



买入（首次）

所属行业：非必需性消费/旅游及休闲设施
当前价格(港币)：28.85元
目标价(港币)：33.09元

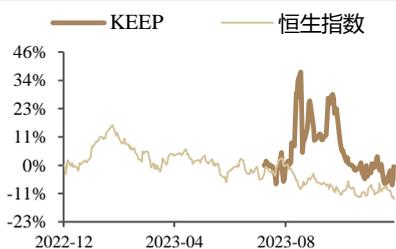
证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120523010001

邮箱：xiely3@tebon.com.cn

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.15	-18.96	-21.07
相对涨幅(%)	6.47	-13.46	-12.63

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

深度探讨：Keep 的独特商业模式能否跑通？

投资要点

● **Keep 商业模式的独特性和难点**在于主要通过内容获客，并通过付费内容+消费品变现，二者遵循不同的商业逻辑和竞争要素，若跑通则有望为其构筑较高壁垒，因此本篇报告将从该角度出发分析其不同环节的模式和竞争力，以及整体模式跑通的可能性。

● **内容-互联网逻辑：如何解决“不想动”的痛点与更专业的需求。**内容是 Keep 最早期以及最核心的模式形态，以 APP 为主要载体，以内容获客-广告费/会员费流量变现为主要商业模式。从互联网的逻辑分析其竞争力：

1) 流量获取：借风互联网+运动红利，2015 年 Keep 在风口期顺势而起，精准定位健身赛道，上线后用户数量快速增长。为增强平台曝光，Keep 主要采取明星&KOL 合作、内容广告投放、以及跨界合作联名等营销方式。**2) 流量留存：**健身赛道提升 MAU 的核心痛点是内容的深度和广度。深度方面，Keep 从基础健身内容规范→体系化课程规划→AIGC 赋能，逐级递进满足用户对专业深度的要求，建立起较高壁垒；广度方面，Keep 根据自身用户画像，深挖用户需求，致力于满足不同阶段和功能的需求，以及在同一需求内提高丰富度，现已拥有超过 3600 万 MAU。**3) 流量转化：**会员费和广告收入是其最直接的重要收入来源之一，且毛利率高达 50% 以上，其占比提升将对盈利能力提升有重要作用。健身平台提高会员渗透率难度较大，但 Keep 依然凭借差异化和体系化内容取得了 10% 会员渗透率的优异成绩，对标海外 Peloton 的 36% 会员渗透率，未来仍有较大提升空间。**4) 流量裂变：**Keep 的社区模块强化其社交属性，用户分享提高粘性并带来新的用户，实现正反馈闭环。

● **产品-消费品逻辑：从内容流量到消费品的转化能否跑通？**消费品业务是 Keep 的重要变现方式，但遵循消费品的商业逻辑和竞争要素，渠道和品牌营销可承接前述互联网内容业务的优势，而产品力和价格定位则在互联网内容环节没有优势基础，需要重点分析。具体来看，Keep 智能设备和配套产品销售逻辑又有所不同。

智能健身设备-耐用品逻辑：产品为王。智能健身设备包括跑步机、动感单车、运动手环等，具有客单价较高、产品壁垒较高、更新周期较长的特点，属于典型的耐用消费品，产品力是核心竞争力。Keep 采取“自建团队+供应商合作”模式完成智能健身设备的研发环节，并由专业智能健身设备制造商负责生产；且内容的持续迭代和内容交互带来显著差异化体验升级。2019~22 年智能健身设备收入复合增速达 48%，阶段性验证 Keep 在智能设备中的竞争力。

配套产品-快消品逻辑：渠道为王。Keep 的配套产品业务主要包括瑜伽垫、运动服等，具有客单价低、复购率高、产品壁垒较低等特点，符合快消品的商业逻辑，渠道和满足消费者需求的新品是核心竞争力。Keep 基于其健身品牌效应，并将大众产品做到品质化，围绕健身打造生态圈。2019~22 年配套产品销售额年复合增速达到 39%，22 年占总营收的 31.6%。

● **投资建议：**我们预计公司 2023~25 年收入分别为 20.9/22.6/24.8 亿元，同比-6%/+8%/+10%，调整后净利（注：调整后净亏损=年度亏损（包含少数股东损益）+以股份为基础的薪酬开支+可转换可赎回优先股公允价值变动）分别为-3.2 亿元、-1.9 亿元、+0.17 亿元，至 2025 年有望通过降本增效实现盈亏平衡。考虑到 Keep

主要围绕运动健身建立全链路生态，对应我们选择舒华体育、中体产业、莱茵体育作为可比公司；而 Keep 在线上健身垂类优势突出，与同为 APP 细分垂类龙头的 Boss 直聘具有一定的相似性。我们采用 PS 估值法，可比公司 2023~25 年平均 PS 分别为 5.1/4.3/3.7。考虑到 Keep 在健身垂类 App 用户活跃度显著领先，其差异化优质健身内容、智能健身设备及配套产品进一步强化用户粘性，形成健身生态闭环，我们给予公司 2024 年 7 倍 PS，对应目标市值 174.04 亿港元，对应目标价 33.09 港元/股，首次覆盖予以“买入”评级。

- **风险提示：**平台获客成本增加，行业竞争加剧，供应链管理风险

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	525.67		2021	2022	2023E	2024	2025
流通港股(百万股):	525.67	营业收入(百万元)	1620	2212	2087	2263	2484
52 周内股价区间(港元):	26.700-39.900	(+/-)YOY(%)	46.3%	36.6%	-5.6%	8.4%	9.8%
总市值(百万港元):	14,852.94	净利润(百万元)	-2908	-105	1064	-239	-29
总资产(百万港元):	2,596.07	(+/-)YOY(%)	-29.9%	96.4%	1117.7%	-122.4%	87.7%
每股净资产(港元):	-14.19	全面摊薄 EPS(元)	-5.53	-0.20	2.02	-0.45	-0.06
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	41.8%	40.7%	44.5%	47.8%	49.5%
		净资产收益率(%)	43.0%	1.4%	-16.5%	3.6%	0.4%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

引言	5
1. 公司基本情况：致力提供全面健身解决方案	5
2. 内容-互联网逻辑：如何解决“不想动”的痛点与更专业的需求？	7
2.1. 流量获取：复盘如何从0→1，完成市场突围？	7
2.2. 流量留存：扎根内容“深与广”，巩固用户习惯	10
2.2.1. 深度：专业构筑强大壁垒，AI 赋能动作指导	10
2.2.2. 广度：深挖用户需求点完成迭代，全链路功能覆盖不同阶段用户习惯	11
2.3. 流量转化：如何实现商业化变现？	12
2.3.1. 差异化课程与硬件交互——付费内容变现	13
2.3.2. 虚拟赛事，拓宽边界的商业化探索	16
2.3.3. Keepland——克制布局线下业态	17
2.4. 流量裂变：社交属性裂变获客，形成闭环	18
3. 产品-消费品逻辑：从内容流量到消费品的转化能否跑通？	18
3.1. 智能健身设备-耐用品逻辑：产品为王	20
3.1.1. 产品力是否具备显著竞争力？	20
3.1.2. 赛道空间能否支撑其持续增长？	23
3.1.3. 当前成果：多项份额第一	25
3.2. 配套产品-快消品逻辑：渠道为王	26
4. 财务分析：收入高增，利润减亏，整体向好	28
5. 盈利预测及投资建议	30
5.1. 盈利预测	30
5.2. 估值及投资建议	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1: Keep 商业模式	5
图 2: Keep 的发展历程.....	5
图 3: 公司股权结构图.....	6
图 4: 公司高管团队	6
图 5: Keep 创立以来部分重要营销节点梳理及 App 累计用户	7
图 6: Keep 不同阶段 Slogan 梳理.....	9
图 7: 2022 年起公司销售费用率有所收缩 (百万元, %)	9
图 8: 公司销售费用主要用于品牌及营销推广 (%)	9
图 9: 公司 MAU 及增速 (千人, %)	10
图 10: Keep 结构化课程提供图文详细指导.....	10
图 11: Keep 内容生产流程规范.....	10
图 12: Keep 提供梯度化课程+体系化配套健身规划.....	11
图 13: 用户生命周期及使用的功能界面	12
图 14: 会员订阅及线上付费内容、同比增速及占比 (百万元, %)	13
图 15: 会员订阅贡献收入高于线上付费 (百万元, %)	13
图 16: 广告及其他服务收入、同比增速及占比 (百万元, %)	13
图 17: 2022 年起公司广告及其他服务业务同比下滑 (百万元, %)	13
图 18: 付费会员数在经历快速增长阶段后略有回落 (千人, %)	14
图 19: Keep 会员付费会员渗透率提升至 10%左右 (%)	14
图 20: Keep 的 ARPPU 在 2021 年触底后有所回升 (元)	14
图 21: Keep 不同等级会员权益梳理	14
图 22: 帕梅拉入驻 Keep 平台, 并探索新型合作模式.....	15
图 23: Peloton 订阅用户及人均健身次数快速增长	16
图 24: 2022 年 Keep 举办的热门虚拟赛事 (人)	16
图 25: 健身房类型划分.....	17
图 26: keep 社区包含热门话题、月度活动以及细分兴趣圈层	18
图 27: 智能健身设备销售增长快于配套产品 (百万元, %)	18
图 28: Keep“运动购”商城覆盖健身全链路各个环节	19
图 29: 非批发&批发渠道销售收入 (百万元)	19
图 30: 三方电商、App 商城及批发渠道营收及增速 (百万元, %)	19
图 31: 智能健身设备属于耐用消费品, 产品力为主要驱动力	20
图 32: 家用智能健身设备竞品主要研发模式.....	21

图 33: Keep 跑步机迭代类型	21
图 34: Keep 动感单车迭代类型.....	22
图 35: Keep 智能手环迭代类型.....	22
图 36: 智能运动健身产品分区功能示意图.....	23
图 37: 全球训练器械保持稳健增长 (亿美元, %)	23
图 38: 中国训练器械增速快于北美、欧洲 (亿美元, %)	23
图 39: 我国健身器械市场个规模及增速 (亿元, %)	24
图 40: 消费者希望使用家用器械针对部位 (%)	24
图 41: 我国消费者对于健身设备的需求痛点 (%)	24
图 42: 超过 70%线上跑步机用户集中在 26~45 年龄段 (%)	25
图 43: 低价格带跑步机销量更高 (%)	25
图 44: 智能健身设备收入、增速及营收占比 (百万元, %)	25
图 45: 2019~22 年公司销售 Top 10 产品中智能健身设备保持领先.....	25
图 46: 配套健身产品的核心竞争力为渠道及满足消费者需求.....	26
图 47: 配套运动产品销售额、同比增速及贡献占比 (百万元, %)	26
图 48: Keep 官方商城基于使用场景进行分类.....	27
图 49: Keep 瑜伽垫与其他竞品对比	28
图 50: 2019-2022 年公司营收及增速 (亿元, %)	28
图 51: 2019-2022 年公司经调整净利润 (净亏损) (亿元, %)	28
图 52: 公司毛利率有所波动 (%)	28
图 53: 公司会员订阅及线上付费内容毛利率较高 (%)	28
图 54: 公司销售/管理/研发费用率 (%)	29
图 55: 22 年公司营业利润率、净利率有所改善 (%)	29
图 56: 公司存货周转天数 (天)	29
图 57: 公司应收账款周转天数 (天)	29
图 58: 公司经营活动产生的现金流量净额有所好转	30
图 59: 公司营收拆分	31
图 60: 可比公司估值	32

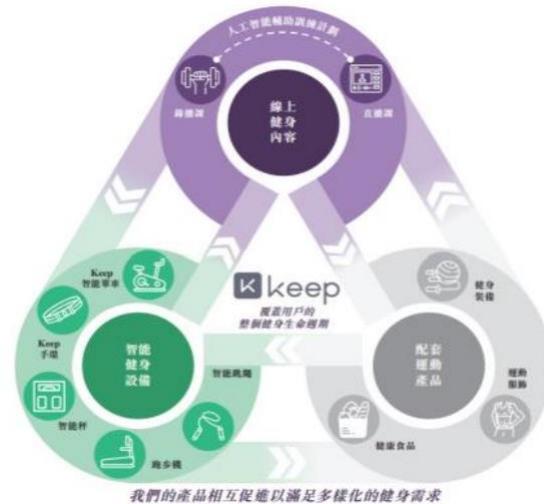
引言

众所周知，Keep 是中国最大的运动社交平台，对于这一点大家没有分歧，而 Keep 上市以来，大家更关注的是 Keep 如何实现盈利，其商业模式是否能够如其所愿形成正反馈闭环？我们将在本报告逐一分析其商业模式形成闭环的过程中面临的困难及其现状和展望。

首先，从赛道的角度，运动健身赛道是中国现阶段重要的消费赛道之一，而 Keep 致力于提供全面的健身解决方案，并且已经取得了较为出色的成果，并在未来进一步强化提升。

其次，从商业模式的角度，根据其招股书，其商业模式通过线上健身内容引流获客、通过智能健身设备与配套健身产品销售变现，并进一步强化用户粘性，从而形成闭环。这一商业模式具有其特殊性和难点，线上健身内容模块更多遵循互联网商业模式（多为流量-广告变现），而智能健身设备和配套健身产品更多遵循消费品商业模式，产品力是其在互联网模式阶段不具备基础优势的难点，且智能健身设备和配套健身产品分别更多遵循耐用消费品和快消品的商业逻辑，Keep 的商业模式鲜有先例可循，我们将在报告的后半部分详细分析其各模块所需的竞争力和公司现状，以及商业模式真正形成闭环、实现盈利的可行性。

