

数字化业务破圈，赛车升级大体育领域

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年报和2023年一季报, 2022实现营收2.6亿元, 同比下降8.0%; 归母净利润为-0.76亿元; 2023Q1单季度看, 实现营收0.92亿元, 同比增长71.3%, 归母净利润为0.10亿元, 同比增长166.9%。
- **受大环境影响公司2022年业绩承压, 新布局数字体育业务。** 1) **体育场馆经营业务:** 受大环境影响, 2022年公司经营的各个体育馆出现3-6个月停业期, 场馆经营业务受到冲击, 2022营收达0.63亿元, 同比减少3.1%, 毛利率为0.5%, 同比减少19.6个百分点。2) **体育赛事经营业务:** 2022年公司经营的授权赛事IP和自主IP举办场次都不同程度减少, 致使营收增速放缓, 2022营收1.24亿元, 同比增长12.5%, 毛利率为29.1%, 同比减少2.4个百分点。3) **体育俱乐部经营业务:** 2022营收0.27亿元, 同比减少1.6%, 毛利率为20.4, 同比减少9.7个百分点。4) **市场营销服务业务:** 2022营收0.19亿元, 同比增加8.3%, 毛利率为-8.1%, 同比减少29.3个百分点。5) **体育装备制造与销售业务:** 受大环境影响, 2022年国内各地新增卡丁车场馆较少, 市场需求减弱, 2022营收为0.18亿元, 同比减少38.5%, 毛利率为22.0%, 同比减少11.0个百分点。6) **数字体育业务:** 为公司新布局业务, 深度整合参股子公司“悦动天下”, 积极进行数字化转型, 2022营收0.01亿元, 毛利率为43.2%。
- **公司业务逐渐步入正轨, 2023Q1盈利水平与期间费用率回归正常区间。** 在防疫政策放开的背景下, 2023Q1, 毛利率和净利率分别达42.8%、28.4%, 与2022年同期相比分别提升25.9个百分点、51.1个百分点。公司期间费用率为18.8%, 销售、管理和财务费用率分别为2.2%、14.8%、1.9%, 同比下降0.3、24.1、1.0个百分点。
- **积极推进全民健身平台建设, 利用数字化转型破圈。** 自2021年起, 公司以“体育数字化”服务为切入点, 定位全民健身数字化服务, 着力打造数字体育平台建设及产业生态, 在AIGC与VR等技术加持下, 布局全民健身和体育教育两大赛道。利用“悦动圈”APP推动全民健身覆盖范围, 2022年平台矩阵DAU约169万, 发展空间大。
- **盈利预测与投资建议。** 疫后体育赛事举办市场需求强烈, 预计公司未来各板块业务迅速恢复, 2023-2025年归母净利润分别为0.8、1.2、1.6亿元。给予公司2023年50倍PE, 对应目标价26.00元, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 行业受宏观经济波动影响风险、市场竞争加剧风险、体育赛事推广权无法延展或商权费大幅上升风险、体育赛事业务增速不及预期风险。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 258.30 | 491.62 | 673.74 | 833.35 |
| 增长率 | -8.04% | 90.33% | 37.05% | 23.69% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -76.40 | 83.29 | 120.01 | 162.12 |
| 增长率 | 7.91% | 209.02% | 44.09% | 35.09% |
| 每股收益EPS(元) | -0.48 | 0.52 | 0.75 | 1.01 |
| 净资产收益率ROE | -8.35% | 10.70% | 13.61% | 15.89% |
| PE | -48 | 44 | 30 | 22 |
| PB | 5.40 | 5.31 | 4.62 | 3.93 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 1.60 |
| 流通A股(亿股) | 1.40 |
| 52周内股价区间(元) | 9.98-22.75 |
| 总市值(亿元) | 36.41 |
| 总资产(亿元) | 10.59 |
| 每股净资产(元) | 4.52 |

相关研究

目 录

| | |
|---|-----------|
| 1 运动行业龙头，全产业链布局形成特有商业模式 | 1 |
| 1.1 国内领先的汽车运动运营服务商，借助“运动银行”积极数字化转型..... | 1 |
| 1.2 受疫情因素影响，公司业绩承压明显..... | 6 |
| 1.3 股权结构清晰稳定，股权激励促进公司良性发展..... | 7 |
| 2 盈利预测与估值 | 8 |
| 2.1 盈利预测..... | 8 |
| 2.2 相对估值..... | 9 |
| 3 风险提示 | 10 |

图 目 录

| | |
|--|---|
| 图 1：公司为国内领先的汽车运动运营服务商..... | 1 |
| 图 2：“悦动圈”文化主题虚拟路线赛..... | 4 |
| 图 3：“悦动圈”AI 运动系统..... | 4 |
| 图 4：2017-2022 年公司主营业务营收占比..... | 5 |
| 图 5：2017-2022 年公司分业务营收及增速（亿元）..... | 6 |
| 图 6：2017-2022 年公司分业务毛利率..... | 6 |
| 图 7：2017-2023Q1 公司营业收入及增速（亿元）..... | 6 |
| 图 8：2017-2023Q1 公司归母净利润（亿元）..... | 6 |
| 图 9：2017-2023Q1 公司净利率及毛利率..... | 7 |
| 图 10：2017-2023Q1 公司各项费用率..... | 7 |
| 图 11：2017-2023Q1 公司研发费用及费用率（百万元）..... | 7 |
| 图 12：2017-2022 年公司研发人员数量及占比..... | 7 |
| 图 13：力盛体育股权结构（截止 2023 年 4 月 23 日）..... | 8 |

