



传播文化业

2022.02.24

评级: **增持**

上次评级: 增持

政策加持技术迭代, 向体育强国奋进**——体育行业专题研究之一**

细分行业评级

 陈筱(分析师)	 陈俊希(分析师)
 021-38675863	 021-38032025
 chenxiao@gtjas.com	 chenjunxi@gtjas.com
证书编号 S0880515040003	S0880520120009

本报告导读:

体育产业总规模和参与锻炼的人数在未来 10 年均将保持高速增长, 其中智能健身软硬件和体育 IP 有望获益, 周边行业亦有望享受体育产业红利。

摘要:

- **体育产业向五万亿进发, 全民健身全面推进。** 2019 年我国体育产业总规模达 2.95 万亿元, 2020 年虽受疫情影响同比有所下滑, 但基本完成了“十三五”规划制定的目标。根据“十四五”规划, 2025 年我国体育产业总规模将达 5 万亿元, 五年增长规模绝对值超过 2 万亿元。同时, “经常参加体育锻炼的人数” 2015 年为 3.99 亿人, 2020 年为 4.35 亿人, 5 年间增加 3,600 万人, 到 2030 年该人数计划达 5.3 亿人, 十年间预计增加近亿人。无论是规模还是人数, 体育行业都有望成为未来增长最快的赛道之一, 《全民健身计划》等多项重磅政策的出炉更有望是我国从体育大国迈向体育强国。
- **智能健身突破场景限制, 软硬件产品开创运动新模式。** 智能健身解决了传统健身进入门槛较高、结果反馈周期长、短期成就感低、对实体场地依赖度高等痛点, 结合趣味性的课程和游戏体验, 配合及时的数据反馈, 提升了用户的成就感, 并推动用户向更加科学专业的运动类型前进。目前智能健身软件已有 Keep、悦动圈等千万级月活 App, 硬件也诞生了 FITURE 智能健身镜、VR 健身等新型设备。智能健身对于推进全民健身, 实现体育强国建设有重要意义。
- **重大赛事激发体育热情, 全民体育偶像时代来临。** 北京冬奥会吸引了全国观众的目光, 在传递体育精神的同时也使运动员个人价值提升。谷爱凌、武大靖、苏翊鸣、任子威等夺金运动员关注较高, 结合互联网多渠道宣传, 偶像效应显著提升。竞技体育价值的落脚点是体育偶像的个人价值, 能实现更长期的引导群众参与锻炼的目的。此外, 重大赛事辐射利好多项周边产业, 体育衍生品和互联网平台从中获益, 北京冬奥会吉祥物冰墩墩“一墩难求”, 具有转播权的在线平台流量在赛事举办期间较快增长。
- **投资建议:** 体育产业在政策持续支持及下一代的网络技术发展背景下, 有望迎来快速发展的市场红利。建议关注以下投资主线: (1) 全民健身健康市场领域, 建议关注在互联网及沉浸式技术结合健身领域具备先发优势的公司, 以及相关设备器材生产公司; (2) 竞技类体育领域, 建议关注在 IP 积淀、赛事运营、衍生品生产具备布局优势的公司。推荐标的姚记科技 (002605.SZ)、元隆雅图 (002878.SZ), 受益标的中体产业 (600158.SH)、当代文体 (600136.SH)、力盛赛车 (002858.SZ) 等。
- **风险提示:** 智能健身发展不及预期, 体育 IP 运营低于预期, 疫情反复影响赛事正常举办。

相关报告

传播文化业《从 Endeavor 看冬奥运动员 IP 培育》	2022.02.23
传播文化业《MR: 通向元宇宙的下一代通用计算平台》	2022.02.20
传播文化业《冬奥会完美收官, 冰雪热度有望延续》	2022.02.19
传播文化业《春节后国内投放热度减退, 腾讯超级 QQ 秀布局社交元宇宙》	2022.02.13
传播文化业《博纳、阅文或为春节档赢家, Meta 主业有所承压》	2022.02.06

国泰君安版权所有发送给: 国泰君安证券股份有限公司-陈筱 P1

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

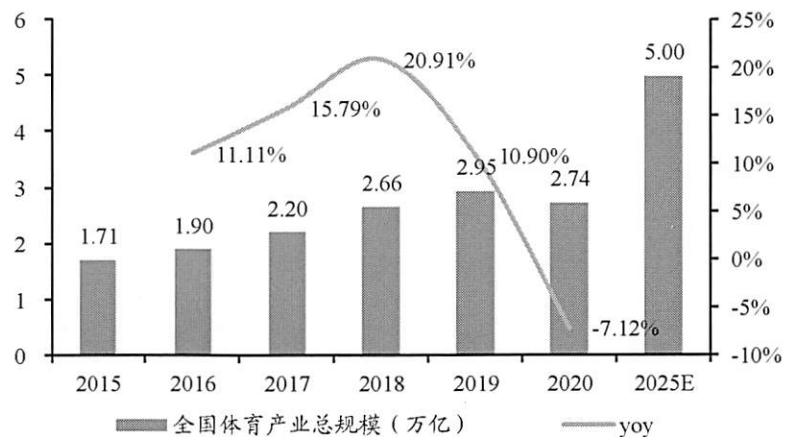
1. 科技驱动，政策支持，体育产业御风疾行	3
1.1. 体育产业向五万亿进发，智能健身渐成潮流，传播技术塑造全民偶像	3
1.2. 美国线上健身收入高速增长，四大联盟 IP 价值显著	5
1.3. 政策相继出炉，从体育大国迈向体育强国	7
2. “软硬兼施”智能健身火爆，全民健身迭代升级	10
2.1. 突破场景限制，智能健身开启新征程	10
2.2. 智能健身 App 兴起，Keep、悦动圈领跑细分领域	15
2.3. 智能健身硬件起势，望成家居生活标配	19
3. 重大赛事激发全民热情，创造体育偶像大时代	21
3.1. 奥运会成为“全民狂欢”，互联网加持造全民体育偶像	21
3.2. 不止赛场内，体育 IP 价值辐射周边产业	24
4. 投资建议	26
5. 风险提示	27

1. 科技驱动，政策支持，体育产业御风疾行

1.1. 体育产业向五万亿进发，智能健身渐成潮流，传播技术塑造全民偶像

在政策支持，科技助力，场景拓展，模式创新，赛事激励等多重利好因素的推动下，我国体育产业总规模朝着 2025 年 5 万亿元的目标进发。根据国家统计局和国家体育总局的数据，2019 年我国体育产业总规模达 2.95 万亿元，2020 年虽受疫情影响同比有所下滑，但基本完成了“十三五”规划制定的目标。而根据“十四五”规划的目标，2025 年我国体育产业总规模将达 5 万亿元，五年增长规模绝对值超过 2 万亿元，将创造出更多的产业空间。

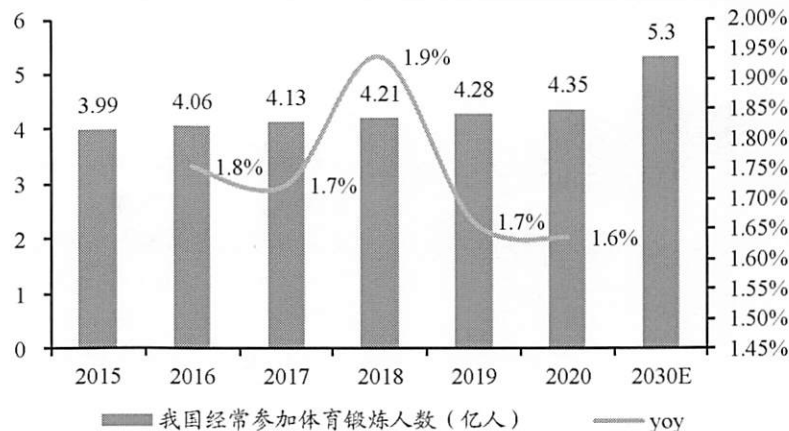
图 1：2025 年我国体育产业总规模有望达 5 万亿元



数据来源：国家统计局，国家体育总局，国泰君安证券研究

同时，在全民健身的推动下，21 世纪第三个十年有望新增近亿人的经常锻炼人数。根据国家体育总局的判定标准，经常参加体育锻炼的人定义为“每周参加体育锻炼频度 3 次及以上，每次体育锻炼持续时间 30 分钟及以上，每次体育锻炼的运动强度达到中等及以上的人”。该标准下 2015 年人数为 3.99 亿人，2020 年为 4.35 亿人，5 年间增加 3,600 万人。而参考《“健康中国”2030 规划纲要》，2030 年我国经常参加体育锻炼的人数计划达 5.3 亿人，十年间预计增加近亿人，且有望带动更多的群众从不锻炼或很少锻炼发展至主动参与锻炼。持续增长的群众运动基础也能激发更多的行业创新。

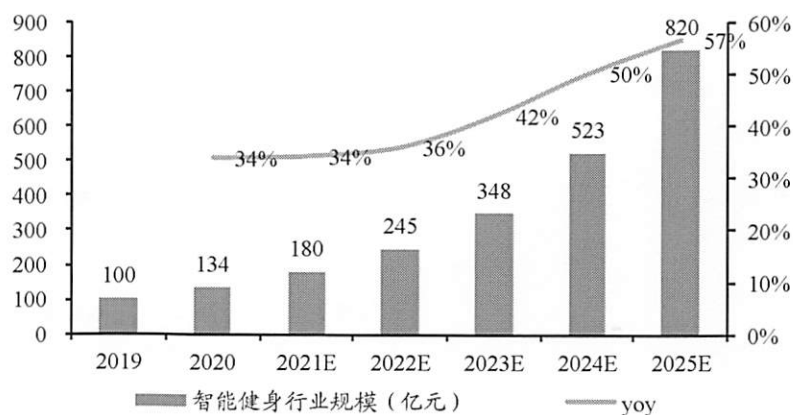
图 2: 2030 年经常参加体育锻炼的人数计划达 5.3 亿人



数据来源: 国家统计局, 国家体育总局, 国泰君安证券研究

体育产业规模扩张叠加参加体育锻炼的人数增加, 在疫情的催化下, 科技加持下的智能健身成为近两年增长最快的产业。根据艾瑞咨询的数据, 包括智能健身应用和硬件在内的智能健身市场规模有望在疫情后实现高速增长, 在 2025 年或达 820 亿元, 2021-2025 年 CAGR 达 46%。技术迭代带来的全新健身体验在拓展行业机遇的同时, 也推动了全民健身计划的实施。

图 3: 2021-2025 年智能健身行业规模 CAGR 或达 46%



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

此外, 体育 IP 价值逐渐凸显, 优质体育偶像的传播效应将成为全民健身的催化剂。根据国家体育总局发布的数据, 2020 年在疫情影响下, 多数体育产业类别增加值均为同比负增长, 但体育传媒与信息服务同比增速近 20%。该产业包括互联网体育赛事服务、体育信息发布、体育网络直播、体育大数据处理等, 对于传播体育文化, 树立全民体育偶像, 打造体育赛事 IP 拥有较强意义, 该产业已在 2022 年北京冬奥会期间发挥重要作用。

表 1: 2020 年体育传媒与信息服务类别增加值同比增长近 20%

体育产业类别名称	总产出		增加值		
	总量 (亿元)	构成	总量 (亿元)	构成	增速
体育产业	27372	100.0%	10735	100.0%	-4.6%
体育服务业	14136	51.6%	7374	68.7%	-3.2%
体育管理活动	880	3.2%	459	4.3%	1.5%
体育竞赛表演活动	273	1.0%	103	1.0%	-15.6%
体育健身休闲活动	1580	5.8%	736	6.9%	-11.5%
体育场地和设施管理	2149	7.9%	808	7.5%	-20.2%
体育经纪与代理、广告与会展、表演与设计服务	316	1.2%	98	0.9%	-16.9%
体育教育与培训	2023	7.4%	1612	15.0%	5.7%
体育传媒与信息服务	847	3.1%	339	3.2%	18.9%
体育用品及相关产品销售、出租与贸易代理	4514	16.5%	2574	24.0%	0.5%
其他体育服务	1554	5.7%	645	6.0%	-8.8%
体育用品及相关产品制造	12287	44.9%	3144	29.3%	-8.1%
体育场地设施建设	948	3.5%	217	2.0%	2.4%

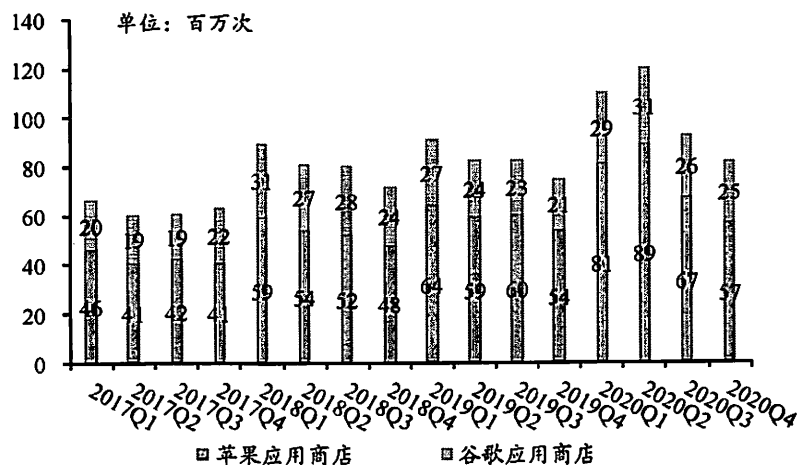
资料来源: 国家体育总局, 国泰君安证券研究

对比全球体育第一大国的美国, 智能健身和体育 IP 已成为体育产业的重要组成部分, 在引导群众参与体育锻炼的过程中发挥重要作用。

1.2. 美国线上健身收入高速增长, 四大联盟 IP 价值显著

美国线上健身类应用在疫情后下载量激增, 但增长趋势从 2018 年已经开始, 疫情加快了趋势成形。根据 Sensor Tower 对苹果和谷歌应用商店的数据监控, 2020 年美国线上健身应用单季度下载量过亿, 峰值达 1.2 亿次, 疫情影响下美国民众尝试互联网健身模式, 以突破空间和时间的限制。但其实在 2018 年开始美国线上健身类应用单季度下载量已经突破 9,000 万次, 反映美国民众对线上健身的关注并非因疫情导致, 疫情更多是催化剂因素, 线上健身在美国的普及是大势所趋。

图 4: 美国线上健身类应用下载量在 2018 年即开始较快增长

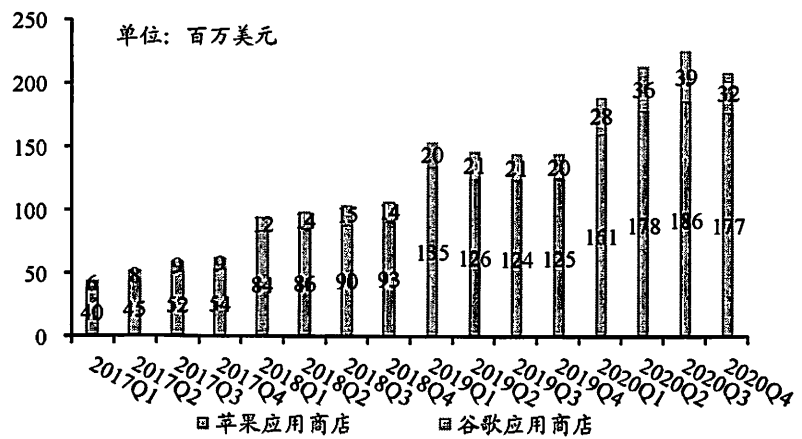


数据来源: SensorTower, 国泰君安证券研究

国泰君安证券股份有限公司 证券研究报告

同时，美国民众更愿意在线上健身应用消费，且趋势在 2018 年即已形成。根据 SensorTower 的统计数据，2020 年美国苹果和谷歌应用商店线上健身类应用收入合计超过 8.3 亿美元，单季度收入峰值达 2.25 亿美元。并且与下载量的趋势类似，自 2018 年开始线上健身类应用收入即开始较快提升，且收入提升幅度超过下载量增速。总体来看，美国线上健身应用，尤其是线上健身消费观念较为成熟，相比之下我国线上付费健身正处于萌芽阶段。

图 5: 2020 年美国线上健身类应用单季度收入超过 2 亿美元



数据来源: SensorTower, 国泰君安证券研究

在体育 IP 培育方面，美国四大体育联盟全球知名度较高，更有助于推广体育文化。根据福布斯的资料，美国国家橄榄球联盟 (NFL) 和美国职业棒球大联盟 (MLB) 单赛季收入均突破 100 亿美元，而美国国家篮球协会 (NBA) 和美国国家冰球联盟 (NHL) 赛季收入在全球各大联盟中亦排名靠前。球类集体运动赛事的火热更能带动多数群众参与至相关体育锻炼中，也使体育氛围更加浓厚。

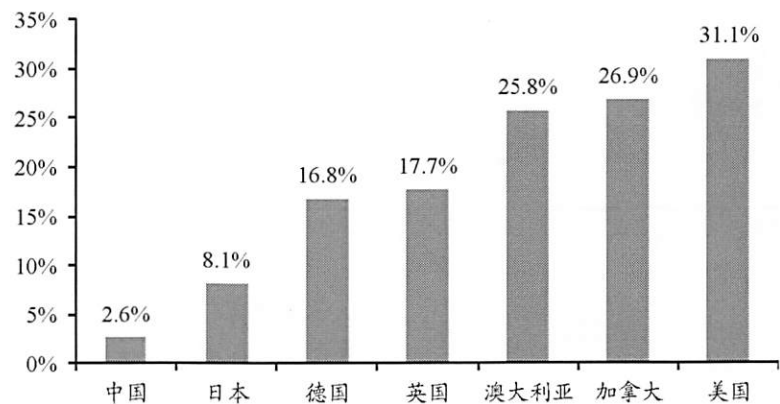
表 2: 美国四大体育联盟单赛季收入在全球各大联盟中排名靠前

排名	联盟名称	分类	2019/2020 单赛季收入 (亿美元)
1	美国国家橄榄球联盟 (NFL)	美式橄榄球	160
2	美国职业棒球大联盟 (MLB)	棒球	107
3	英格兰足球超级联赛	足球	88
4	美国国家篮球协会 (NBA)	篮球	73
5	西班牙足球甲级联赛	足球	53
6	美国国家冰球联盟 (NHL)	冰球	51
7	德国足球甲级联赛	足球	47
8	意大利足球甲级联赛	足球	36
9	欧洲冠军联赛	足球	33
10	法国足球甲级联赛	足球	30

资料来源: 福布斯, 国泰君安证券研究

此外，美国是全球付费健身渗透率最高的国家之一，我国该项数据远低于发达国家。根据 Fastdata 的数据，美国付费健身渗透率超过 30%，反映美国国民对体育运动的消费意愿较强，更愿意花钱在身体锻炼方面。中国该项比例仅为 2.6%，远低于欧美发达国家，亦不及同为亚洲国家的近邻日本。通常付费健身意味着对心肺能力和身体塑形有更高的要求，也代表更科学和紧凑的运动方案，我国付费健身仍有较大提升空间。参考美国体育发展的经验，加强线上健身的普及和推广体育 IP 或是增强群众更加热爱锻炼的重要方式之一。

图 6：我国付费健身渗透率远低于发达国家



数据来源：Fastdata，国泰君安证券研究（付费健身渗透率=付费健身用户/参与运动用户数）

1.3. 政策相继出炉，从体育大国迈向体育强国

从中共中央和国务院发布的纲领性文件来看，在体育产业总规模，参加体育锻炼人数和体育强国建设目标等方面给予了明确的指引。自 2014 年《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》开始，2025 年体育产业总规模超过 5 万亿元的目标即被写入文件，此后提出 2030 年经常参加体育锻炼的人数达到 5.3 亿人，2050 年全面建成社会主义现代化体育强国，并将体育认定为实现中华民族伟大复兴的标志性事业。体育产业在政策的支持下热度空前。

表 3：中共中央和国务院出台多项政策支持体育产业发展

颁布时间	政策文件名称	政策要点	主要内容
2014 年 10 月	《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	建立体育产业总规模目标	到 2025 年，建立门类齐全的体育产业体系，丰富体育产品和服务，消费需求愈加旺盛， 体育产业总规模超过 5 万亿元。
2016 年 10 月	《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	强调健身休闲产业重要性	健身休闲产业是体育产业的重要子行业， 预计到 2025 年，形成市场规模超 3 万亿元的健身休闲产业市场。
2016 年 10 月	《“健康中国 2030”规划纲要》	明确参与体育锻炼人数目标	到 2030 年， 经常参加体育锻炼人数达 5.3 亿人，健康服务业总规模达 16 万亿元。
2019 年 7 月	《健康中国行动（2019-2030）》	制定一系列城乡居民	到 2022 年和 2030 年， 经常参加体育锻炼人数

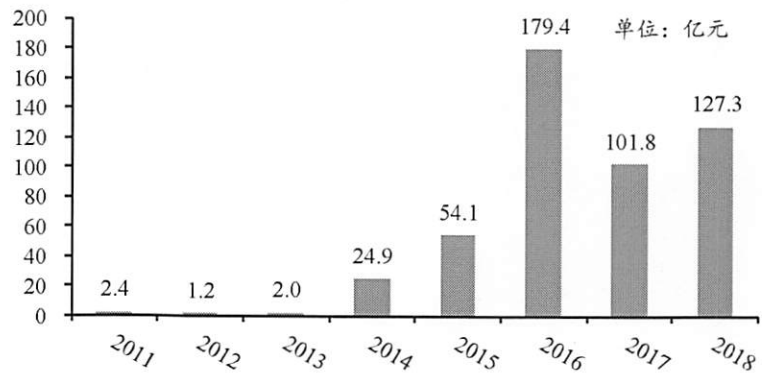
国泰君安证券股份有限公司-陈筱 P7

	健康指标目标	比例达到 37%及以上和 40%及以上。
2019 年 9 月 《体育强国建设纲要》	提出 2050 年建成社会主义现代化体育强国目标	体育成为中华民族伟大复兴的标志性事业，同时打造一批具有国际竞争力的知名体育企业和自主体育品牌。到 2035 年，经常参加体育锻炼人数比例超 45%，人均体育场地面积达到 2.5 平方米。2050 年，我国将全面建成社会主义现代化体育强国。
2020 年 11 月 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	再次强调建设体育强国目标的重要性	到二〇三五年基本实现社会主义现代化远景目标。建设体育强国，提高国民素质，彰显文化软实力；增强包括体育在内的服务业向高品质、多样化升级。
2021 年 8 月 《全民健身计划（2021-2025 年）》	提供全民健身智慧化服务，支持体育产业数字化转型	推进体育产业数字化转型，鼓励体育企业“上云用数赋智”，推动数据赋能全产业链协同转型，提供全民健身智慧化服务，推动线上和智能体育赛事活动开展，支持开展智能健身、云赛事、虚拟运动等新兴运动。

资料来源：国务院，艾瑞咨询，国泰君安证券研究

从体育健身行业融资金额可以看出政策对行业的支持效应，在 2014 年重磅政策相继出台后，体育健身行业备受投资者青睐。根据 Fastdata 的统计，在 2011-2013 年，体育健身行业每年的融资金额仅为 3 亿元以下，2014 年融资金额达 25 亿元，此后在 2016-2018 年三年均突破 100 亿元。政策助力下体育产业迎来黄金发展时期。

图 7：2016-2018 年体育健身行业融资金额均超过百亿元



数据来源：Fastdata，国泰君安证券研究

目前中国已是全球第二大的体育市场，正从体育大国向体育强国迈进。按照 GWI 的统一口径，中国 2018-2020 年运动健身市场规模分别为 1,103/1,211/1,189 亿美元，仅次于美国，且远远领先于全球其他国家。但若考虑到健身付费率和经常参加体育锻炼的人数，我国现阶段仅为体育大国。政策制定的目的在于从体育大国向体育强国发展，因此对于全民健身、竞技体育、青少年体育及智能健身等方面尤为关注。



表 4: 中国已是全球第二大运动健身市场

	运动健身市场规模 (十亿美元)			同比增速	
	2018	2019	2020	2018-2019	2019-2020
美国	265.80	281.56	215.81	5.9%	-23.4%
中国	110.27	121.07	118.86	9.8%	-1.8%
日本	43.11	44.90	41.03	4.2%	-8.6%
德国	39.60	38.71	35.47	-2.2%	-8.4%
英国	40.35	42.53	34.65	5.4%	-18.5%
法国	25.90	26.35	23.30	1.7%	-11.6%
韩国	23.99	25.11	22.82	4.7%	-9.1%
澳大利亚	16.39	18.23	17.34	11.2%	-4.9%
印度	14.56	17.60	16.12	20.9%	-8.4%
意大利	18.83	18.96	15.45	0.7%	-18.5%
加拿大	18.48	19.16	15.07	3.7%	-21.3%
西班牙	15.68	15.87	13.10	1.2%	-17.5%

数据来源: GWI, 国泰君安证券研究 (GWI 运动健身市场规模统计口径与国家体育总局有差异, 主要指与身心健康有关的活动和服务等)

2021年10月国家体育总局印发的《“十四五”体育发展规划》在承接纲领性文件的基础上, 进一步细化了体育强国建设的目标。该《规划》提出了八大主要目标, 涵盖全民健身、竞技体育、青少年体育、智能健身消费、体育文化建设、体育国际交流、体育科教和体育法治, 为2025年前我国体育产业的发展指明道路。根据国务院的纲领性文件和国家体育总局的细化指引, 智能健身和体育文化有望成为下一步体育发展的重点。

表 5: 《“十四五”体育发展规划》进一步细化了体育强国建设的目标

八大主要目标	核心内容	代表性具体方案
全民健身水平 达到新高度	更高水平的全民健身公共服务体系基本建成	1. 补齐 5000 个以上乡镇 (街道) 全民健身场地器材。 2. 支持新建或改扩建 2000 个以上体育公园、全民健身中心、公共体育场、健身步道、户外运动公共服务设施等。
	人民群众身体素养和健康水平进一步提高	1. 打造全地域覆盖、全项目设置、全龄化参与, 国家、省、市、县四级联动、线上线下互动、贯穿全年的全民健身赛事活动体系。
竞技体育实力 再上新台阶	竞技体育发展新模式进一步健全、成熟	1. 大力发展田径、游泳基础大项。 2. 以足球、篮球、排球为重点, 全面夯实“三大球”。 3. 壮大集体球类项目教练员、裁判员和社会体育指导员队伍。
	训练体系和竞赛体系更加科学、完善	1. 积极探索联办共建国家队新模式, 引入国家队竞争机制。 2. 建设国家队大数据管理系统, 加强对运动员机能指标、训练数据、后备人才选拔培养数据等的规范化采集、管理和分析。
青少年体育发 展进入新阶段	办好北京 2022 年冬奥会, 冬奥会项目全面提升	1. 支持有条件的高等院校开设冰雪运动、冰雪管理、冰雪设备维修等专业。 2. 建设冰雪产业职业技能实训基地和人才培养基地, 培养冰雪关联产业专业队伍。
	青少年体育活动更加广泛深入	1. 推动在体育场馆、体育中心、体校建设一批青少年体育活动中心, 满足青少年运动技能培训、赛事活动举办的场地设施需求。



	基本建成适应需要、主体多元的体育后备人才培养体系	<ol style="list-style-type: none"> 1.深化体校改革。 2.研究制定青少年体育训练中心建设指南，强化青少年训练体系建设。 3.持续开展各级各类体校教练员培训，加强青少年运动员爱国主义教育。
体育产业发展 形成新成果	打造现代体育产业体系	<ol style="list-style-type: none"> 1.支持大数据、区块链、物联网、云计算、人工智能等新技术在体育领域的创新运用。 2.鼓励体育用品企业研发家庭化、智能化运动装备器材。
	深挖体育消费潜力	<ol style="list-style-type: none"> 1.支持各地创新体育消费引导机制，鼓励采取发放体育消费券、举办体育消费季等方式促进体育消费。 2.择优确定10个国家体育消费示范城市，探索激发体育消费潜力的长效机制。
体育文化建设 取得新进展	创作优秀体育文化作品，培育体育文化品牌	<ol style="list-style-type: none"> 1.支持用好北京国际体育电影周和米兰国际体育电影电视节全球总决赛活动平台，吸引更多社会机构和个人创作体育题材影视作品。
	提高中华优秀传统文化的影响力	<ol style="list-style-type: none"> 1.开展武术、围棋、象棋、龙舟等传统体育项目文化特质研究。 2.挖掘各地民族传统体育的节庆活动，大力开展具有民族特色的体育文化活动。
体育对外交往 作出新贡献	形成全方位、多层次、立体化体育对外交往新格局	<ol style="list-style-type: none"> 1.向世界阐释以武术、围棋等传统体育项目为代表的具有中国特色、体现中国精神、蕴藏中国智慧的中华优秀传统文化。 2.促进以上项目发展的市场化和参与人群的年轻化。
	体育科研体系更加完备，科技创新机制更加灵活	<ol style="list-style-type: none"> 1.面向高等院校、科研院所及其他社会研究机构，支持建设一批体育高端智库，充分发挥其在服务体育改革发展中的智囊作用。
体育科技工作 达到新水平	完善数字体育建设工程	<ol style="list-style-type: none"> 1.打造全民健身服务“一张网”，建设便携、智能的国家全民健身信息服务平台。 2.加快体育场地设施数字化改造。建设一批数字体育实验室。
	完善“零出现”“零容忍”的反兴奋剂机制	<ol style="list-style-type: none"> 1.增强兴奋剂检查的科学性和针对性，实施精准检查。 2.大力推广运动员安全用药查询系统。
体育法治水平 得到新提升	中国特色体育法律规范体系进一步健全	<ol style="list-style-type: none"> 1.围绕《体育法》主要内容和新增条款，组织编写普法读物。
	体育普法形式更加多样，成效更加显著	<ol style="list-style-type: none"> 1.以中国法学会体育法学研究会会员为主体，选拔组建一支《体育法》普法队伍。 2.组织开展《体育法》知识竞赛、专题培训，提升体育从业人员尊法学法守法用法意识。

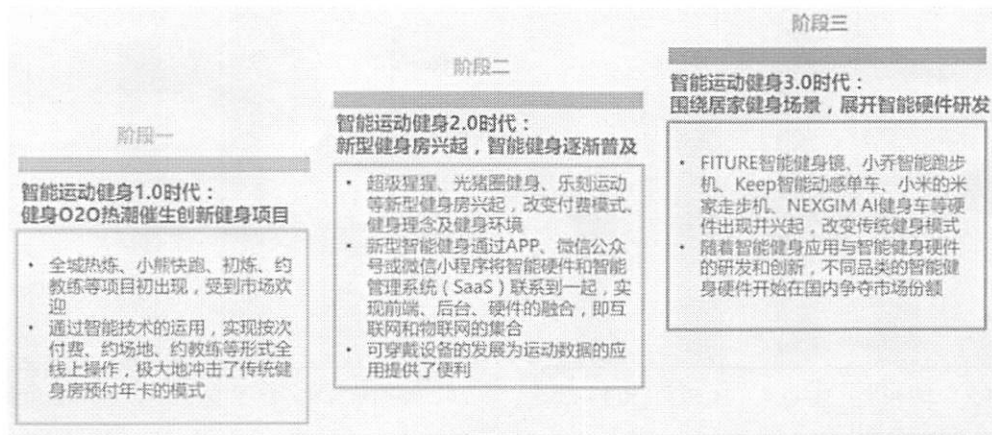
资料来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

2. “软硬兼施”智能健身火爆，全民健身迭代升级

2.1. 突破场景限制，智能健身开启新征程

技术与健身的融合并非新事物，但新一轮智能健身浪潮核心在于突破了场景的限制，这也是区别传统健身的关键点。参考艾瑞咨询的界定，智能健身经历了三轮浪潮，第一轮智能健身以O2O为主，目的是通过技术提升传统健身的效率。第二轮智能健身由互联网和可穿戴设备组成，数据反馈更为高效。而最新一轮的智能健身在App推陈出新、提升用户体验的基础上，也开发出诸多硬件设备，这使得居家健身的效果大大提升。

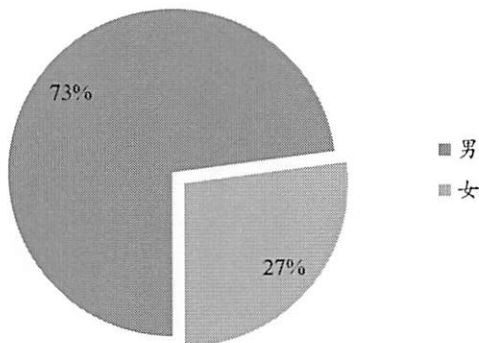
图 8：新一轮智能健身突破场景的限制



资料来源：艾瑞咨询

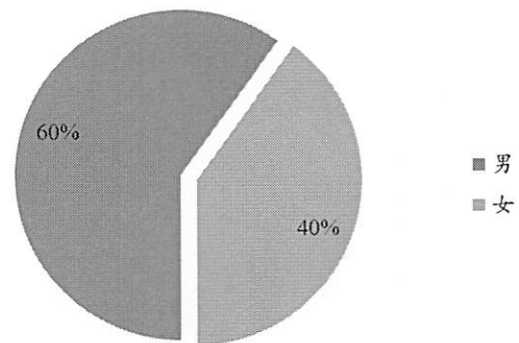
对比传统线下健身和智能健身用户的性别年龄画像，我们发现由于场景限制弱化，女性和年轻用户更多的参与到健身锻炼中来。参考艾瑞咨询的调研数据，2021年传统线下健身男性用户占比达73%，相比之下使用智能健身App的女性用户占比达到了40%，同时，智能健身App吸引了更多30岁以下用户参与运动。智能健身对场景的弱化使得家庭也能成为锻炼场所，且多数应用有科学合理的健身规划，“运动小白”更易上手参与。

图 9：传统线下健身男性占比达 73%



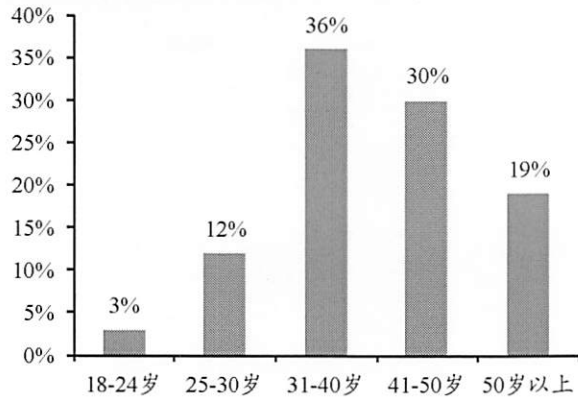
数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究（调研采样时间为2021年7月）

图 10：使用智能健身 App 的女性用户占比达 40%



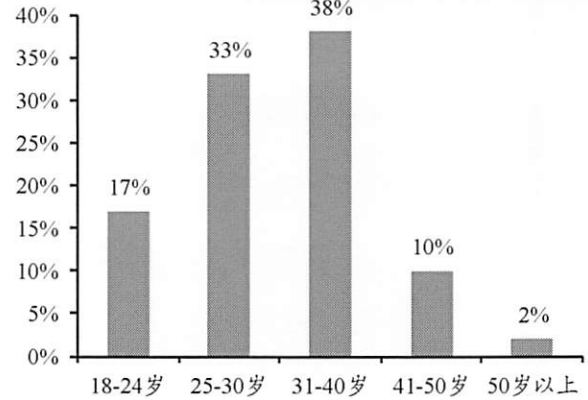
数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究（调研采样时间为2021年7月）

图 11: 传统线下健身以 30 岁以上人群为主



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究 (调研采样时间为 2021 年 7 月)

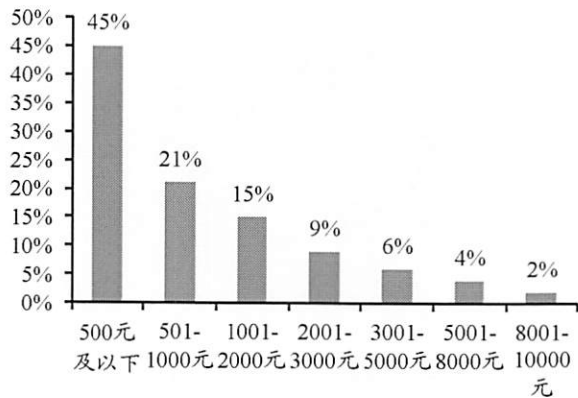
图 12: 使用智能健身 App 的用户更趋于年轻化



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究 (调研采样时间为 2021 年 7 月)

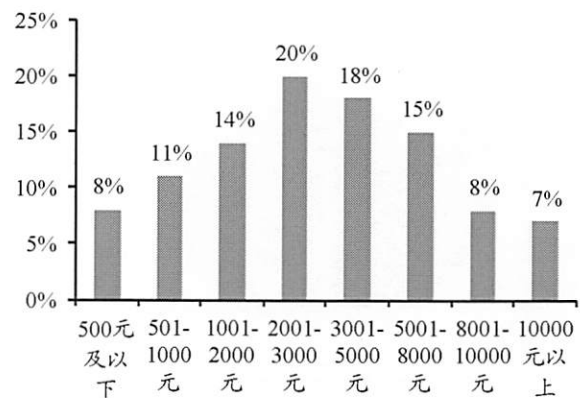
而从用户消费画像来看, 智能健身参与者消费能力相对更强。参考艾瑞咨询的调研数据, 使用智能健身 App 的用户每年健身开销集中在 2,000 元以上, 该项数据远超传统线下健身用户, 且智能健身吸引更多高收入者参与。我们认为其中的原因在于传统线下健身大多无消费或者仅为按次低消费, 但智能健身 App 多为包月或者包年付费会员, 一定程度上绑定了休息时间有限但对身体健康关注度较高的人群。

图 13: 传统线下健身的用户每年健身开销集中在 1000 元以下



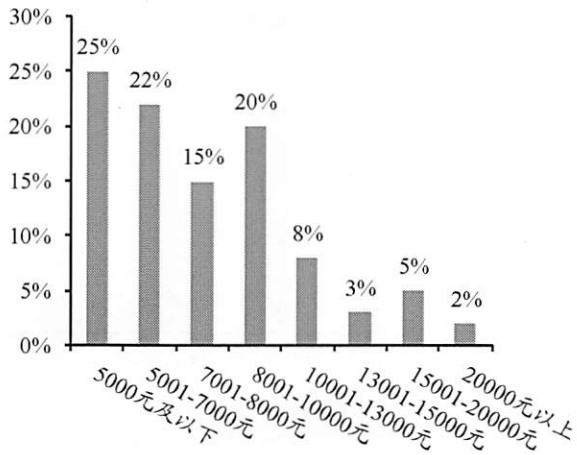
数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究 (调研采样时间为 2021 年 7 月)

图 14: 使用智能健身 App 的用户每年健身开销集中于 2000 元以上



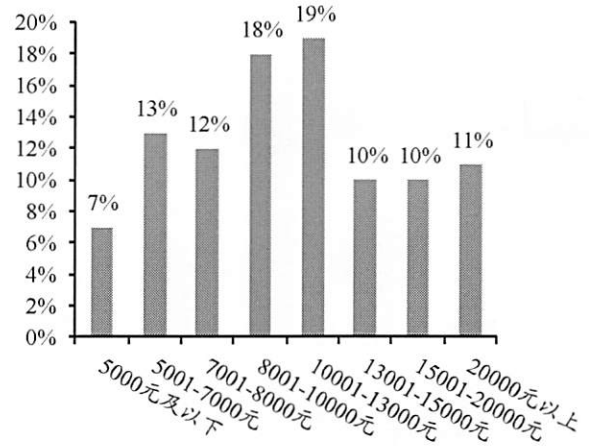
数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究 (调研采样时间为 2021 年 7 月)

图 15: 传统线下健身的用户月收入集中于 1 万元以下



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究 (调研采样时间为 2021 年 7 月)

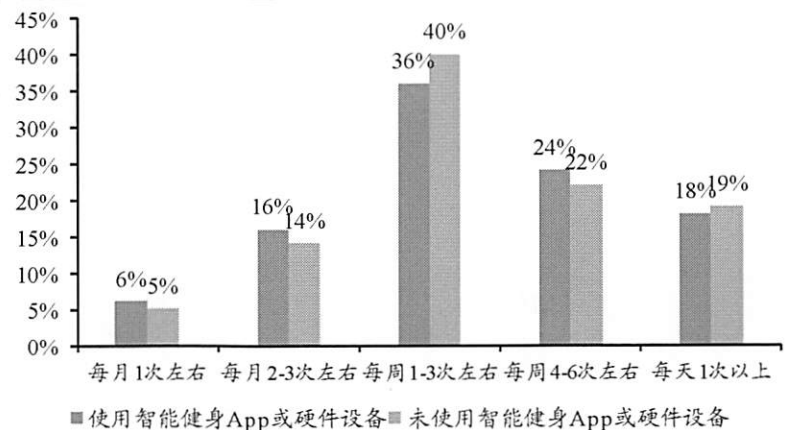
图 16: 使用智能健身 App 的用户月收入相对较高



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究 (调研采样时间为 2021 年 7 月)

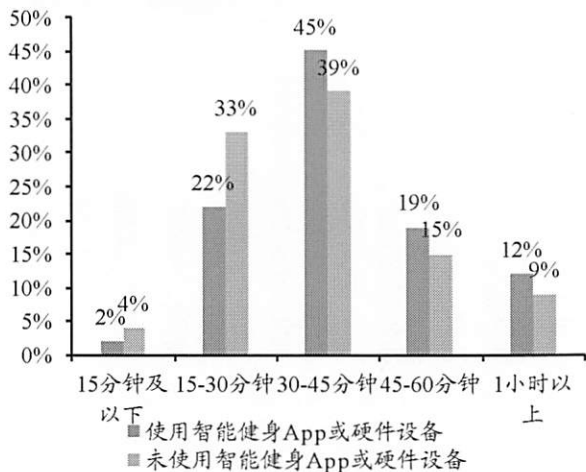
从运动频次和时间来看, 智能健身和传统健身人群锻炼频次接近, 但智能健身单次锻炼时间更长。参考艾瑞咨询的调研数据, 无论是否使用智能健身 App 或设备, 多数锻炼人群运动频次集中于每周 1-6 次, 而在这个频次区间内, 智能健身用户单次锻炼时间更长。其原因可能在于智能健身单节课程设置多在 30 分钟以上, 例如莱美的团操课程时间多在 45-60 分钟, 课程前的准备运动和课程后的拉伸运动亦会延长锻炼时间。相比之下, 传统线下健身有场地使用时间限制, 若同行者较多则会进一步压缩单人的实际运动时长。

图 17: 智能健身和传统健身人群锻炼频次接近



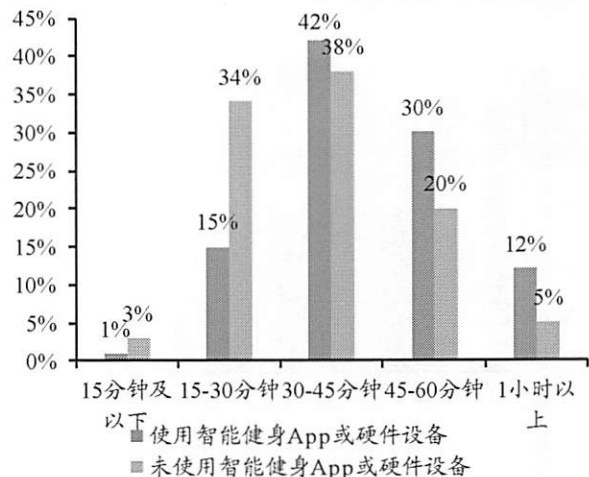
数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究 (调研采样时间为 2021 年 7 月)

图 18: 每周锻炼 1-3 次的人群中, 智能健身用户单次锻炼时间更长



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究 (调研采样时间为 2021 年 7 月)

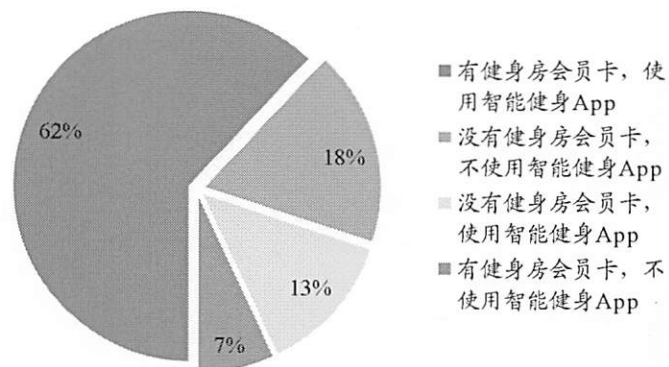
图 19: 每周锻炼 4-6 次的人群中, 智能健身用户单次锻炼时间更长



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究 (调研采样时间为 2021 年 7 月)

然而, 智能健身之于传统健身并非是替代关系, 相反通过智能健身 App 接触并喜爱运动后, 更易引导用户转至线下健身房来进一步提升心肺能力且减脂塑形。若仅借助智能健身 App 运动, 则心肺锻炼较难达到高强度, 身体塑形主要以无器械或低重量为主, 瓶颈期会在一段时间后到来, 这使得对运动需求更强的人群乐意走进线下健身房。根据艾瑞咨询的调研数据, 有健身会员卡同时使用智能健身 App 的用户占比超过 60%, 智能健身对于降低运动门槛, 同时向科学专业的健身过渡有重要作用。

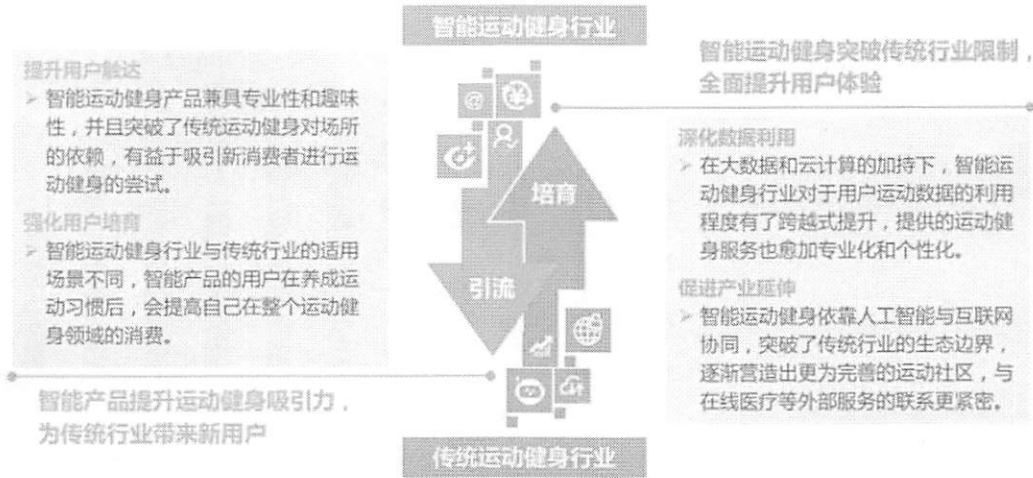
图 20: 使用智能健身 App 的用户向线下健身房渗透率较高



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究 (调研采样时间为 2021 年 7 月)

总体来看, 智能健身突破了传统健身的限制, 同时又能提升运动的吸引力, 为传统健身带来新用户。智能健身解决了传统健身进入门槛较高、结果反馈周期长、短期成就感低、对实体场地依赖度高等痛点, 结合趣味性的课程和游戏体验, 配合及时的数据反馈, 智能健身提升了用户的成就感, 并推动用户向更加科学专业的运动类型前进。对于推进全民健身, 实现体育强国建设有重要意义。

图 21: 智能健身对传统健身提供流量、数据等多种支持

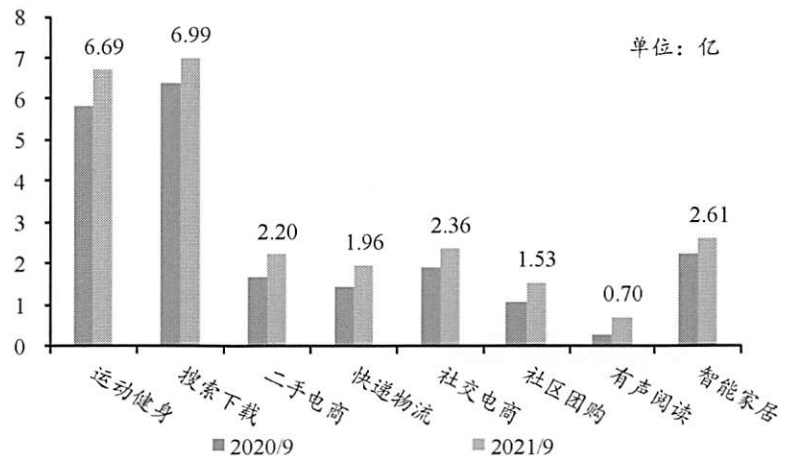


资料来源：艾瑞咨询

2.2. 智能健身 App 兴起，Keep、悦动圈领跑细分领域

智能健身类 App 正成为安装量同比增长最快的细分类别，新型健身模式已经被群众认可并接受。根据极光大数据的统计，2021 年 9 月运动健身类 App 安装量累计达 6.69 亿次，为所有类型 App 中同比增长最快的类别。快速提升的安装量为智能健身普及提供了良好的流量入口，同时也有望创造新的健身独角兽企业。

图 22: 2021 年 9 月运动健身类 App 安装量同比增长最快

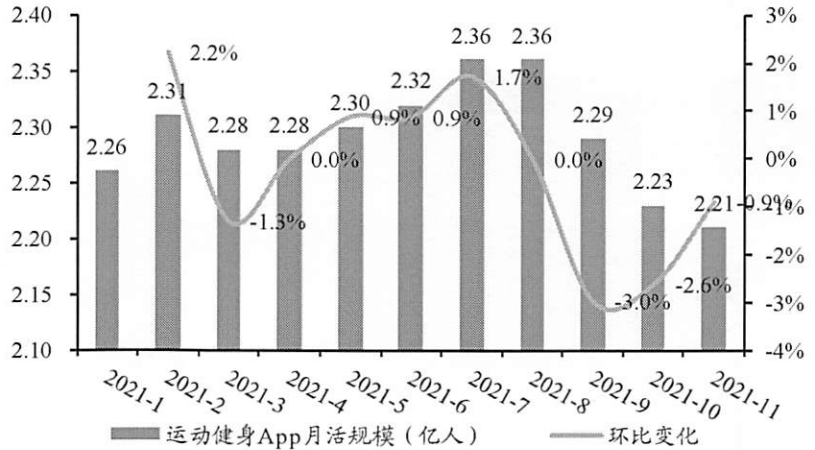


数据来源：极光大数据，国泰君安证券研究

从用户流量上来看，2021 年运动健身 App 月活规模维持在 2 亿人以上，这有助于培育出更多细分领域的头部应用。根据 MobTech 的数据，2021 年我国运动健身 App 合计月活规模保持在 2 亿人以上，其中 7 月 8 月为月活顶峰，冬季用户规模有所下降，季节性因素对流量有一定影响。但总体来看，运动健身类 App 已有足够的土壤生长出细分赛道的领跑者。

国泰君安版权所有发送给：
国泰君安证券股份有限公司-陈筱 P15

图 23: 2021 年我国运动健身 App 月活规模维持在 2 亿人以上



数据来源: MobTech, 国泰君安证券研究

在流量的基础上, 智能健身 App 分化成三种类型, 包括运动健身服务软件、移动智能终端配套软件和体育用品品牌应用软件。其中, 运动健身服务软件的代表包括 Keep、悦动圈、糖豆等, 每款 App 专注的领域略有差异。移动智能终端配套软件的代表包括小米运动、华为运动健康等, 主要与可穿戴设备连接, 自身功能完备程度较运动健身服务软件稍弱。体育用品品牌应用软件与运动品牌绑定。

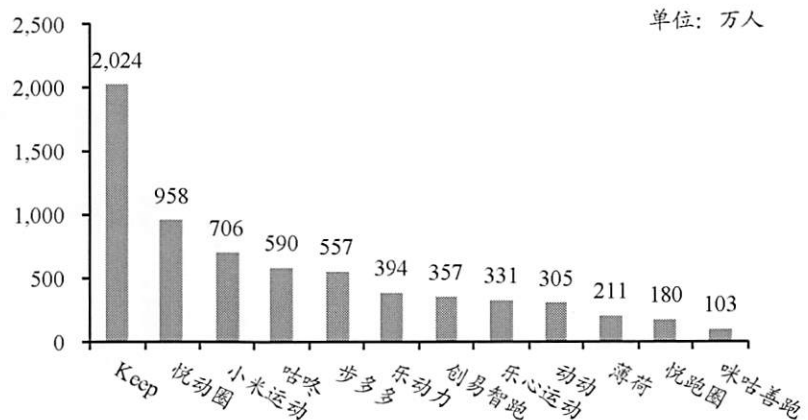
图 24: 智能健身 App 分化为三种类型



资料来源: 艾瑞咨询

从具体的健身 App 来看, Keep 保持领先地位, 悦动圈在细分领域称王。根据 bigdata 统计的 2020 年疫情后暑期健身 App 的月活情况, Keep 月活超过 2,000 万人, 在健身 App 中遥遥领先。专注户外运动的悦动圈以近千万的月活规模位居次席。相比之下, Keep 的优势在于优质的课程设置和软硬件结合, 悦动圈在户外健走和跑步方面具备优势, 二者在各自的细分领域领跑。

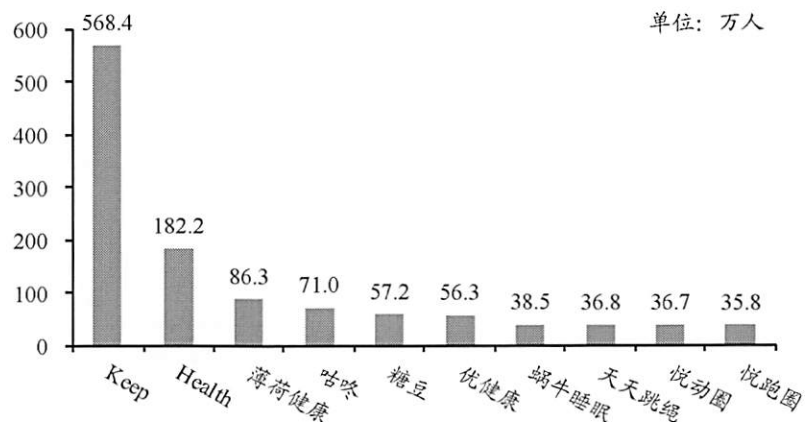
图 25: 2020 年 6 月 Keep 月活用户数在健身类 App 中领先



数据来源: bigdata, 国泰君安证券研究

聚焦 Keep 来看, 该款应用与可穿戴设备有较好的互动, 且已经开发出智能手表的配套应用。根据 QuestMobile 的数据, 2021 年 7 月装备智能穿戴设备的用户群体中, Keep 手机端 App 的月活规模为 568.4 万人, 大幅领先于其他 App, 反映配备智能手表等智能健身设备的用户更乐意使用 Keep 帮助塑形健身。同时, Keep 亦推出了手表端应用, 一定程度上帮助用户实现更为沉浸的健身体验。

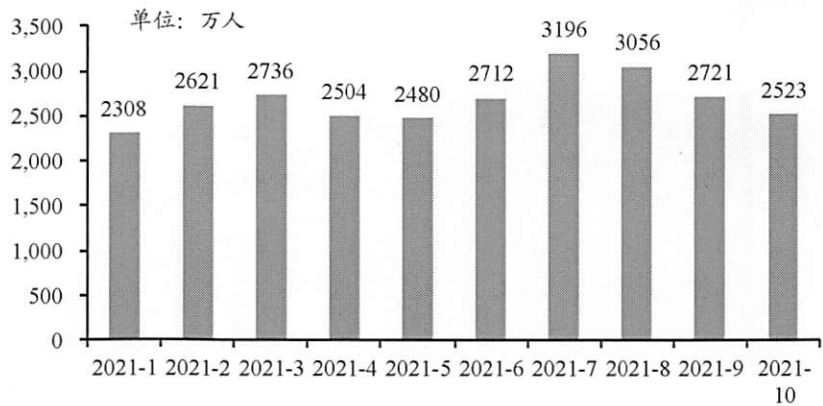
图 26: 2021 年 7 月 Keep 在健身类 App 中更受智能穿戴用户的青睐



数据来源: QuestMobile, 国泰君安证券研究

目前, Keep 的月活峰值已达 3,000 万人以上, 可以进行更多的商业化尝试。参考易观分析的数据, 2021 年 Keep 月活峰值出现在 7 月, 接近 3,200 万人。Keep 逐渐加强了商业化尝试, 除推出包月/包季/包年付费会员外, 也有类似私教课程的减脂会员, 此外, Keep 的商城功能出售家庭器械、运动装备等多种类型产品, 叠加平台广告, Keep 已基本囊括了互联网平台变现的核心要素。

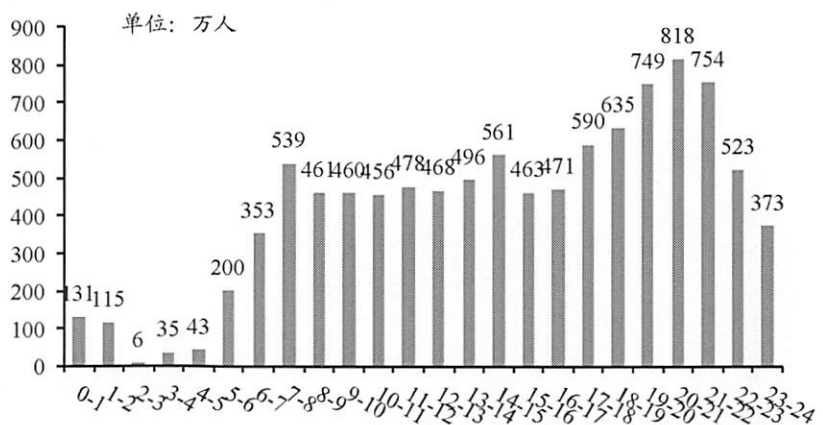
图 27: 2021 年 Keep 月活峰值达 3,200 万人



数据来源: 易观分析, 国泰君安证券研究

Keep 在健身课程方面的优势可以在 App 日均分时活跃人数方面有所体现, 单日峰值出现在 20 点以后, 反映出用户更多使用该应用进行居家锻炼。根据易观分析的数据, 全天 24 小时中, 18 时后 Keep 用户活跃度明显提升, 峰值出现在 20-21 时, 多数用户习惯在睡前按照 App 的课程内容有规律的锻炼, 展现出 Keep 在居家健身方面的特色。

图 28: Keep 用户多在夜间锻炼



数据来源: 易观分析, 国泰君安证券研究

此外, 除了健身 App 外, Keep 的业务已涉及智能硬件和消费品领域。在智能硬件方面, Keep 的产品涵盖智能动感单车、跑步机、运动手环产品, 消费品主要集中于运动器械、低卡健康食品、运动服饰等领域。总体来看, 以健身 App 起家的 Keep 正持续扩大自身业务范围, 围绕高速发展的智能健身产业, Keep 已成为我国全民健身发展过程中的有力推动者。

图 29: Keep 在 App、智能硬件、消费品领域均有布局



资料来源：艾瑞咨询

悦动圈的优势在于户外运动，且具有较强的社交属性。悦动圈具备运动纪录、健康监测、社交媒体等功能，各种赛事和团体活动增强用户间的互动，提升运动的乐趣。同时，悦动圈也逐渐扩充课程体系，构建更为完善的平台生态。以较强数据反馈和社区交流氛围吸引更多用户参与体育锻炼中来。

图 30: 悦动圈优势在于户外运动



资料来源：悦动圈 App

2.3. 智能健身硬件起势，望成家居生活标配

智能健身硬件在全球范围均是正当红状态，结合科学的心率控制和课程体系，智能健身硬件设备使用户在家庭场景下也能实现中高强度锻炼。目前，无氧运动、有氧运动和拉伸运动均有各自专属的智能健身设备，其中智能健身镜能实现多种类型的运动。同时，智能健身设备配合 App 课程，能更进一步提升训练效果。并且由于智能健身硬件产品对空间要

求相对较低，较少的跳跃动作亦能保持较为安静的环境，适合我国的居住现实，该类设备未来有望成为家居生活的标配。

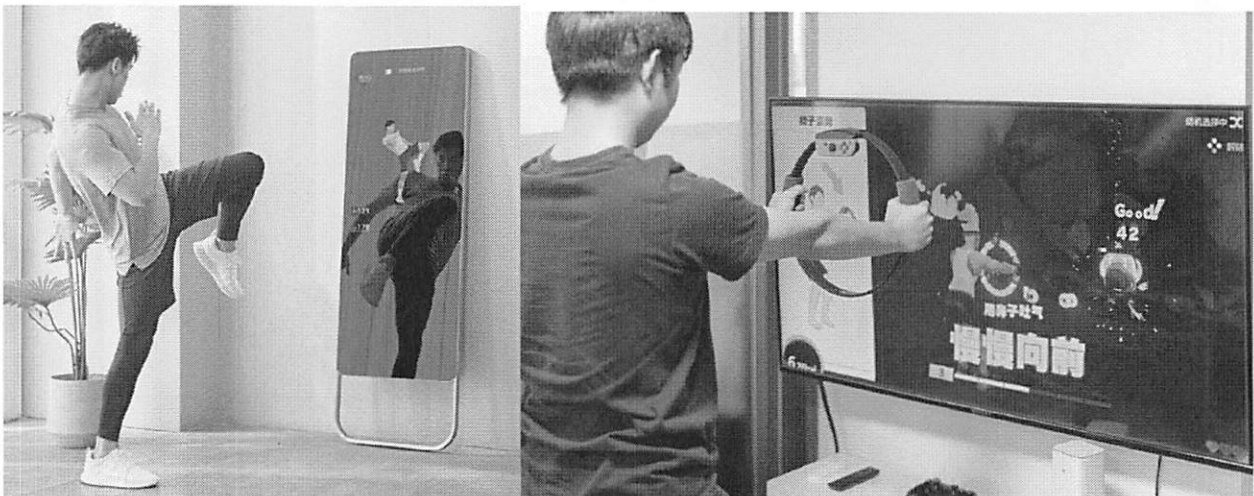
图 31: 智能健身硬件在多种运动类型均有相应产品



资料来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

在智能健身设备中，智能健身镜因较强互动性，Switch 的《健身环大冒险》因较强趣味性，获得了先发优势。智能健身镜的代表企业为 FITURE，红杉资本、腾讯均参与投资，其优势在于镜面能与用户实现强互动，使用户感受到较为直接的运动反馈，简单易上手。而以游戏产品为主的 Switch 在扩展硬件的基础上，推出《健身环大冒险》游戏，使用户在体验游戏乐趣的过程中实现运动的目标。综合来看，智能健身硬件的强参与度尤为关键，这成为提升产品使用频率，打造设备口碑的重点。

图 32: 智能健身镜和 Switch 的《健身环大冒险》已有稳定受众



资料来源: FITURE 魔镜官网, 少数派

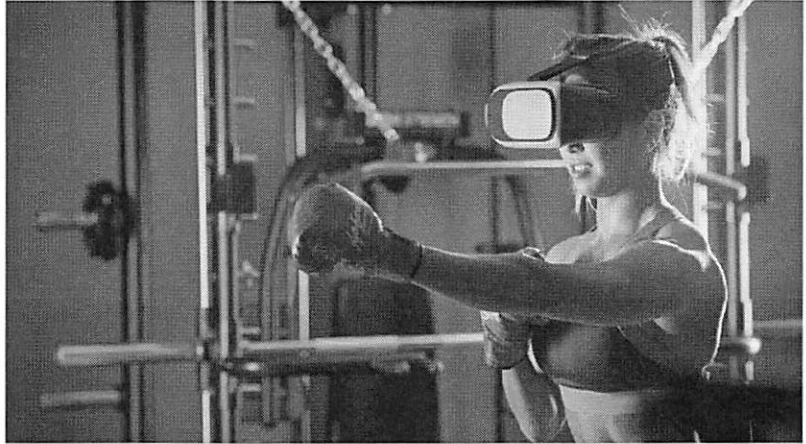
从广义角度来看，智能健身设备或是提升“经常参加体育锻炼人数”的重要方式。《运动医学名词》对“中等强度运动”的定义是“耗能是基础代谢 3-6 倍的运动，或强度范围接近于 40%-60% 的个人最大机能能力水平的运动”。以心率的角度直观解释即为 30 岁左右的中青年运动心率

国泰君安证券股份有限公司-陈俊 P20



需要达到 120 次/分钟以上。这样的标准更契合有氧运动，也能在家庭环境中实现。目前，VR 健身已经能够实现，通过 VR 设备的高沉浸感和强互动体验，传统健身在场景和形式方面的枯燥逐渐被克服，智能健身硬件助力全民健身在更多维度实现突破。

图 33: VR 健身已经能够实现



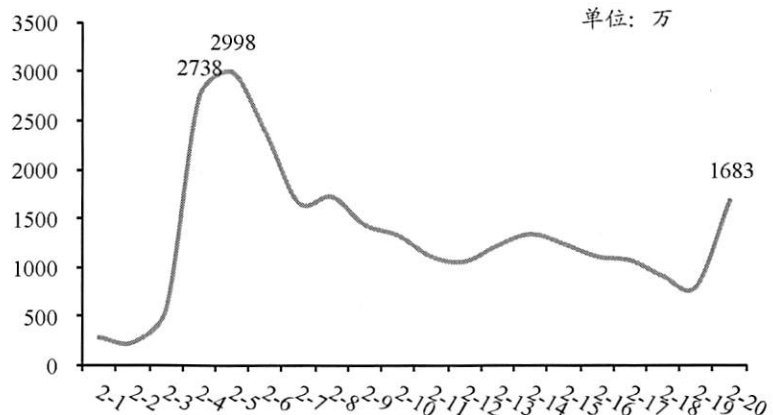
资料来源: 知乎

3. 重大赛事激发全民热情，创造体育偶像大时代

3.1. 奥运会成为“全民狂欢”，互联网加持造全民体育偶像

奥运会、亚运会等全球或地区重大赛事有望成为激发全民健身热情的突破口。考虑到我国各大体育联盟在全球范围内影响有限，更能起到促进我国群众锻炼的是奥运会、亚运会等国际赛事。根据清华大学的数据，北京冬奥会日均声量达 1,525 万，其中开幕式当天及后一天短道速滑中国首金声量较高。此后，中国选手在多个项目有突出表现均会激发声量增长。

图 34: 2022 年北京冬奥会声量峰值出现在中国首金当日

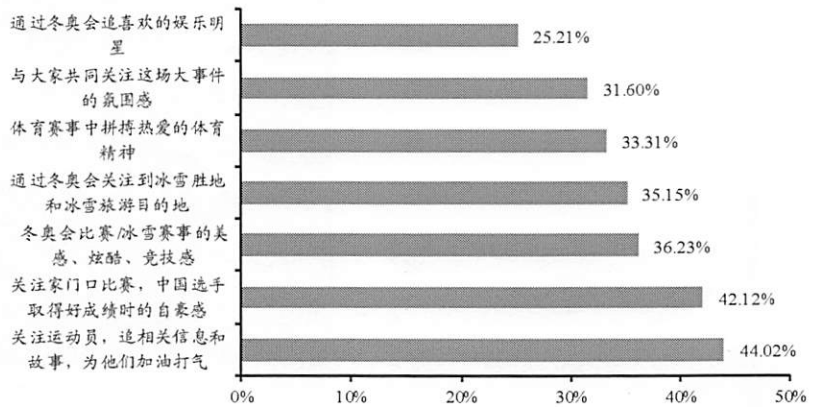


数据来源: 清华大学, 国泰君安证券研究 (声量定义为某一关键词原发和转发作品的数量总和)

国泰君安版权所有发送给:
国泰君安证券股份有限公司-陈筱 P21

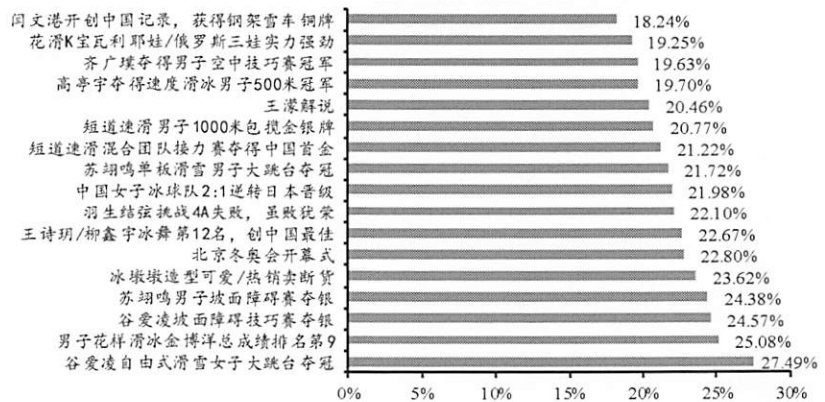
观众观看冬奥会主要因为关注运动员的表现，同时能感受到体育精神。根据清华大学的调研，有40%以上的观众观看奥运会是因为关注运动员，同时从北京冬奥会群众关心的话题来看，谷爱凌、苏翊鸣等运动员夺得奖牌获得的关注度更高。而在观赛的同时，冬奥会亦能激发用户对赛事的热情，更有可能在赛后亲身体验相关项目。

图 35: 观众观看冬奥会主要因为关注运动员的表现，同时体会体育精神



数据来源：清华大学，国泰君安证券研究

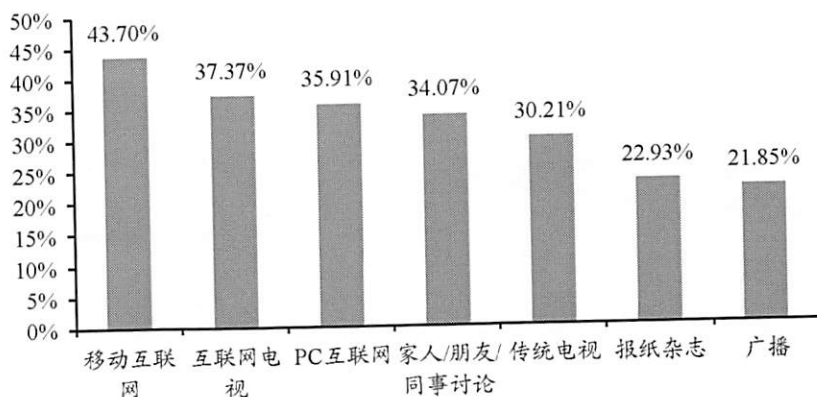
图 36: 北京冬奥会最受关注的话题是谷爱凌夺得首金



数据来源：清华大学，国泰君安证券研究

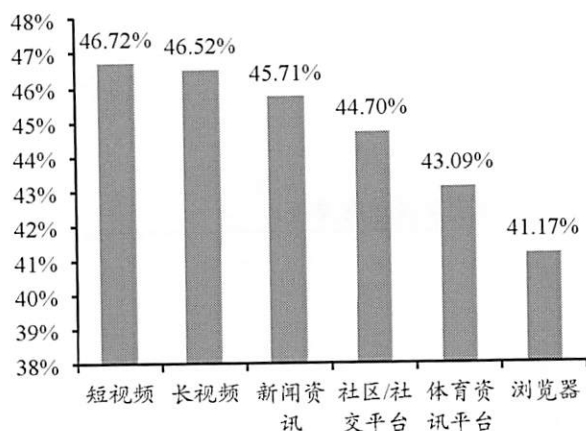
同时，互联网渠道在本届北京冬奥会发挥重要作用，短视频成为传播赛事信息的关键媒介。根据清华大学的研究，超过40%的用户通过移动互联网关注北京冬奥会，而互联网渠道中短视频是最常使用的媒介。对比北京夏奥会，移动互联网扩大了传播声量，提升了信息传播的效率和互动频率，即使在工作日，群众也能在午休等休息时间高效获取赛事资讯，通过回复评论或者发朋友圈等形式参与赛事讨论，激发对体育的热情，未来或更多的观看和参与各类运动。

图 37: 互联网成为观看北京冬奥会的主要方式



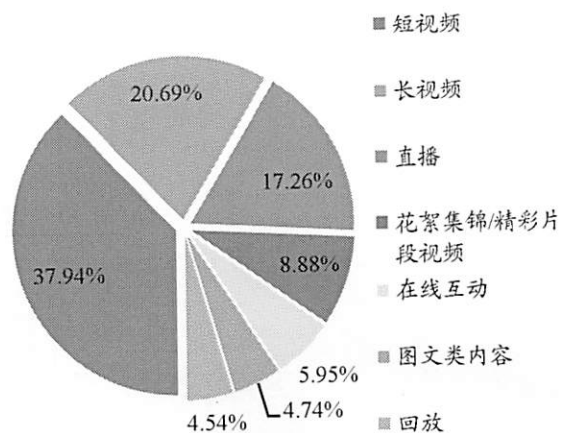
数据来源: 清华大学, 国泰君安证券研究

图 38: 互联网渠道中, 观众最常在短视频和长视频平台获取赛事信息



数据来源: 清华大学, 国泰君安证券研究

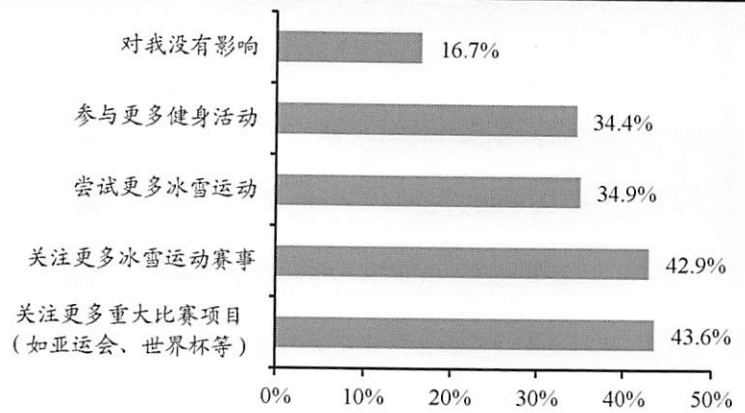
图 39: 短视频平台是本届冬奥会最常使用的互联网渠道



数据来源: 清华大学, 国泰君安证券研究

此外, 北京冬奥会的成功举办直接提升了观众对冰雪运动的关注度, 且扩展至对其他运动类型的热情提升。根据易观分析的调研数据, 40%以上的受访者表示在北京冬奥会后会继续关注更多重大比赛项目, 并且也会更多的关注冰雪赛事, 30%以上的受访者表示会尝试更多冰雪运动或其他健身活动。北京冬奥会的完美收官将有助于推动全民健身计划的实施, 扩展群众参与运动的项目类型。

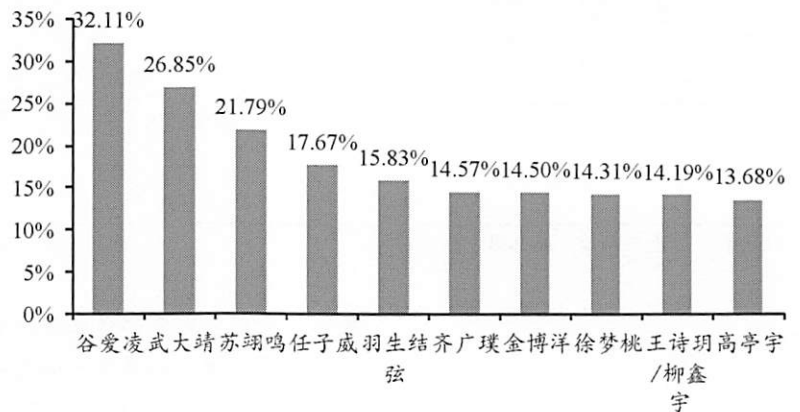
图 40: 2022 年北京冬奥会提升了观众对冰雪运动的关注度



数据来源: 易观分析, 国泰君安证券研究

更进一步来看, 赛事价值落脚点是体育偶像的个人价值, 能实现更长期的引导群众参与锻炼的目的。北京冬奥会赛程仅 17 天, 赛事结束后, 体育热情的传播更多是由运动员完成。北京冬奥会的参赛运动员中, 谷爱凌、武大靖、苏翊鸣、任子威等夺金运动员关注较高, 结合互联网多渠道宣传, 偶像效应显著提升, 更易引导青少年参与体育锻炼。并且运动员勇于拼搏的体育精神能帮助培养积极向上的价值观, 有助于在心理和身体两方面引导全民走向健康的生活方式。

图 41: 北京冬奥会夺金运动员关注度更高



数据来源: 清华大学, 国泰君安证券研究

3.2. 不止赛场内, 体育 IP 价值辐射周边产业

重大赛事不止使运动员的价值提升, 赛场外的周边衍生品和体育装备也受到观众青睐。北京冬奥会促进了冰雪消费, 滑雪装备、冰上装备和冰雪旅游在春节期间集中爆发。根据阿里巴巴发布的《虎年春节消费趋势报告》, 北京冬奥会开幕后, 超 100 万网友涌入奥林匹克天猫官方旗舰店, 多款冰墩墩周边一夜售罄。除夕至正月初四, 天猫滑雪装备同比增长超 180%, 冰上运动品类同比增长超 300%, 冰雪旅游订单量同比增长超 30%。冬奥会带火周边消费, 辐射作用明显。

国泰君安版权所有发送给: 国泰君安证券股份有限公司-陈筱 P24

图 42: 北京冬奥会带火冰雪消费



资料来源：阿里巴巴

同时，随着北京冬奥会一同爆火的还有本届冬奥会吉祥物“冰墩墩”，“一墩难求”已成常态。在中外参赛运动员和赛事报道记者，以及社交平台的传播宣传下，本届北京冬奥会吉祥物冰墩墩周边产品销售情况火爆，叠加春节工厂停工的影响，产品供应量较为短缺，“一墩难求”登上各个平台头条。而在日本二手市场，冰墩墩相关产品的价格已达官方售价的3-5倍，显示冰墩墩在全球范围内受欢迎程度较高。

表 6: 北京冬奥会期间，冰墩墩在日本二手市场价格约为原价的 3-5 倍

商品名称	官方售价(元)	日本二手市场参考价格(元)
冰墩墩手办(摇一摇)	108	414
冰墩墩手办 10cm	88	442
冰墩墩手办 8cm	78	276
冰墩墩纪念章	78	249
冰墩墩暖手抱枕	78	271
冰墩墩运动造型纪念章	70	309
冰墩墩钥匙扣	58	265
冰墩墩冰箱贴	38	182

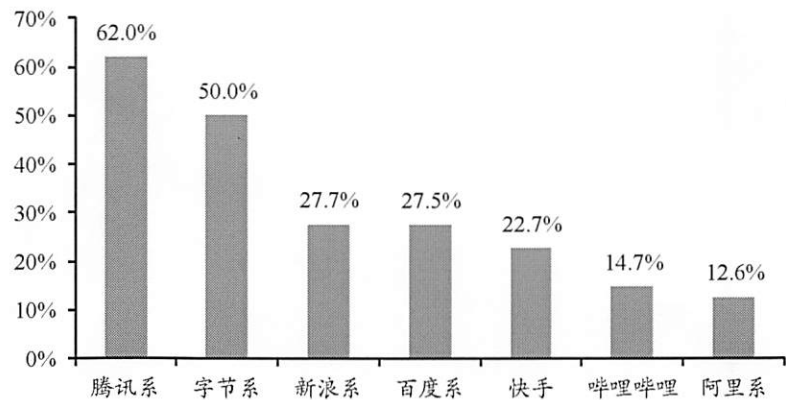
数据来源：DT 财经，国泰君安证券研究

此外，随着互联网成为用户接受冬奥会信息的主流渠道，线上平台亦从冬奥会中受益。根据易观分析的数据，在互联网各大平台中，腾讯系依托微信、QQ、腾讯视频、腾讯体育、腾讯新闻等多种类型的内容生态优势，获得60%以上的用户使用比例，字节系依托抖音、今日头条等平台

国泰君安版权所有发送给：国泰君安证券股份有限公司-陈筱 P25

紧随其后。

图 43: 腾讯和字节系平台成为用户获取北京冬奥会信息的主要渠道



数据来源: 易观分析, 国泰君安证券研究

并且北京冬奥会的数字化促进拥有赛事转播权的平台用户流量快速增长。根据易观分析的统计数据, 咪咕视频在北京冬奥会期间流量增长最为明显, 赛前一周咪咕视频 DAU 均值为 582 万人, 在 2 月 3 日至 9 日北京冬奥会首周 DAU 均值提升 50% 至 875 万人, 促进作用明显。另外拥有北京冬奥会转播权的腾讯视频和快手, 即使在除夕和初一初二为日活全年顶点, 但通过北京冬奥会的带动, 依旧在开赛后首周流量稳步提升, 反映北京冬奥会的 IP 价值帮助线上平台实现流量增长。

表 7: 拥有北京冬奥会赛事转播权的咪咕视频冬奥会期间 DAU 增长明显

	咪咕视频	腾讯视频	快手
2 月 3-9 日 DAU 均值 (万)	875.0	17,699.3	24,959.1
赛前一周 DAU 均值 (万)	581.6	16,586.4	24,727.0
增长量 (万)	293.4	1,112.9	232.1
增速	50.4%	6.7%	0.9%

数据来源: 易观分析, 国泰君安证券研究

4. 投资建议

体育产业在政策持续支持及下一代的网络技术发展背景下, 有望迎来快速发展的市场红利。建议关注以下投资主线: 1、全民健身健康市场领域, 建议关注在互联网及沉浸式技术结合健身领域具备先发优势的公司, 以及相关设备器材生产公司; 2、竞技类体育领域, 建议关注在 IP 积淀、赛事运营、衍生品生产具备布局优势的公司。

推荐标的:

姚记科技 (002605.SZ): 公司涉足球球星卡领域, 战略投资 Card Hobby 发挥协同效应, 借助高价值体育 IP 拓展新的业绩增长点。全球卡片市场实现爆发式增长, 2020 年中国 eBay 卡片 GMV 涨幅 205%, 2021Q1eBay 球星卡主要体育品类 GMV 涨幅均在 200% 以上。球星卡覆盖足球、篮球、

国泰君安证券股份有限公司-陈筱 P26

棒球、橄榄球等多个体育联盟的核心球星，受众稳定且爱好者数量持续增加，有望乘体育 IP 价值的东风成为公司业绩助推器。

元隆雅图 (002878.SZ): 公司是北京冬奥会特许商品生产商和经营者，拥有生产和销售“冰墩墩”的资质。并且，公司是仅有的 3 家具有毛绒和其他材质玩具生产资格的企业。随着冬奥会吉祥物销售情况火爆，公司有望受益。

受益标的包括**当代文体 (600136.SH)**，手握西甲等顶级赛事版权，欧洲杯和亚足联赛事业绩持续释放。**中体产业 (600158.SH)**，国家体育总局唯一 A 股上市公司，赛事组织、赛事营销和体育 IP 打造经验丰富。力盛赛车 (002858.SZ)，投资智能健身平台悦动圈，助力全民健身计划。

此外，场馆建设和健身器材类公司亦有望受益于体育产业发展红利，包括大丰实业 (603081.SH)、金陵体育 (300651.SZ)、舒华体育 (605299.SH)、英派斯 (002899.SZ)。

表 8: 场馆建设和健身器材类公司有望受益于体育产业发展红利

股票代码	公司简称	主要业务
603081.SH	大丰实业	全球领先的体育场馆集成方案解决商，业务涵盖体育场换设备生产、安装、体育场馆施工、运营、维护等各个环节。已中标 2022 年杭州亚运会，参与 2022 年北京冬奥会场馆及智能舞台建设。
300651.SZ	金陵体育	主要产品包括球类器材、田径器材、其他体育器材、场馆设施等。公司是 2022 年杭州亚运会官方球类和田径项目赛事器材供应商，同时也是北京奥运会、里约奥运会等众多国际赛事的供应商。
605299.SH	舒华体育	主要业务为健身器材和展示架产品的研发、生产和销售，其中健身器材包括室内健身器材、室外路径产品。是国内健身器材领军企业，有望受益于全民健身计划的推进。
002899.SZ	英派斯	公司是国内健身运动器材研发制造的引领者，积极发展智能化产品，自主研发仿真冰场、室内滑雪模拟机等众多专业的冰雪运动场地设施，打造冰雪运动的氛围和场景，助推冰雪运动基础培训的落地。

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 9: 推荐公司盈利预测表

代码	简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
002605.SZ	姚记科技	24.48	99.11	1.45	1.85	2.24	16.88	13.23	10.93	增持
002878.SZ	元隆雅图	20.95	46.75	1.04	1.38	1.82	20.14	15.18	11.51	增持

资料来源：Wind，国泰君安证券研究（股价更新至 2022/02/24）

5. 风险提示

- (1) 智能健身发展不及预期;
- (2) 体育 IP 运营低于预期;
- (3) 疫情反复影响赛事正常举办。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		

国泰君安证券股份有限公司 陈筱 P28