图 1: Keep 商业模式

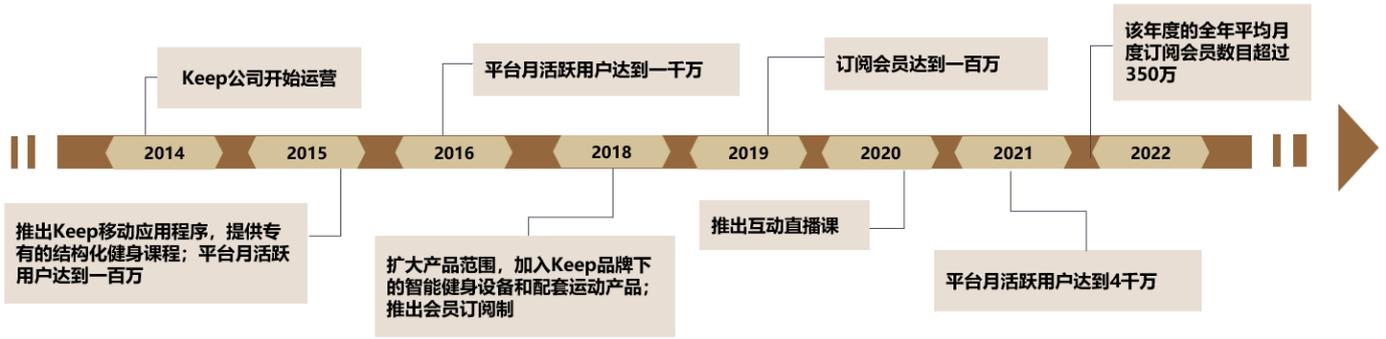


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

1. 公司基本情况：致力提供全面健身解决方案

享互联网健身红利，运动科技生态逐渐布局完善。公司成立于 2014 年，2015 年即正式推出 Keep 移动应用程序，提供专有的结构化健身课程；受益于互联网运动健身热潮，Keep App 使用覆盖率快速提升，至 2016 年平台的月活跃用户已增至 1000 万。2018 年，公司升级为运动科技生态公司，运营模式从单一内容&产品输出扩展到智能健身设备和配套运动产品销售，并推出会员订阅制，全方位启动商业化模式探索，至 2019 年订阅会员达到 100 万。2020 年疫情以来居家健身兴起，公司顺势推出互动直播课带动 MAU 进一步提升，至 2022 年平均月度订阅会员人数已超过 350 万人。公司于 2023 年 7 月 12 日正式上市。

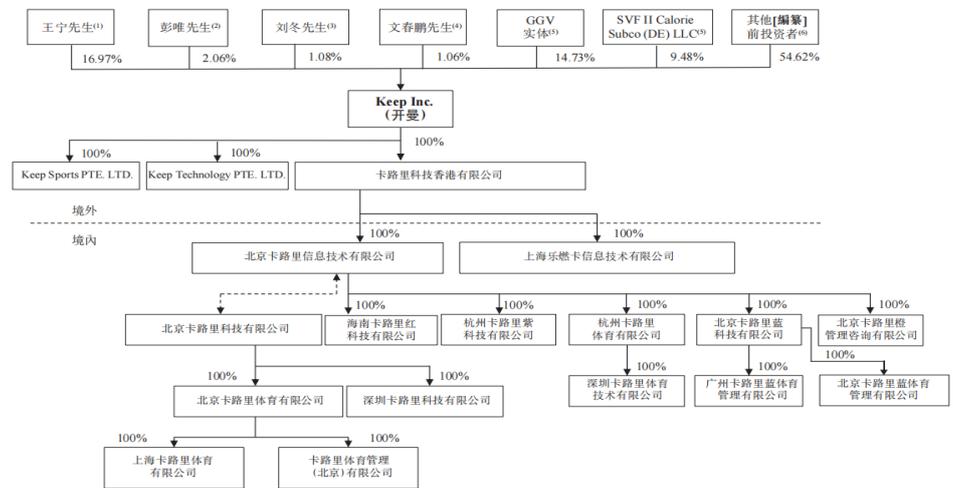
图 2: Keep 的发展历程



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

公司创始人王宁先生持有 16.97% 的股份，为公司实际控制人。GGV 实体(纪源资本)拥有公司 14.73% 的股权，为公司第二大股东，其次软银旗下基金 SVF II Calorie 拥有 9.48% 股权。

图 3：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

公司核心管理团队平均年龄约 40 岁，且均毕业于国内外知名院校，加入 Keep 之前拥有丰富工作机管理经验。创始人王宁担任执行董事、董事会主席、首席执行官，负责公司整体战略、业务发展及管理。联合创始人、执行董事兼线上产品事业部副总裁彭唯先生引入公司专有的结构化课程，其将技术与健身相结合，提升了用户体验。公司联合创始人、执行董事兼运动消费品事业部副总裁刘冬先生在供应链管理和产品设计方面拥有超过 20 年经验。

图 4：公司高管团队

姓名	年龄	职责	履历
王宁	32	执行董事、董事会主席、首席执行官兼创始人。 负责公司整体战略、业务发展及管理	于2014年7月获得北京信息科技大学计算机科学学士学位 毕业后于2014年9月创办Keep
彭唯	36	执行董事、线上运营事业部副总裁及联合创始人。 负责领导及管理Keep的线上平台事业部	于2009年获得天津商业大学应用心理学学士学位，并于2013年7月获得北京大学应用心理学硕士学位 2013年7月至2014年10月担任北京猿力未来科技有限公司产品经理
刘冬	45	执行董事、运动消费品事业部副总裁及联合创始人。负责智能运动消费品事业部整体策略及运营	2000年7月获得西安工业大学机械电子工程学士学位 曾任柒佰(北京)科技发展有限公司的联合创始人兼总裁、广州市久邦数码科技有限公司的总裁助理
黄伟波	43	首席财务官。负责监督公司的财务、法律、风险管理以及投融资	于2001年6月取得中山大学财政及税务学士学位，并于2013年5月取得乔治城大学工商管理硕士学位。 2020年11月加入公司前，曾担任自如的首席财务官、Rongchain Inc. (e袋洗)的执行总裁兼首席财务官、滴滴出行的高级财务总监等

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

2. 内容-互联网逻辑：如何解决“不想动”的痛点与更专业的需求？

Keep 致力于为用户提供全面的健身解决方案，内容是 Keep 最早期以及最核心的模式形态，以 APP 为主要载体，以内容获客-广告费/会员费流量变现为主要商业模式，与大部分互联网公司的商业逻辑趋同。因此对于这一部分，我们按照“流量获取、流量留存、流量变现、流量裂变”几个环节分析 Keep 的竞争力与潜力。

2.1. 流量获取：复盘如何从 0→1，完成市场突围？

作为中国最大的线上健身平台，Keep 拥有超过 3600 万人的月活跃用户，已经证明了在流量获取和流量留存方面的实力，本节讲复盘分析其成功原因，以及接下来会面临的挑战与应对能力。

借风互联网+运动红利，精准定位健身赛道。受益于我国互联网井喷式发展，叠加 2014 年国务院印发《关于发展体育产业促进体育消费的若干意见》，并将全民健身上升为国家战略，Keep 在风口期顺势而起，于 2015 年 2 月上线第一版 App，定位“移动健身教练”。App 上线后 3 个月内从最初内测 4000 名增至 200 万线上用户，截至 2015 年 11 月用户数已经超过 1000 万。2021 年，公司大范围效果类广告投放及明星引流促进快速拉新，年均 MAU 在 2021 年突破 3000 万。

图 5：Keep 创立以来部分重要营销节点梳理及 App 累计用户



具体来看, Keep 为增强平台曝光、获取流量主要可归类以下三种营销方式: 明星&KOL 合作、内容广告投放、以及跨界合作联名。

◇ **明星&KOL 合作:** 由于健身类目内容门槛相对较高, 明星及 KOL 作为传导积极、健康的生活方式, 对用户流量导入起到关键作用。2017 年, Keep 提出“践行者”概念, 并邀请新生代演员李现成为第一位“践行者”、即 Keep 的用户之一, 并推出“李现 HIIT 燃脂挑战”健身课程。2021 年 8 月 Keep 官宣易烱千玺为其代言人。

KOL 方面, Keep 注重与头部 IP 进行内容深度合作。2020 年 8 月帕梅拉宣布入驻 Keep, 入驻当日其账号粉丝量即突破 10 万, 当年 80 套帕梅拉上线课程累计训练人次达 2500 万, 平均每天 11 万+人打卡; 23 年 4 月, Keep 与帕梅拉再度升级合作模式, 将“内容供给方”与“平台方”的关系升级为“共创模式”, 双方基于 Keep 站内用户的运动需求与锻炼痛点联合打造独家会员课程, 为用户提供更适合亚洲用户的运动课程。以帕梅拉此次挑战的《独家内啡肽》课程为例, Keep 根据平台用户对操课内容的使用习惯、内容偏好、燃脂痛点、数据反馈等多种因素, 与帕梅拉进行内容共创, 解决主流人群需求, 将帕梅拉运动内容进行本土化, 为用户带来“按需定制”的全新课程。

◇ **内容广告投放:** 从“功能”到“精神”, 聚焦用户核心驱动力。在不同阶段, Keep 采用不同的 slogan, 契合当下用户心态及平台战略变化。2016 年 Keep 联合创意广告代理商 Karma 推出其第一支广告片并在视频软件、地铁和写字楼中滚动投放, 广告上线 2 天内, 广告 Slogan #自律给我自由#标签在微博热搜热度达 8398.3 万。2017 年, Keep 已经成为涵盖健身、跑步、商城、饮食指导、骑行、记步、运动直播等功能在内的运动平台, 为拓宽使用边界打造“自由运动场”概念广告在户外投放, 甚至把运动场作为广告位, 和产品定位深度衔接。为解决用户抗拒健身的心理, Keep 又陆续打造“怕就对了”、“自律给我们快乐的自由”等 slogan, 向大众强调健身的日常性、易上手性, 直击用户的抗拒心理。

图 6: Keep 不同阶段 Slogan 梳理

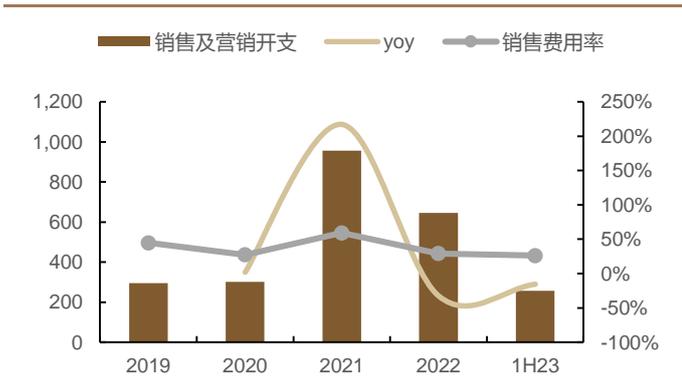


资料来源: 数英网, 搜狐新闻等, 德邦研究所

◇ **跨界联名: Keep 尝试与多种跨界合作方式, 以触达更广阔人群。**2017年8月Keep与摩根天空联合举办“Flo万 Sports & Music Day”运动音乐派对, 以触达两个品牌定位相符的潜在用户群体。2018年Keep与威斯汀集团达成战略合作以科技手段及专业内容赋能酒店行业, 通过客房、跑步路线、健身房各个场景深入的合作, 为商旅人士提供对于不同场景、不同运动需求的全方位满足。另外, 近年来Keep与九阳、玛丽黛佳、Godiva、Swisse、三顿半、乐乐茶等新消费品牌皆有所合作, 覆盖吃喝用环节, 多维度营销破圈。

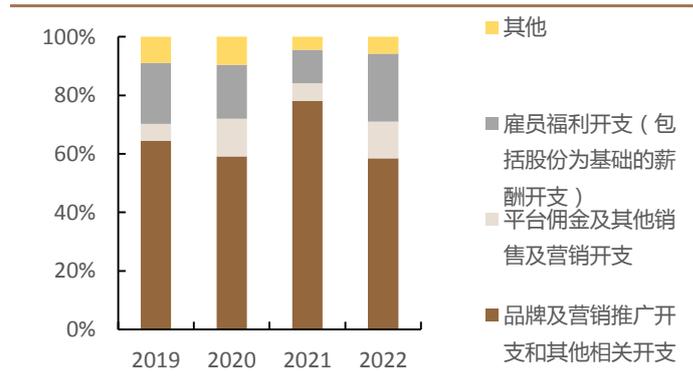
整体投放来看, 2019~21年公司为配合战略路径制定及商业模式的优化, 销售费用率从45%提升至59%, 其中2021年销售费用达9.6亿元; 拆分来看, 销售费用大部分为品牌及营销推广开支, 2021年达到7.5亿元, 占总营收的46%, 主要系公司战略性增加流量获取和品牌推广方面支出以及消费品的营销支出, 以获取、激活和留住用户(对应2021年MAU达到3436万、付费会员达到328万)。2022年以来, 由于Keep平台认知度已明显提升, 公司减少营销推广的投入, 并聚焦至更高效的推广渠道。

图 7: 2022 年起公司销售费用率有所收缩 (百万元, %)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 德邦研究所

图 8: 公司销售费用主要用于品牌及营销推广 (%)



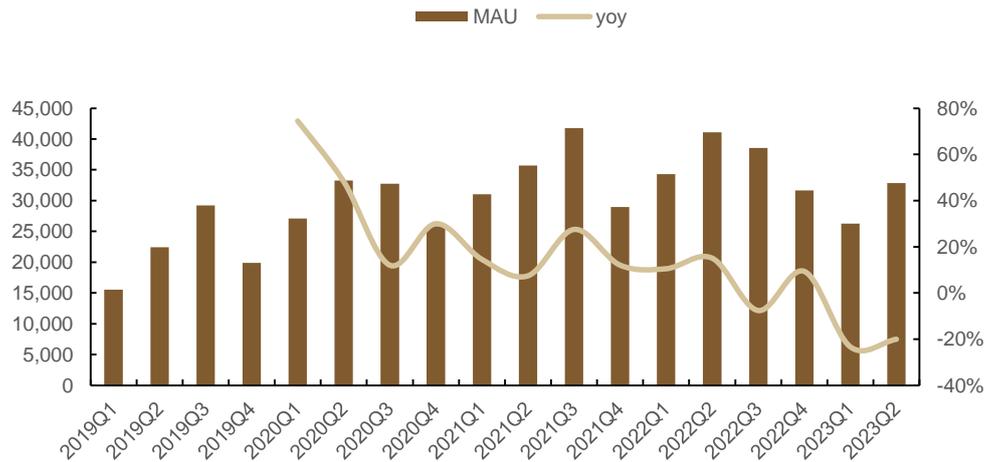
资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

小结: 公司在早期激烈竞争中通过大量营销投放突出重围, 目前已具备较强品牌影响力, 销售费用率从2019年的45%降至2023H1的26%。我们认为公司在流量获取方面已具备显著优势, 未来维持即可, 面临的新挑战较少。

2.2. 流量留存：扎根内容“深与广”，巩固用户习惯

对于健身用户的流量留存——即提升 MAU——需要解决以下两个核心痛点：
(1) 深度：健身有着专业性较高的属性，用户需要专业且系统性的指导，且用户越资深对专业性要求越高，不同的健身目标和训练项目也有不同的专业要求；
(2) 广度：不同水平的用户有不同的产品内容要求，初级用户更大的痛点在于“不想动”，需要通过趣味性、社交属性等等提高其使用频率，而资深用户则或不需要太多趣味性，而需要多维度的深度专业性。因此公司需要对其用户画像进行深度分析、满足其痛点，并同时满足深度和广度两个维度的痛点，才能够实现较高的留存率。

