

➤ **运动科技领域龙头, 25H1 扭亏为盈。**公司作为中国运动科技领域的佼佼者, 通过创新的“内容获客+消费品变现”商业模式, 打造了覆盖“内容+硬件+服务”的全链路运动健康生态体系, 主营业务包括自有品牌运动产品、线上会员及付费内容、广告及其他服务三大类。2025 年上半年, 公司全面深化 AI 战略, 成功部署 AI 基础架构重构系统平台, 分阶段将核心工具与功能流重组为 AI 教练服务; 同时主动精简非核心低效体量, 优化产品结构, 助力盈利能力改善, 尽管总体营收水平同比下降, 但经调整净利润达到人民币 0.10 亿元, 首次实现扭亏为盈, 同时毛利率同比提升 6.2 个百分点至 52.2%。

➤ **线上化+AI 工具重构健身场景商业价值:** 在多重因素共同驱动下, 我国健身行业市场规模快速增长, 同时线上化、智能化的趋势愈发凸显, 线上健身平台有望迎来发展新机遇。2025 年, 随着以 Deepseek 为代表的开源模型引起广泛关注, 低成本高性能的 AI 大模型与各行各业相结合的门槛显著降低, 驱动了海量应用场景商业价值的裂变。在运动健身领域, AI 与线上平台有机结合, 为解决行业核心商业痛点提供了可靠工具。

➤ **“All in AI” 战略激活硬件+软件的协同联动:** 通过建立“内容获客+消费品变现”的商业模式, KEEP 构建了“硬件 + 软件”协同联动的运动生态体系, 硬件产品为软件服务提供数据支撑, 软件场景则反哺硬件销售, 形成公司的核心竞争力。2025 年, 公司以“All in AI”推动战略转型, 以 AI 教练为核心的产品矩阵持续丰富, 进一步催化用户满意度和客单价的提升。与海外 AI 教练形态相似相关产品功能进行对比, KEEP AI 教练在个性化运动方案制定、实时训练指导和更全能的答疑解惑方面具备优势。而依托公司自有品牌运动产品的产品矩阵, 未来 KEEP 有望将 AI 教练功能与智能硬件相结合, 驱动更深层次的价值裂变。

➤ **投资建议:** KEEP 作为国内线上运动 APP 龙头, 有望在 AI 教练等新品发布后实现订阅用户与 ARUP 的双重提升。公司当前既有极高的安全边际又有很大的向上弹性:

➤ 1) 只考虑 2025 年订阅+AI 业务收入, 公司当前市值仅对应 5 倍 PS, 已经处于国内外主流 SaaS 产品较低估值水平;

➤ 2) 预计 2026 年新订阅产品 AI 教练有望取得 2 亿元以上的 ARR, 审慎参考当前国内外 AI 产品 30-50 倍及更高 PS 的估值水平, 仅 AI 教练就对应 60-100 亿元的潜在市值空间。

➤ 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

➤ **风险提示:** AI 商业化落地不及预期, 智慧健身行业竞争加剧。

推荐

首次评级

当前价格:

5.99 港元

**分析师 吕伟**

执业证书: S0100521110003

邮箱: lvwei_yj@glms.com.cn

研究助理 白青瑞

执业证书: S0100124010021

邮箱: baiqingrui@glms.com.cn

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,066	1,795	1,994	2,220
增长率 (%)	-3.4	-13.1	11.1	11.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	-535	51	107	205
增长率 (%)	-148.4	109.5	109.7	92.6
每股收益 (元)	-1.02	0.10	0.20	0.39
PE	/	56	27	14
PB	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价, 汇率 1HKD=0.91RMB)

目录

1 运动科技领域龙头，25H1 扭亏为盈	3
1.1 构建“内容+硬件+服务”的全生态闭环	3
1.2 战略调整实现扭亏为盈，毛利率同比改善	5
2 线上化+AI 工具重构健身场景商业价值	7
2.1 健身行业市场空间可期，线上化趋势明显	7
2.2 AI 赋能运动健身领域，解决行业核心痛点	9
3 “All in AI”战略激活硬件+软件的协同联动	10
3.1 软硬件协同一体，生态闭环驱动用户触达	10
3.2 KEEP 的 AI 探索：以 AI 教练为中心的产品矩阵	12
3.3 对比海外 AI 教练：关注智能设备与线上平台的协同性	16
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测假设与业务拆分	19
4.2 估值分析	20
4.3 投资建议	21
5 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

1 运动科技领域龙头，25H1 扭亏为盈

1.1 构建“内容+硬件+服务”的全生态闭环

KEEP 成立于 2014 年，作为中国运动科技领域的佼佼者，以“激发每一次运动，让世界充满活力”为使命，通过创新的“内容获客+消费品变现”商业模式，打造了覆盖“内容+硬件+服务”的全链路运动健康生态体系。

1) 自有品牌运动产品是 KEEP 流量转化与商业变现的关键支撑，涵盖智能健身设备与配套运动产品两大类。

智能健身设备：以产品为传播内容的关键载体，产品包括跑步机、动感单车、智能手环等。以数据为核心的可穿戴设备能够紧密连接用户，跨越不同运动场景、类别，并拉长交互时间段，实现无缝的数据互联和分析，进一步增强公司的数据基础。KEEP 采用“自建团队 + 供应商合作”的研发模式，在产品研发中融入平台丰富的运动数据与专业内容，实现产品功能与用户运动需求的深度匹配，形成差异化竞争优势。例如，2024 年 8 月推出的首款智能运动手表“KEEP Watch Pilot 1”凭借精准的运动监测功能、丰富的运动模式以及与 KEEP APP 的无缝连接，市场反响热烈。据 KEEP 官方公众号发布内容，该手表上市 4 个月销量突破 1.2 万台，成为智能硬件业务的新增长点。

配套运动产品：以渠道建设为关键抓手的快消品运营框架下，产品端重点拓展瑜伽垫、运动服装等品类，通过精准匹配用户运动场景需求。公司依托平台强大的品牌影响力与精准的用户画像，通过线上 APP 商城、各大电商平台以及线下@合作门店等多元化渠道，实现产品的广泛触达。同时，KEEP 注重产品的场景化营销，将配套运动产品与平台内的各类运动课程、训练计划相结合，激发用户的购买欲望。

图1: KEEP Watch Pilot 1



资料来源：新华网，民生证券研究院

2) 线上会员及付费内容：KEEP 内容生态的核心板块，通过提供多元化、差异化的课程服务，实现用户流量的高效转化与长期留存。

内容供给多元化：KEEP 以 PGC (专业生成内容) 为基础，引入 PUGC (用户生成内容) 和 AIGC (人工智能生成内容) 作为补充，构建起丰富且梯度化的课程体系。截至 2024 年底，平台累计录播课程超过 40000 节，课程内容涵盖功能性力量训练、体态改善、舞蹈等热门运动类型，满足了从运动新手到专业爱好者等不同层次用户的多样化需求。

会员服务精细化：KEEP 采用“普通会员 + 直播畅练卡”的分级权益体系，为会员提供专属课程、个性化饮食分析、智能硬件交互等多元化服务。同时，平台通过举办虚拟赛事、搭建运动社区等社交互动方式，增强用户之间的交流与互动，提升用户对平台的归属感与粘性。

