

KEEP (03650.HK)

消费品业务增速稳健，营销投入拖累短期利润

优于大市

核心观点

2024 年收入小幅下滑 3.4%，体育大年营销投放增加。2024 年总营收 20.66 亿元，同比下滑 3.4%，主要受线上体育赛事收入在 2023 年高基数基础上有所减少拖累。毛利率持续优化，同比+1.8pct 至 46.7%，其中主要受益于自有品牌业务、会员及线上付费业务毛利率提升。销售费用同比+33.1%至 7.58 亿元，销售费用率同比+10.1pct，其中主要系品牌及营销推广费用同比+57.2%至 4.69 亿元，大幅增长主要因体育大年及 app 升级 8.0 版本公司全方位发声、8 月智能手表上线宣传、以及海外 app 初始投放；其他费用率基本保持稳定，经调整净亏损 4.70 亿元（同比扩大 59.0%）。

自有品牌业务增速稳健，线上赛事受基数影响收入下滑。1) **自有品牌运动产品：**收入 9.54 亿元（+0.8%），其中装备及服装品类增长 16%，智能手表 Pilot1 上市 4 个月销量超 1.2 万台；毛利率 31.7%（+4.0pct），受益装备/服装等高毛利品类占比提升；2) **线上会员及付费内容：**收入 9.18 亿元（-7.8%），赛事收入受 2023 年高基数影响同比下降，但会员订阅收入实现正增长；毛利率 64.3%（+1.5pct）；3) **广告及其他：**收入 1.94 亿元（-1.0%），其中线下健身房业务过去拖累整体利润，已在年末收尾关停；毛利率 37.3%（-0.3pct）。

户外场景拓展成功，AI 布局持续推进。平均月活用户(MAU)2992 万（+0.6%），户外场景拓展成效初显，骑行、球类等小众运动用户同比增长 30%，K 马系列赛事吸引新生代跑者，户外用户规模与室内健身用户基本持平；付费渗透率 10.6%，同比基本稳定；ARPPU 提升至 5.8 元/月活。AI 布局持续推进，6000 多节官方课程中 AIGC 课程占比达 14%，海外 AI 健身应用 FitPulse 等实现 100%AI 生成内容；近期公司上线运动健康垂直模型 Kinetic.ai，推出 AI 教练卡卡，实现动态训练计划生成。

风险提示：宏观经济疲软；行业竞争加剧；月活量持续下降；系统性风险。

投资建议：消费品带动增长，减亏趋势向好，关注 AI 布局未来效益转化。

公司 2024 年消费品业务稳健增长，尤其装备和服装品类达到 16%的增长，未来预计消费品业务也将成为公司收入增长及盈利改善的有力支撑。根据年报披露，公司有望在 2025 年实现盈亏平衡。此外公司持续布局 AI，AI 带来的用户量及付费率提升有望在 2026-2027 年进一步体现。我们上调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 经调净利润为 0.00/0.65/1.31 亿元（前值为 -0.5/+0.3 亿元）；上调目标价至 6.2-6.6 港元（前值为 5.9-6.3 港元），对应 2025 年 PS 1.4-1.5x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,138	2,066	2,156	2,325	2,487
(+/-%)	-3.3%	-3.4%	4.4%	7.9%	6.9%
调整后净利润(百万元)	-295	-470	-0	65	131
(+/-%)	—	—	—	—	100.3%
每股收益(元)	-1.12	-1.79	-0.00	0.25	0.50
调整后净利率	-13.8%	-22.7%	-0.0%	2.8%	5.2%
净资产收益率(ROE)	—	—	-4.2%	0.0%	4.0%
市盈率(PE)-调整后	-8.1	-5.1	—	36.9	18.4
市销率(PS)	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
市净率(PB)	—	—	1.5	1.5	1.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

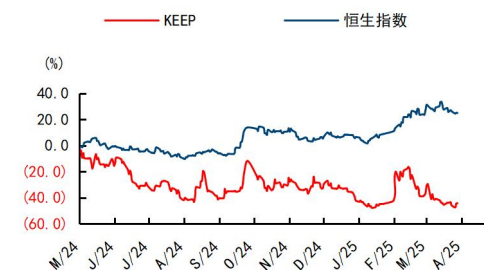
社会服务·体育 II

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn S0980520040004
证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004	证券分析师：刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn S0980523070003
证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn S0980524030003	证券分析师：杨玉莹 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	6.20 - 6.60 港元
收盘价	4.98 港元
总市值/流通市值	2618/2618 百万港元
52 周最高价/最低价	9.76/4.04 港元
近 3 个月日均成交额	60.82 百万港元

