

網上教學普及 健身平台Keep錢景佳

分析：行業競爭激烈 突圍要有獨家本領

新股解碼

內地線上健身平台Keep二次赴港開關，雖然手握近4000萬月活躍用戶及400萬訂健身房，但仍有難以滿足市場預期，用戶流失問題亦待解決。隨著疫情受控，消費者將轉向看家，在她看來，後疫情時代反而是Keep上市的良好風口，尤其是網上教學成常態、消費習慣轉變的當下。

Keep在內地健身領域具有頗高知名度，其業務包括線上健身內容、智能健身設備、配套運動產品。自創立以來，Keep逐漸受大眾青睞，2019年平均月活躍用戶達2177萬人，並於2022年達到3770萬人，較2019年增長七成，佔內地健身人數11.6%。

推廣開支大 三年累蝕13億

儘管掌握着龐大的市場份額，Keep的盈利能力卻不盡如人意。收入方面，2019年、2020年、2021年營業額分別為6.6億元、11億元、16億元，增速穩健。但與持續增長的收入相對應的，是不斷減少的利潤，2019年、2020年、2021年分別虧損3.7億元、1.1億元、8.3億元，三年合計蝕約13.1億元。據招股書透露，制定戰略路徑及優化商業模式、為擴大用戶群體而增加推廣支出，是Keep遭受虧損的主要原因。

推廣費用是虧損的重要原因，Keep從2019年的1.9億元增至2021年的7.5億元，佔年收入近五成。不過，Keep今年明顯減少了這部分的開支。2022年第一季度，其銷售及營銷開支佔比由去年同期的81.9%降至35.3%。

更新的招股書顯示，Keep今年減少了與綜合作品牌活動，以及在短視頻平台上的推廣，而加大了在應用商店的推廣力度。這也直接促使其虧損大幅收窄，從去年一季度的2.37億元，降至1.55億元。

隨着Keep盈利水平有改善的跡象，李慧芬認為，較有利的上市時機已來臨，原因在於後疫情時代，很多國家及地區都在恢復正常化的過程中停留了較

長時間，消費者在過去兩年已經習慣了網上教學、網上購物等生活方式，對於互聯網企業的態度較年初更積極，且內地與香港對待疫情較為謹慎，使線上需求穩健，在大環境推動下，本次上市將成為Keep突圍關鍵。

李慧芬續指，疫情爆發時，網上活動仍處於起步階段，消費習慣轉變及相關科技發展需要時間，導致互聯網行業普遍面臨虧損，對此，Keep更應尋求獨特的運營手段，通過打造自身優勢脫穎而出。

忠誠度見頂 關注流失付費用戶

儘管Keep在推廣方面投入巨大，但用戶忠誠度並未得到顯著提高，這或成為公司最大短板。招股書亦透露，自2019年起，平均會員留存率始終在70%左右徘徊，而在2021年投入近8億元後仍未有改觀，若每年都需要投入巨額推廣以留住用戶，則效率難言滿意。

華盛證券分析師聶振邦認為，用戶流失原因在於互聯網行業競爭激烈，包括騰訊、快手在內多家行業巨頭均出現用戶波動，Keep需要在疫情變化下緊跟市場節奏。他相信，用戶流失不會持續，中長線看仍具備投資潛力，待公司做出針對性調整，業績或得到提振。

儘管受到用戶流失干擾，但Keep平台用戶滲透率從2020年的6.4%增至2022年6月底的9.7%，是整體陷入困境的背景中難得的增長點。

有分析指出，原因在於除了多年以來的內容沉澱，更培育出了一種獨一無二的專業健康運動氛圍，讓用戶有了真正的認同感和歸屬感。



▲券商建議，Keep應尋求獨特的運營手段，通過打造自身優勢脫穎而出。

網絡圖片

Keep近年業績表現(單位:億元人民幣)

分項	2019	2020	2021	2022*
收入	6.6	11	16.2	4.2
年度虧損	7.4	22	29	2.5
毛利率(%)	41.1	45.1	41.8	42.0
經調整虧損淨額	3.7	1.1	8.3	1.5

註:*截至2022年3月31日數據

Keep近年用戶數量(萬人)

分項	2019	2020	2021	2022年(截至6月30日)
平均月活躍用戶	2177	2973	3436	3768
平均月度訂閱會員	77	191	328	366.5
推廣費用(億元人民幣)	1.9	1.8	7.5	0.9*

註:*為截至2022年3月31日數據

90後「小胖子」減肥經歷看到商機

創業背後

Keep創辦者是90後運動愛好者王寧，大學時卻是一名缺乏運動的「小胖子」，就在2014年畢業前，他狠下心在半年內減重約60斤，周圍人紛紛向他求教，讓他萌生了「將減肥做成一項生意」的想法，並建立了一個分享減肥經歷的公眾號，這就是Keep的前身。

畢業於北京信息科技大學計算機專業的王寧起初並沒有錢去健身房，在宿舍裏對着網上影片鍛煉，在網上找各種減肥和健身的資料，在各種App裏切換尋找更好的健身方法。但他發現實在是太麻煩了，所以做一個小產品，把所有的健身資料聚在一起。當年11月，王寧團隊開始為Keep平台編寫代碼，至2015年2月，Keep正式上架App store，並迅速走紅。



大學期間，王寧曾先後在新東方在線教育、微客網、猿題庫等企業實習。其中在在线教育企業猿題庫對他的影響最大，他分享那段實習經歷時，稱是感受到一家成功創業企業應有的氣氛，並學到了「保持誠實，不虛報數據」、強大的執行力和凝聚力等企業文化，後來他更在猿題庫「挖角」了產品合夥人。

在Keep爆火之前，王寧還有過一次失敗的創業經歷。當時所在大學為他的團隊提供了近10萬元人民幣的創業資金，然而不到半年項目便破產。王寧回憶，原因在於團隊普遍缺乏社會經驗，一切項目都需要他親力親為，讓他感到很無力。他其後又回到猿題庫實習，在工作中總結失敗教訓。

派樂騰股價累瀉90% 疫情變化影響大

同業經驗

Keep並非第一家尋求上市的線上健身企業。早在2019年，美國的線上健身巨頭派樂騰(Peloton)(PTON)就已在納斯達克成功掛牌，該公司成立於2012年，主要銷售居家健身器材及線上健身課程，對於Keep是個參考。隨着疫情爆發初期市民出行受到限制，線上健身受到追捧，派樂騰產品熱賣，股價曾一度飆升至167美元。

然而商海風高浪急，隨着後疫情時代到來，美國放寬出行限制，健身房業務好轉，線上健身吸引力大不如前，加上市場緊縮使消費者減少開支，

所謂成也疫情，敗也疫情，派樂騰銷售一落千丈，虧損不斷擴大，拖累股價從巔峰急跌九成至10美元，市值從500億美元跌至不足50億美元，幾乎被打回原形，公司逐漸步入危機，疲態盡顯。

正所謂「朝看花開滿樹紅，暮看花落樹還空」，曾經的行業領頭羊，如今淪落到關閉門店、降價促銷、清理存貨。5月，派樂騰宣布公司資金短缺，今又傳出本年度第三次裁員計劃，值此生死存亡之際，乃一記催命符，同業先驅的落幕，對於Keep亦是警鐘。

對此，Vantage客席分析師李慧芬表示，Keep與派樂騰難以對比，因為中美兩國市場有差異，但若Keep希望在香港成功掛牌，就必須具備強大的運營能力，同時仔細比較中美兩國市場的客戶組成，從派樂騰的危機中吸取教訓，避免類似情況再度上演。



▲美國的線上健身巨頭Peloton銷售近期一落千丈。法新社



是90後。Keep創辦者王寧

線上健身動力足 市場規模今年料超實體店

前景看俏

隨着中國經濟不斷增長、城市化步伐加快、年輕人群參與度提高、群眾健康意識加強、支持政策加碼，中國健身市場將具備巨大增長潛力。據灼識諮詢報告顯示，截至2020年底，中國健身人數超3億居全球首位，預計至2026年，健身參與者將超過4億，年增長率6.5%，為歐美國家2倍。

儘管中國健身市場規模大，但Keep在招股書中表明，服務內容單一，直至2021年底，仍有超五成收益來自健身房，其費用昂貴，時間及地點受限，加上服務水準良莠不齊，導致初學者難以「上手」，事實上在同年，中國健身人群滲透率(健身人群佔總人口比例)僅為21%，遠低於美國的48%和歐洲的41%，健身房會員比例也不及上述地區的一半。

招股書同時指出，自疫情爆發起，線上健身業務增勢迅

猛，市佔率從2020年的44%，發展至今，力壓線下健身行業豪奪「半壁江山」，至2026年更是有機會衝擊六成市場份額大關。Keep表示，線上健身更高效，時間安排更自由，適合普及絕大部分類型的健身鍛煉，加上疫情擠壓健身房營業時間，消費者開始關注線上健身平台，相信行業增長潛力充足。



▲Keep預計，中國整體線上健身市場規模，市佔率有機會衝六成。