表 目 录

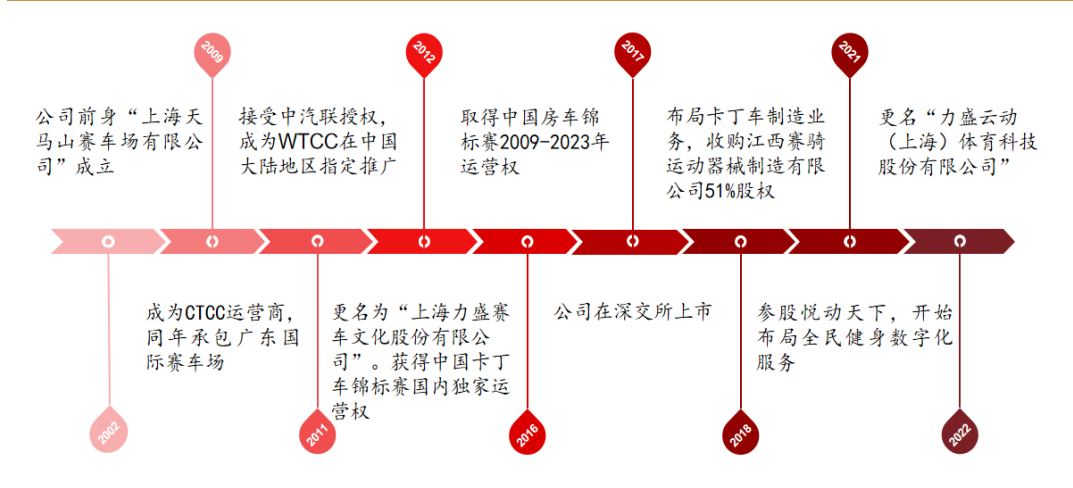
| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 1：公司经营的体育赛事..... | 2 |
| 表 2：公司运营的体育场馆..... | 3 |
| 表 3：公司运营的俱乐部..... | 4 |
| 表 4：分业务收入及毛利率..... | 8 |
| 表 5：可比公司估值（截止至 2023 年 4 月 23 日）..... | 10 |
| 附表：财务预测与估值..... | 11 |

1 运动行业龙头，全产业链布局形成特有商业模式

1.1 国内领先的汽车运动运营服务商，借助“运动银行”积极数字化转型

力盛体育是国内领先的汽车运动运营服务商，布局全民健身数字化服务。力盛云动（上海）体育科技股份有限公司成立于 2002 年 10 月 16 日，前身为上海天马山赛车场有限公司。公司拥有卡丁车锦标赛、中国房车锦标赛等多项体育赛事的独家运营权。2017 年公司在深交所上市，2018 年开始布局体育装备制造与销售业务，收购江西赛骑运动器械制造有限公司 51% 股权。2021 年开始推动公司数字化转型，参股悦动天下，大力发展全民健身业务。2022 年 4 月更名为“力盛云动（上海）体育科技股份有限公司”。

图 1：公司为国内领先的汽车运动运营服务商



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

目前公司的主营业务可分为体育赛事经营、体育场馆经营、体育俱乐部经营、市场营销服务和体育装备制造与销售、数字体育业务六大板块。公司深耕汽车运动产业，以赛事运营为核心、赛车场和赛车队为载体，市场营销服务、体育装备制造销售业务和数字体育业务为延伸，为客户提供汽车运动全产业链服务。各业务相互关联、互为支撑，具有明显的协同效应。

1) 体育赛事经营：主要模式是以公司自创赛事 IP 或向赛事 IP 拥有者申请并取得赛事 IP 运营资格，进而制定赛事规则并组织车队或车手参赛。公司现经营自主赛事 8 项，授权运用赛事 7 项。其收入来源包括企业的商业冠名赞助收入、参赛服务收入和来自合作赛事方的收入；主要的成本包括赛事 IP 的商权费、比赛场地的租赁费、媒体投放成本以及赛事后勤服务的采购成本等。公司于 2022 年底与 PICO 合作，依托 CTCC 澳门站赛事 IP 打造“VR 嗨享澳门大赛车”点播节目，以专业视角和能力将赛车真实场景引入 VR 终端。

表 1：公司经营的体育赛事

| 分类 | 赛事名称 | 介绍 |
|------|-------------------|--|
| 自主赛事 | 天马论驾 | 公司打造的一场一品的自主赛事 IP，立足于 STC 上海天马赛车场，经过上海市汽车摩托车运动协会批准的，由 STC-上海天马赛车场负责推广、组织和实施的地区性的民间综合性赛事活动。 因受宏观经济环境等影响，2022 赛季未举行该赛事。 |
| | 中南赛车节 | 公司打造的一场一品的自主赛事 IP，立足于 ZZIC 株洲国际赛车场，是地区性综合性赛事活动平台， 2022 年共举办 1 场比赛。 |
| | 超级耐力锦标赛 | 公司打造的横向自主赛事 IP，可在公司体系内的所有赛车场举办。 2022 年共举办 1 场比赛。 |
| | 风云战 | 公司打造的横向自主赛事 IP，可在公司体系内的所有赛车场举办。是改装商家/俱乐部/车队非常重视和积极参与的赛事之一。 因受宏观经济环境等影响，2022 赛季未举行该赛事。 |
| | 精英系列赛 | 公司打造的横向自主赛事 IP，可在公司体系内的所有赛车场举办。以初获驾照的人群为基础，2021 年调整参赛车型为上汽 MG 车型， 2022 年共举办 6 站比赛。 |
| | 力盛超级赛道节 | 公司打造的横向自主赛事 IP，可在公司体系内的所有赛车场举办。 2022 年共举办 1 场比赛。 |
| | 24 小时卡丁车耐力赛 | 公司自主赛事 IP，由株洲国际卡丁车场创办于 2018 年。 2022 年共举办 1 场比赛。 |
| | 天马摩托车会赛 | 公司自主赛事 IP，由上海天马赛车场创办于 2021 年。 因受宏观经济环境等影响，2022 赛季未举行该赛事。 |
| 授权赛事 | 国际汽联亚洲三级方程式锦标赛 | 2018 年经由国际汽联授权举办的亚洲区域性三级方程式比赛，是车手从四级方程式晋级至一级方程式不可或缺的一部分。 2022 年共举办 5 站比赛。 |
| | TCR 国际汽车亚洲系列赛 | 是 TCR 国际汽车系列赛在亚洲地区唯一的官方授权赛事， 2022 年共举办 6 站比赛。 |
| | TCR 国际汽车中国系列赛 | 为 TCR 国际系列赛官方授权赛事，是在中国举行的全国性系列赛。 2022 年共举办 6 站比赛。 |
| | 法拉利亚太挑战赛 | 2011 年正式引入亚太区成为法拉利亚太挑战赛， 2022 赛季，在阿拉伯联合酋长国的阿布扎比、迪拜两个城市举办了 2 站比赛。 |
| | CTCC 中国汽车（场地）职业联赛 | 由中汽摩联主办，力盛体育旗下的控股子公司上海力盛体育文化传播有限公司承办，始于 2004 年。 2022 先后在华东、华中和华南三大经济区的 3 地 4 座不同赛车场共举办 6 个分站赛事。 |
| | 赛卡联盟超级联赛中国卡丁车锦标赛 | 是中汽摩联主办的中国最高级别卡丁车赛事，诞生于 1997 年，是中国存续时间最长的国家级卡丁车赛事。 2022 年共举办 4 站。 |
| | 保时捷亚洲卡雷拉杯赛 | 已发展成为亚洲地区首屈一指的赛车赛事， 2022 年共举办 3 站比赛。 |
| | GT 短程系列赛 | 是 2021 年新开发的 GT 级别赛事，包含 GT3、GT4 和 GTC 三个组别。 2022 年共举办 3 站。 |
| | 中国保时捷运动杯 | 2019 年引入中国，是专为中国保时捷爱好者打造的赛道嘉年华。 2022 赛季共举办 4 站比赛。 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