图2：KEEP 运动直播课程



资料来源：KEEP 官网，民生证券研究院

3) 广告及其他服务：生态流量的协同变现渠道

依托平台庞大的用户流量与垂直的运动健身场景，KEEP 为广告主提供线上线下整合营销服务，实现平台流量的进一步变现。截至 2024 年底，KEEP 平台累计注册用户数突破 4 亿，年度活跃用户达 1 亿，年度运动用户超过 5500 万。

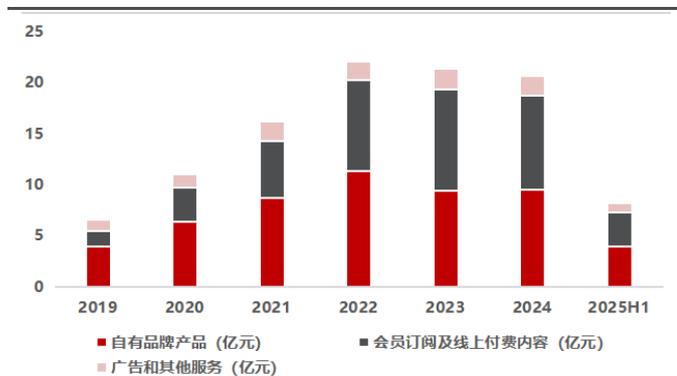
通过三大主营业务的协同发展，KEEP 成功打造出“内容吸引用户 - 硬件深化体验 - 服务提升变现”的良性生态闭环，巩固了其在中国线上健身市场的领先地位，也为行业探索出一条创新的发展路径。

1.2 战略调整实现扭亏为盈，毛利率同比改善

营收结构呈现“双核心 + 辅助”特征，自有品牌运动产品与线上会员及付费内容贡献主要收入来源。 2024 年，公司实现营收 20.66 亿元，同比下降 3.4%，其中自有品牌运动产品收入 9.54 亿元，同比微增 0.8%；线上会员及付费内容收入为 9.18 亿元，同比下降 7.8%；广告及其他收入 1.94 亿元，同比基本持平。尽管公司的配套运动产品、线上会员订阅和广告销售等核心商业化解解决方案的业务规模持续扩大，但由于消费市场环境变化、消费者信心趋于谨慎等因素的影响，线上体育赛事收入同比下降和智能家用设备的销售表现未达预期对公司短期业绩造成了一定拖累。

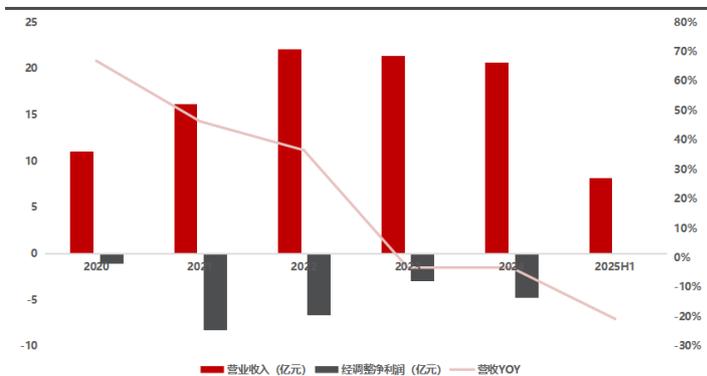
全面聚焦 AI 战略，经调整净利润首次实现扭亏为盈。 2024 年，KEEP 经调整净亏损 4.69 亿元，同比有所扩大，主要是因为公司为夯实长期竞争力，持续投入资源到新的战略业务及技术革新计划中。2025 年上半年，公司全面深化 AI 战略，成功部署 AI 基础架构重构系统平台，分阶段将核心工具与功能流重组为 AI 教练服务；同时主动精简非核心低效体量，优化产品结构，助力盈利能力改善，尽管总体营收水平同比下降，但经调整净利润达到人民币 0.10 亿元，首次实现扭亏为盈。

图3：公司主营收入构成（亿元）



资料来源：iFind，民生证券研究院

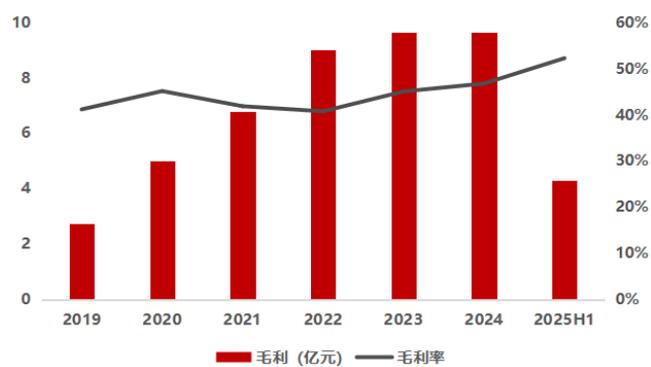
图4：公司营收及利润情况（亿元）



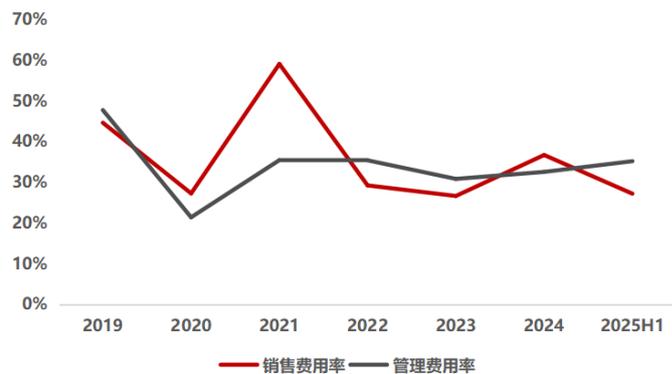
资料来源：iFind，民生证券研究院

聚焦品类结构优化及渠道精细运营，毛利率稳步提升。 2024 年，公司毛利率从去年的 45.0% 提升至 46.7%，保持稳健增长，主要是由于公司收入结构中高毛利业务占比提高，同时成本端持续进行优化。2025 年上半年，面对消费复苏承压与运动装备行业竞争加剧的挑战，公司全面优化自有健身产品组合，并通过供应链与全渠道经营效率优化，推动了线上、消费品和广告业务的毛利率提升，总体毛利率同比提升 6.2 个百分点至 52.2%。

费用端看，公司费用率呈现出较大的波动性。2024 年，公司的销售费用率为 36.69%，较前期有所上升，主要是因为奥运等体育赛事主题营销及品牌建设活动增加，管理费用率较上年基本持平。

图5：公司毛利（亿元）及毛利率


资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：公司销售/管理费用率


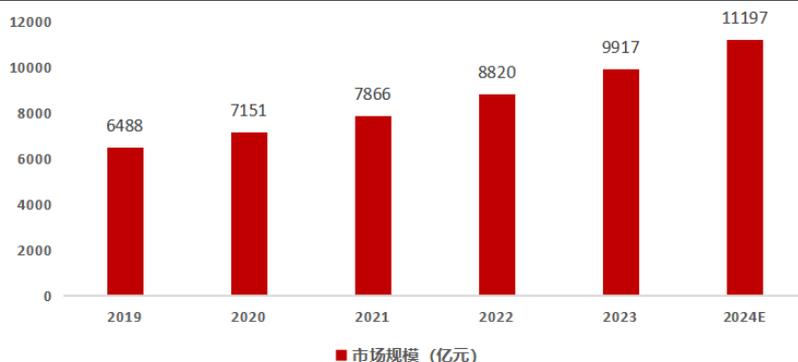
资料来源：iFind，民生证券研究院

2 线上化+AI 工具重构健身场景商业价值

2.1 健身行业市场空间可期，线上化趋势明显

多因素驱动下，中国健身行业市场规模不断扩大。据中商产业研究院报告，近年来我国健身行业市场规模实现了快速增长：2023 年市场规模达到 9917 亿元，2019-2023 年的年均复合增长率达 11.19%。市场规模的快速增长主要由四方面驱动：全民健身国家战略及相关政策政策支持、互联网用户对线上服务依赖性增强、技术创新和智能健身设备快速发展以及消费群体生活方式的变化。