市场走势

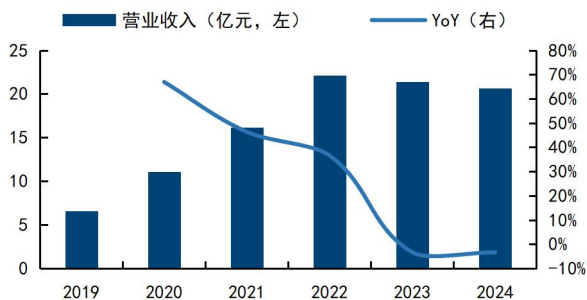


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

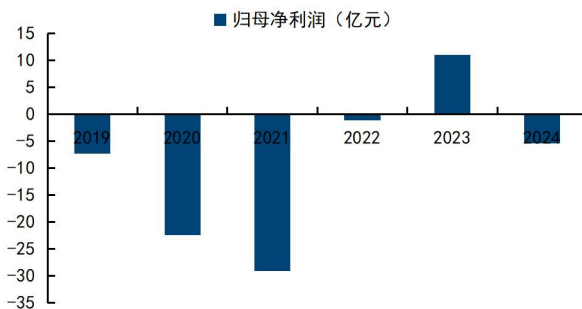
- 《KEEP (03650.HK) -会员渗透率提升顺利，亏损持续收窄》——2024-08-30
- 《KEEP (03650.HK) -2023 年收入下降 3%，经调净利润减亏明显》——2024-04-01
- 《KEEP (03650.HK) -国内在线健身龙头，乘运动健身之风成长》——2023-12-07

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



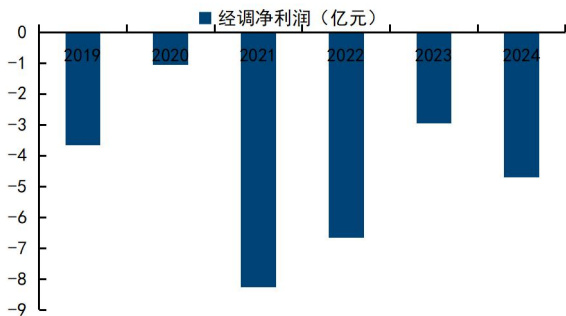
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润



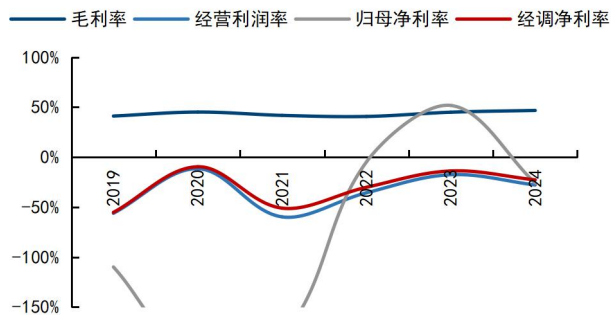
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司经调净利润



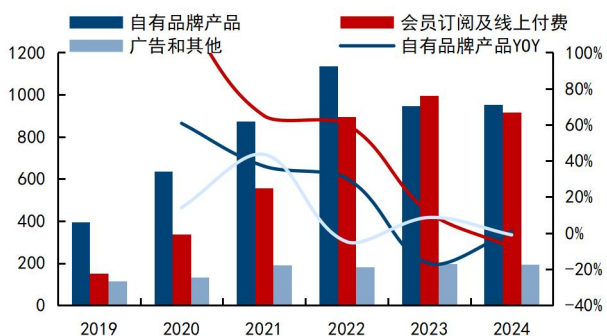
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润率水平



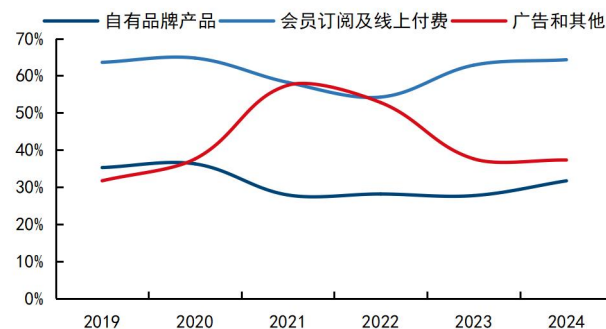
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司分业务收入及增长



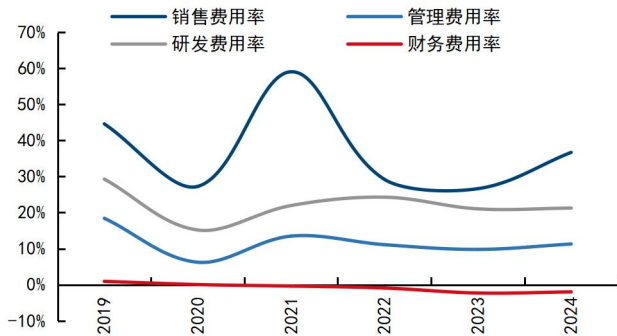
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司分业务毛利率



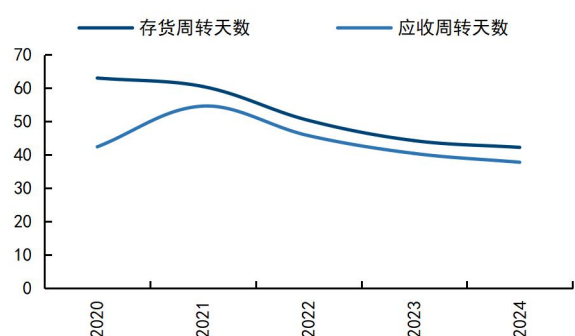
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司存货和应收周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：消费品带动增长，减亏趋势向好，关注 AI 布局未来效益转化