2) 体育场馆经营：公司运营的场馆可分为专业级赛车场、赛车运动及驾驶体验中心和卡丁车场馆三类。专业级赛车场为各类专业赛车赛事、汽车/电动车厂商专业试驾等活动提供场地及配套服务；利用场地及配套设施为商家提供驻场服务等。赛车运动及驾驶体验中心主要与整车厂合作，承担其品牌推广及客户体验的服务功能。卡丁车场馆即“赛卡联盟”连锁品牌经营满足人们对卡丁车驾驶竞技、娱乐以及日常聚会的社交需求。截至 2022 年，公司共计经营 3 座国际标准赛车场、3 座赛车运动及驾驶体验中心、10 家赛卡联盟连锁卡丁车场馆。

表 2：公司运营的体育场馆

| 分类 | 场馆名称 | 介绍 |
|---------------------|-------------------|--|
| 国际标准 赛车场 | 上海天马赛车场 | 建成于 2003 年，位于上海市松江区，占地 221 亩，拥有 2.063 公里的赛道，赛道最宽处达 14 米，并拥有 260 米 X60 米的测试场，以及越野道。 |
| | 汽摩中心培训基地 | 建成于 1996 年，被誉为“赛手的摇篮”，拥有全长 2 公里国际标准砂石短道拉力赛道，长 170 米、宽 86 米的柏油试车路面等培训场地及配套设施。该场地产权不属于公司，公司的控股子公司北京中汽联赛车文化有限公司 2015 年起负责经营管理汽摩中心培训基地主要场地设施，开展赛车培训、赛道服务等业务。 |
| | 株洲国际赛车场 | FIA 国际标准二级赛道，位于湖南株洲高科汽车博览园，建成于 2019 年。该场地产权不属于公司，公司的控股子公司株洲力盛国际赛车场经营管理有限公司负责经营管理。 |
| 赛车运动 及驾驶 体验中心 | 力盛（武汉）赛车 体验中心 | 建成于 2017 年底，位于武汉市蔡甸区，由国内著名赛道设计师姚启明博士设计，于 2018 年正式投入运营，该场地产权不属于公司，仅由公司负责经营管理。 |
| | 宝马驾驶体验中心 | 于 2017 年 3 月投入运营，位于上海市浦东新区世博园区内，是宝马在亚洲地区的首家品牌与驾驶体验中心。该场地产权不属于公司，仅由公司负责经营管理。 |
| | 路虎湖州体验中心 | 于 2012 年投入使用，位于浙江省湖州市德清县莫干山裸心谷内，是路虎在中国唯一认证的官方体验中心。该场地产权不属于公司，2017 年 9 月由公司接手负责经营管理。 |
| 卡丁车 场馆 | 赛卡联盟株洲国际 卡丁车场 | 建成于 2017 年 11 月，是华南地区首个按照 FIA-CIK 国际标准设计建造的卡丁车场，占地面积 67 亩，于 2018 年正式投入运营。该场地产权不属于公司，公司的控股子公司株洲力盛国际赛车场经营管理有限公司负责经营管理。 |
| | 赛卡联盟上海松江店 | 于 2018 年投入正式运营，位于上海市松江区，是力盛体育运营的首家室内卡丁车馆，赛道面积约 4000 平方米。 |
| | 赛卡联盟金华国际 卡丁车场 | 位于金华市新能源汽车小镇汽车文化公园内，由政府投资建造，完全按照 FIA-CIK 国际标准设计建造，赛道长约 1.02 公里，宽 8-11 米，由公司从 2019 年开始经营管理。 |
| | 赛卡联盟武汉南国店 | 于 2020 年投入正式运营，位于湖北省武汉市江汉区解放大道 1381 号泛悦南国中心一期，是武汉地区首个室内电动卡丁车馆，也是赛卡联盟首家室内电动卡丁车馆。 |
| | 赛卡联盟上海天马店 | 于 2021 年 5 月投入正式运营，位于上海市松江区沈砖公路 3000 号上海天马赛车场内，赛道面积约 5000 平方米。 |
| | 赛卡联盟慈溪金源店 | 于 2021 年 9 月投入正式运营，位于浙江省宁波市杭州湾新区金源大道 19 号世纪金源购物中心 B 栋负一层，赛道面积约 3500 平方米。 |
| | 赛卡联盟上海世博店 | 于 2021 年 10 月投入正式运营，位于上海市浦东新区雪野路 35 号 BMW 上海体验中心内，赛道面积约 5000 平方米，是公司运营的首家室外电动卡丁车场。 |
| | 赛卡联盟北京中汽联 卡丁车场 | 于 2022 年 7 月投入正式运营，位于北京市通州区汽摩中心培训基地内。 |
| | 赛卡联盟南昌 雷公坳店 | 于 2022 年 7 月投入正式运营，位于江西省南昌市青山湖雷公坳文化产业园内。 |
| | 赛卡联盟上海 科体中心店 | 于 2023 年 1 月投入正式运营，位于上海市虹口区新同心路 318 号。场馆采用全新 333E-KART 作为主力车型。 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