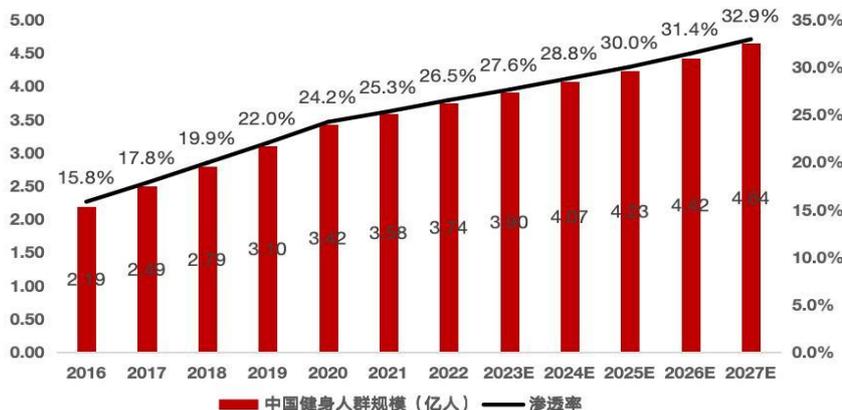
图7：中国健身市场规模（亿元）



资料来源：中商情报网，民生证券研究院

在客观健康问题和主观健康观念的共同作用下，运动健身人群规模和渗透率正持续提升。据灼识咨询，2022 年中国健身人群规模达到了 3.74 亿人，预测在 2027 年将达到 4.64 亿人，2022 年中国健身人群渗透率为 26.5%，预计在 2027 年达到 32.9%，发展空间广阔。中国健身市场发展迅速，2022 年至 2027 年中国健身人群规模年复合平均增长率为 4.4%，远大于欧洲的 2.9%和美国的 1.7%。

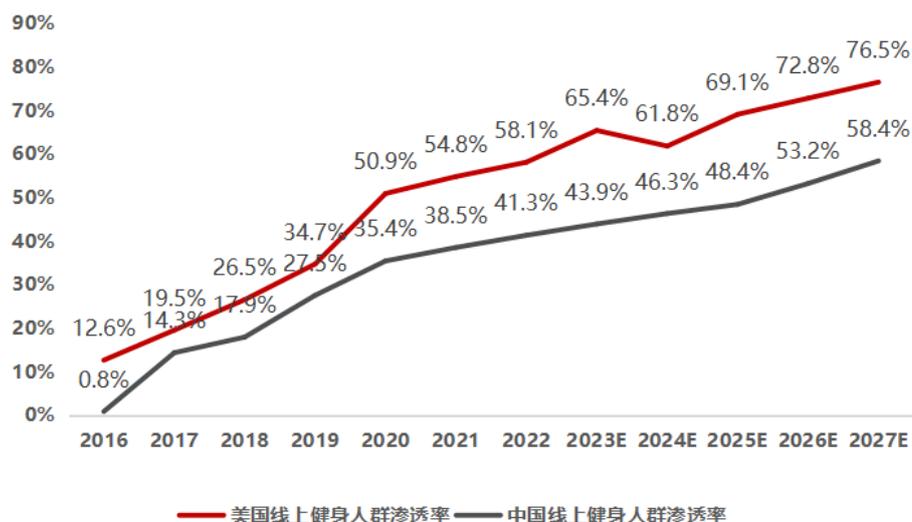
图8：2016-2027 年中国健身人群规模及渗透率



资料来源：KEEP 招股说明书，灼识咨询，民生证券研究院

中国健身行业线上化趋势明显，发展前景广阔。据 KEEP 招股说明书，2022 年，中国线上健身人群渗透率（线上健身月活跃用户占月健身人群数量比例）为 41.3%，美国为 58.1%。在多重因素的持续驱动下，中国线上健身人群渗透率将逐年保持上升态势，预计 2027 年达到 58.4%。

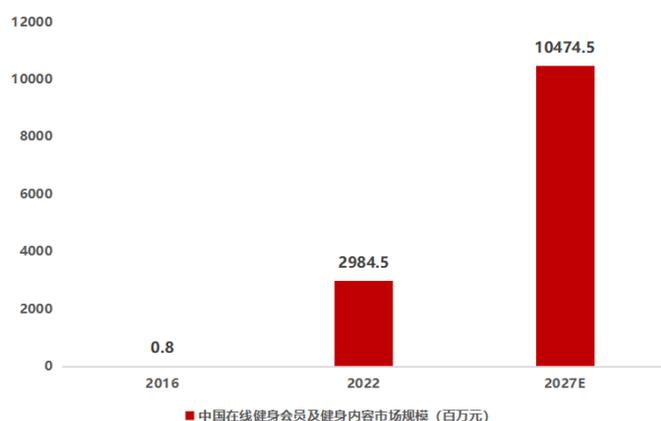
图9：中美线上健身渗透率



资料来源：KEEP 招股说明书，灼识咨询，民生证券研究院

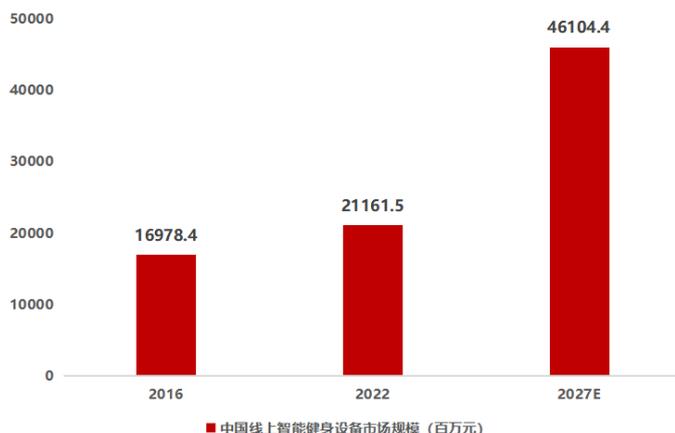
健身行业智能化趋势明显，线上健身平台迎来新机遇。根据灼识咨询预测，中国在线健身会员及健身内容板块将从 2022 年的 2985 亿元人民币增加至 2027 年的 104.75 亿元人民币，复合年增长率达 28.5%；线上智能健身设备市场规模从 2022 年的 212 亿元人民币增长至 2027 年的 461 亿元人民币，复合年增长率 16.9%。在我国居民健康意识逐渐提高、年轻群体零碎时间运动的需求不断增大、政府鼓励全民健身的背景下，线上健身平台将迎来发展新机遇。

