

如何看待在线健身平台的模式？

基本结论

- **在线健身填补家庭场景下的健身需求，其高性价比有望推动中轻度健身用户规模扩大，预计在疫情及季节性影响下用户规模将进一步扩大。**
 - 1) 模式端：在线健身为健身用户渗透率提升的主要驱动力，根据灼识咨询，2015~2019年线上健身的市场份额提升并不明显，5年间提升了9.1%，2020年~2021年在疫情催化下，线下健身房营业受阻，居家隔离等影响导致多处线下健身房关停，居民居家时间增多催生居家健身需求提升，在线健身市场份额2年间增长了11.4%；
 - 2) 用户端：在线健身解决“健身难”痛点，以高性价比和便捷性吸引大量中轻度用户群体。根据国家体育总局数据，20岁以上人群中不愿健身的理由中占比最高的为没时间，占比30.6%，缺乏场地和经济限制分别占比10.8%和4.1%，而线上健身APP用户可以随时随地打开手机端跟随课程进行锻炼，利用碎片化时间健身；
 - 3) 结构端：从“吃练”为主到“吃穿练用”结合带来更大市场空间。
- **以Keep为例看在线健身主要有4种变现模式：线上内容圈流量，卖货及线上线下一体化运营为未来收入核心。**
 - 1) 模式一：以平台内容获取会员收入及增值服务费，核心为用户忠诚度和内容丰富度，追踪指标为内容数量与会员订阅数。对比其他内容平台，我们认为Keep提供的课程内容更为专业、整洁、高效，教练筛选标准更高，健身人群用户量更高，对于小红书、哔哩哔哩等内容平台而言，健身内容作为整体生态的一部分也吸引了一部分用户。
 - 2) 模式二：以APP品牌为背书与平台课程形成绑定，切入电商卖货，可追踪销量、卖货结构等关键指标，主要优势在于与课程绑定的智能健身设备及健身家用器械。
 - 3) 模式三：O2O变现模式，从家庭场景延伸至城市场景，增强品牌影响力同时拓宽变现渠道，优选健身房的“轻资产”模式有望实现快速拓店。
 - 4) 模式四：广告变现为平台型公司的普遍变现模式，用户量越大、用户质量越高其广告价值越高，相对于综合性平台，垂直平台目前用户体量较小。
- **在智能化趋势下，在线健身平台的内容与智能设备的结合，对用户数据的把控等将使其在智能健身设备中具备优势。**从Keep的卖货模式中可看出，目前较为具备竞争力的产品为智能单车等智能健身设备，在线健身平台可通过与自身课程内容、用户数据绑定的方式，更好地实现内容与器材、器材与用户的结合，帮助用户科学打造健身计划，在智能化趋势下有望取得优势。

许孟婕 联系人
xumengjie@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

投资建议

- 中国在线健身市场目前仍处于渗透率提升阶段，智能化趋势下有望结合智能家居健身设备形成更好用户体验，建议关注递交招股书的在线健身行业垂直龙头Keep，以及以在线健身内容为补充内容的哔哩哔哩、小红书等综合内容平台。

风险提示

- 平台用户增长不及预期；自营产品销售不及预期；行业竞争加剧；受疫情影响OTO业务拓展不及预期

内容目录

一、中轻度健身用户群体扩大，带来线上健身渗透率提升.....	5
1.1 模式端：在线健身为健身用户渗透率提升的主要驱动力.....	5
1.2 用户端：在线健身解决“健身难”痛点，以高性价比和便捷性吸引大量中轻度用户群体.....	7
1.3 结构端：从“吃练”为主到“吃穿练用”结合带来更大市场空间.....	10
二、在线健身变现的 4 种模式：线上内容圈流量，卖货及线上线下一体化运营为未来收入核心.....	10
2.1 以 keep 为例，从用户需求来看哪种变现模式最具备优势？.....	10
2.2 模式一：以平台内容获取会员收入及增值服务费，核心为用户忠诚度和内容丰富度，追踪指标为内容数量与会员订阅数.....	12
2.3 模式二：以 APP 品牌为背书与平台课程形成绑定，切入电商卖货，可追踪销量、卖货结构等关键指标.....	16
2.4 模式三：O2O 变现模式，从家庭场景延伸至城市场景，增强品牌影响力同时拓宽变现渠道.....	18
2.5 模式四：广告变现为平台型公司的普遍变现模式，用户量越大、用户质量越高其广告价值越高.....	19
三、他山之石：对比 Peloton，国内在线健身模式有何不同？.....	21
3.1、发展历程：Peloton 以硬件起家，Keep 从内容端着手.....	21
3.2、商业模式对比：二者均主要通过订阅会员和硬件销售变现，Keep 同时借助广告获取收入.....	22
3.3、财务数据对比：Keep 毛利率整体高于 Peloton，销售费率较高导致亏损幅度大于 Peloton，收入体量小但存货周转率高.....	23
四、风险提示.....	25

图表目录

图表 1：中国居民人均可支配收入.....	5
图表 2：中国国民体育消费占可支配收入比例.....	5
图表 3：2021 年中国、美国、欧洲健身渗透率对比.....	5
图表 4：2015~2026E 中国健身人群渗透率.....	5
图表 5：中国在线/线下健身市场规模&增长率.....	6
图表 6：中国健身人群的线上渗透率呈提升趋势.....	6
图表 7：线上健身发展历程.....	7
图表 8：20 岁以上人群不愿健身理由占比.....	7
图表 9：在线健身月活数&线下健身房会员数.....	7
图表 10：在线健身&线下私教健身对比.....	8
图表 11：轻、中、重度健身用户划分.....	8

图表 12: 线下健身商业模式.....	9
图表 13: 线上健身商业模式.....	9
图表 14: 线下健身房运营成本占比.....	9
图表 15: 主流城市健身房平均月租金, 单位: 元.....	9
图表 16: 健上健身会员消费低, 留存成本易为大众接受, 单位: 元.....	9
图表 17: 2021Q1 健上健身 APP 用户 30 日留存率.....	9
图表 18: 多方面共同作用健身行业市场结构改变.....	10
图表 19: 线上健身市场结构: 食品、穿戴设备比重逐年减少, 单位: 亿元...10	10
图表 20: 4Q21Keep 用户城市来源.....	11
图表 21: 4Q21Keep 用户城市来源.....	11
图表 22: 4Q21Keep 用户城市来源.....	11
图表 23: Keep 用户的消费能力.....	11
图表 24: 用户使用 Keep 的功能占比.....	11
图表 25: 用户持续使用 Keep 理由.....	11
图表 26: Keep 用户购买服务意愿程度得分.....	12
图表 27: Keep 用户课程参训人数, 单位: 亿人次.....	12
图表 28: 在线健身平台变现模式一.....	12
图表 29: 不同类型平台对比: 垂直健身内容平台更具优势.....	13
图表 30: 同一健身博主在 Keep 与内容平台内容量与粉丝对比.....	14
图表 31: 同一博主在不同平台粉丝量区别 (万人).....	14
图表 32: 同一博主在不同平台更新动态数量对比.....	14
图表 33: 健身类 vs 综合性平台推算健身月活跃用户, 单位: 百万人.....	14
图表 34: 垂直健身平台月活跃用户, 单位: 百万人.....	14
图表 35: 国内主流健身平台功能对比.....	15
图表 36: 主流平台会员价格与服务对比.....	15
图表 37: Keep 会员数, 单位: 千人.....	15
图表 38: Keep 课程数及参训人数分布.....	16
图表 39: 在线健身平台变现模式二.....	16
图表 40: 电商端: Keep 与其他垂直领域公司对比.....	17
图表 41: Keep 自营商城分类别月均销售额指数 (2 月).....	18
图表 42: Keep 天猫旗舰店销售额指数.....	18
图表 43: Keep 智能设备端布局.....	18
图表 44: 线上健身平台变现模式三.....	19
图表 45: Keepland 与 Keep 优选健身房计划对比.....	19
图表 46: 线上健身平台变现模式四.....	20
图表 47: 综合型&垂直型互联网平台用户规模对比, 单位: 万人.....	20
图表 48: 综合型&垂直型互联网平台广告收入对比, 单位: 亿元.....	20
图表 49: 综合型&垂直型互联网平台广告用户 ARPU 对比, 单位: 元/人.....	21
图表 50: Keep 与 Peloton 的对比.....	21

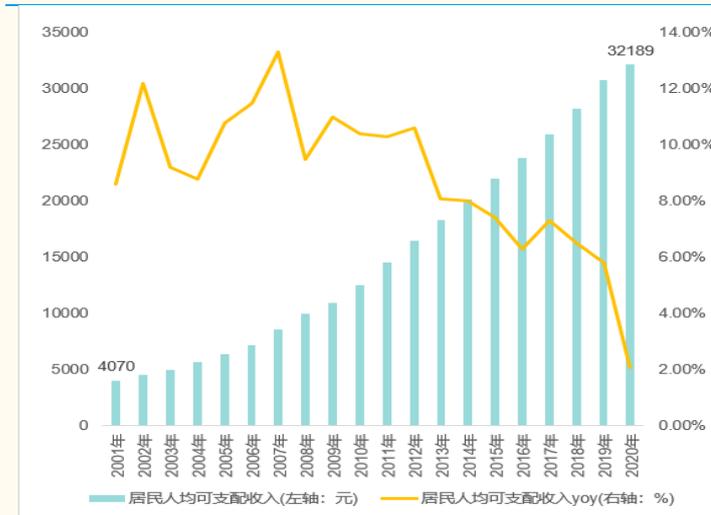
图表 51: Peloton 发展历程	22
图表 52: Keep 发展历程	22
图表 53: 会员订阅数 (万人) 及其同比增速对比	22
图表 54: Keep&Peloton 商业模式对比	23
图表 55: Peloton 收入结构	23
图表 56: Peloton 收入结构	23
图表 57: Keep 和 Peloton 毛利率对比	24
图表 58: Keep 和 Peloton 销售净利率对比	24
图表 59: Keep 和 Peloton 销售费用率对比	24
图表 60: Keep 与 Peloton 营收入对比, 单位: 亿元	24
图表 61: Keep 与 Peloton 存货周转率对比	24
图表 62: Keep 按业务构成营业收入, 单位: 亿元	24
图表 63: peloton 按业务构成营业收入, 单位: 亿元	24

一、中轻度健身用户群体扩大，带来线上健身渗透率提升

1.1 模式端：在线健身为健身用户渗透率提升的主要驱动力

- **健身用户群体持续扩大，健身人群渗透率及国民体育消费支出均呈现提升趋势，带动健身市场规模增长。**根据国家统计局数据：我国居民人均可支配收入由 2001 年的 4070 元增长到 2020 年的 32189 元，增长较快。经济水平增加将直接导致居民由最基础的物质生理需求向更高层次迸发：近年来的“健康意识的崛起”、“身材焦虑”促使更多人向健身行业投入，体育健身消费占可支配收入比例逐渐升高。根据灼识咨询，2021 年中国健身市场规模为 7866 万，健身人数（指每周参与两次以上的健身人士）为 303 万人，但对比欧美同期渗透率仍然处于较低水平，其中健身会员渗透率中国仅为 3.2%，远低于美国的 23.5% 与欧洲的 9.5%，市场潜力较大，预计 2026 年中国健身人群渗透率将达到 29.3%，健身人群规模将超过 4 亿人。

图表 1：中国居民人均可支配收入



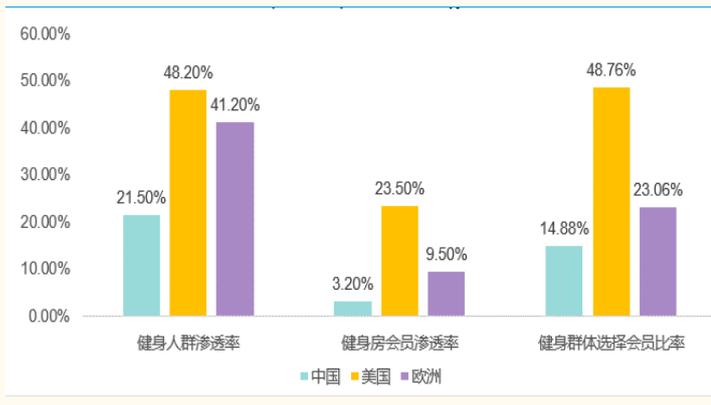
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 2：中国国民体育消费占可支配收入比例