3) 体育俱乐部经营: 体育俱乐部主要有两种形式: 第一种是厂商冠名的车队, 主要服务对象是整车厂, 主要收入来自整车厂的冠名赞助。例如公司经营的上汽大众 333 车队、MG XPOWER 车队和东风风神车队; 第二种是俱乐部车队, 主要服务对象是有参赛需求的爱好者, 主要收入来自车手的参赛服务费。例如 KINGSTONE 景淳车队。

表 3: 公司运营的俱乐部

| 俱乐部名称 | 介绍 |
|----------------|--|
| 上汽大众 333 车队 | “上汽大众”冠名赞助的厂商车队, 创立于 2001 年。连续七年获得中国汽车拉力锦标赛年度总冠军, 连续两年在亚太汽车拉力锦标赛和世界汽车拉力锦标赛获得不同参赛组别冠军等。 |
| MG XPOWER 车队 | 上海汽车集团股份有限公司以“MG”名爵冠名赞助的厂商车队, 创立于 2019 年。2022 赛季获 CTCC 超级杯年度车队冠军, TCRAAsia 年度车队亚军。 |
| 东风风神车队 | 东风技术中心以“东风风神”冠名赞助的厂商车队, 创立于 2019 年。2020 年获 CTCC 中国杯年度车队冠军, 2022 年再次获得 CTCC 中国杯年度厂商车队冠军及年度车手冠军。 |
| KINGSTONE 景淳车队 | 由上海景淳投资管理有限公司组建, 委托俱乐部进行技术支持和参赛服务, 参加了 2022 年度 CTCC 超级杯和 TCRAAsia 株洲站比赛。 |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4) 市场营销服务: 其业务主要包括专业试乘试驾、车秀及发布、巡展路演、品牌培训等。基于赛事影响力、赛车场和赛车手等赛车运动优势资源的基础上, 公司开展市场营销服务业务为汽车品牌推广提供延伸服务。

5) 体育装备制造与销售: 2018 年收购江西赛骑运动器械制造有限公司后开始涉足卡丁车运动器械的研发、制造、加工及销售。

6) 数字体育业务: 围绕“全民健身”和“体育教育”展开, 2021 年参股悦动天下后, 利用悦动天下的明星产品“悦动圈”APP 来推动全民健身覆盖范围。以运动银行产品打造用户心智, 使其持续迭代更新, 包括智能穿戴、AI 体育课、线上赛等产品, 构建全面流量矩阵, 2022 年平台矩阵 DAU 约 169 万。校园体育教育是学校体育教育数字化解决方案, 基于悦动圈 AI 动作识别技术, 通过智能手机识别身体轨迹, 并对数字化转化的动作数据进行统计。利用体育教学数字升级, 形成 AI 体育课、AI 体测、校园赛事服务。

图 2: “悦动圈”文化主题虚拟路线赛



数据来源: 悦动圈, 西南证券整理

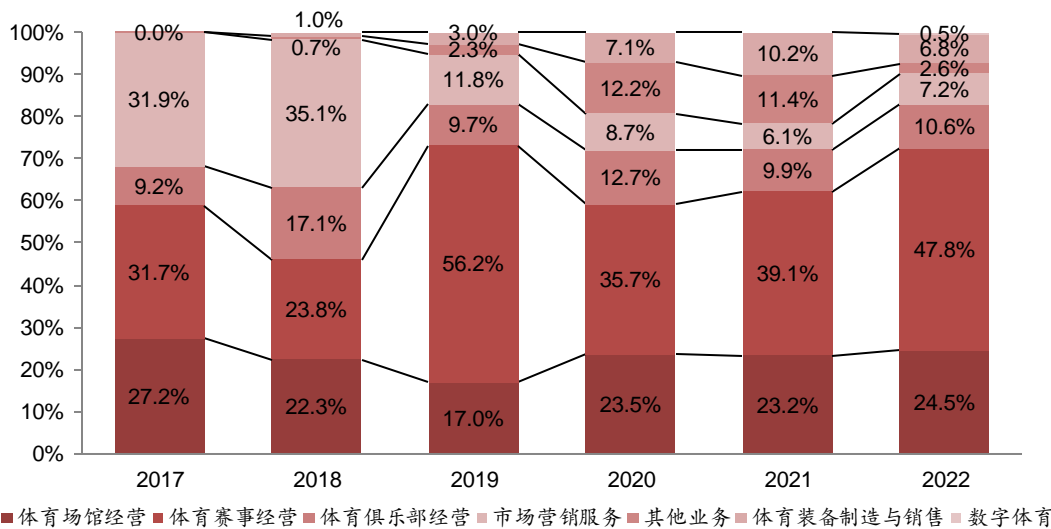
图 3: “悦动圈”AI 运动系统



数据来源: 悦动圈, 西南证券整理

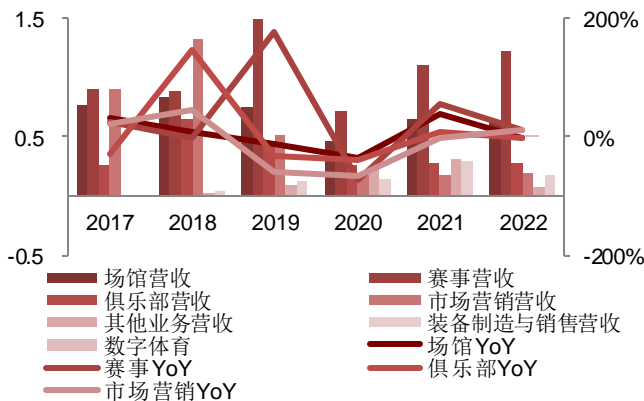
体育赛事经营业务为核心，体育装备制造与销售业务增长明显。2021 年公司体育赛事经营业务营收占比为 39.1%，为公司最核心业务，体育装备制造与销售业务自 2018 年布局以来逐年增长，卡丁车娱乐消费热情在 2021 年得到释放，2021 年营收占比从 2018 年 1% 增长至 10.2%。2022 年受整体经济影响，公司业务受到较大冲击，体育赛事经营业务支撑近一半营收，2022 年公司体育赛事经营业务营收占比为 47.8%，同比增长 8.7 个百分点，体育装备制造与销售业务营收占比为 6.8%，同比下降 3.4 个百分点，2022 年公司新加入数字体育业务，占总营收 0.5%，随着后续运动账户进一步沉淀，预计该业务将持续发展。