图10：中国在线健身会员及健身内容市场规模



资料来源：KEEP 招股说明书，灼识咨询，民生证券研究院

图11：中国线上智能健身设备市场规模



资料来源：KEEP 招股说明书，灼识咨询，民生证券研究院

2.2 AI 赋能运动健身领域，解决行业核心痛点

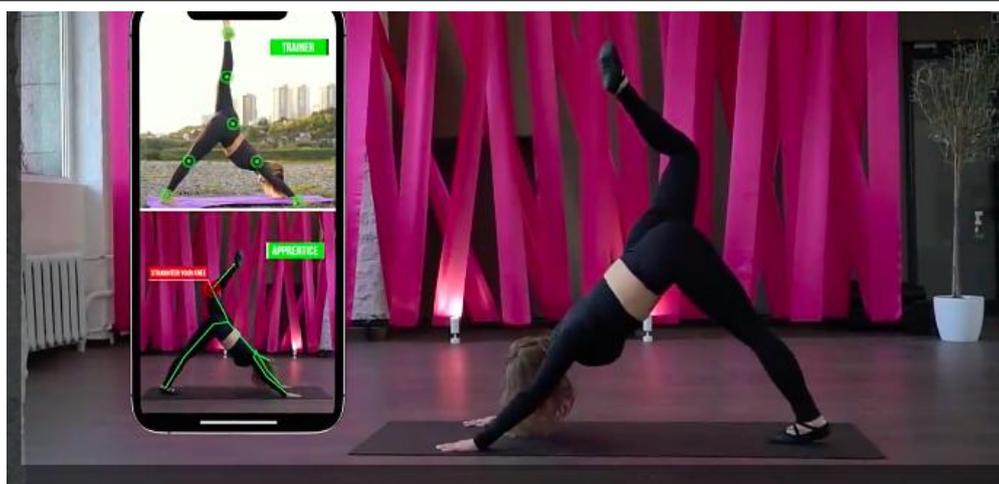
低成本高性能 AI 充当效能引擎，与运动健身领域深度融合。2025 年，随着以 Deepseek 为代表的开源模型引起广泛关注，低成本高性能的 AI 大模型与各行各业相结合的门槛显著降低，驱动了海量应用场景商业价值的裂变。在运动健身领域，AI 与线上平台有机结合，为解决行业核心商业痛点提供了可靠工具：

内容制作方面，以往线上平台进行制作内容的成本偏高、周期偏长、种类有限，而 AI 技术的引入，使得平台可以充分发挥 AI 工具极高的生产效率，快速应用 AIGC 生成海量内容，从而大幅降低制作成本。

用户体验方面，虽然线上健身平台提供了丰富的课程选择，但由于缺乏个性化的服务，用户的付费意愿始终未能显著提升，导致客单价较低。而 AI 通过深入分析用户的健康数据、运动目标、身体状况及运动表现，可以为每位用户定制个性化的训练计划，确保每项训练都符合他们的需求与能力水平。这种量身定制的体验，不仅能够提升课程的价值，还能显著增强用户的参与感与忠诚度，进一步提升付费转化率。

此外，AI 与智能硬件的结合，也为线上健身行业带来了差异化的竞争力。例如，借助智能运动装备，AI 能够实时监测用户的运动数据，调整训练强度、姿势等，并在运动过程中提供即时反馈。与传统的视频课程相比，这种互动式的体验更为深入，能够提供类似线下私教的实时指导，进一步提升用户体验并强化平台的独特优势。

图12：嵌入健身平台的 AI 辅助智能人像识别



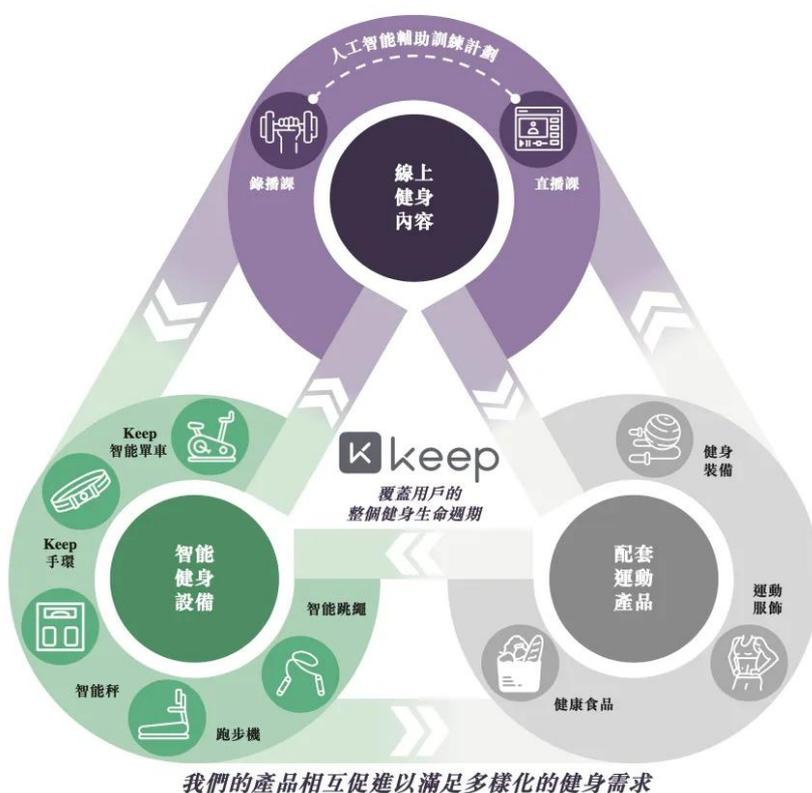
资料来源：新智元微信公众号，民生证券研究院

3 “All in AI” 战略激活硬件+软件的协同联动

3.1 软硬件协同一体，生态闭环驱动用户触达

“内容获客+消费品变现”商业模式打造软硬件协同一体的生态闭环。KEEP 构建了“硬件 + 软件”协同联动的运动生态体系，硬件产品为软件服务提供数据支撑，软件场景则反哺硬件销售，形成相互促进的闭环，这一生态模式成为其核心竞争力的重要来源。

图13: KEEP 产品体系



资料来源: KEEP 招股书, 民生证券研究院

1) 硬件数据为线上平台提供支撑，提升用户体验与粘性

KEEP 布局了智能手环、体脂秤、动感单车等一系列硬件产品，这些硬件能够实时采集用户的运动数据、身体数据，并同步至 KEEP 软件平台，成为软件提供个性化服务的基础。例如，用户使用 KEEP 智能体脂秤测量后，数据上传至 APP，软件基于这些数据为用户生成身体成分分析报告，并结合用户的运动目标，调整线上训练计划。若用户体脂率偏高，软件可能会增加有氧训练课程的推荐比例；若肌肉量不足，则会侧重推荐力量训练内容。

2) 线上场景向线下活动引流, 推动硬件销售增长

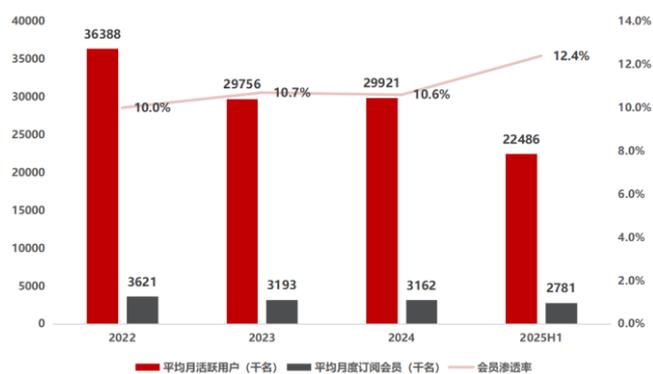
AI 深度赋能线上内容, 在用户留存和变现方面取得了显著成效。在健身领域, KEEP 通过 AI 技术不断加强线上服务的能力, 力图实现与线下金牌私教相媲美的个性化指导体验。2025 年 3 月, 公司发布了全新的 APP KEEP 8.0 版本, 覆盖包括跑步、骑行、球类、滑雪等运动的超 60 种运动品类、100 多个分享模板, 与 50+ 外部硬件设备打通, 通过全面便捷的功能拓展、创新玩法的设置以及运动内容的智能化升级, 进一步带来了全新的运动价值。

