

健身APP+运动用品电商一体，运动科技独角兽高歌猛进

运动科技龙头企业研究——Keep

2022年3月2日

作者	李丹	联系人	李逸
邮箱	lidan02@stocke.com.cn	邮箱	liyi01@stocke.com.cn
电话	021-80108040		
证书编号	S1230520040003	证书编号	S1230121070038

1、Keep=健身内容服务平台+运动用品电商，中国及全球最大的线上健身平台，运动科技第一股

- **Keep是一家全球化运动科技公司，品牌知名度、月活、市占率领先，产品销售亮眼。**公司成立于2014年，2021年旗下Keep APP平均月活3436万、订阅会员328万，是竞对的4倍以上，成为中国及全球最大的线上健身平台。Keep在中国健身人群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%。
- **Keep健身生态系统已现雏形，产品闭环+活力社区加宽护城河。**Keep全面健身解决方案=线上健身内容+智能健身设备+配套运动产品，三大产品线涵盖用户的整个健身生命周期，形成一个协同的商业闭环，产品亦在闭环的商业模式中相互促进。
- **商业模式多元，内容端吸引、积累流量，电商、广告业务完成流量变现。**21Q1-3收入11.6亿元，综合毛利率43%，经调整净亏损约7亿元，收入高速增长主要来源于自有品牌产品以及会员订阅及在线付费内容的收入增加，品牌卡位期尚未实现盈利。
- **竞争优势：**月活&订阅会员断层式领先，活力社区增强用户黏性；提供广泛、专业、个性化和持续更新迭代的内容巩固市场领先地位；强品牌效应下健身内容与运动产品协同效应明显，变现能力持续增强。
- **IPO募集资金**主要发力于技术&产品研发、内容创新、品牌宣传及推广以及流动资金补充，成立至今7年完成8轮融资。

2、健身：万亿规模好赛道，健康意识持续提升，线上健身方兴未艾，会员及健身内容有望成为增速最快板块

- 2021年全球健身市场的规模约为5.1万亿元，其中**中国市场规模为7866亿元**，灼识咨询预计2026年有望达到1.48万亿元。
- **受益于人均可支配收入增加、健康意识提升、中产&年轻人群规模增加，中国健身人群渗透率、人均开支拥有巨大增长潜力。**2021年中国是全球健身人群最多的国家，但渗透率21.5%较美国48.25%、欧洲41.2%尚有较大提升空间；2021年中国健身人群的年均开支为人均2596元，明显低于美国人均14268元。

3、投资建议

- 健康意识持续提升，健身内容、设备、配套产品需求快速增加，中国线上健身市场发展潜力巨大。建议关注待上市公司Keep等。

风险提示

- 1、行业需求增速不及预期；
- 2、行业竞争加剧风险；
- 3、用户参与度、用户支出下降；
- 4、供应链风险。

目录

CONTENTS

01

Keep：运动科技第一股

- (1) 中国及全球最大的线上健身平台
- (2) Keep=健身内容服务平台+运动用品电商
- (3) 处于品牌卡位期，过往均录得亏损
- (4) IPO前完成8轮融资，创始人为单一最大股东

02

健身：万亿规模好赛道

- (1) 2021年中国市场规模7866亿元
- (2) 中国健身人群渗透率、人均开支拥有巨大增长潜力

03

公司竞争优势及展望

- (1) 月活&会员渗透率断层式领先
- (2) 广泛、专业、个性化和持续更新迭代的内容加宽护城河
- (3) 健身内容与运动产品协同效应明显
- (4) 发力点：技术&产品研发、内容创新、品牌宣传&推广

04

风险提示

01

Keep: 运动科技第一股

- (1) 中国及全球最大的线上健身平台
- (2) Keep=健身内容服务平台+运动用品电商
- (3) 处于品牌卡位期，过往均录得亏损
- (4) IPO前完成8轮融资，创始人
为单一最大股东

- Keep是一家全球化运动科技公司，旗下Keep APP是中国及全球最大的线上健身平台，以成为全球最大的智能健身平台为愿景。公司于2014年9月成立，2015年2月推出Keep线上健身平台，2017年海外版APP上线。根据灼识咨询报告，按2021年月活跃用户及用户完成的锻炼次数计算，Keep是中国及全球最大的在线健身平台。
- 公司以线上平台健身内容为基础，以健身消费品与智能硬件为补充，为用户提供全面的健身方案。公司通过人工智能辅助的个性化训练计划（涵盖互动直播课及录播课），提供广泛、专业及一流的健身内容；同时内容由各种智能健身设备、健身装备、服饰及食品补充，无缝连接物理及数字领域，为用户提供沉浸式、集成式、一站式的健身体验。

表: Keep发展历程

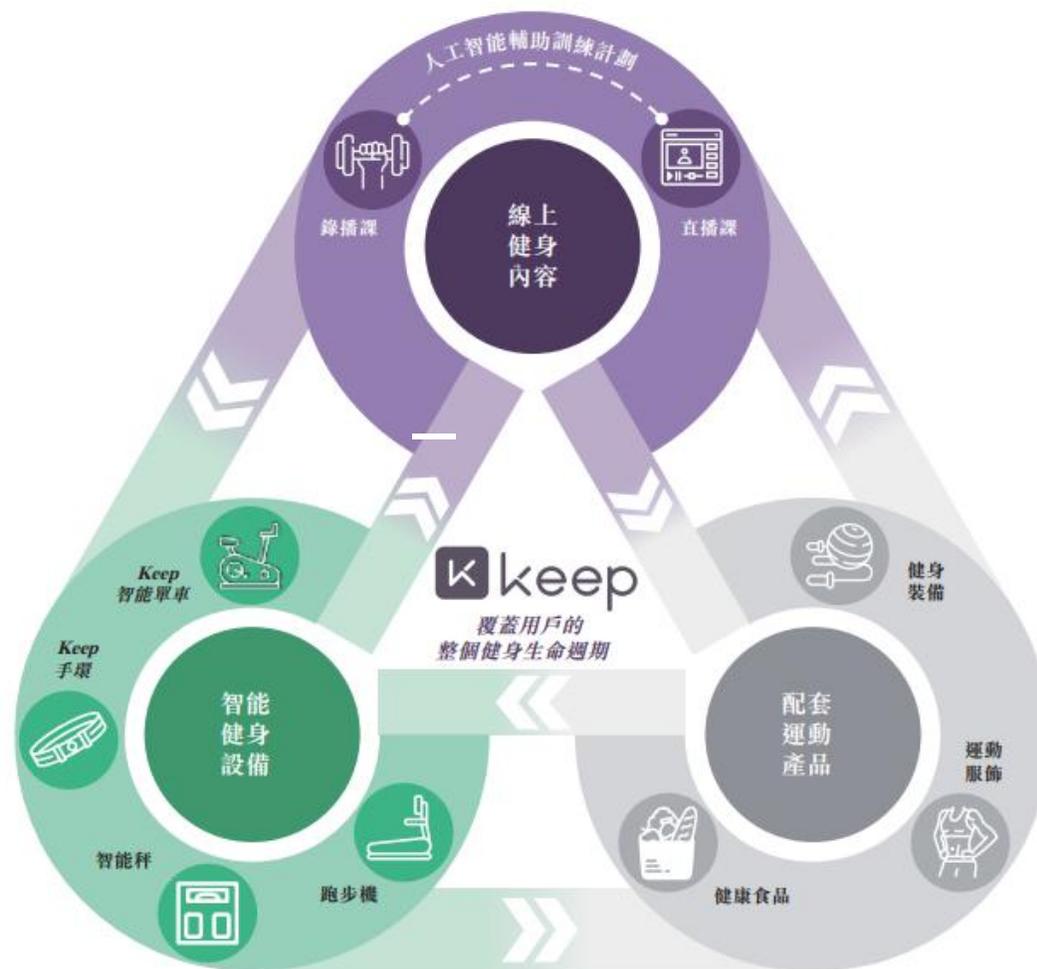
	公司发展历程	APP推广情况
2014	Keep公司成立	-
2015	推出Keep线上健身平台与课程	平台月活100万
2016	-	平台月活1000万
2017	海外版APP上线	用户数达1亿
2018	升级为运动科技生态公司，发布Keepland、Keep智能健身设备及配套运动产品	推出会员订阅制
2019	多品类覆盖吃穿用练，Keep智能动感单车、智能运动手环、健康轻食上市	订阅会员达到100万人
2020	推出互动直播健身课程，完成3.6亿美元F轮融资	-
2021	-	平台月活4000万

图: Keep APP图标



- Keep拥有线上健身内容、智能健身设备、配套运动产品三大产品线，成为向健身人群提供全面健身解决方案的一站式目的地。
- 三条业务线相辅相成，涵盖用户的整个健身生命周期，形成一个协同的商业闭环，产品亦在闭环的商业模式中相互促进。
 - 在线健身内容为自有品牌产品带来流量，因为用户倾向于购买智能健身设备和配套运动产品，如健身装备、服饰和食品，以提升他们在锻炼中的表现和体验。
 - Keep自有品牌产品也将流量再次引向Keep平台的在线健身内容。
 - 科技赋能不同板块的整合，使Keep平台能够实现高效及可靠地运行，从而最终提高整体业务模式的有效性。

图：Keep全面健身解决方案



全面健身解决方案=线上健身内容+智能健身设备+配套运动产品

线上健身内容：立业之本，录播课+互动直播双轮驱动

- 录播课：**1) 截至2021年12月31日，Keep平台提供的内容已涵盖超过1万节录播课。2021年，Keeper（在Keep平台拥有用户账户的个人）跟随平台录播课在Keep平台记录约10亿次锻炼次数。2) **丰富的内容能满足用户多元化偏好：**平台录播课来自于内部教练、平台健身达人、第三方健身专业机构和影视体育名人，以丰富平台提供的内容并满足用户的多元化偏好。Keeper可以根据健身目标、身体部位重点、健身类别、难度级别和可用健身装备自由选择各种课程。
- 直播课：**Keep直播课为用户提供一个互动和沟通空间，让他们可以直接与教练（包括内部教练和平台上的达人）以及在用户之间互动。2020年6月，Keep直播课引入互动功能，21Q4互动总数250万，同比增加约1.8倍；通过弹幕，教练可以根据用户的实时反馈来为其调整课程，以满足用户的动态需求和偏好。2021年，Keep平台上提供超过1.3万节直播课。

图：Keep课程丰富



图：Keep提供多种热门课程



图：Keep直播课



□ 全面健身解决方案=线上健身内容+智能健身设备+配套运动产品

□ 智能健身设备：内容+硬件+场景三位一体

智能硬件追踪、分析健身行为，利于精准推荐内容并动态调整计划。

凭借人工智能、自动化和社交互动等一系列创新，Keep智能健身设备（包括智能单车、手环、体重秤及跑步机）能够通过Keep在线健身内容协同配合，增加平台对用户的价值。通过设备追踪和分析健身行为，平台能够自动调整锻炼难度和内容推荐，以改善整体健身体验。此外，Keep智能健身设备可以互相连通，捕捉多个应用场景中的健身行为，从而形成更全面的用户档案，平台可以借此提供更相关的推荐，并动态调整健身训练计划，以实现效果最大化。

- **Keep智能单车：**支持根据用户的运动水平和课程目标，实时地动态及自动调整阻力水平。当与直播课相结合时，其可以通过主题灯光和音乐来仿真一个团体骑行环境。根据灼识咨询报告，截至2021年12月31日，按累计单车销售的商品交易总量计，Keep智能单车的销量排名中国第一。
- **Keep手环：**Keep手环监测各种健身测量数据，如心率、睡眠和血氧水平。通过分析该等信息，Keep平台可以在人工智能辅助下生成个性化训练计划。Keep手环亦能让用户在直播课中与教练及与其他用户互动。

图：Keep商城售卖的智能健身设备



跑步机

¥ 1499-2399



动感单车

¥ 1399-4899



运动手环

¥ 39-239



智能秤

¥ 59-179



智能跳绳

¥ 134



筋膜枪

¥ 349-699

全面健身解决方案=线上健身内容+智能健身设备+配套运动产品

配套运动产品：补充覆盖用户完整健身周期需求

基于用户规模的不断增长与用户积极反馈的正循环积累，公司敏锐地洞察并识别用户在不同场景中尚未满足的需求，以Keep品牌提供各种高质量和时尚的运动产品，为在线健身内容和智能健身设备提供补充，以提升Keeper的整体健身体验，并达到推广品牌的目的。

- **瑜伽垫**：根据灼识咨询，2021年Keep市场份额为14.9%（销售量口径），成为中国最大的瑜伽垫品牌。
- **运动装备**：哑铃、呼啦圈、其他健身器械辅具、运动护具等。
- **健康食品**：包括代餐、健康零食和营养补充品，为用户提供将锻炼和饮食相结合的一体化解决方案。根据用户的健康目标，我们的平台能够推荐定制的饮食计划，并提供详细信息，如建议的总热量摄入、饮食分析和其他健康小秘方。
- **运动服饰**：涵盖上装、下装以及包袋等配件。

图：Keep品牌配套运动产品（仅列示部分）



- Keep品牌知名度在中国健身应用程序及智能健身设备品牌中排名第一。中国在线健身市场的主要组成部分包括健身应用程序、视频应用程序、直播应用程序、健身博主及运动产品品牌。根据灼识咨询数据，70.1%的中国健身用户及64.2%的中国智能健身设备用户了解Keep，平台2021年平均月活跃用户及平均月度订阅会员数为竞争对手的两倍以上，在中国健身人群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%。
- Keep自有品牌建立了将强的品牌效应，多种智能健身设备及瑜伽垫等配套产品销售情况亮眼。其中，2021年Keep自有品牌瑜伽垫市场份额14.9%，成为中国最大的瑜伽垫品牌；此外，2019-21年累计发货6.7万台智能单车，累计销量为中国品牌第一。
- Keep自有品牌产品客户包括终端用户与批发渠道商（比如京东），其中终端用户占大多数。根据招股书，公司前五大客户都是独立第三方，2019、2020、21Q1-3五大客户销售额合计分别占总销售额的12.7%、12.0%及15.4%；其中，2019-2021（均为Q1-3口径）第一大客户销售额占公司总销售额的5.5%、5.8%及9.8%。

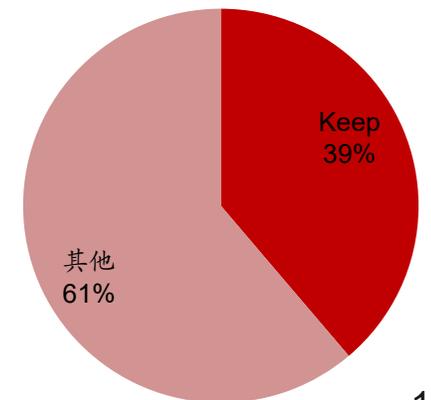
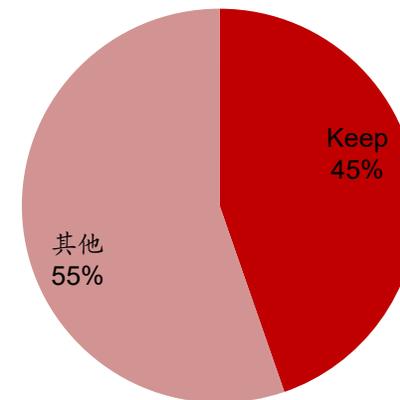
表：Keep 自有品牌部分产品销售情况

排名	产品	零售价	销售情况
1	智能单车	1499-4999元	2019-21年累计发货约67000台，销量排名中国第一
2	智能手环	169-249元	2019-21年累计发货约120万条
3	智能秤	59-199元	2018-21年累计发货约82.5万台
4	跑步机	2099-3099元	2018-21年累计发货约18万台
5	瑜伽垫	79-339元	2021年销售量市场份额14.9%，排名中国品牌第一位

图：Keep 品牌份额高

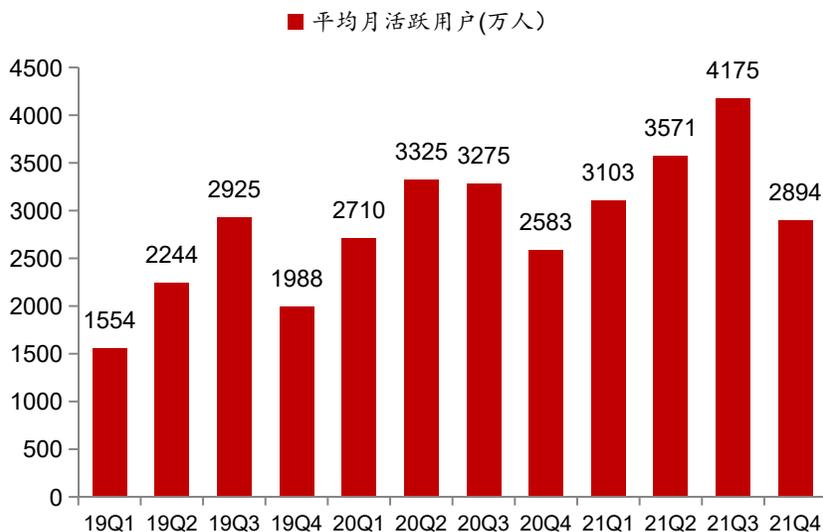
中国健身人群在线健身应用程序市场份额

中国智能健身设备市场份额

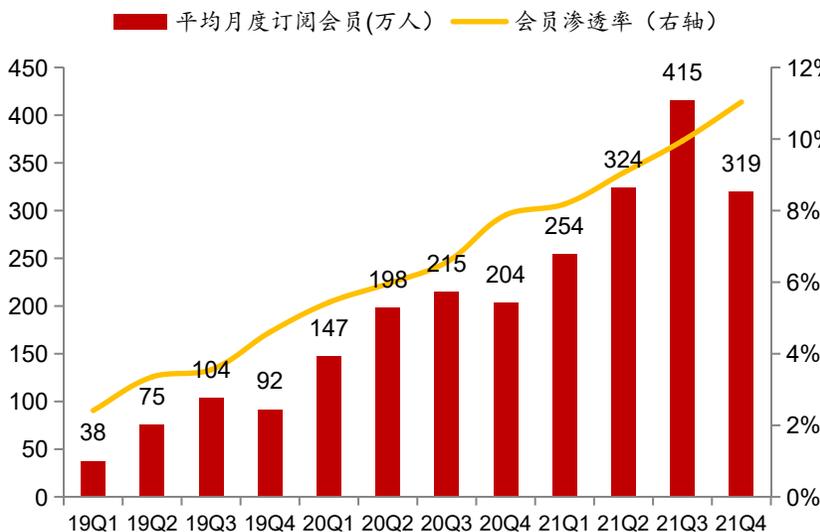


- 用户群广泛、年轻且活跃度高，低线城市拉新潜力大。**根据招股书，2021年，Keep月活跃用户3436万，同比增加15.8%，平均每个用户每月记录4.1次锻炼次数；向Keep提供年龄信息的月活跃用户总数中，30岁以下用户约占74.1%在30岁或以下。根据灼识咨询报告，年轻一代通常受过良好教育、精通技术，并对创新运动产品有着强烈需求；向Keep提供位置信息的月活跃用户总数中，约52.2%来自中国一线、新一线和二线城市，随着平台和品牌的声誉增强，低线城市用户亦出现增长。
- 不断建立用户忠诚度及黏性，付费用户快速增加，会员渗透率持续提升。**根据招股书，2020年Keep核心用户的平均第12个月留存率（指于首月后第12个月至少一次重复访问Keep平台的核心用户百分比）为49.3%。会员能够获得特许优质服务，如独家健身课程、直播课、人工智能辅助个性化健身训练计划，并享有自有品牌产品的折扣，2021年Keep平均月度订阅会员约330万人，同比增加74%。此外，Keep平均月度直销渠道（Keep在自有商城及第三方的官方店）付费用户约37万人，同比增加28%。

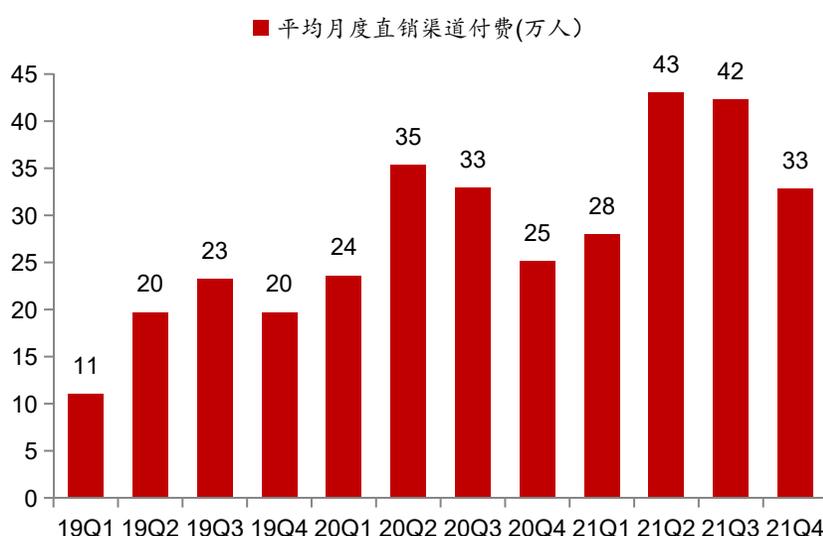
图：Keep 月活情况



图：Keep 会员数量及渗透率



图：Keep 直销渠道付费用户量情况



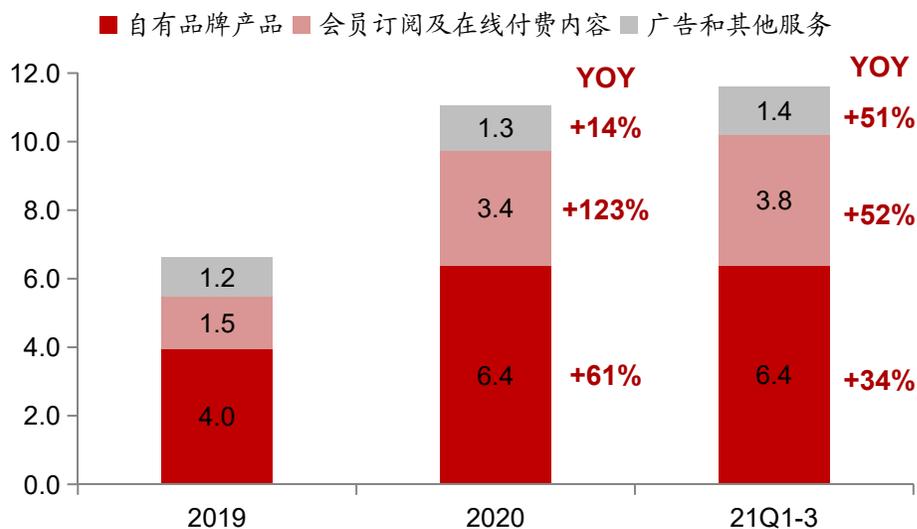
□ 商业模式多元，内容端吸引、积累流量，电商、广告业务完成流量变现，收入高速增长主要来源于自有品牌产品以及会员订阅及在线付费内容的收入增加。2020年公司收入11.1亿元，同比增加67%；21Q1-3收入11.6亿元，同比增加41%。

1) **自有品牌产品业务为公司第一大业务，收入占比5-6成**：产品在自营商城和第三方电商平台上销售或通过第三方批发渠道向用户销售；2020年、21Q1-3收入同比分别增加61%、34%，主要因为平均月度自营在线渠道消费者增长及批发渠道收入增加。

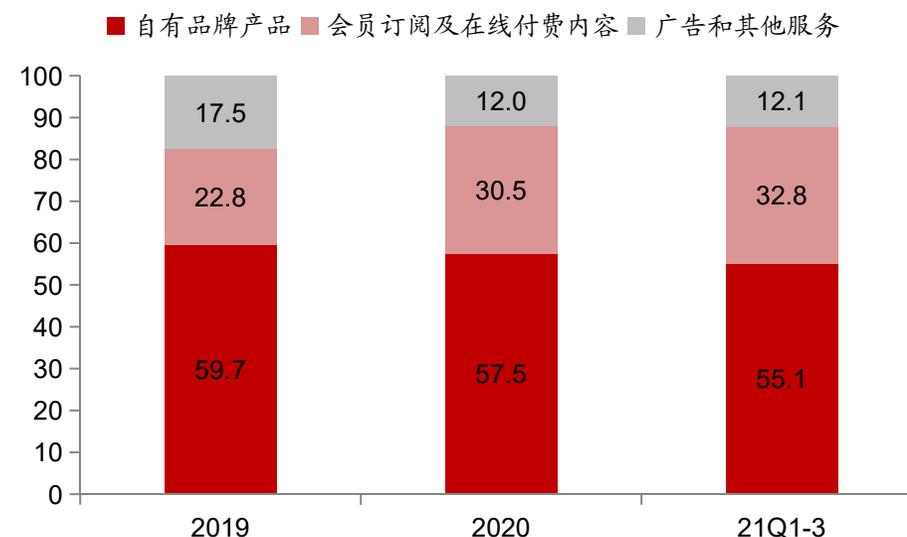
2) **会员订阅及在线付费业务增速最快**：2020年、21Q1-3收入同比分别增加123%、52%，占总收入的比重从2019年的22.8%迅速提升至32.8%，显现较大发展潜力，主要因为用户群扩大及会员订阅率上升导致平均月度订阅会员增加。

3) **广告和其他服务**：平台月活持续增长能为商家带来更大的曝光率，增强了广告服务吸引力；其他服务主要指Keepland健身中心收入。

图：Keep收入高速增长（亿元）



图：Keep收入结构（%）



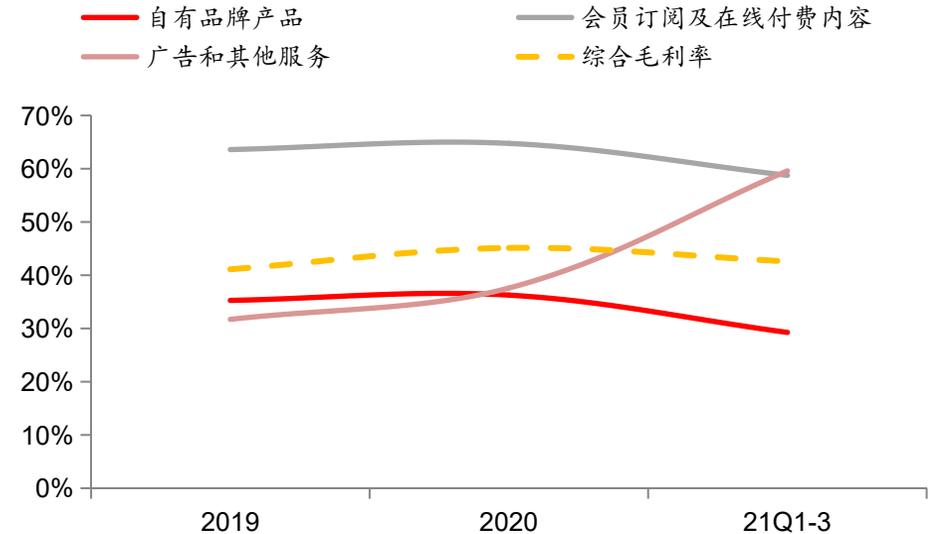
□ 2019-2021年综合毛利率稳定在40%-50%，其中内容端、广告端毛利率相对高，电商零售端毛利率相对低。2020年公司毛利约5.0亿元，同比增加83%，毛利率45%，同比增加4pct；21Q1-3毛利约4.9亿元，同比增加28%，毛利率小幅下降至43%，主要是公司加大了自有品牌产品及会员的推广力度、扩大内容供应增加了投入成本所致。

- 1) **自有品牌产品业务21Q1-3毛利率29%**：成本主要包括材料成本、制造成本及直接归属于运动产品生产的相关成本。
- 2) **会员订阅及在线付费业务21Q1-3毛利率59%**：成本主要包括支付予第三方应用商店及其他支付渠道的渠道费用以及支付予员工的薪水及福利。21Q1-3毛利率下降主要因为扩展内容增加了人工成本。
- 3) **广告和其他服务21Q1-3毛利率60%**：成本主要包括广告制作费（广告相关视频制作成本以及人工成本），2021Q1-3毛利率同比提升22pct，主要因为线下健身中心的租赁装修折旧开支减少。

图：Keep毛利结构（亿元）



图：Keep三大业务毛利率（%）

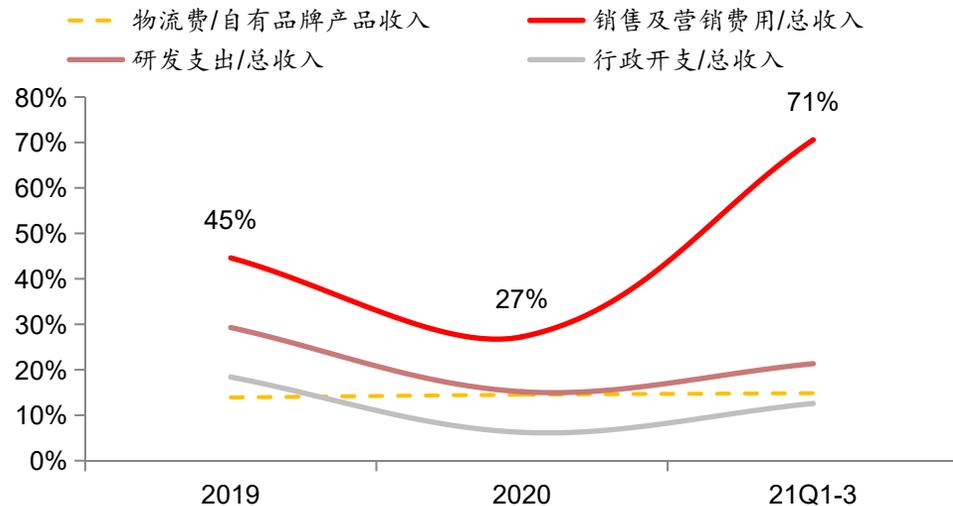


□ 费用端：2021年营销推广费用大幅增加，研发费用占收入的比重为20%-30%。

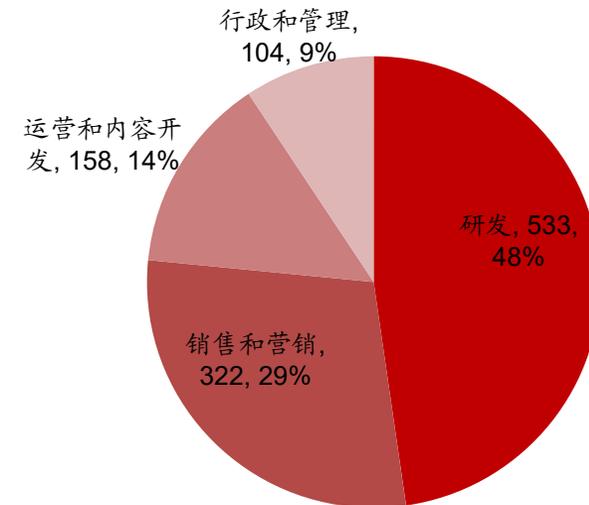
- **销售及营销开支2021年大幅增加**：21Q1-3，该项费用同比增加342%至8.18亿元，占收入的比例同比提升48pct至71%，公司表示主要是为了提升客户认知、提高品牌知名度及扩大用户群，增加的相关费用主要包括流量获取费用，以及APP、自有品牌产品的一般品牌推广费用。
- **履约开支（物流费）**：主要包括支付给快递公司的产品交付费、包装费、仓储费及人工费用。2019、2020、21Q1-3该项费用占自有品牌产品销售收入的比重约为14%-15%。
- **研发开支**：21Q1-3发生2.47亿元，同比翻倍，占收入的比重约为21%。

□ **员工结构**：公司共有1117名员工，其中研发人员占比48%，销售和营销人员占比29%，运营和内容开发人员占比14%。

图：Keep费用开支占收入的比重

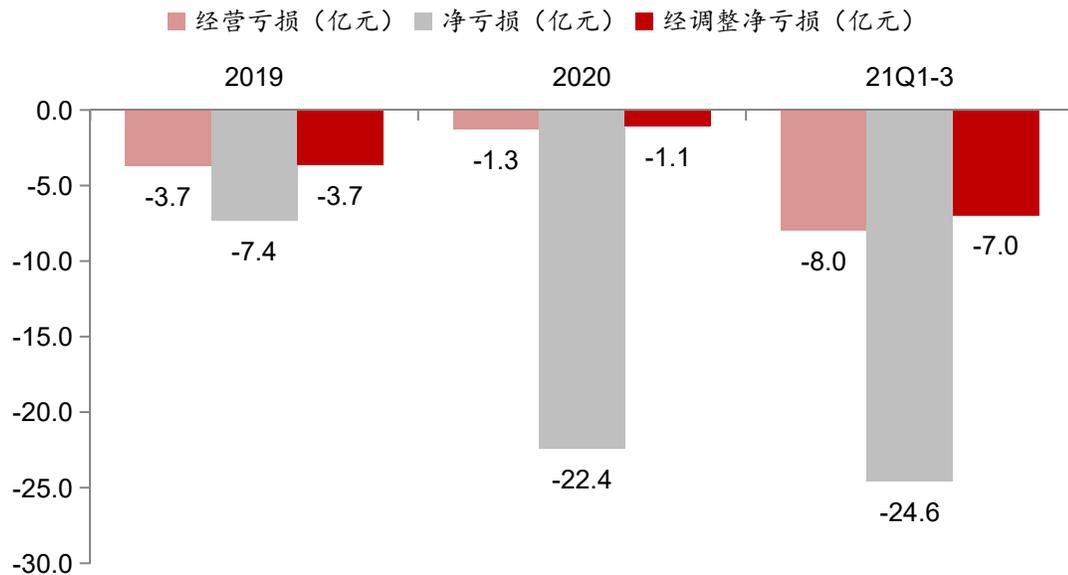


图：Keep 员工结构

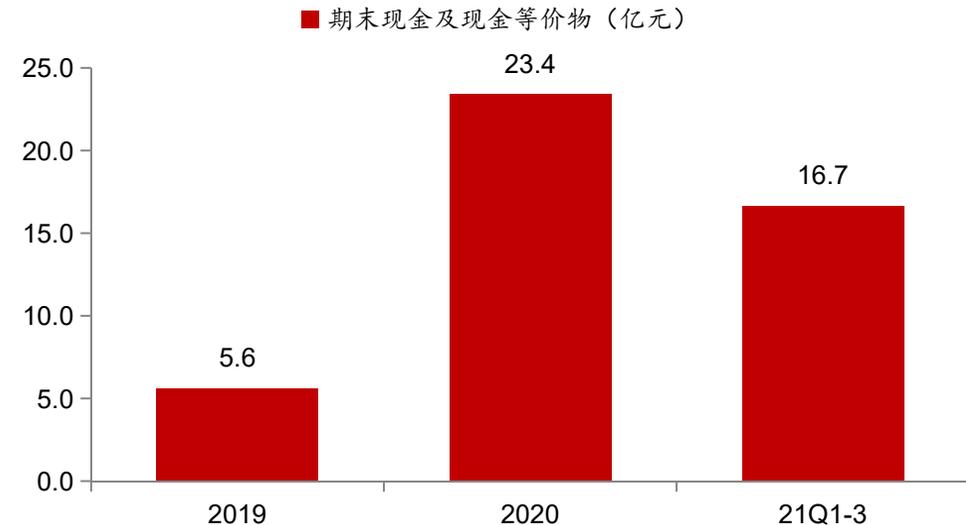


- **利润端：过往均录得亏损，**公司认为这是因为优先考虑战略路径的制定和商业模式的优化、而非立即实现收支平衡；另外，优先股公允价值变化导致利润大幅波动。
- **经营亏损：**21Q1-3，公司经营亏损约8亿元较2019-20年有所扩大，主要因为营销费用大幅增加。
- **净亏损、经调整净亏损：**21Q1-3期间净亏损约24.6亿元（主要因为优先股公允价值变化），经调整净亏损约7亿元。
- **现金储备较为充足：**2020年末公司现金及现金等价物为23.4亿元，为当年营收的2.1倍。

图：Keep 21Q1-3经调整净亏损7亿元



图：Keep 现金及等价物

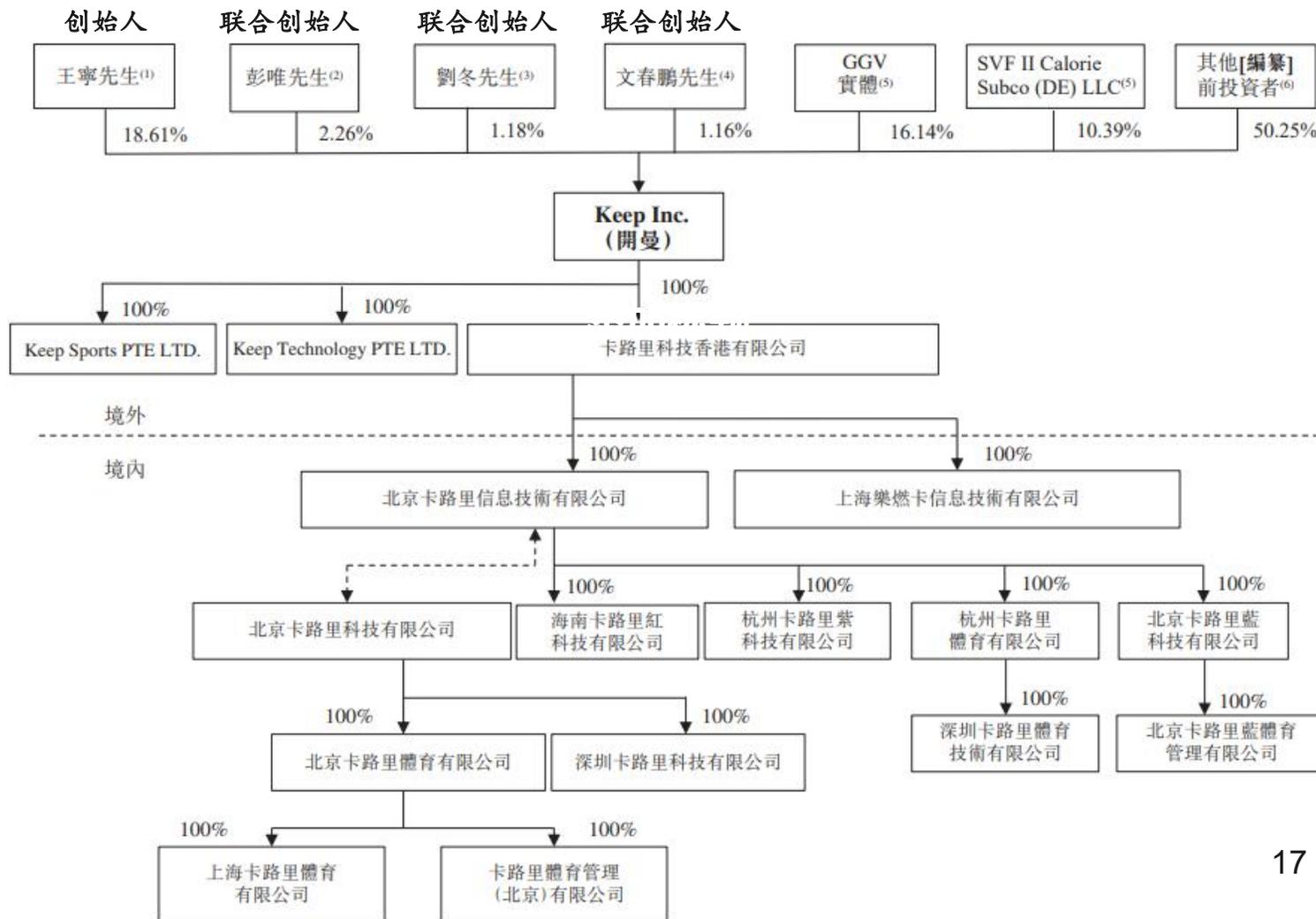


□ 公司成立7年完成8轮融资，创始人、CEO王宁为实控人，持股18.61%，为单一最大股东。

表：Keep IPO前8轮融资

系列	时间	融资金额	投资人
天使轮	2014.9	250万元人民币	泽厚资本
A	2015.6	500万美元	VentechChina、BAI贝塔斯曼亚洲投资基金
B	2015.9	1000万美元	纪源资本GGV、BAI贝塔斯曼亚洲投资基金、VentechChina
C	2016.4	3200万美元	晨兴资本、纪源资本GGV以及BAI贝塔斯曼亚洲投资基金
C-1	2016.6	1300万美元	腾讯产业共赢基金
D	2018.7	1.27亿美元	高盛集团、腾讯产业共赢基金以及纪源资本GGV
E	2020.4	8335万美元	时代资本、GGV纪源资本、腾讯、晨兴资本和BAI
F	2020.1 2	3.55亿美元	软银愿景基金领投，高瓴资本、高都资本跟投，GGV纪源资本、腾讯、五源资本（原晨兴资本）、时代资本以及BAI资本等参与

表：Keep 股权架构



02

健身赛道 万亿规模

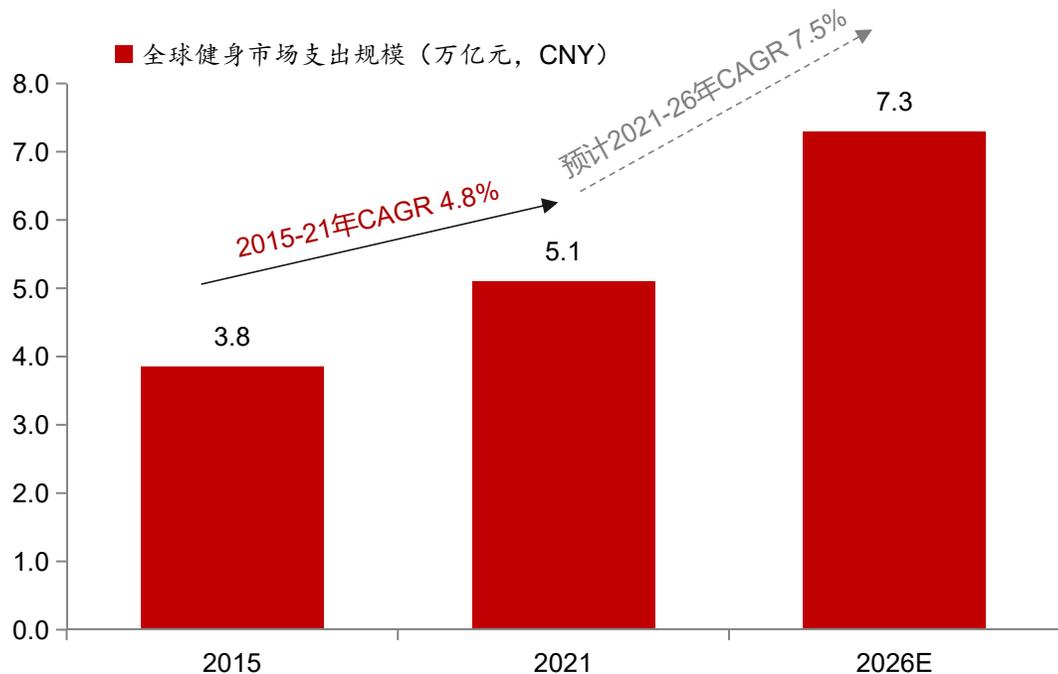
中国健身市场规模庞大

线上健身方兴未艾

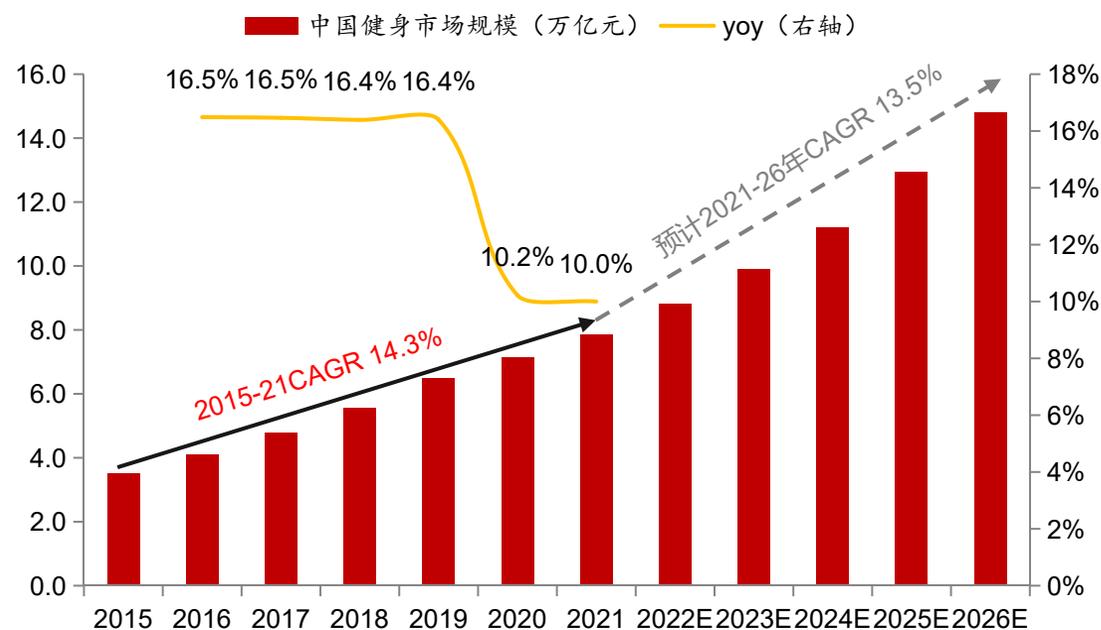
**线上健身市场集中度较高，
强者恒强**

- 健康意识持续提升，全球健身市场正在加速增长。** 根据公司招股书引用的灼识咨询数据，2021年全球健身市场的规模（按年开支计）约为人民币5.1万亿元，2015-21年CAGR为4.8%；在健康意识提升、参与健身活动的机会增加、健身产品&服务更丰富多元、健身开支增加等因素推动下，全球健身市场有望加速增长，灼识咨询预计21-26年CAGR提升至7.5%，2026年市场规模有望达到7.3万亿元。
- 中国健身市场规模庞大。** 根据灼识咨询数据，2021年中国的健身市场规模为7866亿元，2015-21年CAGR为14.3%；其预计21-26年CAGR有望达到13.5%，对应2026年健身市场规模约1.48万亿元。