公司 2024 年消费品业务稳健增长，尤其装备和服装品类达到 16% 的增长，公司在消费品方面精细化运营，提升供应链效率和研发效率，随著规模效应的持续释放，叠加经营效率持续提升，推动收入规模与利润结构的双向稳步改善，未来预计消费品业务也将成为公司收入增长及盈利改善的有力支撑。根据年报披露，公司有望在 2025 年实现盈亏平衡。此外公司持续布局 AI，AI 带来的用户量及付费率提升有望在 2026-2027 年进一步体现。

基于消费品业务的出色表现，我们上调公司 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年经调净利润为 0.00/0.65/1.31 亿元（2025-2026 年前值为 -0.5/+0.3 亿元）；基于盈利预测上调及盈利持续向好，上调目标价至 6.2-6.6 港元（前值为 5.9-6.3 港元），对应 2025 年 PS 1.4-1.5x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表（2025 年 4 月 2 日）

	市值 亿美元	2023-2025E 收入 CAGR	收入（亿美元）			PS		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
lululemon	323.0	12%	96.2	108.5	119.7	3.4	3.0	2.7
Peloton	24.3	5%	27.1	28.2	30.1	0.9	0.9	0.8
安踏体育*	311.4	13%	85.7	97.4	109.1	3.6	3.2	2.9
technogym	17.4	9%	8.7	9.6	10.3	2.0	1.8	1.7
ONON	138.3	27%	20.0	25.5	32.2	6.9	5.4	4.3
KEEP*	3.4	0%	3.1	3.0	3.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：彭博，国信证券经济研究所；备注：除安踏体育、KEEP 外的其余公司收入预测值来自彭博一致预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1613	1613	1934	1726	1668	营业收入	2138	2066	2156	2325	2487
应收款项	403	403	406	406	400	营业成本	1176	1100	1094	1155	1211
存货净额	121	121	118	95	99	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	1	0	0	0	销售费用	646	569	530	568	604
流动资产合计	2291	2292	2612	2474	2562	管理费用	984	815	655	660	664
固定资产	18	18	14	11	7	财务费用	(20)	(49)	(38)	(38)	(39)
无形资产及其他	74	74	98	90	83	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	52	66	66	66	66	资产减值及公允价值变动	665	1432	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(386)	(1597)	19	19	19
资产总计	2435	2449	2790	2640	2717	营业利润	(369)	(534)	(66)	0	65
短期借款及交易性金融负债	10	10	100	40	50	营业外净收支	1475	0	0	0	0
应付款项	189	157	184	79	66	利润总额	1106	(534)	(66)	0	65
其他流动负债	334	359	336	351	365	所得税费用	0	1	0	0	0
流动负债合计	532	527	619	470	482	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1106	(535)	(66)	0	65
其他长期负债	43	43	43	43	43						
长期负债合计	43	43	43	43	43	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	576	570	663	513	525	净利润	1106	(535)	(66)	0	65
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1873	1356	1572	1572	1638	折旧摊销	56	56	11	11	11
负债和股东权益总计	2449	1926	2235	2086	2163	公允价值变动损失	(665)	(1432)	0	0	0
						财务费用	(20)	(49)	(38)	(38)	(39)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(9458)	(19)	3	(66)	3
每股收益-调整后	(1.12)	(1.79)	(0.00)	0.25	0.50	其它	8642	1930	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(319)	0	(51)	(55)	79
每股净资产	3.6	2.6	3.0	3.0	3.1	资本开支	0	(1432)	0	0	0
ROIC	—	—	-4%	-2%	1%	其它投资现金流	54	0	0	(92)	(148)
ROE	—	—	-4%	0%	4%	投资活动现金流	103	0	0	(92)	(148)
毛利率	45%	47%	49%	50%	51%	权益性融资	0	0	282	0	0
EBITMargin	-31%	-20%	-5%	-2%	1%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDAMargin	-29%	-18%	-5%	-2%	1%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-3%	-3%	4%	8%	7%	其它融资现金流	156	0	90	(60)	10
经调整净利润增长率	—	—	—	—	100%	融资活动现金流	156	0	372	(60)	10
资产负债率	24%	29%	30%	25%	24%	现金净变动	(59)	0	321	(207)	(59)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1672	1613	1613	1934	1726
P/E-调整后	(8.1)	(5.1)	—	36.9	18.4	货币资金的期末余额	1613	1613	1934	1726	1668
P/B	—	—	1.5	1.5	1.5	企业自由现金流	(10070)	(1814)	(101)	(105)	29
EV/EBITDA	(5.2)	(8.7)	(31.4)	(79.7)	122.1	权益自由现金流	(9894)	(1765)	41	(112)	88

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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所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