

舒华体育 (605299.SH) 产品+渠道双重发力，健身器材制造龙头壁垒稳筑

2023年03月03日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/3/2
当前股价(元)	11.20
一年最高最低(元)	15.23/8.31
总市值(亿元)	46.09
流通市值(亿元)	12.72
总股本(亿股)	4.11
流通股本(亿股)	1.14
近3个月换手率(%)	375.86

● 产品+渠道发力，健身器材制造龙头壁垒稳筑，首次覆盖给予“买入”评级

公司为国内领先的健身器材制造商，北京奥运会官方健身器材供应商。2018-2021年公司营收 CAGR 为 8.4%，实现收入规模稳步扩大。2022Q1-Q3 公司受疫情及消费下行影响，营收/业绩同比分别下降-14.7%/-18.6%，但我们认为公司产品矩阵丰富，销售渠道布局完善，长期竞争壁垒稳固，看好公司持续稳步发展。预计 2022-2024 年归母净利润为 1.00/1.51/1.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.24/0.37/0.44 元，当前股价对应 PE 46.0/30.6/25.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 运动器材行业：国内外市场稳中向好，政策及健康意识提升驱动行业发展

市场规模方面，全球运动器材市场正稳健扩张，预计 2027 年全球市场规模约为 194 亿美元；中国健身器材行业规模实现稳步增长，由 2017 年的 388 亿元增加至 2021 年的 582 亿元，CAGR 为 10.7%，市场在低渗透率下潜力较大。**行业驱动方面**，自 2016 年来我国运动产业相关鼓励政策频出，叠加后疫情时代公众健康意识短时间内快速提升，双重利好下，健身器材行业有望加速扩容。

● 产品率先实现六大应用场景全覆盖，销售渠道布局完善，电商渠道加速打开

产品端：坚持多维度研发创新，初步建立全场景智能健身系统；2021 年公司与华为合作推出搭载鸿蒙系统智能跑步机，极致产品力再次彰显。同时公司产品率先实现家用、商用、康养等六大应用场景全覆盖，产品支持华为运动及舒华运动 APP 蓝牙连接，智能化程度更高。**渠道端**：公司已经建立较完整的销售渠道布局。线下渠道发展成熟，销售和售后服务网点近 1000 家，基本实现 31 个省市自治区全覆盖，终端市场触达面广，并逐步向下沉市场渗透。线上渠道增速亮眼，2022H1 线上渠道同比增速达 116.8%，公司已完成天猫、京东、抖音等平台布线上门店布局，2021 年公司在京东平台的动感单车等车类产品销量同比增长 78%。

● 未来展望：政企合作或迎新发展，产品智能化加速推进打造差异化竞争

公司在政企合作竞标已积累 20 余年经验，中标项目及金额均列全国首位，2021-2022 年国家对于体育产业的扶植政策频繁颁布，我们看好公司凭借较强竞争力承接行业政策东风，在政企合作业务中取得突破。同时，公司以“产品智能化”作为长期发展目标，利好公司打造产品差异化竞争力和外延业务销售范围。

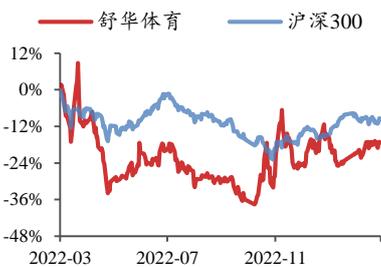
● 风险提示：终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,484	1,562	1,361	1,932	2,330
YOY(%)	11.3	5.3	-12.9	42.0	20.6
归母净利润(百万元)	137	116	100	151	182
YOY(%)	-6.8	-15.4	-13.5	50.6	20.5
毛利率(%)	30.4	28.2	27.7	28.2	28.8
净利率(%)	9.2	7.4	7.4	7.8	7.8
ROE(%)	10.6	9.0	7.8	10.9	12.1
EPS(摊薄/元)	0.33	0.28	0.24	0.37	0.44
P/E(倍)	33.7	39.8	46.0	30.6	25.4
P/B(倍)	3.6	3.6	3.6	3.3	3.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 多产品+全渠道双重发力，健身器材龙头壁垒稳筑	4
1.1、 舒华体育：健身赛道龙头，疫后居家利好室内健身器材销售	4
1.2、 股权结构：股权稳定集中，核心客户控股加深绑定	4
1.3、 业务结构：室内健身器材为营收基本盘，消费下行拖累 2022Q1-Q3 公司业绩	5
1.4、 财务分析：盈利能力整体表现稳定	6
2、 运动器材行业：国内外市场规模稳中向好，行业发展动力强劲	7
2.1、 行业规模：整体规模稳中向上，蹦床市场规模疫后增速明显	8
2.2、 行业驱动：政策鼓励+公众健康意识增强，行业发展动力强劲	9
2.2.1、 体育产业行业政策暖风频吹，利好健身器材行业发展	9
2.2.2、 低渗透率下，国内市场方兴未艾	10
2.3、 竞争格局：行业格局高度集中，国际品牌占据市场主导	12
3、 核心竞争力：产品实现六大场景全覆盖，销售渠道布局完善	13
3.1、 产品端：技术储备丰富，产品矩阵完善	13
3.2、 渠道端：销售渠道布局完善，电商渠道开拓亮眼	17
4、 未来展望：政企合作或迎新发展，产品智能化加速推进	18
4.1、 政企合作经验丰富，有望依靠强竞争力承接行业政策东风	18
4.2、 持续推进产品智能化，打造差异化市场竞争力	19
5、 盈利预测	20
5.1、 关键假设	20
5.2、 相对估值	21
6、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 公司深耕健身器材制造领域	4
图 2： 公司股权结构稳定	4
图 3： 2022Q1-Q3 公司营收同比下降-14.7%	5
图 4： 2022Q1-Q3 公司业绩同比下降-18.6%	5
图 5： 室内健身器材为公司主要营收来源（亿元）	6
图 6： 公司业务仍以国内销售为主（亿元）	6
图 7： 直接材料占比逐渐降低	6
图 8： 因会计准则影响，自 2020 年起毛利率明显下降	7
图 9： 2022Q1-Q3 公司期间费用率同比增加 2.3pcts	7
图 10： 2022Q1-Q3 公司经营性现金流同比由负转正	7
图 11： 2022Q1-Q3 公司净营业周期同比增长 22.2 天	7
图 12： 健身器材产业链设计多个环节	8
图 13： 2027 年全球训练健身器材市场规模预计达 194 亿美元	8
图 14： 中国训练健身器材行业 2021 年市场规模为 582 亿元	8
图 15： 2021 年中国健身人群渗透率为 21.5%	10
图 16： 我国居民健康素养水平不断提升	10
图 17： 2020 年 2 月起，“健身+运动”关键词百度指数明显上扬	11

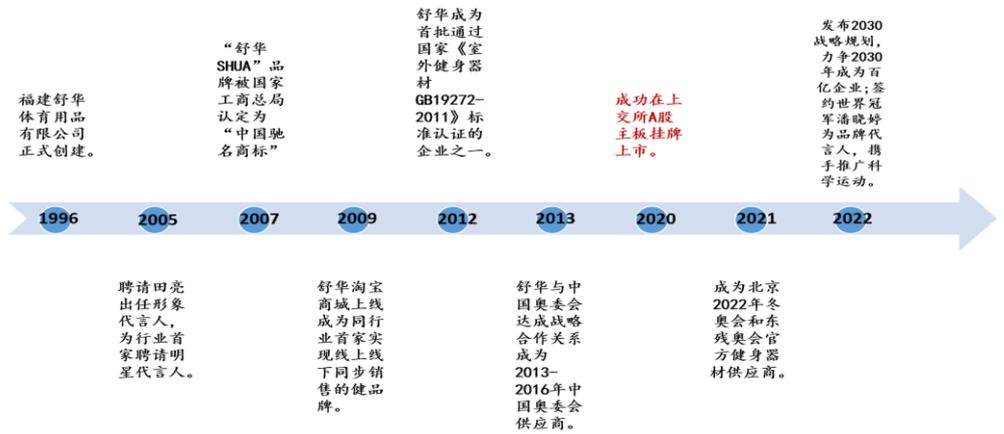
图 18: 健身相关谷歌词条于 2020 年 2 月热度达到顶峰, 并在 2021 年维持高位	11
图 19: 2020 年 2 月起, 出口金额相比同期增速明显	11
图 20: 2017 年爱康 (ICON) 市占率全球领先	12
图 21: 我国企业以中高端市场竞争为主	12
图 22: 三维度体验公司研发创新	13
图 23: 研发支出持续增加	15
图 24: 研发人员数量持续增加	15
图 25: 舒华体育产品已经覆盖六大场景, 且配套提供健身与培训服务	16
图 26: 舒华体育上榜家用健身品牌 Top10	16
图 27: 舒华体育销售渠道布局完善	17
图 28: 2018-2020H1 公司线上渠道增速明显	18
图 29: 2018-2020H1 线上电商渠道占比逐步提升	18
图 30: 公司品牌出海相关案例	18
图 31: 2021 年公司中标项目位居全国首位	19
图 32: 2020 年公司中标金额位居全国首位	19
图 33: 舒华体育智能化更新迭代速度加快	19
表 1: 2016 年来, 体育产业政策暖风频吹	9
表 2: 健身器材行业涌现较多优质公司	12
表 3: 公司技术储备丰富	14
表 4: 舒华体育产品覆盖低中高价位段, 智能化功能丰富	16
表 5: 2022-2024 年公司归母净利率增速预计为 -13.5%/50.6%/13.2%	20
表 6: 可比公司估值情况	21