在 AI 产品体系完善前, KEEP 优先聚焦于用户活跃及留存, 而非规模扩张: 通过深化户外、舞蹈等垂类领域, 公司不断渗透青少年与进阶用户等细分用户群体, 推动 AI 产品体验升级, 增加权益触达场景, 持续提升用户活跃度。截至 2025 年 6 月底, 公司平均月活跃用户和平均月度订阅会员分别为 2248.6 万和 278.7 万, 每名月活跃用户的每月平均收入提升至 6.1 元。

软件平台通过丰富的线上内容和场景, 巧妙引导用户购买配套硬件, 实现软件向硬件的流量转化。通过提升数据功能、会员识别功能等在内的会员增值服务, 强化以城市马拉松、实体奖牌等活动和产品为代表的户外与线下布局, KEEP 不断扩展市场和用户群, 不仅提升了用户基数, 还促进了用户活跃度和忠诚度。同时, 软件社区中的用户分享和测评, 也形成了良好的口碑传播, 进一步推动硬件销售, 形成了“软件内容引流-用户分享裂变-硬件销量提升”的正向循环。

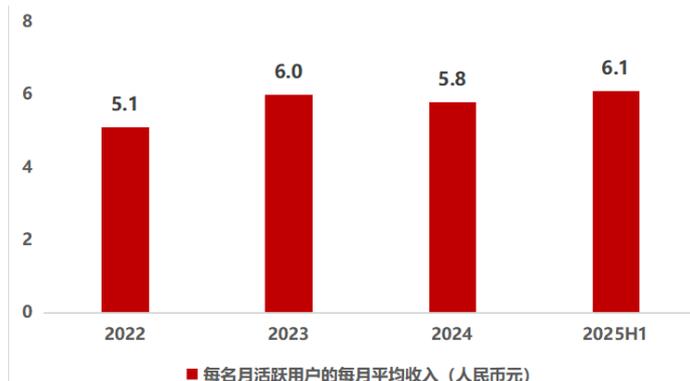
软硬件协同智能化的背后, 离不开 KEEP 长期扎根在运动健身领域的思考和技术积累。例如, KEEP 从运动学角度出发, 依据大规模数据、多维度特征取证, 并基于 AI 算法进行分析解读, 呈现出用户的运动能力与运动表现, 为用户建立了个性化的“运动档案”。以运动档案为支撑, KEEP 已经逐渐形成了 AIGC+AIoT 全景图, 从线上的智能课程, 到线下智能硬件的辅助, AI 能力渗透了室内与户外各种运动场景。

图14: KEEP 平均月活跃用户及平均月度订阅会员



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: 每名月活跃用户的每月平均收入 (元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2 KEEP 的 AI 探索：以 AI 教练为中心的产品矩阵

“All in AI” 宣告战略转型，三阶段引领 AI 健身领域线上革命。2025 年 2 月初，KEEP 的创始人王宁通过一封全员信宣布公司将“All in AI”，旨在将在线健身从简单的推荐服务升级为内容生成，发展以数据为核心的硬件生态、让 KEEP 品牌走进运动多场景和拓展全球化版图，从内容驱动平台升级为 AI 赋能、数据驱动的健身智能体。据极客公园，KEEP 的 AI 转型可分为三个阶段：

1) 第一阶段：通过大模型生成海量内容，完成品类的扩展和专业内容的补齐。此前，KEEP 平台上的健身内容大多由专业教练团队制作，导致内容品类、数量的扩展和更新频率受到资源和时间的制约。而接入 AI 大模型后，KEEP 不仅能够为现有的瑜伽、力量训练、跑步等核心品类提供更多专业内容，还能迅速拓展到其他运动领域。截至 2024 年底，在公司的 6000 多节官方课程中，人工智能生成内容 (AIGC) 课程占比近 14%。

2) 第二阶段：线上内容复刻线下一对一私教，为用户带去更灵活和个性化的体验。过去，即使 App 里拥有海量的课程库，用户依然需要根据自身需求筛选合适的内容，制定适合自己的训练计划；而线下私教能够根据用户每天的反馈灵活调整训练强度、内容、节奏以及饮食等，定制一套完整的训练计划，在专业度和精力方面极大提升用户体验。而随着 AI 对话、推理能力的增强，线上教练有望像私教一样了解用户的身体状态。只需要每天锻炼前输入相应的指标，甚至是用主观的语言描述身体感受，「AI Coach」就帮助用户随时灵活调整训练方案，进而提高训练效果和整体满意度。

3) 第三阶段：通过加入传感器，收集更丰富的运动数据，并利用 AI 不断增强的多模态能力，为用户提供更专业的运动体验。KEEP 凭借庞大的用户群和深耕智能运动装备的经验积累，占据了独特的市场地位。截至 2024 年底，KEEP 平台连接了超过 2200 万台智能设备，覆盖 KEEP 自有智能设备、以及苹果、小米、华为等行业主流智能穿戴厂商，并已经同步了超过 3 亿条来自智能设备的运动记录。未来，公司有望将智能硬件设备与 AI 健身软件平台有机结合，通过 AI 教练实时监控用户的运动数据，构建“更懂用户”的商业体系，通过客单价的提升，驱动 AI 工具由内容创作向价值引擎的裂变。

图16: KEEP 为用户制定个性化的“运动档案”



资料来源: KEEP 官网, 民生证券研究院

底层模型+前端应用两翼齐飞, 为用户打造专属 AI 健身私教。2025 年 3 月 25 日, 公司发布了运动健康垂直领域的专属模型 Kinetic.ai, 该模型在基座模型的基础上, 运用了 KEEP 平台独有的海量运动数据和运动专业知识, 经过训练和优化后发布, 在运动健康垂类领域有更专业的表现。基于 Kinetic.ai, KEEP 同步上线了首个通用 AI 教练体验版——卡卡 (Kaka)。Kaka 结合对用户运动相关数据的精准分析, 集成了个性化运动计划生成、动态训练计划调整等核心功能, 为用户打造专属智能教练, 而后续上线的正式版则进一步增强了包括语音指导以及图片识别在内的多模态能力。

图17: KEEP AI 教练功能



资料来源: 微软应用商店, 民生证券研究院

定制化运动计划+丰富互动体验, AI 教练重塑用户感知度。通过主动式服务和多模态交互两大方式, AI 教练卡卡旨在实现人群和场景的延展, 引领 KEEP 实现转型突围。一方面, AI 教练具备主动思考、即时响应并准确预判的能力, 能够根据用户数据和目标定制和调整运动计划, 进行实时语音指导和提供专业建议, 突破了以往被动工具的局限。另一方面, AI 教练在运动全过程中为用户提供了丰富的互动体验, 包括打招呼功能、语音反馈、图片智能识别等, 同时记录用户的各类运动数据, 为用户提供情绪表达支持。这些功能让 AI 教练几乎涵盖了人类私教的主要职责, 在方便性的加持下, 大幅提升了用户健身体验。

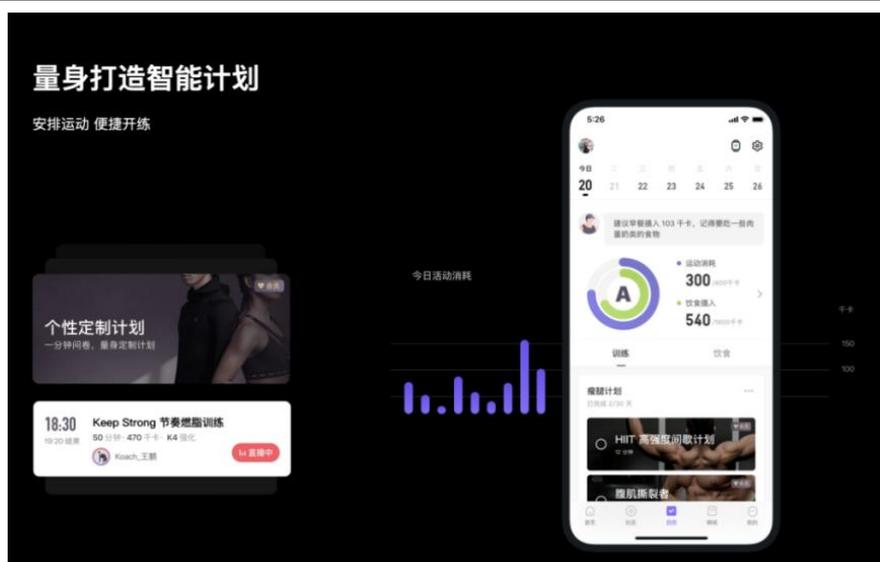
图18: KEEP AI 功能介绍



资料来源: KEEP App, 民生证券研究院

从“制定计划”到“灵活调整”，从“推荐内容”到“语音互动”，卡卡不再只是内容菜单的前端，而正在成为理解、响应、引导用户的一体化智能体。除了根据用户的数据和目标定制健身计划，AI 教练还在运动健身的全过程中，为用户提供了独特的情绪陪伴价值，与身体同步，与情绪共振。在训练过程中，AI 教练能够通过计算机视觉进行动作识别，提供语音和图像方式的实时反馈，纠正用户动作细节，确保每次训练达到最佳效果。这种“听得懂话、看得见身体”的 AI 教练，从技术上实现了线下私教的在线重构。

图19: KEEP AI 教练功能-智能运动方案



资料来源: 雷科技, 民生证券研究院

AI 饮食记录成为典型高频场景，展现出明显留存优势。KEEP 的 AI 教练还扩展到营养领域：用户上传食物照片后，系统即可识别食物种类和热量，并给出饮食评价与建议，帮助用户同步管理饮食与运动。截至 2025 年 7 月，公司 AI 核心日

活跃用户超过 15 万。其中，AI 饮食记录作为典型高频刚需场景，以低门槛的精准交互，展现出显著的留存优势：该功能覆盖了 1/3 的 AI 对话用户，并呈现出深度留存特性，次日留存率达 50%，对 App DAU 的留存率攀升至 79%。

图20: KEEP AI 营养师功能



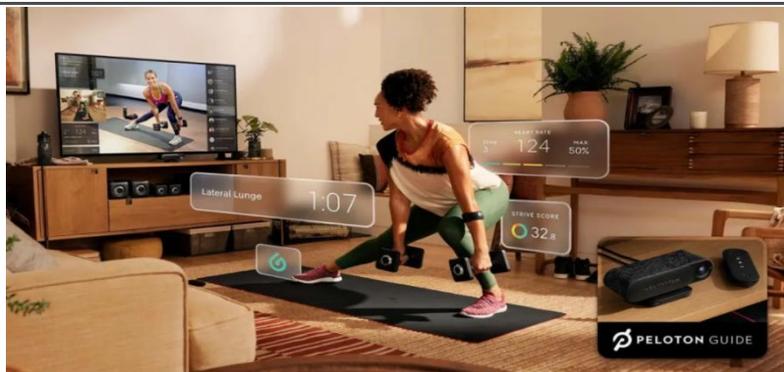
资料来源: KEEP 微信公众号, 民生证券研究院

AIGC 重塑增长范式, 国际化征程全面加速。在 AI 技术的加持下, KEEP 在海外上线了 FitPulse、CalCut、Gogogola 等多款应用。FitPulse 是一款 100% AIGC 的健身工具类产品, 主要服务欧美地区健身人群, 结合运动知识和用户运动数据, 通过 GPT 及 Claude 技术来为用户生成个性化的训练计划和运动课程; CalCut 则是一款健康饮食记录和管理工具, 通过 GPT 及 Claude 技术以拍照、语音搜索等形式来帮助用户记录食物卡路里及营养素等数据, 并为用户提供 100% AIGC 的饮食计划。

3.3 对比海外 AI 教练：关注智能设备与线上平台的协同性

1) **Peloton**：机器学习技术跟踪用户动作，把电视变成交互式的个人训练工作室。2022 年，美国互动健身平台 Peloton 推出智能健身设备 Peloton Guide，一个将摄像头嵌入电视机的小体积力量训练健身硬件设备。设备包括摄像头、遥控器、内置麦克风，通过 HDMI 线连接到电视上。完成语音激活后，设备会根据会员之前的记录推荐课程，或从自行挑选 Peloton 的内容库课程开始锻炼。这款号称首个力量训练的「健身神器」，使用机器学习技术来跟踪用户的动作，并识别训练模式。健身时，其通过摄像头采集并识别用户的动作，对动作的关键部分作关键点检测并与标准的教练动作做比对和分析。

图21：Peloton Guide 使用概念图



资料来源：APT 便利店，民生证券研究院

AI 机器能够识别用户的语音，并发起会话，根据用户的语音指示，完成相应的功能。借助语音激活功能，用户可以专注于他们的锻炼并免提控制健身软件，从而唤醒、开始、停止、倒带或快进课程。若用户需要了解自己的锻炼总结以及如何有针对性的进行锻炼的建议，Body Activity 将向用户展示他们最近锻炼了哪些肌肉群。根据其身体活动，Peloton 将推荐针对需要训练的肌肉群的课程，以帮助用户获得更全面的训练体验。

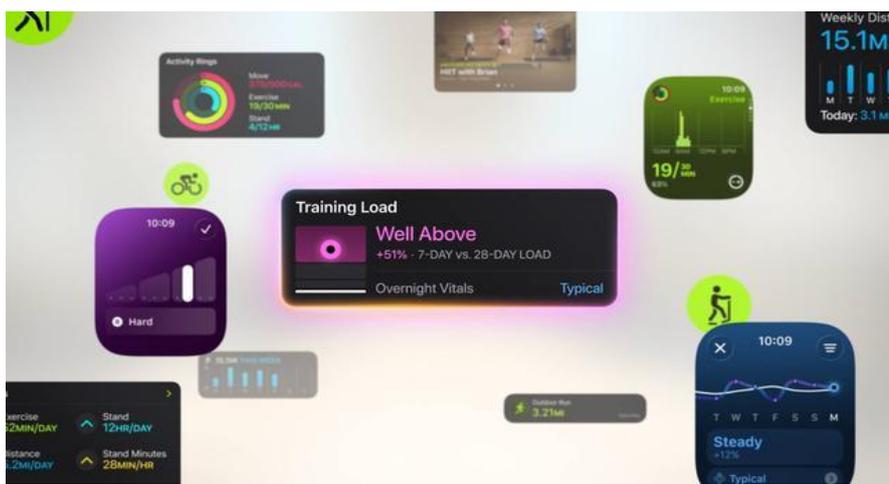
图22：Body Activity 界面展示



资料来源：新智元微信公众号，民生证券研究院

2)苹果 AI 健身教练:锻炼过程中提供实时指导。2025 年 6 月,苹果在 WWDC 2025 大会上推出了 AI 健身教练 Workout Buddy。这款 AI 工具集成在 watchOS 26 中,能够综合用户当前的锻炼数据和过往的健身历史(包括配速、累计里程、完成的活动圆环以及训练负荷),从而在锻炼过程中实时提供指导。Workout Buddy 结合了 iPhone 上的 Apple Intelligence 技术,利用文本转语音模型将鼓励话语转化为充满趣味、如真人健身教练般的生成式语音。

图23: 苹果 Workout Buddy



资料来源: 澎湃新闻, 民生证券研究院

3) KEEP 推出的 AI 教练“卡卡”能够根据用户的基础数据、运动目标、场地器材情况,自动生成个性化的运动计划。KEEP 的 AI 教练利用专属的 Kinetic.ai 模型,综合用户平日运动数据、习惯和实时心率等信息,为每位用户量身定制科学高效的训练方案。

图24: KEEP AI 教练使用示例



资料来源: KEEP App, 民生证券研究院

“内容+硬件”模式加持下，智能设备与线上平台的协同性或成为 AI 教练潜在发展方向。与海外主要 AI 教练的功能进行对比，KEEP AI 教练的优势在于个性化运动方案制定、实时训练指导和更全能的答疑解惑，不足之处在于缺少与智能设备的搭配，无法实时记录、展现用户运动动作。而依托公司自有品牌运动产品的产品矩阵，未来 KEEP 有望将 AI 教练功能与智能硬件相结合，从而提升用户满意度与客单价水平，驱动更深层次的价值裂变。

表1：AI 教练功能对比

功能	KEEP 卡卡	Peloton Guide	麦瑞克 Mia	苹果 Workout Buddy
智能运动方案	智能化定制运动方案、AI 找课	智能化课程推荐	智能化生成科学运动计划、AI 找课	无，仅自定义计划提醒
智能语音陪伴	实时训练指导	识别用户语音和完成任务指令	语音对话功能	实时语音指导
图像识别记录	饮食、运动、身体数据等多维图像	跟踪用户动态动作和识别训练模式	饮食图像	无
多维数据分析	分析饮食、运动、动作、身体状态等多维数据	分析运动动作、身体状态等多维数据	分析饮食、运动、动作、身体状态等多维数据	运动、身体状态等多维数据
教练答疑解惑	运动、饮食指导	运动指导	运动、饮食指导	运动指导、健康建议
实时动作展现	无	随时观察自身动作并获取建议	无	无
运动领域	跑步、骑行、力量训练、瑜伽等等	杠铃等力量训练	跑步、骑行、力量训练等	跑步、骑行、力量训练等

资料来源：KEEP App，新智元微信公众号，麦瑞克，SportTech Insight 等，民生证券研究院整理

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计 KEEP 公司 2025-2027 年的营业收入分别为 17.95、19.94、22.20 亿元，具体拆分如下：

会员订阅及 AI：公司专注于增强和扩展整体线上服务，针对国内外市场，开发并落实基于人工智能和数据驱动的应用，以更高效和独特的方式提升运动体验以提高用户规模、并提升订阅收入规模，AI 健身教练具有较好市场空间与收入弹性，我们预计 2025-2027 年该业务收入分别为 5.96、6.68、7.68 亿元，收入增速分别为 5%、8%、15%；考虑到 AI 健身教练将涉及多模态等前沿技术，有望对毛利率产生正向影响，我们预计 2025-2027 年该业务毛利率分别为 72%、74%、75%。

自有品牌：公司持续推动自有品牌运动消费品深入多元运动场景，拓展完善智能穿戴设备、装备和服饰品类布局，提升消费品的产品力和美学能力，改善业务利润健康度；以及通过加深用户参与和多样化的活动来触达多元的用户圈层，以提升用户黏性并探索新的商业化机会，在公司聚焦精品的背景下，因此我们预计公司自有品牌业务先进入战略调整后健康发展，2025-2027 年该业务收入分别为 7.63、8.47、9.49 亿元，收入增速分别为-20%、11%、12%；考虑到公司正在进行品类结构优化，我们预计 2025-2027 年该业务毛利率逐步提升，分别为 35%、37%、40%。

增值服务和广告等：公司通过举办线上体育赛事等活动提供增值服务，在公司聚焦精品的背景下，我们预计该业务先低后高，2025-2027 年该业务收入分别为 4.35、4.79、5.03 亿元，毛利率保持在 45%的稳定水平。

表2：KEEP 分业务盈利预测

单位：亿元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
会员订阅及 AI	5.63	5.78	5.68	5.96	6.68	7.68
YoY		2.66%	-1.73%	5.00%	12.00%	15.00%
成本	1.69	1.73	1.70	1.67	1.74	1.92
毛利	3.94	4.05	3.98	4.29	4.94	5.76
毛利率	70.00%	70.00%	70.00%	72.00%	74.00%	75.00%
收入占比	25.45%	27.03%	27.49%	33.23%	33.50%	34.61%
毛利占比	43.78%	42.05%	41.21%	48.12%	48.31%	48.75%
自有品牌	11.37	9.46	9.54	7.63	8.47	9.49
YoY		-16.80%	0.85%	-20.00%	11.00%	12.00%
成本	8.16	6.84	6.52	4.96	5.34	5.69
毛利	3.21	2.62	3.02	2.67	3.13	3.80
毛利率	28.20%	27.70%	31.70%	35.00%	37.00%	40.00%

收入占比	51.40%	44.25%	46.18%	42.52%	42.49%	42.75%
毛利占比	35.61%	27.24%	31.34%	29.93%	30.63%	32.11%
增值服务和广告等	5.12	6.14	5.44	4.35	4.79	5.03
YoY		19.92%	-11.40%	-20.00%	10.00%	5.00%
成本	3.26	3.19	2.79	2.39	2.63	2.76
毛利	1.86	2.95	2.65	1.96	2.15	2.26
毛利率	36.24%	48.12%	48.68%	45.00%	45.00%	45.00%
收入占比	23.15%	28.72%	26.33%	24.25%	24.01%	22.65%
毛利占比	20.61%	30.71%	27.45%	21.95%	21.05%	19.14%
总营业收入	22.12	21.38	20.66	17.95	19.94	22.20
YoY		-3.35%	-3.37%	-13.13%	11.09%	11.32%
营业成本	13.12	11.76	11.01	9.02	9.71	10.38
总毛利	9.00	9.62	9.65	8.92	10.23	11.82
毛利率	40.70%	45.00%	46.70%	49.72%	51.32%	53.25%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测

主要费用率: 1) **销售费用率:** 伴随公司后续重点发展订阅会员+AI 的战略, 线下零售带来的高销售费用率情况逐年优化, 预计 2025-2027 年销售费用率分别为 22%、21%、20%; 2) **管理费用率:** 随着公司内部管理能力不断提升, 长期看管理费用率将逐步优化, 预计 2025-2027 年销售费用率分别为 11%、11%、10%; 3) **研发费用率:** 随着产品不断成熟以及复用率提升, 中长期看公司研发费用率有望逐步收敛, 但就未来几年看, 公司仍将保持一定强度投入来提升自身竞争力, 预计 2025-2027 年销售费用率分别为 15%、15%、15%。

表3: 公司主要费用率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	37%	22%	21%	20%
管理费用率	11%	11%	11%	10%
研发费用率	21%	15%	15%	15%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司线上订阅业务是未来主要发展方向, 公司线上业务为 2C 订阅制收入, 由于 2C 订阅制商业模式通常存在早期亏损、中后期盈利的特点, 行业已经形成使用 PS 估值的惯例, 只考虑 2025 年订阅+AI 业务收入, 公司当前市值仅对应 5 倍 PS, 已经处于国内外主流 SaaS 产品较低估值水平。

表4：全球主流 SaaS 公司估值数据

公司代码	公司简称	交易货币	市值 (亿元, 交易货币)	营收 (亿元, 交易货币)			P/S			收入 CAGR (2025-2027)
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
NFLX US	奈飞	USD	5,198.97	449.66	508.25	570.98	11.6	10.2	9.1	12.69%
ZM US	Zoom	USD	242.3	46.65	48.09	49.87	5.2	5.0	4.9	3.39%
DUOL US	多邻国	USD	145.68	9.96	12.49	15.18	14.6	11.7	9.6	23.45%
1357.HK	美图公司	HKD	529.68	44.98	55.26	66.20	11.8	9.6	8.0	21.32%
688111.SH	金山办公	CNY	1565.55	61.32	73.64	88.44	25.5	21.3	17.7	20.09%
688615.SH	合合信息	CNY	258.9	14.33	17.56	21.39	18.1	14.7	12.1	22.17%
均值							14.5	12.1	10.2	17.19%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测（注：可比公司数据采用 iFind 一致预期，股价时间为北京时间 2025 年 8 月 28 日）

4.3 投资建议

KEEP 作为国内线上运动 APP 龙头，有望在 AI 教练等新品发布后实现订阅用户与 ARUP 的双重提升。公司当前既有极高的安全边际又有很大的向上弹性：

1) 只考虑 2025 年订阅+AI 业务收入，公司当前市值仅对应 5 倍 PS，已经处于国内外主流 SaaS 产品较低估值水平；

2) 预计 2026 年新订阅产品 AI 教练有望取得 2 亿元以上的 ARR，审慎参考当前国内外 AI 产品 30-50 倍及更高 PS 的估值水平，仅 AI 教练就对应 60-100 亿元的潜在市值空间。

首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) AI 商业化落地不及预期: AI 大模型、算力、智能硬件等技术路径有较大不确定性, 若未来 AI 商业化落地不及预期, 或对公司展业造成不利影响。

2) 智慧健身行业竞争加剧: 智能硬件、线上健身平台等领域存在大量竞争者, 未来为了在细分领域获取更大份额, 可能存在市场、技术等方面竞争持续加剧的情况。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	1,736	1,645	1,789	2,034
现金及现金等价物	764	770	874	1,076
应收账款及票据	205	174	194	216
存货	137	105	108	110
其他	630	595	613	633
非流动资产合计	170	177	186	197
固定资产	19	22	24	25
商誉及无形资产	42	47	54	64
其他	108	108	108	108
资产总计	1,906	1,822	1,975	2,232
流动负债合计	527	407	454	505
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	149	120	135	150
其他	378	287	319	355
非流动负债合计	23	8	8	8
长期借贷	0	0	0	0
其他	23	8	8	8
负债合计	550	416	462	513
普通股股本	0	0	0	0
储备	1,356	1,406	1,513	1,718
归属母公司股东权益	1,356	1,407	1,513	1,718
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,356	1,407	1,513	1,718
负债和股东权益合计	1,906	1,822	1,975	2,232

现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-468	66	151	250
净利润	-535	51	107	205
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	42	47	48	49
营运资金变动及其他	25	-32	-3	-4
投资活动现金流	-285	-60	-47	-49
资本支出	-13	-55	-57	-60
其他投资	-272	-5	10	11
筹资活动现金流	-103	0	0	0
借款增加	-45	0	0	0
普通股增加	-58	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-0	0	0	0
现金净增加额	-849	6	104	201

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,066	1,795	1,994	2,220
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,100	902	971	1,038
销售费用	758	395	419	444
管理费用	233	197	219	222
研发费用	439	269	299	333
财务费用	-41	-11	-12	-13
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	12	9	10	11
除税前利润	-534	51	108	207
所得税	1	1	1	2
净利润	-535	51	107	205
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-535	51	107	205
EBIT	-575	40	96	194
EBITDA	-533	87	144	243
EPS (元)	-1.02	0.10	0.20	0.39

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	-3.37	-13.11	11.09	11.32
归属母公司净利润	-148.35	109.50	109.71	92.61
盈利能力(%)				
毛利率	46.74	49.72	51.32	53.25
净利率	-25.89	2.83	5.34	9.24
ROE	-39.44	3.61	7.04	11.94
ROIC	-42.47	2.80	6.28	11.18
偿债能力				
资产负债率(%)	28.86	22.82	23.40	23.00
净负债比率(%)	-56.37	-54.76	-57.78	-62.60
流动比率	3.29	4.04	3.94	4.03
速动比率	3.03	3.78	3.70	3.81
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.96	1.05	1.06
应收账款周转率	9.53	9.45	10.83	10.84
应付账款周转率	7.18	6.70	7.61	7.29
每股指标 (元)				
每股收益	-1.02	0.10	0.20	0.39
每股经营现金流	-0.89	0.13	0.29	0.48
每股净资产	2.58	2.68	2.88	3.27
估值比率				
P/E	/	56	27	14
P/B	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	/	26.87	16.20	9.60

插图目录

图 1: KEEP Watch Pilot 1	3
图 2: KEEP 运动直播课程	4
图 3: 公司主营收入构成 (亿元)	5
图 4: 公司营收及利润情况 (亿元)	5
图 5: 公司毛利 (亿元) 及毛利率	6
图 6: 公司销售/管理费用率	6
图 7: 中国健身市场规模 (亿元)	7
图 8: 2016-2027 年中国健身人群规模及渗透率	7
图 9: 中美线上健身渗透率	8
图 10: 中国在线健身会员及健身内容市场规模	8
图 11: 中国线上智能健身设备市场规模	8
图 12: 嵌入健身平台的 AI 辅助智能人像识别	9
图 13: KEEP 产品体系	10
图 14: KEEP 平均月活跃用户及平均月度订阅会员	11
图 15: 每名月活跃用户的每月平均收入 (元)	11
图 16: KEEP 为用户制定个性化的“运动档案”	13
图 17: KEEP AI 教练功能	13
图 18: KEEP AI 功能介绍	14
图 19: KEEP AI 教练功能-智能运动方案	14
图 20: KEEP AI 营养师功能	15
图 21: Peloton Guide 使用概念图	16
图 22: Body Activity 界面展示	16
图 23: 苹果 Workout Buddy	17
图 24: KEEP AI 教练使用示例	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: AI 教练功能对比	18
表 2: KEEP 分业务盈利预测	19
表 3: 公司主要费用率预测	20
表 4: 全球主流 SaaS 公司估值数据	21
公司财务报表数据预测汇总	23

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048