

## 舒华体育 (605299.SH) 2022 年业绩略超预期, 2023 多因素共振成长可期

2023 年 03 月 17 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

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	2023/3/17
当前股价(元)	11.18
一年最高最低(元)	15.23/8.31
总市值(亿元)	46.01
流通市值(亿元)	12.70
总股本(亿股)	4.11
流通股本(亿股)	1.14
近 3 个月换手率(%)	324.67

### ● 2022 年业绩略超预期, 公司产品+渠道壁垒稳筑, 维持“买入”评级

2022 年公司实现营收 13.5 亿元 (-13.5%), 归母净利润 1.09 亿元 (-5.5%), 扣非归母净利润 0.89 亿元 (-12.7%), 公司盈利能力改善, 利润降幅小于营收降幅, 实现非经损益政府补助 0.21 亿元拉动业绩增长。2022Q4 收入 4.2 亿元(-10.7%), 归母净利润 0.46 亿元 (+21.5%), 公司业绩边际向好。我们上调盈利预测, 并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 1.58/1.92/2.37 亿元 (2023-2024 年原值为 1.51/1.82 亿元), 对应 EPS 为 0.38/0.47/0.58 元, 当前股价对应 PE 29.1/23.9/19.4 倍, 多因素共振推动公司成长, 维持“买入”评级。

### ● 收入: 受国内外经济疲软影响各品类及渠道营收承压, 经销商持续开拓

分产品看, 室内健身器材/室外路径/展示架业务收入分别同比下降 15.7%/16.6%/1.7%, 收入占比分别为 60.6%/14.9%/22.5%, 室内健身器材仍为公司营收支柱。分渠道看, 外销/经销商/直销分别实现营业收入 1.14/4.17/8.21 亿元, 同比变动为 -46.65%/-10.19%/-7.15%, 收入占比分别为 8.5%/30.8%/60.7%, 公司外销及直销渠道收入下降明显。2022 年末, 公司经销商发展至 240 余家。

### ● 盈利能力: 受益于原材料价格下行, Q4 净利率表现亮眼

公司盈利能力因原材料价格下降叠加控费持续同比改善。毛利率方面, 2022 年公司整体毛利率为 29.8%, 同增 1.6pct, 毛利率回升或主要源于原材料价格下降。费用率方面, 公司期间费用率上升 0.9pct 至为 18.2%, 主要系公司收入规模缩减。综合影响下, 公司净利率同比提升 0.7pct 至 8.1%。2022Q4 公司净利率为 10.9%, 同比提升 2.9%, 环比提升 5.5%, 单季度盈利能力边际改善明显。

### ● 公司亮点: 多因素共振成长, 2023 业绩有望拐点向上

2022 年公司凭借全产品生产布局及“软件+器材销售+上门服务”完备服务体系, 突破医院、军警等各类销售场景, 军警司系统项目储备量同增超 35%。展望公司发展, 行业政策暖风频吹, 公司作为赛道龙头或将超额受益。收入层面看, 储备订单预计陆续放量、各渠道持续开拓, 多点开花推动收入上升; 业绩层面看, 原材料成本下行叠加控费持续推进, 盈利能力修复逻辑通顺, 业绩拐点向上可期。

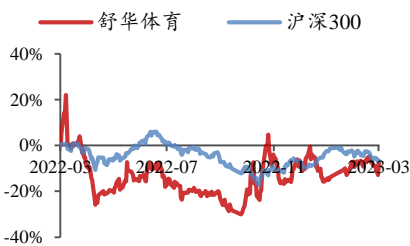
### ● 风险提示: 终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,562	1,352	1,932	2,349	2,810
YOY(%)	5.3	-13.5	42.9	21.6	19.6
归母净利润(百万元)	116	109	158	192	237
YOY(%)	-15.4	-5.5	44.5	21.7	23.0
毛利率(%)	28.2	29.8	29.9	29.9	30.2
净利率(%)	7.4	8.1	8.2	8.2	8.4
ROE(%)	9.0	8.5	11.8	13.2	14.9
EPS(摊薄/元)	0.28	0.27	0.38	0.47	0.58
P/E(倍)	39.7	42.0	29.1	23.9	19.4
P/B(倍)	3.6	3.6	3.4	3.2	2.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《产品+渠道双重发力, 健身器材制造龙头壁垒稳筑—公司首次覆盖报告》  
-2023.3.3

## 目 录

1、 2022 年收入承压，2022Q4 营收及业绩边际改善.....	3
2、 盈利能力：受益于原材料价格下行，Q4 净利率表现亮眼.....	5
3、 展望：多因素共振向上，2023 业绩有望拐点向上.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	7
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

## 图表目录

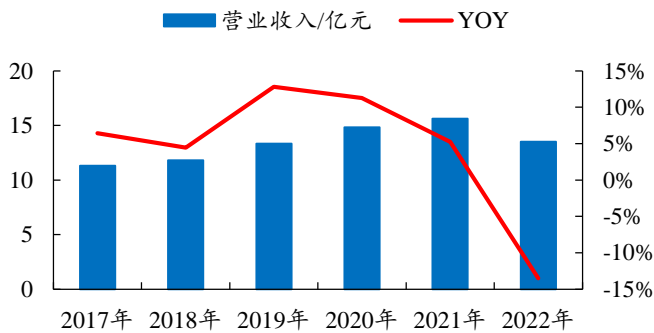
图 1： 2022 年公司收入同比下降 13.5%.....	3
图 2： 2022Q4 公司收入同比下降 10.7%.....	3
图 3： 2022 年公司归母净利润同降 5.5%.....	3
图 4： 2022Q4 公司归母净利润同增 21.5%.....	3
图 5： 2022 年公司净利率同比提升.....	6
图 6： 2022 年公司期间费用率为 18.2%.....	6
表 1： 2022 年公司各个品类收入承压，室内健身器材仍为公司营收支柱.....	4
表 2： 外销业务因国外市场疲软下降明显，经销商持续开拓.....	5

## 1、2022 年收入承压，2022Q4 营收及业绩边际改善

2022 年公司实现营收 13.5 亿元 (-13.5%)，归母净利润 1.09 亿元 (-5.5%)，扣非归母净利润 0.89 亿元 (-12.7%)，公司盈利能力改善，利润降幅小于营收降幅，实现非经损益政府补助 0.2 亿元拉动归母净利润增长。

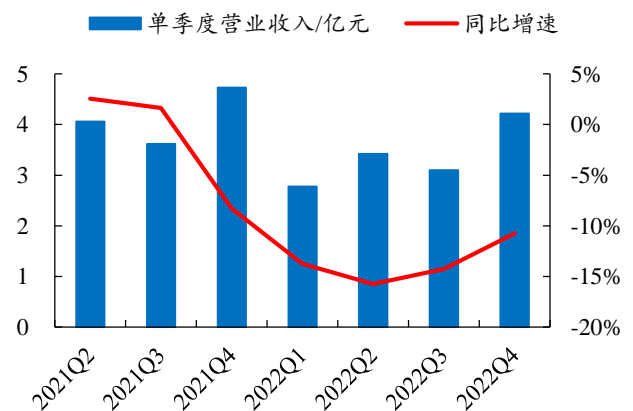
分季度看，2022Q4 收入 4.2 亿元，同减 10.7%，环增 36.12%，归母净利润 0.46 亿元，同增 21.5%，环增 176.22%，扣非归母净利润 0.497 亿元，同增 13.4%，环增 171.02%，公司 2022Q4 业绩表现亮眼，同比及环比均实现增长，主要系四季度为公司产品销售旺季，政企销售项目在年末回款节奏加快。

图1：2022 年公司收入同比下降 13.5%



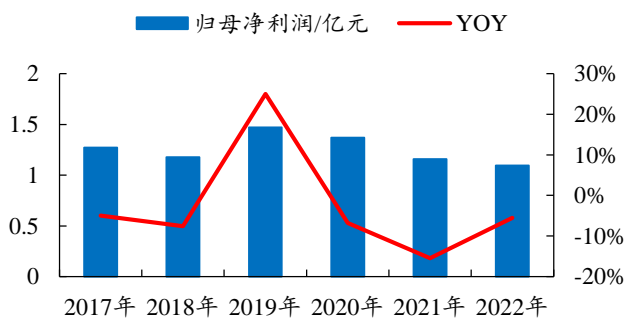
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022Q4 公司收入同比下降 10.7%



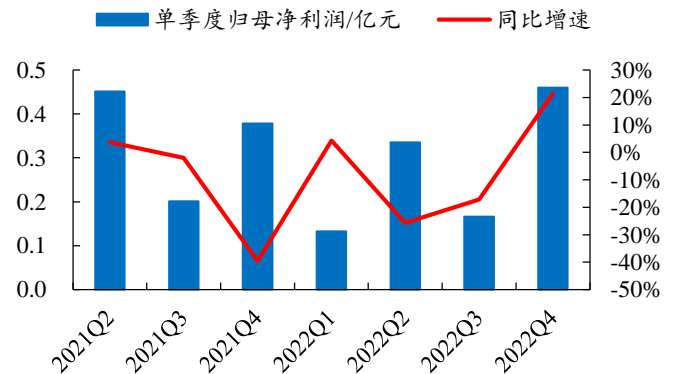
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2022 年公司归母净利润同降 5.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022Q4 公司归母净利润同增 21.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**分产品看：**2022 年公司各个品类收入因国内外经济疲软叠加疫情影响同比下降，室内健身器材/室外路径/展示架业务收入分别同比下降 15.7%/16.6%/1.7%，收入占比分别为 60.6%/14.9%/22.5%，室内健身器材仍为公司营收支柱。

- (1) **室内健身器材：**2022 年业务销售仍以跑步机、力量器械为主，两项主要产品销量均有下滑。跑步机方面，2022 年受宏观经济影响市场需求有所萎缩，叠加市场竞争加剧，公司跑步机品类市场份额同比减少，销量同减 27.39%。力量器械方面，以出口北美市场为主，因国外经济下滑，外

销力量器械产品销量随之下降，销量同减 47.66%。

- (2) **室外路径**：室外路径产品的主要客户为政府及企事业单位，随着疫情放开叠加政策扶植仍持续，我们预计业务收入占比将逐步提升。
- (3) **展示架**：稳定绑定阿迪达斯、安踏和特步等大型知名运动品牌，业务为公司贡献稳定现金流来源。

**表1：2022 年公司各个品类收入承压，室内健身器材仍为公司营收支柱**

亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>室内健身器材</b>	<b>5.09</b>	<b>5.73</b>	<b>6.23</b>	<b>9.63</b>	<b>9.71</b>	<b>8.18</b>
YOY	-2.1%	12.6%	8.7%	54.6%	0.8%	-15.7%
毛利率	42.6%	40.3%	40.8%	30.5%	27.0%	29.6%
收入占比	45.0%	48.5%	46.8%	64.9%	62.2%	60.6%
<b>跑步机</b>	<b>3.05</b>	<b>3.33</b>	<b>3.57</b>	<b>5.04</b>		
YOY	-10.0%	9.2%	7.2%	41.2%		
毛利率	45.2%	44.6%	46.8%			
<b>力量器械</b>	<b>0.88</b>	<b>1.1</b>	<b>1.36</b>	<b>3.16</b>		
YOY	25.7%	25.0%	23.6%	132.4%		
毛利率	43.6%	37.9%	33.2%			
<b>其他产品</b>	<b>1.17</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.43</b>		
YOY	4.5%	12.1%	0.0%	10.0%		
<b>室外路径</b>	<b>2.91</b>	<b>2.05</b>	<b>2.47</b>	<b>2.66</b>	<b>2.42</b>	<b>2.02</b>
YOY	27.1%	-29.6%	20.5%	7.7%	-9.0%	-16.6%
毛利率	56.9%	55.2%	51.1%	25.8%	26.4%	28.9%
收入占比	25.7%	17.4%	18.5%	18.0%	15.5%	14.9%
<b>展示架/展示用品</b>	<b>3.22</b>	<b>3.89</b>	<b>4.38</b>	<b>2.28</b>	<b>3.09</b>	<b>3.04</b>
YOY	6.6%	20.8%	12.6%	-47.9%	35.5%	-1.7%
毛利率	31.1%	31.7%	35.8%	31.4%	29.9%	29.7%
收入占比	28.4%	32.9%	32.9%	15.3%	19.8%	22.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**分渠道看：各个渠道收入同比下滑，盈利能力边际改善。**

- (1) **外销渠道**：2022 年收入 1.14 亿元，同比下降 46.6%，毛利率为 24.24%，同比增加 11.34pct。2022 年公司外销业务收入下降明显，主要系公司国外业务仍处于探索期，销售市场较为单一（以北美市场为主），业务主要受到国外经济下滑及局部冲突影响。
- (2) **经销商业务**：2022 年收入 4.17 亿元，同比下降 10.2%，毛利率为 37.0%，同比增加 0.7pct。公司经销商队伍实力强劲，截至 2022 年末，公司已发展经销商 240 余家，经销商以专卖店、购物中心、百货商场和超市中设立店中店等多种形式覆盖各级市场。同时，公司坚持推进经销商帮扶与激励，进一步激发经销商销售动力，2022 年公司核心和菁英经销商共计 81 家，占全部经销商总量的 30%左右，实现销售金额超经销商销

售总量的 70%。

- (3) **直销业务**：2022 年收入 8.21 亿元，同比下降 7.1%，毛利率为 27.0%，同比下降 0.7pct。直销业务为公司重点推进业务，业务目标客户主要为政企、商用健身房、专业院校等。2022 年国内商用市场有一定萎缩，商用俱乐部健身房等开业量下降，在此之下公司直销收入同比减少。2023 年随着公司电商渠道的铺开及政府采购订单落地，我们看好业务收入恢复稳健增长。

**表2：外销业务因国外市场疲软下降明显，经销商持续开拓**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>外销</b>	<b>0.68</b>	<b>0.83</b>	<b>0.99</b>	<b>2.76</b>	<b>2.14</b>	<b>1.14</b>
YOY	4.61%	22.06%	19.28%	178.64%	-22.3%	-46.6%
收入占比	6.01%	7.02%	7.42%	18.59%	13.7%	8.5%
毛利率				19.7%	12.9%	24.24%
<b>经销商业务</b>	<b>4.21</b>	<b>3.91</b>	<b>3.85</b>	<b>4.09</b>	<b>4.64</b>	<b>4.17</b>
YOY		-7.1%	-1.5%	6.2%	13.5%	-10.2%
收入占比	37.54%	33.49%	29.40%	27.6%	29.7%	30.8%
毛利率				37.9%	36.3%	37.0%
<b>直销业务</b>	<b>7.01</b>	<b>7.76</b>	<b>9.24</b>	<b>7.99</b>	<b>8.84</b>	<b>8.21</b>
YOY		10.7%	19.1%	-13.5%	10.6%	-7.1%
收入占比	62.46%	66.51%	70.60%	53.9%	56.6%	60.7%
毛利率				30.3%	27.7%	27.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

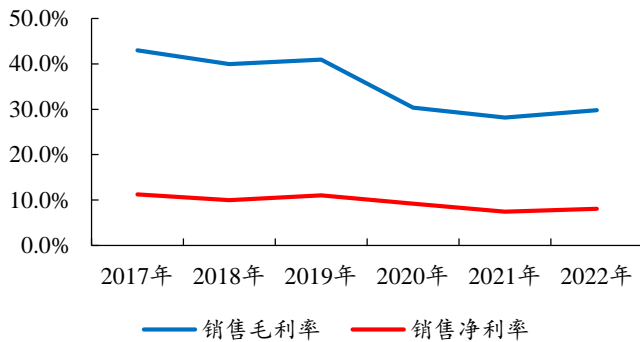
## 2、盈利能力：受益于原材料价格下行，Q4 净利率表现亮眼

公司盈利能力因原材料价格下降叠加控费持续同比改善，Q4 净利率表现亮眼。

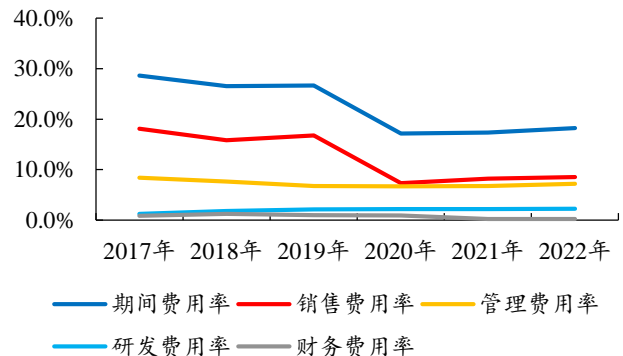
**毛利率方面**，2022 年公司整体毛利率为 29.8%，同比增长 1.6pct。2022Q4 公司毛利率为 32.5%，同比增长 2.5pct，环比增长 5.1pcts，毛利率边际向好或主要源于原材料价格下降。分渠道拆分看，外销/经销商/直销渠道毛利率分别为 24.2%/37.0%/27.0%，同比变化+11.32pct/+0.7 pct /-0.7 pct。

**费用率方面**，公司全年销售/管理/研发/财务费用率分别同比上升 0.3/0.5/0.1/0.0 pct 至 8.5%/7.2%/2.3%/0.2%，期间费用率上升 0.9pct 至 18.2%，主要系收入规模缩减所致。

**综合影响下**，公司净利率同比提升，Q4 净利率表现亮眼。2022 年，公司净利率为 8.1%，同比提升 0.7pct，2022Q4 公司净利率为 10.9%，同比提升 2.9%，环比提升 5.5%，单季度盈利能力边际改善明显。

**图5：2022 年公司净利率同比提升**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图6：2022 年公司期间费用率为 18.2%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、展望：多因素共振向上，2023 业绩有望拐点向上

展望 2023 年全年，行业政策暖风频吹，公司作为赛道龙头或将超额受益。收入层面看，2022 年储备订单预计陆续放量、疫后 To G 渠道及线上渠道将进一步铺开，多点开花推动公司收入上升；业绩层面看，原材料成本下行叠加控费持续推进，公司盈利能力修复逻辑通顺，业绩拐点向上可期。

积极探索“1+1+1”业务融合务新模式，有效避开同质化竞争。健身器材行业销售产品同质化程度高，产品在外观和功能上差异不大，因此消费者在短时间内较难感知品牌差异。2022 年，公司积极布局“硬件+软件+课程内容+专业健身教练”的健身平台，2022 年新增用户 9 万多位，同比增长近 90%，打造了多场景健身服务空间，以此避免了囿于产品的同质化竞争，通过健身平台及健身房引流，降低成本的同时，能够更好的触达消费者，全方位了解消费者需求痛点，继而通过良好的品牌形象及产品力变现。我们预计通过新模式的推行，公司在行业内的竞争优势和品牌形象有望得到进一步的巩固和提升。

产品+渠道+服务壁垒稳筑，强竞争力突破各类销售场景。2022 年公司系统性梳理了包含军警、企事业、校园等在内的各类业务的最佳打法，凭借全产品生产布局及“软件支持+器材销售+上门服务”的完备服务体系，逐一突破各地细分战场。为警司、消防、部队系统提供专业体能训练解决方案，为企业、电网、铁路、工会系统提供专业科学运动健康解决方案。2022 年，公司积极参与军民融合招投标项目，全国军警司系统项目储备量同比增长超 35%，公司储备订单量增幅明显，为 2023 年发展打下坚实基础。

#### 4、盈利预测与投资建议

2022年公司实现营业收入13.5亿元(-13.5%)，归母净利润1.09亿元(-5.5%)，扣非归母净利润0.89亿元(-12.7%)，公司盈利能力改善，利润降幅小于营收降幅，实现非经损益政府补助0.21亿元拉动业绩增长。2022Q4收入4.2亿元，同减10.7%，归母净利润0.46亿元，同增21.5%，公司业绩边际向好。我们上调盈利预测，并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为1.58/1.92/2.37亿元(2023-2024年原值为1.51/1.82亿元)，对应EPS为0.38/0.47/0.58元，当前股价对应PE 29.1/23.9/19.4倍，多因素共振推动公司成长，维持“买入”评级。

#### 5、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。





## 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