1、多产品+全渠道双重发力，健身器材龙头壁垒稳筑

1.1、舒华体育：健身赛道龙头，疫后居家利好室内健身器材销售

家用健身赛道领先制造商。公司创立于1996年，并于2020年在上交所主板上市开启企业新篇章。公司已在福建晋江、泉州台商投资区及河南商丘设立生产基地，在上海和泉州设置两大运营中心。产品销售方面，目前公司已拥有涵盖家庭健身、商用健身、全民健身、体能训练等应用场景的六大产品线，SKU达数百个，销售市场覆盖70多个国家和地区。2022年，公司成为北京冬奥会和残奥会官方健身器材供应商，并发布2030年公司发展战略规划，力争2023年成为百亿企业。

图1：公司深耕健身器材制造领域

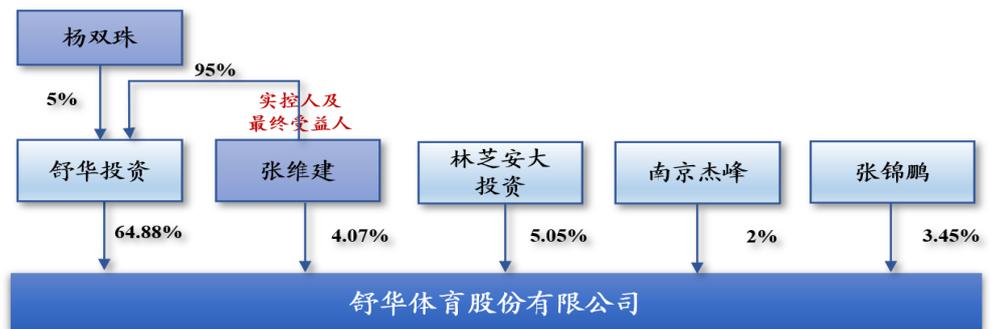


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、股权结构：股权稳定集中，核心客户控股加深绑定

股权集中度高，股权绑定促进客户关系稳固。根据公司2022年三季度报披露，公司实控人及最终受益人为公司创始人张维建，直接及间接合计持股比例为65.71%，其夫人杨双珠间接持股3.24%，夫妻二人控制公司股权比例近70%，股权集中度高，有效保障公司稳定经营。公司第二大股东林芝安大持股5.05%，林芝安大实控人为舒华体育第一大客户安踏体育的创始人丁世家，股权绑定有利于客户关系进一步绑定。

图2：公司股权结构稳定

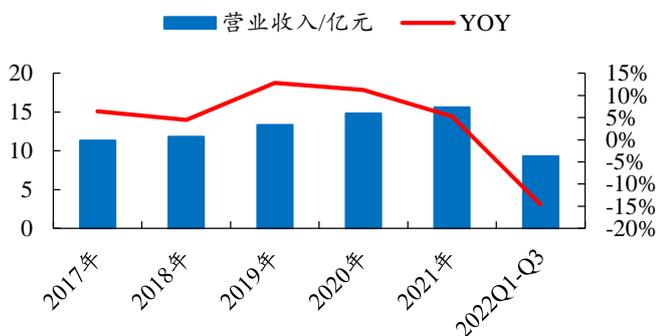


资料来源：Wind、开源证券研究所（数据截止到2022年三季度报）

1.3、业务结构：室内健身器材为营收基本盘，消费下行拖累 2022Q1-Q3 公司业绩

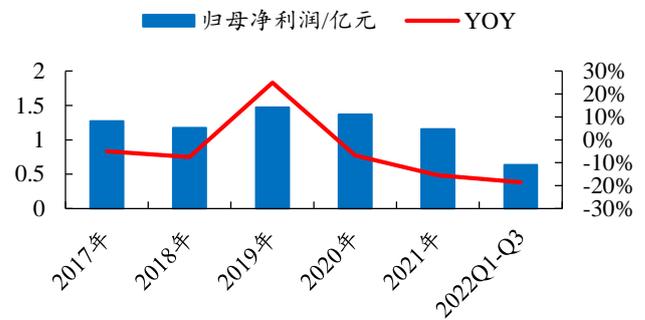
2017-2021 年公司营收及业绩实现稳健增长，消费下行拖累公司 2022Q1-Q3 业绩。公司营业收入从 2017 年的 11.3 亿元稳步增长至 2021 年的 15.6 亿元，CAGR 为 8.4%。2019 年公司进一步打开电商渠道，叠加下游客户需求增加，公司营收及归母净利润增长提速，分别同增 12.8%/25.0%。2020 年，疫情下居民居家时间拉长，公司室内健身器材业务营收顺势增长，实现营收 9.6 亿元，同比增长 54.6%，占比提升 18.1pcts 至 64.9%；拉动公司整体实现营收 14.8 亿元，同比增长 11.3%。2022Q1-Q3，公司因受到疫情反复与消费下行影响，公司收入及归母净利润有所下滑，实现营收及归母净利润分别为 9.3 /0.6 亿元，同比分别下降-14.7%/-18.6%。

图3：2022Q1-Q3 公司营收同比下降-14.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

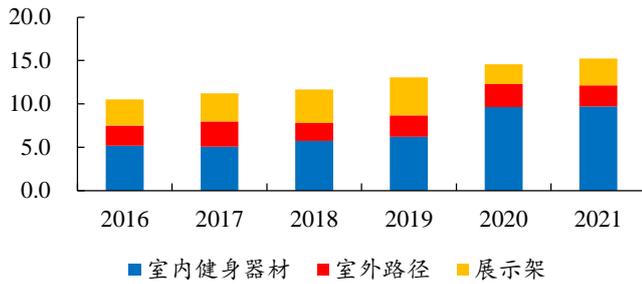
图4：2022Q1-Q3 公司业绩同比下降-18.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

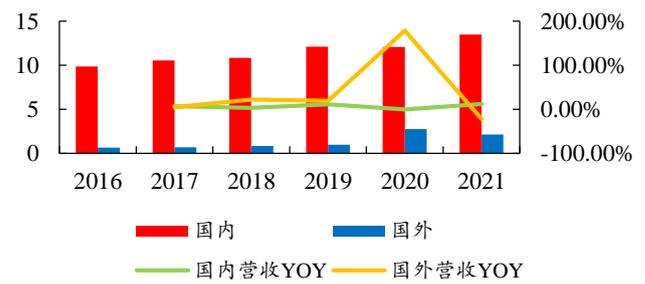
分业务看，室内健身器材仍为公司营收支柱。以跑步机和力量器械为主的室内健身器材为公司营收重要来源，2016-2021 收入占比逐步上升至超过 60%，2021 年占比 62.2%。2021 年展示架业务收入规模增长明显，同增 35.5%，收入规模达到 3.1 亿元，业务多与零售商合作，主要客户为阿迪达斯、安踏体育、特步等国内外知名品牌企业。分地区看，以内销业务为主，国内市场收入占比保持八成以上。2021 年国内市场实现营收 13.48 亿元，占比达 86.3%；国外市场方面，2020 年因跨境电商的展开和国际营销的推动，公司外销 OEM 订单大幅增加；2021 年下降主要系受国外疫情及海运费上涨的影响，2021 年实现营收 2.14 亿元，占比 13.7%。

图5：室内健身器材为公司主要营收来源（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

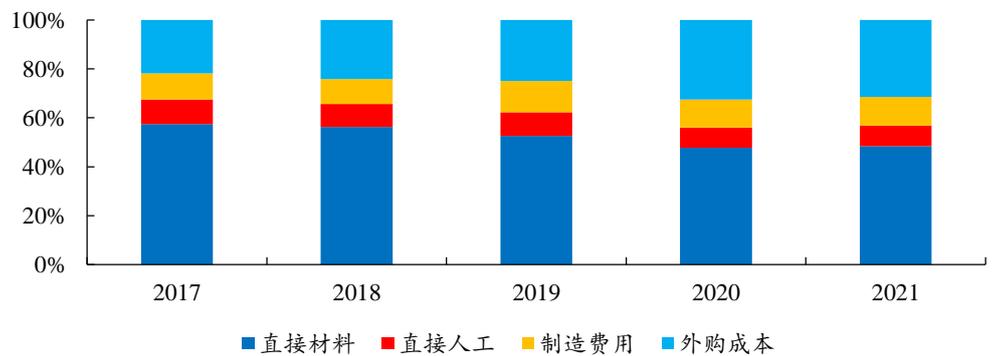
图6：公司业务仍以国内销售为主（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

成本端分析：成本结构逐步改善，直接材料占比下降，外购成本占比上升。公司的主营业务成本主要包括直接材料、直接人工、制造费用及外购成本。直接材料为最大占比项目，2017-2021年占比由57.5%逐步下降至48.5%，或系受原材料波动影响。外购成本占比明显提升，2021年相比2017年占比提升9.7pct至31.5%，或系公司产能不足，增加了委托加工规模。

