业发展研究报告》、招商证券

图 75: 上岗教练经过的培训

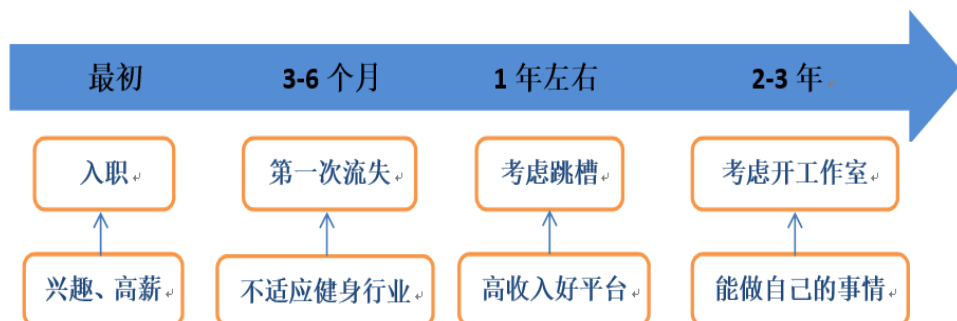


资料来源:《2016 年健身教练职业发展研究报告》、招商证券

2) 优秀教练流失率高, 教练不足可能成为健身房扩张瓶颈

进入健身行业后的教练一般有三个比较明显的时间节点: 第一个是, 在 3-6 个月的时候, 这时候会出现第一批流失, 很多涌入健身行业的健身教练发现健身行业自由时间少、偏服务性质等职业属性不太适合他们, 另外也有些会因为沟通、销售能力欠缺等因素, 被行业所淘汰。第二个是在 1 年左右, 很多健身教练会考虑跳槽, 期望去更高的平台, 获得更高的收入, 一般会考虑去一些新的门店或者核心地段的店面。第三个是, 在工作 2-3 年后, 一些健身教练在积累的一定得资金、人脉和客户资源后, 会考虑开自己的工作室。总的来说, 健身教练职业流动性大, 越是优秀的健身教练, 流失率越高。

图 76: 健身教练普遍职业发展路径



资料来源:《2016 年健身教练职业发展研究报告》、招商证券

健身教练对行业粘性总体增加, 但将近一半的健身教练希望拥有自己的工作室, 只有 15% 的健身教练希望一直从事一线教练工作, 认为自立门户风险过大。在这样的趋势之下, 健身俱乐部面临成熟优秀教练的流失, 因此不仅针对现有门店必须有充足的人才补给以保证服务质量, 同时在扩张方面优秀教练资源不足也可能成为瓶颈。

3) 教练与销售角色界定不明, 业绩压力阻碍健身教练整体专业性提升

目前我国的健身教练大多数需要承担销售课程的工作, 75% 的教练有业绩要求, 平均每月需要销售 35041 元。由于现存俱乐部销售年卡和超卖课程的盈利模式使得大多数健身房每月对健身教练有业绩考核, 需要不断开发新会员并劝老会员续签。因此, 一方面造成不适应销售但专业方面过硬的教练加速流失、一方面让更具有销售技巧但专业不足的教练获得更好的激励, 最终结果是健身房教练服务质量的提升困难。

4) 教练收入不同品牌之间差异较大 小品牌更缺乏教练资源

从健身俱乐部员工薪酬水平来看，教练、销售和其他工作人员的收入在大小品牌之间差异都十分明显。其中私教部门的收入由于依附于会员数量带来的课程转换，在大品牌客户群庞大的前提下，私教收入会大幅高于小品牌的私教收入。在私教课程的收入中，12-15%属于私教销售佣金，另有 30%是私教课时费。

表 11：健身房员工收入水平

健身房规模	销售部门	私教部门	基本员工
大品牌	销售部经理：26000	30000+	17000+
小品牌	销售部经理：16000	14000 左右	7000+

资料来源：草根调研、招商证券

从地区上看，北京员工收入约为上海的 70%；从品牌角度看，一兆韦德和威尔士由于管理团队来自香港，对员工工作强度要求高，对业绩也有较高要求；而主要分布在北京的浩沙健身对业绩要求则不高。薪酬的明显差异导致除了个别强势大品牌不缺乏教练，全国的各式健身房都缺乏专业的教练，对行业发展形成制约。

七、国内健身行业再讨论：未来发展加速但矛盾明显 洗牌与变革将持续

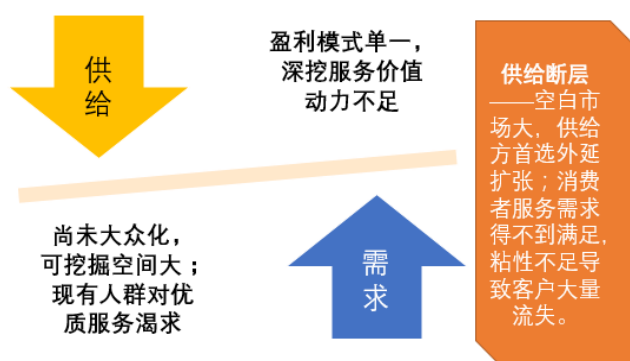
在健身市场增长加速的背景下，行业扩张主要以外延的方式进行，但健身房未来盈利模式必将向深入挖掘服务价值的方向发展，且产业链向食品、服装、补剂等方向延伸的趋势也将持续。资本介入下，行业内的洗牌或将加速，强势品牌如威尔士、一兆韦德等有望向全国连锁品牌发展，开启行业集中度提升的进程。

1、市场发展已加速，供需矛盾明显，行业仍处在圈地跑马阶段

供给方：占据较多资源的主流线下直营模式的盈利模式依然较为单一，深挖价值的动力不足；优质服务总体较为欠缺，或价格过高。

需求方：热潮下有所增加，但远未达到大众化的程度，真正具有持续健身习惯的人还是很少，可挖掘的空间大。相比欧美人群，国内现有健身人群对健身服务和引导有真实且更大量的需求。

图 77：目前国内健身行业的主要矛盾



资料来源：招商证券

因此，目前市场矛盾较为清晰：圈地跑马扩张阶段供给方做好服务和内容，深挖价值的动力不足，新增加的健身会员增量可以支持门店的扩张，但可持续的时间有待考证；而已健身人群和新踏入健身行动的人群真实需要有效的指导和服务，对应的是教练和服务的总体稀缺及不到位产生需求与供给的错位，部分互联网健身介入这一市场，形成线上内容和社交平台。教练是健身行业目前较为核心且难以用资本短时间克服的资源。

2、行业盈利模式必将由浅至深变革，产业链延伸是必然趋势

1. 圈地跑马开店扩张会持续，运营效率不高的品牌会继续被洗牌，随着健身人群增加，一线城市的健身房的选址将会深入社区，健身房将与开发商合作；连锁品牌和地方品牌将会逐渐攻占空白市场。
2. 浅层新增健身人群流量耗光之后进入服务与内容的竞争，掌握教练和服务资源的品牌能获得较高的客户粘性，能提高单个客户和门店的销售额（例如中航时尚引入健康管理概念增加粘性并走差异化道路）。

图 78：目前国内健身行业的主要矛盾



资料来源：招商证券

3. 未来产业链将延伸到服装、营养补剂、器材、健康管理、教练培训等方向。

图 79：健身行业产业链可发展延伸方向多



资料来源：招商证券

虽然目前国内健身行业由于市场发展阶段的制约还存在各种问题，如盈利模式单一、教练、销售资源不足、服务体验不佳、贴钱销售模式存在、产业链较短、过于依靠长期卡销售等，但长期看健身行业发展空间巨大，随着经济逐渐发展和人们对健康管理的进一步重视，会有越来越多的人群加入到健身的行列，整个行业不仅从广度上有极大拓展空间，在服务的深度上更有巨大的价值可挖掘。

3、健身行业资本运作情况及展望

1) 近年资本首先介入和关注互联网相关的线上健身领域

新模式下的健身项目融资项目众多：

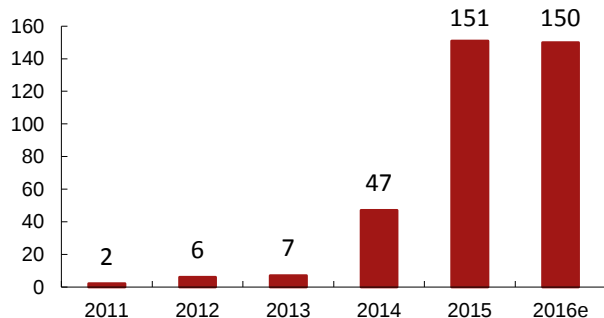
表 12：近年来线上运动健身项目融资情况

公司名称	成立时间	融资时间	轮次	融资金额
乐动力	2013-04	2013-05-23	天使轮	数十万美元
		2014-05-23	A 轮	数百万美元
Keep	2014-10	2014-11-10	天使轮	300 万人民币
		2015-04-30	A 轮	500 万美元
		2015-07-10	B 轮	1000 万美元
		2016-05-17	C 轮	3200 万美元
		2016-08-16	C 轮	数千万美元
初炼	2014-12	2015-03-26	天使轮	1000 万人民币
		2015-06-30	Pre-A 轮	3000 万人民币
健康猫	2015-03	2015-11-07	A 轮	3500 万人民币
		2015-03-30	种子轮	1000 万人民币
FitTime 即刻运动	2015-04	2015-04-01	天使轮	数百万人民币
		2015-09-20	A 轮	数千万人民币
		2016-04-01	B 轮	数千万人民币
小熊快跑	2015-04	2015-08-02	A 轮	数千万人民币
		2016-05-04	B 轮	数千万人民币
乐刻运动	2015-04	2015-07-23	A 轮	300 万美元
陪你跑-悟范跑鞋	2015-05	2015-11-03	天使轮	120 万人民币
		2016-01-21	Pre-A 轮	数百万人民币
光猪圈健身	2015-03	2015-11-23	天使轮	1200 万人民币
		2016-08-24	Pre-A 轮	1200 万人民币
来跑吧	2015-03	2016-02-03	A 轮	5000 万人民币
瑜伽柠檬 - yogalemon	2015-11	-	-	-
逆袭学院 APP	2015-09	2015-10-15	天使轮	数百万人民币
		2016-06-07	Pre-A 轮	600 万人民币
古德体育	2014-07	2015-11-19	天使轮	300 万人民币
		2016-10-19	Pre-A 轮	500 万人民币
轻 + 轻加	2011-03	2014-02-01	天使轮	数百万人民币
		2015-04-01	A 轮	数千万人民币
		2016-09-08	B 轮	数千万人民币
		2014-07-01	Pre-A 轮	数百万人民币
Liking 健身	2014-09	2015-06-15	天使轮	1000 万人民币
		2016-10-14	A 轮	数千万人民币

资料来源：网络资料、招商证券

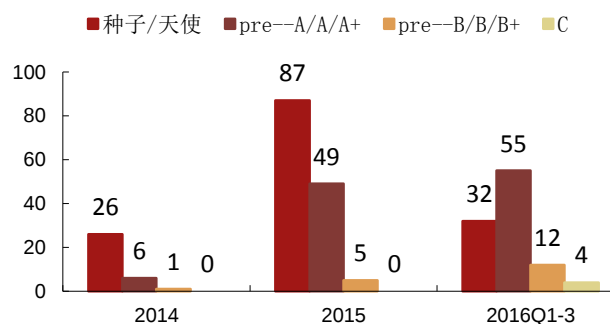
新兴的健身模式从 2014 年起跟随体育产业投资热潮经历一轮热炒，而没有持续盈利可能性的项目也已淘汰。

图 80: 2011-2016 年体育类项目投资笔数



资料来源: iResearch, 招商证券

图 81: 2014-16 年体育类项目投资所处轮次情况



资料来源: iResearch, 招商证券

2014 年统计的约 550 个体育健身创业项目到今年仅剩 14 个进入 B 轮融资, 占比达 4.5%。截止今年第三季度, 进入 B 轮融资的健身项目仅剩 KEEP、小熊快跑、FitTime、成功存活的项目的两个特征是: 拥有丰富的线上内容服务和社区交流功能; 或者拥有线下场馆资源, 形成壁垒。

表 13: 截至 2016Q3, 进入 B/C 轮融资的运动健身类项目

企业名称	成立时间	主营业务	最近一次融资
keep	2015	健身 App	2016, C 轮
咕咚	2009	跑步 App	2016, C 轮
索福德体育	2007	业余足球综合服务	2016 年, B+轮
智慧运动场	2015	场馆和赛事服务	2016 年, B 轮
小熊快跑	2015	场馆 O2OApp	2016 年, B 轮
FitTime 即刻运动	2015	健身 App	2016 年, B 轮
Feel	2014	健身 App	2016 年, B 轮
悦动圈	2014	跑步 App	2015 年, B 轮
悦跑圈	2014	跑步 App	2015 年, B 轮
轻+	2011	健身 App	2016 年, B 轮
薄荷	2008	瘦身服务	2014 年, B 轮
图途户外	2007	户外运动综合服务	2016 年, B 轮
上海洛克公园	2006	体育场馆	2016 年, B 轮
巅峰减肥	2005	瘦身服务	2016 年, B 轮

资料来源: 网络资料、招商证券

2) 线下健身房资源的资本介入 将以整合品牌拓展门店为主

目前全国存在多家区域性连锁门店品牌, 但尚无全国性的大品牌, 这种格局形成的原因一方面在于各家连锁品牌在各自优势地区已将优势位置占据, 外来品牌难以获得优质资源和低成本; 另一方面连锁健身房在管理上存在一些难度, 而空间上的拓展使得整个健身房的经营管理难度提升。目前几大连锁品牌仅在自己优势区域外的全国其他省会城市与地产开发商合作开设密集度较低的分店。

由于目前行业发展还处于较为初期, 尚未出现龙头品牌, 连锁商业健身房未覆盖的城市范围仍然较广, 资本介入线下健身房后预计仍将首先以整合品牌, 拓展连锁门店, 取得外延增长为主, 圈地跑马式的扩张将持续一段时间。

八、A 股相关标的

1、贵人鸟：收购健身房龙头品牌威尔士 体育产业延伸再下一城

公司 3 月 12 日公告，拟以发行股份及支付现金相结合的方式收购威康控股、上海昱羽持有的威康健身 100% 股权，同时拟向不超过 10 名符合条件的特定对象发行股份募集配套资金不超过 6.75 亿元，用于支付本次交易的现金对价。交易价格初步确定为 27 亿元，其中，以发行股份方式购买威康控股持有的威康健身 75% 股权，以支付现金方式购买上海昱羽持有的威康健身 25% 股权。

表 14：本次交易情况

序号	交易对方	持有标的公司股权比例	对价总额 (亿元)	现金对价 (亿元)	股份对价 (亿元)	上市公司发行股份数量 (万股)
1	威康控股	75%	20.25	0	20.25	8419.96
2	上海昱羽	25%	6.75	6.75	0	0
合计			27	6.75	20.25	8419.96

资料来源：公司公告、招商证券

威康健身 2016 年实现营业收入 7.43 亿元，同比增长 43.84%，净利润 4689.22 万元，增长 141.34%，收入增长超过 30% 的主要原因是 2014 年及 2015 年新开门店较多，这些新开门店营业收入在 2016 年得以释放。

表 15：威康健身财务情况

单位：万元	2015 年	2016 年
营业收入	51629.53	74266.14
净利润	1943.03	4689.22
总资产	80404.15	121333.19
净资产	4670.31	9359.52

资料来源：公司公告、招商证券

此外，贵人鸟旗下体育产业基金动域资本投资多个健身领域项目，包括私教健身 O2O 初炼、健身管理互联网解决方案提供商青橙科技、Onefit 健身学院、24 小时健身房超级猩猩、健身内容+社交平台火辣健身、可穿戴设备生产商与数据采集商泽普运动等。贵人鸟投资的健身项目涵盖目前健身行业出现的多种线上模式，收购威康健身后贵人鸟将具备线上线下双重资源，有发挥协同效用的可能性。此外，虽然贵人鸟本身品牌定位与威尔士定位人群有一定差距，但不排除未来合作开发新的健身房品牌向更远端的健身产业链延伸。

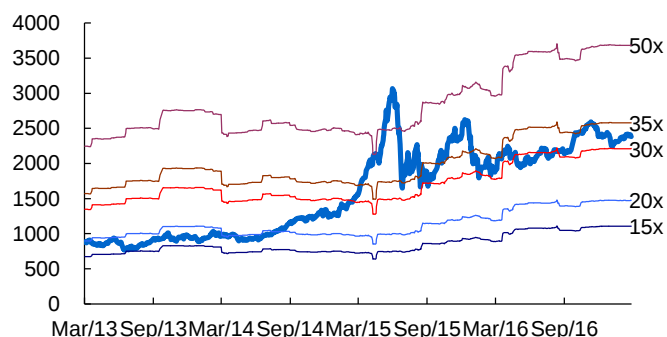
公司已初步搭建体育产业生态圈雏形并掌控业内优质产业资源，未来仍会持续加强全产业链布局。收购威康健身的落地使得公司以较为强势的姿态切入线下健身房领域，符合公司整体转型体育的战略方向，从外延角度扩大公司收入规模。目前公司停牌中，总市值 193 亿，17PE 为 50X（不含威康健身并表），估值优势不明显，考虑到公司停牌期间大盘下跌 4%，预计公司复牌后短期存在补跌的可能。但公司主业相对平稳，渠道商并表贡献下，今年业绩或有 15%-20% 左右的增长，考虑到 16 年 9 月底员工持股到期尚未减持（成交均价 22.48 元/股），且 17 年 1 月 24 日首发原股东限售股份解禁，在减持诉求释放前，若股价有所回调，可把握健身第一股的阶段性交易机会。

2、探路者：初步涉足线上健身市场

探路者通过旗下和同产业基金投资互联网健身内容与社交平台 FitTime 介入健身市场，探路者第二期体育产业基金也在筹备中，未来可能参透更多互联网健身相关项目。此外，公司也存在通过收购介入线下健身俱乐部市场、将公司体育板块战略坐实的预期。

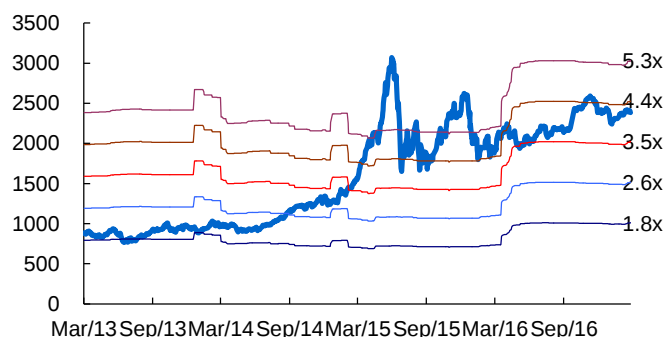
目前公司处于新老业务调整过程中，今年户外板块处于去库存周期，旅游板块正由 B2B 模式向 B2C 体验式改革。体育板块方面，公司存在通过收购切入线下健身房行业做实体育战略的预期。整体而言，公司旅游与体育两个新业务板块与原户外用品业务具有较强的协同效应，综合户外生态圈的建设有利于弥补现阶段主业的不足，但由于户外用品老业务仍处于去库存的调整阶段，且新业务也尚处于摸索培育期，需等待业务转型完成的收入回升，同时对利润的补充需视体验性 B2C 类产品占比的提升而定。目前公司总市值 90 亿，对应 17PE 49X，当前估值不低，考虑到当前业绩支撑力度不足，且线下健身房收购终止，预计短期股价将会有所回调；长期而言，探路者向健身市场延伸的决心还有待观察，生态圈中各业务间协同性的体现需要一定时间的磨合及培育，可结合后续项目的落地进程及发展情况进行把握。

图 82：纺织服装行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 83：纺织服装行业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1、《服饰纺织行业 2016 年度投资策略报告-变革大势下 自身价值突破及创新谋变促发展》2015/12/3

面对当前的经济环境,炫耀式消费向大众化消费的转变,使性价比问题成为制约国内品牌销售的主要因素,就此我们结合海外品牌发展经验,总结出未来国内企业发展的潜在两大趋势,即高端更多需要通过构建或并购个性化符号较强的品牌实现突破,而大众化则通过不断整合供应链强化性价比优势做大规模。其中,针对大有可为的大众品市场,此卷重点分析了英国著名大众品牌 Primark 的成功要素,以此作为国内企业强化性价比优势、扭转销售颓势的启示。

2、《网红经济深度报告-从“草根”到“明星” 网红经济崛起》2016/3/23

“Papi” 酱获得 1200 万元投资事件又一次引发了大众对于网红的关注,本文将对网红经济的发展情况和目前国内外网红主要的变现模式进行梳理,并着重分析了时尚搭配类网红变现的主要方式—红人电商、网红孵化器与网聚红人平台。目前网红经济市场规模过千亿,短期内行业或将加速扩张,长期而言,实力不同的网红群体将出现内部分层,各自配合不同的变现模式形成较为稳定的金字塔结构。

3、《纺织服饰行业 2016 年中期投资策略-迎接需求升级大潮 供应链整合正当时》2016/6/13

弱市环境下,零售端未见复苏趋势。面对当前消费需求升级及互联网化趋势,无论大众品牌还是网红等个性化品牌均需要快速反应的供应链体系支撑,从而提升大众品牌的性价比及个性化品牌差异化/多样化的快速上新需求。本文着重着重分析海外供应链管理领先企业,就当前国内整合模式进行探究。我们认为当前产业互联趋势大大降低了沟通对接成本,提升了供应链各环节的效率,某种程度上缓解了传统供应链因反应低导致的产品性价比低、库存积压及占用资金等痛点问题。

4、《医疗美容行业深度报告-“颜值经济”时代来临 医美行业机遇空前》2016/8/7

本文着重分析了医疗美容产业链下游的医疗美容机构和医疗美容 APP 的盈利模式、行业格局和未来发展趋势。需求、技术及政策等因素共同推动医美产业爆发。与医美发达国家相比,我国技术差异不明显,关键在于其精细化的高水平服务、风险管控以及完善的监管制度。当前我国医疗美容机构竞争格局较为分散,政策差异将使大型连锁模式或成为我国未来的发展趋势,而医美 APP 的发展也将推动行业生态重构。

5、《买手行业深度报告-消费升级启动时尚新引擎 买手店将迎个性品味时代新机遇》2016/8/22

在消费再升级大背景下,个性化消费需求爆发。针对该领域巨大的挖掘潜力,本文从买手业态切入,对买手行业、欧美买手业态、国内买手业态的发展历程及趋势进行了深入的案例式分析。我们认为尽管 97 年的老佛爷最终以失败告终,但中国消费时代的变化,或将为买手业态迎来新的机遇。首先买手制可以打破原有传统产品开发的弊端,有效缩短前导期,提升动销率,同时买手业态以消费者需求为导向,以时尚潮流为基准,更加符合消费者的购买心理,购物效率更高,此外,买手店采用集合方式经营,在租金、人员成本方面也具有一定优势。而“轻奢”全民化趋势的形成也将使买手制不仅局限于高端线下,随着本土买手队伍的壮大及线上的发展,未来定位亲民的买手全渠道业态也将陆续出现。

6、《服饰纺织行 2017 年投资策略报告-“新趋势+新模式”下打造品牌消费的别样市场》2016/11/28

近年来,随着我国人均收入的逐年提高以及 85、90 后逐渐成为消费主力群体,人们的消费观念和消费习惯不断变化,消费结构特征也在不断改变。本文通过类比日本 80 年代消费演变史,发现目前我国消费需求正处于暨按照服装大品类细分化之后的第二阶段,需求正在按照生活场景化细分,消费出现个性化趋势,共享经济兴起。而针对变革的消费环境,国内品牌正进行着迎合“新趋势+新模式”的革新,我们认为在大众品牌集中化发展及个性化品牌兴起的阶段,目前分别在供应链整合和产品独创设计等领域深耕,并通过全渠道生活场景式布局的传统品牌有望成为新的赢家。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年入围第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。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、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。