图 9：公司 MAU 及增速（千人，%）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

2.2.1. 深度：专业构筑强大壁垒，AI 赋能动作指导

深度方面，Keep 从基础健身内容规范→体系化课程规划→AIGC 赋能，逐级递进满足用户对专业深度的要求，建立起较高壁垒。

规范健身内容生产流程，提供可视化动作指导。Keep 的结构化课程基于调研用户需求定位后，由课程设计师开始设计和开发内容。Keep 将训练动作梳理整合，拍摄并构建动作库，每个专项课程抽取动作库中动作，并将缺失的内容补充拍摄，从而不断地丰富动作库。另外，在拍摄过程中 Keep 对所有训练动作的抬臂角度、身体幅度、左右跨步距离等做了一系列非常严格的规定，以保证内容在用户在手机上清晰呈现；每个动作展示皆配备步骤、呼吸、动作感觉、常见错误和细节的图文解说，全方位帮助用户规范动作姿势、完成科学运动。

图 10：Keep 结构化课程提供图文详细指导



图 11：Keep 内容生产流程规范



资料来源：Keep App，德邦研究所

资料来源：腾讯研究院，德邦研究所

深挖用户功能性需求，提供梯度化课程+体系化配套规划，全链路提供专业健身指导。Keep 平台基于锻炼的部位及类型进行分类，并根据不同的难度分为 K1~K5，分别代表零基础、初学、进阶、强化、挑战 Level；用户填写自身身体状况及运动偏好后，由系统生成差异化健身计划。而这一套体系由专业健身团队打造，其中 70%来自体育名校、且均拥有 3 年以上执教经验，且拥有国际专业运动科学机构认证。

图 12：Keep 提供梯度化课程+体系化配套健身规划



资料来源：Keep App，德邦研究所

AIGC 赋能专业内容，联动智能设备落子居家智能健身生态。2018 年起公司将 AI 研发提升至战略高度，人工智能+健身成为 Keep 业务重点。一方面，公司利用 AI 根据用户需求和运动进展自动生成结构化课程和训练计划；另一方面将大数据与智能化产品服务结合，通过多维度数据分析，实现硬件与软件的互通。为提供更详细的健身指导和反馈，Keep 通过 AI 技术开发“虚拟教练”功能，即通过 Keep App、KeepKit 或 Keepland，都可将基本智能概念移植到每个环节中，“虚拟教练”在提供课程指导的同时，帮用户练习并进行运动轨迹效果的测评。具体操作上，用户佩戴运动手环后，可借助其内部的传感器采集运动数据绘制运动轨迹，并将用户的运动轨迹和标准库里的动作进行比对，并将需调整之处反馈给用户。

2.2.2. 广度：深挖用户需求点完成迭代，全链路功能覆盖不同阶段用户习惯

广度方面，Keep 根据自身用户画像，深挖用户需求，致力于满足不同阶段和功能的需求，以及在同一需求内提高丰富度。

用户画像：据 QuestMobile 统计，2021 年 2 月健身达人中男/女比例分别为 47.9%/52.1%；分年龄段来看，健身达人中 24 岁及以下人群占比 41%。据 Keep 2020 年 1 月发布的《国民运动生活大赏》，Keepers 平均每周锻炼 4.64 次、锻炼时间 20mins；其中使用频率最高的 Top5 城市为北京、上海、广州、成都、深圳，20:00~21:00 为使用高峰期。高线城市年轻群体为核心用户群体。Keep 围绕其用户画像进行深度挖掘，并解决用户痛点。

Keep 根据用户所属不同阶段进行分区，细化需求与功能对应，提升用户留存。1) 针对新手用户，Keep 在吸引其下载 App 以后，指引其设置初始身体数据、运动偏好、运动能力等指标，并生成个性化运动规划；2) 用户可根据训练部位（腰腹、臀腿、手臂、肩背等）、训练难度（K1~K5）、运动类别（Hiit、普拉提、有

氧、拉伸等) 选择合适的课程。据招股书, 截至 2022 年 12 月 31 日 Keep 已经涵盖 2.12 万节录播课。

图 13: 用户生命周期及使用的功能界面



资料来源: Keep App, 德邦研究所

发力 PUGC 健身内容, 打造可持续内容生态。按不同来源, 线上健身内容可分为 PGC(内部开发制作)、PUGC(健身达人+第三方授权)和 AIGC(人工智能)。PGC 提供结构化课程、录播课、训练计划和直播课, PUGC 提供录播课、预先规划的训练计划及内部制作但由达人演示的直播课, AIGC 根据用户的具体需求和进展自动制作结构化课程和训练计划。

Keep 与达人、健身内容提供商建立广泛合作模式, 平台通常与达人签订 3-5 年合约, 包括内容购买合约、代理协议以及与达人机构的合作协议, 分成模式包括买断和收入分享模式, 合作内容要求包括独家性、首发性、可持续使用性。与此同时, Keep 为创作者提供优质内容协助与平台流量支持, 例如根据用户偏好提供内容建议, 或帮助达人建立粉丝群; Keep 亦于 2021 年即发布“万人伸展计划”, 通过精细化运营助力健身达人“IP”化, 据 Keep 副总裁黄晶晶, “万人伸展计划”预计将投入百亿流量资源和 5000 万现金奖励扶持优质健身内容创作者。

小结: 我们认为, 公司在流量留存方面已经取得了优异的成效, 实现了超过 3600 万人的 MAU 且持续提升。未来来看, 户外运动的兴起将为公司打开新的市场空间, 对于跑步、骑行等户外运动的内容开发与深耕, 将助力公司进一步提高其在“深度”和“广度”方面解决痛点的能力。

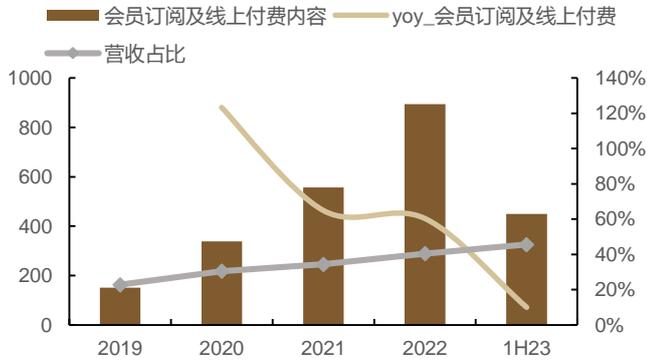
2.3. 流量转化: 如何实现商业化变现?

对于流量转化, 会员费和广告收入是其最直接的重要收入来源之一, 且毛利率高达 50% 以上 (22 年), 其占比提升将对盈利能力提升有重要作用。由于互联网上免费健身内容丰富, 提高会员付费率难度较大, 但 Keep 依然取得了 10% 付费率的优异成绩, 未来仍有提升空间; 广告变现与用户体验具有一定矛盾性, 因此公司在通过广告获取收入方面面临一定取舍平衡。

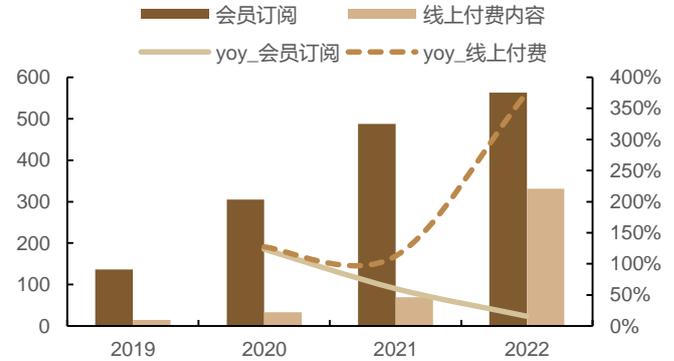
会员订阅&线上付费为规模第二大业务,且2019~22年复合增速达到80.8%,占比提升17.6 Pct至40.4%,1H23占比进一步提升至45.6%。该业务快速提升主要受益于付费内容逐渐丰富带动会员人数增长(付费会员渗透率从2019年的3.5%提升至2022年的10%);以及虚拟赛事规模快速增长。具体来看,2022年会员订阅、线上付费(虚拟赛事收入归入线上付费业务)分别实现营收5.6亿元、3.3亿元,受益于虚拟赛事增长线上付费同比提升375%。

图 14: 会员订阅及线上付费内容、同比增速及占比(百万元, %)

图 15: 会员订阅贡献收入高于线上付费(百万元, %)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 德邦研究所

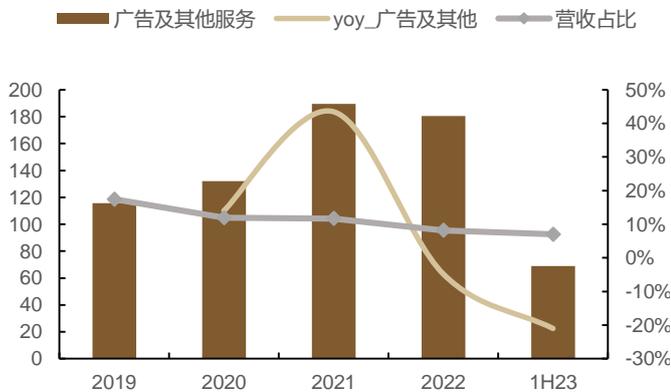


资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

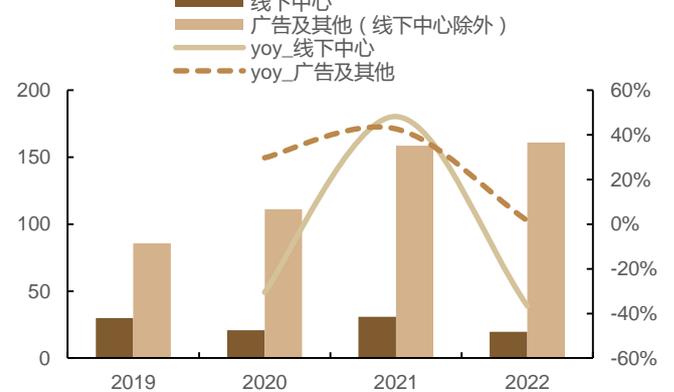
公司与垂直用户深层次联结的优势也吸引品牌商家到 Keep 上进行广告投放。2019~22 年公司的广告及其他服务贡献收入从 1.2 亿元增至 1.8 亿元, 年复合增速为 16%; 1H23 该业务贡献 6900 万元。广告及其他服务可分为广告及其他、线下中心。

图 16: 广告及其他服务收入、同比增速及占比(百万元, %)

图 17: 2022 年起公司广告及其他服务业务同比下滑(百万元, %)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 德邦研究所

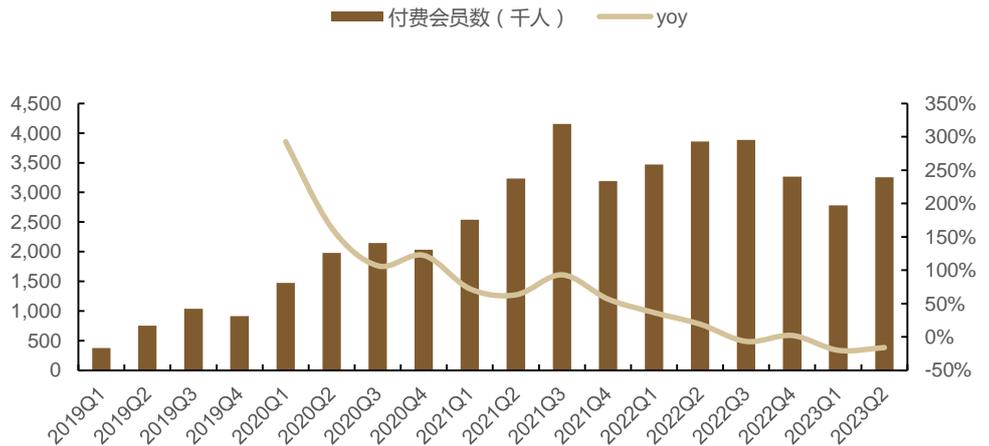


资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

2.3.1. 差异化课程与硬件交互——付费内容变现

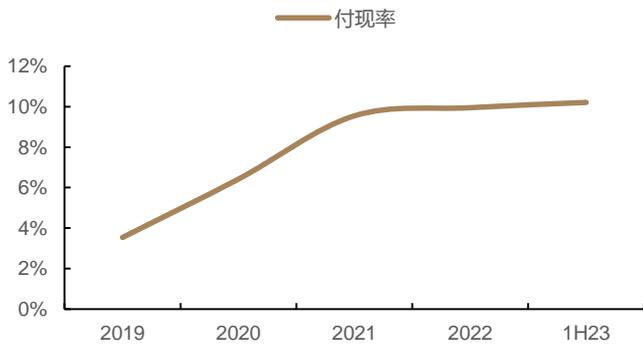
对专业课程即定制化服务有所需求的 Keep 用户转化为付费会员。2019~22 年公司的月均付费会员数从 77 万增长至 36.2 万, 年复合增速达到 68% (快于 MAU 年复合增速 19%); 且类似于 MAU 具有一定的季节性, Q2~3 月均付费会员数高于 Q4~Q1。22 年 12 月以来受线下恢复, 旅游出行、户外运动等活动受欢迎度提升挤压室内健身份额, 付费会员人数有所回落, 23Q1/23Q2 公司的月均付费会员数分别为 278.2/325.3 万人, 同比分别-20%/-16%。从付费会员渗透率来看, 2019~1H23 公司会员转化率(=月均订阅会员/MAU)由 3.5%提升至 10.2%, 2021 年以后转化率增速有所放缓。1H23 公司的付费会员人均付费 13.1 元/月, 较 2021 年有所回升。

图 18: 付费会员数在经历快速增长阶段后略有回落 (千人, %)



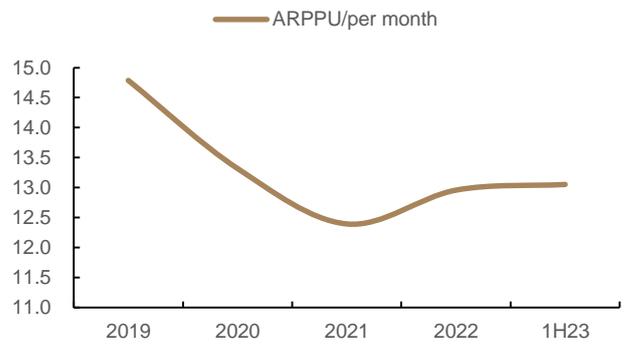
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 德邦研究所 (注: 会员用户是指已订阅 Keep 月度、季度或年度会员套餐的人士, 以及截至制定月份最后一日拥有活跃会员订阅, 不论是否取消后续会员续费)

图 19: Keep 会员付费会员渗透率提升至 10%左右 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 德邦研究所

图 20: Keep 的 ARPPU 在 2021 年触底后有所回升 (元)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 德邦研究所

由于互联网上拥有大量免费健身内容, 健身平台要提高会员渗透率难度较大。而 Keep 能够取得较好的会员渗透率提升成绩, 主要得益于差异化的会员课程内容和硬件交互。

Keep 会员权益分为普通会员、直播畅练卡两种方式。1) 普通会员连续包月、包季、包年会员费分别为 19 元、58 元、218 元 (首月订阅有优惠), 可享受训练计划制定、会员专属课程、饮食分析、商城专属代金券等福利。2) “直播畅练卡”是会员基础升级的新品, 连续包月、包季、包年会员费分别为 28 元、70 元、273 元 (首月订阅有优惠), 在原会员权益基础上增加 5000+节直播课无限畅练、明星教练专属答疑、模拟户外骑行等专属服务、弹幕优先互动等权益。

图 21: Keep 不同等级会员权益梳理



资料来源: Keep App, 德邦研究所

相较于普通用户, 会员权益更加强调计划的颗粒度、可执行程度、与个人的差异化匹配以及场景适配度等, 并且与 Keep 单车、Keep 手环等智能健身设备形成交互, 提升付费会员的忠诚度 (我们将在后面智能硬件章节展开详细分析)。

相比互联网其他平台的免费健身内容, Keep 开发了独家差异化会员课程, 例如重要 IP 帕梅拉与 Keep 的合作中, 虽然全网有较多免费的帕梅拉课程资源, 但帕梅拉与 Keep 基于国内用户的差异化需求推出独家课程:

案例: 「Keep X 帕梅拉」, 头部 IP 与平台合作模式的重要探索

2020 年疫情发生后居家健身迎来热潮, 而德国健身博主帕梅拉也因为其视频在 B 站爆火后入驻国内多个平台; 2020 年 8 月 Keep 正式开启与帕梅拉的合作, 入驻当日即收获 10 万粉丝, 而 Keep 积累的垂直健身用户与帕梅拉粉丝群体高度匹配, 平台与头部 KOL 的优质内容相互协同。

但由于各大视频平台对优质内容创作 IP 的竞争激烈, 内容搬运下同质化内容削弱 IP 破圈效应。2023 年, Keep 与帕梅拉合作继续深化, 推出「内啡肽燃脂操」、「瘦腹黑科技」等平台独家课程; 这一系列课程并不是简单同步现有内容, 而是基于 Keep 用户的数据和需求, 调整课程强度和动作安排, 为亚洲健身人群带来了更高效的训练, 为会员用户提供定制化的增值服务, 当前 Keep 平台上帕梅拉账号粉丝已经达到 1500 万+人, 月跟练人数 516.8 万 (2023.11.15 Keep 平台数据)。据 Keep 会员内容负责人顾申宇表示, 2024 年平台将持续更新与帕梅拉的其他会员独家内容, 并建立专属于粉丝用户的动作库。Keep 与帕梅拉的合作作为平台与头部流量 IP 基于内容的更深度探索, 未来有望复制至其他健身博主, PUGC 内容生态进一步完善。

图 22: 帕梅拉入驻 Keep 平台, 并探索新型合作模式

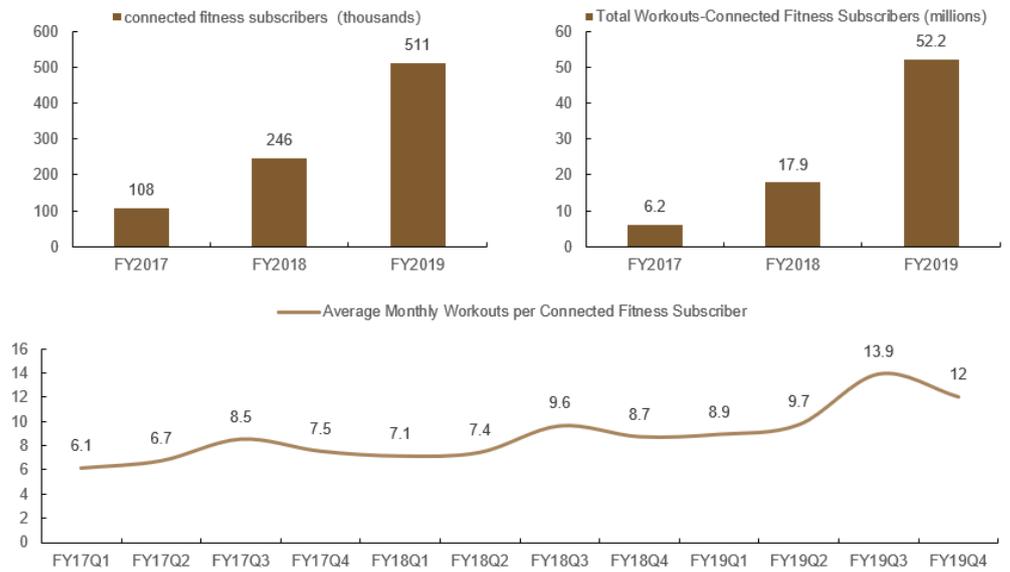


资料来源: 各平台帕梅拉官方账户, Keep App, 德邦研究所 (帕梅拉各平台会员人数统计截至 2023 年 11 月 16 日)

参考海外线上健身龙头 Peloton, 会员转化仍有提升空间。海外线上健身公司 Peloton 通过线上直播课的方式将优质内容、顶级教练及智能硬件整合, 提供一整套家庭健身解决方案。据砺石商业评论, Peloton 的软件订阅产品分为两种: 1) 针对购买了设备的用户, 价格为 39 美元/月, 2) 数字订阅账户, 即仅线上健身课程内容订阅, 价格为 19.49 美元/月。据 Peloton 招股书显示, 从 2016 年 6 月 30 号的 35,135 名设备用户数, 到 2019 年 6 月 30 号的 511,202 名设备用户数, 每年用户增长率 144%; 每名用户月度锻炼次数也有了显著增长, 用户月均锻炼次数从 2017 年的 7.5 次, 增长到了 2019 年的 11.5 次。截至 2019 年 6 月底, 公司共有 140 万注册会员、设备订阅账户 51.1 万、数字订阅账户 10.2 万, 若按

照设备订阅账户/注册会员大致估算，付费转化率大致为 36.5%。对比来看，Keep 约 10% 的转化率仍有较大提升空间。

图 23: Peloton 订阅用户及人均健身次数快速增长



资料来源: Peloton 公司招股书, 砺石商业评论, 德邦研究所

2.3.2. 虚拟赛事, 拓宽边界的商业化探索

虚拟赛事指用户付费报名参与 Keep 发布的各种线上体育赛事——跑步、竞走、骑行、跳绳等运动项目, 达到赛事要求的运动量, 即可获得 Keep 设计的实物奖牌, 形式包含奖牌、徽章、手链等; 每场线上赛事的报名费不等, 大多数集中在 39 元这个价位。

Keep 于 2016 年首次推出虚拟赛事项目, 并与北马、广马等赛事合作承办官方线上合作赛; 2018 年推出“时令赛”, 即每期结合节气或传统节日主题, 此后 Keep 更加重视奖牌设计, 并将其作为“品牌周边”, 提升线上赛事仪式感。2021 年 5 月 Keep 推出“520”主题赛事, 经抖音用户推广介绍关注度大幅提升, 随后 Keep 基于参赛人群进行深入研究, 并梳理出萌系少女、中二少年、热血中年和追求品质生活的轻熟女。其中, 18-26 岁的“萌系少女”是 Keep 锁定的主要目标人群——她们的用户画像有一个很重要的特征, 就是比较喜欢在小红书、抖音等社交平台晒一些生活方式类型的帖子。基于这类用户群体, Keep 于 2021 年 12 月与 Hello Kitty 母公司日本三丽鸥 (Sanrio) 合作, 推出了玉桂狗线上慢跑活动, 吸引了超过 40 万用户付费参与, 相当于过往赛事的 20 多倍; Keep 迎来了首个爆款联名 IP 赛事, 新注册 10 分钟内浏览玉桂狗页面的报名用户超过了 20 万, 付费报名用户超过了 10 万。

据《第一财经》YiMagazine 不完全统计, 2022 全年 Keep 热度最高的前五大赛事, 付费报名人数接近 150 万。其中, 2022 年 10 月推出的“库洛米&美乐蒂系列赛: KU&MM 以爱环绕”线上跑步比赛, 有 56.4 万人报名参与。

图 24: 2022 年 Keep 举办的热门虚拟赛事 (人)



资料来源：第一财经 YiMagazine，公司招股说明书，德邦研究所

“场景电商”变现模式探索，IP 化跨界合作带动破圈效应。据第一财经 YiMagazine 表示，线上虚拟赛事业务主要系一种“场景电商”方式，单场赛事上线时间约 45 天，前期奖牌备货期在 30~60 天，根据每场活动预售情况可大概判断大致订单，并基于后续活动热度翻单补货。赛事业务规模逐渐扩大，一方面可直接贡献营收；另一方面其社交属性具备流量裂变能力，部分热门赛事仅会员可参加，有望提升会员付费率，赛事对拉新、留存、促活、变现环节皆有所助力。

2.3.3. Keepland——克制布局线下业态

Keepland 是 Keep 旗下的线下健身房业务，2018 年 Keepland 最初以自营模式开启，最高峰时在北京、上海开店接近 20 家；而后受制于高额运营成本、行业竞争激烈，Keep 将线下业态进行调整，并于 2022 年正式发布“Keep 优选健身馆计划”，向轻资产转型。该模式由 Keepland 和健身房共同经营，健身房提供场地，Keepland 提供团课教练和课程代运营，在 App 和线下给予流量支持的同时承担一定的运营成本。相比传统健身房，此模式对于健身房而言成本更低、灵活度更高，且用户可按照单次进行付费。

聚焦高线城市职场女性，Keep 品牌 IP 赋能优质课程。Keepland 主要对标一线城市 30 岁以上职场女性，距离近、性价比高的场馆以及燃脂效率高的课程解决这部分用户的核心需求痛点，因此 Keepland 基于一线城市进行轻资产扩张。截至 2023 年 2 月已与北京 100+ 家综合类健身房达成合作；并在课程内容方面重点发力尊巴、疯狂蹦床以及燃脂搏击三大课程。为强化其在内容输出方面的壁垒，公司成立 Keepland 学院，重点培养精英教练，并延伸运营方向管理线、网红达人方向的 IP 线等。

图 25：健身房类型划分

	传统健身房		新式健身房	垂直健身工作室	
	全国连锁	区域连锁		私教工作室	团课工作室
举例	威尔士健身等	奇迹健身、银吉姆健身	乐刻、Keepland 等	中田健身等	Fine YOGA
收费模式	年付费+私教费用		月/次付制+私教费用	私教工作室：年/月付制、课时制 团课工作室：课时制	
服务内容	健身器械、团课、私教课		健身器械、团课、私教课	私教工作室：私教课 团课工作室：单一类型团课（瑜伽、动感单车等）	
门店面积	1000~4000m ²		200~500m ²	100~400m ²	

资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

小结：Keep 在上一阶段能够突破重重竞争，在互联网内容高度同质化的情况

下，通过自身的差异化和体系化内容实现 10% 的付费率，表现已非常优异。当前行业竞争格局已逐步优化，公司在维持头部优势的情况下，进一步通过 AIGC 赋能、虚拟赛事、线下业态等新型方式提高差异化和壁垒，有望实现会员付费率和其他流量变现能力的进一步提升。

2.4. 流量裂变：社交属性裂变获客，形成闭环

Keep 的社区模块强化其社交属性，用户的分享提高了粘性并带来新的用户，形成商业模式闭环。Keeper 社区经多年积累已发展成为高度参与和互动性的运动社区，用户可以使用各种格式（包括图片、视频和文字）在社区发布帖子，记录完成健身活动后的感受，并与其他用户分享他们对特定课程的想法。Keep 利用人工智能功能在社区动态中展示与用户更相关的帖子，增强用户粘性，从而提升用户留存率与活跃度。

图 26: keep 社区包含热门话题、月度活动以及细分兴趣圈层



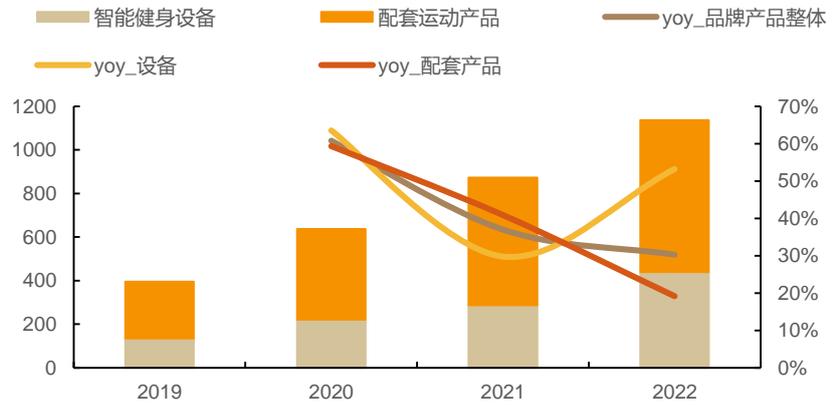
资料来源：Keep APP，德邦研究所

3. 产品-消费品逻辑：从内容流量到消费品的转化能否跑通？

Keep 的消费品业务贡献主要收入（占比约 51%），而消费品业务遵循消费品的商业逻辑和竞争要素（基于 4P 理论：产品，渠道，营销，价格），公司将通过内容搭建的流量生态作为获客渠道和品牌营销基石，逻辑似乎通畅，而产品力和价格定位则是在其互联网内容业务环节不具备基础优势的难点，对其能否持续变现和盈利能力产生关键影响，不同品类的四个维度对竞争影响的权重也不同，我们将在本章节逐一分析。

Keep 的消费品业务包括智能健身设备和配套运动产品两部分。智能健身设备包含智能单车、手环、体重秤以及跑步机，相关产品与线上健身内容协同配合，一方面通过追踪和分析健身行为促进平台优化课程推荐准确度，另一方面可形成更全面用户档案。平台亦提供配套运动产品作为健身设备及内容的补充，主要产品包含瑜伽垫、哑铃、运动服、护具和健康食品等。2022 年智能健身设备/配套产品分别贡献 4.4 亿元/7.0 亿元收入，占总营收的 20%/32%。居家健身、科学健身观念逐渐深入人心，带动智能健身设备增长提速，2019~22 年智能健身设备收入取得 48.1% 复合增长。

图 27: 智能健身设备销售增长快于配套产品（百万元，%）



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

图 28: Keep “运动购” 商城覆盖健身全链路各个环节

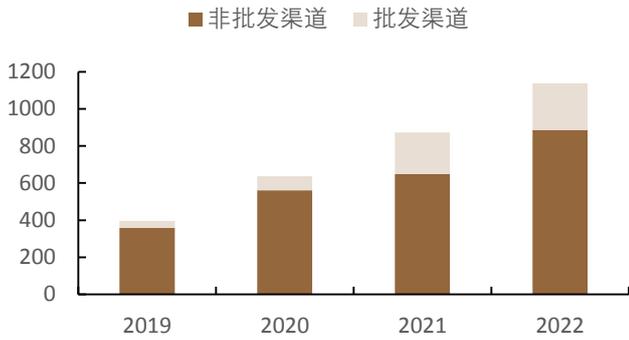


资料来源: Keep App, 德邦研究所

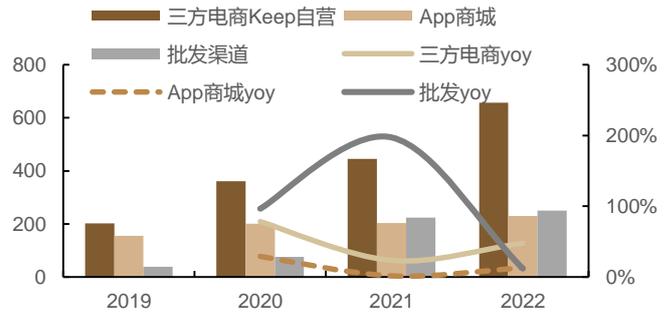
Keep 主要通过 App 网上商城及主要电商平台天猫、京东进行销售。2019~22 年非批发渠道（三方电商自营+App 商城）贡献营收从 3.6 亿元增长至 8.9 亿元，年复合增速达到 35.3%，非批发渠道销售收入占消费品比重从 90%降至 78%；其中第三方电商自营平台 22 年贡献 6.6 亿元，占消费品收入的 57.7%；22 年 Keep App 实现营收 2.3 亿元，占消费品收入的 20.2%（较 19 年占比降低 19Pct）。2019~22 年批发渠道贡献营收从 0.4 亿元增至 2.5 亿元，占消费品比重提升 12.4Pct 至 22.1%。

图 29: 非批发&批发渠道销售收入 (百万元)

图 30: 三方电商、App 商城及批发渠道营收及增速 (百万元, %)



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

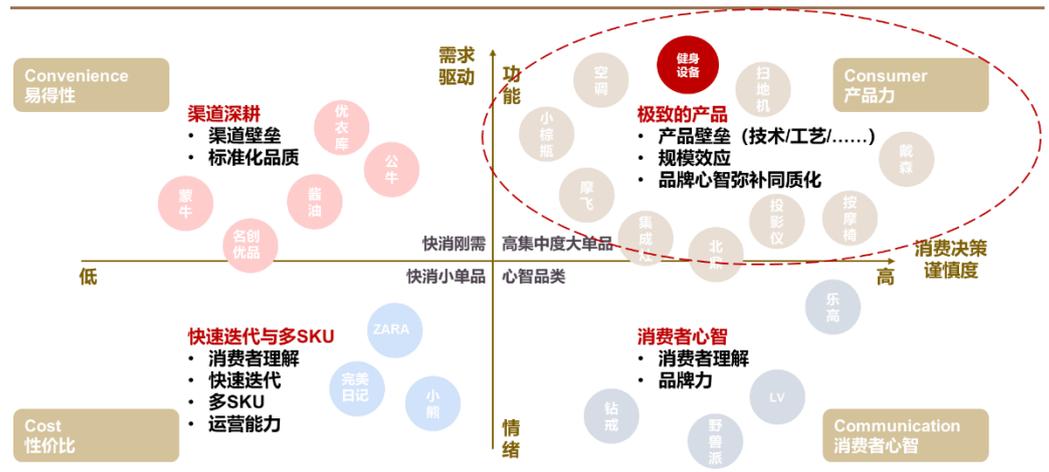


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

3.1. 智能健身设备-耐用品逻辑：产品为王

智能健身设备包括跑步机、动感单车、运动手环等，具有客单价较高、产品壁垒较高、更新周期较长的特点，属于典型的耐用消费品。对于耐用消费品，消费者的决策谨慎度较高，且消费驱动因素主要为功能，在这样的情况下，产品力是这类消费品的最核心竞争力，Keep 的品牌知名度在产品力出色的基础上为其背书，自有 app 平台和各电商平台完善布局的渠道优势为其产品力赋能。

图 31：智能健身设备属于耐用消费品，产品力为主要驱动力



资料来源：德邦研究所绘制（引用自文章《思考随笔：渠道壁垒的底层逻辑是什么？》）

3.1.1. 产品力是否具备显著竞争力？

我们从基础性能研发和生产品质、进阶差异化优势两方面分析其产品力。

(1) 持续研发投入及优质供应商合作，保证基础性能和品质稳定性。Keep 采取“自建团队+供应商合作”模式完成研发环节，并由专业智能健身设备制造商负责生产。2016 年起公司便致力于内容及智能设备的技术研发，据招股书披露，截至 22 年末已获 346 项专利，包含在跑步机、动感单车、智能穿戴设备等多个产品中，涉及产品的硬件外观、结构、交互应用、AI 算法等多个分支。另外，随着公司销售设备逐渐扩充为包含动感单车、划船机、椭圆机、跑步机、Keep Station 运动主机、手环及运动耳机等，覆盖更多应用场景，其合作制造商也由 2019 年的 9 家增至 2022 年的 30 家，包括奋达科技、胜德集团以及群鑫机械等。基于对健

身人群需求痛点的深入理解，叠加外包生产模式，Keep 运动产品从开发到线上发布的周期可控制在 8 个月内。

国内智能健身设备主要竞争者以自建产能为主，我们认为当前家用智能设备的供应链已较为完善，代工/自产不会对产品品质造成太大差异，仅会对成本控制产生可能的差异。1) 小乔科技：以折叠跑步机切入市场，自建生产链。2016 年上线第一款折叠跑步机，并于当年销售额超过 1000 万元；随后的几年中小乔科技陆续成立百人研发团队，并搭建自有工厂，2021 年建设小乔智能生产基地。2) 舒华体育：作为国内科学运动服务商，聚焦全场景智能健身系统与方案，2015 年推出 App 智能互联跑步机，2019 年与华为健康合作；除家用场景外亦发力商用健身、校园体育、康养健身等领域。3) 海外智能家用健身龙头 Peloton 在模式上开创性采用“硬件+内容”闭环体系，例如 Peloton Bike+、Tread+提供更多差异化内容与交互体验；为降低成本、提高供应链效率，Peloton 于 22 年 7 月宣布更改为 100%外包生产，其最大供应商为台湾器械制造商 Rexon。

图 32：家用智能健身设备竞品主要研发模式

	模式	研发	核心产品	生产环节
Keep	“内容+社区+智能硬件及配套设施”模式	自主研发团队，截至22年末共有研发人员232人（包含智能设备开发工程师+建模及人工智能工程师等）	动感单车、划船机、椭圆机、跑步机、Keep Station运动主机、手环等	100%外包生产，截至22年底共30家供应商，包括奋达科技、群鑫机械等
Peloton	“智能硬件+内容”闭环的产业链体系，以规模化延展利润空间	自主研发团队，截至23年6月底共有美国专利170项	动感单车、划船机、跑步机等	分别于2019/2021年收购健身设备制造商 Tonic/Precor，过去采用自产+外包模式；但22年7月宣布简化其供应链，台湾器械制造商Rexon为其第一合作供应商
小乔科技	家用小型跑步机开创者，2019年开启“内容+”战略	2016年9月研发出全球第一台折叠跑步机，2020年成立百人研发团队，于台湾公司GoMore合作算法，用以分析用户体能指标等	家用小型跑步机	一开始采用代加工模式；2017年整合供应链全资建设自主工厂；2021年建设小乔智能生产基地
舒华体育	科学运动服务商，全场景智能健身系统	亚洲人体工学研发设计、拥有专利技术近340项。整合全球体育专家资源。2015年推出App智能互联跑步机，2019年与华为健康合作	椭圆机、动感单车、跑步机、力量综合器械等	自主生产力量训练器、椭圆机、跑步机、单车等运动健身器械；机器由德国、日本等国进口，年产运动器材40万台

资料来源：Keep 招股书说明书，Paloton 公司公告，精练 GymSquare 微信公众号等，德邦研究所

(2) 内容交互带来体验升级，构筑核心差异化产品竞争力。技术根基赋能 Keep “拳头产品”持续迭代，注重更强效能与内容交互性。作为家用智能健身器械，用户对于产品的使用效力、安全性、降噪静音、小巧轻便等维度要求较高，而 Keep 平台自身丰富且多元化的内容为其硬件软件交互提供可畅想空间。公司通过研发不断优化产品的功能性、强化与内容的交互性，改善用户体验感。

a) 家用智能跑步机：2018 年 Keep 首款智能跑步机上市，上市即搭载全方位数据监测并推出系列跑步机课程，提供全程指导。当前该系列已经迭代 5 年。23 年 10 月最新 K4 代跑步机发布，功能性方面首创双扬升坡度结构，相较于单扬升保证坡度调节的安全性和平稳顺滑；另外，keep 洞察到跑者使用过程中可能踩到跑台外壳而跌倒，因此 K4 采用全跑台设计，助力跑者畅跑。

图 33：Keep 跑步机迭代类型

系列名称	K1 (经典款)	K2	K3	K4	W1
推出时间	2018年3月	2020年9月	-	2023年10月	-
功能	减震性和稳定性强；高速运转中噪音分贝仅60分贝；旋钮实现Lighting Connect技术，支持家庭用户各自同步连接	专业减震系统；约60分贝静音/笔记本开合折叠；符合131度人体工学设计；创建安全模式	脚感自适应传统系统；专利悬浮减震；6重降噪控制；智能调速技术	专利悬浮减震；对称双场升结构；9重降噪控制；12档坡度调节	智能压力感应模组；防夹手设计；附带遥控器；运行音量30-50dB；全铝合金压铸，轻薄坚韧
内容交互	连接APP，实时监测及拥有只能跑步教练和课程，能虚拟模拟路线、自动变速	视频课由教练团全程指导带跑，4种类型，5种跑步强度。智能语音，跑步数据可视化	涵盖30节全新跑步课程，五种跑步强度（入门-挑战），专业教练编排，覆盖热身-训练-拉伸，明星教练团全程陪伴，全程语音指导	近百款5种难度进阶的跑步课程。K4可根据课程编排自动调节跑速、语音指导跑步姿势；另外也推出坡度跑步课程，速度、坡度可跟随课程调节	搭载 Keep 专业健走课程，根据课程编排自动调节走速，语音指导走姿，记录分析健走数据
外观设计	52cm跑带	48cm跑带	46.5cm宽大跑台	跑带面积提升约32%	47cm加宽跑道
价格	1799	1799 (标准版) 2299 (定制版)	2499 (舒适版) 3299 (舒适版家用款)	4299	1899
图片					

资料来源：Keep 官方旗舰店，Keep App 官方商城等，德邦研究所

b) 家用智能动感单车：Keep 于 2019 年 10 月推出了首款搭载着 ETM 智能调阻系统的 C1 代动感单车，拥有海量丰富直播及视频课。2021 年对单车进行迭代升级，更新后的 C1 Pro 代单车采用全新 kitOS 系统且配备双运动模式，无限制数量账号使得全家共享，实时弹幕，进一步增强了单车训练的体验感。2013 年 10 月 Keep 推出全新一代 mini 单车，采用人体工学设计与磁控静音设计，智能减阻，另外价格上更具性价比，能够满足不同客户群体的运动需求。

图 34：Keep 动感单车迭代类型

系列名称	C1	C1 Pro	CLR	mini
推出时间	2019年10月	2021年4月		2023年10月
功能	36档阻力智能调控；ETM智能调阻；运行噪音低于40dB;智能旋钮，定制化全彩屏；风景、教练模式骑行方式	36段阻力无极变速；ETM智能调控系统，全新 kitOS 系统；36档阻力智能调控；运行噪音低于40dB；双运动模式，骑行训练双模式，自动变阻	24档阻力智能调控；39dB运行噪音；RPM硬核瘦身骑行	智能自发电，无线充电；人体工学设计，智能减阻；沉浸式感骑，智能强度调节；18档电磁阻力；稳定结构、磁控静音设计；智控彩屏按钮，支持wifi/蓝牙双连接
内容交互	丰富直播课，海量视频课程，搭配超人气专业健身教练；骑行有5种难度，推出互动直播课，keep智能互联，全方位运动数据服务	沉浸式丰富直播课；无数量限制账号，全家共享；语音发弹幕，边练边聊	沉浸式家庭骑行，专业教练指点，海量直播课，量身定制专属骑行计划；骑行中配合手环监测心率	5000+海量课程，大体重专属课，塑造臀腿曲线
外观设计	0.54平方米	0.54平方米	0.55平方米	514mm*1078mm
价格	3599	6599	2499	1799
图片				

资料来源：Keep 官方旗舰店，Keep App 官方商城等，德邦研究所

c) 智能手环：自 2019 年开始 Keep 致力于打造 B 系列智能手环，从第一代 B1 手环到 2022 年的 B4 手环，已经迭代了 4 年。最新的 B4 手环不仅有多种专有进阶功能，实时传输，智能互联，其无限自定义功能为用户提供个人创新式体验，B4 手环所配备的 1.58"AMOLED 屏带来视网膜级的视觉体验。另外 B4 Lite 手环的推出进一步满足了用户对不同功能及价格的需求。

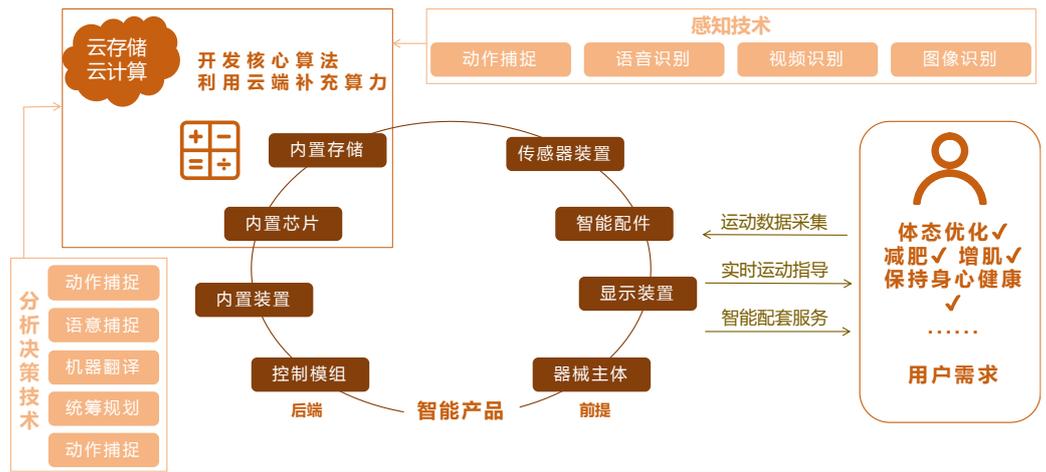
图 35：Keep 智能手环迭代类型

系列名称	B1	B2	B3	B4	B4 Lite
推出时间	2019年4月	2021年4月	2021年9月	2022年4月	2023年8月
功能	高亮LED绿灯加红外光感, 准确监测心率; 6轴传感器配合AI算法, 捕捉运动轨迹	支持触屏; 全天候监测心率、血氧等, 及时震动报警	一触即亮, 盖住息屏; 随时监测血氧情况; 跳绳计次, 课程联动; 常规睡眠、小睡监测; 呼吸训练模式;	展示训练效果、恢复程度; 大屏操控, 视网膜级别视觉体验, 多种专有进阶功能; 四通道监测心率, 实时传输; 裸感佩戴; 智能互联, 运动指导; 无限自定义功能	恢复程度评估; 手环数据同步APP; 全天血氧心率监测; 专享心率跑和操场跑; 智联APP游戏化课程体验
内容交互	随时记录运动数据, 进行语音指导	9种独立运动模式; 游戏化课程, 实现互动弹幕和pk较量	700+Keep官方课程匹配, 10种运动模式, 课程跟踪, 双向操控;	与Keep官方课程智能互联, 实现运动指导。实时同步运动数据, 手势互动击掌打卡。实现天气预报查询、手机移动支付、同步微信新运动	4种进阶互动体验, 40+运动模式; 实现磁吸充电、活动提醒、计时功能、闹钟提醒等功能
外观设计	0.96"AMOLED全面屏	1.1"AMOLED全彩屏	1.47"AMOLED全面屏	1.58"AMOLED屏	1.47"全彩屏
价格	149	199	179	399	349
图片					

资料来源: Keep 官方旗舰店, Keep App 官方商城等, 德邦研究所

(3) 人工智能加持, 多维度传感+数据分析, 聚焦用户健身需求。家用智能健身设备搭载光敏、声敏、压敏等多维度传感器方案, 可通过日常锻炼捕捉用户运动表现及身体数据, 处理后反馈以更专业及差异化运动方案。例如智能跑步机可通过识别用户的运动姿势、跑步频率等进行实时纠错, 并进行阶段性跑步训练的推荐; 而智能健身设备亦可以通过与平台内容产生交互, 更好地帮助用户带来高质量健身体验。

图 36: 智能运动健身产品分区功能示意图



资料来源: 艾瑞咨询, 德邦研究所

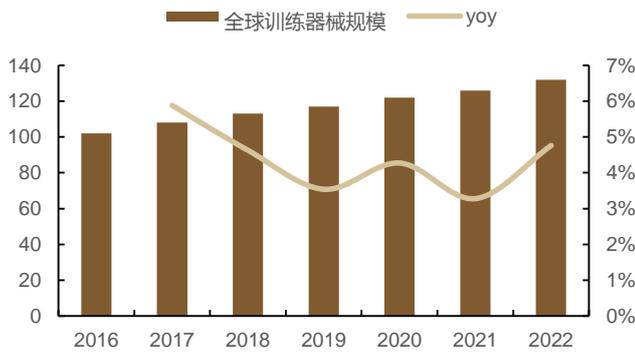
3.1.2. 赛道空间能否支撑其持续增长?

耐用消费品更新周期长、复购率较低, 因此赛道空间决定了其是否能够持续贡献收入。中国人口老龄化和年轻人愈发注重健康的环境下, 健身赛道正进入加速增长的阶段。

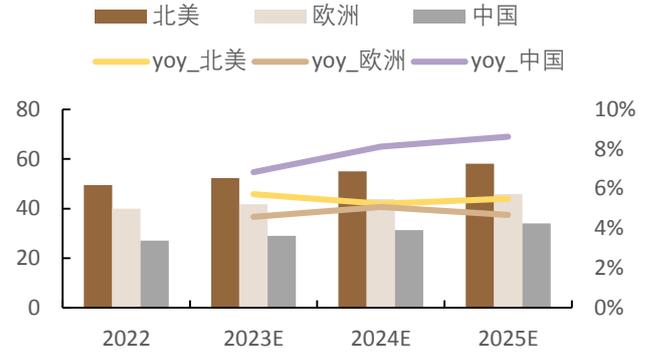
全球训练器械保持稳健增长趋势, 中国增长快于北美、欧洲地区。2016~22年全球训练健身器械规模由 102 亿美元增长至 132 亿美元, 年复合增速 4.4%。分地区来看, 北美、欧洲健身市场发展相对成熟, 2022 年其规模分别为 49.4/39.9 亿美元, 分占全球规模大的 37%/30%; 预计 2023~25 年这两个地区仍保持 5% 左右增长。中国健身市场较发达国家发展较晚, 其 2022 年规模为 27.1 亿美元、占全球的 21%; 2023~25 年中国训练器械规模预计增长快于欧洲、北美, 年复合增速有望达到 8.4%, 至 2025 市场空间有望达到 34 亿美元。

图 37: 全球训练器械保持稳健增长 (亿美元, %)

图 38: 中国训练器械增速快于北美、欧洲 (亿美元, %)



资料来源: 易普咨询, 德邦研究所



资料来源: 易普咨询, 德邦研究所

我国健身器械规模增长势头提升。2015~2021 年中国健身器械规模由 350.2 亿元增至 546.5 亿元，年复合在增速 7.7%；其中 2021 年受益于疫情后大众运动健身意识增强，健身器械规模增速达到 15%。而在疫情背景下，居家健身风潮逐渐盛行，例如根据京东发布的《2022 年健身器材及跑步机消费洞察报告》，家用跑步机领跑健身器材市场扩张，22 年京东开门红后前 10 分钟，跑步机成交额同比增长 200%。

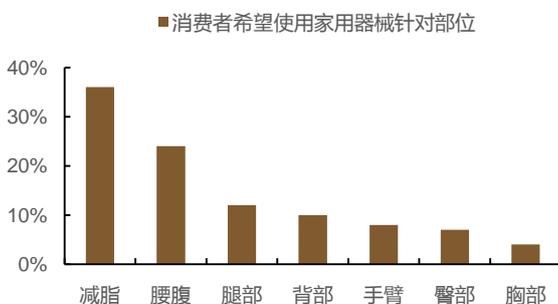
图 39: 我国健身器械市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 华经产业院, 德邦研究所 (注: 此统计口径包含运动配套产品如跳绳等, 与以上两图统计口径不一致)

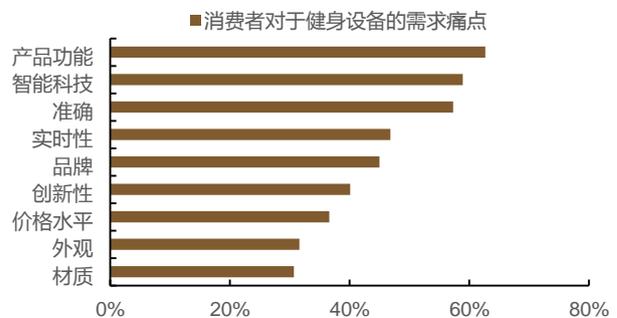
消费者购买家用健身器械最大诉求为减脂，产品的功能性、智能化为最核心购置标准。从购买家用健身器械消费者需求痛点来看，超过 30% 用户希望用于减脂、其次 24% 希望用于腰腹。另外，购置健身设备时，产品功能性、智能化、准确性依然为 Top3 纳入考量的因素。

图 40: 消费者希望使用家用器械针对部位 (%)



资料来源: 艾普思洞察, 德邦研究所

图 41: 我国消费者对于健身设备的需求痛点 (%)

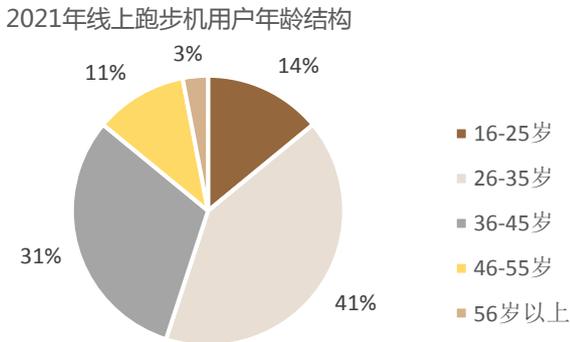


资料来源: 《2021 国民健康洞察报告》, 德邦研究所

年轻人为线上购置跑步机主要群体，性价比依然为重点考量因素。从跑步机用户年龄结构来看，26~35 岁人群占比最高、达到 41%，其次为 36~45 岁人群、占比 31%。从跑步机用户年龄结构的变化来看，85 后增长最快，2019~21 年占比

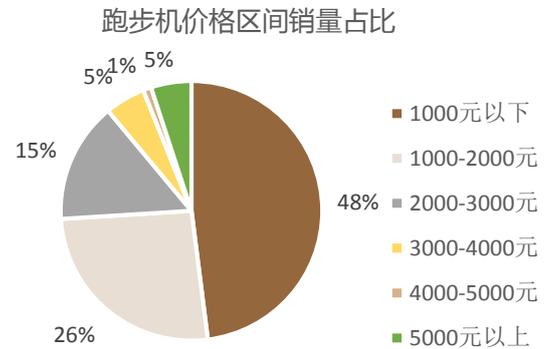
提升 7Pct；聚焦核心消费群体，可折叠、降噪、坡度、减脂效果等，也成为消费者最关注的产品功能。另外，根据艾普思出具的 2021 年 7 月跑步机价格区间 1000 元以下跑步机占比达到 48%、其次为 1000~2000 元产品占到 26%，性价比依然为跑步机品类购置重点考量因素。

图 42：超过 70%线上跑步机用户集中在 26-45 年龄段 (%)



资料来源：京东消费及产业发展研究院，德邦研究所

图 43：低价格带跑步机销量更高 (%)



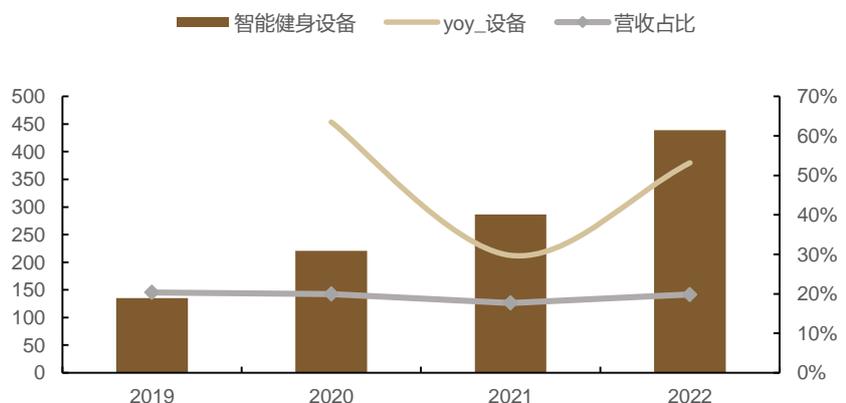
资料来源：艾普思洞察，德邦研究所

3.1.3. 当前成果：多项份额第一

从当前成果来看，根据招股书，Keep 的智能单车累计销量已在 2022 年取得国内第一的市场份额；根据 2022 年天猫双 11 战报数据 Keep 在双 11 期间全品类健身产品购买量创新高，总销量达到 1.14 亿；其中 Keep 动感单车比年初销量翻了 10 倍，以超 40% 的市占率稳居动感单车类目榜首，且其中 Mini 动感单车双 11 获天猫动感单车热卖榜、加购榜、好评榜第一，全年销量破 10 万台。Keep 在当前的市场份额数据已阶段性验证其在智能健身设备消费品领域的实力与竞争力。

2018 年 Keep 推出智能健身设备销售业务，借助强大技术驱动产品开发能力，并联动丰富的内容平台，为用户提供全面、个性化的健身体验。2019~22 年智能健身设备销售收入从 1.4 亿元增至 4.4 亿元，年复合增长 48.1%；且占总营收比重维持 20% 左右。

图 44：智能健身设备收入、增速及营收占比 (百万元, %)



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

当前主要智能健身设备包括智能单车、手环、智能秤和跑步机等。据 Keep 招股书披露，2019~22 年期间，手环、跑步机、单车类拳头产品保持领先。

图 45：2019~22 年公司销售 Top 10 产品中智能健身设备保持领先

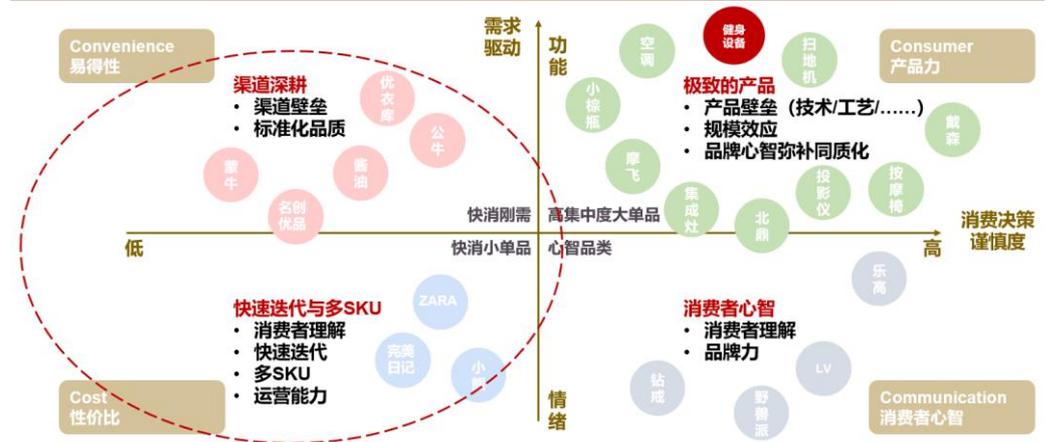
TOP10销售排名	TOP1	TOP2	TOP3	4	5	6	7	8	9	10
2019	Keep跑步机经典版	Keep智能手环B1	弹力带	Keep智能体脂秤S1	加宽加厚健身垫	Keep筋膜枪定制版	Keep健走机W1	肌肉放松泡沫轴经典款&便携款	即食鸡胸肉	加厚健身垫
2020	Keep跑步机经典版	Keep智能单车专业版	加宽加厚健身垫	Keep手环B1	Keep智能体脂秤SE (蓝牙版)	肌肉放松泡沫轴经典款&便携款	Keep跑步机时尚版&探索版	Keep筋膜枪G1	Keep健走机W1	体位线健身垫
2021	Keep智能单车专业版&基础版	Keep手环B2	Keep跑步机时尚版&探索版	加宽加厚健身垫	Keep筋膜枪G1	Keep跑步机经典版	Keep计数跳绳R1	Keep智能体脂秤SE (蓝牙版)	即食鸡胸肉	Keep手环B3
2022	Keep手环B3	Keep智能单车迷你版	Keep智能单车专业版	加宽加厚健身垫	Keep计数跳绳SR1	Keep跑步机舒适版	高蛋白黑巧松脆球	Keep手环B2	Keep智能体脂秤SE (蓝牙版)	Keep智能单车基准版22

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

3.2. 配套产品-快消品逻辑：渠道为王

Keep 的配套产品业务主要包括瑜伽垫、运动服等，具有客单价低、复购率高、产品壁垒较低等特点，符合快消品的商业逻辑，根据我们对消费品的四象限划分介于第二象限和第三象限（满足功能需求为主，但部分消费者更加注重瑜伽垫、运动服等产品的外观，基于较高的情绪需求购买，因此介于第二和第三象限之间）。对于这类消费品，渠道和满足消费者需求的新品是核心竞争力，Keep APP 则为非常合适的渠道，在主流电商平台也均有布局。

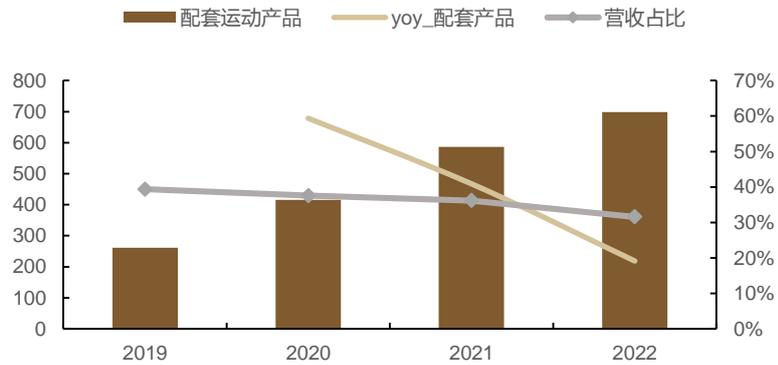
图 46：配套健身产品的核心竞争力为渠道及满足消费者需求



资料来源：德邦研究所绘制（引用自文章《思考随笔：渠道壁垒的底层逻辑是什么？》）

对于新品设计与需求挖掘，Keep 也具备天然优势。基于用户规模的不断增长与用户积极反馈的正循环积累，Keep 识别用户尚未满足的需求，并推出配套设备作为线上健身内容和智能器械的补充。公司的配套产品包括瑜伽垫、哑铃、运动服、护具等，2019~22 年公司的配套产品销售额从 2.6 亿元增至 7.0 亿元，年复合增速达到 38.8%，占总营收比重由 39.3% 下降至 31.6%。

图 47：配套运动产品销售额、同比增速及贡献占比（百万元，%）



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

品牌效应“辐射”，将大众商品做到品质化，围绕健身打造生态圈。Keep 销售的配套运动产品由于产品壁垒及价格较低，行业集中度较为分散，可供消费者选择的产品及品牌多，消费者选择也较为困难，如果能出现品牌力强、产品颜值高、产品足够解决痛点、品质优异、价格合理的产品，很容易成为消费者选择的对象。而 Keep 通过硬核健身内容已然实现大众破圈，品牌效应为其销售的产品赋能，从而完成消费的转化。与此同时，该产品为易耗品、复购频次高，Keep 在保持大众价位的基础上做到高品质，基于专业健身平台的优势足够了解消费者的需求痛点而研发产品，并且在 APP 内设商城可直接选购，提升内容活跃用户向购买产品的转化。Keep 的瑜伽垫已于 2022 年实现 18.3% 的市场份额，位居国内第一，阶段性验证了其商业逻辑与竞争力。

◇ 产品分析：大众价位下做到极致，品牌力带动转化

Keep 官方 App 商城在售配套产品包含运动装备、服饰以及健康食品。官方商城根据使用场景（增肌塑性、全身燃脂、舒缓瑜伽等）对配套装备进行划分，与 Keep 内容平台课程相对应，方便 Keep 用户基于课程中产生的需求进行购买选择。内容引导购买的方式加强转化，打造健身环节生态闭环。

图 48: Keep 官方商城基于使用场景进行分类



资料来源：Keep App 官方商城，德邦研究所

大众价位下将品质做到极致，同时 Keep 健身基因因为产品带来背书。公司的配套设备定位大众价位，以瑜伽垫为例，Keep App 在售瑜伽垫共有 10 余款，可按照材质（减震、耐磨 TPU、天然橡胶）、宽度（61~70cm、80~90cm、100cm 以上）、场景（健身垫、瑜伽垫、跳绳跳操垫）进行选购，价格在 59~249 元区间。据 Keep 上市招股书，按商品交易总量计算，Keep 是 22 年国内最大瑜伽垫品牌，

市场份额达到 18.3%。

图 49: Keep 瑜伽垫与其他竞品对比

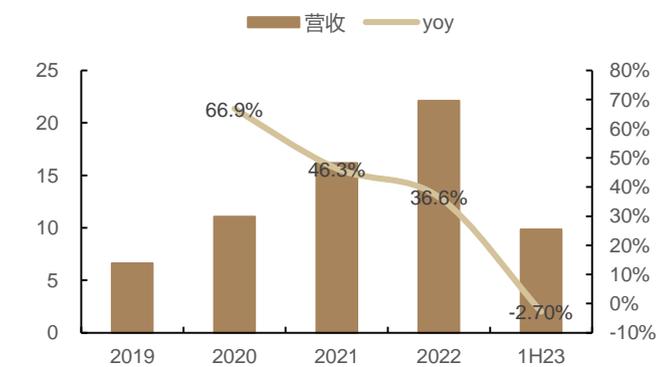
系列名称	Keep瑜伽垫系列			其他品牌瑜伽垫			
	Keep加厚加宽瑜伽垫	Keep跳绳垫	Keep男士健身垫	yottoy加厚加宽瑜伽垫	中歌印花体位线瑜伽垫	佑美跳绳垫	奥义男士健身垫
功能	指状防滑;秒速回弹;减震隔音;印刷体位线	双面防滑;柔软回弹;低噪音干扰;耐用不变形;七分抓地,用绳区域	双面防滑;韧性回弹;驱污减菌;耐撕抗压;一体成型;清洗便捷	双面防滑;回弹减震;高回弹不塌陷;印刷体位线	仿藤设计,加厚弹力回弹;8-BALANCE体位线系	双面防滑;回弹力强;静音降噪;划分跳跃,用绳区域	快速回弹;柔软减菌;强抗撕裂;一体成型;防水防汗
外观设计	80cm*183cm	70cm*150cm	61cm*183cm	80cm*185cm	80cm*185cm	62.5cm*140cm	80cm*185cm
价格(元)	99	79	69	69	35	48.9	69
图片							

资料来源:各品牌天猫旗舰店,德邦研究所

4. 财务分析:收入高增,利润减亏,整体向好

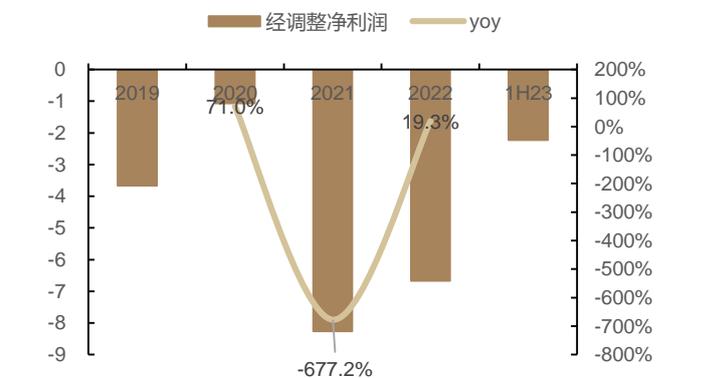
收入规模持续增长,推广费用拖累短期业绩。营收方面,2019~22年公司营收持续高速增长,3年复合增速达49%,主要系自有品牌运动产品、会员订阅及线上付费内容所得收入增长带动,2022年公司营收规模提升至22.1亿元。1H23公司总营收同比下滑2.7%,其中得益于虚拟赛事带动会员订阅及线上付费内容收入增长。净利润方面,2019/20年公司经调整亏损分别为3.7/1.1亿元、亏损有所收窄,为扩大业务规模、提升长期盈利能力,公司策略性增加流量获取和品牌推广方面开支,21/22年经调整净亏损8.3/6.7亿元,亏损幅度有所扩大;1H23公司调整后净亏损2.2亿元,同比减亏主要得益于销售费用、管理费用等收窄。

图 50: 2019-2022 年公司营收及增速(亿元, %)



资料来源:公司招股说明书,德邦研究所

图 51: 2019-2022 年公司经调整净利润(净亏损)(亿元, %)

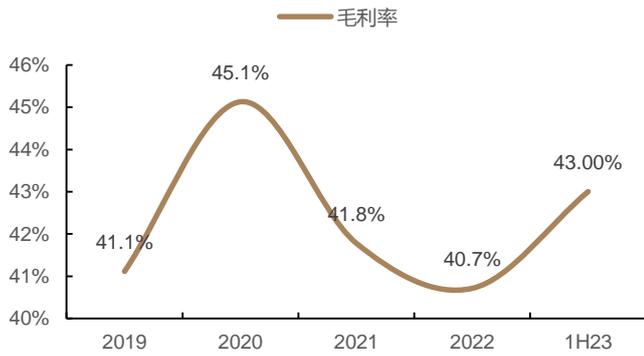


资料来源:公司招股说明书,德邦研究所(注:调整后净亏损=年度亏损(包含少数股东损益)+以股份为基础的薪酬开支+可转换可赎回优先股公允价值变动)

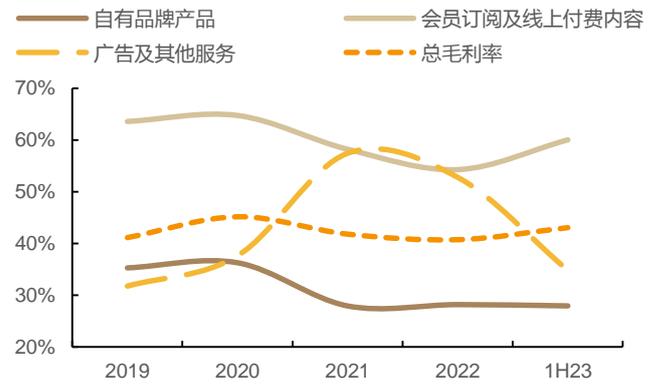
业务规模扩充、结构调整导致毛利率波动。2019~22年公司的毛利率稳定在40%+,其中2021年毛利率同比-3.3 Pct至41.8%,主要系折扣加深拖累部分产品毛利率、以及供应内容扩充拉低线上付费毛利率;22年毛利率40.7%(-1.1 Pct),主要系1)虚拟体育赛事收入贡献占总营收比重上升,以及2)疫情影响Keepland业务导致广告和其他分部毛利率下降。

图 52: 公司毛利率有所波动(%)

图 53: 公司会员订阅及线上付费内容毛利率较高(%)



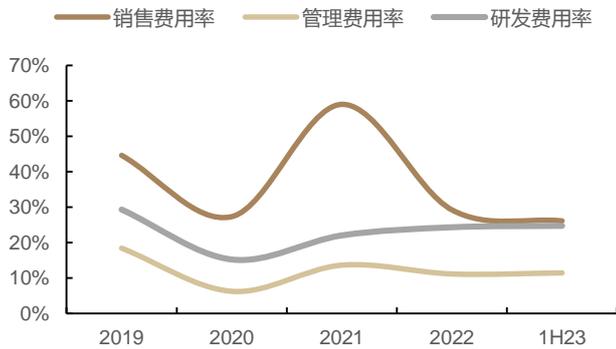
资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所



资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

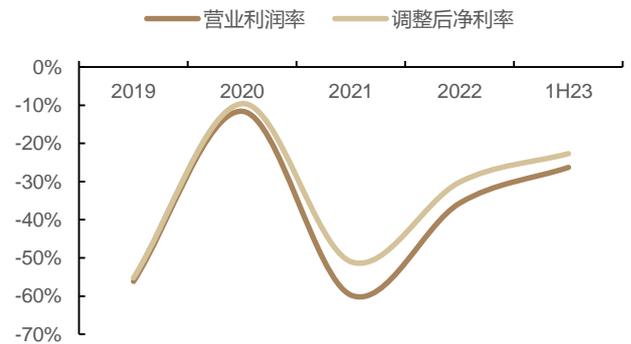
销售及营销为最大经营开支，22年营业利润率、净利率改善。公司销售费用率整体处于较高水平、且波动较大，2021年提升至59%主要系公司策略性增加用户获取及品牌推广开支，22年随着营收规模增长、推广效率提升销售费用率降至29.2%；1H23销售费用率26.1%、较22年进一步改善。公司的管理费用率整体有所改善，22年/1H23分别为11.1%/11.4%，主要得益于人员成本改善。由于当前公司以优化商业模式、提升份额及业务协同为主，2019~22年营业利润率、调整后净利率为负，其中22年分别为-35.7%/-30.2%；1H23分别为-26.3%/-22.7%进一步改善。

图 54：公司销售/管理/研发费用率 (%)



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 55：22年公司营业利润率、净利率有所改善 (%)

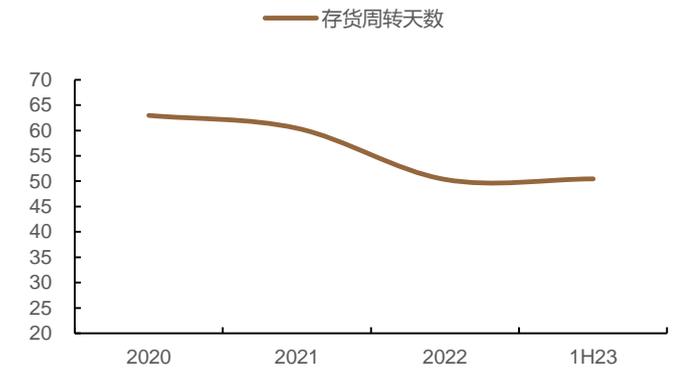


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所（调整后净利率采用调整后净亏损/总营收，其中调整后净亏损=年度亏损（包含少数股东损益）+以股份为基础的薪酬开支+可转换可赎回优先股公允价值变动）

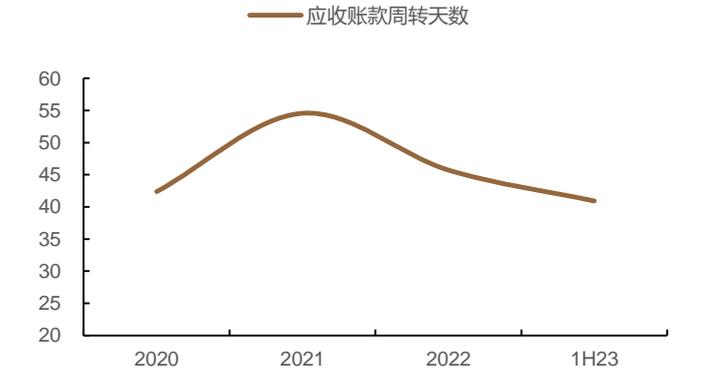
营运能力方面，2019~1H23 公司的存货周转逐渐改善，存货水平控制合理，1H23 库存周转天数为 50.4 天；2021 公司的应收账款周转天数上升至 54.6 天，2022 年以来逐渐下降，1H23 其应收账款周转天数为 40.9 天。

图 56：公司存货周转天数 (天)

图 57：公司应收账款周转天数 (天)



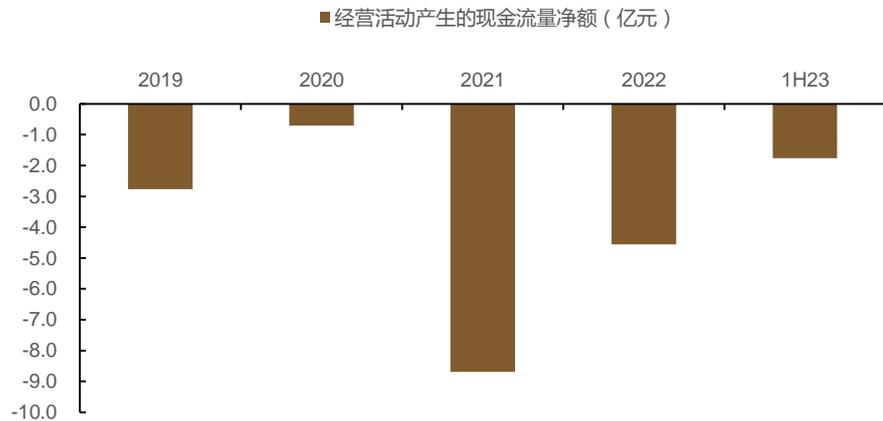
资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所



资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

现金流方面，2019~1H23 公司的经营性现金流净额变动趋势与调整后净利变动基本一致，其中 2021~1H23 公司的经营性现金流净额分别为-8.7 亿元、-4.6 亿元、-1.8 亿元，得益于亏损收窄，现金流亦取得改善。

图 58：公司经营活动产生的现金流量净额有所好转



资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计公司 23~25 年分别实现营收 20.9、22.6、24.8 亿元，分别同比-6%、+8%、+10%。分业务来看：

- 1) **自有品牌产品**：由于 2022 年疫情居家高基数、预计 2023 年自有品牌产品销售同比下滑；随品类扩张（增加食品、服饰等高毛利品类）以及智能健身设备的进一步普及，24~25 年保持中单位数左右稳健增长；
- 2) **会员订阅及付费内容**：预计 23~25 年会员订阅及付费内容分别实现 9.5/10.8/12.4 亿元，分别同增 6.3%/13.1%/15.6%。其中，随 Keep 平台内容丰富度进一步提升叠加精准的营销投放，健身定位人群用户触达逐渐饱和导致 MAU 增速较 22 年（增速 6%）继续放缓，预计 2023~25 年 MAU 保持低个位数增长；预计 23~25 年会员渗透率保持平稳在 10~11% 水平；单个会员月度付费模式预计变动较小，ARPPU 预计低个位数增长。基于以上假设，我们预计 2023~25 年会员订阅收入分别为 5.2/5.5/6.1 亿元，

分别同比-7%/+5%/+11%。线上付费内容受益于虚拟赛事,预计23~25年增速分别为29%/23%/20%。

3) 广告及其他服务:预计23~25年分别实现营收1.73/1.76/1.8亿元,分别同比-4.3%、+2%、+2%。

毛利率方面,预计23~25年公司的毛利率分别为44.5%、47.8%、49.5%,随自有品牌产品品类调整、服饰食品等高毛利率占比提升,叠加随Keep内容积累形成规模效应、平均制作成本降低,品牌和部分内容部分毛利率均有提升。

费用方面,预计23~25年公司的销售费用率分别为24.1%、22.1%、19.5%,公司调整其广告费用投放战略,减少高成本效果类广告带动销售费用率逐渐降低;管理费用率相对平稳,随人效提升预计分别为10.9%、9.1%、7.5%。

图 59: 公司营收拆分

单位:百万元, %	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	663	1,107	1,620	2,212	2,087	2,263	2,484
yoy		67%	46%	37%	-6%	8%	10%
分业务拆分							
自有品牌产品	396	637	872	1137	964	1012	1062
yoy		60.8%	37.0%	30.3%	-15.2%	5.0%	5.0%
占总营收比重 (%)	60%	58%	54%	51%	46%	45%	43%
会员订阅及线上付费内容	151	338	558	894	950	1075	1242
yoy		123.4%	65.0%	60.4%	6.3%	13.1%	15.6%
占总营收比重 (%)	23%	31%	34%	40%	46%	48%	50%
其中:会员订阅	137	305	488	563	524	550	612
yoy		123.3%	59.9%	15.4%	-7.0%	5.0%	11.3%
占总营收比重 (%)	21%	28%	30%	25%	25%	24%	25%
其中:线上付费内容	14	33	70	331	427	525	630
yoy		127.0%	112.3%	375.0%	28.8%	23%	20%
占总营收比重 (%)	2%	3%	4%	15%	20%	23%	25%
广告及其他服务	116	132	190	180	173	176	180
yoy		14.1%	43.5%	-4.8%	-4.3%	2.0%	2.0%
占总营收比重 (%)	17%	12%	12%	8%	8%	8%	7%
毛利	273	499	677	900	929	1080	1230
yoy		82.8%	35.7%	32.9%	3.3%	16.3%	13.8%
合计毛利率	41.2%	45.1%	41.8%	40.7%	44.5%	47.8%	49.5%
其中:自有品牌产品	35.3%	36.3%	27.9%	28.2%	28.4%	31.5%	34.2%
会员订阅&付费内容	63.6%	64.8%	58.2%	54.2%	61%	62.2%	62.1%
广告及其他	31.7%	37.6%	57.4%	52.8%	42.7%	53.0%	53.0%

资料来源:公司招股说明书,公司公告,德邦研究所测算

5.2. 估值及投资建议

我们认为,Keep的互联网内容获客+消费品变现的商业模式具有其独特性和难点,Keep作为全国最大的线上健身平台,在内容获客方面已取得显著优势,并预计随着其内容进一步优化有望强化这一优势,付费会员渗透率也在同质化免费内容较多的行业生态下、通过其差异化和体系化内容,2022年实现了高达10%的成绩,并有望进一步提升;而在消费品变现方面,公司在不具备消费品产品力先天优势的情况下,通过自身对健身的专业优势与痛点理解,积极投入研发,并通过内容交互实现差异化优势与壁垒,实现瑜伽垫等品类全国份额第一的成绩,未来有望在其他品类复制其优势。综上,我们认为公司已阶段性验证其商业模式跑

通的可能性，并有望在接下来进一步扩大收入、减亏并逐步实现盈利，在中国人口老龄化、大众愈发重视运动健康的大环境下，作为中国最大的线上健身平台，持续深化为消费者提供与健身相关的全链路服务。

我们预计公司 2023~25 年收入分别为 20.9/22.6/24.8 亿元，同比-6%/+8%/+10%，调整后净利分别为-3.2 亿元、-1.9 亿元、+0.17 亿元（注：调整后净亏损=年度亏损（包含少数股东损益）+以股份为基础的薪酬开支+可转换可赎回优先股公允价值变动），至 2025 年有望通过降本增效实现盈亏平衡。考虑到 Keep 主要围绕运动健身建立全链路生态，对应我们选择舒华体育、中体产业、莱茵体育作为可比公司；而 Keep 在线上健身垂类优势突出，与同为 APP 细分垂类龙头的 Boss 直聘具有一定的相似性。我们采用 PS 估值法，可比公司 2023~25 年平均 PS 分别为 5.1/4.3/3.7。考虑到 Keep 在健身垂类 App 用户活跃度显著领先，其差异化优质健身内容、智能健身设备及配套产品进一步强化用户粘性，形成健身生态闭环，我们给予公司 2024 年 7 倍 PS，对应目标市值 174.04 亿港元，首次覆盖予以“买入”评级。

图 60：可比公司估值

公司	市值 (亿元)	营收 (亿元人民币)				PS			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
舒华体育	44.87	13.52	15.41	17.63	20.56	3.3	2.9	2.5	2.2
中体产业	81.85	14.31	18.15	19.73	21.04	5.7	4.5	4.1	3.9
莱茵体育	26.45	4.74	6.08	6.94	7.94	5.6	4.4	3.8	3.3
Boss直聘	71.88	45.11	58.56	74.51	92.91	11.3	8.7	6.9	5.5
平均	-	-	-	-	-	6.5	5.1	4.3	3.7
Keep	151.66	22.12	20.87	22.63	24.84	6.2	6.6	6.1	5.6

资料来源：Wind，德邦研究所（注：keep 市值对应为港元，营收为人民币，采用 2023 年 12 月 1 日港元兑人民币汇率为 0.91；可比公司中 Boss 直聘市值对应为美元，营收为人民币，采用 2023 年 12 月 1 日美元兑人民币汇率 7.11；可比公司市值对应 2023 年 12 月 1 日数据。可比公司采用 wind 一致预测。）

6. 风险提示

平台获客成本增加：由于公司聚焦运动健身垂类，后续活跃用户及付费会员的增长可能会放缓，导致获客成本增加。

行业竞争加剧：1) 内容方面，随国内线上健身蓬勃发展，抖音、B 站、小红书等平台均有健身博主入驻以及相关内容投放，健身内容同质化以及各平台展开内容竞争可能导致平台用户流失；2) 硬件方面，公司在智能健身设备、运动服饰、运动食品等维度皆面临竞争。

供应链管理：公司在售产品采购均来自第三方供应商，若选择的供应商或包装商存在质量问题，或面临部件成本增加、交货时间延迟等问题，均会影响公司的销售。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024	2025
每股指标(元)				
每股收益	-0.53	2.02	-0.45	-0.06
每股净资产	-14.29	-12.26	-12.72	-12.77
每股经营现金流	-0.87	-0.55	0.17	0.26
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	12.97	-57.82	-470.03
P/B	0.00	-2.14	-2.06	-2.06
P/S	0.00	6.61	6.10	5.56
EV/EBITDA	3.40	-39.75	-196.05	99.97
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.7%	44.5%	47.8%	49.5%
净利润率	-4.7%	51.0%	-10.5%	-1.2%
净资产收益率	1.4%	-16.5%	3.6%	0.4%
资产回报率	-4.0%	27.3%	-6.3%	-0.8%
投资回报率	7.2%	4.6%	1.0%	-2.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	36.6%	-5.6%	8.4%	9.8%
EBIT 增长率	-38.3%	-44.7%	-76.4%	-302.3%
净利润增长率	96.4%	1117.7%	-122.4%	87.7%
偿债能力指标				
资产负债率	385.2%	265.2%	275.9%	276.2%
流动比率	3.6	4.3	3.6	3.5
速动比率	3.4	4.1	3.5	3.3
现金比率	2.5	2.6	1.7	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	45.7	54.4	63.5	63.1
存货周转天数	50.3	52.8	50.1	45.3
总资产周转率	0.8	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	70.7	68.2	73.9	81.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024	2025
净利润	-105	1064	-239	-29
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	57	0	0	0
非经营收益	-515	-1316	198	198
营运资金变动	107	-35	128	-34
经营活动现金流	-456	-287	87	135
资产	-20	15	15	15
投资	462	-450	-456	-372
其他	18	1355	-195	-189
投资活动现金流	460	920	-636	-546
债权募资	-13	0	0	0
股权募资	-2	0	0	0
其他	-52	-10	-10	-12
融资活动现金流	-67	-10	-10	-12
现金净流量	19	623	-559	-423

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 1 日
 资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024	2025
营业总收入	2213	2087	2263	2484
营业成本	1311	1157	1182	1254
毛利率%	40.7%	44.5%	47.8%	49.5%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	646	503	500	484
营业费用率%	29.2%	24.1%	22.1%	19.5%
管理费用	246	227	206	186
管理费用率%	11.1%	10.9%	9.1%	7.5%
研发费用	537	490	443	420
研发费用率%	24.3%	23.5%	19.6%	16.9%
EBIT	-527	-291	-69	139
财务费用	-20	-29	-18	-17
财务费用率%	-0.9%	-1.4%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失				
投资收益	0	0	0	0
营业利润	-728	-291	-69	139
营业外收支	625	1355	-170	-169
利润总额	-104	1064	-239	-29
EBITDA	-470	-291	-69	139
所得税	1	0	0	0
有效所得税率%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-105	1064	-239	-29

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024	2025
货币资金	1672	2295	1736	1313
应收账款及应收票据	252	379	419	452
存货	168	172	157	159
其它流动资产	338	894	1336	1747
流动资产合计	2429	3740	3648	3670
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	31	31	31	31
在建工程				
无形资产	100	85	70	55
非流动资产合计	74	45	52	56
资产总计	2634	3901	3801	3811
短期借款	75	75	75	75
应付票据及应付账款	154	203	190	194
预收账款				
其它流动负债	438	593	744	780
流动负债合计	667	871	1009	1049
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	9477	9477	9477	9477
非流动负债合计	9477	9477	9477	9477
负债总计	10144	10347	10486	10525
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	-7510	-6446	-6685	-6714
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2634	3901	3801	3811

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。