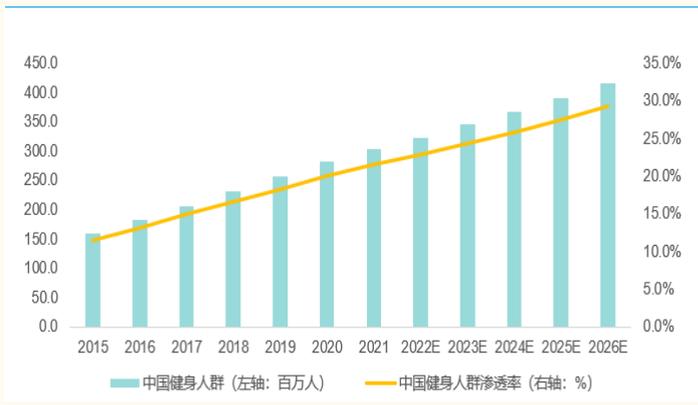
来源：国家体育总局，国金证券研究所

图表 3：2021 年中国、美国、欧洲健身渗透率对比



来源：Keep 招股书，灼识咨询，国金证券研究所

图表 4：2015~2026E 中国健身人群渗透率

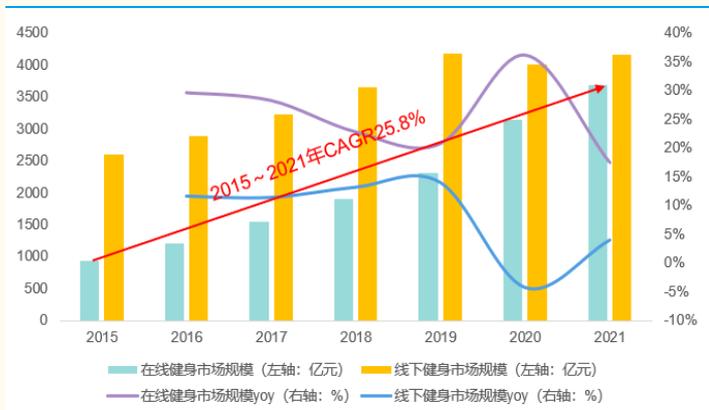


来源：Keep 招股书，灼识咨询国金证券研究所

- **在线健身模式适合居家健身场景，在疫情推动下在线健身市场增长迅速。**根据灼识咨询，从健身市场份额来看，2021 年在线健身市场规模达到总体健身规模的 47%，预计 2022 年有望超过线下健身市场规模。根据灼识咨询，2015~2019 年线上健身的市场份额提升并不明显，5 年间提升了 9.1%，线上健身规模 5 年复合增速为 25.4%。2020 年~2021 年在疫情催化下，线下健身房营业受阻，居家隔离等影响导致多处线下健身房关停，居民居家时间增多催生居家健身需求提升，在线健身市场份额 2 年间增长了 11.4%，线上健身规模 7 年复合增速为 25.8%，预计 2026 年线上健身

渗透率将达到 57.8%；线下健身模式受到疫情冲击，2020 年呈现负增长态势，2021 年疫情有所恢复，但增长率仍不足 5%，参考过去疫情期间表现情况，我们认为在当前疫情催化下，预计线上健身需求短期内将有所提升，带来线上健身渗透率的进一步提升。

图表 5：中国在线/线下健身市场规模&增长率



来源：Keep 招股书，灼识咨询，国金证券研究所

图表 6：中国健身人群的线上渗透率呈提升趋势



来源：Keep 招股书，灼识咨询，国金证券研究所

- 中国线上健身行业步入成长期，呈现线上线下融合模式。中国线上健身行业可分为四个阶段：

第一阶段：探索期（2010-2013），这一阶段线上健身的用户数比重较低，线上健身 APP 数稀少（主要以 2010 上线的咕咚为代表），功能也局限于较为基础的功能。但受 2008 年奥运会成功举办的影响，全民参与运动健身和健身的思想萌芽开始崛起。

第二阶段：竞争期（2013-2018），这一阶段大量健身 APP 上线（如：Keep、悦动圈、火辣健身、每日瑜伽等），各 APP 进入用户竞争阶段，线上健身 APP 的功能逐渐开始完善，出现记录打卡、社区等模块化功能，但主要模式仍然局限于线上场景。

第三阶段：成长阶段（2019-），该阶段各用户核心用户趋于稳定，行业整体用户平稳增长，头部马太效应开始凸显，根据 Keep 招股书数据，用户量前 10 的 APP 占包揽了 75% 的用户，中小 APP（火辣健身等）竞争失败退出市场，部分线上健身 APP 开始探索线上和线上场景融合的商业模式。

第四阶段：成熟期，该阶段用户总量平缓，市场增速降低，各 APP 进入存量竞争的时代，线上和线下模式融合趋于完善，但市场主体以线上为核心。根据灼识咨询数据，预计 2023 年左右线上健身市场将全面线下，2026 年线上市场份额将达到 60.6%。

图表 7: 线上健身发展历程

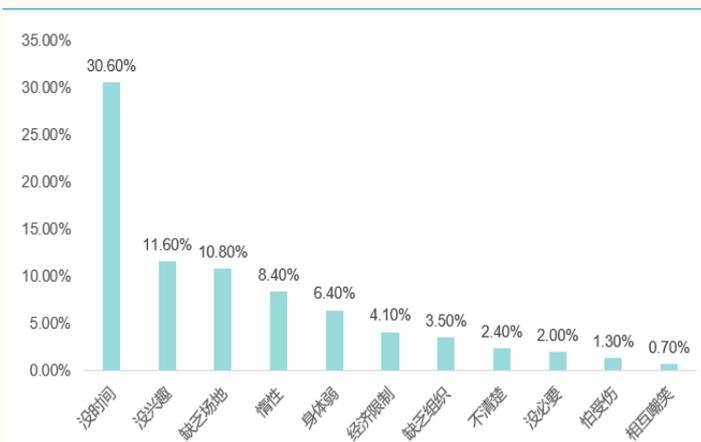


来源：国金证券研究所绘制

1.2 用户端：在线健身解决“健身难”痛点，以高性价比和便捷性吸引大量中轻度用户群体

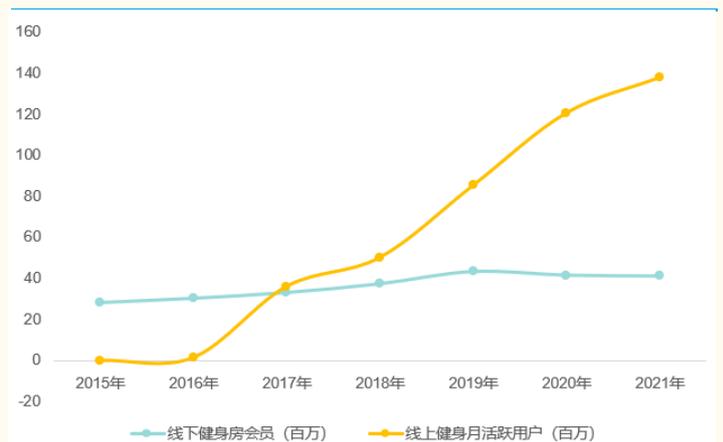
- **在线健身解决用户“健身难”痛点，能够覆盖更多用户群体。**根据国家体育总局数据，20岁以上人群中不愿健身的理由中占比最高的为“没时间”，占比30.6%，缺乏场地和经济限制分别占比10.8%和4.1%，而线上健身APP用户可以随时随地打开手机端跟随课程进行锻炼，利用碎片化时间健身。通过购买智能健身设备和专业健身器材，足不出户便可进行较为专业化的健身课程。同时，线上APP提供了免费健身内容和训练干货，相较线下模式极大程度降低了经济方面的负担。根据灼识咨询，2021年中国健身渗透率为21.5%，线上渗透率为42.7%，线下健身房会员为4100万，而线上健身会员为1.38亿，预计未来差距将进一步拉大。

图表 8: 20 岁以上人群不愿健身理由占比



来源：国家体育总局，国金证券研究所

图表 9: 在线健身月活数&线下健身房会员数



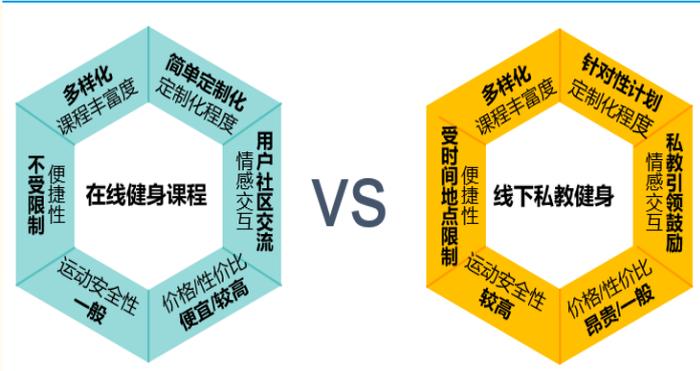
来源：Keep 招股书，灼识咨询，国金证券研究所

备注：线上健身人群渗透率指年均线上健身月活跃用户占月均健身人群数量的比例

- **健身中轻度用户群体庞大且对专业性要一般，与在线健身模式较为契合。**线上健身的特点为：门槛低、高效、便捷、便宜，潜在客户为健身中轻度用户，核心健身诉求为短期需求或间歇性需求。轻度用户消费意愿较低，线下健身房昂贵，借助线上 app 提供免费课程和打卡等锻炼方式，以高性价比满足健身需求。

- 我们按照健身的专业度和健身投入的资源将用户分为轻度、中度和重度 3 个等级。**1) 轻度用户**：消费意愿较低，线下健身房昂贵，借助线上 app 提供免费课程和打卡等锻炼方式，廉价有效的满足健身需求。**2) 中度用户**：有一定的核心诉求，愿意在健身行业支出。往往碍于时间成本（工作、家庭）未能如愿线下健身，通过购买线上 APP 所带来的专业化、会员化定制服务，能够更为灵活多变的居家锻炼，初步满足其诉求，花费也更加低廉。**3) 重度用户**：健身消费意愿较高，花费较多的时间，追求专业、健身房氛围。

图表 10：在线健身&线下私教健身对比



来源：国金证券研究所绘制

图表 11：轻、中、重度健身用户划分

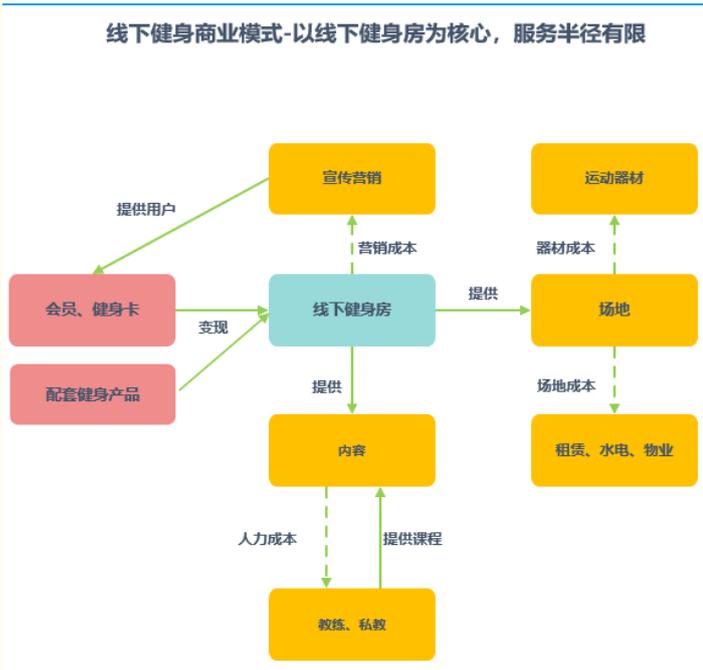


来源：国金证券研究所绘制

备注：气泡大小代表用户群体大小

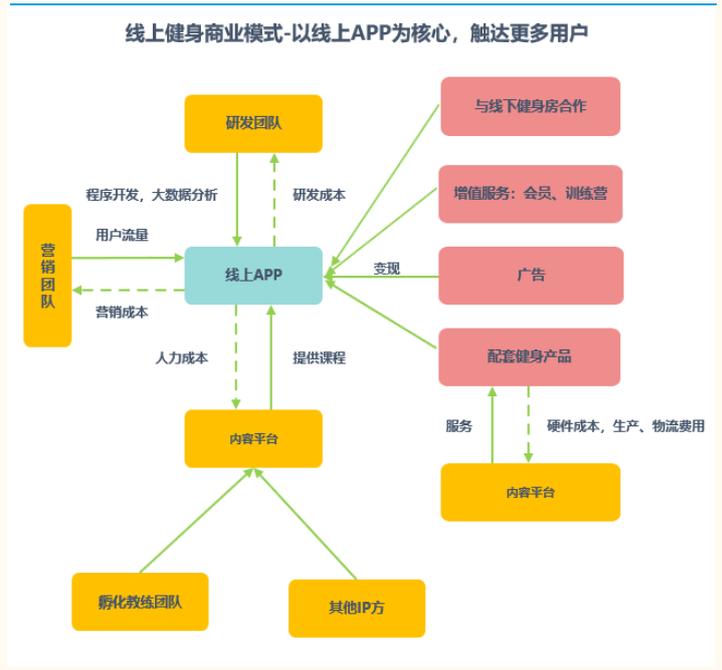
- 线下健身运营成本较高，且变现模式单一；线上健身变现模式多样，会员较线下模式价格优势明显，留存率更高，利于市场规模扩展和大规模渗透。**1) 从 B 端来看**：线下健身的运营成本昂贵，需要考虑大量人力成本、场地费用、工资支出等，准入门槛较高。且传统经营模式下：变现模式单一，仅依靠线下健身场景“办卡”和售卖健身器械盈利，服务半径有限。而相较于线下“重资产模式”，线上健身 APP 以内容为核心，能够吸引大量用户形成规模效应，且变现模式多样：包括依托线上平台的广告盈利和增值服务，以及电商端对配套运动产品的售卖，乃至依托线上内容与线下合作的体验模式，具有更广阔的盈利途径，更完善的商业模式也利于从市场规模进一步的扩展；**2) 从 C 端来看**：线上的健身会员价格优势较为明显，线下健身会员平均 409 元/月，而线上会员平均仅花费 25 元/月，且不少线上健身 APP 的内容已趋于标准和完善，和线下健身的课程专业程度差距并不大。低消费，低门槛意味着更庞大的用户群体和更低的留存成本，用户的接受程度也更高，未来市场发展空间也更大。