图7：直接材料占比逐渐降低

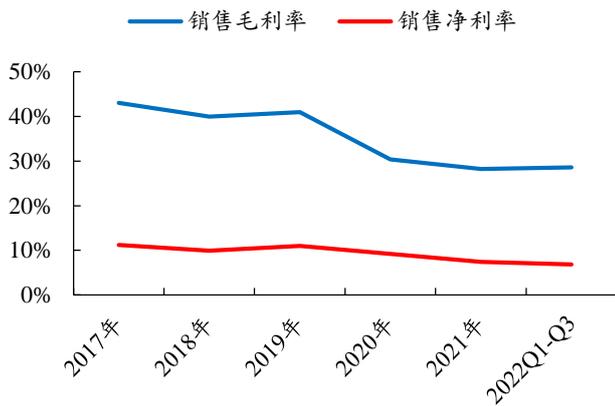


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.4、财务分析：盈利能力整体表现稳定

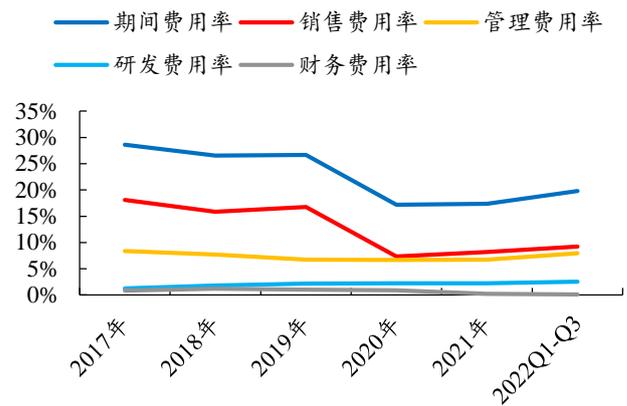
盈利能力整体表现稳定，控费能力有待提升。2017-2019年，公司毛利率及净利率分别稳定维持在40%/11%左右水平，公司盈利能力表现亮眼。2020年公司毛利率下滑10.6pcts，主要系受到会计准则调整影响，运输费、综合服务费、电商平台使用费和安装费由销售费用调整至营业成本核算，拉低毛利率水平；另一方面，公司深化国际布局战略，毛利率相对较低的海外出口业务占比提升。**2022Q1-Q3**，受益于海运价格及原材料价格回落，公司毛利率回升，同增1.2pcts至28.6%。费用率方面，公司2017-2019年期间费用率稳定在26%左右，其中销售费用率维持在17%左右的较高水平，2020年同样由于会计准则的调整，公司期间费用率同比下降9.5pcts至17.2%。2022Q1-Q3公司期间费用率为19.8%，同比增加2.3pcts，公司控费能力仍有待提升。

图8：因会计准则影响，自2020年起毛利率明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

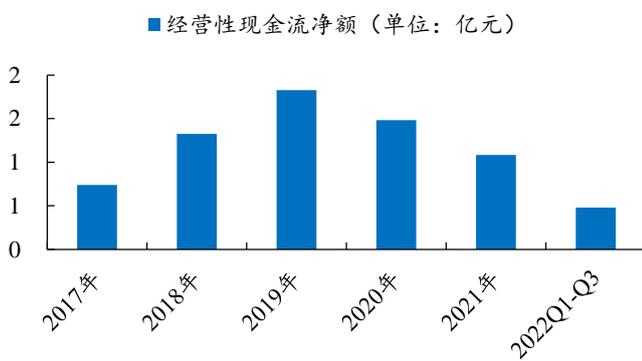
图9：2022Q1-Q3 公司期间费用率同比增加 2.3pcts



数据来源：Wind、开源证券研究所

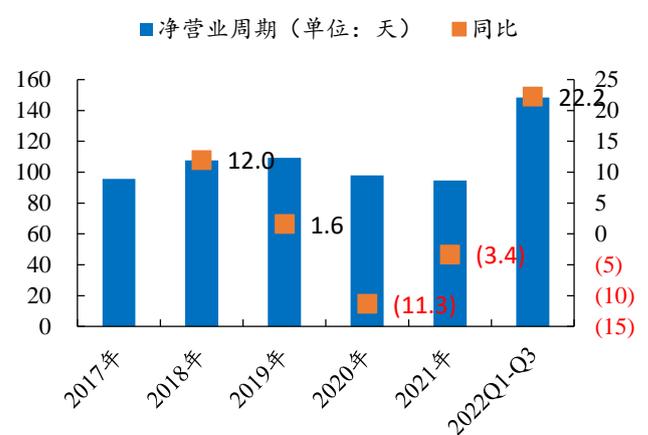
公司收现能力稳步提升，运营能力因消费疲软承压。2022Q1-3 经营性现金流量金额为 0.5 亿元，现金流同比由负转正，为后续新品研发和推广打下坚实基础。我们以存货周转天数+应收账款及应收票据周转天数-应付账款及应付票据周转天数+预付账款-预收账款定义为修改后净营业周期指标，2022Q1-3 公司修改后经营业周期为 148.4 天，同比增加 22.2 天，或系公司下游客户需求疲软影响，运营能力承压。

图10：2022Q1-Q3 公司经营性现金流同比由负转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2022Q1-Q3 公司净营业周期同比增长 22.2 天



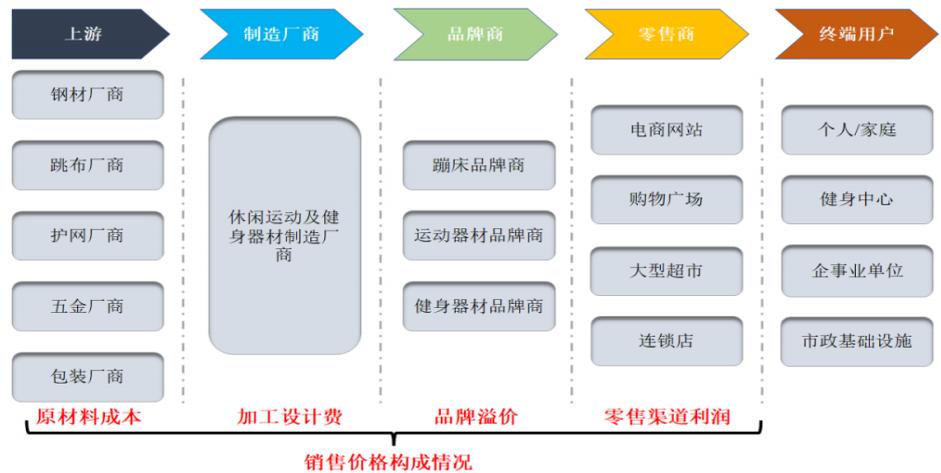
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、运动器材行业：国内外市场规模稳中向好，行业发展动力强劲

运动器材通常也称为健身器材，是辅助用户锻炼，从而达到强身健体的效果而使用的运动器械，依照使用方式划分为自由器械、固定器械、有氧运动器械和原始健身器械四类，使用场景包括家庭健身、专业场地健身娱乐、训练使用、户外娱乐等。拆分运动器材行业产业链看，产业链包括上游钢材、橡胶等原材料供应；中游

健身器材制造厂商以及下游的各个销售渠道。运动器材产品的零售价格主要由原材料成本、制造业利润、品牌溢价、零售渠道利润及税费等构成，行业内的企业根据其所处的产业链环节享有相应的利润。

图12：健身器材产业链设计多个环节

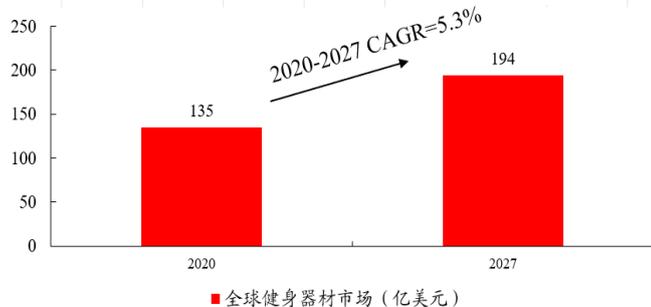


资料来源：三柏硕招股说明书、开源证券研究所

2.1、行业规模：整体规模稳中向上，蹦床市场规模疫后增速明显

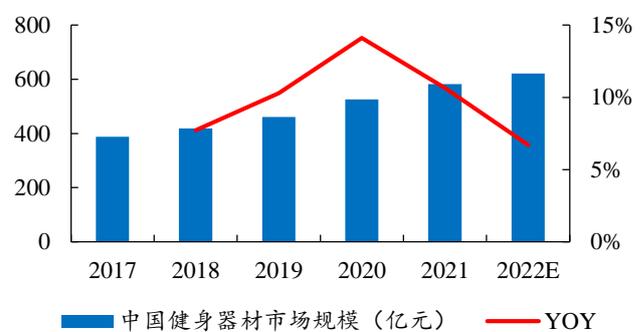
全球市场规模稳中向上，中国市场规模增速明显。全球总体市场规模方面，根据 Research And Markets 数据，全球健身器材市场预计将于 2027 年达到 194 亿美元，2020 年至 2027 年全球健身器材市场 CAGR 预计为 5.3%；其中，美国的健身器材市场预估达到 45 亿美元。中国市场方面，根据中商产业研究院数据，健身器材行业规模由 2017 年的 388 亿元增加至 2021 年的 582 亿元，CAGR 为 10.7%，2020 年市场规模因疫后公众健康意识提高增加，市场规模达 526 亿元，同增 14.1%。

图13：2027 年全球训练健身器材市场规模预计达 194 亿美元



数据来源：Research And Markets、开源证券研究所

图14：中国训练健身器材行业 2021 年市场规模为 582 亿元



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

2.2、行业驱动：政策鼓励+公众健康意识增强，行业发展动力强劲

2.2.1、体育产业行业政策暖风频吹，利好健身器材行业发展

国家出台多项政策支持体育产业发展，利好子行业健身器材加速扩容。2019年至今，国家频繁出台利好健身器材行业发展的鼓励政策。2021年，国务院印发《全民健身计划2021—2025年》，明确到2025年经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，带动全国体育产业总规模达到5万亿元，相较于2020年2.74万亿元的体育产业总规模，CAGR为12.8%。2022年，国家体育总局、发改委等八部门发布《户外运动产业发展规划（2022—2025年）》，目标2025年，户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长，产业总规模超3万亿元。各项政策表明中央对体育行业持支持且鼓励的态度，利好细分健身器材行业加速扩容。

表1：2016年来，体育产业政策暖风频吹

年份	政策	重要内容
2016	中共中央、国务院发布《“健康中国2030”规划纲要》	提出健康中国“三步走”的目标,即“2020年,主要健康指标居于中高收入国家前列”2030年,主要健康指标进入高收入国家行列”的战略目标,并展望2050年,提出“建成与社会主义现代化国家相适应的健康国家”的长远目标。
2016	国务院办公厅发布《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》(国办发[2016]77号)	到2025年,基本形成布局合理、功能完善、门类齐全的健身休闲产业发展格局,市场机制日益完善,消费需求愈加旺盛,产业环境不断优化,健身休闲产业总规模达到3万亿元。
2017	国家体育总局发布《全民健身指南》	基于中国居民运动健身的实测数据编制,主要包括体育健身活动效果、运动能力测试与评价、体育健身活动原则、体育健身活动指导方案等内容。
2019	国务院印发《关于实施健康中国行动的意见》(国发[2019]13号)	到2030年,全民健康素养水平大幅提升,健康生活方式基本普及,居民主要健康影响因素得到有效控制,因重大慢性病导致的过早死亡率明显降低,人均健康预期寿命得到较大提高,居民主要健康指标水平进入高收入国家行列,健康公平基本实现。
2019	国务院办公厅发布《关于印发体育强国建设纲要的通知》(国办发(2019)40号)	到2025年,体育产业总规模超过5000亿元,占GDP比重达到1.8%。全省每年举办10项以上国际高水平赛事,培育100项国内品牌赛事,发展一批群众身边赛事活动,形成“一市多品、一县一品”赛事格局,基本建成以杭州为中心的大湾区体育城市群。
2019	国务院办公厅发布《关于印发体育强国建设纲要的通知》(国办发(2019)40号)	到2035年,经常参加体育锻炼人数比例达到45%以上,人均体育场地面积达到2.5平方米,城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例超过92%。
2020	国家体育总局办公厅发布《关于大力推广居家科学健身方法的通知》	针对新型冠状病毒感染的肺炎疫情,各地体育部门要结合当地实际,推广居家健身方法,普及科学健身知识,倡导疫情防控时期的健康生活方式。
2021	国务院印发《全民健身计划(2021-2025年)》(国发[2021]11号)	到2025年,经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%,县(市、区)、乡镇(街道)、行政村社区三级公共健身设施和社区15分钟健身圈实现全覆盖,每千人拥有社会体育指导员2.16名,带动全国体育产业总规模达到5万亿元。
2021	国家体育总局发布《“十四五”体育产业发展规划》	2035年体育强国建设远景目标将分步实施。到2035年,建成社会主义现代化体育强国,体育的制度生命力、大众亲和力、国际竞争力、经济贡献力、文化软实力、世界影响力充分彰显体育治理体系

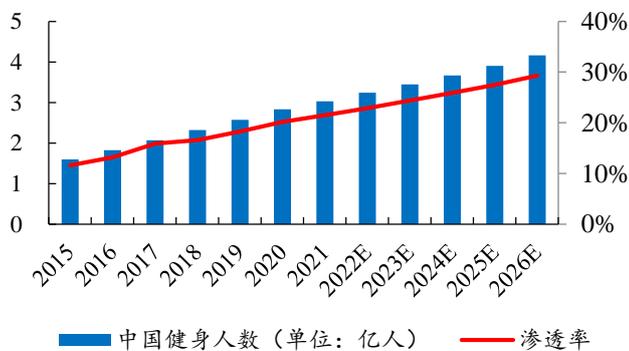
年份	政策	重要内容
		和治理能力实现现代化，体育成为中华民族伟大复兴的标志性事业。
2022	国家体育总局发布《2022年体育标准化工作要点》	完善标准化制度和组织体系建设，以服务体育强国和健康中国为核心，围绕体育总局2022年工作部署，高质量发挥体育标准化在推动群众体育、竞技体育和体育产业发展中的基础性、引领性作用。
2022	国家体育总局、发改委、工信部、文旅部等八部门发布《户外运动产业发展规划（2022—2025年）》	到2025年，户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长，产业总规模超过3万亿元；到2035年，户外运动产业规模更大、质量更优、动力更强、活力更足、发展更安全。

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2.2.2、低渗透率下，国内市场方兴未艾

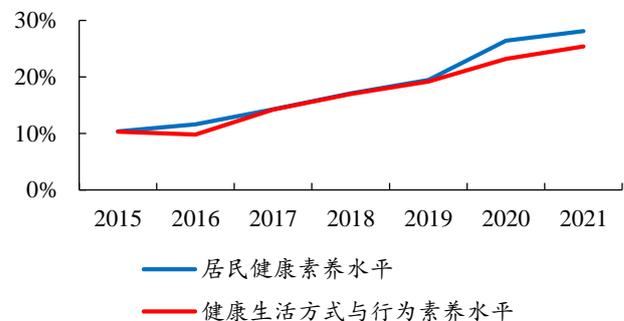
疫情促进公众健康意识提升，利好行业发展。在公众主观意识上，近年我国居民健康素养水平不断提升，从2015年的10.3%增长到了2021年的25.4%，居民对于运动健身、养生保健等方面的健康消费投入意愿增强。从渗透率情况来看，据华经产业研究员统计，2021年中国的健身人群渗透率为21.5%，远低于美国的48.2%、欧洲的41.2%，尤其是2021年中国的健身房会员渗透率为3.2%，远低于美国的23.5%、欧洲的9.5%，中国的健身人群渗透率预计于2026年将达到29.3%。

图15：2021年中国健身人群渗透率为21.5%



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图16：我国居民健康素养水平不断提升



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2020年出现的新冠疫情促进了公众健康意识短时间内提升。内销市场方面，新冠疫情促进了公众健康意识短时间内提升，从百度指数看国内市场对健身与运动的搜索量，2020年2月起热度明显提升，之后一直维持4000点左右的高热度搜索，2022年指数再一次上扬至5000-7000点区间。

出口市场方面，我们记录了exercise equipment及fitness equipment词条谷歌搜索热度，词条在2020年2月热度达到顶峰，并在2021年维持高位，表明疫情催化了公众对健身器材的需求。从我国体育用品及设备出口金额来看，受益于疫情后快速增长的休闲运动需求2020年2月起出口金额相比同期已经有明显增速，增幅区间

为 10%-99%；2021 年出口金额在高基数基础上仍实现正增长；2022 年至今，因海外需求端走弱，出口金额有所下滑，我们预计随着海外通胀逐步回落，全球供应链修复，健身器材出口市场在低基数下修复弹性凸显。