图：全球健身市场处于加速增长趋势中

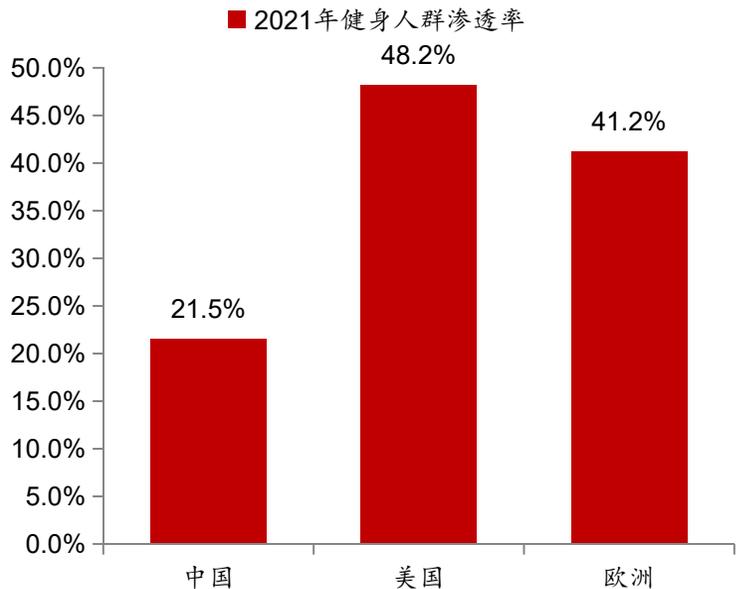


图：2015-21年中国健身市场规模CAGR为14.3%

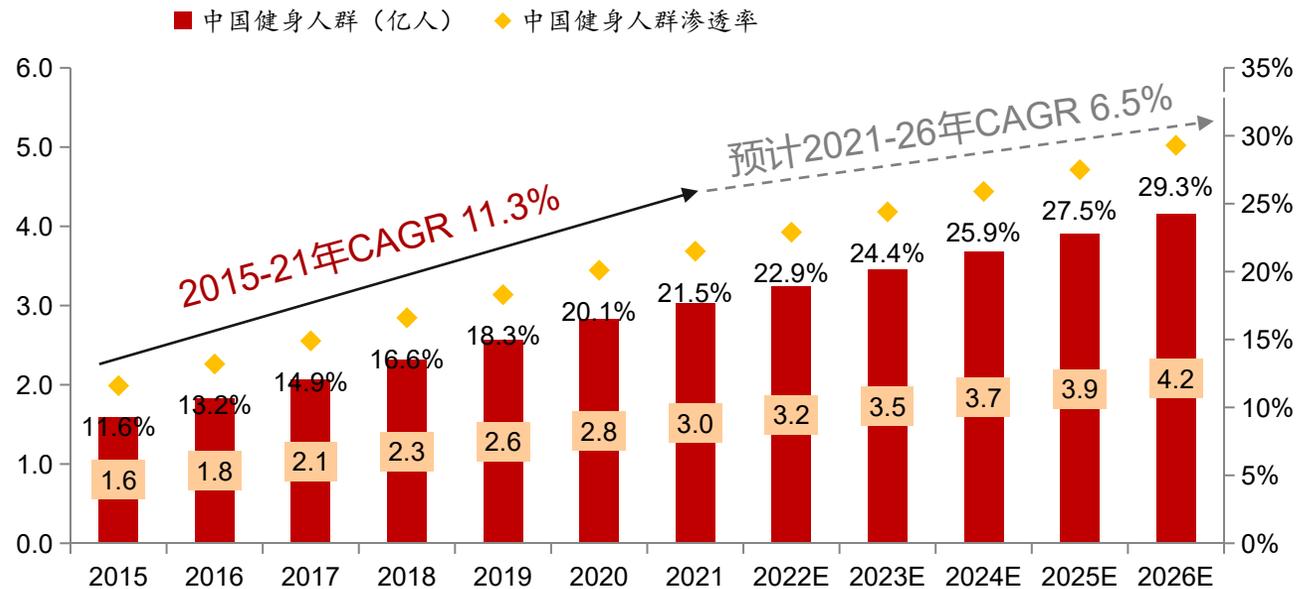


- 2021年中国是全球健身人群最多的国家，但渗透率尚有较大提升空间。**根据灼识咨询数据，2021年中国健身人群渗透率（即中国健身人群占中国总人口的比例）为21.5%，同期美国为48.2%、欧洲为41.2%。2021年中国的健身人群（即每周参与2次以上健身活动的人士）为3.03亿人，2015-21年CAGR为11.3%；其预计21-26年CAGR有望维持在6.5%。
- 中国健身市场起步较晚，人均健身开支拥有巨大增长潜力。**根据灼识咨询报告，2021年中国健身人群的年均开支为人均2596元，明显低于美国人均14268元，未来增长潜力巨大。
- 中国健身市场增长驱动因素：**1) 人均可支配收入增加：2015-20年从2.2万元增加至3.2万元，CAGR为7.8%；2) 中产及以上人群规模、年轻人群规模增加，对健身服务及产品的需求相应增加；3) 健康意识持续提升。

图：中国、美国、欧洲健身人群渗透率

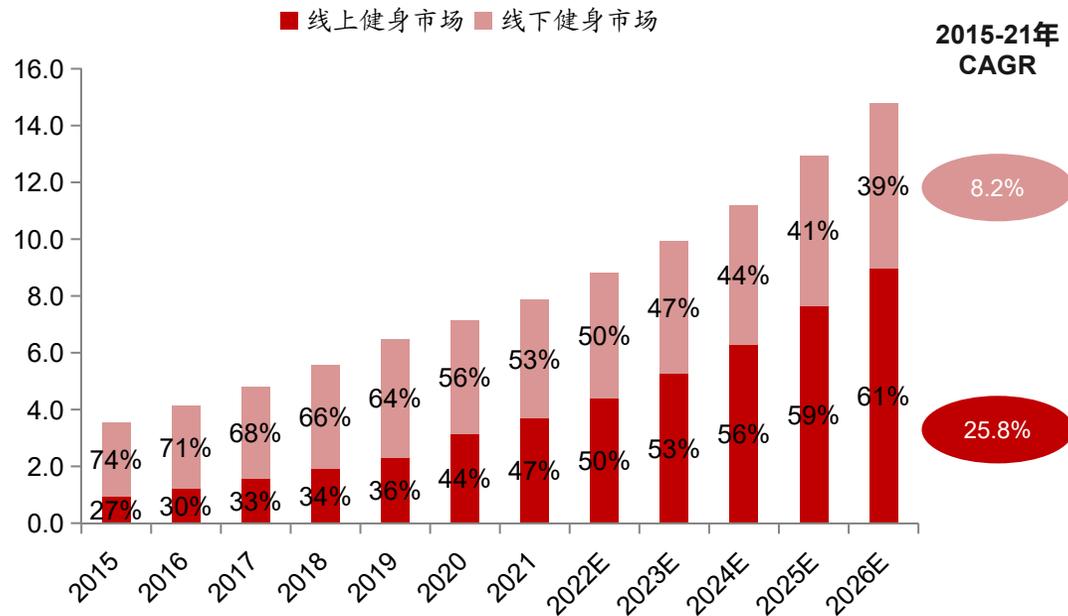


图：中国健身人群规模及渗透率

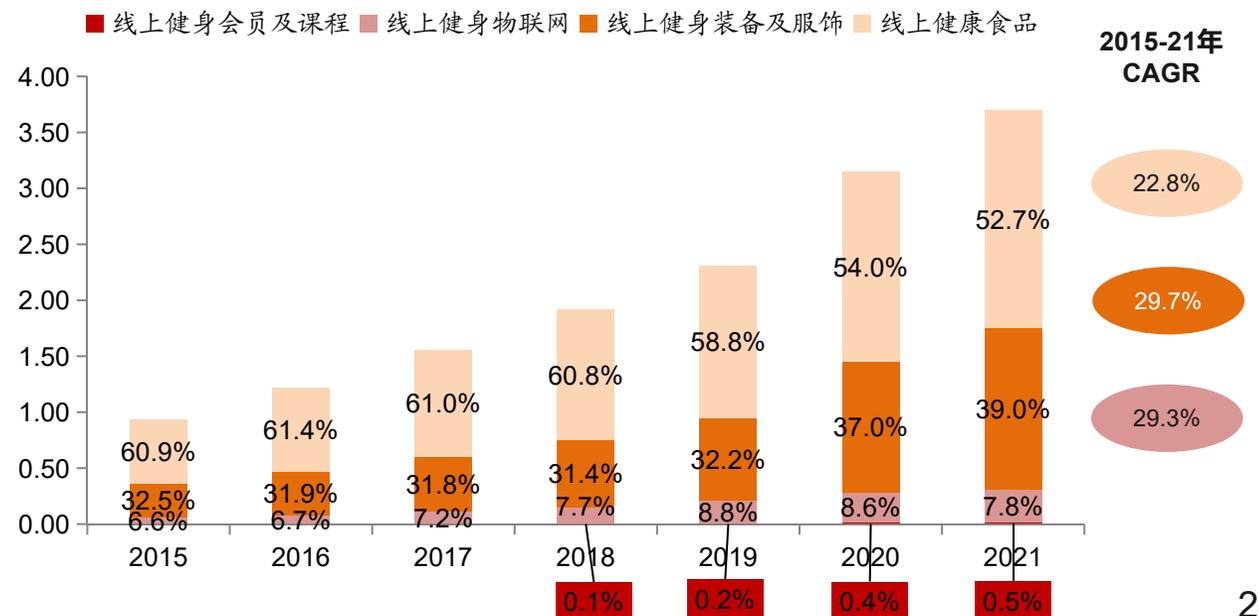


- 中国的健身市场包括：**在线健身会员及健身内容，线下健身会员及健身课程，智能健身设备，健身装备及服饰，及健康食品。按经销渠道可划分为线上、线下，其中**线上健身市场**包括：在线健身会员及健身内容，以及智能健身设备、健身装备及服饰以及健康食品的在线销售所产生的收入。
- 得益于互联网普及率提高及健身行业数字化，线上健身市场有望成为未来中国健身市场发展的主引擎，其中线上健身装备及服饰、线上健康食品合计占比91.7%。**1) 根据灼识咨询，2015-21年，线上、线下健身市场规模CAGR分别为25.8%、8.2%，线上占比从27%提升至47%，并预计未来比重有望继续提升。2) 细分品类来看，2015-21年，线上健身装备及服饰占比提升6.5pct至39%，线上健康食品规模比重被压缩8.2pct至52.7%；2021年线上健身会员及课程占比仅0.5%，尚有较大发展空间。

图：中国线上健身市场规模占比持续提升（万亿元）



图：2015-21年中国线上健身市场结构



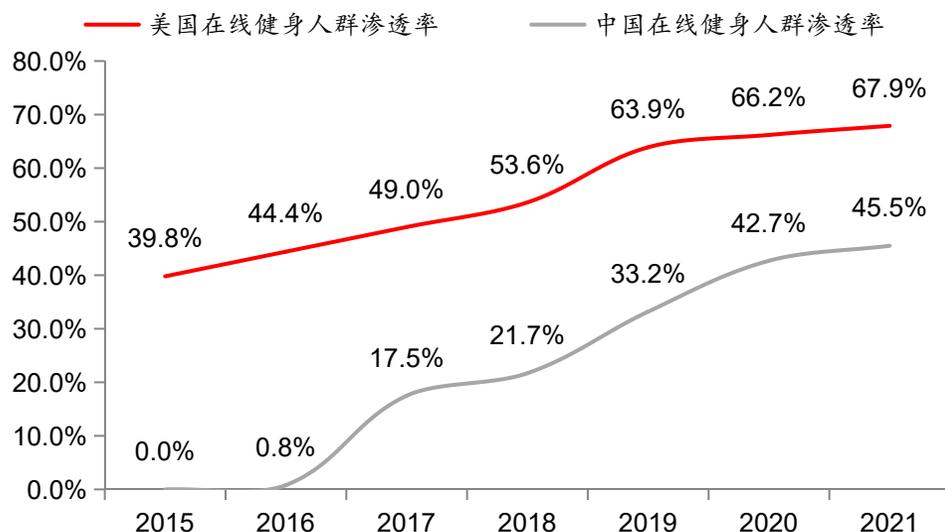
□ **中国在线健身人群渗透率**（指年均在线健身月活跃用户占月均健身人群数量的比例）有较大提升空间。根据灼识咨询数据，2021年，我国在线健身人群渗透率为45.5%，距离美国的67.9%仍有一定差距，未来有较大增长潜力。

□ **中国线上健身市场增长的驱动力**主要包括：

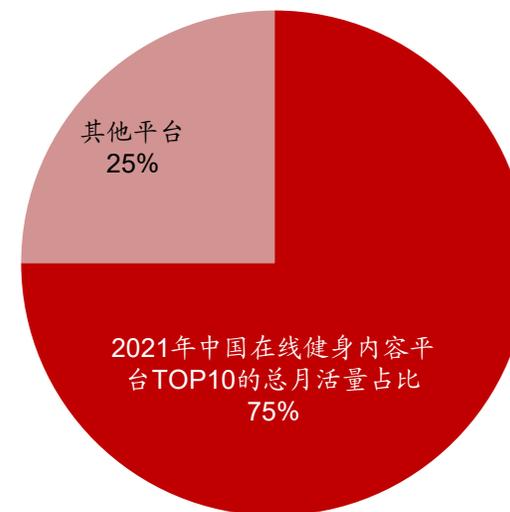
1) 互联网用户活跃、在线服务依赖性提升，在线健身内容获取的便捷性提升；2) 在家进行价格实惠的健身及锻炼已成为不可抗拒的健身房会员的替代选择，从而增加了对在线健身内容的需求；3) 为健身内容付费的意愿不断增强：根据灼识咨询报告，我国在线健身订阅的渗透率持续提升并于2021年达到4.8%；4) 触手可及的专业在线健身内容及吸引人的在线健身小区；5) 中国消费者更容易接受在线内容，并倾向于透过在线渠道购买产品及服务，此趋势在年轻一代中尤为普遍。

□ **中国线上健身市场集中度较高，强者恒强。**根据灼识咨询数据，2021年排名前十的在线健身内容平台的总月活跃用户占中国在线健身内容平台总用户数的约75%。

图：中国、美国线上健身人群渗透率

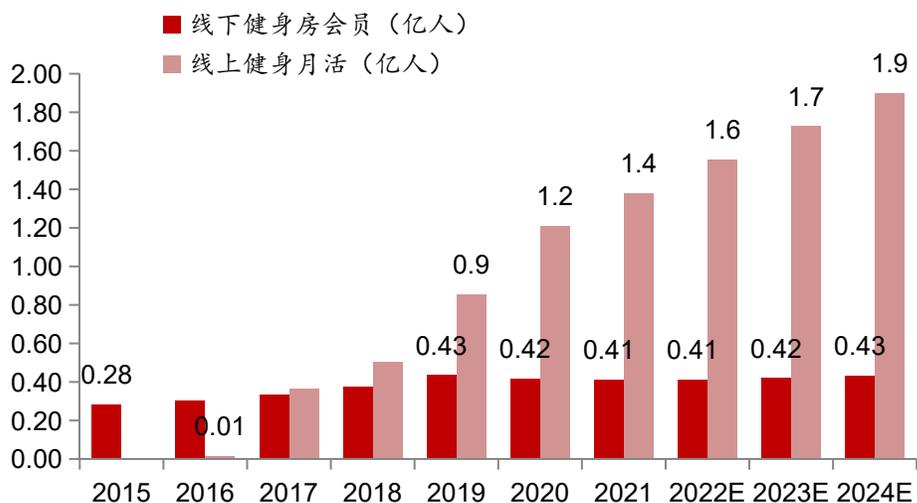


图：中国线上健身市场集中度较高



- 中国线上健身会员及健身内容板块：**健身行业数字化初期，订购渗透率提升空间大。根据灼识咨询报告，1) 会员量：中国在线健身会员及健身内容2021年平均月活跃用户为1.38亿人，未来5年增速有望远高于线下健身会员的增速。2) 订购渗透率：中国2021年线上健身订购渗透率为4.8%，而美国为10.7%；与在线音乐及在线视频等其他行业相比，我国线上健身订购渗透率明显偏低。3) 市场规模：在线上健身人群不断增加、对优质及个性化健身内容的需求增加以及订购渗透率不断提高的推动下，预计中国的线上健身会员及健身内容收入将实现强劲增长，灼识咨询预计中国在线健身会员及健身内容板块将从2021年的19.3亿元增加至2026年的74.1亿元，对应CAGR达31%，有望成为中国线上健身市场增长最快的板块。
- 中国线上智能健身设备板块：**根据灼识咨询报告，中国智能健身设备2021年线上销售额为290亿元，15-21年复合年增长率为29.3%。随着健身数据跟踪需求增加的推动，智能健身设备有望越来越普及。
- 中国线上配套运动产品板块：**根据灼识咨询报告，中国配套运动产品2021年线上销售额为339.1亿元，15-21年复合年增长率为25.4%，随着健身人群越来越重视健身训练效果、日益个性化的健身课程增加，该板块需求有望保持高速增长。

图：中国线上健身月活、线下健身房会员情况



图：中国线上健身各版块15-21年市场规模及21-26年市场规模估计



□ 根据招股书，中国在线健身市场存在以下进入壁垒：

- **庞大用户群体及活跃社区。**因共同话题聚集的用户之间基于社区专业内容的互动可以产生巨大影响力，能够提升品牌亲和力并有助于吸引和留住更多用户，进而形成正面反馈循环。
- **强大的品牌知名度。**在线平台很难建立品牌知名度、信任度以及与用户之间深度连结，这将需要公司在内容与产品供应以及迭代、深入的客户洞察、差异化价值主张和战略品牌定位方面持续保持卓越。
- **能够持续开发大量优质创新内容的能力。**内容包括了多种旨在提高中枢肌肉力量、减肥、康复的在线培训课程，且应当具有多维性、专业性及系统性。能够不断制作并升级各类互动健身内容的市场参与者能够更好地吸引并获取用户。
- **广泛的产品供应。**在各类产品的辅助下，用户不仅注重健身活动的参与，而且还重视锻炼的效果。为支持广泛的产品供应，建立强大的供应链系统以简化众多生产线、组织库存单位并以有效的方式履行管理职能及提供物流服务同样至关重要。
- **提供从在线线下一体化健身体验。**由于消费者在互联网上花费的时间有所增加，倾向于寻找更容易及更方便的健身方式，对连接在线服务与线下产品的解决方案的需求持续提升。
- **先进的技术。**将先进的技术应用于健身内容、产品及器材，接收及分析过往的健身活动，并提供有关提高健身表现的建议，有利于在线平台建立可持续的竞争优势。

03

竞争优势、 未来展望

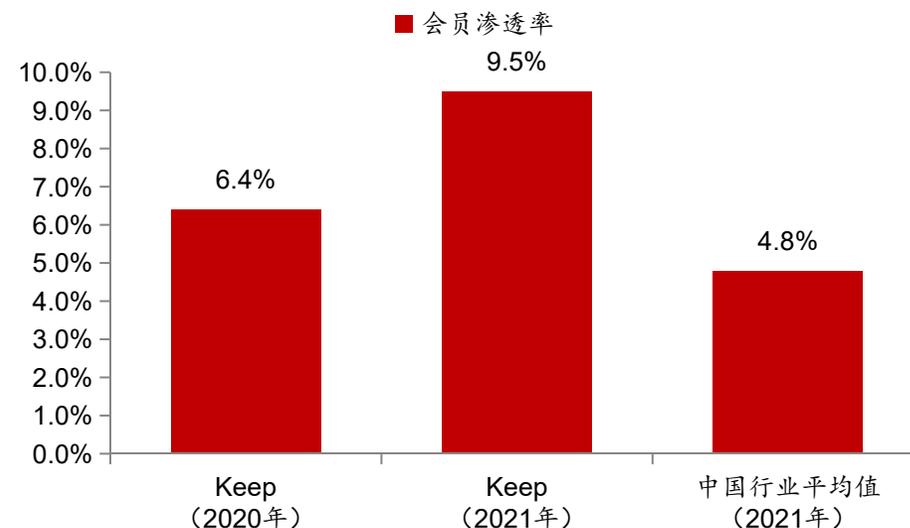
未来重点发力技术&产品
研发、内容创新、品牌宣
传&推广

- 最大的创新型在线健身平台，活跃度与会员渗透率明显领先。** Keep在中国最早引入结构化健身课程并拥有最大的健身动作库，基于模块化标准动作，将智能化引入到课程设计及开发。根据灼识咨询数据，2021年，Keep平台用户累计完成17亿次锻炼次数，成为锻炼次数排名第一的中国在线健身平台；会员渗透率达到9.5%，远高于中国行业平均值。
- Keeper社区引入社交互动功能，是对平台提供的核心健身体验的有力补充，活跃社区带来更强的激励作用、更激烈的竞技感及更紧密的相互联系，有助于增强用户黏性。** 根据灼识咨询报告，Keep拥有中国最大的在线健身用户群，2021年的平均月活跃用户达到3440万。此外，Keeper年轻且高度活跃，他们中约有74.1%的人年龄在30岁或以下。社交互动功能已深深融入我们的平台，从关注自己喜欢的教练和达人并跟随他们建立常规训练计划，到通过追踪表现与朋友开展竞赛以及共同实现健身目标。Keeper积极参与我们的小区活动，分享训练成果，并激励其他人参与其中。2021年，Keeper社区的互动（包括帖子、点赞和评论）总数达到17亿次。

表：2021年中国线上健身平台排名

排名	参与者	12个月平均月活 (万人次)	12个月平均月度订阅会员 (万人)	已完成锻炼次数 (亿次)
1	Keep	3436	328	17
2	公司A	812	24	<10
3	公司B	772	52	<10
4	公司C	599	37	<10
5	公司D	266	8	<10

图：Keep会员渗透率较高



健身内容库广泛、专业、个性化，且持续更新迭代。

- 广泛：**1) **数量多且迅速增长：**截至2021年12月31日，Keep平台上有超过1万节健身录播课，其中内部开发的内容包括约2600节录播课，由达人开发以及从其他健身专业人士和健身内容提供者获授权的内容包括约7600节录播课（2020年底为2900节）。2) **涵盖各种健身类别和难度：**提供的内容包括力量训练、有氧运动、舞蹈、拳击、跑步、拉伸、瑜伽、普拉提、冥想和太极。
- 个性化：**Keep提供一套全面的结构化课程，旨在通过数十万种独特的组合（包括单一动作指导和重复模块）来满足用户的多样化需求。其人工智能辅助训练计划提供全面和个性化的健身计划，包括各种健身内容和基于用户运动水平和健身目标的食物推荐；且个性化训练计划的内容会根据用户的进展和反馈进行动态调整，从而指导他们更有效地实现自己的目标。
- 持续更新迭代：**平台系统地创造新内容，通过与用户的密切互动和不断收集用户反馈及时捕捉市场趋势。此外，直播课亦提供动态的健身体验，即教练可以与用户互动，并根据用户反馈及时调整内容。

表：Keep平台内容来源

	结构化课程	录播课	直播课	健身训练计划
内部开发	√	√	√	√
健身达人提供	-	√	√	√
人工智能生成	√	-	-	√

注：Keep往往与健身达人签订3-5年合约，并向他们提供经济激励，以补偿和奖励他们在本平台上产生的优质内容。

图：Keep平台结构化课程



- **智能、互动和沉浸式健身解决方案提供卓越的用户体验。** Keep在线健身内容和智能健身设备高度兼容且无缝整合，提供了高度个性化的体验。用户通过实时反馈和人工智能辅助的健身训练计划与平台内容相连接，从而动态调整健身课程以满足用户的个性化需求。此外，用户亦通过Keeper社区的互动功能和直播课中的弹幕与教练和其他用户相连通。建立在智能和互动功能的基础上，Keep直播课和录播课采用具有强烈节奏感的流行音乐、多彩的灯光效果、趣味的互动功能（如弹幕），以及专业的演播室设置，以模拟面对面的健身环境，更好地激励用户锻炼。
- **尖端的人工智能技术与专业化服务创造交叉销售机会。** 通过专有的人工智能技术赋能，通过用户与平台的互动以及来自智能健身设备的测量数据，包括身体测量数据、消耗的总卡路里、健身目标和偏好等，Keep能够有效地开发针对每名用户的个性化健身内容，并可以根据用户的进展进行动态调整。除了健身课程，我们的人工智能辅助健身训练计划还提供饮食和其他运动产品推荐，为用户提供更全面的健身解决方案并产生交叉销售机会。
- **健身内容与运动产品相辅相成，协同效应明显。** 随着内容量扩大，更多的用户被吸引到Keep平台，带来更多的变现机会；同时这增强了Keep对健身专业人士和内容提供商的吸引力，推动他们进一步丰富Keep内容供应，从而形成一个良性循环。随着用户忠诚度不断建立，用户订阅会员资格和购买Keep自有品牌产品的普遍意愿有望随着时间推移而增长，从而改善财务业绩。
- **管理团队具有年轻化视角与丰富经验。**

表：Keep主要管理团队

姓名	年龄	职位	主要经历与职责
王宁	31	创始人、CEO	大学毕业创立Keep，对健身充满激情，负责整体战略、业务发展及综合管理
彭唯	35	联合创始人，在线平台业务副总裁	领导及管理Keep的线上平台事业部，包括内容及用户管理
刘冬	44	联合创始人，运动消费品业务副总裁	在供应链管理和产品设计方面拥有超过20年经验
黄伟波	42	首席财务管理	拥有约20年的财务管理经验

- 根据招股书，IPO募集资金拟在未来三年内用于技术与产品研发、健身内容开发及多元化、品牌宣传及推广以及资金补充。
- **持续扩大市场覆盖面和用户基础，提高市场份额，可能进行战略收购和投资在全球范围内扩大业务。**根据Keep招股书，作为中国最大的在线健身平台，保持和发展用户群是公司的主要战略重点，其计划通过吸引不同年龄段、不同兴趣领域和不同地点的用户来扩大市场覆盖面。具体来说，1) 公司拟为更多年龄段的用户提供更有针对性的产品并加大努力将业务扩展至中国的低线城市。2) 拟通过引入更多种类的健身内容和创新的智能健身设备，来留住和吸引用户。3) 计划通过与智能健身设备进行整合，为在线健身内容引入更多游戏化功能。4) 拟继续扩展自有品牌产品，以补充在线健身内容，满足用户的多样化需求，巩固其作为一站式健身平台的地位。5) 寻求在全球范围内扩大业务，并通过国际营销和本地化的产品&内容开发战略成为一个全球品牌；公司亦可能进行战略收购和投资，以提高市场份额，提升品牌价值。
 - **持续创新并使内容多样化。**公司拟通过招聘更多优秀的内部教练、采买高质量的第三方内容，并扩充平台生成的内容，扩展至新的健身类别，来不断扩大其内容供应。除了会员订阅及在线付费内容和训练计划之外，公司还将探索围绕内容的其他创新，例如在直播课中引入虚拟礼物；此外还将继续为平台内容探索潜在的游戏化功能。
 - **持续创建开放平台，提高用户参与度。**公司已经建立一个开放和高度互动的平台，连接各种平台参与者，包括用户、教练、健身达人、广告主和其他内容提供商，未来公司计划进一步鼓励参与者进行更多参与和互动，包括激励用户和教练开发自己的原创健身课程并在Keep平台上推广，同时为Keeper在线健身小区引入更多的互动功能，如与教练和健身达人的聊天群，使用户能够分享经验、贡献健身内容并彼此形成更强的联系，从而提高用户黏性。
 - **持续投资平台和产品的技术研发，加强智能健身设备与线上平台的整合，以实现更加顺畅无缝的线上线下体验，巩固行业领先地位。**
 - **通过线上线下营销进一步加强Keep品牌认知度。**
 - **加强变现能力，探索与整体业务互补的其他变现渠道；为订阅会员提供更多独家福利和产品从而提高订阅会员渗透率。**

04

风险提示

- 1、行业需求增速不及预期：**中国健身行业仍处于发展初期，若其并无继续增长、增速低于预期，行业内公司的业务、财务状况及经营业绩可能会受到不利影响。
- 2、行业竞争加剧风险：**随着新的及现有竞争对手（包括知名公司）进军线上健身市场，行业可能出现激烈的价格竞争。
- 3、用户参与度、用户支出下降：**若平台无法吸引及留住平台上的用户，出现用户参与度或用户支出下降的情况，相关公司经营业绩可能受到不利影响。
- 4、供应链风险：**部件成本增加、交货时间长、供应短缺及供应变动可能中断公司供应链，并对公司业务、财务状况及经营业绩造成不利影响。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>