图表 12: 线下健身商业模式



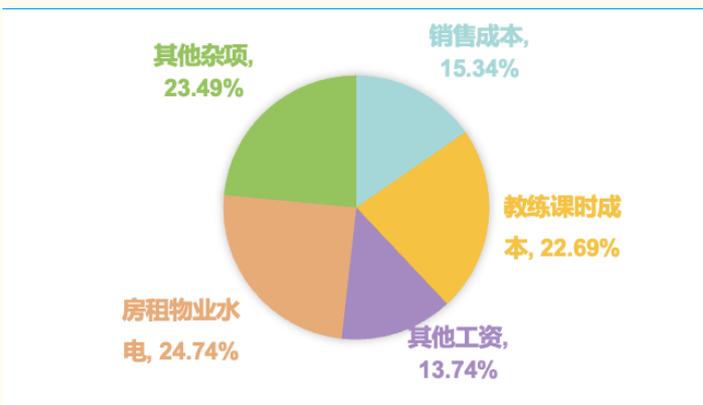
来源: 国金证券研究所绘制

图表 13: 线上健身商业模式



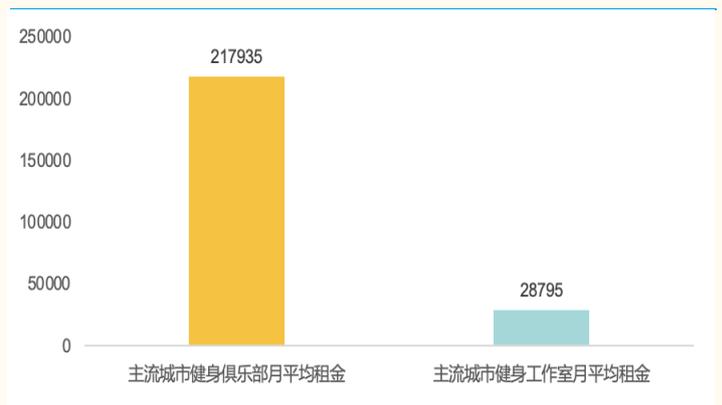
来源: 国金证券研究所绘制

图表 14: 线下健身房运营成本占比



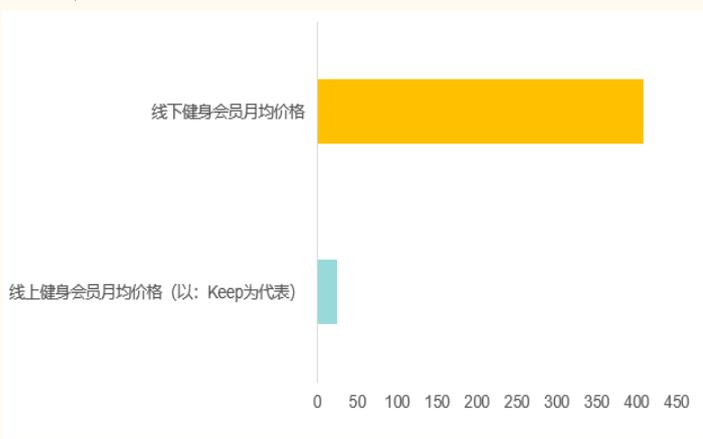
来源: 三体云动, 国金证券研究所

图表 15: 主流城市健身房平均月租金, 单位: 元



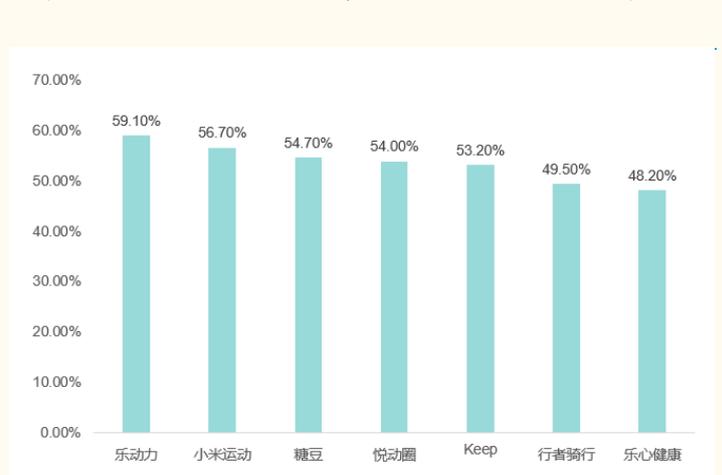
来源: 三体云动, 国金证券研究所

图表 16: 线上健身会员消费低, 留存成本易为大众接受, 单位: 元



来源: Keep 招股书, 国金证券研究所

图表 17: 2021Q1 线上健身 APP 用户 30 日留存率

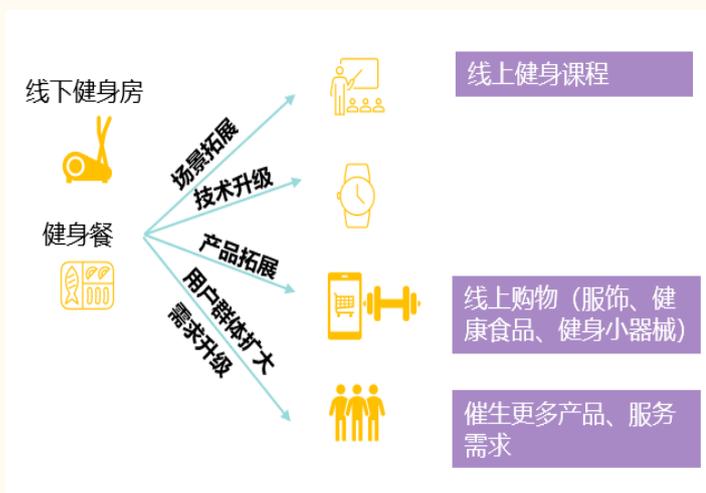


来源: Fast Data, 国金证券研究所

1.3 结构端：从“吃练”为主到“吃穿练用”结合带来更大市场空间

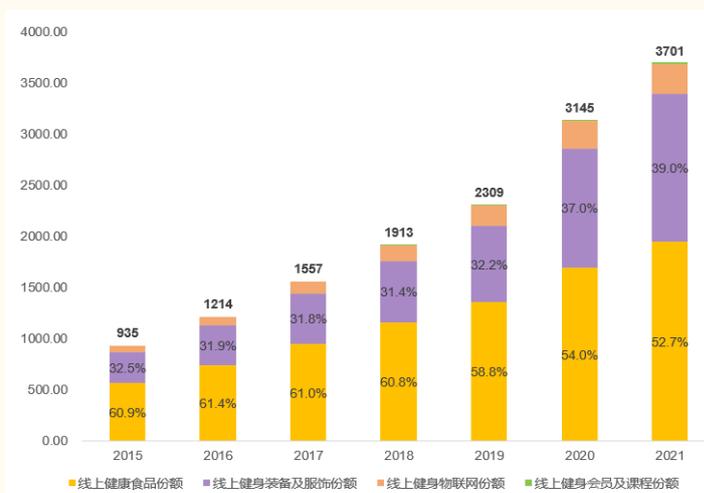
- **健身消费结构：由传统食品、装备及服饰端扩展智能物联网设备和线上内容端，多驱动因素带动市场空间增大。**根据灼识咨询：线上健身市场由 2015 年 935 亿增长至 2021 年的 3701 亿，结构端呈现从“吃练”到“吃穿练用”多需求融合。核心驱动因素主要为以下四点：从场景端来看：由线下拓展至线上，由传统健身房扩展至家中，健身用户与家中购买专业健身器材和定制化内容的需求增长；从技术端来看：智能物联带来技术革新，以手环、智能跑步机等为代表的设备对传统健身器材的体验升级，吸引健身用户；从产品端来看：配套健身食品由传统的营养健康餐扩展至以代餐、零食、保健品、蛋白粉的多维度产品概念；从用户需求端来看：由初步的浅层健身目标转入深层次专业化健身需求，对穿戴和装备设备的标准自然“水涨船高”。

图表 18：多方面共同作用健身行业市场结构改变



来源：国金证券研究所绘制

图表 19：线上健身市场结构：食品、穿戴设备比重逐年减少，单位：亿元



来源：Keep 招股书，灼识咨询，国金证券研究所

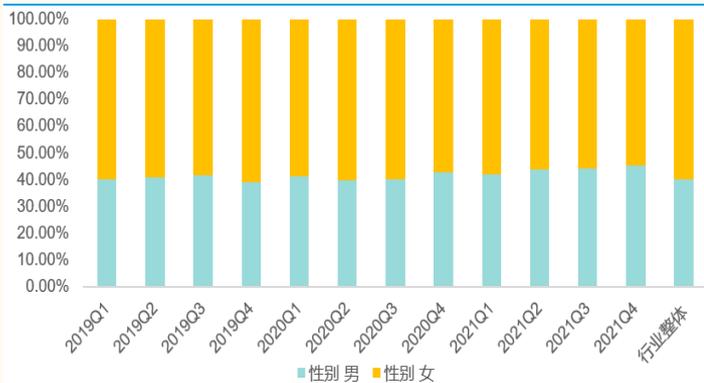
二、在线健身变现的 4 种模式：线上内容圈流量，卖货及线上线下一体化运营为未来收入核心

2.1 以 keep 为例，从用户需求来看哪种变现模式最具备优势？

- **Keep：国内线上健身内容和产品一站式服务平台，用户规模为在线健身行业排在第一位，在线健身应用程序市场及智能健身设备市场中拥有最高的市场份额，分别为 44.7%及 38.8%。**其变现有四种模式：**1、线上 APP：Keep 的核心内容板块，主要为录播课和直播课。**主要变现模式为会员订阅和内容付费。会员特权包含：专属训练计划，专属课程、免费直播课、饮食分析多重福利。付费内容主要囊括：付费直播课程，付费训练计划等。**2、自有品牌电商：涵盖吃穿练用多种需求。**主要包括智能健身设备和配套健身商品两大类：含运动单车、手环等智能产品；瑜伽垫、哑铃等运动器械；健康食品和服装。**3、广告：主要为开屏和信息流广告。**广告雇主涵盖汽车、奢侈品牌、快速消费品等行业，依托 Keep 庞大的用户量，进行流量变现。**4、OTO 线下健身房：直营及合作，线上线下一体化运营。**KeepLand 采取直营模式，优选健身房计划则与其他线下健身房合作，对客户按次收费，并与线下健身房梯次分成。
- **用户画像：线上健身用户更年轻化也更愿意在线上付费。**根据 Mob 研究院，以 Keep 为例，从性别来看，行业整体用户为女性，但 Keep 用户男性比例较行业整体更高，这与 Keep 提供的专业课程贴合男性专业健身需求有关。从年龄来看：Keep 的用户主力为 25-34 的岁中青年，整体年龄结构较行业呈年轻化趋势。根据国金指数，从消费能力来看，Keep 用户整体消费能力处于中高水平，这与 Keep 用户主要来自消费水平较高的一二线城市有关。