图 4：2017-2022 年公司主营业务营收占比

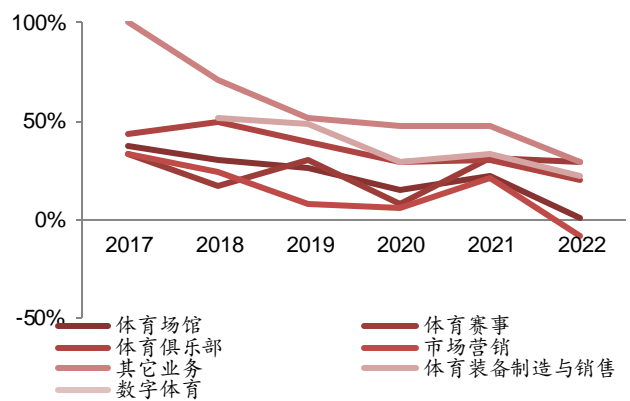


数据来源：Wind，西南证券整理

体育赛事经营业务疫情期间营收回暖势头较好，受经济影响各业务毛利率承压。受大环境影响，公司经营赛事场次下降，所经营的各个体育馆也出现 3-6 个月停业期，同时受宏观经济影响，公司经营成本增加导致各板块毛利下滑。2022 年公司体育场馆经营业务营收为 0.63 亿元/YoY-3.1%，毛利率为 0.5%，同比下降 21.4 个百分点；体育赛事经营业务营收为 1.2 亿元/YoY+12.5%，毛利率为 29.1%，同比下降 2.4 个百分点；体育俱乐部经营业务营收为 0.27 亿元/YoY-1.6%，毛利率为 20.4%，同比下降 9.7 个百分点；市场营销服务业务营收为 0.19 亿元/YoY+8.3%，毛利率为 -8.1%，同比下降 29.2 个百分点；体育装备制造与销售业务营收为 0.18 亿元/YoY-38.5%，毛利率为 22.0%，同比下降 10.9 个百分点；其它业务营收 0.07 亿元/YoY-79.4%，毛利率为 28.9%，同比下降 19.0 个百分点；数字体育业务营收为 2022 年新增业务，营收为 0.01 亿元，毛利率高达 43.2%。

图 5：2017-2022 年公司分业务营收及增速 (亿元)


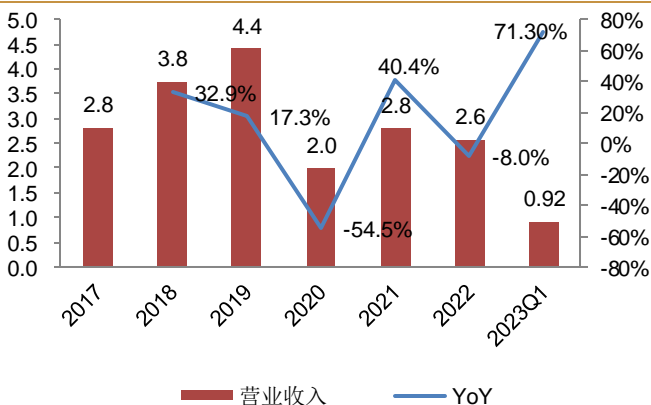
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：2017-2022 年公司分业务毛利率


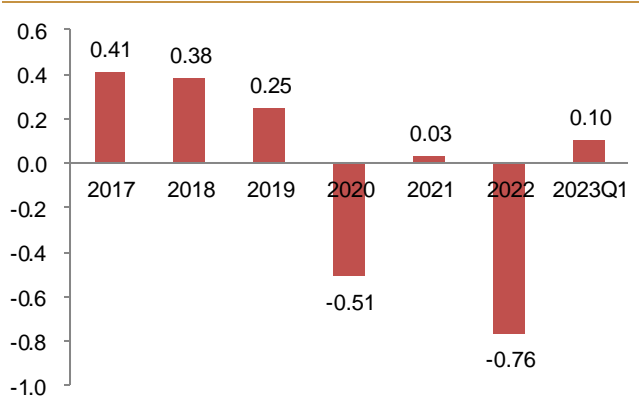
数据来源：Wind, 西南证券整理

1.2 受疫情因素影响，公司业绩承压明显

疫情叠加宏观经济影响下，公司 2022 年业绩受到较大影响，2023Q1 复苏强劲。2021 年公司实现营收 2.8 亿元，同比增长 40.4%，归母净利润为 0.03 亿元。2022 年公司运营的天马论驾、风云战、天马摩托车会赛等多项赛事全年未举办，其余赛事的举办也受到不同程度的影响有所减少，体育场馆经营出现 3-6 个月的停业期。致使公司营收承压，2022 年公司实现营收 2.6 亿元，同比下降 8.0%。2022 年公司分摊股权激励和员工持股计划 2613.60 万元的股份支付成本，致使公司出现较大亏损，归母净利润为 -0.76 亿元。2023 年，在海外赛事率先复苏下，公司 2023Q1 实现营业收入 0.92 亿元，同比增长 71.3%；实现归母净利润 0.10 亿元，同比扭亏为盈。

图 7：2017-2023Q1 公司营业收入及增速 (亿元)


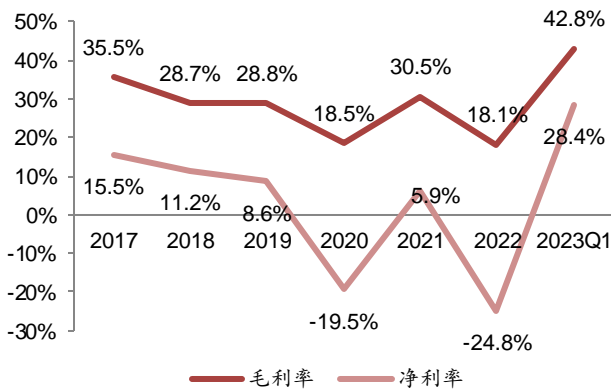
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：2017-2023Q1 公司归母净利润 (亿元)


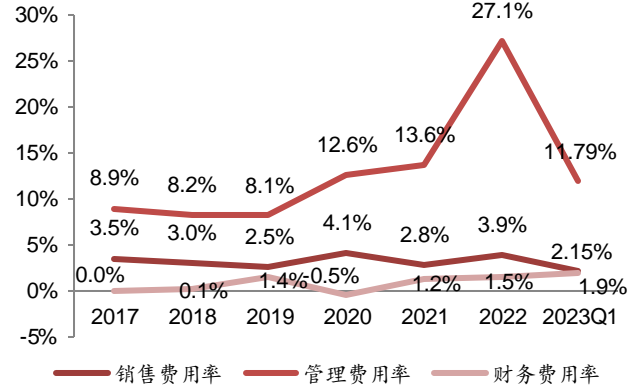
数据来源：Wind, 西南证券整理

随着公司业务步入正轨，公司盈利水平回归正常区间。受宏观经济影响，公司经营成本增加导致各板块毛利下滑，2022 年公司毛利率为 18.1%，同比下滑 12.7 个百分点，净利率为 -24.8%，同比下滑 30.7 个百分点。2023Q1，公司盈利水平显著回升，毛利率和净利率分别达 42.8%、28.4%，与 2022 年同期相比分别提升 25.9 个百分点、51.1 个百分点。

2023Q1 公司期间费用率水平下降明显。2022 年公司期间费用率为 32.5%，销售、管理和财务费用率分别为 3.9%、27.1%、1.5%，同比增加 1.1、13.5、0.3 个百分点，销售费用增加主要系新增新能源车营销业务，管理费用大幅提高主要因为分摊员工持股计划和股权激励股份支付成本。2023Q1，公司期间费用率为 18.8%，销售、管理和财务费用率分别为 2.2%、14.8%、1.9%，同比下降 0.3、24.1、1.0 个百分点。

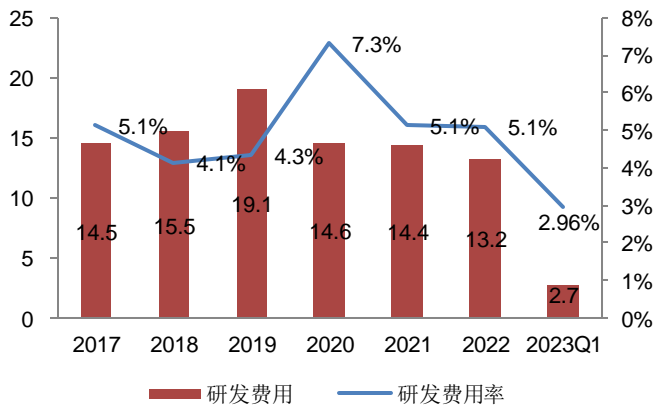
图 9：2017-2023Q1 公司净利率及毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

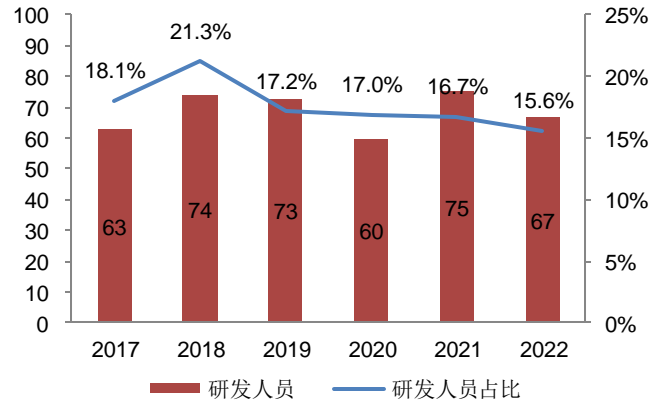
图 10：2017-2023Q1 公司各项费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

公司重视研发创新，营收承压情况下研发投入稳定。公司持续对赛车组件和卡丁车业务进行研发投入，在 2022 年营收受大环境和经济影响较大情况下，研发费用率仍维持在去年水平。2022 年公司研发费用为 0.4 亿元，占总营收的比例为 5.1%，公司研发人员数量为 67 人，同比减少 10.7%，研发人员占比为 15.6%，同比减少 1.1 个百分点。

图 11：2017-2023Q1 公司研发费用及费用率 (百万元)


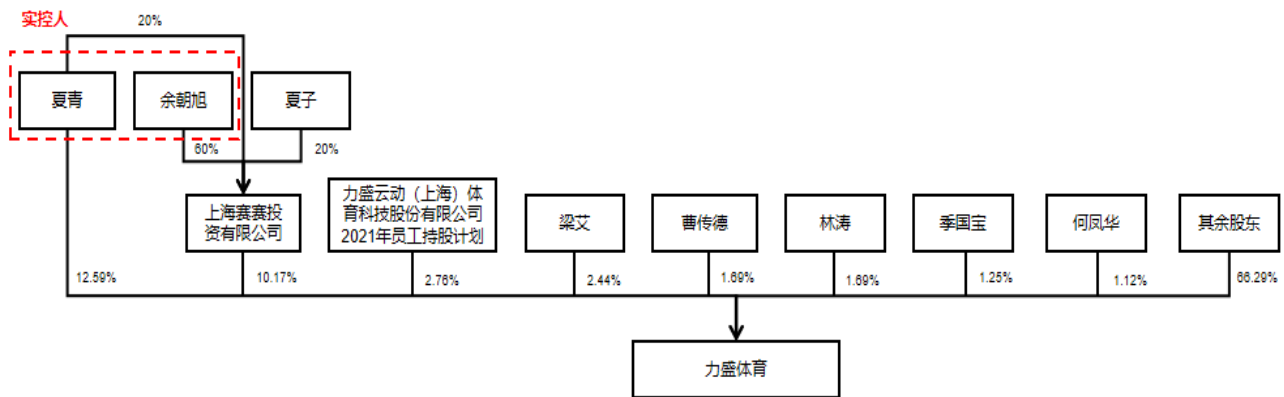
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2017-2022 年公司研发人员数量及占比


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 股权结构清晰稳定，股权激励促进公司良性发展

力盛股权结构清晰稳定，夏青夫妇为实际控制人。公司的控股股东为夏青，夏青与余朝旭夫妇为公司的实际控制人。夏青持有 22.78% 股权，其中直接持股为 12.60%，通过上海赛赛投资有限公司间接持股 10.18%。员工持股计划覆盖核心骨干，持续构建公司核心骨干与公司长期成长价值的责任绑定。

图 13：力盛体育股权结构（截止 2023 年 4 月 23 日）


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2022 年公司多场赛事未按原计划举行，预计疫情放开后，赛事举办恢复正常，市场需求增加，2023 年公司“赛卡联盟”计划在全国范围内新开 10 家门店将会进一步促进体育场馆经营业务增长。我们预计 2023-2025 年公司体育场馆经营营收同比 +50.0%/+30.0%/+20.0%，体育赛事经营营收同比 +130.0%/+40.0%/+20.0%，体育俱乐部经营营收同比 +20.0%/+15.0%/+10.0%，市场营销服务营收同比 +30.0%/+15.0%/+15.0%，体育装备制造与销售营收同比 +100.0%/+50.0%/+40.0%。

假设 2：公司体育场馆业务毛利率在正常运营情况下较为固定，其它业务的毛利率在疫情开放的背景下，预计得到明显恢复。我们预计 2023-2025 年公司体育场馆经营毛利率为 25.0%/28.0%/28.0%，体育赛事经营毛利率为 30.0%/34.0%/35.0%，体育俱乐部经营毛利率为 38.0%/40.0%/40.0%，市场营销服务毛利率为 12.7%/20.3%/27.2%，体育装备制造与销售毛利率为 27.9%/26.0%/26.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年收入拆分预测如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|------|-------|--------|-------|-------|
| 体育场馆经营 | 收入 | 63.2 | 94.8 | 123.3 | 147.9 |
| | 增速 | -3.1% | 50.0% | 30.0% | 20.0% |
| | 营业成本 | 62.9 | 71.1 | 88.7 | 106.5 |
| | 毛利率 | 0.5% | 25.0% | 28.0% | 28.0% |
| 体育赛事经营 | 收入 | 123.5 | 284.1 | 397.7 | 477.2 |
| | 增速 | 12.5% | 130.0% | 40.0% | 20.0% |

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|------|--------|--------|--------|--------|
| | 营业成本 | 87.6 | 198.9 | 262.5 | 310.2 |
| | 毛利率 | 29.1% | 30.0% | 34.0% | 35.0% |
| 体育俱乐部经营 | 收入 | 27.4 | 32.9 | 37.9 | 41.6 |
| | 增速 | -1.6% | 20.0% | 15.0% | 10.0% |
| | 营业成本 | 21.8 | 20.4 | 22.7 | 25.0 |
| | 毛利率 | 20.4% | 38.0% | 40.0% | 40.0% |
| 市场营销服务 | 收入 | 18.6 | 24.2 | 27.9 | 32.0 |
| | 增速 | 8.3% | 30.0% | 15.0% | 15.0% |
| | 营业成本 | 20.1 | 21.1 | 22.2 | 23.3 |
| | 毛利率 | -8.1% | 12.7% | 20.3% | 27.2% |
| 体育装备制造与销售 | 收入 | 17.7 | 35.3 | 53.0 | 74.2 |
| | 增速 | -38.5% | 100.0% | 50.0% | 40.0% |
| | 营业成本 | 13.8 | 25.5 | 39.2 | 54.9 |
| | 毛利率 | 22.0% | 27.9% | 26.0% | 26.0% |
| 数字体育 | 收入 | 1.2 | 3.7 | 9.2 | 23.1 |
| | 增速 | - | 200.0% | 150.0% | 150.0% |
| | 营业成本 | 0.7 | 1.8 | 4.0 | 9.3 |
| | 毛利率 | 43.2% | 52.6% | 56.4% | 59.9% |
| 其他业务 | 收入 | 6.6 | 16.6 | 24.8 | 37.2 |
| | 增速 | -79.4% | 150.0% | 50.0% | 50.0% |
| | 营业成本 | 4.7 | 10.3 | 14.5 | 20.3 |
| | 毛利率 | 28.9% | 37.5% | 41.7% | 45.6% |
| 合计 | 收入 | 258.3 | 491.6 | 673.7 | 833.4 |
| | 增速 | -8.0% | 90.3% | 37.0% | 23.7% |
| | 营业成本 | 211.6 | 349.1 | 453.9 | 549.4 |
| | 毛利率 | 18.1% | 29.0% | 32.6% | 34.1% |

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业中与力盛体育业务最为相近的中体产业、兰生股份、米奥会展作为可比公司，3家可比公司2022-2024年平均PE分别为179、58、43倍。预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.8、1.2、1.6亿元。公司为汽车运动龙头，受益于疫后赛事市场高需求，AI技术持续赋能数字体育业务发展，给予公司2023年50倍PE，对应目标价26.00元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值（截止至 2023 年 4 月 23 日）

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------|-----|-----|-----|
| | | | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | 22E | 23E | 24E |
| 600158.SH | 中体产业 | 9.71 | 0.06 | 0.07 | 0.10 | 0.13 | 26 | 135 | 97 | 76 |
| 6100.HK | 兰生股份 | 9.57 | 0.22 | 0.03 | 0.29 | 0.40 | 4 | 319 | 33 | 24 |
| 600662.SZ | 米奥会展 | 67.56 | -0.58 | 0.50 | 1.58 | 2.30 | - | 82 | 43 | 29 |
| 平均值 | | | | | | | 153 | 179 | 58 | 43 |

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 行业受宏观经济波动影响风险。
- 2) 市场竞争加剧风险。
- 3) 体育赛事推广权无法延展或商权费大幅上升风险。
- 4) 体育赛事业务增速不及预期风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 258.30 | 491.62 | 673.74 | 833.35 | 净利润 | -64.09 | 83.29 | 120.01 | 162.12 |
| 营业成本 | 211.62 | 349.10 | 453.88 | 549.44 | 折旧与摊销 | 28.01 | 15.63 | 15.16 | 15.16 |
| 营业税金及附加 | 1.08 | 2.46 | 3.03 | 3.75 | 财务费用 | 3.98 | 5.28 | 8.37 | 10.24 |
| 销售费用 | 10.00 | 14.75 | 18.86 | 23.33 | 资产减值损失 | -8.95 | -11.88 | -7.85 | -9.56 |
| 管理费用 | 70.00 | 54.08 | 70.74 | 83.34 | 经营营运资本变动 | -123.49 | -191.03 | -79.05 | -98.32 |
| 财务费用 | 3.98 | 5.28 | 8.37 | 10.24 | 其他 | 191.04 | 26.40 | 6.53 | 14.32 |
| 资产减值损失 | -8.95 | -11.88 | -7.85 | -9.56 | 经营活动现金流净额 | 26.49 | -72.31 | 63.16 | 93.95 |
| 投资收益 | 4.72 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 资本支出 | 4.49 | 5.00 | -2.00 | -4.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.39 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 其他 | -156.58 | 31.00 | 31.00 | 31.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -152.09 | 36.00 | 29.00 | 27.00 |
| 营业利润 | -61.46 | 108.83 | 157.71 | 203.81 | 短期借款 | 41.79 | -10.57 | -48.92 | -36.21 |
| 其他非经营损益 | -4.48 | 0.76 | 0.20 | 0.03 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | -65.94 | 109.59 | 157.91 | 203.84 | 股权融资 | 18.62 | -89.89 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | -1.85 | 26.30 | 37.90 | 41.72 | 支付股利 | 0.00 | 15.28 | -16.66 | -24.00 |
| 净利润 | -64.09 | 83.29 | 120.01 | 162.12 | 其他 | -14.12 | -12.74 | -8.37 | -10.24 |
| 少数股东损益 | 12.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 46.29 | -97.92 | -73.95 | -70.46 |
| 归属母公司股东净利润 | -76.40 | 83.29 | 120.01 | 162.12 | 现金流量净额 | -73.58 | -134.22 | 18.21 | 50.50 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 183.39 | 49.16 | 67.37 | 117.87 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 103.19 | 204.17 | 267.45 | 335.46 | 销售收入增长率 | -8.04% | 90.33% | 37.05% | 23.69% |
| 存货 | 61.87 | 109.30 | 148.50 | 177.65 | 营业利润增长率 | -384.22% | 277.07% | 44.91% | 29.23% |
| 其他流动资产 | 110.66 | 122.64 | 131.99 | 140.19 | 净利润增长率 | -485.41% | 229.95% | 44.09% | 35.09% |
| 长期股权投资 | 188.06 | 188.06 | 188.06 | 188.06 | EBITDA 增长率 | -168.58% | 540.17% | 39.69% | 26.47% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 119.56 | 109.16 | 98.77 | 88.37 | 毛利率 | 18.07% | 28.99% | 32.63% | 34.07% |
| 无形资产和开发支出 | 151.45 | 144.07 | 144.16 | 146.26 | 三费率 | 32.51% | 15.07% | 14.54% | 14.03% |
| 其他非流动资产 | 111.86 | 109.00 | 106.14 | 103.28 | 净利率 | -24.81% | 16.94% | 17.81% | 19.45% |
| 资产总计 | 1030.03 | 1035.56 | 1152.44 | 1297.15 | ROE | -8.35% | 10.70% | 13.61% | 15.89% |
| 短期借款 | 95.70 | 85.13 | 36.21 | 0.00 | ROA | -6.22% | 8.04% | 10.41% | 12.50% |
| 应付和预收款项 | 61.04 | 66.40 | 104.28 | 124.66 | ROIC | -19.10% | 20.53% | 23.97% | 28.84% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | -11.41% | 26.39% | 26.90% | 27.50% |
| 其他负债 | 106.10 | 105.32 | 129.90 | 152.32 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 262.84 | 256.86 | 270.39 | 276.98 | 总资产周转率 | 0.24 | 0.48 | 0.62 | 0.68 |
| 股本 | 159.94 | 160.05 | 160.05 | 160.05 | 固定资产周转率 | 2.18 | 4.31 | 6.50 | 8.93 |
| 资本公积 | 481.42 | 391.42 | 391.42 | 391.42 | 应收账款周转率 | 2.03 | 2.52 | 2.26 | 2.17 |
| 留存收益 | 85.60 | 184.17 | 287.52 | 425.64 | 存货周转率 | 3.34 | 3.76 | 3.41 | 3.30 |
| 归属母公司股东权益 | 674.10 | 685.61 | 788.96 | 927.07 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 106.35% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 93.09 | 93.09 | 93.09 | 93.09 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 767.19 | 778.70 | 882.05 | 1020.17 | 资产负债率 | 25.52% | 24.80% | 23.46% | 21.35% |
| 负债和股东权益合计 | 1030.03 | 1035.56 | 1152.44 | 1297.15 | 带息债务/总负债 | 36.41% | 33.14% | 13.39% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 1.92 | 2.08 | 2.49 | 3.04 |
| | | | | | 速动比率 | 1.66 | 1.61 | 1.89 | 2.34 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | -18.34% | 13.88% | 14.81% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | -0.48 | 0.52 | 0.75 | 1.01 |
| | | | | | 每股净资产 | 4.21 | 4.28 | 4.93 | 5.79 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.17 | -0.45 | 0.39 | 0.59 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | -0.10 | 0.10 | 0.15 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | |
| EBITDA | -29.48 | 129.74 | 181.23 | 229.21 | | | | | |
| PE | -47.66 | 43.72 | 30.34 | 22.46 | | | | | |
| PB | 5.40 | 5.31 | 4.62 | 3.93 | | | | | |
| PS | 14.10 | 7.41 | 5.40 | 4.37 | | | | | |
| EV/EBITDA | -114.69 | 26.95 | 18.92 | 14.58 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | — | 0.46% | 0.66% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyfy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyfy@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |