

体育行业专题

万亿赛道 千帆竞发 百舸争流

超配

核心观点

体育行业：万亿赛道人群广泛，盈利模式持续摸索。据《全民健身（2021-2025年）》计划，我国体育产业2025年剑指5万亿目标，前景广阔。对标海外，国内体育产业供需均有优化空间，**体育服务**系增量重点，职业体育和大众体育（健身、户外休闲）等系核心。但体育服务参与主体的商业模式仍待持续摸索与优化，在后疫情新机遇新挑战中不断迭代升级，为后续成长奠定基础。

职业体育：赛事IP为核心资源，产业链盈利能力待拓展。上游来看，体育俱乐部赛事IP仍处于积淀阶段，相较欧美百年赛事影响力较低；中游方面，北美体育流媒体寡头垄断，国内体育传媒外购赛事IP版权费用高昂，带来较大的资金压力，更多以此为引流手段，并借平台优势多元变现和挖潜；下游会员订阅付费和衍生产品付费习惯逐步培养形成。大型赛事举办有助于加速体育产业链发展，今年冬奥会带来冰雪热，提升资本入驻和大众参与热情。

大众健身：疫情加速线上线下融合，平价定位复苏较快。线下健身方面，欧美龙头定位侧重模式多元，后疫情时代加速线上线下融合，平价定位复苏较快。国内目前初步形成系列连锁品牌，多在百家规模，但尚未形成巨头，疫情下加速洗牌，部分带有互联网基因的新兴品牌涌现。**线上健身方面**，疫情加速发展，但中美龙头模式差异，美国线上健身龙头基本以器械+延伸服务为主；国内龙头Keep基于内容搭建社区，侧重“内容+电商”协同，按月活用户计算系中国及全球最大的在线健身平台，今年拟赴港上市，预计未来核心在于深耕其社区流量基础，拓展健身服务和多元品牌产品完成流量变现。

休闲体育：“露营”成新趋势，户外运动升温。疫情影响下催生露营热，2020年开始加速发展，客群渗透逐步提升，兼具辐射效应。据艾媒数据，2021年中国露营核心市场规模747.5亿元/+62.5%。露营企业近两年也快速增长，2021年注册企业增长55.2%，供给日趋多元。上游系各类设备提供商为主，未来核心看产品迭代、规模效应提升等带来盈利能力提升；中游则包括露营地运营商，自建、租赁模式差异，毛利率相对高于上游，但需兼顾各地政策差异。未来露营热度有望沉淀，核心看产品及配套日趋完善。

投资建议：维持板块超配。在体育服务板块，A股相关公司规模不大，同时目前Keep有望赴港上市。展望未来，我们建议关注以下几个方面：一是线上平台类公司，以Keep、悦动圈等为代表，未来核心看其能否基于有效流量基础进行积极多元变现延伸，通过提供更多的产品及服务，加速转换，提升其盈利潜能；二是部分聚焦特定领域（露营、特点赛事等领域），能上下游产业链融合发展的公司；三是部分既有龙头基于体育户外休闲的延伸，如部分OTA、景区、酒店等龙头的相关布局。

风险提示：疫情波动、政策低于预期等，新模式探索可能低于预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS		PE	
					2020	2021	2020	2021
002858	力盛体育	无评级	11.68	1868	-0.40	0.02	-26.46	767.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

社会服务

超配 · 维持评级

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟瀚

0755-82132098

zhongxiaohao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《社会服务行业双周报（第33期）-东方甄选爆火出圈，海南发放离岛免税消费券》——2022-06-19

《端午出游数据提振信心，行业将开启低基数复苏之路》——2022-06-06

《社会服务行业双周报（第32期）-上海复工复产稳步推进 老乡鸡招股书解析》——2022-06-06

《海外复苏跟踪系列之：欧美酒店龙头复苏的路径与投资启示》——2022-05-28

《海内外疫后复苏跟踪系列-咖啡茶饮：北美市场稳步复苏，中国市场表现分化》——2022-05-27

内容目录

写在前面.....	5
体育：万亿赛道亿级用户，盈利模式仍待摸索.....	6
体育产业：万亿赛道参与人群众多，但产业链盈利潜力有待释放.....	6
国际对比：供需均有优化空间，体育服务系增量重点.....	7
行业趋势：全民健身下剑指 5 万亿目标，后疫情时代新变革.....	10
职业体育：赛事 IP 为核心，市场化改革推进.....	13
中国职业赛事发展：产业规模提升，市场化改革逐步推进.....	13
体育俱乐部：收入来源仍可丰富，本土赛事 IP 势能仍待强化.....	14
体育传媒：高额版权投入，变现模式有待丰富.....	15
体育场馆：轻资产模式抗险能力更强，运营效率有待提升.....	16
经典体育赛事：冬奥激活冰雪经济，带动体育产业链发展.....	16
大众健身：分散多元，疫情加速线上线下融合.....	18
中国健身市场发展：人群众多但付费渗透率仍有待提升.....	18
国际借鉴：美国发展健身产业成熟，线上智能运动成新热潮.....	19
后疫情的美国：线下复兴和居家健身并存，健身更加灵活多元.....	22
国内健身房：行业当前仍相对分散，产业业态不断更新升级.....	24
线上健身：龙头 Keep 拟赴港上市，积极拓展多元变现模式.....	26
休闲体育：“露营”成新趋势，户外运动升温.....	33
疫情催生露营经济，露营市场规模高速增长.....	33
露营企业和产业链：后疫情下快速增加，设备商运营商各有侧重.....	33
露营行业思考：疫情加速爆发，长期看热度有望沉淀.....	34
结论与投资建议.....	35
风险提示.....	35
免责声明.....	36

图表目录

图 1: 我国经常参与体育锻炼人口数.....	6
图 2: 我国体育产业规模.....	6
图 3: 中美体育产业发展历程对比.....	6
图 4: 2012-2020 年我国体育产业增加值占 GDP 比重.....	7
图 5: 各国体育产业占 GDP 中的比重.....	7
图 6: 国内体育产业结构.....	8
图 7: 我国体育产业链构成.....	8
图 8: 美国体育产业结构 (2014)	8
图 9: 2020 年中国体育用品制造营收构成 (亿元)	8
图 10: 2020 年中国体育用品制造收入及零售额.....	8
图 11: 2016-2020 年中国健身器材市场规模.....	8
图 12: 体育服务产业构成.....	9
图 13: 2021 年中美欧体育健身群体渗透和人均开支对比.....	9
图 14: 我国体育锻炼人口占比.....	11
图 15: 我国体育人均消费.....	11
图 16: 2020 年中国每月健身消费超过 2000 元人群分布.....	11
图 17: 中国 Z 世代消费者过去 6 个月线下娱乐消费份额.....	11
图 18: 2015-2020 年中国体育赛事总产值及同比增长.....	13
图 19: 2007-2019 年中国大型体育赛事 CSL 和 CBA 上座人次.....	13
图 20: 2020 年中国赛事活动管理方比例.....	14
图 21: 2020 年中国重大体育赛事收入结构.....	14
图 22: 2020 年全球最具价值体育赛事及其价值 (亿美元)	15
图 23: 2021 年世界最具价值体育俱乐部 (亿美元)	15
图 24: 体育传媒作为中介对产业链上下游的整合.....	15
图 25: 2015-2020 中国体育场地和体育场馆数量.....	16
图 26: 2019 年中国体育场规模排行榜 (按坐席数: 万个)	16
图 27: 2015-2020 中国体育场地和体育场馆数量.....	17
图 28: 2002-2020 年中国滑雪场地游客人次 (百万).....	17
图 29: 2020 年不同国家付费健身人口渗透率.....	18
图 30: 健身行业链示意图.....	18
图 31: 2015-2026 年中国健身市场规模 (十亿元)	19
图 32: 2010-2020 年美国健身俱乐部产业收入.....	19
图 33: 2010-2021 年美国健身房和健身中心数量.....	19
图 34: Lifetime 营收构成.....	20
图 35: Planet Fitness 营收构成及增速.....	20
图 36: Peloton2020-2022Q1 季度营收及同比.....	22
图 37: Peloton 上市以来市值变化.....	22

图 38: 疫情期间健身行业细分市场营收变化.....	22
图 39: 疫情期间健身行业细分市场的同比变化.....	22
图 40: Lifetime 营收和归母净利润.....	23
图 41: Planet Fitness 营收和归母净利润.....	23
图 42: 疫情前后 Lifetime Fitness 会员数变化.....	23
图 43: 疫情前后 Planet Fitness 新开店数量同比变化.....	23
图 44: 美国健身群体回归线下健身房意愿.....	24
图 45: 美国健身群体继续使用线上服务意愿	24
图 46: 2020 年各国健身行业对比.....	25
图 47: 中美线上健身渗透率对比.....	26
图 48: 2015-2026E 国内线上健身行业收入构成.....	26
图 49: 中美健身 APP 市场规模对比 (十亿美元)	27
图 50: 中美付费健身 APP 市场渗透率对比.....	27
图 51: Keep2019-2021 前三季度经营情况.....	28
图 52: Keep2019-2021 前三季度销售及营销开支占营收比例.....	28
图 57: 悦动圈线上健身打卡.....	30
图 58: 悦动圈过往活动-文化主题虚拟路线赛.....	30
图 59: 力盛体育 2017-2021 年营收和归母净利润.....	31
图 60: 咕咚融资历程.....	31
图 61: 我国露营经济核心市场规模及带动市场规模变化.....	33
图 62: 露营最新消费人群画像: 露营频率增加.....	33
图 63: 露营企业相关产业链.....	34
图 64: 露营地市场规模及同比增速.....	34
表 1: 2014 年以来体育产业政策.....	10
表 2: 各省份体育中考评价政策变更.....	12
表 3: 职业赛事审批政策变化.....	14
表 4: 美国健身房品牌营收排名.....	20
表 5: 2020 年美国代表健身房品牌梳理.....	20
表 6: 2021 年美国领先的健康和健身应用程序 (以百万计)	21
表 7: 2020 年中国健身俱乐部排名 (按门店数量)	25
表 8: 2020 年中国健身工作室排名 (按门店数量)	26
表 9: Keep 发展历程.....	27
表 10: Keep 三大产品线.....	28
表 11: 2020 年中国主要城市健身房渗透率.....	30

写在前面

早在 2016 年，我们就先后发布系列专题《体育旅游专题研究之户外篇：大休闲领域下明星产业，体旅融合释放洪荒之力》、《体育旅游专题研究之观赛篇：赛事旅游风起云涌，体旅蓝海大有可为》关注体育服务相关产业链。

跟踪体育产业发展，国际来看，欧美成熟市场体育产业相对较发达，其中美国体育产业历经百年商业化历程，产业规模达数千亿美元，以职业体育和健身休闲为驱动，体育衍生产业专业化发展，不仅体育用品发展较快，其体育服务业经营模式也相对成熟，形成了众多强大的赛事 IP 及各类大众体育健身休闲产业链。疫情下线下健身洗牌加速，同时也助力部分健身公司进一步线上线下融合，室内、户外多元发展。

聚焦国内，国内体育产业规模庞大，参与体育锻炼人口众多，2020 年已高达 4.35 亿，且经济发展、政策支持及健康意识提升，尤其疫情反复下后续健康意识的提升，均有望助力国内体育产业未来加速发展。全民健身计划（2021—2025 年）进一步明确方向：**预计到 2025 年国内参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。**

但是，目前国内体育产业链相关公司的盈利模式仍待摸索，除体育用品公司盈利模式较清晰外，国内目前体育服务领域多为小公司，其中上市公司市值也通常不大，商业模式也不断调整优化。究其原因，**职业体育**方面国内本土尚缺乏类似欧美市场的大型 IP，相关赛事商业化进展和市场化运营程度也有差异；**大众体育休闲**方面，无论是体育服务企业的专业化水平还是大众消费习惯仍处于提升中，并具有中国自身国情特点，但这本身也意味着新的成长机遇。简言之，国内体育产业趋势向上，但大行业小公司背后，既有阶段和国情差异，也需关注商业模式的创新与持续进一步探索。

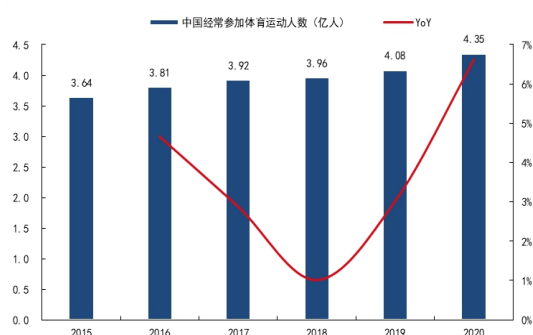
鉴于此，我们主要聚焦体育服务相关产业（不涉及体育上游的装备服饰相关公司）尝试围绕国内体育产业几个核心板块现状及商业模式情况进行全方面梳理总结，对比国内外发展差异，关注国内体育产业未来趋势，并尝试初步探讨体育服务相关公司未来可能的商业模式变现机遇。

体育：万亿赛道亿级用户，盈利模式仍待摸索

体育产业：万亿赛道参与人群众多，但产业链盈利潜力有待释放

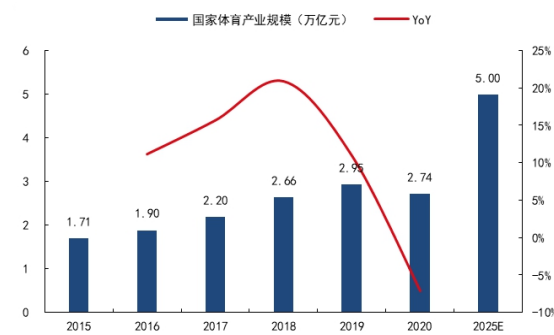
国内体育产业：万亿空间，参与人群广泛。根据国家体育总局数据，2020 年我国经常参加体育运动人口（每年锻炼超过 12 次为标准）达到 4.35 亿人次，体育产业总规模达到 2.74 万亿，赛道空间广阔。从发展趋势来看，2015-2019 年，国内体育产业规模年均复合增长 14.61%，2020 年因疫情影响阶段下滑 7.12%。展望后续，在政策利好、居民健身意识提升的背景下，预计未来我国体育产业渗透率、产业规模仍将不断提升。根据《全民健身 2021-2025 年》，我国体育产业 2025 年预计达到 5 万亿，经常参加体育锻炼的人口比例将达到 38.5%，全民健身公共服务体系有望不断完善。

图1：我国经常参与体育锻炼人口数



资料来源：国家体育总局，国信证券经济研究所整理

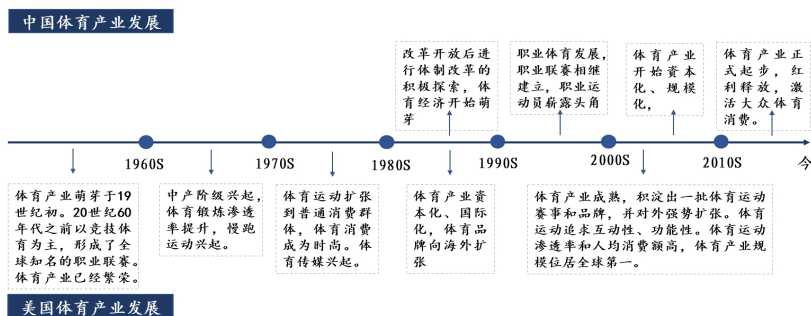
图2：我国体育产业规模



资料来源：国家体育总局，国信证券经济研究所整理

但是，对标海外，国内体育产业中从业主体的盈利模式仍在持续摸索和完善中。尽管高人口基数孕育出庞大的行业体量，但对标欧美成熟体育产业市场，我国体育产业化程度仍相对较低。具体来看，**欧美体育产业历经百年历程，市场化程度高。**欧美体育产业从发展初期便具有浓厚的商业色彩，19 世纪初竞技体育兴起，赛马俱乐部、职业体育联盟以盈利为主要目的，以获取门票收入为核心。二战后大众体育兴起，健身、户外等相关产业链体系为体育产业发展注入新活力。与此同时，其竞技体育也随着电视、互联网的普及而不断创新盈利模式，收入结构从单一的门票到转播、广告赞助、门票、周边等多元并行，形成了发达的职业赛事和大众体育等相关产业链，体育产品和体育服务相关产业都较为发达。

图3：中美体育产业发展历程对比



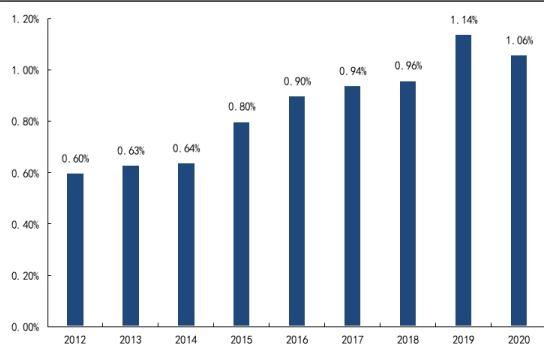
资料来源：国家体育总局，国信证券经济研究所整理

相较而言，国内体育产业商业模式探索仍处于不断迭代优化中。我国体育产业发展起源于 20 世纪 80 年代，早期相对更关注体育的政治效益和社会效益；90 年代体育产业市场化改革起步。2010 年后，体育产业化、市场化导向趋于清晰，推进全民健身、刺激体育消费决心明确。2014 年国务院出台刺激体育消费的 46 号文大幅提振行业信心，2014-2017 年迎来投资热潮。但此时，由于国内体育消费刚刚起步，民众体育消费和付费习惯等尚未养成，盈利模式相对欠成熟，故此后产业发展也起伏波折。不过，本轮热潮依旧刺激了国内体育产业不断迭代发展。当下体育市场回归理性，一方面政策不断释放利好，大众体育消费习惯开始逐步养成，另一方面产业链各环节也不断摸索和优化自身的盈利模式。未来体育产业商业化、市场化发展有望提速，体育业态更新、体育消费提升为发展主线。

国际对比：供需均有优化空间，体育服务系增量重点

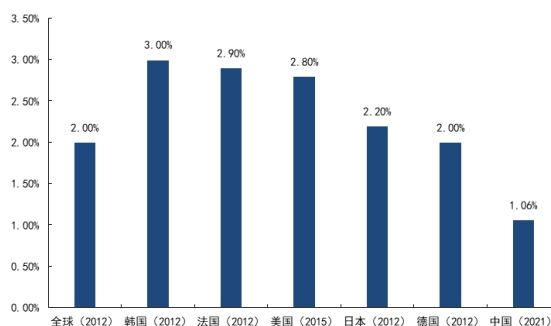
国内体育产业增加值在 GDP 中占比仍相对偏低，对标欧美仍有提升空间。由于商业运营模式尚未成熟，产业经济潜能尚未充分释放，我国体育产业在整体国民经济体系中地位仍有待提升。2012 年我国体育产业增加值在 GDP 中占比接近 0.60%，同年全球平均水平为 2.0%，欧美等则占比接近 3%。2021 年我国体育产业增加值在 GDP 中的占比提升至 1.06%，但仍远低于全球平均水平，未来仍待提升。具体来看，国内体育产业在产品供给（产业链构成）和市场需求方面均有成长空间。

图 4：2012-2020 年我国体育产业增加值占 GDP 比重



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

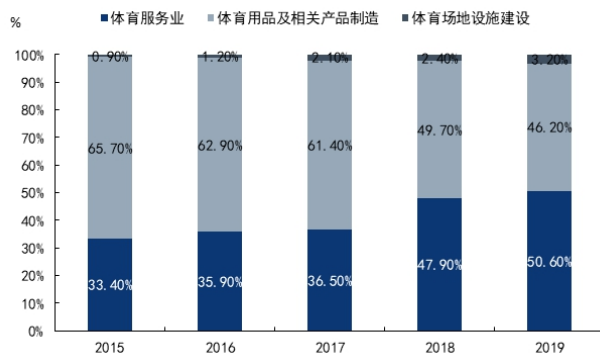
图 5：各国体育产业占 GDP 中的比重



资料来源：易观智库，国家统计局，国信证券经济研究所整理

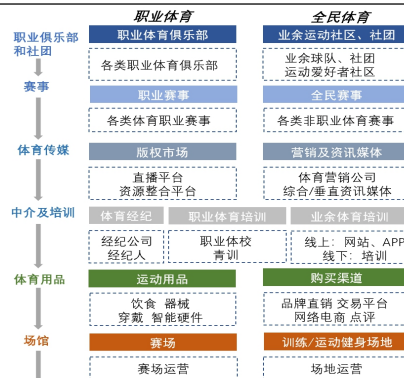
产品供给角度，聚焦体育产业链，国内体育服务业占比有望提升。根据国家体育总局划分，体育产业可以分为体育服务、体育用品制造和体育场地运营三大类。2015 年之前，国内体育产业发展体育用品先行，体育用品为我国体育产业第一大构成，占比 65%，其次才为体育服务业等。2015 年后，体育投资浪潮下，体育服务业的产值逐步提升。2015-2019 年体育服务业产值从 0.57 万亿提升到 1.49 万亿，2015-2019 年产业规模 CAGR 达到 27.12%，在体育产值中占比从 33.40%提升至 50.60%，2015-2019 年产业规模 CAGR 达到 27.12%；同时体育用品产值从 1.12 万亿提升至 1.36 万亿，5 年 CAGR 仅为 4.92%，增长相对稳健，其占比从 65.70%下降至 46.20%。不过，相比欧美成熟市场（美国等体育产业相对成熟的国家，体育用品占比一般约 30%，体育服务及其他占比近 70%），国内体育服务产业占比仍有提升空间。

图6：国内体育产业结构



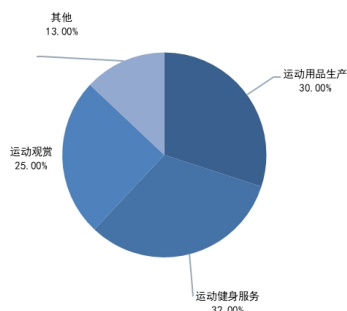
资料来源：国家体育总局，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图7：我国体育产业链构成



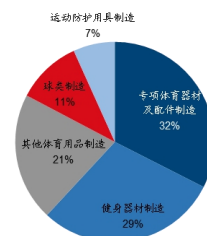
资料来源：国家体育总局，国信证券经济研究所整理

图8：美国体育产业结构（2014）



资料来源：Plunkett Research，国信证券经济研究所整理

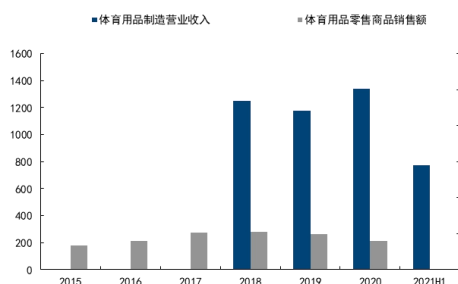
图9：2020年中国体育用品制造营收构成（亿元）



资料来源：中国文教体育用品协会，华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

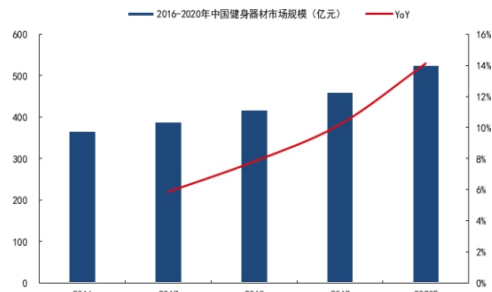
具体来看，体育用品一般为进行体育教育、竞技运动以及身体锻炼过程中所使用到的所有物品的统称。体育用品制造中体育器材（含健身器材和专项器材）占比最高，专项体育器材及配件制造与健身器材制造合计占比超过60%。其中健身器材市场规模从366亿元提升至526亿元，CAGR为9.47%。此外，体育相关健身食品（通常纳入保健食品等范畴）近两年也较受关注。

图10：2020年中国体育用品制造收入及零售额



资料来源：中国文教体育用品协会，华经产业研究院，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图11：2016-2020年中国健身器材市场规模



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

体育服务业以职业体育和大众体育为核心，其他细分产业通常围绕这两大板块展开。职业体育上游为体育俱乐部和体育协会，主要负责赛事举办和球队运营，强

赛事 IP 系核心。中游为体育传媒和体育经纪，其中体育经纪等在我国尚不成熟，体育传媒主要负责赛事传播，收入主要来自版权分授收入+广告收入+付费收入+衍生品销售收入，当前主要玩家包括各类传统体育频道平台以及互联网体育平台。下游对接体育消费者。过往，国内职业赛事领域相对受行政审批影响较大，但 2020 年 3 月，国家体育总局正式下发《体育赛事活动管理办法》，未来逐步解除赛事行政约束，简化行政审批流程，未来职业赛事领域也有望更多元发展。

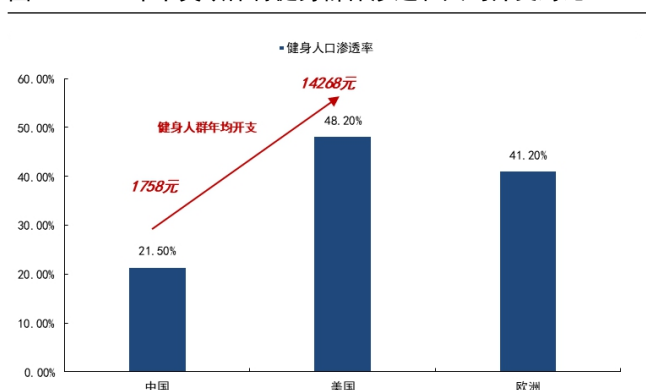
大众体育是指以健美，健身，休闲，娱乐，医疗等作为目的，根据资源，业余，灵活，多样的原则来进行的身体活动。其上游为体育场地、设施提供商，中游为各类大众体育服务的提供商、组织者、平台等等，如各类健身房和健身 APP，以及其他大众体育或户外休闲活动的提供商，其下游直接对接各类体育消费者。大众体育内容多姿多样，目前流行的主要项目有步行，健身，保龄球等各类球类运动，各类户外休闲（攀岩，漂流，冲浪，滑板，山地自行车、露营、垂钓）等。从活动内容划分，包括健身体育，休闲体育，体育旅游，体育探险等各种类型。结合我们近两年国内体育服务行业发展的情况，我们侧重关注健身体育、休闲体育等方面，即健身休闲产业。健身休闲产业是以体育运动为载体、以参与体验为主要形式、以促进身心健康为目的，向大众提供相关产品和服务的一系列经济活动，与旅游、健康、养老等生活性服务业具有较强的关联性，经济带动作用明显，是社会公众参与体育最直接的领域。

图 12：体育服务产业构成

分类	构成	补充
体育服务	职业体育	体育赛事 体育俱乐部 体育俱乐部 体育传媒 体育场馆
	大众体育	健身体育 休闲体育 体育旅游 体育探险
		健身休闲产业

资料来源：国家体育总局，中国体育报等，国信证券经济研究所整理

图 13：2021 年中美欧体育健身群体渗透和人均开支对比



资料来源：灼识咨询，Keep 招股书，国信证券经济研究所整理

从市场需求开发来看，体育健身渗透率和体育人均消费均有待提升。以健身为例，根据灼识咨询，当前我国健身人群渗透率为 21.5%，而美国为 48.2%，欧洲为 41.2%。中国健身人群的年均开支为人民币 2596 元/人，而美国年均开支达到 14268 元。总体来看，国内体育人群消费潜力有待进一步释放。同时，国家体育总局《“十四五”体育发展规划》强调我国体育产业必须紧紧把握扩大内需这一战略基点，加快实现体育产业由投资驱动向消费引领的动力变革，进一步释放体育消费需求，通过扩大体育需求牵引体育产业高质量供给，从而指明了方向。

综上，我国体育产业规模不低，庞大的人口基数带来了庞大的行业体量，但产业化转型仍待提升，盈利潜能尚未得到充分释放。对标海外，欧美等国家体育行业商业化历经数百年，体育产业链各环节开发相对成熟。而我国体育行业发展起步相对较晚，且初期经济效益相对淡化，体育产业链各环节商业化开发有差异，体育经济在国民经济体系中占比相对偏低。展望未来，政策利好、需求扩大、互联网模式导入等外部因素，国内体育产业新的市场机遇不断涌现。与此同时，体育

产业内部也在不断更新迭代，后疫情时代进一步加速变革，整体机遇与挑战并存。其中，体育服务业系增量体育产业重要看点。国家体育总局《“十四五”体育发展规划》明确鼓励开发覆盖全生命周期的体育服务，加快运动健康服务、体育旅游等产业融合发展，不断完善和优化产业体系。后文我们也将重点围绕体育服务行业内的职业体育及大众体育休闲相关产业盈利模式等进行展开分析。

行业趋势：全民健身下剑指 5 万亿目标，后疫情时代新变革

展望国内体育产业趋势，全民健身计划下政策有望持续利好，产业供给持续迭代升级，而需求层面居民对体育的关注度提升和体育锻炼健身意识的增加，中考体育侧重的强化等等，均有助于国内体育产业持续发展。疫情下，不仅进一步强化了居民增强体质，提升体育健身意识，同时也带来行业部分新变化。

因素一：政策利好，全民健身成基本国策，体育产业经济效益重视度提升。国内体育发展初期优先发展竞技体育，体育发展是我国对外交流、对外展示的窗口。1984 年中共中央《关于进一步发展体育运动的通知》强调体育在扩大国际影响、凝聚民族热情方面的作用，经济效益重视相对不足。**近年来呈现出两大新趋势，一是强调体育全民性、大众化，从竞技体育走向全民健身，着力提升全体人民群众参与体育运动的积极性，强调体育发展服务于人民群众，提高国民身体素质。二是强调体育的经济价值。**促进体育消费，释放体育产业活力为近年来体育政策核心导向之一。体育产业发展不仅可贡献较高的经济收入，同时还能带动体育旅游、体育彩票等一系列衍生产业，拉动地方经济增长，获得地方政府的高度支持。

表 1：2014 年以来体育产业政策

年份	体育政策
2014	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》等
2015	《关于体育场馆房产税和城镇土地使用税政策的通知》等
2016	《体育产业发展“十三五”规划》、《全民健身计划(2016-2020 年)》、《竞技体育“十三五”规划》、《“健康中国 2030”规划纲要》、《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》、《中国足球中长期发展规划(2016-2020 年)》、《全国足球场设施建设规划(2016-2020 年)》、《关于推进体育旅游融合发展的合作协议》等
2017	《全民健身指南》、《体育标准化管理办法》等
2018	《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》、《击剑运动产业发展规划》、《马拉松运动产业发展规划》《自行车运动产业发展规划》、
2019	《关于实施健康中国行动的意见》、《进一步促进体育消费的行动计划(2019—2020)》、《体育强国建设纲要》等
2020	《2020 年全国体育政策法规规划工作要点》、《国务院办公厅关于加强全民健身场地设施建设发展群众体育的意见》、《关于大力推广居家科学健身方法的通知》、《体育赛事活动管理办法》等
2021	《2021 年群众体育工作要点》、《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》、《全民健身计划(2021—2025)》

资料来源：国家体育总局，国信证券经济研究所整理

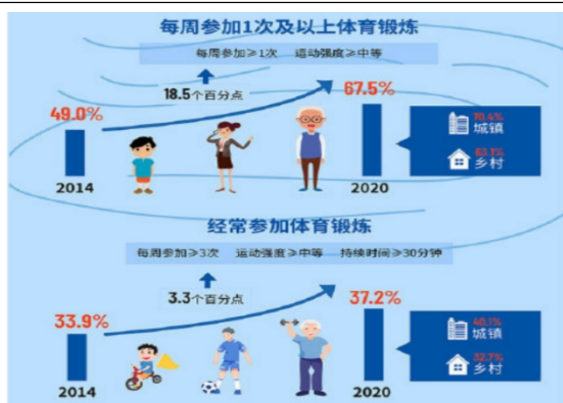
全民健身计划为体育产业带来新契机，运动银行扩展体育消费市场。国务院《全民健身计划(2021-2025 年)》指出，要强化全民健身激励，探索建立全国的“运动银行”制度和运动码，开发标准统一的科学运动积分体系。**根据中国体育报，“运动银行”在移动终端和可穿戴设备的辅助下，采集和计算居民运动数据，建立居民个人运动账户，并根据运动数据建立激励机制。**其最直接的目的是为了**更好地激励居民参与运动健身**，为居民管理自身健身行为提供数据平台。在数据时代，“运动银行”系统蕴含巨大商业价值，依托于庞大流量可以形成体育消费和体育产业生态系统。运动银行中的运动积分用于兑换可以促进体育消费，运动银行本身亦可以开设商城，同时期作为流量入口，还可以为其他各类平台导流。

目前我国参与运动银行的企业主要有阿里体育等，此外力盛赛车通过收购悦动圈等也尝试涉及相关业务。据阿里体育，截至 2021 年 7 月底，运动银行“开户”总数已达 2.6 亿，每天有近千万用户记录自己的运动数据，月活跃用户量超过 4000 万。此外，A 股上市公司力盛体育也拟尝试涉足相关业务，通过收购在 AI 体育积淀较深的悦动圈，尝试逐步开启运动银行体系建设。运动银行商业模式上先获取

B 端客户，获取软件服务收入，在此基础上沉淀出 C 端客户，获取流量变现收入。不过，目前“运动银行”运营和盈利模式仍处于不断探索和调整的初级阶段。

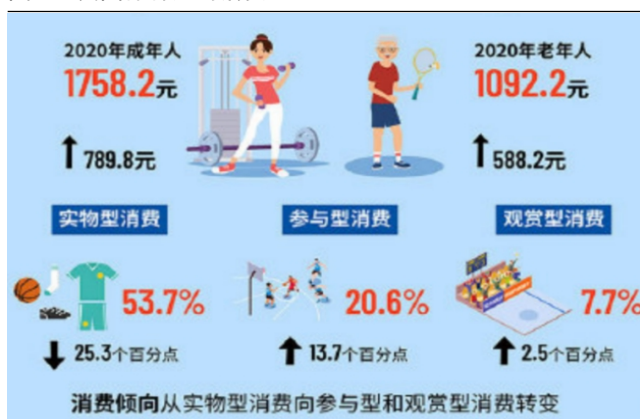
因素二：市场需求呈增长态势，体育渗透率不断提升。据国家国民体质检测中心发布的《2020 全民健身活动状况调查公报》，2014 年到 2020 年，我国 7 岁以上每周参加 1 次及以上体育锻炼的人口占比 49.0% 提升至 67.5%，而经常参加体育锻炼的人口占比则从 33.9% 提升至 37.2%。随着民众健康意识提升，疫情进一步促进健康意识觉醒，全民健身习惯养成中。**体育人均消费逐步增长，体育服务消费有望持续增长。**2014-2020 年，我国成年人体育人均消费从 789.8 元提升至 1758.2 元，老年人则从 588.2 元提升至 1092.2 元，实现翻倍增长。虽然过往我国体育消费内容和品类单一，以体育用品为主，但未来随着体育服务产业链逐步完善，体育服务类内容逐渐丰富，付费健身、赛事观赏、体育旅游等有望逐步扩容体育消费。

图 14：我国体育锻炼人口占比



资料来源：国家国民体质监测中心、国信证券经济研究所整理

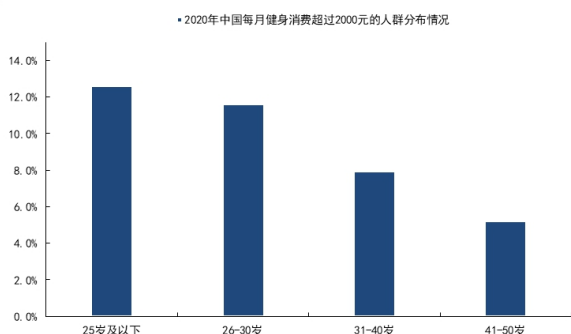
图 15：我国体育人均消费



资料来源：国家国民体质监测中心、国信证券经济研究所整理

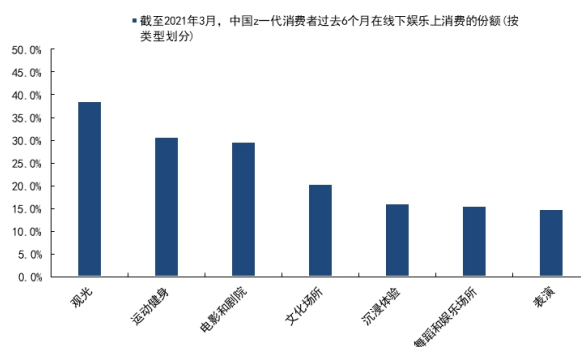
其中，Z 世代体育消费潜力尤其可观。根据阿里研究院《2021 中国到店消费新趋势洞察报告》，中国 Z 世代人口规模 2.8 亿，占总人口 18.1%，其普遍接受过良好教育，体育付费意愿高。根据《中国网民健身报告》，2020 年中国每月健身消费超过 2000 元的人群分布中，25 岁及以下的占比最高，为 12.60%，次之为 26-30 岁，为 11.60%，高于 31 岁以上群体。极光数据亦显示，运动健身是 Z 世代线下娱乐消费的重要构成，仅次于旅游观光。随着 Z 世代逐步接力成为社会主要消费群体，有望进一步助力体育消费成长。

图 16：2020 年中国每月健身消费超过 2000 元人群分布



资料来源：《中国网民健身报告》、国信证券经济研究所整理

图 17：中国 Z 世代消费者过去 6 个月线下娱乐消费份额



资料来源：极光数据、国信证券经济研究所整理

因素三：体育学科考试分值增加，带来体育培训、居家健身相关产业机会。我国强化体育教育政策导向明确。2020 年《关于全面加强和改进新时代学校体育工作的意见》提出，体育中考要逐年增加分值，达到与语数外同分值的水平。**随后多地教育部门发布中考体育改革方案，增加体育分值。**2022 年《义务教育体育与健康课程标准（2022 年版）》全面提升小学、初中体育课程权重，体育超越外语成为小、初阶段第三大主科。**体育学科地位的提升带来新兴的市场机会，所涉及的行业包括线下体育培训、线上运动 APP、居家健身设备、智能穿戴设备等。**目前我国学前教育、小学、初中在学人数接近 2 亿人，为体育市场发展提供强大驱动力。

表2：各省份体育中考评价政策变更

地区	各省份体育中考评价政策变更
北京	2021 年起中考体育分数将增加至 70 分，八年级第二学期进行体育与健康知识考核，一共 40 分；九年级现场考试 30 分，总分数为 70 分。
内蒙古	2025 年起中考体育分值将提升至 80 分。同时，将艺术类科目纳入中考，分值为 20 分。
山东	自 2022 年起，逐步提高中考体育科目考试分值占比，改进初中、高中体育科目学业水平考试办法，推行“运动参与+体质健康测试+运动技能测试”方式确定体育科目成绩。
河南	从 2024 年起，中招体育考试总分值提高到 100 分，其中过程性评价在中招体育考试总分中占 30 分，终结性评价在中招体育考试总分中占 70 分。
宁夏	从 2024 年起，中考体育成绩以 70 分计入，其中过程性评价测评成绩 20 分，统一考试成绩 50 分。
海南	自 2022 年起，中考体育总分也将于 2024 年起增加至 60 分。调整中考体育科目考试方式为必考+选考，除跑步这一必考项目外，增加选考项目，游泳、跳绳及三大球将逐渐被增加至选考项目中。
江苏	逐步提高中考体育成绩权重，由过去不低于中考成绩总分的 5%，到 2025 年提升至 10% 以上。
广东	自 2022 年起体育中考成绩占中考录取总分 12% 的权重计入录取成绩，其中素质评价（占比 30%）+统一考试（占比 70%）

资料来源：中国教育在线，国信证券经济研究所整理

因素四：数字经济赋能体育产业，催生产业新模式和新需求。一方面体育互联网 APP、平台形成（数字产业化），线上健身成为健身领域的新趋势。另一方面传统体育商业模式结合数字技术更新运营模式（产业数字化），例如传统体育健身房引入数字化系统简化服务流程、互联网式新型健身工作室诞生、传统体育场馆通过 AI 技术获取数据提升运营效率等，数字化变革也不断催生模式升级和新需求。

因素五：疫情提升居民健康意识，加速产业内部自我迭代更新。后疫情时代，一方面，居民增强体质强身健体的诉求也持续增加，带动体育消费需求增长；另一方面，体育产业层面，线上线下开始多元发展。在疫情冲击线下体育服务业的情况下，抗风险能力相对偏弱的体育企业面临淘汰，剩余企业推进转型升级，丰富产业业态满足多元需求，收入来源多元化降低对单一收入的依赖。与此同时，线上健身等新趋势涌现，与传统模式相交织，联合开拓体育市场。未来随着行业市场化程度的加深，体育产业内部预计将加速更新、洗牌。

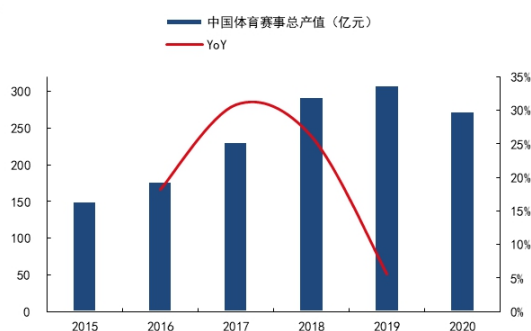
综合来看，尽管我国体育产业当前商业化发展尚未成熟，但其商业模式摸索也开始更多元化尝试，未来也有望带来新的看点。

职业体育：赛事 IP 为核心，市场化改革推进

中国职业赛事发展：产业规模提升，市场化改革逐步推进

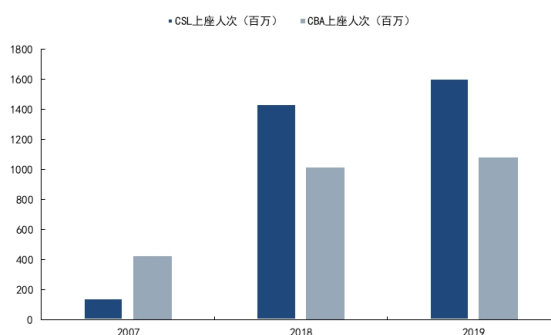
近年来中国体育赛事产值逐步提高，民众参与热情提升。2015-2019 年中国体育赛事总产值从 149.5 亿元提升至 308.5 亿元，CAGR 达到 19.85%，增长较快。与此同时，我国民众参与大型体育赛事的热情也在提升，我国足球大型赛事 CSL 2007 年上座人次为 1.4 亿人次，2019 年达到 16.0 亿人次；篮球大型赛事 CBA 2007 年上座人次为 4.2 亿人次，2019 年到 10.8 亿人次。体育赛事是体育精神的集中体现，满足了当代人释放压力、爱好社交、寻求刺激、树立自我品牌等精神需求，体育赛事产值和上座人次提升反映了我国民众对体育赛事活动需求在不断提升。

图 18：2015-2020 年中国体育赛事总产值及同比增长



资料来源：中国国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 19：2007-2019 年中国大型体育赛事 CSL 和 CBA 上座人次



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

体育赛事发展市场化改革推进。结合前文，国内赛事审批此前行政约束较多。2014 年，《国务院关于发展体育产业促进体育消费的若干意见》明确指出：全面清理不利于体育产业发展的有关规定，取消不合理的行政审批事项，凡是法律法规没有明令禁入的领域，都要向社会开放。取消商业性和群众性体育赛事活动审批。2019 年国家体育总局、发改委《进一步促进体育消费的行动计划（2019-2020 年）》支持社会力量举办各级各类赛事活动，着力打造一批有影响力、高质量的品牌赛事，推进体育赛事举办权、承办权、转播权的公开、公平、公正流转，提高市场运行效率。2020 年国家体育总局《体育赛事活动管理办法》明确自 2020 年 5 月 1 日起，除国际体育赛事活动，健身气功、航空体育、登山等运动项目的体育赛事活动，另有行政审批规定的，按照规定程序办理。**体育总局**对体育赛事活动一律不做审批，且明确指出机关、企事业单位、社会组织和个人均可依法组织和举办体育赛事活动。地方体育部门应当按照国务院、地方人大和政府的相关规定，减少体育赛事活动审批；对保留的审批事项，不断优化服务。并且，地方体育部门应当积极协调推动地方人民政府，根据实际需要建立体育、公安、卫生等部门对商业性、群众性大型体育赛事活动联合“一站式”服务机制或部门协同工作机制。综合来看，国内体育赛事市场化改革不断推进，为后续更多社会主体参与和商业模式优化提供了有利条件。

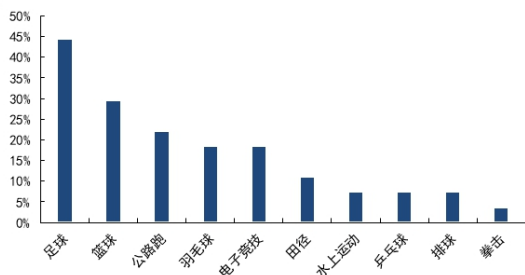
表3：职业赛事审批政策变化

日期	职业赛事审批等政策变更
2014.10	《国务院关于发展体育产业促进体育消费的若干意见》：全面清理不利于体育产业发展的有关规定，取消不合理的行政审批事项，凡是法律法规没有明令禁入的领域，都要向社会开放。取消商业性和群众性体育赛事活动审批
2016.6	《全民健身计划（2016-2020年）》：社会组织可在日常体育健身活动的引导、培训、组织和体育赛事活动的承办等方面发挥作用，积极参与全民健身公共服务体系建设；依据政府购买服务总体要求和有关规定，制定政府购买全民健身公共服务的目录、办法及实施细则，加大对基层健身组织和健身赛事活动等的购买比重。
2018.10	国务院办公厅《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》：加快制定赛事审批取消后的服务管理办法。
2019.1	《进一步促进体育消费的行动计划（2019-2020年）》：支持社会力量举办各级各类赛事活动，着力打造一批有影响力、高质量的品牌赛事
2020.3	《体育赛事活动管理办法》：明确自2020年5月1日起，除国际体育赛事活动，健身气功、航空体育、登山等运动项目的体育赛事活动，另有行政审批规定的，按照程序办理。体育总局对体育赛事活动一律不做审批。
2020.3.31	《中共中央国务院关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》指出：支持社会力量举办国际国内高水平体育赛事，积极创建地方、民间自主品牌体育赛事活动，大力发展体育职业联赛。推进体育行业协会改革，大幅削减相关审批事项，加强赛事审批取消后的服务管理。推动体育赛事电视转播市场化运作。

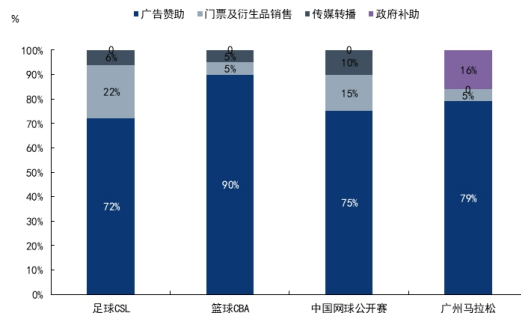
资料来源：国务院办公厅，国家体育总局、商务部，新浪体育等媒体报道，国信证券经济研究所整理

体育俱乐部：收入来源仍可丰富，本土赛事 IP 势能仍待强化

职业赛事上游是赛事组织方，包括体育俱乐部、协会以及专业的体育管理公司。2020 年我国赛事活动管理方中足球、篮球占比最高，二者占比加总超过 70%。赛事组织方支出包括教练及成员的工资、青训的投入、转会支出、场馆支出及营销费用，收入则主要来自“赛事门票/报名费+赛事广告赞助+赛事转播权”。目前我国体育赛事收入来源有待丰富。以 2020 年我国四大体育赛事为例，目前我国赛事活动收入超过 70%来自广告赞助，5%-20%左右来自门票收入，5%-10%来自传媒转播。而国外成熟赛事，如英超、NBA 收入结构则较为均衡，且以门票和转播收入占比最高。

图20：2020 年中国赛事活动管理方比例


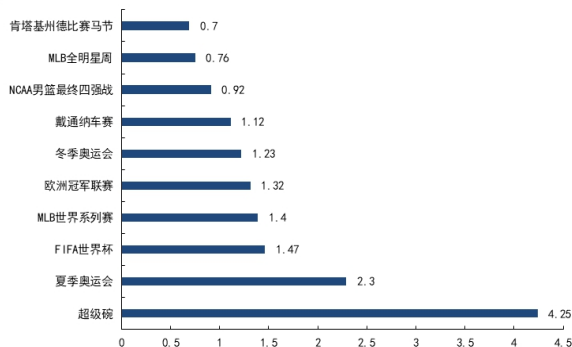
资料来源：Statista，前瞻经济学人，国信证券经济研究所整理

图21：2020 年中国重大体育赛事收入结构


资料来源：Statista，前瞻经济学人，国信证券经济研究所整理

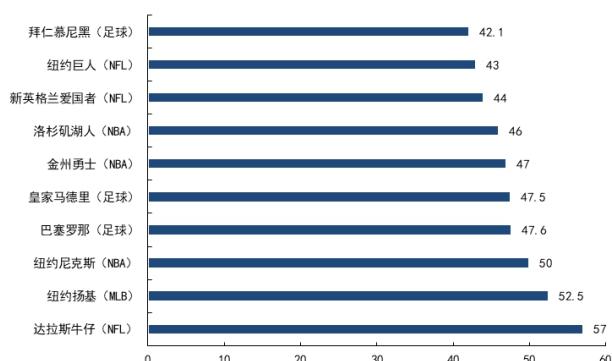
中国职业赛事本土 IP 势能仍有待强化。欧美于 19 世纪便建立起职业联赛，赛事 IP 经过数百年沉淀，在篮球、足球等众多体育活动领域形成了超强赛事 IP。中国 1994 年才建立起中超联赛，2005 年建立起中超公司，发展时间相对较短。根据福布斯发布的 2020 年全球前十大最具体育赛事品牌和体育联盟中，欧美赛事 IP 占主导，中国尚未有赛事和联盟入围。同时，我国职业赛事发展还面临一定的体育行政约束，部分国家级赛事由国家体育总局及旗下协会运营管理，社会资本参与程度有限，未来国家级赛事 IP 价值有待进一步释放。

图22：2020 年全球最具价值体育赛事及其价值（亿美元）



资料来源：福布斯，国信证券经济研究所整理

图23：2021 年世界最具价值体育俱乐部（亿美元）



资料来源：福布斯，国信证券经济研究所整理

体育传媒：高额版权投入，变现模式有待丰富

职业赛事中游主要为体育传媒。体育传媒相关运营主体需要向上游赛事组织方购买赛事版权进行转播，并通过多元方式进行变现。我国转播商的收入主要来自“版权分授收入+广告收入+付费收入+衍生品销售收入”。目前来看，由于优质赛事IP稀缺，上游垄断，赛事版权费用高昂，世界性赛事IP转播费用可能高达数亿美金，中游传媒商重度投资如何变现成为挑战。如果采取分包方式，则广告收益可能外流明显，不采取分包，单一主体资本开支较大。从下游角度，用户付费转换等也需要不断培养。根据普华永道2021年体育行业调查报告，73%的受访者（业内人士）不满意当前版权持有者的大数据变现能力，或认为该成果低于预期。不过，近几年，也有媒体将大型体育赛事IP作为获客的重要机会，不仅仅看重赛事转播+广告等收益，还看重由此延伸用户沉淀下的后续收益，以期更好的多元变现和提升盈利能力。总体来看，体育传媒作为赛事转播的主要平台，可以通过深度运营培养泛用户群体，在放大大赛事IP价值的同时挖掘长尾价值和衍生价值，包括基于体育赛事生态的综合价值，赛事IP的盈利能力正在不断挖潜提升。

图24：体育传媒作为中介对产业链上下游的整合



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

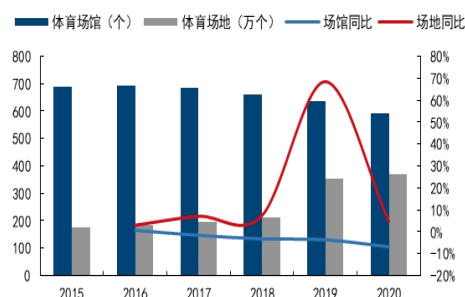
体育场馆：轻资产模式抗险能力更强，运营效率有待提升

体育场馆是进行运动训练、运动竞赛及身体锻炼的专业性场所，既可满足大众体育消费需要，又可举办赛事活动。根据国家统计局数据，我国体育系统管理的体育场馆数量疫情前较为稳定，在 650 家上下波动，疫情后数量减少至 593 家。根据搜狐网资讯，截止 2019.2.3，按体育场馆观众坐席数来看，国家体育场（即鸟巢）规模最大，座位数达 9.1 万个，依托承办顶级国际赛事如奥运会、冬奥会、残奥会等，实现场馆和赛事 IP 捆绑，成为地标性体育建筑和奥运遗产。其他区域体育场馆则有一定的差异，既有地标式建筑，承办各类赛事甚至演出等，也有主要运动等为主。

从体育场馆的运营模式来看，自营物业场馆相对重资产，周转率相对较低，主要依托赛事、活动或演出等举办等收益，部分公共体育场馆也有补贴等扶持，但疫情也进一步显著受挫。部分民营赛事主办主体主要与场馆拥有者阶段合作租赁方式操作，既有固定租金模式，也有收入提成模式，后者在近两年疫情反复下占比日益增加，其相对不确定性风险可部分对冲。

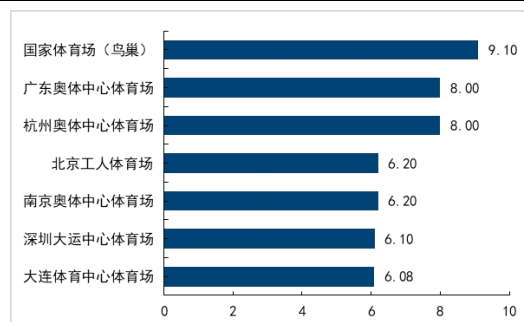
需要说明的是，我国体育场馆普遍存在场馆利用率低、经营不善的问题，一方面因为大众自发群体体育相对仍然不足，另一方面体育赛事活动相对发达国家较少，需求相对低迷，加之体育场馆建设投资支出大，日常运营成本高，经营相对承压。疫情下体育场馆经营压力进一步放大。但展望未来，全民健身计划及居民体育锻炼意识提高等，未来伴随赛事等恢复和增长，且部分经营主体通过更加灵活市场化的方式与场馆拥有者合作，也不排除摸索出一些新的可行盈利模式。

图 25：2015–2020 中国体育场地和体育场馆数量



资料来源：国家体育总局，国信证券经济研究所整理

图 26：2019 年中国体育场规模排行榜（按坐席数：万个）



资料来源：搜狐网，国信证券经济研究所整理

经典体育赛事：冬奥激活冰雪经济，带动体育产业链发展

根据国家体育总局，2019 年我国体育赛事表演业在体育产业中占比仅为 1.05%，相对较低；而体育赛事发展成熟的美国，这一比例接近 20%。我国体育赛事产业仍有较大提升空间。而大型经典赛事的举办往往有助于体育赛事行业发展，带来新的发展机遇。

经典体育赛事举办有效带动体育赛事产业链发展。根据清华体育产业研究中心，大型赛事能够发挥体育行业前向和后向联系效应，达到活跃城市产业、振兴体育产业的作用。此外，多方筹资方式也会吸引众多的投资者，引导更多的投资方参与体育建设。社会层面，大型赛事可以向民众传递体育精神和价值观，激励民众应对后疫情时代，提升参与体育运动的热情。

2022年北京冬奥经济和社会效益良好，带动国内冰雪热潮，有望助力冰雪运动产业链发展。

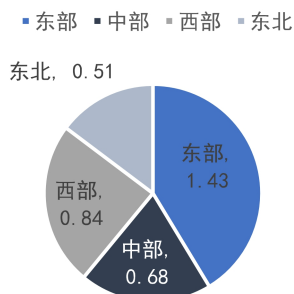
1、本次北京冬奥会预计收支平衡，在疫情线下门票收入限制受制下相对难得。参考北京冬奥组委新闻发言人严家蓉今年2月1日在新闻发布会上表示，根据当前的测算，北京冬奥会预算收支平衡，在考虑通货膨胀等经济因素之后，总体规模与申办预算大体相当。其中，根据新华社报道，参考北京冬奥组委2021年7月公布数据，对照国际奥委会官方网站公布的历届冬奥会赞助收入数据，北京冬奥会市场开发可实现的赞助收入，已经超过了以往历届冬奥会的同类数据。同时，冬奥会周边“冰墩墩”等衍生产品销售火热，带来增量收益。

2、产业联动：带动3亿人参与冰雪运动。据今年1月国家体育总局委托国家统计局开展的《“带动三亿人参与冰雪运动”统计调查报告》：2015年北京成功申办冬奥会以来，截至2021年10月，全国冰雪运动参与人数为3.46亿人，居民参与率达24.56%，实现了“带动三亿人参与冰雪运动”的目标。从地区来看，东部地区参与人口为1.43亿，中部地区为0.68亿，西部地区为0.84亿，东北地区为0.51亿。由于气候原因，东北地区居民的冰雪运动参与率最高，其后的东部、西部和中部地区参与率相差并不明显。从参与周期看，全国18岁及以上居民中，最近一年内参与过冰雪运动的人数为1.18亿人，参与率为10.60%；最近两年内，参与人数为1.71亿人，参与率为15.38%；最近3年内参与过冰雪运动的人数为2.02亿人，参与率为18.14%。

3、冰雪运动全面开花。近年来，在举办北京冬奥会这一强有力引擎的推动下，冰雪运动走进山海关，迈过秦岭淮河，在中国呈现出前所未有的发展活力和潜力。截至今年初，全国已有654块标准冰场，较2015年增幅达317%；已有803个室内外各类滑雪场，较2015年增幅达41%。从“全国大众冰雪季”的参与地域范围来看，已经从2014年第一届时的10个省区市参与，发展到2020年第七届时全国31个省区市全部联动，各类赛事活动覆盖的区域超过了全国一半的地级市。截至目前，东南西北遥相呼应、冬夏两季各具特色、冰上雪上全面开花的中国冰雪运动新格局已经基本形成。

4、根据《中国冰雪产业发展研究报告（2021）》在2020-2021年冰雪季，我国冰雪产业规模超过3900亿元。预计到“十四五”规划末期的2025年，我国冰雪旅游人数将超过5亿人次，冰雪相关产业收入有望超过1.1万亿元。

图27：2015-2020中国体育场地和体育场馆数量



资料来源：国家体育总局，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图28：2002-2020年中国滑雪场地游客人次(百万)



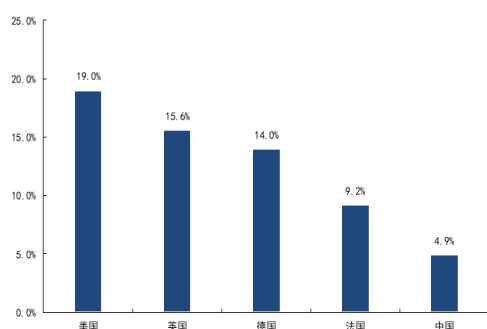
资料来源：《中国冰雪产业2020白皮书》、国信证券经济研究所整理

大众健身：分散多元，疫情加速线上线下融合

中国健身市场发展：人群众多但付费渗透率仍有待提升

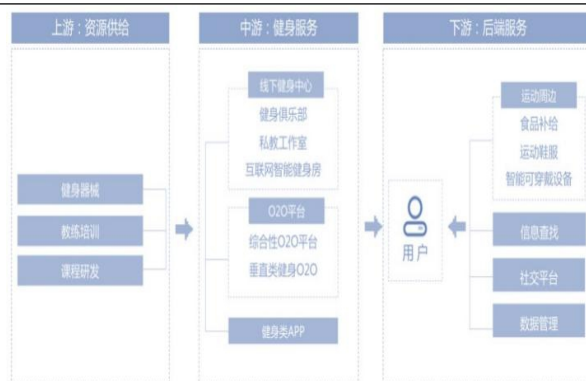
中国健身基数大但付费渗透率低，市场发展潜力大。中国健身产业起步较晚，20世纪90年代社会资本开始进驻，新世纪初健身连锁品牌开始形成，2010年后健身需求进一步向二三线城市渗透。当前我国线下健身人口基数庞大，但线下健身人口渗透率仍较低。根据艾媒咨询2021年10月发布的《2021年中国健身房行业市场现状及消费趋势调查研究报告》，中国健身房行业市场规模近几年保持稳健增长，预计2021年将增长至3771亿元，2019-2021年CAGR约为11.48%，规模庞大。但参考艾媒数据，2020年我国付费健身人口渗透率仅为4.9%，换言之健身锻炼渗透不低但付费习惯仍待培养，付费健身人口渗透率相较于美国（19.0%）、英国（15.6%）等发达国家仍较低，市场发展潜力较大。

图29：2020年不同国家付费健身人口渗透率



资料来源：艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

图30：健身行业产业链示意图

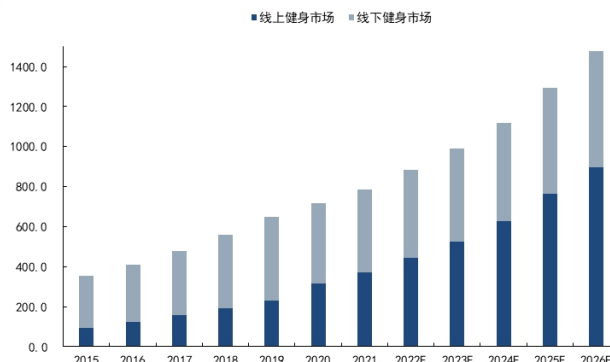


资料来源：美团点评《2018年健身行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

健身产业链上中下游各有侧重。根据美团点评《2018年健身行业白皮书》，国内健身行业产业链路如上图所示：**上游**包括健身器械、教练培训与课程研发子领域，结合人员、硬件、内容三方面予以资源供给；**中游**包括健身中心、健身APP、O2O服务平台，覆盖线下、线上各个场景，提供多元健身服务；**下游**包括运动周边（包含食品补给、运动鞋服、智能可穿戴设备等）、信息查找、社交、数据管理等服务，满足健身群体衍生消费需求。具体来看，**上游资源供给方面**，国内健身器材企业参与代工、制造环节较多，本土品牌则主要占据中端市场，与国际品牌相对错位竞争，健身教练方面则流动率高，水平参差不齐，健身课程体系多元但仍待完善；**中游健身服务方面**，线下健身房仍较分散，尚未出现覆盖全国的大型连锁企业，疫情后线上健身发展提速，多个线上健身APP用户量实现高增长，Keep用户规模领先；下游需求相对多元，包括各类健身周边产品（食品等其他）。我们下文将结合与欧美成熟市场对比分析，重点探讨国内线下健身中心与线上健身APP的行业空间与发展现状，并适当关注健身衍生产品需求等。

线上线下联动发展，推动健身市场成长。我国健身市场与欧美存在一定差异。欧美市场线上市场发展相对成熟后出现线下市场新趋势，中国健身市场整体起步较晚，线上和线下联动发展，共同完成用户教育。

图 31：2015-2026 年中国健身市场规模（十亿元）

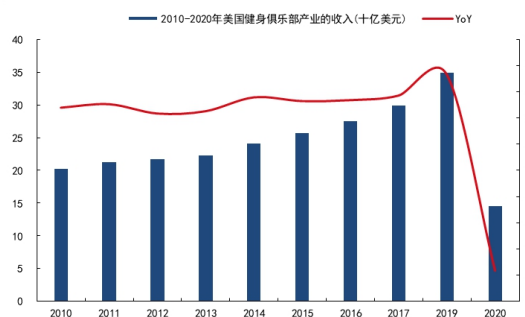


资料来源: keep 招股书、国信证券经济研究所整理

国际借鉴：美国发展健身产业成熟，线上智能运动成新热潮

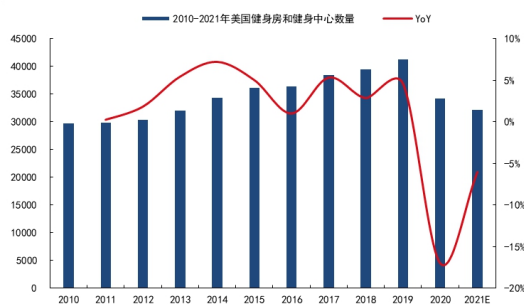
对标海外：美国健身房产业发展成熟，已形成成熟产业链。根据 IHRSA，2019 年美国健身房产业达到 350 亿美元规模，健身房和健身中心数量超 4 万家。美国健身产业发展于 20 世纪 30 年代，20 世纪 60-80 年代大众健身被广泛接受，健身中心兴起，当前已形成完善的健身产业情后。俱乐部业态丰富多元，满足健身新手、休闲群体、重度健身爱好者的多元化需求。美国健身房付费渗透率达到 19%，健身成为一种日常生活方式。此外线下健身还与医学、保险等其他产业不断融合，提高健身科学性和便捷性。2020 年受疫情冲击影响严重，产业规模跌至 190 亿美元，企业数量跌至 3.4 万家，超 17% 的健身房闭店。2021 年随着疫情管控措施放松行业逐步复苏。

图 32：2010-2020 年美国健身俱乐部产业收入



资料来源: IHRSA, 国信证券经济研究所整理

图 33：2010-2021 年美国健身房和健身中心数量



资料来源: IHRSA, 国信证券经济研究所整理

美国线下健身行业相对分散。由于健身房行业门槛低，单个健身房覆盖区域范围小，美国健身行业规模虽庞大但仍相对分散，行业集中度仍相对较低。2020 年美国健身房产业规模为 146.3 亿美元，而头部企业 Life time 营收为 9.48 亿美元，占比 6.48%，行业 CR5 为 22.36%，CR10 为 26.17%。

表4: 美国健身房品牌营收排名

排名	公司	成立时间	2020 年营收	2020VS2019	2021 年营收
1	Life Time	1992	9.48	-50%	13.18
2	Fitness International	1983	9	NA	NA
3	24 Hour Fitness	1983	6.07	NA	NA
4	Equinox Holdings	1991	4.1	NA	NA
5	Planet Fitness	1992	4.06	-41%	5.87
6	Exos	1999	1.413	-33%	NA
7	Orangetheory Fitness	2010	1.2	-46%	NA
8	Bay Club	1977	1.1354	-63%	NA
9	Xpotential Fitness	2017	1.0659	-17%	NA
10	Crunch Fitness	1989	0.86	-55%	NA

资料来源: ABC Fitness Solutions, 国信证券经济研究所整理

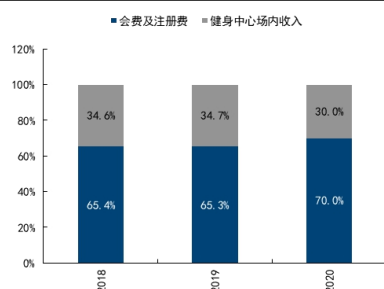
美国连锁健身品牌业态多元, 覆盖线上线下, 打造全渠道平台, 盈利来源较丰富。高端连锁健身房如 Life Time Fitness 主要面向中高收入阶层, 商业模式成熟, 覆盖线下服务 (健身中心、赛事活动)、线上社区 (线上平台) 及衍生服务 (营养品、咖啡厅等), 客户服务体系完善, 多渠道创收。公司长期以来采用直营模式, 会员费用+衍生产品/服务费用为主要收入来源。2021 年营收中会员及注册费占比 70%, 场内收入占比 30%。大规模一站式服务+灵活定价机制成为 Lifetime 亮点。平价连锁健身房如 Planet Fitness、Anytime fitness 和 24Hours fitness 主要面向大众阶层和健身新手, 采用低价策略吸引大量客流。虽然会员费用低于行业平均水平, 但其可复制的盈利模式吸引了众多加盟商, 除了自营收入之外, 公司主要收入来自加盟费用, 公司还可以通过向加盟商销售器械获得收入。Planet Fitness 2021 年营收中加盟费用占比 50%, 直营占比 30%, 设备占比 20%。平价连锁健身品牌同样开设线上平台提供衍生服务, 提升用户体验和服务质量。精品健身工作室如 Soul Cycle 面向专业运动员或对某专项运动领域感兴趣的健身人士。Orange Theory Fitness 主打心率监控下小团体课, 2017 年进入中国市场。

表5: 2020 年美国代表健身房品牌梳理

类型	品牌	会费	类型	营收(2021)	运营模式	收入构成
高端	Life Time Fitness	60-150 美元/月	全方位健康管理服务	13.18 亿美元	直营	会费及注册费 (70%)、场内收入 (30%)
	Planet Fitness	10 美元/月	健身为主	5.87 亿美元	加盟	加盟 (50%)、直营 (30%)、设备 (20%)
平价	Anytime Fitness	35-55 美元/月	健身为主	/	加盟	/
	24 Hours Fitness	30-100 美元/月	健身为主	/	加盟	/
精品	Orange Theory Fitness	35 美元/月	心率监控下的小团体课	10+亿美元	加盟	/
	Soul Cycle	34 美元/次	主打健身单车	/	直营	/

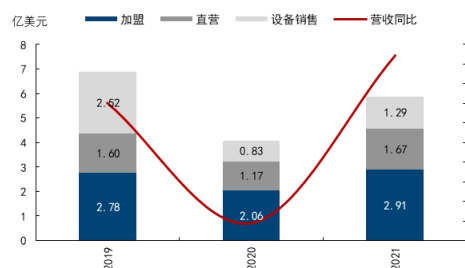
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图34: Lifetime 营收构成



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图35: Planet Fitness 营收构成及增速



资料来源: 公司报告, 国信证券经济研究所整理

疫情下线上健身新趋势兴起，多与硬件设备/线下健身房相结合。2020 年，疫情下，线上健身兴起，在线培训和可穿戴设备在美国运动医学会（ACSM）全球十大健身趋势排名中分列第一和第二。但美国健身 APP 多依托于硬件设备/线下健身房发展，作为线下健身的补充，2021 年美国领先的健康和健身 APP 中 Planet Fitness 和 Fitbit 分别作为线下健身房和智能计步器的配套。疫情期间健身 APP 下载量创新高，但硬件设备收入仍为主要收入来源。根据 kismart，美国线上健身行业中，Keelo 通过订阅收费，用户需付费获得个性化锻炼计划；Gain Fitness 公司通过线下私教课程和线上 APP 健身视频相结合方式，主营收入依旧来自健身房收入，而 Peloton 规模相对最大，仍以硬件收入为主，辅以订阅收入。

表6: 2021 年美国领先的健康和健身应用程序 (以百万计)

健身 APP	下载量	类型
Planet Fitness	15.0	健身培训，与线下健身房互联
Calm	11.0	冥想类 APP
MyFitnessPal	7.9	饮食和运动论坛
Flo Ovulation & Period Tracker	7.5	女性生理期记录
Fitbit	7.2	智能计步器硬件的专属 APP
AllTrails	6.4	远足指南和远足地图
Headspace	5.7	冥想类 APP
Muscle Booster	5.1	健身培训
Home Workout - No Equipment	5.0	健身培训
Fabulous	4.1	生活习惯养成

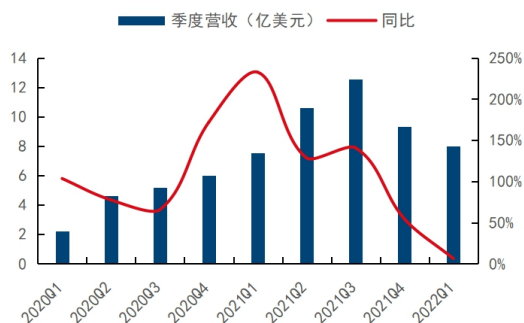
资料来源: Apptopia, 国信证券经济研究所整理

复盘美国线上健身 Peloton：“智能硬件+内容”独特商业模式，发展有起有伏。PELOTON 成立于 2012 年，以智能动感单车起家。Peloton 做出了市场上第一台带屏幕的动感单车，并打造明星教练在直播间录制课程/直播，用户可以跟着屏幕里的教练一起训练，兼具硬件和内容。相较于健身房，Peloton 动感单车运动环境更为舒适，相较于动感单车，其健身氛围和互动感更强。公司拥有超过 140 万会员，产品主要包括动感单车、跑步机和内容订阅服务，分别售价 1995 美元、3995 美元和 39 美元/月。截至 2021 年 6 月 30 日，公司 2021 财年总收入达到 40.22 亿美元，其中硬件收入贡献超过 78%。通过高端硬件、精良内容、社交附加丰富体验，用户粘性较高，此前平均净月度健身用户流失率不足 1%。

疫情下快速成长，但此后过快扩张且产品问题不断，疫情企稳下明显受制。2020 年疫情下 Peloton 公司迎来高速增长，自行车和跑步机市场需求大幅增加，公司销售额大幅增长 172%。供不应求下，公司于 12 月宣布以 4.2 亿美元收购运动器材制造商 Precor，并花费 4 亿美元在美国建立工厂，预计于 2023 年投入使用。公司股价和市值亦节节上升，最高市值超过 400 亿美金。然而 Peloton 后续发展不及预期，一方面公司内部管理存在缺陷，产品出现多起安全事件，包括 1 起儿童死亡事件和 70 起其他意外报告，引发舆论危机。2021 年 5 月 Peloton 宣布召回旗下已售跑步机，预计召回产品数超 10 万台。另一方面防疫措施逐步解除，人们重回线下健身房，健身器材市场需求低于预期，与此同时前期扩张计划公司成本上升，运营压力增大。公司季度营收增速逐渐放缓，2022 财年一季报同比仅增长 6.24%，与 2021 同期 232.41%增速相差甚远，市值亦大幅下跌。

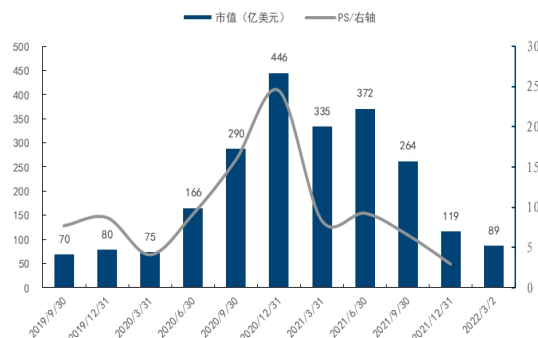
综合来看，Peloton 的回落不仅仅是疫情后线上线下健身占比重新调整的影响，更多也有公司自身盲目过快扩张，产品声誉问题影响品牌口碑，基于单一产品硬件捆绑和多元变现不足等因素影响，其中战略失误和产品问题影响为主。

图 36: Peloton 2020-2022Q1 季度营收及同比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 37: Peloton 上市以来市值变化

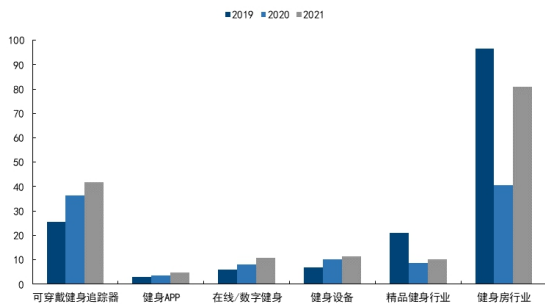


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

后疫情的美：线下复兴和居家健身并存，健身更加灵活多元

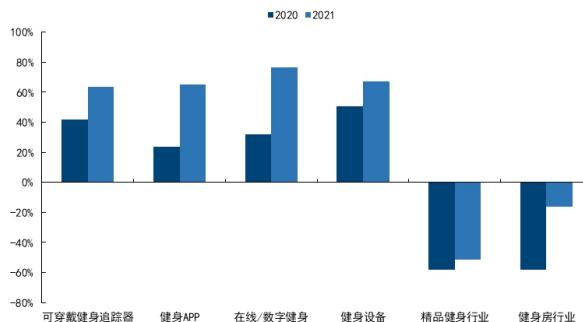
疫情期间线下健身行业受冲击，价格较高的精品健身房受损最为严重，平价健身房恢复相对较快。疫情下，健身领域，主要系可穿戴健身追踪器、健身 APP、在线/数字健身以及健身设备较快增长。而线下健身行业由于出行限制受冲击，健身房行业 2020 年营收同比下滑 58%，2021 年同比下滑 16.2%。而定位高端的精品健身行业跌幅最深（硬件等刚性成本投入较高），2020 年下降 58.3%，到 2021 年底仍下降 51.2%，面临减薪、通胀压力，会费相对高昂的高端健身房消费人群减少，而预算友好的健身房和工作室市场表现更好，韧性相对更高。

图 38: 疫情期间健身行业细分市场营收变化



资料来源：Runrepeat，国信证券经济研究所整理

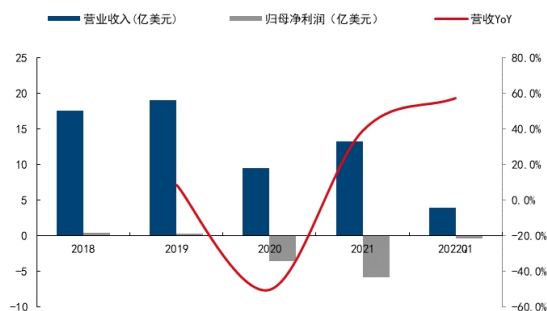
图 39: 疫情期间健身行业细分市场的同比变化



资料来源：Runrepeat，国信证券经济研究所整理

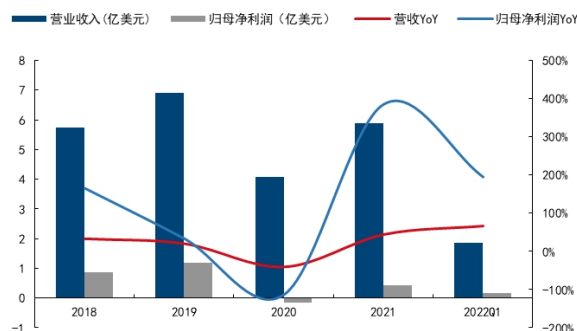
疫情后线下健身迎来反弹，连锁品牌巨头逐步复苏，平价定位的健身房恢复相对更快。疫情限制逐步解除后，美国居民健身开始重返线下。美国中高端连锁健身品牌龙头 Lifetime Fitness 和平价健身品牌龙头 Planet Fitness 均迎来业绩修复。从营收上看，Lifetime Fitness 2021 年全年营收 13.18 亿美元/+39%，恢复至疫情前的 70%，2022 年 Q1 营收 3.92 亿美元/+57%。平价健身龙头 Planet Fitness 2021 年全年营收 5.87 亿美元/+44%，2022 年 Q1 营收 1.87 亿美元，已超过 2019 年同期水平。从会员数量和新开店数量上看，Lifetime Fitness 2021 年 8 月份线下门店实现全面开业，会员结构经历了由中心会员转向数字保留会员再转向中心会员的历程，目前尚未完全恢复。Planet Fitness 开店数量同比增速回正，但新开店数量暂时尚未达到疫情前水平。

图40: Lifetime 营收和归母净利润



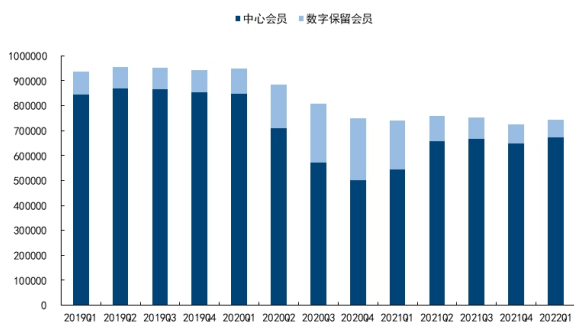
资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图41: Planet Fitness 营收和归母净利润



资料来源：公司报告，国信证券经济研究所整理

图42: 疫情前后 Lifetime Fitness 会员数变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：中心会员同时享受线上和线下服务，数字保留会员无线下权限，二者可互相转换）

图43: 疫情前后 Planet Fitness 新开店数量同比变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：新开店数包括加盟和自营）

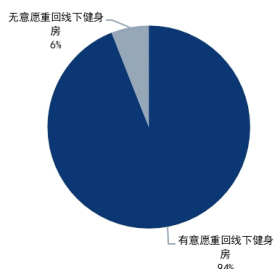
虽部分线上健身龙头高位回落，但智能运动发展长期增长态势不变。结合前文，疫情后线下健身的回归以及Peloton自身发展问题带来其业务明显回落，但疫情本身加速数字化健身渗透影响仍存。Peloton连接健身订阅用户月均锻炼次数从高点回落仍高于疫情前水平，且中间伴随品牌声誉影响。同时，长期以来对健身行业进行跟踪的美国运动医学学院，对2022年美国健身行业趋势进行调查后发现，伴随着户外运动的重返，可穿戴设备、居家运动、在线锻炼等仍为2022年的重要趋势。线上健身仍会长期持续存在，并成为健身行业中蓬勃发展的重要分支，更先进、智能的线上健身技术、家用健身设备仍会是行业热点。

疫情加速线上线下融合。疫情前已有多个连锁健身品牌布局数字平台，疫情进一步加速线上线下融合，提供高质量的线上健身内容能够帮助品牌吸引和保留新会员，创造增量收入，在会员无法线下参与时仍能保持较高的参与度。对于健身企业而言，提供混合会员资格能够提高用户粘性，提升会员存续率，并延展收费项目，提升人均消费收入。而大部分的会员在疫情后也仍将保留线上健身习惯，在线上线下的融合之中获得更高的灵活性和自由度。根据IHARS，尽管94%的消费者表示将会重回线下健身房，但也有68%的美国人计划继续使用线上健身服务。

《2021年Les Mills全球健身报告》。它对全球12157名健身消费者进行了调查，结果之一表明80%的健身房会员希望在未来将数字产品整合到他们的个人训练计划中。疫情期间大多数美国人尝试了健身应用程序和视频指导，并逐渐适应

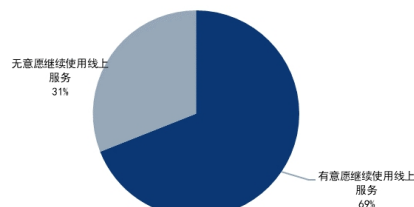
了新常态。

图 44: 美国健身群体回归线下健身房意愿



资料来源: IHARS, 国信证券经济研究所整理

图 45: 美国健身群体继续使用线上服务意愿



资料来源: IHARS, 国信证券经济研究所整理

总体来看: 疫情升了大众的健康意识, 将健康生活放在首位。健身群体方面, 疫情催生新一代健身爱好者, 27%的定期锻炼者为“绝对的初学者”, 与此同时老年群体健身参与度提升。运动方式方面, 游戏化运动训练热度提升。Z 世代更多将健身视为一种娱乐方式, 而非孤立的产品, 音乐、视觉效果、可穿戴设备和教练相结合, 能够为参与者提供令人振奋的健身体验。线上健身平台在游戏化打造方面具有独特的优势, Zwift 等游戏化健身平台影响力日益增长。运动时间方面, 更加碎片化、灵活化, 疫情期间居家办公, 相比起一段长时间的训练, 许多人更愿意将其分为更小、更频繁的锻炼, 以便更好地将运动融入日常日程中。运动内容方面, 高强度间歇训练 (HIIT)、自重训练、冥想等仍为重要趋势。

国内健身房: 行业当前仍相对分散, 产业业态不断更新升级

国内健身房浮沉二十年, 当前行业处于成长阶段。国内健身房发展历经 5 个阶段: 1) 1980-1999 年, 国内第一批健身房出现, 并诞生了延续至今的知名品牌, 如威尔仕 (1996)、舒适堡 (1986) 等。该阶段健身房投资额度和规模由小到大, 盈利主要来自单一会费, 尚未形成规模化运作。2) 2000-2010 年, 随着收入水平和健身意识提升行业迎来小风口, 健身房品牌数量提升, 但该阶段行业规范和标准化程度仍不高, 市场洗牌频繁。3) 2011-2013 年, 由于 2000 年前后成立的健身房租约到期, 续约租金大幅提升, 叠加人工、水电等成本上涨, 健身房运营压力增大。与此同时, 经过快速成长期行业内公司数量增多, 价格竞争加剧。一批健身房企业被迫退出。4) 2014-2017 年, 受益于国家政策, 健身领域投融资增多, 传统健身房品牌稳定扩展门店, 引入互联网模式的新型健身房也同步出现。线上健身龙头 Keep 同样产生于这一阶段。5) 2018 年至今, 疫情爆发对行业冲击严重, 行业加速出清, 疫情后期行业逐渐复苏。目前行业仍处于成长阶段, 后疫情时代健身房品牌更加注重精细化运营, 同时行业规范加强。在政策利好下健身房行业有望迎来新市场机遇。

当前行业尚未形成连锁健身品牌巨头, 多在百家规模。我国门店数量最多的健身房品牌为金吉鸟, 达到 400 家门店, 疫情期间破产清算, 后英派斯成为国内门店数量最多的健身俱乐部, 为 166 家门店。根据三体运动《2020 中国健身行业数据报告》, 目前我国排名前十的健身俱乐部品牌多在百家规模上下。

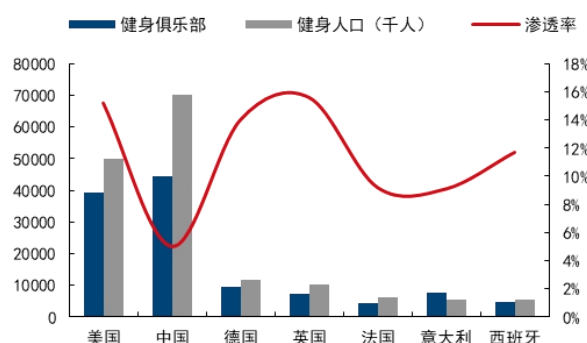
表7：2020 年中国健身俱乐部排名（按门店数量）

品牌	门店数量	品牌总部
金吉鸟	400+	南京
英派斯健身	166	青岛
动岚健身	160	北京
威尔仕	146	上海
一兆韦德	137	上海
银吉姆	134	苏州
坚蛋运动	117	杭州
中健健身	103	济南
光猪圈	94	北京
奇迹健身	66	北京

资料来源：三体云动《2020 中国健身行业数据报告》，国信证券经济研究所整理

行业增量主要来自健身付费群体渗透，传统健身房面临较大获客压力。当前我国体育健身俱乐部数量略高于美国，健身人口基数庞大，但健身人口渗透率不足 5%，远低于美国的 20%。高运营成本高年费情况下健身房客群锁定在一二线城市中高收入且有闲暇时间的群体，如何进一步下沉拓展客群形成增量是健身房行业面临的难题。疫情对健身房行业冲击较大，部分健身房企业资金压力之下破产清算，疫情后健身企业需转型升级，打造对年轻群体更具吸引力的健身商业模式。

图46：2020 年各国健身行业对比



资料来源：三体云动《2020 中国健身行业数据报告》，国信证券经济研究所整理

传统健身房模式在发展中仍有待逐步优化，疫情加速行业洗牌：从运营成本上看，健身房为重资产投资模式，前期环境打造、品牌器械配备等成本高，健身房投入运营后仍需充足资金投入到人才培养和场地租赁等方面。高成本投入给企业运营带来重大负担。从盈利模式上看，国内主流健身房产业业态单一，主流健身房收入来源于会员费用和私教培训费。随着行业发展，运营能力较弱的企业逐渐退出。疫情加速了这一趋势，部分运营模式相对落后，现金流不健康的门店关停，而实力较为雄厚，且注重线上线下多元布局融合或会员粘性互动的场馆存活下来，市场份额有望提升。

传统健身品牌谋求转型升级，创新工作室崛起。面对健身行业痛点和疫情带来的财政压力，部分老牌传统健身俱乐部开始推进转型，改变过去粗放化的运营模式，而将运营重点转回到用户服务上来。老牌健身房品牌威尔仕全面推行月付制，改变过去门店长期卡现金流的模式，从销售导向向服务导向转变。其他传统健身房亦在主动革新，推出免费体验课、缩短年卡销售占比等。与此同时，2015 年前后涌现乐刻、超级猩猩等创新型健身工作室，主打小型规模、24 小时营业、月付值，

共享健身舱、科技健身等新概念。

表8：2020 年中国健身工作室排名（按门店数量）

品牌	门店数量	品牌总部
中田健身	671	上海
乐刻	595	杭州
快快智能健身	174	北京
超级猩猩	139	深圳
人马线	57	上海
优私健身工作室	42	深圳
WEGYER 健萌	23	长沙
Hey Heroes 私教工作室	19	北京
蚁加私教	17	成都
MoreFun 魔方运动	17	成都
熟练健身工作室	15	上海

资料来源：三体云动《2020 中国健身行业数据报告》，国信证券经济研究所整理

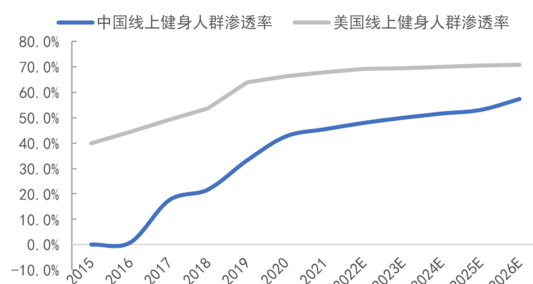
总体来看，与美国线下健身房收入来源构成相对多元（中高端企业会员费用较高，场内衍生业务丰富）相比，国内线下健身房产业收费模式和产品供给仍相对单一，行业发展规范化和标准化情况有待提升。目前国内健身房也在进行众多尝试，未来盈利模式或将更为多元，非会员费用在总费用支出中的占比有望提升，同时随着各类型不同定位健身房产品供给的丰富，其渗透率也有望进一步提升，带动行业进一步多元化发展。

线上健身：龙头 Keep 拟赴港上市，积极拓展多元变现模式

线上健身市场增长速度远快于线下，疫情后加速。2015-2021 年中国线上健身市场规模从 93.5 亿元提升至 369.7 亿元，CAGR 达到 25.74%，增速远快于线下健身（CAGR 为 8.23%）。市场渗透率从 2015 年的 0% 提升至 2021 年 45.5%，与美国差距逐步缩小。线上健身成为健身市场发展主要驱动力，主要得益于互联网服务普及、线下健身房推销活动频繁引发抵触、线上健身内容丰富等。疫情进一步催生家庭健身场景，相关产品、业态和服务获得高速增长，平台流量快速增长。

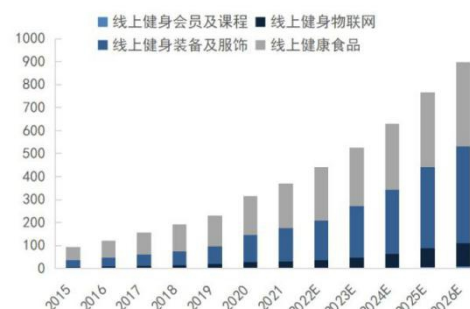
健康食品和装备为线上健身市场两大收入来源，会员订阅服务逐渐起步。中国线上健身市场主要包括健身会员及课程、物联网、装备及服饰、健康食品，其中健康食品、装备及服饰收入占比最大，维持在 30% 和 50% 以上，总占比超过 80%，未来仍将维持较高的复合增长率。而会员订阅服务占比较小，灼识咨询预计未来会员订阅服务收入将以 30.8% 的复合年增长率增长，进一步打开健身市场成长空间。

图 47：中美线上健身渗透率对比



资料来源：公司招股书，灼识咨询，国信证券经济研究所整理

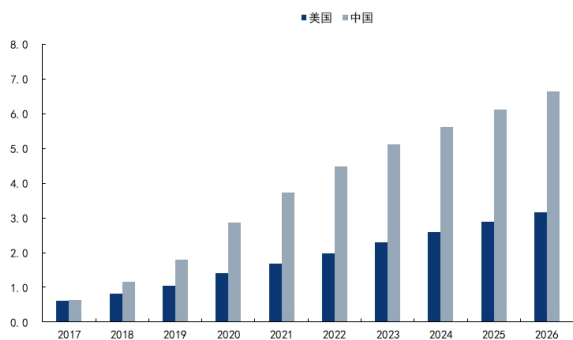
图 48：2015-2026E 国内线上健身行业收入构成



资料来源：公司招股书，灼识咨询，国信证券经济研究所整理

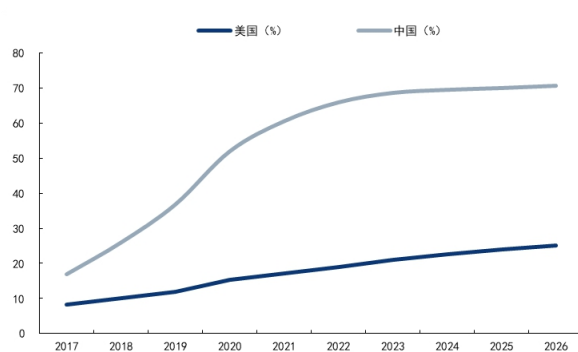
中国对线上 APP 接纳程度高，线上健身空间发展机遇大。中国线上健身 APP 基数更大，在线上 APP 的总花费要高于传统的发达国家。根据 APP Annie 统计，近十年亚洲地区社交媒体 APP 下载量、消费额，以及在社交媒体 APP 上花费的时间均位于全球第一。尽管中国付费健身 APP 中人均支出不及美国，但基于庞大人口基数和线上 APP 的高渗透率，健身 APP 市场规模有望在 2026 年达到 66.5 亿美元，远高于美国的 31.7 亿美元。

图 49：中美健身 APP 市场规模对比（十亿美元）



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

图 50：中美付费健身 APP 市场渗透率对比



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

线上健身打破空间地域空间限制，有望形成行业龙头。由于单个健身房服务地域范围有限，当前我国线下健身行业较为分散，暂未形成连锁品牌巨头。当前我国线上健身行业中，Keep、悦动圈和咕咚圈排名领先。其中 Keep 致力于提供健身教学、跑步、骑行、交友及健康饮食指导、装备购买等一站式服务，并形成运动分享社区；悦动圈主打“跑步+社交”，集合计步、健身、社交、赛事运营等多功能于一体；咕咚在运动中融入游戏和社交元素，并提供赛事服务。

国内在线健身龙头之一：Keep。Keep 是北京卡路里科技有限公司 2015 年 2 月推出的一款运动社交软件。通过人工智能辅助的个性化训练计划（涵盖互动直播课及录播课），提供广泛、专业及一流的健身内容，产品包括在线健身内容、智能健身设备和配套运动产品。据灼识咨询报告，按 2021 年月活跃用户及用户完成的锻炼次数计算，Keep 是中国及全球最大的在线健身平台。且参考钛媒体等报道，2021 年 1 月，Keep 完成 3.6 亿美元 F 轮融资，投后估值 20 亿美金。创始人兼 CEO 王宁持股 18.61%系第一大股东。

表 9：Keep 发展历程

时间	事项
2014	成立卡路里科技，完成 300 万天使轮融资
2015.2	推出 keep 线上健身平台，提供自有结构化健身课程
2015	4 月和 7 月先后完成 500 万美元 A 轮融资、1000 万美元的 B 轮融资
2016	平台月活跃用户达到 1000 万人，完成 3200 万美元和 1300 万美元的 C、C+轮融资
2017	用户数达 1 亿，Keep 海外版上线
2018.3	加快商业化布局，升级为运动科技生态公司连续发布 Keepland、Keep 智能硬件和配套健身产品
2018.9	推出会员订阅模式
2018.7	完成 1.27 亿美元 D 轮融资
2019	订阅会员数达到 100 万，Keep 智能动感单车、智能手环和健康轻食相继上市
2020.5	完成 8000 万美元 E 轮融资
2020.6	推出互动直播健身课
2020 年底 2021 年初	完成由软银愿景基金领投的 3.6 亿美元 F 轮融资，，投后估值 20 亿美金。本轮融资由软银愿景基金领投，高瓴资本、蔻图资本跟投，GGV、腾讯、五源资本、时代资本和 BAI 资本等老股东也追加了投资。

资料来源：公司招股书、公司官网、钛媒体等，国信证券经济研究所整理

主营业务：“内容+电商”有效发挥协同效应。公司 2020 年实现营收 11.07 亿元，同比增长 66.90%，2021Q1-Q3 营收达到 11.59 亿元，同比增长 41.28%。**Keep 构建“线上健身内容+智能健身设备+配套运动产品”三大产品线，相辅相成。自由品牌产品贡献主要营收，2020 年占比约 58%，会员订阅和广告收入次之，占比分别为 31%和 12%。线上健身内容和自有品牌产品相互引流。**

表 10: Keep 三大产品线

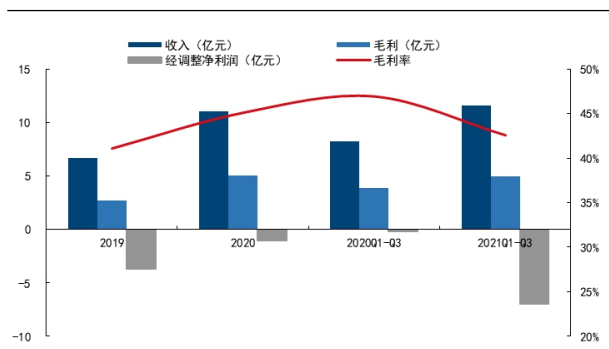
闭环业务模式	产品	表现情况（截至 2021 年 12 月 31 日）
线上健身内容	直播课	提供超过 13000 节直播课
	录播课	提供超过 10000 节录播课
智能健身设备	智能单车	零售价 1499-4999 元，累计发货约 6.7 万台
	手环	零售价 169-249 元，累计发货约 120 万台
	体重秤	零售价 59-199 元，累计发货约 82.5 万台
	跑步机	零售价 2099-3099 元，累计发货约 18 万台
配套运动产品	健身装备	零售价 9.9-499 元
	运动服饰	零售价 29-699 元
	健康食品	零售价 9-419 元

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

业绩情况：收入快速增长，毛利率良好，但营销开支加大业绩亏损。公司 2020 年实现营收 11.07 亿元，同比增长 66.90%，2021Q1-Q3 营收达到 11.59 亿元，同比增长 41.28%，增速有所放缓。同时，公司毛利率保持在 40%+，相对良好，但 2021 年前三季度略放缓。同时，2021Q1-Q3 由于营销费用的大幅增加，占营收比例由 2020Q1-Q3 的 22.56%增加到 70.59%。因此，经营亏损显著扩大，经调整后亏损达 6.96 亿元。

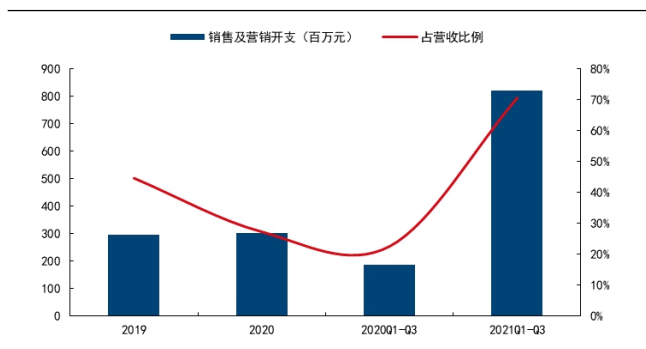
商业变现模式：基于内容搭建优质社区，以庞大用户流量为变现基础。2020 年起，Keep 课程模式由 PGC 转向 PUGC，不断引入运动领域超级达人，其内容提升促进付费用户的快速增加。2021 年 Keep 平均月度订阅会员达 3.3 万，2019-2021CAGR 达 103.1%，会员渗透率由 2019 年的 3.5%增长至 2021 年的 9.5%，远高于 2021 年国内行业平均值 4.8%。此外，2021Keep 平均月度 DTC 付费用户达 36.5 万人，2019-2021CAGR 达 40.84%。

图 51: Keep2019-2021 前三季度经营情况



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图 52: Keep2019-2021 前三季度销售及营销开支占营收比例

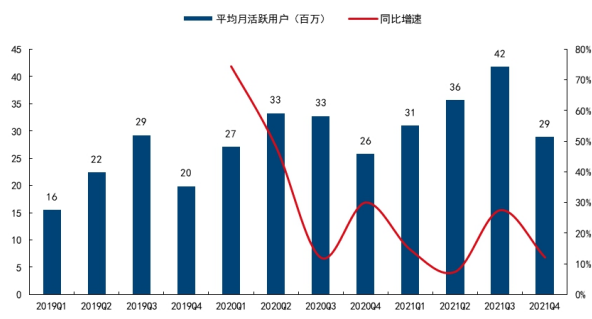


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

根据灼识咨询，以 2021 年平均月活用户及月度订阅会员数统计，Keep 系国内线上健身平台龙头。2019-2021 年 Keep 月活用户分别达到 2180/2970/3440 万，呈逐年上升趋势，2020 年同比增加 36.23%，2021 年同比增加 15.82%，增速有所下降。另一方面，2021 年月活用户中，74.1%的用户年龄在 30 岁以下，52.2%来自

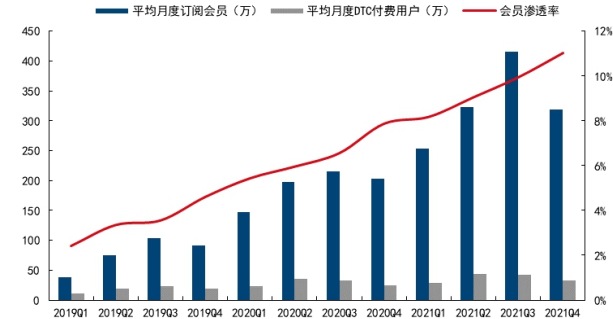
中国的一线、新一线和二线城市，该部分用户活跃度高，购买能力强。月活用户实现较快增长，且多来自年轻群体和一二线城市。

图53: Keep2019-2021 年各季度平均月活跃用户及增速



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图54: Keep2019-2021 年各季度会员数量及渗透率

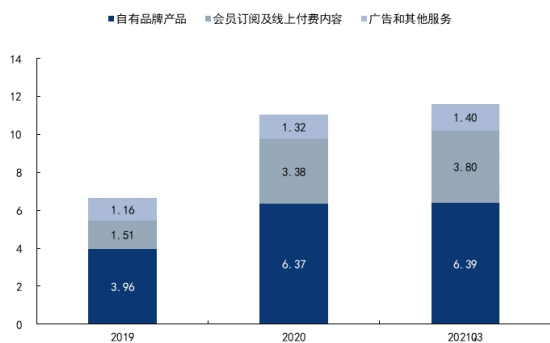


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

庞大用户流量群体成为 Keep 核心优势，基于健身 app 打造健身生态，深挖健身服务链条。Keep 在健身 app 基础上逐步探索内容增值之外的盈利模式，基于内容服务切入到健身食品和健身器材领域，初步建设自身健身生态，覆盖健身人群“吃、穿、用、练”等多个场景。2018 年后推出硬件设备包括跑步机、智能秤、智能运动手环、健身镜、瑜伽垫等，以及轻食代餐食品、运动服饰等，深挖健康服务链条。公司产品多采用 OEM 代工，具备品牌和模式优势。庞大用户流量提供了商业变现基础。公司自有品牌产品贡献最高营收，2020 年收入超 5 亿元。

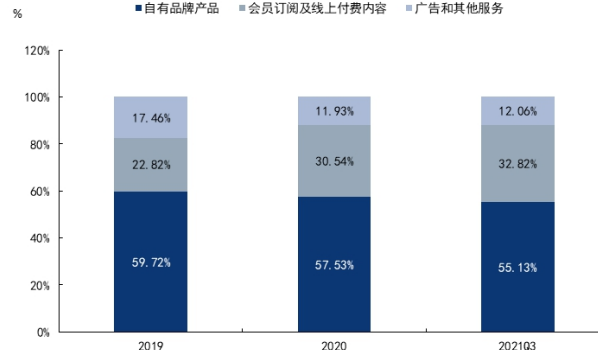
重塑 Keepland 布局线下业务，拓展健身场景。同时，Keep 也在积极布局线下业务。根据 36kr，Keep 将 Keepland 转为自营+合作，与传统健身房合作推出“优选健身馆”，Keep 提供教练和课程资源，健身房提供场地，通过合作 Keepland 得以节省运营成本，换得降价空间，团课定价位每节 49 元，低价有助于降低获客成本，提高会员转化等。相较于传统健身房，keep 品牌效应显著，线上流量为线下健身房提供获客渠道，线下健身房引流线上商城，相互带动。线上线下相结合国外线上线下结合的健身品牌中，Gain Fitness 知名度最高，通过线下私教课程与线上 APP 健身视频辅导结合，为客户提供优质健身服务，另外 O2O 健身房聚合平台 ClassPass，通过连接健身会员与健身房进行收费，无需经营实体健身房，通过收取健身房提成盈利。

图55: 2019-2021Q3 Keep 营收构成（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图56: 2019-2021Q3 Keep 营收占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

线上线下协同发展，垂直细分趋势显现，二线城市预计成为未来主力。整体来看，

我国健身市场基础大，渗透率低，市场空间广阔。线下健身主要以商业健身房运营为主，涌现出健身俱乐部与健身工作室两种类型，拉新获客、签单转化、客单价提升、管理效率是关键。疫情下线上健身各类 APP 迎来高速发展，商业模式优化、用户留存与转化值得关注。疫情催化+居家健身潮兴起，近年来线上健身市场规模增速明显高于线下健身，根据艾媒报告，用户选择线上健身主要原因在于方便快捷、节省时间，而线下健身内容、服务更优，线上线下将协同发展；其次，健身房呈现小型专业化趋势，在垂直细分领域如团课、瑜伽、私教等进行精耕细作，一方面规模小运营成本低，另一方面通过专业化内容和社区打造吸引更多顾客；再次，二线城市逐渐成为主力，数据显示北上广深健身房会员渗透率基本达到 10% 以上，接近发达国家渗透率水平，而国内整体渗透率为 5% 左右，未来二线以及低线城市市场潜力大。

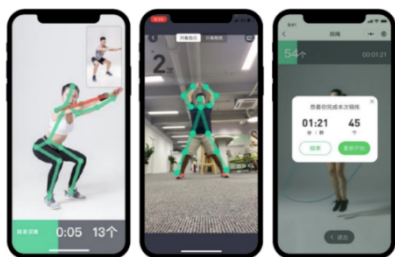
表 11：2020 年中国主要城市健身房渗透率

城市	常住人口/万	健身会员/万	渗透率
北京	2153.8	261.1	12.12%
上海	2428.1	267.8	11.03%
深圳	1343.9	146.1	10.87%
广州	1530.6	134.1	8.76%
成都	1658.1	113.2	6.83%
重庆	3124.3	122.3	3.91%
杭州	1036.2	99.4	9.60%
武汉	1121.2	87.5	7.81%
西安	1020.4	87.7	8.60%
天津	1561.8	64.8	4.15%

资料来源：三体云动《2020 中国健身产业报告》、国信证券经济研究所整理

国内线上健身龙头之二：悦动圈。悦动天下成立于 2014 年，旗下悦动圈 APP 以轻运动为核心，提供运动记录、社区、电商、课程、赛事及活动组织等多元服务，下载用户超过 3 亿。公司依托悦动圈打造了全面的运动产业生态，包括线上线下结合的新兴体育赛事、运动健康大数据中心、运动医学研发、智能运动穿戴、新型体育金融、运动综合体等。悦动天下经营数据不稳定，2020 年营收 3842 万元，净利润-153 万元。据未经审计的财务数据，悦动天下 2021 年前三个季度实现盈利，1-9 月份营收 2694 万元，净利润 809 万元。

图 57：悦动圈线上健身打卡



资料来源：悦动圈，国信证券经济研究所整理

图 58：悦动圈过往活动-文化主题虚拟路线赛

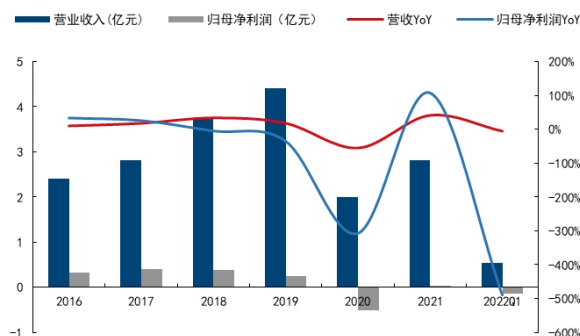


资料来源：悦动圈，国信证券经济研究所整理

2021 年力盛体育（原“力盛赛车”）15 倍溢价收购悦动天下（悦动圈）。力盛赛车主要从事赛事运营，赛车队、赛车场经营及汽车活动推广业务。公司以赛事运营为核心、赛车场和赛车队为载体，为客户提供汽车运动全产业链服务。公司 2021 年营收 2.81 亿元，净利润 1662.94 万元。2021 年 12 月公司公告以自有资金

1.77 亿元受让悦动天下 25% 股权，成为悦动天下第一大股东。公司表示此次收购有助于公司切入数字体育领域，是在公司既有业务下进行的相关多元化扩展，有利于提升公司的综合竞争力。本次收购估值溢价较高，为防范风险，悦动天下相关股东做出业绩承诺，悦动天下在业绩承诺期（2022 年度、2023 年度、2024 年度）净利润（以扣除非经常性损益前后孰低者为准）分别不低于 1,850 万元、2,850 万元、5,300 万元。若目标公司未达到约定的业绩承诺目标，则各方同意按股权比例对力盛赛车进行补偿。

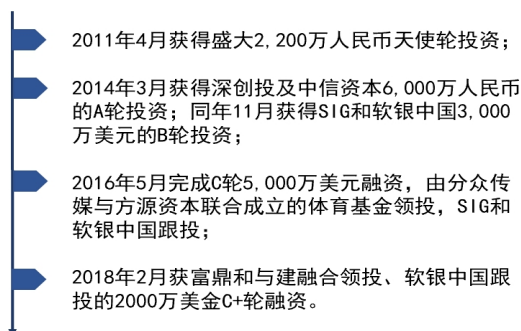
图 59：力盛体育 2017-2021 年营收和归母净利润



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

国内线上健身龙头之三：咕咚圈。咕咚圈是一个集多样化运动方式、达人社区、智能运动装备服务为一体的一站式智能运动的健康生活平台，相对侧重社交，同城活动和达人社区活跃。作为头部户外运动平台，目前咕咚 APP 用户数量已达 2 亿，每天需要响应来自全球的数千万次运动需求，超过二十万个运动团遍布各地，累计举办各类线上线下赛事超过 1000 场。而基于对运动需求的深刻洞察，咕咚通过运动大数据、运动专家、AI 技术，又布局了以专业跑鞋、运动手表及其他智能穿戴产品为主的数字化跑步装备领导品牌咕咚 (CODOON)、家庭健身科技品牌 FITMORE 以及健康食品品牌晓蛮等三位一体的运动健康生态系统。截止目前，咕咚已经先后完成 5 轮融资，累计融资额近 1.2 亿美金，股东构成包括盛大、深创投、中信资本、软银、SIG 和方源资本等国内外一线风投机构。

图 60：咕咚融资历程



资料来源:咕咚官网、国信证券经济研究所整理

总体来看，线上健身层面，中美发展路径不一，差异发展。美国线上 APP 服务于硬件设备，硬件设备为主要收入。中国线上 APP 采用互联网流量变现模式，先软件后硬件的反向打法。目前线下健身均日益融合，对于线下健身房而言，打

造辅助型线上 APP，有助于拓展增值服务，拓展地域客群，提高会员规模和会员留存意愿。对于线上 APP 而言，有助于加强流量变现，提升健身设备、健身食品销售收入。线上线下融合新模式有望重塑健身行业，继带货网红之后，健身 KOL、健身达人积极兴起；家用小型健身设备，如健身镜、瑜伽垫、动感单车等较快成长。同时，中美健身之间也呈现一定的差异。美国线下健身房发展成熟，线上为辅，且偏重设备，但中国可能也不同于线下线上健身共同发展中找寻新的发展机会，线上健身平台未来依托国内强大的供应链基础和庞大的用户基础，也可能不断探索新的多元化变现机遇。

休闲体育：“露营”成新趋势，户外运动升温

疫情催生露营经济，露营市场规模高速成长

露营热日益受关注。疫情下跨省出游受限，露营作为户外休闲的代表积极兴起。根据携程此前发布的五一假期报告，“露营”在平台的访问热度达到历史峰值，搜索热度环比上周增长 90%。清明和五一小红书上露营搜索量成 5 倍增长。去哪儿披露的数据显示，端午假期露营装备预订量同比去年增长超两倍，其中房车露营地的预订量较去年同期增长 60%。在这种背景下，露营热日益受关注。

露营兴起的原因：从需求侧来看，1) 疫情影响下出行受到限制，但居民休闲度假仍存，周边游兴起，同时近郊、短途露营活动成为首选。2) 民众自驾出行比例提升，根据马蜂窝《2021 年自驾游数据报告》，自驾游占居民出行大交通的比例已经超过 70%。3) 文旅市场消费主要消费群体迭代，95 后成为消费主力，在兼顾实用性的同时追求美学，度假空间精致化趋势明显，对露营等的需求也日益增长。**从供给侧来看，**露营产品也不断升级优化，既有众多高性价比产品，也有注重美学和功能设计的高端产品，同时相关露营地的配套也有所增长。总体来看，疫情成为露营发展的重要催化剂，2020 年成为中国露营元年。在随后的两年，受疫情叠加影响，长途出行受制下，越来越多年轻人逐渐选择加入了露营队伍，露营产业链也不断加速发展，产品多元进一步加速了露营产业的壮大。同时，露营往往可以带动其他房车、出行等需求，因此也有一定辐射效应。

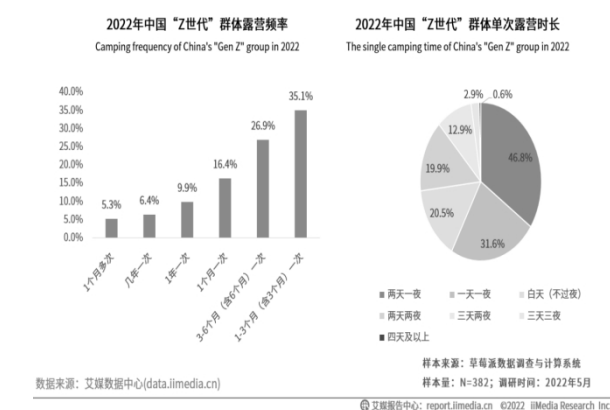
露营市场规模快速成长。艾媒咨询数据显示，中国露营经济核心市场规模和带动市场规模均呈现逐年上升的趋势。2021 年中国露营经济核心市场规模达到 747.5 亿元，同比增长 62.5%；带动市场规模为 3812.3 亿元，同比增长率为 58.5%。预计 2025 年中国露营经济核心市场规模将上升至 2483.2 亿元，带动市场规模将达到 14402.8 亿元。

图 61：我国露营经济核心市场规模及带动市场规模变化



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图 62：露营最新消费人群画像：露营频率增加



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

Z 世代系露营人群的主力军，消费频率相对可观。从消费客群来看，参考艾媒的数据中国“Z 世代”群体中露营频率为 1-3 个月一次的占比最多，比例为 35.1%；其次为 3-6 个月一次，比例为 26.9%。在单次露营时长上，分别有 46.8%和 31.6%的中国“Z 世代”群体表示单次露营时间通常为两天一夜和一天一夜。

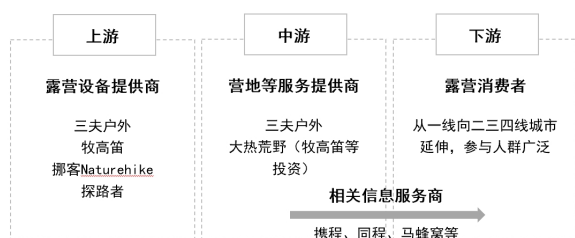
露营企业和产业链：后疫情下快速增加，设备商运营商各有侧重

伴随 2020 年疫情加速露营产业发展后，近两年露营企业也较快增长。根据企查查数据显示，目前我国现有露营/野营相关企业 9.3 万家。2020 年注册量为 1.4 万家，2021 年注册量为 2.2 万家，同比增长了 55.2%。2022 年前四个月，露营相关企业的注册量是 0.7 万家。露营企业快速成长。

从露营产业链来看，一是上游各类露营设备提供商，包括帐篷、床垫等各类户外设备等，其中露营装备主要分为商用和家用，商用主要服务于 B 端，主要提供给露营地区，而家用针对终端消费者，利润率一般更加可观。目前国内露营设备高端品牌仍以部分海外品牌为主，而本土三夫户外、牧高笛、挪客 Naturehike、探路者等则以高性价比快速获客。二是包括各类露营地运营商，包括三夫户外、大热荒野（牧高笛等投资）等。与之对应的，国内露营地市场规模也快速成长。根据艾媒咨询，2014-2020 年中国露营地市场规模 CAGR 为 13.9%，疫情基本控制后，2021 年露营地市场规模快速增长，增长率达 78.0%。2022 年预计增速达 18.6%，市场规模达到 354.6 亿元。三是相关信息服务商，包括携程、同程、马蜂窝等，通过其平台的周边游产品等方式切入露营服务。

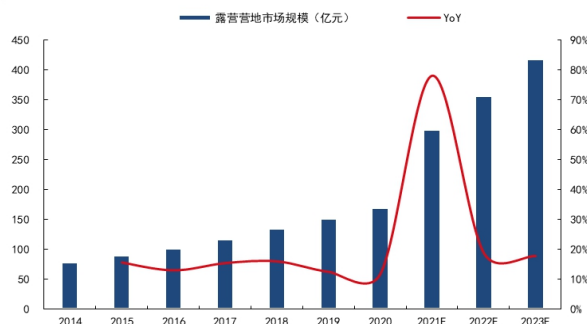
对比各环节盈利能力，上游装备制造核心看未来产品持续迭代、规模效应提升和成本优化等带来盈利能力提升；中游营地服务毛利率相对高于上游，但如自建营地等通常偏重，其他则需要看不同区域土地管控政策等，也有一定不确定性。此外，华住等酒店龙头此前也曾涉足后露营配套，作为部分酒店等度假目的地的一部分补充。

图 63：露营企业相关产业链



资料来源：36kr、艾媒咨询等，国信证券经济研究所整理

图 64：露营地市场规模及同比增速



资料来源：艾媒咨询、36kr，国信证券经济研究所整理

露营行业思考：疫情加速爆发，长期看热度有望沉淀

对比欧美，露营为房车消费的一种延伸。露营具有亲近自然和亲子关系润滑剂的作用，目前在国外已经非常普遍。国外露营消费普遍是在房车消费基础上延伸的，房车提供了住宿、淋浴、餐饮等基本生活保障。欧美大部分的营地需要会员制，消费者拥有固定的营位，日常中房车放在营地，节假日前往度假。欧美露营服务相对轻量化，日常生活需求消费者本人可以动手完成。中国露营行业以 2019 年为界，尤其在 2020 年疫情后呈现爆发式增长，目前上游设备提供商增长较快，而中游运营商则较分散，且往往与景区、酒店等有一定延伸。目前来看，携程、华住、锦江、复星等酒店、景区或 OTA 龙头企业已有相关尝试，但相对仍处于发展早期，也需要相关土地政策明确、人才团队等积累支持。

疫情短期内催生了露营的热度，长期来看热度有望持续沉淀。《十四五体育发展规划》提出鼓励社会力量参与建设 1 万个户外运动营地。未来户外运动的消费潜力和活力有待释放。从长期来看，随着生活水平提升消费者对户外休闲生活需求

提升，露营逐渐成为城市消费者体验另类生活、接近大自然的方式。未来如果露营产品配套逐步优化，同时运营商层面更加多元，露营+各类户外给消费者更加多元体验，则近两年疫情催生出的露营热未来有望沉淀，逐步培养一批忠实消费者。此外，露营背后是更为广阔的户外经济，徒步、登山、滑雪、攀岩等户外运动近年来也逐步升温。综合来看，在这种背景下，露营相关设备提供商或先行受益，但市场整体做大核心还是需要各类配套设施提升以及各类露营运营商的发展壮大，并与其他户外产品有效结合，据此我们也建议关注景区、OTA、酒店等龙头露营方面的尝试。

结论与投资建议

总体来看，欧美成熟市场体育产业较为发达，其中美国体育业历经百年商业化历程，产业规模达数千亿美元，以职业体育和健身休闲为驱动，体育衍生产业专业化发展，不仅体育用品发展较快，其体育服务业相关公司经营模式也相对成熟，且体育服务系其体育产业的重要构成。疫情期间线上健身渗透率快速提升，线上线下健身加速融合，提升会员粘性。并且，从疫后复苏来看，美国市场定位平价的线下健身房恢复相对领先。

聚焦国内，国内体育产业整体规模庞大，参与体育锻炼人口众多，2020年已高达4.35亿，但目前仍系大行业小公司为主，尤其体育服务相关产业链公司发展仍相对不足，商业模式仍处不断探索中。但伴随疫情时代大众体育休闲需求强化，政策持续利好，付费渗透的提升，加之产业链公司不断摸索新模式，未来虽然挑战，但机遇也值得期待。

从体育板块上市公司来看，目前A股带“体育”简称的个股不算多，包括力盛体育、莱茵体育、舒华体育、中体产业、星辉娱乐等，市值规模相对较小。此外还有三夫户外、探路者、牧高笛等体育户外用品提供商，部分涉及体育户外服务提供等。从A股来看，2015年曾阶段体育板块受关注，但此后又相对表现平淡。目前，随着Keep拟赴港上市，“全民健身”+“平台型公司”以及运动科技类公司关注度有所提升。同时，伴随露营概念兴起，露营相关概念股也较受关注。

展望未来，我们建议关注以下几个方面：一是线上平台类公司，以Keep、悦动圈等为代表，未来核心看其能否基于有效流量基础进行积极多元变现延伸，通过提供更多的产品及服务，加速转换，提升其盈利潜能；二是部分聚焦特定领域（露营、特点赛事等领域），能上下游产业链融合发展的公司；三是部分既有龙头基于体育户外休闲的延伸，如部分OTA、景区、酒店等龙头的相关布局。

风险提示

疫情持续反复压制线下体育产业发展；政策支持可能不及预期；体育运营商新模式探索可能低于预期；居民体育付费渗透提升可能低于预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032