- **用户需求：打卡记录、课程学习是吸引用户的核心，K1、K2等初级课程最受用户的青睐。**根据我们的草根调研，打卡的便捷性和内容的丰富程度是Keep的吸引用户的主要竞争力，在用户使用Keep的功能占比方面：打卡记录和课程学习分别占比72.58%和69.35%；持续使用Keep的理由中：打卡、记录和课程内容丰富占比69.35%和64.52%。课程和记录功能的拓展的课程和会员项目，以及其衍生产品训练设备也是用户购买意愿较强的三个板块。课程需求方面：Keep用户主要为轻度健身用户，主要青睐K1和K2级别的初课程，对难度较大和专业训练需求不大。

图表 20: 4Q21Keep用户城市来源



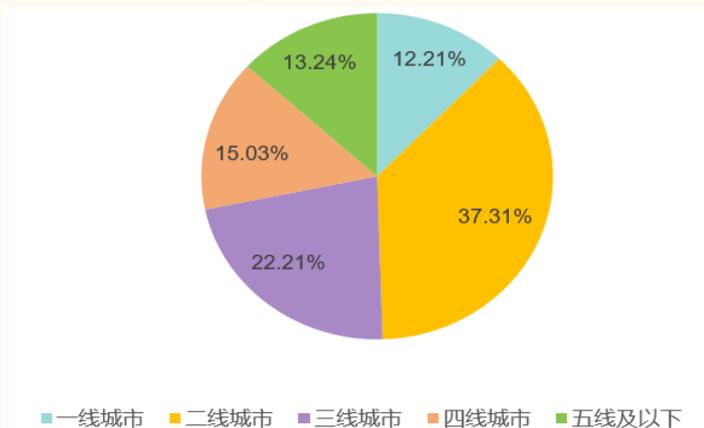
来源: Mob 研究院, 国金证券研究所

图表 21: 4Q21Keep用户城市来源



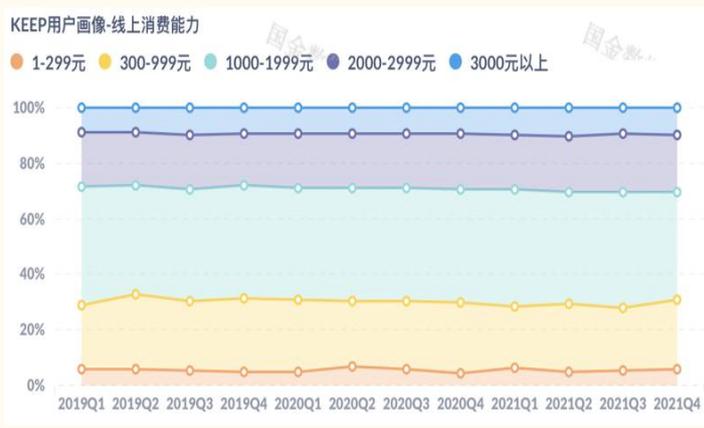
来源: Mob 研究院, 国金证券研究所

图表 22: 4Q21Keep用户城市来源



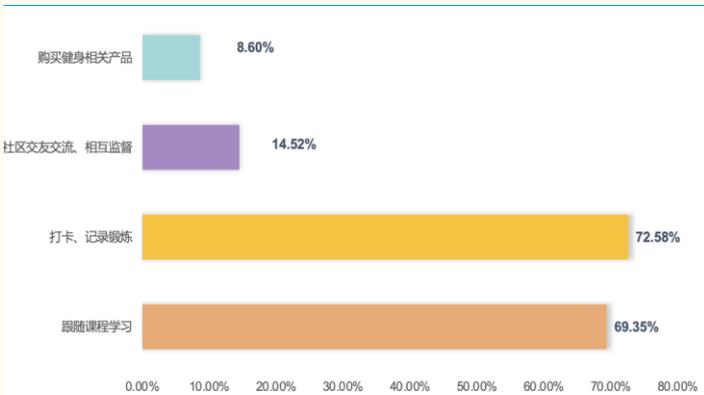
来源: 国金证券研究所

图表 23: Keep用户的消费能力



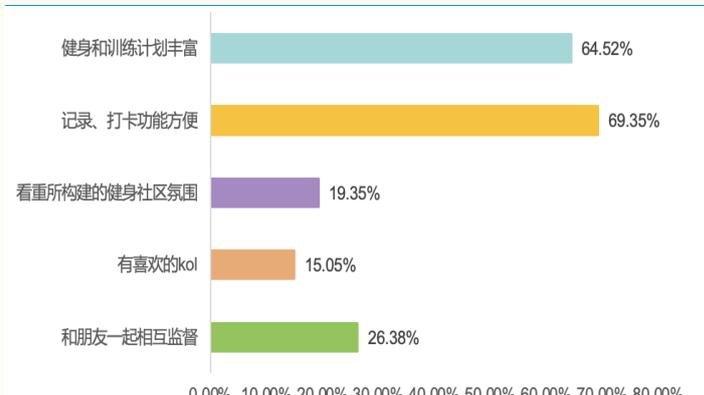
来源: 国金证券研究所

图表 24: 用户使用Keep的功能占比



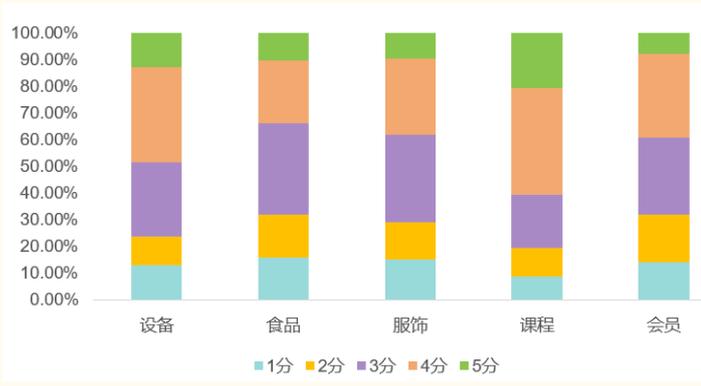
来源: 草根调研, 国金证券研究所, N=290

图表 25: 用户持续使用Keep理由



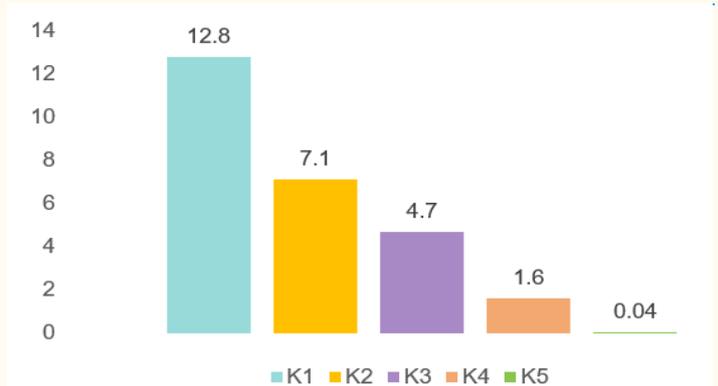
来源: 草根调研, 国金证券研究所, N=290

图表 26: Keep 用户购买服务意愿程度得分



来源: 草根调研, 国金证券研究所, N=290

图表 27: Keep 用户课程参训人数, 单位: 亿人次



来源: 国金证券研究所

2.2 模式一: 以平台内容获取会员收入及增值服务费, 核心为用户忠诚度和内容丰富度, 追踪指标为内容数量与会员订阅数

以增值服务为变现方式, 内容为核心。变现链路: 由早期投入营销资金进行广告和宣传吸引潜在用户。并通过提供免费和初级服务, 进行内容沉淀培养用户健身习惯, 将这部分用户沉淀为核心用户, 增加其为其他的增值服务的消费意愿。其中内容至关重要, 是吸引和沉淀用户, 促使付费其消费的核心。

对比不同类型平台: 内容为核心的垂直健身平台更具备优势。以垂直健身内容平台代表 Keep 为例, 对比垂直健身工具平台 (咕咚)、多元内容平台 (哔哩哔哩&小红书)、短视频平台 (抖音、快手)。用户端总量较综合性内容平台少, 但其用户健身需求明确, 目的性更强, 垂直领域相较第二梯队优势明显。内容端: 瞄准居家健身场景, 以 PGC 内容为主, 内容形式丰富, 有独家课程。相较综合性内容和垂直健身工具平台而言专业性更强。功能端方面: 打卡记录功能完善, 利用大数据及配套健身产品实现定制化健身体验。会员端: 拥有会员专属课程、购物及课程优惠、个性训练计划、饮食分析等定制功能, 会员性价比相较同类产品性价比更高。而综合性内容平台并不提供健身工具和健身会员服务, 对健身爱好者来说, 平台功能有一定程度的缺少, 吸引力有所不足。

图表 28: 在线健身平台变现模式一

模式一: 以增值服务为变现方式的变现链路, 内容为核心

内容是吸引和沉淀用户, 促使用户付费的关键



来源: 国金证券研究所绘制

图表 29：不同类型平台对比：垂直健身内容平台更具优势

	垂直健身内容平台- Keep	垂直健身工具平台- 咕咚	多元内容平台- 哔哩哔哩&小红书	短视频平台- 抖音&快手
用户	用户总量较综合性平台少，但在垂直领域远超第二梯队 用户健身需求明确、目的性强	用户总量较少 用户健身需求明确、目的性强	用户总量较多 用户健身需求不明确	用户总量较多 用户健身需求不明确
内容	瞄准居家健身场景 以PGC内容为主，专业性较强 课程形式丰富、有独家课程 健身课程内容体系化、模块化	以跑步为主，室内外场景结合 内容丰富度一般 免费内容较少、训练计划需要购买会员	健身不是平台主流内容 以UGC和KOL提供内容为主，社区氛围较好	健身不是平台主流内容 以UGC、明星和KOL提供内容为主，主打分享和内容传播
功能	打卡记录功能方便 定制化健身体验 与配套产品、服务相结合	主打记录功能 配套生产产品	无健身方面工具性功能	无健身方面工具性功能
会员	价格：月卡25，年卡248 会员功能：会员专属课程、购物及课程优惠、个性训练计划、饮食分析	价格：月卡25，年卡757（折后98），性价比一般 会员功能：购物优惠、会员专属课程，个性训练计划	无健身方面个性化会员	无健身方面个性化会员

来源：国金证券研究所绘制

- 对比综合性内容平台：**Keep 提供社交性，课程内容：专业、整洁、高效，教练筛选标准更高，健身人群用户量更高。**

课程内容：更专业简洁，不同平台同一博主更新动态量更高，更多样化、系统化。B 站、小红书、抖音等在内容区将打卡分析和课程内容混合在一起，并不利于健身小白直观抓住适合自己的内容；而 Keep 内容区的界面的和细分栏目则较为完善和整洁，提供的内容业余健身契合度更高，课程分级并提供消耗卡路里数据，更有助于用户快速选择适合自己的内容进行训练。而同一健身博主在不同平台所更新的内容也有所区别，以 Keep 为代表的线上内容平台，博主动态更新频繁，内容更多样化，且往往带有课程难度分级、对象标签以及对应热量消耗，凸显专业性。

功能性和社交性赋予健身用户氛围感和满足感，B 站、小红书、抖音等传播属性强、功能和社交属性较弱；Keep 打造垂直社区，通过打卡、同城圈子模式，赋予用户健身满足感和氛围，综合性视频内容平台以内容传播为主，没有健身垂直领域的专属功能，对应营造的社区氛围较弱。

提供激励计划，教练筛选标准更高：B 站和小红书主打人人都可发布课程视频或笔记，博主为盈利时常会在课程内容中带货，发布无关内容。Keep 的课程内容则完全通过官方认证的达人，或引进的如帕梅拉、周六野等超级运动达人，以及 Zumba、莱美等海外知名运动 IP 所提供，并设立梦想奖学金等激励计划，奖励指标完全由用户参与度和数量决定，因而 Keep 在内容专业性和独特性上更具保障。

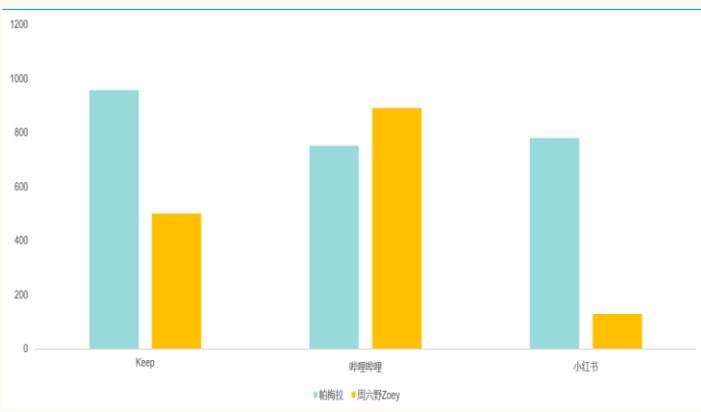
用户目的性更强，健身用户数量更高：Keep 健身类用户量位居第一，月活跃用户量达 34.36 百万。综合性平台虽然整体用户量大，但是健身用户量相较于垂直内容平台而言更小。根据火烧云数据显示，哔哩哔哩运动类视频播放量占全平台视频播放量的 2.92%；根据千瓜数据显示，小红书关注运动的用户人群约占比 2.79%。2021 年，哔哩哔哩月活跃用户达 2.72 亿，小红书月活页用户达 2 亿。

图表 30: 同一健身博主在 Keep 与内容平台内容量与粉丝对比

同一健身博主在Keep与内容平台内容量与粉丝对比					
		线上健身平台	内容平台		
		Keep	哔哩哔哩	小红书	抖音
帕梅拉	更新内容对比	独家课程，互动答疑，训练计划和挑战活动等系统合作	更新健身视频，负责教学	健身打卡互动和健康饮食分享	—
	更新视频、文章数量对比	直播+视频+课程；动态更新：299	视频：205；动态更新	笔记：222	—
	粉丝数量和获赞对比	粉丝：957万；获赞：64.3万；跟练人次：1275.1万	粉丝：752.1万；获赞：356.9万	粉丝：780.1万；获赞与收藏：1537万	—
周六野 Zoey	更新内容对比	不同部位的健身视频课程和动态分享	更新各类健身教学视频为主	生活日常分享和简单健身视频	更新各类健身教学视频
	更新视频、文章数量对比	直播+视频+课程；动态更新：252	视频：224；动态更新	笔记：237	作品：163
	粉丝数量和获赞对比	粉丝：501.5万；获赞：106.5万；跟练人次：215.1万	粉丝：890.9万；获赞：1207.2万	粉丝：130.4万；获赞与收藏：214.5万	粉丝：421.9万；获赞：373.7万
附注		Keep有专属“圈子”和博主运动记录；内容包括直播课、课程和视频分享，其中课程有明确难度、适用对象标签和对应消耗热量展示	—	—	—

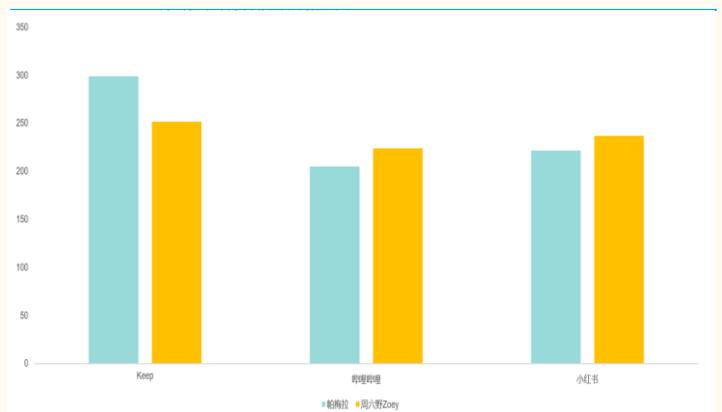
来源：keep、哔哩哔哩、小红书，国金证券研究所

图表 31: 同一博主在不同平台粉丝量区别 (万人)



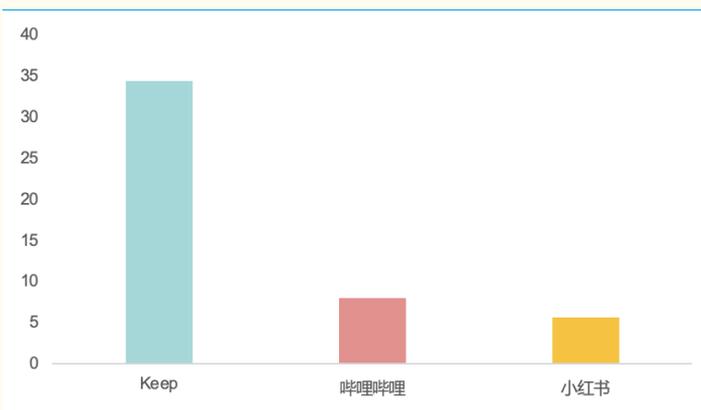
来源：keep、哔哩哔哩、小红书，国金证券研究所

图表 32: 同一博主在不同平台更新动态数量对比



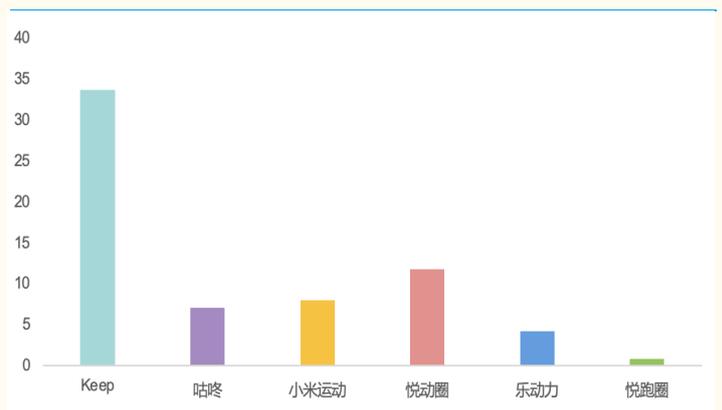
来源：keep、哔哩哔哩、小红书，国金证券研究所

图表 33: 健身类 vs 综合性平台推算健身月活跃用户，单位：百万人



来源：千瓜数据，火烧云数据，Keep 招股书，国金证券研究所

图表 34: 垂直健身平台月活跃用户，单位：百万人



来源：国金证券研究所

- 对比其他垂直平台，Keep 用户量大、平台完善，AI 赋能定制化服务，会员服务性价比高

平台内容完整，特色化功能国内领先：Keep 兼容了大多数训练场景（除游泳和冰雪运动），是国内功能最为完整的线上健身平台。训练和饮食场景相结合的特色功能在国内市场占据领先地位。

会员服务性价比高，AI 定制私人计划提升用户消费意愿：相较悦动圈，Keep 和咕咚的会员功能更贴合健身用户需求，对健身人群性价比比较高。虽

然 Keep 与咕咚的会员主要功能类似，但 Keep 在人工智能+健身方面布局更为优秀，Keep 将根据每一个用户的画像，制定个性化的训练和饮食计划。时更为个性化、专业化的服务也将进一步激发用户的消费意愿。

图表 35: 国内主流健身平台功能对比

国内主流健身平台功能对比									
功能	Keep	咕咚	小米	悦动圈	功能	Keep	咕咚	小米	悦动圈
健走	✓	✓	✓	✓	健康数据	✓	✓	✓	✓
跑步	✓	✓	✓	✓	好友排名	✓	✓	×	✓
健身	✓	✓	✓	✓	设定目标	✓	✓	✓	✓
骑行	✓	✓	✓	✓	社区动态	✓	✓	✓	✓
登山	✓	✓	×	×	赛事	✓	★	×	★
瑜伽	✓	×	×	×	干货文章	✓	✓	✓	×
冥想	✓	×	✓	×	运动团	×	★	×	×
游泳	×	★	×	×	红包	✓	✓	×	✓
滑冰/滑雪	×	★	×	×	会员	✓	✓	×	✓
课程	✓	✓	✓	✓	饮食建议	★	×	×	×
动作库	✓	×	×	✓	活动挑战	✓	✓	×	✓
直播课	✓	✓	✓	✓	国际版	✓	×	×	×
训练计划	★	✓	✓	✓	运动装备	✓	×	✓	✓

来源：数据来源：各健身 APP，国金证券研究所 备注：★为特色功能

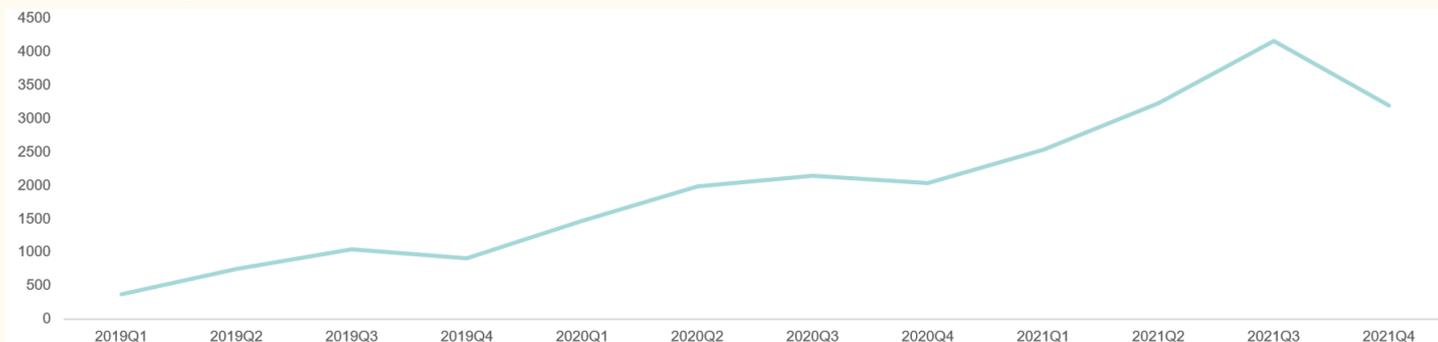
图表 36: 主流平台会员价格与服务对比

	Keep	咕咚	悦动圈
价格	19元连续包月 58元连续包季 218元连续包年	25元/月 18元连续包月 168元连续包年	10元/月 28元连续包月 168元连续包年
服务	私人定制训练 饮食分析 会员专属课程、免费直播课 商场打折	个人训练计划 健身直播 好货优惠 专属课程	赛事提醒 购买打折 屏蔽广告 红包翻倍

来源：各健身 APP，国金证券研究所

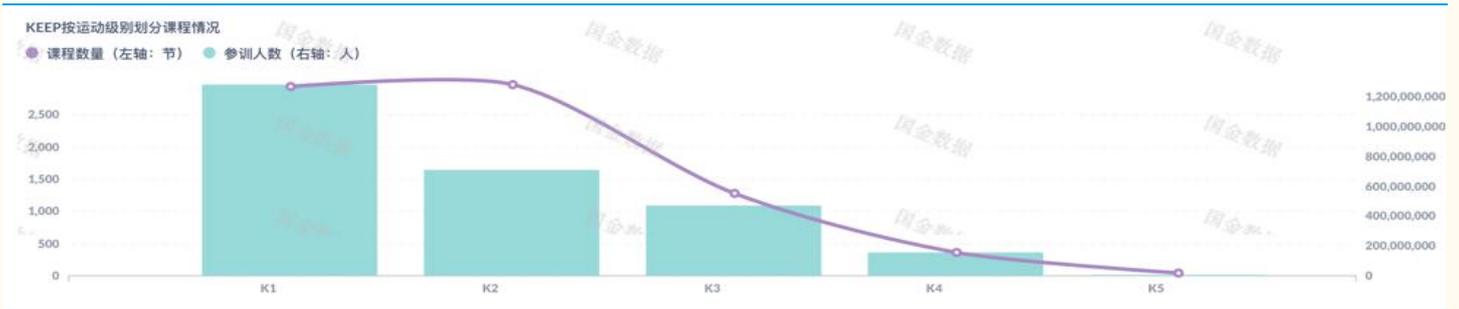
- **追踪指标：会员数稳步提升，初级课程参训量大。** Keep 会员数波动上升，有一定季节性特点，春夏季为旺季。根据 Keep 招股书的数据：Keep 平均月活用户由 2019Q1 的 1550 万持续增长，最高点已达 4150 万。每年冬季，受季节和天气影响，用户健身和活动意愿受到冲击，Keep 用户的用户量和订阅规模将有回落趋势，但整体规模仍平稳向上。Keep 运动课程以初级课程为主，参训量大。课程分布方面数量最多为 K2 级别课程达到 2789 节，参训人数方面参加人数最多的为 K1 级别课程，初级课程需求广泛。

图表 37: Keep 会员数，单位：千人



来源：Keep 招股书，国金证券研究所

图表 38: Keep 课程数及参训人数分布



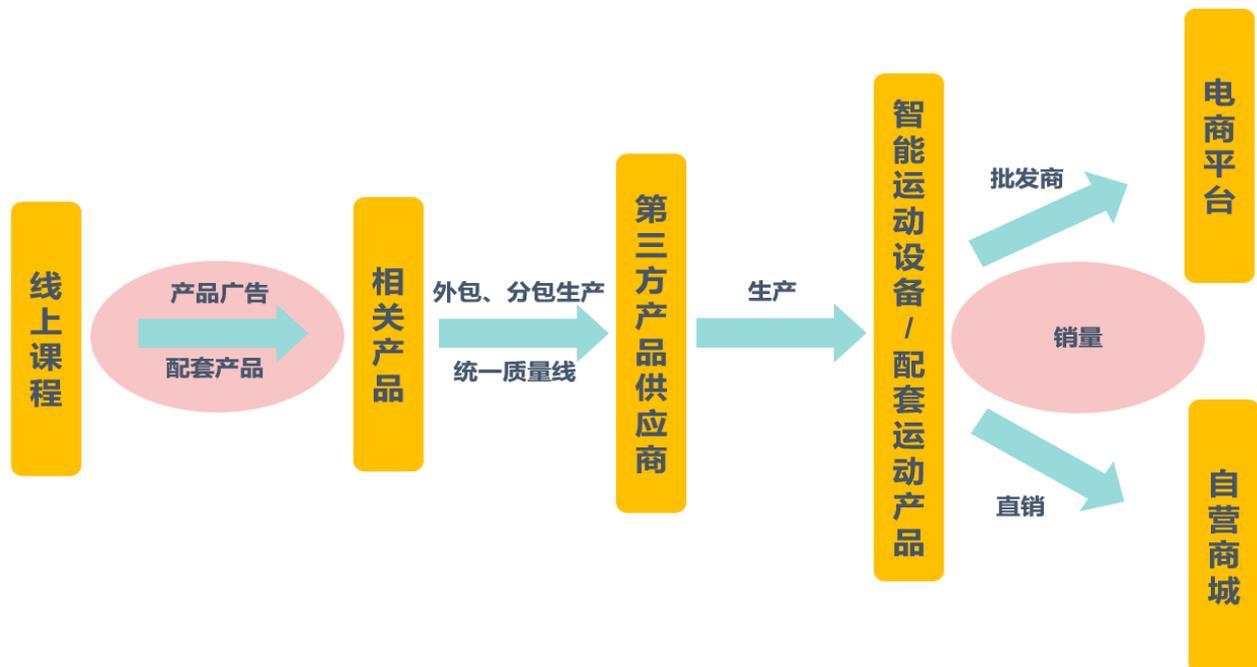
来源: keep, 国金证券研究所

2.3 模式二：以 APP 品牌为背书与平台课程形成绑定，切入电商卖货，可追踪销量、卖货结构等关键指标

- 以卖货为变现方式的变现链路，课程绑定为核心，销量为关键指标。线上健身内容平台售卖的主要是线上课程配套的相关衍生产品，早期通过线上内容吸引与绑定用户，后续推出配套产品进一步变现。生产方面无专业流水线和批量化加工能力，往往依靠质控团队进驻第三方供应商工厂实现生产模式。生产出的智能运动设备和配套运动产品通过电商平台（京东、天猫）批发代销和 APP 商场自营模式进行售卖，销量是衡量其电商业务的关键指标。
- 对比垂直领域厂商，Keep 在与课程相关的健身器材或智能健身设备领域较有优势，其优势仍在于和平台课程内容的绑定。与其他垂直领域厂商相比，Keep 电商端的产品优势主要集中在与课程配套的智能健身设备和健身器材，得益于此版块完善的线上内容布局：智能单车&瑜伽垫的市场占比较高。而在服装和食品端 Keep 的产品力和市占率相对不高，与其他垂直领域公司处于劣势地位。

图表 39: 在线健身平台变现模式二

模式二：以卖货为变现方式的变现链路，课程绑定为核心，销量为关键指标



来源: Keep 招股书, 国金证券研究所

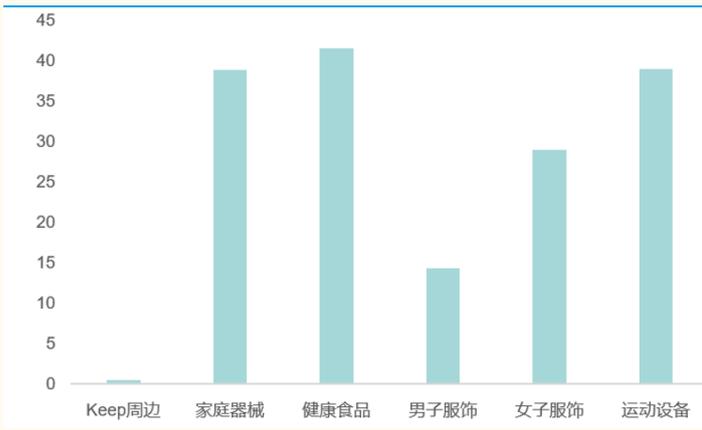
图表 40: 电商端: Keep 与其他垂直领域公司对比

	垂直健身内容平台- Keep	相关垂直领域公司
品牌力	智能健身设备&健身器材: 智能单车&瑜伽垫市占率较高 服装: 配套的服装等, 品牌力较弱 食品: 主要为健康休闲食品, 品牌力较弱	智能健身设备&健身器材: 品牌力较强 服装: 历史较长, 品牌认知度高 食品: 专做休闲零食等, 品牌力较强
产品力	智能健身设备&健身器材: 功能较好, 产品力强 服装: 产品力一般 食品: 产品力一般	智能健身设备&健身器材: 产品力较强 服装: 设计较好, 产品力较强 食品: 品类丰富, 更新迭代快, 产品力较强
性价比	智能健身设备&健身器材: 价格适中, 且配套课程内容丰富, 性价比高 服装: 性价比高 食品: 性价比一般	智能健身设备&健身器材: 性价比较高 服装: 性价比较高 食品: 性价比较高
销量规模	智能健身设备&健身器材: 智能单车2021年中国销量第一, 瑜伽垫市场份额14.9% 服装: 较小 食品: 消耗型商品, 公司销量占比较高但市占率低	智能健身设备&健身器材: 规模一般 服装: 销量规模大 食品: 销量规模大

来源: 国金证券研究所绘制

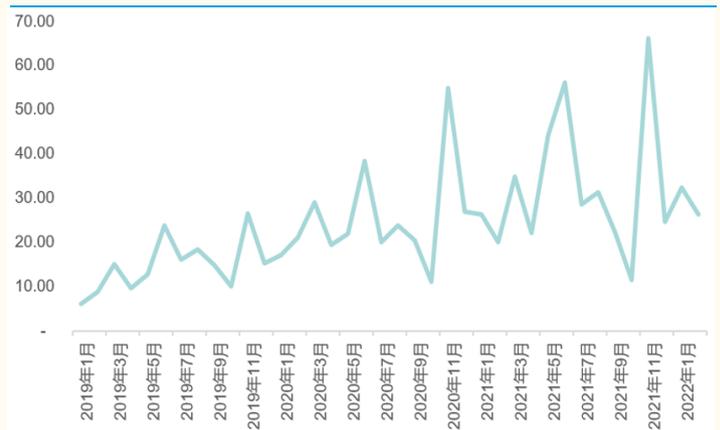
- **追踪指标: 销量与卖货结构, 健康食品、家庭器械、运动设备销售额占比最高, 每年 6 月及 11 月为销量高点。**根据国金指数, 从整体销售额来看: 销量高峰位于 6 月及 11 月, 主要由于新品发售和电商购物节。自 2019 年 Keep 推出自有品牌以来, 每年的 4 月 21 日为 Keep 新品发布会日期, 因而在五月第一批预售设备发货, 商品测评和口碑得到一定的保障之后, 大部分用户会在六月进行购买和置换, 叠加“618”电商购物节, 6 月迎来销量小高峰。2020 年及 2021 年双十一: Keep 的一系列运动消费品包括智能动感单车、加宽瑜伽垫、瑜伽轴等多款健身器械获得同品类销量第一。从份额分布来看: 健康食品、运动设备、家庭器械的月均销售额是占比最高的三部分。健康食品中: 低脂面包及粥类代餐, 营养奶昔, 蛋白粉更受到用户的偏爱。家庭器械类主要是 Keep 智能跑步机及家用动感单车, 单价较高, 相对受众面较小, 月均销售量为近 2000 台。运动设备类则主要为跳绳, 瑜伽垫, 瑜伽轴等与线上健身内容具有联动属性的设备贡献销售额。
- **Keep 智能健身装备端介绍: 布局全面, 完整覆盖健身前中后三个阶段, 智能化趋势下借助平台力量有望取得优势。**Keep 的智能健身设备端布局完善, 是其电商端的核心, 健身前: 通过智能手环和智能秤监测人体各类体征数据, 完善其私人训练计划。健身中: 健身设备可与线上内容课程联动, 在直播课程中完成内容交互。健身后: 通过筋膜枪等按摩设备有效缓解运动带来的疲劳, 智能化趋势下借助 Keep 庞大的平台有望取得优势, 市占率进一步扩大。

图表 41: Keep 自营商城分类别月均销售额指数 (2月)



来源: 国金证券研究所

图表 42: Keep 天猫旗舰店销售额指数



来源: 国金证券研究所

图表 43: Keep 智能设备端布局



来源: Keep, 国金证券研究所

2.4 模式三: O2O 变现模式, 从家庭场景延伸至城市场景, 增强品牌影响力同时拓宽变现渠道

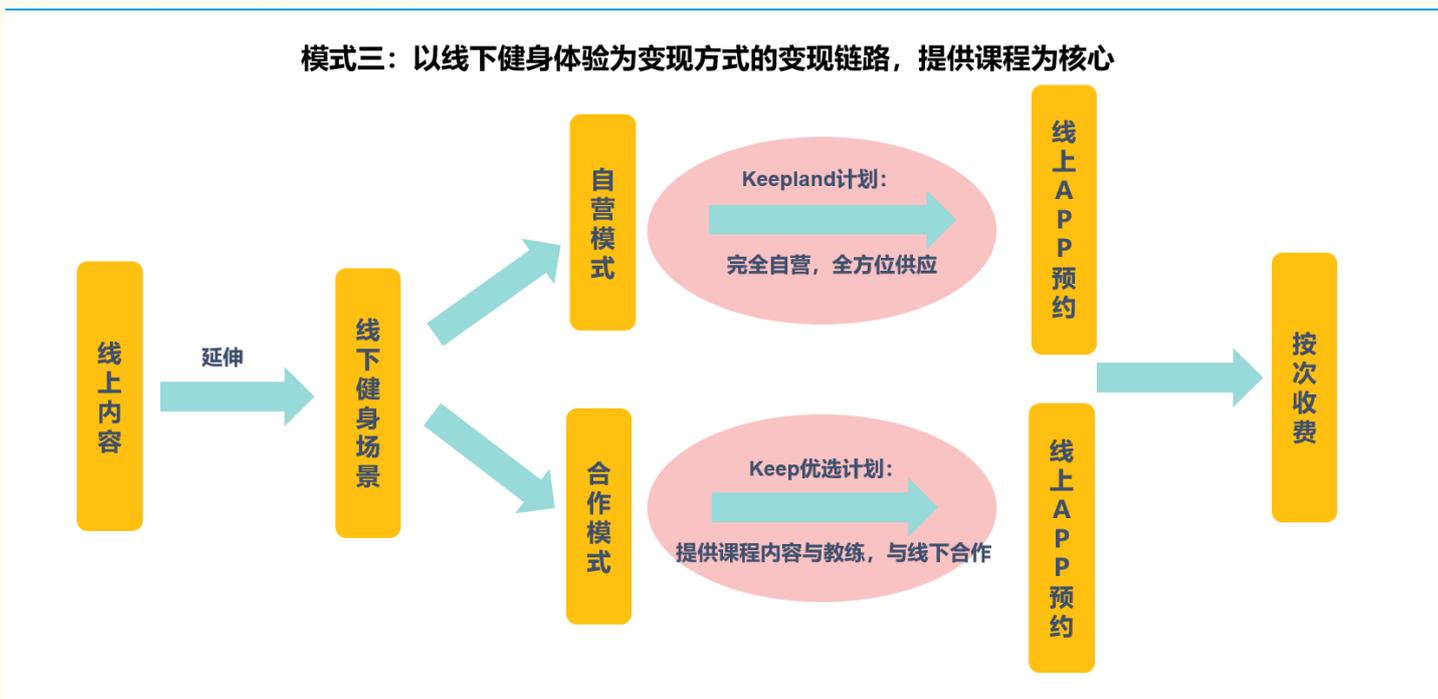
- 以线下健身体验为变现模式, 吸引顾客的核心是其课程内容。O2O 模式拓宽变现场景, 从线上家庭场景转为实地线下体验模式。以 Keep 为例, 线下健身房分别有两种经营模式, 一种为 Keeland 计划: 采取完全自营模式, 所有内容皆为自己提供, 需要负担较大实体成本。一种为 Keep 优选计划: 采取与其他线下健身房合作的模式, 为传统健身房提供内容课程, 增加其竞争力, 作为“轻资产模式”成本负担较小。两种模式吸引顾客的关键都为内容是否有足够强的竞争力。
- OTO 与线下其他健身房合作的轻资产模式可实现快速拓店

Keeland 定位“城市健身场景”, 但健身房的重资产模式叠加疫情影响进展不顺利: 18 年 Keep 尝试自营健身房采取单次付费模式, 解决了当时年卡付费的用户消费意愿不大的行业痛点。但这种模式有两种比较大的弊端, 第一: 庞大的人力消耗和场地租聘费用将完全由 Keep 自己承担。第二: 区别于传统健身房年卡模式, Keep 采取单次收费模式, 只要有客户预约就

必须完成本次课程，且师资相对固定无法灵活排课，造成 Keepland 的闲置率和浪费率较高，加之 2019 年疫情对线下的冲击，Keepland 关停多家门店。

Keep 优选健身房模式“轻装上阵”，轻资产模式投入较低可快速拓店，降低用户门槛，线下战略再启航：2022 年 2 月开始打造 Keep 优选健身房计划，此次“轻装”上阵，采用于线下健身房合作的模式，解决了原先庞大场地租聘开支的自身痛点，也可借助传统健身品牌的城市布局，更好的向其他城市进行扩展。同时 Keep 将定价由原先的 89-129 全部降为 49 元，极大程度降低用户健身门槛，将进一步扩大用户市场和受众面。

图表 44：线上健身平台变现模式三



来源：国金证券研究所绘制

图表 45：Keepland 与 Keep 优选健身房计划对比

	Keepland	Keep 优选健身房计划
经营模式	自营	与线下健身房合作
参加方式	预约制	预约制
收费模式	按次收费	按次收费
面积	200-300平方米	由合作方提供
门店数量规模	20家	预计年内可达100家
定价	89-129元/次	49元/次
选址	--	重新优化，交通便利的商场和写字楼附近
课程人数	每个分区可容纳两人	5~17人
课程提供	哑铃、瑜伽球等器械训练	团课形式，融合了舞蹈、音乐等时尚元素

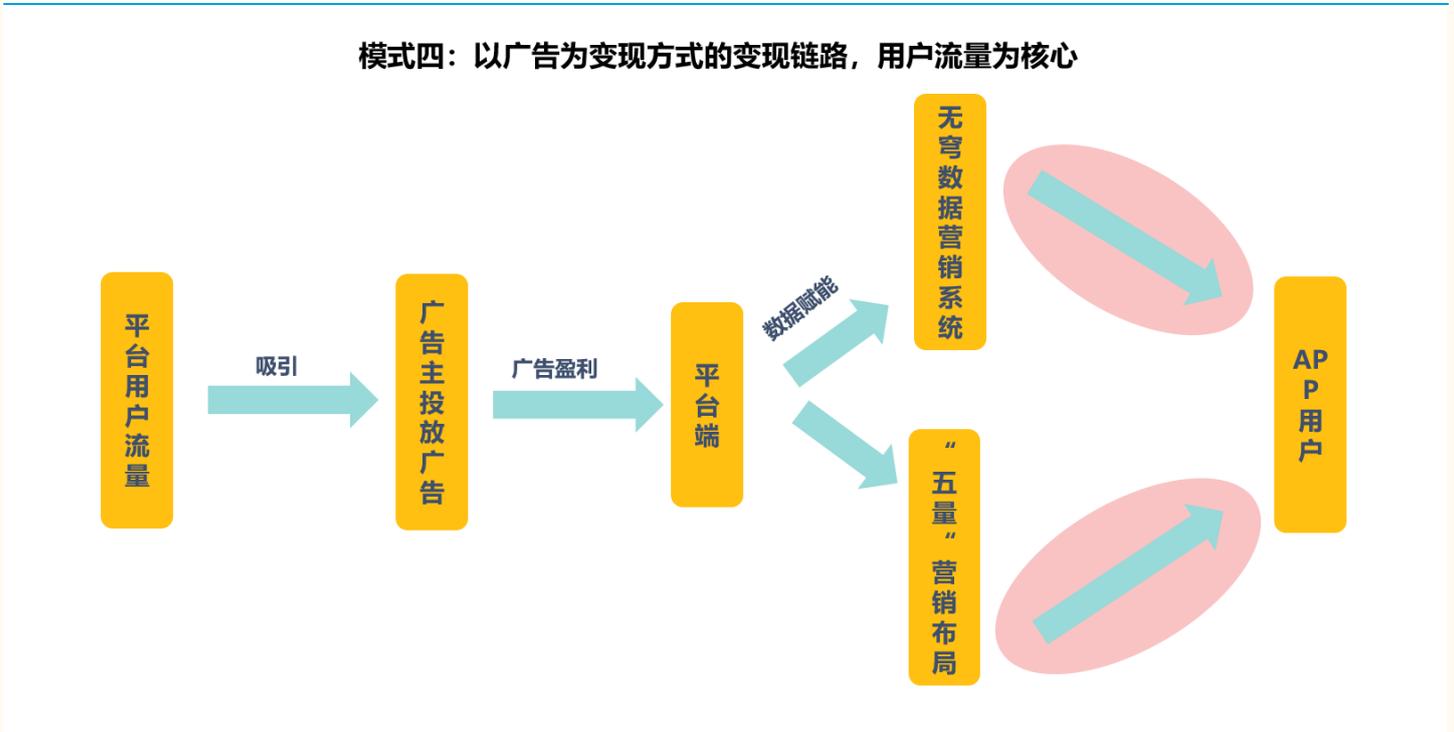
来源：Keep，国金证券研究所

2.5 模式四：广告变现为平台型公司的普遍变现模式，用户量越大、用户质量越高其广告价值越高

- 以提供广告位为变现模式，用户流量为核心。作为传统平台型公司的普遍变现模式，核心是平台本身所具有的用户流量，用户量越大，用户质量越高则其广告价值越高。

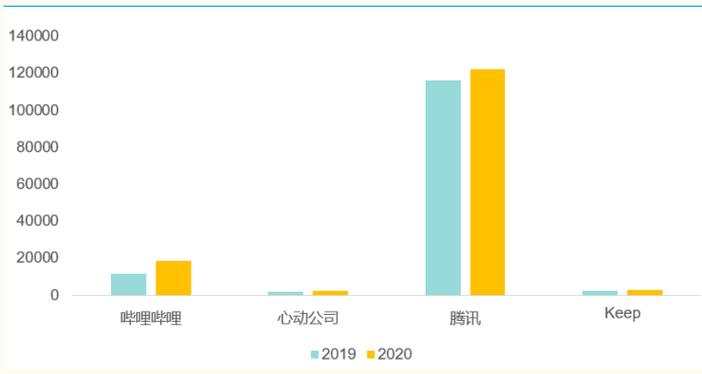
- 受制于平台用户规模，垂直型平台广告变现目前体量较小，单用户广告 ARPU 较低。综合型平台内容覆盖面广，所具有的用户体量也更大。线上健身平台用户量不具优势，广告变现体量也较小。ARPU 与头部综合性平台具有较大差距。

图表 46：线上健身平台变现模式四



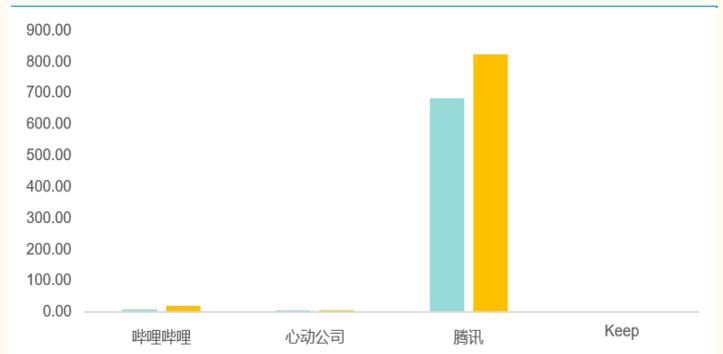
来源：Keep，国金证券研究所绘制

图表 47：综合型&垂直型互联网平台用户规模对比，单位：万人

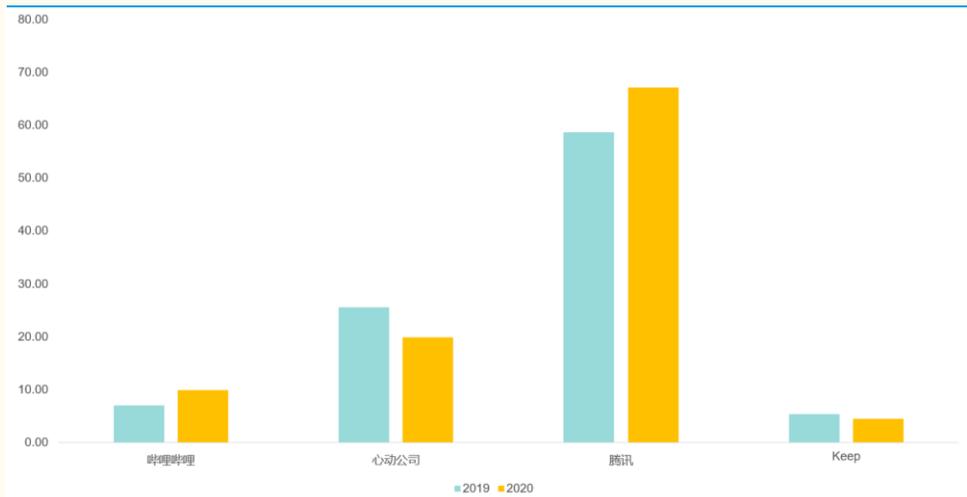


来源：各公司公告，keep 招股说明书，国金证券研究所

图表 48：综合型&垂直型互联网平台广告收入对比，单位：亿元



来源：各公司公告，keep 招股说明书，国金证券研究所

图表 49: 综合型&垂直型互联网平台广告用户 ARPU 对比, 单位: 元/人


来源: 各公司公告, keep 招股说明书, 国金证券研究所

三、他山之石: 对比 Peloton, 国内在线健身模式有何不同?

- 对比美国 Peloton, 从内容出发的 Keep 触及用户范围更大。** Peloton: 智能健身设备硬件端起家, 链路为硬件到软件。Keep: 从线上内容出发, 链路从软件到硬件, 能够接触到庞大的用户市场。原因一是因为: 中国未来健身市场的潜力和人口基数将会大幅度超越美国, 用户体量更大。二是因为: 线下起家的 Peloton 需要通过购买其智能健身设备才能完全体验其核心, 内容是为健身设备服务。而从软件 APP 端出发的 Keep 有着更低留存成本, 只需购买线上健身会员或通过线上免费课程即可, 硬件产品是其线上内容核心的衍生, 消费和体验门槛更低, 同时互联网平台内容的传播性更强, 有助于 Keep 接触到更大用户市场。

图表 50: Keep 与 Peloton 的对比

	Keep	Peloton
商业模式	健身管家——从内容扩展到硬件产品	智能硬件+内容
产品简介	按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线上健身平台。中国70.1%的健身人群知道Keep移动应用, Keep品牌在健身应用中的净推荐值最高。于2020年及2021年, Keep平台的平均月活跃用户分别为2970万及3440万, 2021年, Keeper积极参与锻炼, 总共记录约17亿次锻炼次数。	Peloton App是第一个在美国上市的健身类公司, 也是世界上最大的的互动健身平台, 截至2019年6月, 累积锻炼次数超过了8500亿; 截至2019年12月, Peloton已拥有超过200万会员的忠诚社区。Peloton开创了线上互动, 智能辅助的健身方式, 并随时随地向会员传播沉浸式的讲师指导的精品课程。
产品定位	教学与社交兼备的运动社区APP, 打造健身闭环	在家中有导师带领的游乐项目
Slogan	自律给我自由	找到你最喜欢的运动方式
目标用户	Keep的目标用户定位以生活在中国一二线大中型城市中的年龄18~35岁的大学生、年轻上班族、都市白领群体为主	美国用户优先
硬件产品	跑步机、智能单车、智能手环、体脂称等	跑步机、动感单车、运动衣物、运动饰品、手机壳、水杯等
电商平台	智能产品、运动用具、防护用具等; 代餐、服饰等	跑鞋、服饰、户外、补给等
广告	运动相关品牌广告、广告商合作运动挑战赛广告	无广告
付费课程	会员: 19元/月 直播课程: 18元/次 付费课程: 12-300元 内容来源: 健身KOL、Keep团队	All access会员: 39美元/月 数字会员: 13美元/月 内容来源: Peloton团队、健身教练

来源: 国金证券研究所

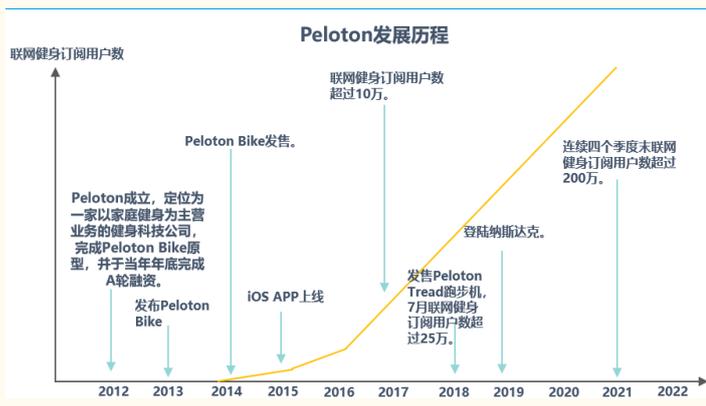
3.1、发展历程: Peloton 以硬件起家, Keep 从内容端着手

■ **Peloton 和 Keep 分别从硬件和内容入手进入线上健身赛道，目前产品矩阵均涵盖内容+硬件**

1) Peloton 美国最大的互动健身平台，较 Keep 早两年成立，定位于家庭健身，首先以拳头产品动感单车入局，2015 年才上线 APP，推出健身课程。

2) Keep 成立的次年即上线 APP 平台，推出自有结构化健身课程，定位线上健身，从内容端入局，与 Peloton 有所不同，2018 年将产品拓宽至硬件，并推出订阅制服务，此时的产品矩阵与 Peloton 相似。2021 年，Keep 月度订阅用户数约 328 万，高于 21 年底 Peloton 的联网订阅用户数（277 万）。

图表 51: Peloton 发展历程



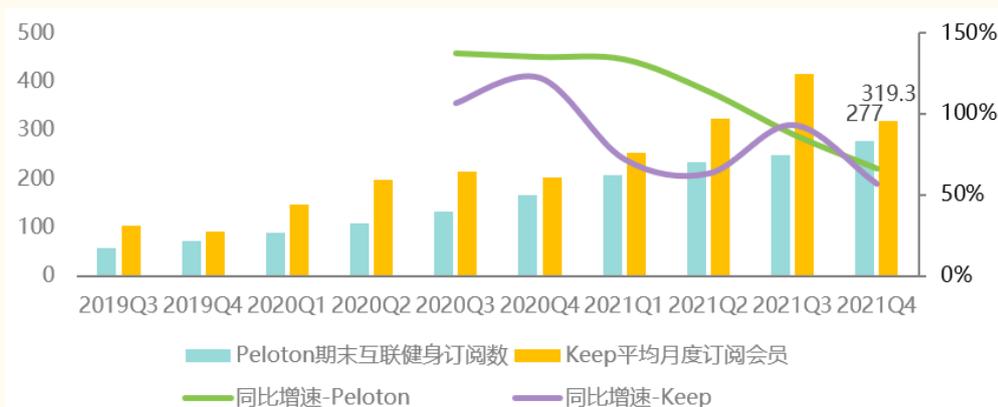
来源：Peloton 招股说明书及公司财报，国金证券研究所绘制

图表 52: Keep 发展历程



来源：Keep 招股书，国金证券研究所绘制

图表 53: 会员订阅数（万人）及其同比增速对比

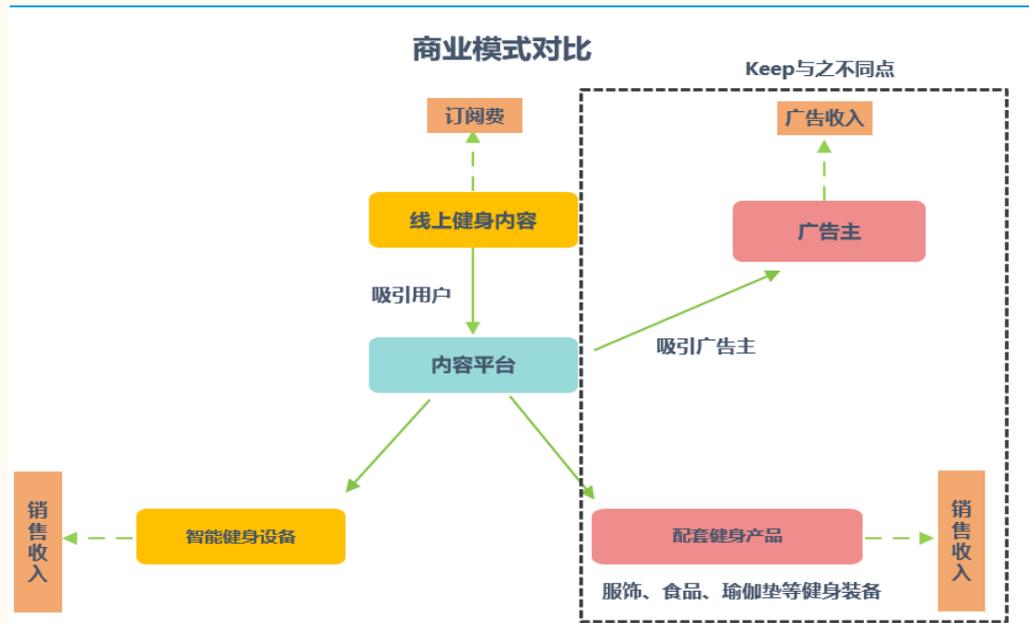


来源：wind, Keep 招股书，国金证券研究所

3.2、商业模式对比：二者均主要通过订阅会员和硬件销售变现，Keep 同时借助广告获取收入

- **Keep 和 Peloton 商业模式相同点在于均通过会员订阅费和硬件销售变现，不同之处在于 Keep 还借助网络广告获取收入。**对应至收入结构端：Keep 和 Peloton 收入占比最高的均是硬件产品，但是 Peloton 硬件产品收入占比在 2020 年以前均在 80% 左右，高于 Keep 55%+ 的水平，而 Keep 广告其他服务收入占比始终在 10% 以上。

图表 54: Keep&Peloton 商业模式对比



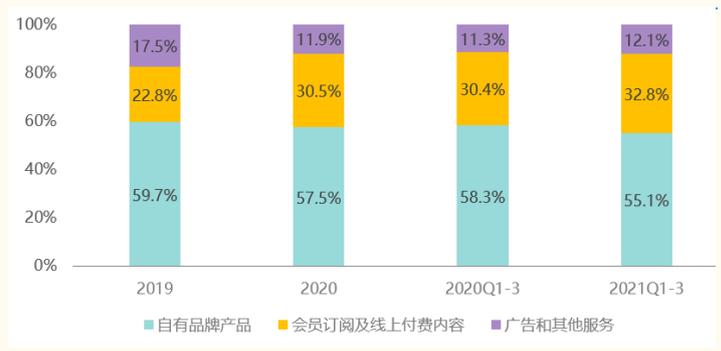
来源：国金证券研究所

图表 55: Peloton 收入结构



来源：wind，国金证券研究所

图表 56: Peloton 收入结构

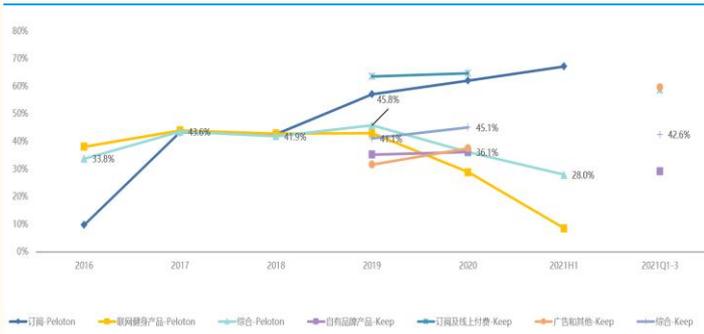


来源：Keep 招股书，国金证券研究所

3.3、财务数据对比：Keep 毛利率整体高于 Peloton，销售费率较高导致亏损幅度大于 Peloton，收入体量小但存货周转率高

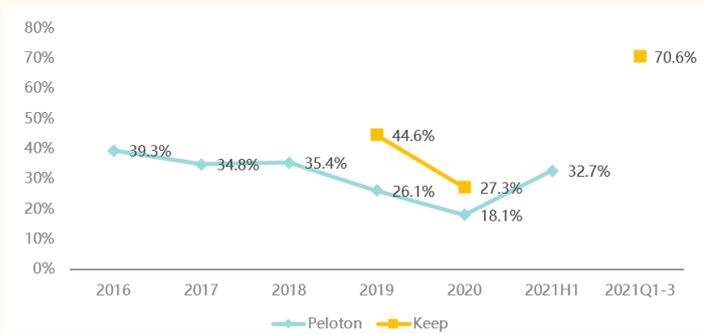
- 1) 营收：**Keep 营收体量较小，相比 Peloton 总营收还有较大差距。但电商端的销售速度更快，存货周转率更高，企业硬件端变现能力更强。分业务来看，2019 及 2020 年两者线上内容订阅及电商运动产品端的业务均有增长，但 Peloton 增长更快。
- 2) 毛利率：**Keep 综合毛利率较稳健，整体保持在 40% 以上，高于 Peloton 综合毛利率；分产品看，Keep 广告和其他服务毛利率明显高于其他两项业务高，二者订阅服务毛利率不相上下，Keep 硬件产品毛利率高于 Peloton。
- 3) 净利率：**二者均处于亏损状态，其中 Peloton 亏损在 2019-20 年收窄后，21H1 再度扩大，Keep 的亏损亦在扩大，且亏损幅度远高于 Peloton，主要原因在于 Keep 为吸引更多用户，销售费用率一直高企所致，Peloton 在 21H1 的亏损很大部分也源于销售费率接近翻倍地提高。

图表 57: Keep 和 Peloton 毛利率对比



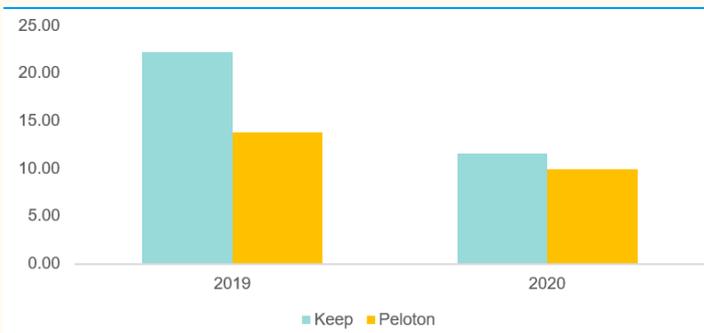
来源: 国金证券研究所

图表 59: Keep 和 Peloton 销售费用率对比



来源: wind, Keep 招股书, 国金证券研究所

图表 61: Keep 与 Peloton 存货周转率对比



来源: Keep 招股书, Peloton 年报, 国金证券研究所

图表 58: Keep 和 Peloton 销售净利率对比



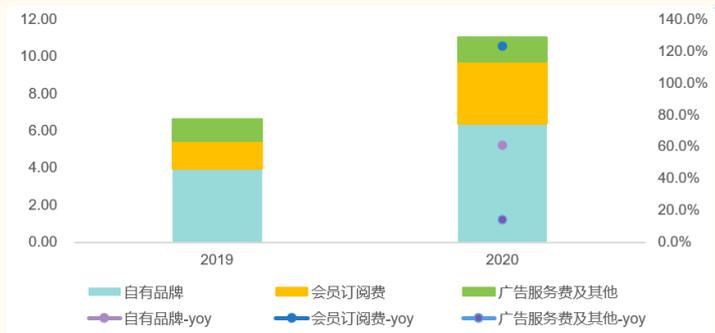
来源: wind, Keep 招股书, 国金证券研究所

图表 60: Keep 与 Peloton 营业收入对比, 单位: 亿元



来源: Keep 招股书, Peloton 年报, 国金证券研究所

图表 62: Keep 按业务构成营业收入, 单位: 亿元



来源: Keep 招股书, 国金证券研究所

图表 63: peloton 按业务构成营业收入, 单位: 亿元



来源: Peloton 年报, 国金证券研究所

四、风险提示

- **平台用户增长不及预期：**互联网用户变动性较大，若后续公司营销费用未能获得更多用户或将活跃用户及时沉淀为平台付费用户，将对公司的经营或盈利状况产生不利影响。
- **自营产品销售不及预期：**未来疫情物流情况存疑或用户设备购买意愿变动，公司电商端业务可能会受一定冲击。
- **行业竞争加剧风险：**综合性内容平台公司仍有可能对其用户产生分流，线上健身市场快速增长趋势使市场生态更加开放，也有可能带来大量中小公司参与竞争，造成行业竞争加剧。
- **受疫情影响 OTO 业务拓展不及预期：**未来疫情情况存疑，线下 OTO 的拓展速度及业务开展可能会受到疫情封控的不利影响。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402