图17：2020年2月起，“健身+运动”关键词百度指数明显上扬



图18：健身相关谷歌词条于2020年2月热度达到顶峰，并在2021年维持高位

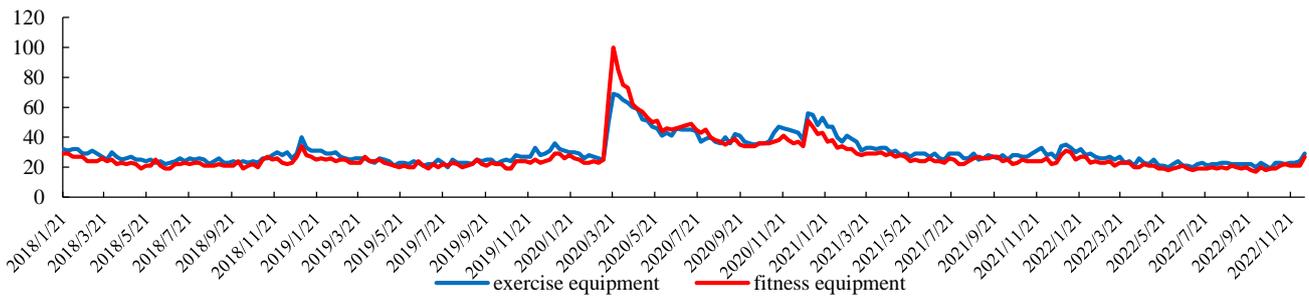
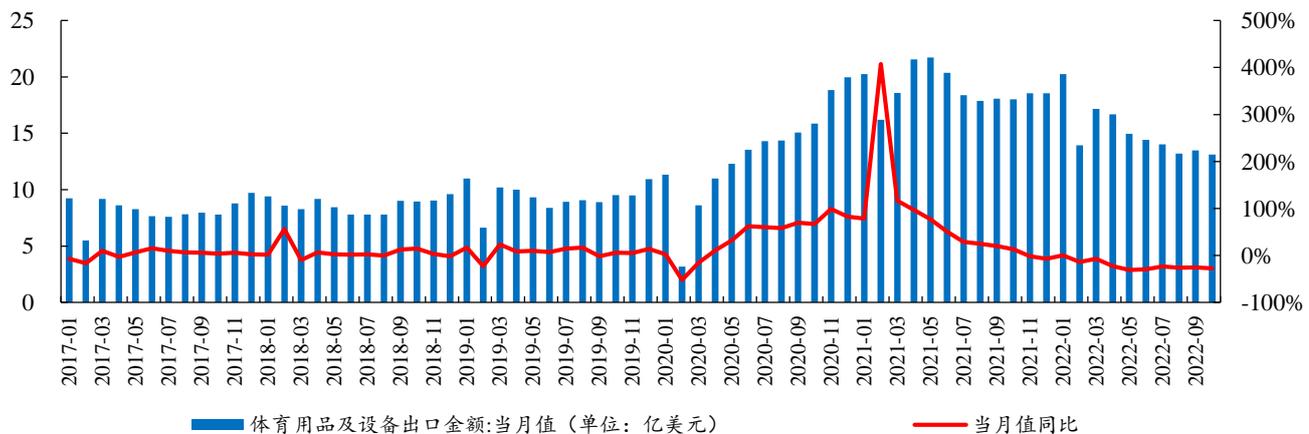


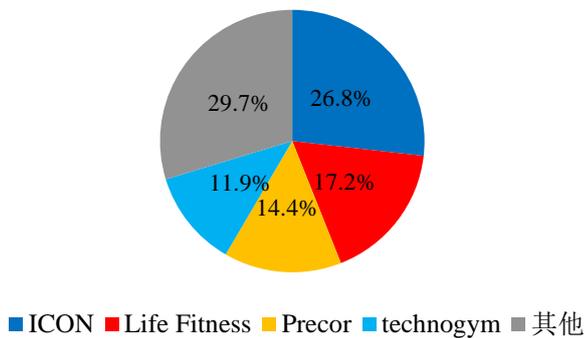
图19：2020年2月起，出口金额相比同期增速明显



2.3、竞争格局：行业格局高度集中，国际品牌占据市场主导

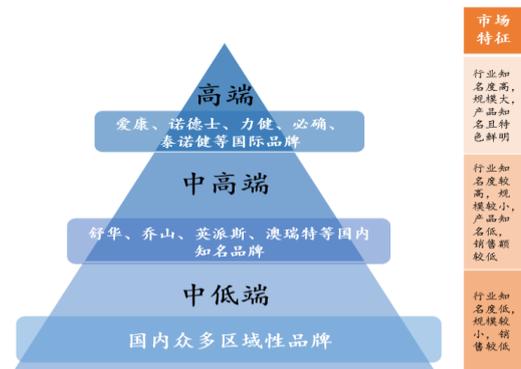
行业竞争格局高度集中，国内企业以制造代工及中高端市场竞争为主。根据前瞻产业研究院公布的数据，全球健身器材行业高端市场主要由爱康、力健（Life Fitness）、必确（Precor）、泰诺健（Technogym）等国际知名品牌厂商占据，2017年爱康为市占率第一品牌，市占率为26.8%，行业CR4达70.3%，整体呈高度集中趋势。国内市场方面，国际品牌在国内主要争夺中高端市场，国内健身器材行业企业主要包括舒华体育、英派斯、金陵体育等，均主要采用OEM/ODM销售模式绑定国际品牌，辅以推出自有品牌抢占国内中高端市场。

图20：2017年爱康（ICON）市占率全球领先



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图21：我国企业以中高端市场竞争为主



资料来源：观研天下、开源证券研究所

表2：健身器材行业涌现较多优质公司

序号	公司名称	所在地区	公司基本情况	业务模式
1	爱康	美国	全球著名的健身器材品牌。旗下有诺迪克 (Nordictrack)、百乐福 (Pro-Form)、自由行 (Freemotion)等品牌。产品主要有跑步机、椭圆机、划船器等健身器材。	自有品牌
2	力健	美国	全球领先的健身设备品牌,专注于健身器材的设计、制造和销售,广泛提供有氧运动和力量训练健身设备。	自有品牌
3	必确 PRECOR	美国	全球顶级高端健身器械和服务提供商,致力于健身器械的研发和制造,设定了自然,流畅,低冲击的健身运动的全球标准,拥有全系列的有氧和力量设备。	自有品牌
4	泰诺健 Technogym	美国	著名健身器材品牌,提供一系列有氧训练、力量训练和功能训练器材产品,主要包括跑步机、健身自行车、椭圆交叉训练器、划船机等。	自有品牌
5	舒华体育	中国福建	舒华体育创立于1996年,总部设立于福建泉州。舒华体育是国内健身器材及运动健康解决方案提供商,主要产品包括健身器材、商业空间道具、运动装备器材、综合训练器以及按摩椅等。2020年12月舒华体育于上海证券交易所上市。	OEM/ODM、自有品牌
6	英派斯	中国山东	英派斯成立于2004年,总部设立于山东青岛。英派斯现主要产品包括室内有氧器械、室内力量器械以及室外路径产品等各式产品。同时也通过OEM/ODM模式为必确(Precor)等国际知名健身器材品牌代工生产健身器材。2017年9月,英派斯于深圳证券交易所上市。	OEM/ODM、自有品牌
7	金陵体育	中国江苏	金陵体育成立于2004年,总部位于江苏苏州。金陵体育为综合性体育器	OEM/ODM、

序号	公司名称	所在地区	公司基本情况	业务模式
			材供应商，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。2017年4月，金陵体育于深圳证券交易所上市。	自有品牌
8	三柏硕	中国山东	始建于2004年，是行业内较早从事休闲运动和健身器材产品研发、设计、生产和销售的中外合资企业。	OEM/ODM、自有品牌

资料来源：三柏硕招股说明书、开源证券研究所

3、核心竞争力：产品实现六大场景全覆盖，销售渠道布局完善

3.1、产品端：技术储备丰富，产品矩阵完善

多维度推进研发创新，项目进展亮点频出。公司一直坚持从产品升级、跨界合作以及实验检测三维度发力研发，研发项目进展亮点频出。产品端自主研发出健身车、椭圆机、划船器和无动力跑步机四大品类，并初步建立了公司全场景智能健身系统；跨界合作方面，2021年5月公司推出“全球首款搭载鸿蒙操作系统智能跑步机”，产品获得2021年由中国体博会评选的智能健身器材“室内智能跑步机金奖”。

图22：三维度体验公司研发创新



资料来源：舒华体育2021年年报、开源证券研究所

布局全场景智能覆盖健身平台，积累大量核心技术。产品基础技术储备方面，公司目前已掌握了磁悬浮减震装置、一键升降技术、动态蜂窝减震技术、螺旋减震技术等多项运动器材核心技术，技术通用于公司跑步机、椭圆机、划船器等主要产品的生产制造。**产品创新技术储备方面**，公司同样储备有语音识别、语音采集、自发电等技术，在产品智能化水平提升等方面较为显著的先发优势；同时保障了产品的更新迭代。**公司未来将坚持打造全场景智能、全人群覆盖的运动解决方案**，积极布局“硬件+软件+课程内容+专业健身教练”的健身平台，以舒华智能硬件为支撑，配套舒华智慧健身管理系统、舒华运动 APP 等软件和课程服务、舒华健身实体店健身教练，逐步实现用户、器材、软件、服务、数据内容的交互，形成科学运动闭环。

表3：公司技术储备丰富

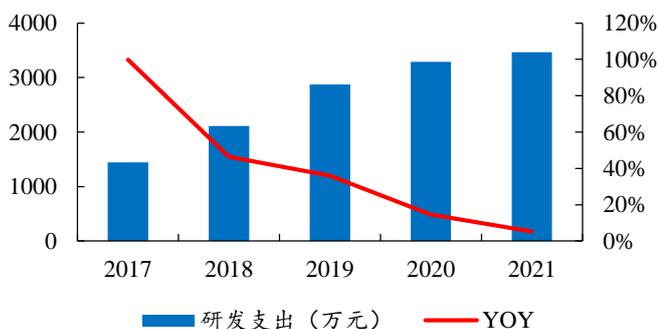
序号	技术名称	技术核心要点	相应的技术或非专利技术
	动态蜂窝减震技术	利用仿生学原理，能快速吸收步划能量，迅速反弹支撑，将跑步的能量转换成弹力，健身者的步伐变得更加轻盈。	实用新型专利(专利号：ZL201220329896.4)
	螺旋减震技术	通过在跑步机上装置螺旋减震层，快速吸收缓解冲击能量，有效缓减跑步者的肌肉和关节冲击及损伤。	实用新型专利(专利号：ZL201220329912.X)
	隐藏式 USB 模块技术	隐藏式 USB 模块在按键板内部增加了滑轨，使得 USB 接口在不使用的情况下可以自动隐藏，有效的保护了跑步机内部元器件被灰尘及汗水侵蚀。	实用新型专利(专利号：ZL201620441428.4)
	跑台脚底按摩技术	跑台基础上新增脚底按摩功能，能使用者在走路时同时提供脚底按摩，促进血液循环、刺激细胞活力、加强新陈代谢功能，进一步恢复退化的器官机能，提高免疫力	实用新型专利(专利号：ZL201620441357.8)
	双层跑步板缓冲技术	利用双层跑步板中间装置多片缓冲材质，方便人体在跑步动作中，落脚时较柔软，提脚时亦可有效的借力，且当人体在跑步过程中前脚舒适落地，后脚有力回弹，减轻了人体在跑步过程中的运动负荷。	实用新型专利(专利号：ZL201520170232.1)
产品基础技术储备	运动场围网悬浮式防撞击网片缓冲装置	通过利用弹簧片的高弹性性能，使硬网片具有缓冲新能，从而避免因撞击造成的运动损伤。	实用新型专利(专利号：ZL201821502423.3)
	户外力量产品配重片调节机构	通过卡槽的方式，调整配重片的悬挂位置，利用杠杆原理实现不同负重效果。配重调节安全有效。	实用新型专利(专利号：ZL2018213630402)
	前置前驱椭圆机	家用前置前驱椭圆机平台，可实现运动轨迹变换，大幅提升臀部及大腿背部肌肉群的锻炼效果。	发明:20181003187.6
	多工位无氧健身器	一款具备多重运动工位调整的无氧类型健身器材，可适配普通的重量片，也可适配以伺服电机为代表的电控阻尼系统。	发明: 201910424142.3 实用新 型:201920735123.8
	变轨椭圆机	实现椭圆机踏板运动轨迹的可调整	ZL201820128501.1 201810073187.6
	划船器	在室内划船器项目上能够较真实模拟户外划船	2019101141372
	自重划船器	能充分利用训练者的自身重量条件来达到理想的划船训练效果的健身器	发明:201910911533.8 实用新型: 201921608421.7
产品创新技术储备	跑步机一键折叠功能	通过操作面板的按键控制电磁铁的通断，操控止动销的伸缩，达到折叠支架与跑台联动，通过升降马达运转实现免人工自动折叠。	实用新型专利(专利号：ZL2016213993375)
	伺服电机控制系统	伺服电机控制系统可替代力量器械上目前普通的重量配重块，通过控制仪表或手机 App 等设定阻力值，具有操作方便，阻力调节灵活，阻力调节精度高等	发明: 201911289630.4; 实用新型:

序号	技术名称	技术核心要点	相应的技术或非专利技术
		特点。	201922242182.4
健身器材自发电系统	运动器材搭载发电机，可将跑步机/椭圆机/健身车等多样器材使用时产生的能量，转换成电能并网回馈到电网		发明: 201911301099.8 实用新 型:201922272400.9
语音采集系统	比较现有的大部分跑步机基础上新增语音采集系统功能，能帮助更好的实现智能语音控功能，较一般简易的麦克风装置能适应更为复杂的噪音环境，提高语音的识别率从而提升用户的使用体验		发明:201910123358.6 实用新 型:201920207070.2
新型跑步机安全锁系统	两种启停操作方式，更加便捷、高效；无需脱离产品，不会丢失		实用新型: 201921196412.1
新型跑步机加减键系统	更加符合人体工学，操作便捷、高效		实用新 型:2019216088896.0
新型跑步机自适应活动防摔倒系统	较现有的跑步机防摔倒装置和跑步机，更加科学的结合跑步机使用者的保护装置，以达到使用者最大程度的增加跑步机上活动区域，有效的避免使用者在固定式防摔倒装置上的局限性；还能防止使用者摔倒受伤		实用新型: 201921608407.7

资料来源：舒华体育招股说明书、开源证券研究所

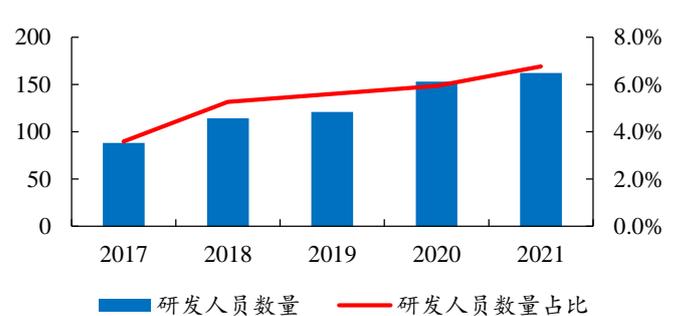
研发投入显著加大，研发团队不断扩张。公司持续加大新产品开发力度及研发团队建设投入。公司研发费用自2017年起，连续五年实现同比正增长，2021年研发费用达3464.5万元，同比增长5.3%。研发团队方面，公司2021年研发人员数量达到162人，占比同比提升0.9pct至6.8%。

图23：研发支出持续增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：研发人员数量持续增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

凭借优秀的研发能力，建立完善的产品矩阵，实现高中低价位段与六大应用场景全覆盖。舒华体育公司家用健身产品主要以跑步机为主，目前已有A系列、E系列、X系列等，实现2000-15000元价位段全覆盖，同时，相较于市面上同类型产品，舒华体育产品智能化程度更高，支持华为运动健康APP及舒华运动APP蓝牙连接，实现用户运动数据记录，记并且可制定个人健身计划，实现用户健康数据的整合与管理。目前，舒华体育产品矩阵已经覆盖六大场景，并且配套提供健身与培训服务。

表4: 舒华体育产品覆盖低中高价位段, 智能化功能丰富

系列	A3 系列	E7 系列	A5 系列	X5 系列
图片				
产品型号	3300	T399P-H1	5500	5517
价格	3999	4399	5899	11599
持续输出马力	1hp	1.2hp	1.2hp	2.5hp
最高速度	12KM/H	16KM/H	16KM/H	18KM/H
智能化功能	支持华为运动健康 APP; 15 种模拟跑形式; 无线心率监测, 6 位全跑台减震	飞梭旋钮; 15.6 寸大彩屏; 支持鸿蒙智联及华为运动 APP; 无线心率监测, 15 种虚拟场景模拟跑	内置蓝牙音响; 支持舒华运动 APP 连接; 配备消音减震跑台; F 级静音马达	内置蓝牙音响; 双层跑板专利减震; 支持舒华运动 APP 连接; 搭载中学生专用体育测试系统

资料来源: 舒华体育淘宝官方旗舰店、开源证券研究所

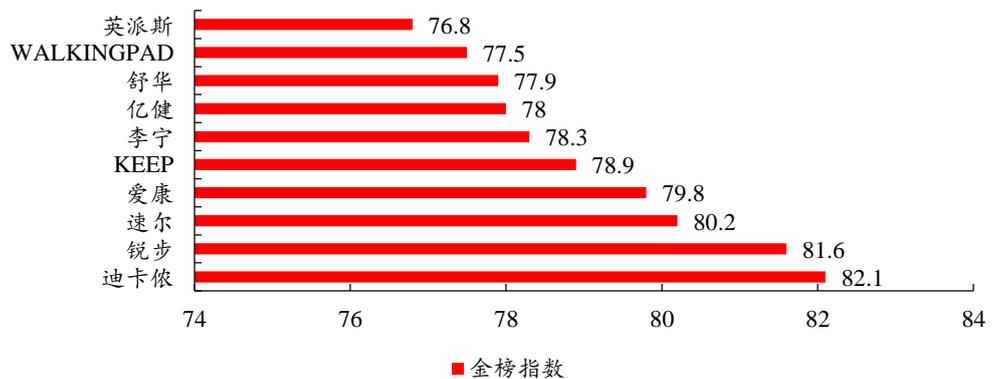
图25: 舒华体育产品已经覆盖六大场景, 且配套提供健身与培训服务



资料来源: 公司官网

产品力拉动品牌力稳步提升。公司通过完善的产品矩阵以及突出的产品力, 配合独有的线上平台舒华体育 APP 进一步加强用户粘性, 使得舒华体育在家用健身赛道拥有了较强的品牌影响力, 据艾媒金榜 2022 年 11 月披露, 舒华体育入榜家用健身品牌 Top10。

图26: 舒华体育入榜家用健身品牌 Top10

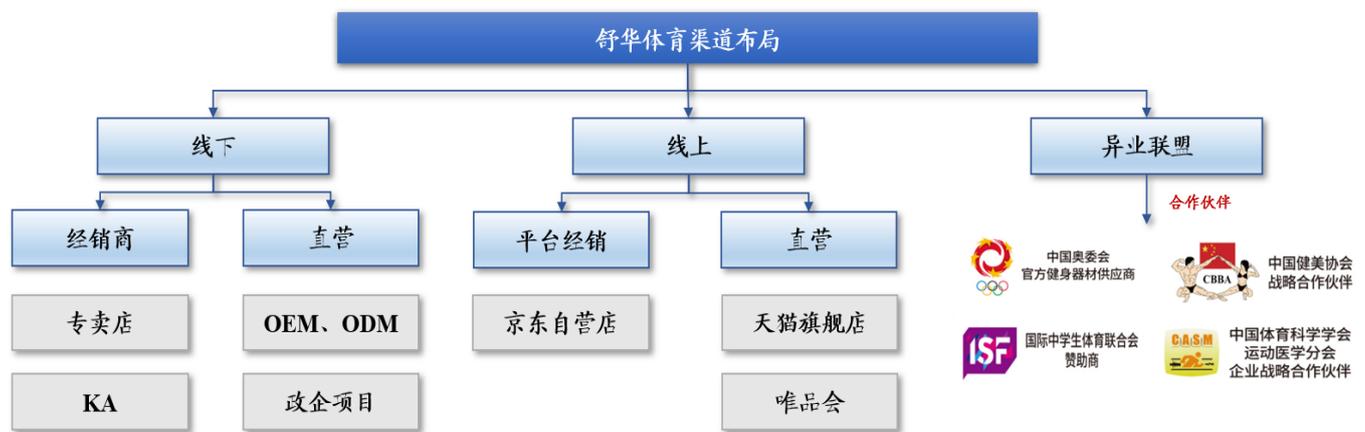


数据来源: 艾媒金榜、开源证券研究所

3.2、渠道端：销售渠道布局完善，电商渠道开拓亮眼

全渠道布局助力增长，电商渠道开拓亮眼。公司已经建立较完整的销售渠道布局。线上电商渠道主要销售的是室内健身器材，线下渠道通过经销商及直营销售公司全品类产品；室外路径产品多通过政企项目销售。另外，公司近年来不断打磨新业务模型，通过舒华运动 APP 线上课程引流，线下门店升级以及加大与与体育公司、房产开发企业、家电零售商等战略合作，多维度拓宽公司销售渠道，打造“线下+线上+异业联盟”三位一体的销售体系。

图27：舒华体育销售渠道布局完善

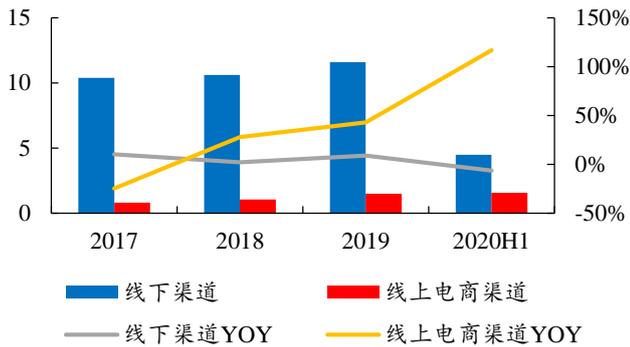


资料来源：舒华体育招股说明书、公司官网、开源证券研究所

线下渠道方面，公司线下渠道发展成熟，经销商数量已超过 230 个，经销商以专卖店、购物中心中设立店中店等多种形式覆盖各级市场。目前，超 200 家专业经销商，销售和售后服务网点近 1000 家，基本实现 31 个省市自治区全覆盖，终端市场触达面广，并逐步向下沉市场渗透。

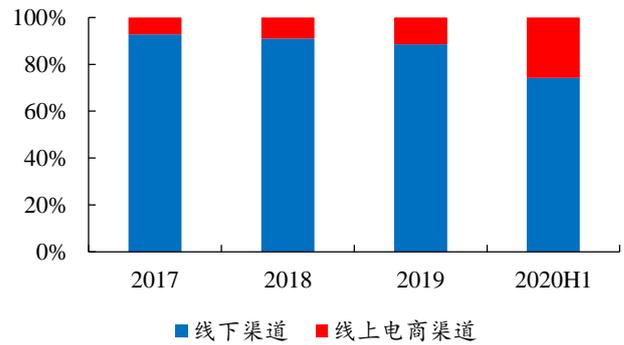
线上渠道方面，2021 年公司在天猫、京东、唯品会等平台的基础上，新增了抖音销售模式，进一步完善线上渠道布局。在京东 3,000 元以上的中高端跑步机类目中，舒华仍蝉联行业销量第一，除跑步机外，2021 年公司在京东平台的动感单车、椭圆机等车类产品销售增长显著，销量同比增长 78%。2022 年，公司继续加强线上销售渠道的拓展，加大网络营销力度，通过与邀请健身达人、体育明星等体育专业技术人才参加课程录制及推广活动进行合作，通过行业直播间带货、产品测评短视频及图文等一系列内容种草形式吸引消费，开展跨界合作，丰富线上渠道营销形式，持续提升线上销售规模。

图28：2018-2020H1 公司线上渠道增速明显



数据来源：舒华体育招股说明书、开源证券研究所

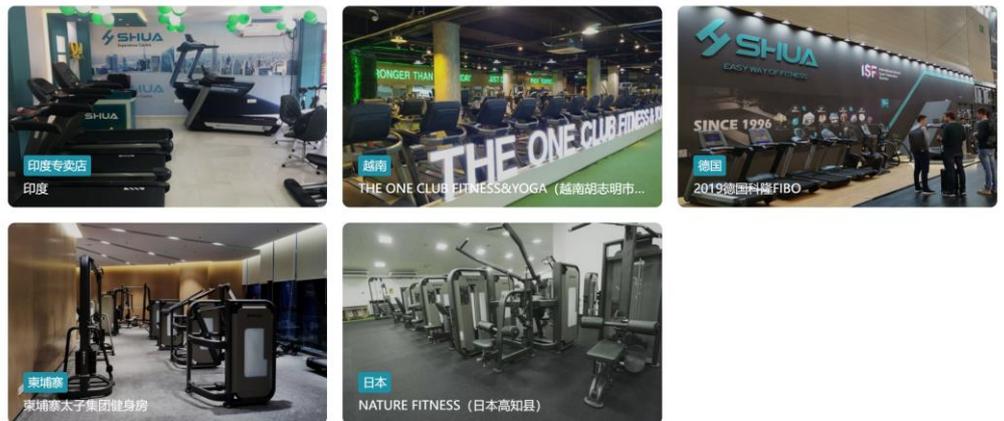
图29：2018-2020H1 线上电商渠道占比逐步提升



数据来源：舒华体育招股说明书、开源证券研究所

海外市场拓展加快，打通公司发展第二曲线。公司逐步开启品牌国际化战略，初期以东南亚市场作为起点，发展至今已经在亚非和南美洲等地区形成自有品牌渠道体系，全球业务涉及欧美、中东、东南亚等60多个国家和地区。公司一方面持续发展传统线下渠道，进一步加强对舒华品牌的推广，自主品牌销量在总销量的比重持续上升。另一方面，积极发展以亚马逊为代表的跨境电商业务，目前亚马逊美国站已经搭建落地并开始销售，后续将逐步拓展至其他平台及其他国家和地区。

图30：公司品牌出海相关案例



资料来源：公司官网

4、未来展望：政企合作或迎新发展，产品智能化加速推进

4.1、政企合作经验丰富，有望依靠强竞争力承接行业政策东风

To G 端公司领先优势明显，有望凭借核心优势承接政策东风。舒华体育政企合作项目客户主要为体育局、政府部门及企事业单位等，公司累计拥有多达20余年的合作竞标经验，2021年中标项目达到29个，位于全国之首。近年来，公司的室内健身器材及室外路径产品，分别承接了政企事业单位“社区健身房”、“全民健身路径工程”等项目订单。

展望公司政企合作项目发展，国家对体育产业链的扶持政策在 2021-2022 年频繁颁布，“全民健身计划”持续推进，我们看好公司通过覆盖全国的经销商网络赋能，凭借行业领先的品牌力及多年政企合作竞标经验优势，承接政策东风，在投标项目与投标金额上取得更多突破。

图31：2021 年公司中标项目位居全国首位

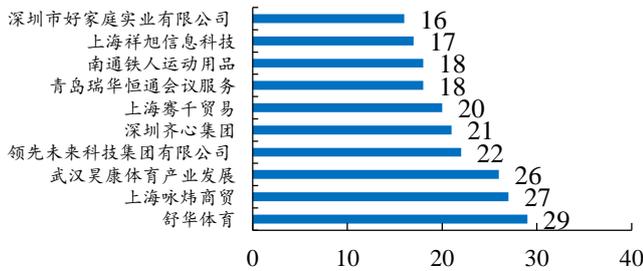
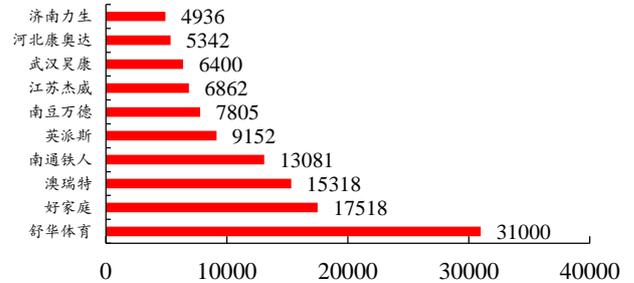


图32：2020 年公司中标金额位居全国首位



数据来源：比地招标网、开源证券研究所

数据来源：NSCC、开源证券研究所

4.2、持续推进产品智能化，打造差异化市场竞争力

公司自成立以来便以“产品智能化，运动娱乐化、运动科学化”为公司发展思路，自 2014 年起公司推出首款智能触屏跑步机，进入产品智能发展阶段。展望未来发展，我们看好公司通过智能化产品继续打造差异化的市场竞争力，同时延长公司的产品线、扩大目标受众用户。

(1) 产品智能化：短期看，智能化产品的推出能够提升长期看，公司产品已经开拓家用、商用、康养等六大应用领域。由于各个场景用户差异性较大，因此品类可外延拓展的空间以及推出智能化产品的市场空间是足够大的。

(2) 服务延伸：2014 年，公司以智能跑步机产品起家；2016 年、2018 年和 2020 年分别开拓健身房智能管理系统、全面健身智能系统、校园智能管理平台；业务销售范围由器械制造延伸至健身房运营、上门私教服务等用户健身服务，营造深度产品体验的同时开辟营收新模式。

图33：舒华体育智能化更新迭代速度加快



资料来源：公司官网、开源证券研究所

5、盈利预测

5.1、关键假设

收入端：我们预计 2022-2024 年公司总营收分别为 13.61/19.32/23.30 亿元，同比-12.9%/42.0%/+20.6%。我们认为公司产品矩阵丰富，销售渠道布局完善，公司长期竞争壁垒稳固，看好公司持续稳步发展。关键假设如下：

公司主要销售模式分为外销业务、经销业务、直销业务。拆分来看：

(1) 外销业务：短期来看，业务将受益于后疫情时期海外需求的逐步恢复及亚马逊等海外电商平台的持续投入；长期来看，公司作为体育赛道优质企业，有望凭借领先产品力及完善的销售渠道获取更大市场份额，预计 2022-2024 年业务收入增速分别为-23.8%/42.0%/0.5%。

(2) 经销业务：业务主要通过经销商拓展，根据公司 2022 年半年报披露，公司经销商已超 230 家。2022 年业务收入主要受到疫情反复影响，业务增速放缓，2023 年我们看好疫情防控放开后，公司业务增速恢复，预计 2022-2024 年业务收入增速分别为 2.6%/37.9%/24.1%。

(3) 直销业务：业务产品主要通过政企合作项目拉动，增长驱动力主要来源于国家政策帮扶力度的提升，我们看好公司凭借在政企合作投标领域较深厚的经验优势获得更多的中标项目，预计 2022-2024 年业务收入增速分别为-18.4%/44.7%/22.8%。

利润端：原材料回落利好公司盈利能力弹性恢复，我们看好公司盈利能力稳步提升。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.00/1.51/1.82 亿元，同比-13.5%/+50.6%/+20.5%，对应净利率 7.4%/7.8%/7.8%。

表5：2022-2024 年公司归母净利率增速预计为-13.5%/50.6%/20.5%

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14.84	15.62	13.61	19.32	23.30
YOY	11.3%	5.3%	-12.9%	42.0%	20.6%
毛利率			28.3%	28.3%	28.8%
分销售模式					
外销业务	2.76	2.14	1.63	2.32	2.33
YOY		-22.3%	-23.8%	42.0%	0.5%
收入占比	18.6%	13.7%	12.0%	12.0%	10.0%
毛利率	19.7%	12.9%	13.6%	13.8%	13.8%
经销业务	4.09	4.64	4.76	6.57	8.15
YOY		13.5%	2.6%	37.9%	24.1%
收入占比	27.6%	29.7%	35.0%	34.0%	35.0%
毛利率	37.9%	36.3%	34.8%	34.8%	35.2%
直销业务	7.99	8.84	7.21	10.43	12.81
YOY		10.6%	-18.4%	44.7%	22.8%
收入占比	53.9%	56.6%	53.0%	54.0%	55.0%
毛利率	30.3%	27.7%	27.3%	27.4%	26.4%
*TO G 业务			1.09	2.32	3.49
收入占比			8.0%	12.0%	15.0%

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率			20.0%	20.0%	21.0%
归母净利润	1.37	1.16	1.00	1.51	1.82
YOY	-6.8%	-15.4%	-13.5%	50.6%	20.5%
净利率	9.2%	7.4%	7.4%	7.8%	7.8%

数据来源：wind、开源证券研究所

5.2、相对估值

我们选取公司在招股说明书中披露的可比公司乐歌股份及中体产业，其中乐歌股份主营业务与舒华体育部分相似，中体产业与舒华体育同处于体育健身赛道。可比公司 2022 年平均 PE 为 72.9X，主要由体育产业全布局的中体产业拉高。

我们认为公司产品矩阵丰富，销售渠道布局完善，公司长期竞争壁垒稳固，看好公司持续稳步发展。预计 2022-2024 年归母净利润为 1.00/1.51/1.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.24/0.37/0.44 元，当前股价对应 PE 46.0/30.6/25.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：可比公司估值情况

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE (倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
乐歌股份	42.2	1.8	2.3	0.0	4.1	0.85	1.0	1.3	1.7	20.8	18.5	13.7	10.4
中体产业	87.8	0.5	0.7	1.0	1.2	0.06	0.1	0.1	0.1	160.0	127.3	91.4	72.0
平均		1.2	1.5	0.5	2.6	0.45	0.5	0.7	0.9	90.4	72.9	52.6	41.2
舒华体育	46.1	1.2	1.0	1.5	1.8	0.28	0.2	0.4	0.4	39.9	46.0	30.6	25.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：乐歌股份、舒华体育盈利预测来源于开源证券研究所，中体产业来自于 Wind 一致盈利预测，总市值截至 2023 年 3 月 2 日）

6、风险提示

终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1126	925	1062	1448	1191
现金	426	202	494	241	291
应收票据及应收账款	295	250	225	450	364
其他应收款	60	55	45	97	75
预付账款	19	19	14	33	24
存货	291	325	215	546	364
其他流动资产	35	74	69	81	74
非流动资产	891	888	731	953	1077
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	714	705	569	782	908
无形资产	103	98	90	83	76
其他非流动资产	74	85	72	89	93
资产总计	2018	1813	1793	2401	2268
流动负债	650	454	435	943	695
短期借款	228	65	65	389	212
应付票据及应付账款	234	203	180	361	287
其他流动负债	188	185	189	193	196
非流动负债	75	74	68	72	73
长期借款	0	0	-6	-2	-1
其他非流动负债	75	74	74	74	74
负债合计	725	528	503	1015	768
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	411	411	411	411	411
资本公积	350	350	350	350	350
留存收益	528	520	578	647	707
归属母公司股东权益	1292	1285	1290	1386	1500
负债和股东权益	2018	1813	1793	2401	2268

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	148	109	282	-241	501
净利润	137	116	100	151	182
折旧摊销	58	64	54	63	71
财务费用	14	3	-9	1	14
投资损失	-2	-6	0	0	0
营运资金变动	-66	-85	142	-447	244
其他经营现金流	8	16	-5	-8	-10
投资活动现金流	-124	-66	103	-285	-194
资本支出	88	66	-103	285	194
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-36	1	0	0	0
筹资活动现金流	252	-270	-93	-51	-81
短期借款	-28	-163	0	324	-177
长期借款	-24	0	-6	4	1
普通股增加	50	0	0	0	0
资本公积增加	263	0	0	0	0
其他筹资现金流	-9	-107	-87	-378	95
现金净增加额	275	-227	292	-577	226

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1484	1562	1361	1932	2330
营业成本	1033	1122	984	1388	1659
营业税金及附加	20	22	18	26	31
营业费用	109	128	103	137	168
管理费用	99	105	98	135	156
研发费用	33	35	31	43	56
财务费用	14	3	-9	1	14
资产减值损失	-4	-7	0	0	0
其他收益	10	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	2	6	0	0	0
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	181	151	131	195	237
营业外收入	1	1	3	2	2
营业外支出	4	3	3	4	3
利润总额	178	149	130	194	235
所得税	41	33	30	43	53
净利润	137	116	100	151	182
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	137	116	100	151	182
EBITDA	237	210	178	259	316
EPS(元)	0.33	0.28	0.24	0.37	0.44

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	11.3	5.3	-12.9	42.0	20.6
营业利润(%)	-1.9	-16.3	-13.4	49.0	21.2
归属于母公司净利润(%)	-6.8	-15.4	-13.5	50.6	20.5
获利能力					
毛利率(%)	30.4	28.2	27.7	28.2	28.8
净利率(%)	9.2	7.4	7.4	7.8	7.8
ROE(%)	10.6	9.0	7.8	10.9	12.1
ROIC(%)	11.9	9.5	10.5	9.7	12.9
偿债能力					
资产负债率(%)	35.9	29.1	28.0	42.3	33.9
净负债比率(%)	-9.7	-5.1	-28.3	15.6	-0.6
流动比率	1.7	2.0	2.4	1.5	1.7
速动比率	1.2	1.1	1.8	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	5.3	6.2	6.2	6.2	6.2
应付账款周转率	5.3	5.1	5.1	5.1	5.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.28	0.24	0.37	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.26	0.68	-0.59	1.22
每股净资产(最新摊薄)	3.14	3.12	3.14	3.37	3.65
估值比率					
P/E	33.7	39.8	46.0	30.6	25.4
P/B	3.6	3.6	3.6	3.3	3.1
EV/EBITDA	18.9	21.6	23.9	18.6	14.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

22 / 24

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn