

2022年05月25日

舒华体育 (605299.SH)

深度分析

深耕健身迈步智能，打造风口下的奥运品牌

投资要点

- ◆ **舒华体育——多年深耕健身制造领域的领先品牌。**公司成立于1996年，二十年深耕已构筑起品类齐全的“健身器材+展示架”业务体系。2014年开始以智能跑步机为中心，延伸至智能室外路径、健康数据服务商等业务领域，拓宽业务边界。2021年公司营收进一步增长为15.62亿元/+5.25%，归母净利承压为1.16亿元/-15.45%。
- ◆ **行业层面——政策大力支持体育产业，全民健身需求增长。**近年来随着中央和地方两级政府出台相关政策，品牌国际化、户外冰雪、“健身+”等成为重点领域。疫情后居家健身需求亦大幅增长，据华经数据，2020年我国健身器材销售收入规模395.2亿元/+32.8%，2012-2020的8年复合增速为3.8%。前瞻研究院数据表明，相较于欧美及邻国日本，我国的健身渗透率仅3%，拥有广阔的市场潜力。
- ◆ **竞争层面——打造优质产品并持续加强渠道营销，构筑起品牌护城河：**定位中高端，降低产品可仿制性的同时避免陷入价格竞争，善于抓住新兴社交营销的风口。自研与合作研发并重，首款智能跑步机的推出早于其他品牌1-7年；2021年研发费用在此前年度持续高增的基础上继续增加5.3%至0.35亿元，与互联网公司及高校合作研发起到降本增效的作用。
- ◆ **投资建议：**2020年体育器械市场规模约在300亿元左右，三方机构预测2025年仅智能健身将达800亿元，据测算，舒华占据本土市场份额约5%，高于其他全国性本土品牌，次于头部全球品牌。2021年公司收入15.62亿元/+5.25%，归母净利短期承压为1.16亿元/-15.45%，我们看好公司业务的长期发展，预测未来三年每股收益为0.36、0.44和0.54元；PE为27.4、22.0和17.9倍，且目前处于历史低位。首次覆盖，给予“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**成本上行风险；需求变现效果不达预期；竞争环境恶化；经济下行消费意愿减弱超预期。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,484	1,562	1,807	2,135	2,549
YoY(%)	11.3	5.3	15.7	18.2	19.4
净利润(百万元)	137	116	146	182	224
YoY(%)	-6.8	-15.4	26.5	24.5	22.8
毛利率(%)	30.4	28.2	30.3	31.2	31.6
EPS(摊薄/元)	0.33	0.28	0.36	0.44	0.54
ROE(%)	10.6	9.0	10.2	11.3	12.2
P/E(倍)	29.3	34.6	27.4	22.0	17.9
P/B(倍)	3.1	3.1	2.8	2.5	2.2
净利率(%)	9.2	7.4	8.1	8.5	8.8

数据来源：Wind，华金证券研究所

投资评级

买入-A(首次)

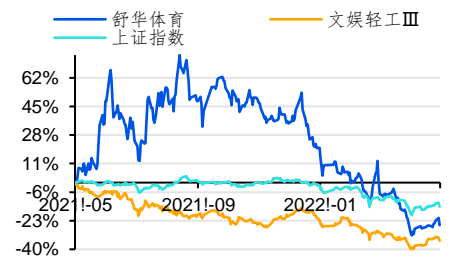
股价(2022-05-24)

9.75元

交易数据

总市值(百万元)	4,012.12
流通市值(百万元)	1,107.12
总股本(百万股)	411.50
流通股本(百万股)	113.55
12个月价格区间	8.55/23.55元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.42	-14.51	-13.12
绝对收益	-4.94	-24.98	-25.31

分析师

刘荆

SAC执业证书编号：S0910520020001

liujing1@huajinsc.cn

报告联系人

刘洁冰

liujiebing@huajinsc.cn

相关报告

内容目录

1. 舒华体育：深耕健身的本土领先品牌，打造全品类矩阵	5
1.1 主营产品：公司是以健身器械为主营的本土厂商	5
1.2 发展历程：深耕渠道健全品类，多年积累打造品牌	7
1.3 股权治理：张氏绝对控股，其他主要股东背景深厚	8
1.4 商业模式：“ToB+ToC+ToG”构造收入铁三角	9
2. 行业驱动：政策双驱全民健身新风口	12
2.1 规模：行业整体可期，众多细分赛道处于成长阶段	13
2.2 格局：本土品牌以制造输出为主，国外品牌主导全球市场	15
2.2.1 制造格局：沿海代工厂林立，制造输出全球一半以上体育器械	15
2.2.2 品牌格局：全球化竞争下国际品牌垄断高端市场	16
2.3 需求：后疫情时代+科技赋能=新兴“人货场”	17
2.3.1 全民体育参与度提升	17
2.3.2 公共采购力度加大	18
2.3.3 智能健身一片蓝海	18
2.3.4 疫情刺激居家健身加速成熟	19
3. 核心优势：“产品+渠道”构筑品牌护城河	20
3.1 产品优势：品类齐全兼具效率，智能化技术领先	20
3.1.1 产品：有的放矢打造全品类矩阵	20
3.1.2 技术：“自研+合作”打造智能领先优势	23
3.1.3 定位：瞄准目标人群精准营销，追求品牌价值胜于价格竞争	25
3.2 渠道&合作：“全渠道+异业联盟+品牌出海”把握各类客户	28
3.2.1 线上线下全渠道打造 C 端	28
3.2.2 不断扩大品牌影响力，挖掘 B 端新机遇	30
3.2.3 出海业务暂时承压，三种模式推进有的放矢	31
4. 盈利预测	32
5. 风险提示	34

图表目录

图 1：2017-2021 年公司营业收入及同比增速	5
图 2：2017-2021 年公司归母净利润及同比增速	5
图 3：2017-2021 年品类收入结构	5
图 4：2017-2021 年品类收入增速	5
图 5：公司健身器械产品概览	6
图 6：主营业务发展路径	6
图 7：公司发展历程	8
图 8：2020H1 年舒华展示架前五客户	9
图 9：2017-2020H1 展示架产品客户集中度	9
图 10：2017-2020H1 室内外健身器械客户 CR5 收入贡献率	10
图 11：2017-2019 公司健身器械业务模块结构变化趋势	10
图 12：全民健身路径工程	10
图 13：截至 2020H1 公司室外路径的主要客户销售额（万元）	11

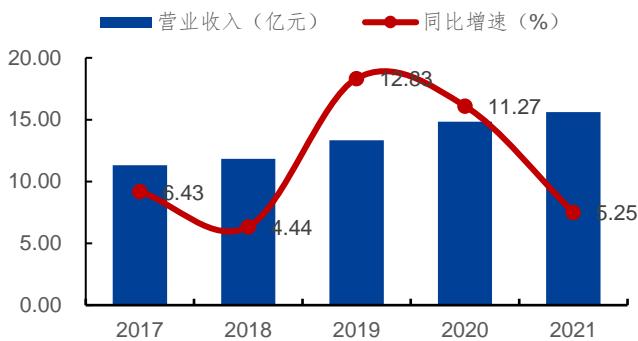
图 14: 2017-2019 公司室外路径项目数量.....	11
图 15: 2020 年全国中标金额 (万元) 前十企业.....	11
图 16: 国务院有关文件时间轴及涉及重点领域.....	12
图 17: 各省人民政府体育用品相关文件地域分布.....	13
图 18: 各省人民政府体育用品相关文件数量.....	13
图 19: 2019-2020 年全国体育产业总产出及增加值的细分行业结构.....	13
图 20: 2003-2020 体育用品零售营业收入规模及盈利水平.....	14
图 21: 2012-2020 年我国健身器械销售收入及增速.....	14
图 22: 不同国家健身渗透率.....	14
图 23: 2012-2020 年我国健身人口数量趋势.....	14
图 24: 2015-2020 年我国跑步机产需及出口量.....	15
图 25: 2019 年全民体育各种项目参与率.....	15
图 26: 全国体育器械制造业企业数量的省份分布.....	16
图 27: 我国体育用品及设备出口金额变化趋势.....	16
图 28: 2017 年全球健身器械主要品牌.....	17
图 29: 2019-2020 年本土龙头市场份额.....	17
图 30: 疫情后健康行为习惯变化.....	18
图 31: 中国经常参加体育锻炼的人数.....	18
图 32: 2019-2025 中国智能运动健身市场规模 (不含智能穿戴).....	19
图 33: 智能健身镜市场规模预测.....	19
图 34: 2015-2021 年中国居家健身市场规模趋势.....	19
图 35: 2021 和 2027 全球 vs 亚太室内健身器械市场规模.....	19
图 36: 家用板块崛起的驱动因素.....	20
图 37: 2020 年全国主要城市健身房数量.....	20
图 38: 2017-2018 年淘系不同净重级跑步机销售额占比.....	20
图 39: 公司健身器械生产流程.....	21
图 40: 公司健身器材成品采购流程.....	21
图 41: 2020H1 公司原材料采购成本占比.....	21
图 42: 外购品占同类业务总体销售额的比例.....	21
图 43: 2017-2021 年品类收入结构.....	22
图 44: 2017-2021 年品类收入增速.....	22
图 45: 2017-2020H1 年健身器械细分收入结构.....	22
图 46: 2017-2020H1 跑步机产销量.....	22
图 47: 2017-2021 年业务毛利率.....	23
图 48: 2017-2021 年品类毛利率.....	23
图 49: 世锦赛冠军郑少忠体验校园星火系列器械.....	23
图 50: 产品矩阵的六个场景.....	23
图 51: 2017-2021 年可比公司研发费率.....	24
图 52: 2017-2021 年可比公司研发费用及增速.....	24
图 53: 重要研发时间线及同类公司对比.....	24
图 54: 公司承建的公共采购项目.....	25
图 55: 线上平台舒华跑步机产品展示页面.....	26
图 56: 健身品牌在国内的认知度.....	26
图 57: 健身人群画像_健身支出分布.....	27
图 58: 健身人群画像_年龄分布.....	27

图 59: 健身人群画像_性别比例.....	27
图 60: 健身会员获取资讯的主要渠道.....	27
图 61: 公司的各种声量渠道.....	28
图 62: 2017-2021 年可比公司销售费率.....	28
图 63: 2017-2021 年可比公司销售费用及增速.....	28
图 64: 公司营销渠道体系.....	29
图 65: 2017-2020H1 公司整体线上线下渠道收入结构.....	30
图 66: 2017-2020H1 室内健身器械线上线下渠道毛利率.....	30
图 67: 头部健身房门店数量.....	30
图 68: 与权威机构合历程.....	31
图 69: 北京冬奥村健身中心.....	31
图 70: 延庆冬奥村健身中心.....	31
图 71: 2017-2021 年公司区域收入结构.....	31
图 72: 2017-2021 年公司区域收入增速.....	31
图 73: 公司出海模式.....	32
图 74: 公司历史估值 PE (TTM).....	34
表 1: 公司前十股东及持股情况.....	8
表 2: 按用户分健身器械三种客户商业模式的特点.....	10
表 3: 室外路径服务商前十.....	11
表 4: 体育健身用品分类概览.....	14
表 5: 公司各细分业务及品类毛利率情况.....	23
表 6: 公司参与起草的行业标准.....	24
表 7: 公司收入拆分及预测表.....	33
表 8: 盈利预测表.....	33
表 9: 可比公司估值比较.....	34

1. 舒华体育：深耕健身的本土领先品牌，打造全品类矩阵

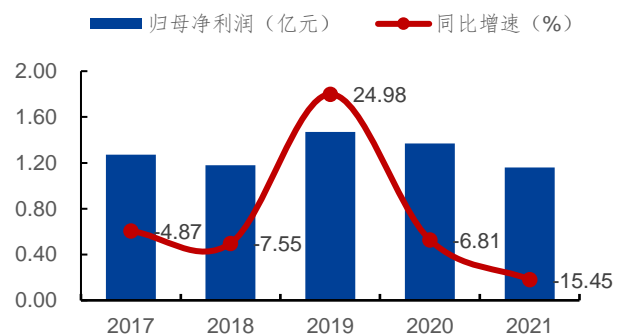
舒华体育是国内领先的健身器械制造商和品牌商，经过二十多年的深耕，拥有良好的品牌力和技术实力，在行业内尤其是智能健身领域具有领先地位。目前公司已构筑起以健身器械为主的“健身器材+展示架”的产线结构及业务体系，其中，健身器材包括室内健身器材和室外路径产品。公司产线主要基于福建晋江、泉州台商投资区及河南商丘生产基地，业务范围覆盖全国，客户包括商业客户、公共主体及个人消费者。2021年，公司取得营业收入15.62亿元，同比增长5.25%；归母净利润1.16亿元，同比下滑15.45%。

图 1：2017-2021 年公司营业收入及同比增速



资料来源：同花顺，华金证券研究所

图 2：2017-2021 年公司归母净利润及同比增速

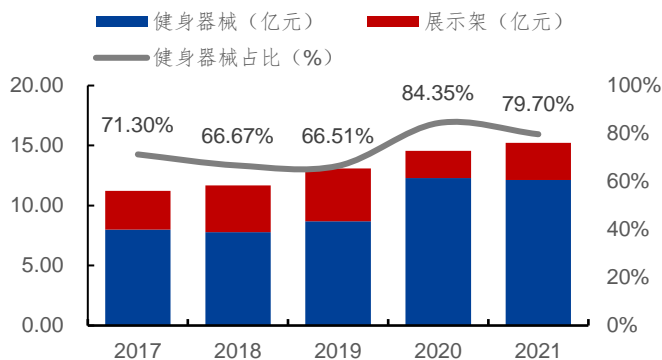


资料来源：同花顺，华金证券研究所

1.1 主营产品：公司是以健身器械为主营的本土厂商

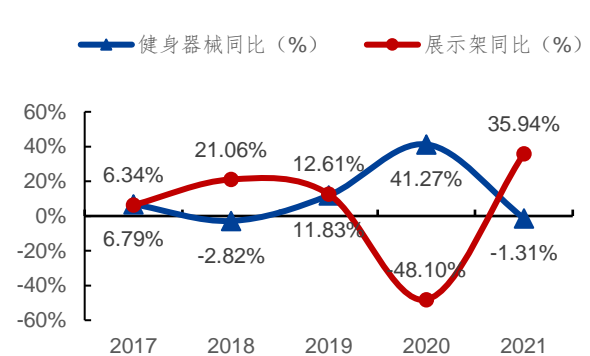
主营健身器械的收入占比已超八成，2021年受疫情及海运影响表现有所滑落。公司的主营产品健身器械在2020年同比大幅增长41.27%，占营业收入的比重提升17.84个百分点至84.35%，但2021年受国外疫情影响及海运运力紧张，健身品类收入下滑1.31%至12.13亿元，对收入的贡献点降低4.65pct。展示架品类在2020年因疫情带来线下零售不景气，曾大幅下滑48.10%，2021年国内控疫有力线下零售有所复苏，增加了对展示架的需求，叠加去年低基数故取得3.09亿元/+35.94%的收入表现，但较2019年仍下滑29.45%，不及疫情前水平。

图 3：2017-2021 年品类收入结构



资料来源：同花顺，华金证券研究所

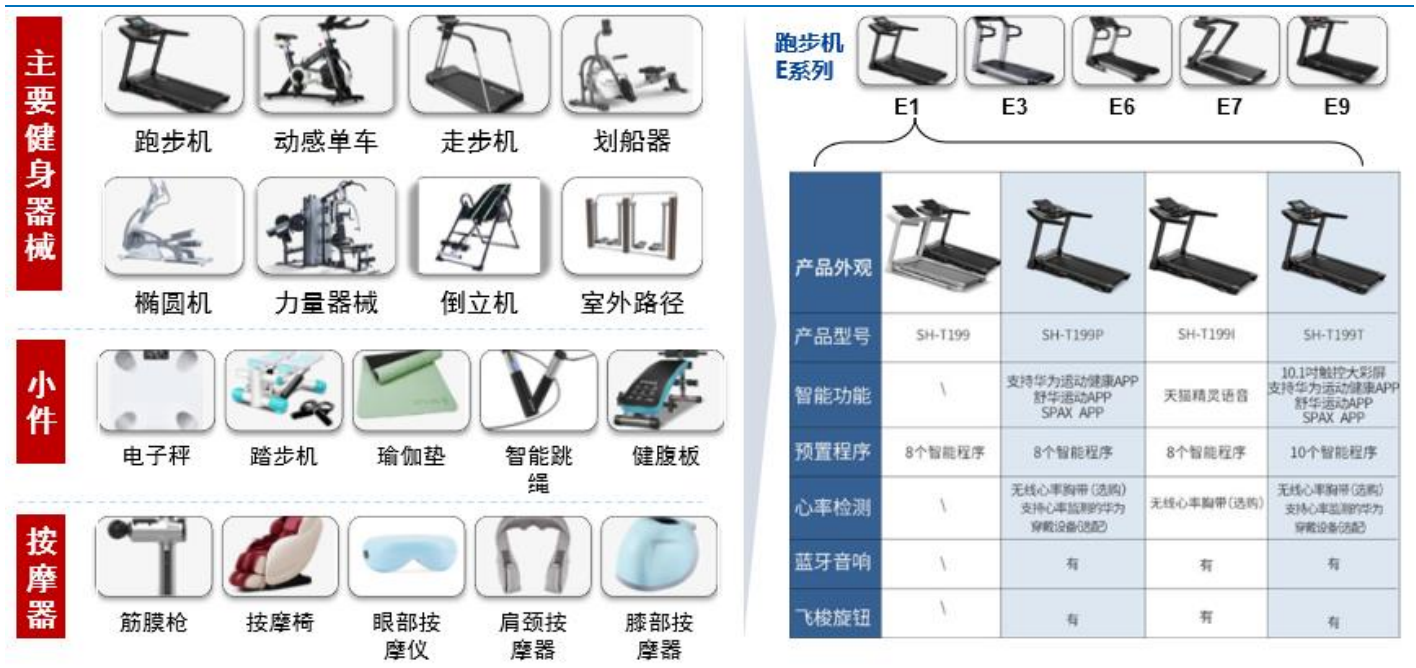
图 4：2017-2021 年品类收入增速



资料来源：同花顺，华金证券研究所

公司健身器械产线十分齐全，可以满足多层次、多人群的需求，也便于大客户一站式采购。舒华拥有数百个 SKU，涵盖了从有氧到无氧、从专业到大众、从室内到室外、从大件到小件、从健身到康养等多种产品。室内健身器械品类较为成熟但差异化需求较高，仅在 E 系跑步机下就有 5 个子系列，E1 子系列下包含 4 个 SKU，在智能程度和辅助功能上有所不同，精准迎合客户不同的需求。室外路径特点是统一采购标准化交付，但近年来场景呈现多样性，目前主要针对全民健身品类约有 120 个，针对校园体育场景超 10 个。

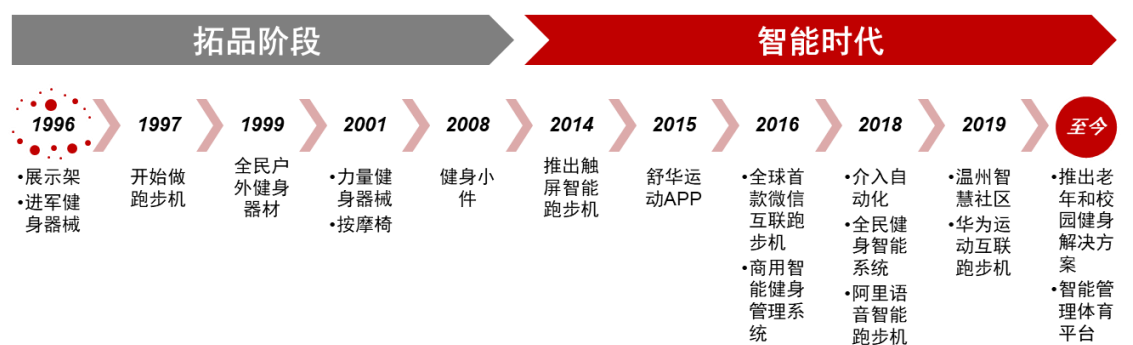
图 5：公司健身器械产品概览



资料来源：公司官方商城，华金证券研究所（图中品类仅健身器械类，不包含展示架、康复训练器械和测试分析仪器等）

主营业务从早期拓品阶段到如今的智能化时代，紧追技术前沿不断拓展业务空间。1996~2008 年为拓品阶段，公司完成了初步的品类布局，形成了如今基本的主营框架，即“展示架+健身器械”，其中，在室内器械和室外路径相关领域均进行一定品类延展和业务开拓；2014 推出智能跑步机标志着进入产品智能化时代，随着智能技术的日渐成熟，公司基于新技术对业务深化创新，聚焦产品智能化和大数据采集分析，业务边界也从单纯的生产制造延伸到数据服务、健康管理等，为公司的进一步发展和差异化竞争提供空间。

图 6：主营业务发展路径



资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所。

1.2 发展历程：深耕渠道健全品类，多年积累打造品牌

公司经历四个阶段的发展，完成了从制造到品牌的全面打造。

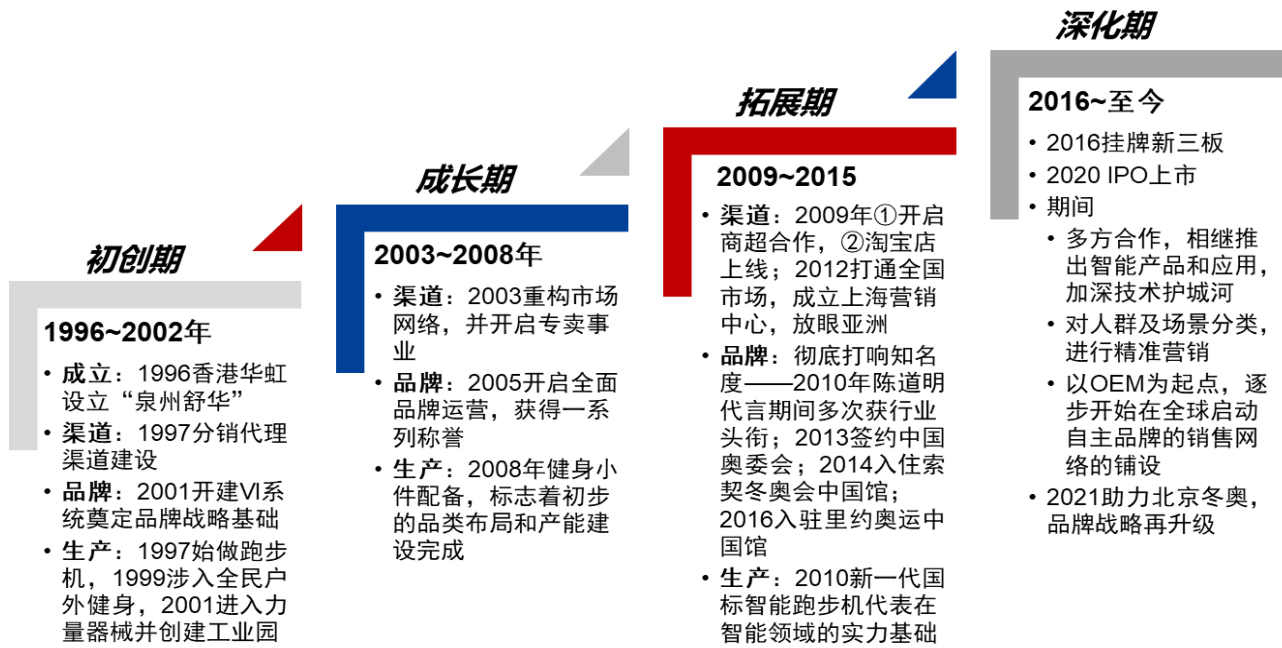
1996~2002 年为初创期，在品牌、营销和生产三个方面打下基础。1996 年，香港华虹在福建泉州设立公司的前身“泉州舒华”；1997 年，公司开始着手构建分销代理渠道；2001 年，舒华早早萌生品牌意识，着力投入 VI（Visual Identity）系统的建设作为先期准备，为后来实施品牌战略打下基础；同年创建新舒华工业园，扩大跑步机产能。

2003~2008 年为成长期，营销与产品全面成长，并初步在智能跑步领域建立声誉。2003 年，公司全面启动专卖事业，对原有市场营销网络进行了深化重构；2005 年，全面启动品牌运营，聘请“跳水王子”田亮作为形象代言人，具有行业首倡性；同年，舒华智能跑步机顺利通过中国名牌战略推进委员会审议，荣获“中国名牌”产品称号；2006 年，舒华智能跑步机被国家质检总局授予“国家免检产品”荣誉称号；2007 年，舒华智能跑步机获中国驰名商标国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”，体能训练产品成为中国国家羽毛球队指定健身器材；2008 年，开发上市了系列健身小件丰富产品维度，营销上开始探索新渠道拓展，舒华品牌入围国家体育总局推荐的十强企业。

2019~2015 年为拓展期，挖掘全渠道下的市场潜力，并借助行业互动一步步巩固领军地位，最终构筑奥运品牌护城河。2009 年，调整营销战略落实新渠道，一边借助商超新型店有效拓展线下门店网络，另一边上线了舒华淘宝商城以挖掘线上消费市场；同年得到行业协会认可，被中国文教体育用品协会评选为全国健身器材行业二十强企业；2010 年，新一代国标多功能智能跑步机亮相，并开始构筑公司的健身理念，同年再次获得中国文教体育用品协会授予的“中国体育用品二十强”称号；2011 年，在产品品类上进一步拓展，欧塔库按摩椅上市，与舒华跑步机等健身器械形成“动静运动结合”的新格局并邀请陈道明代言，塑造中国新一代健康生活方式的领军品牌形象；2012 年，营销方面，公司在上海成立营销中心，标志着舒华全国性品牌地位确立，并放眼科技化和国际化的前瞻性布局；品牌角度，携手中华全国体育基金会主办的“舒华阿波罗 5 号公益健康跑”大型公益活动在北京体博会现场拉开序幕，并签约中国奥委会，5 月在北京新国际展览中心举行的“2013-2016 年中国奥委会健身及按摩器材供应商揭牌仪式”上，舒华成为 2013 年至 2016 年中国奥委会指定健身器材、按摩器材供应商，构筑品牌壁垒；产品方面，舒华太阳能跑步机全球首发，形成技术研发优势；2014 年，舒华健身器材入驻索契冬奥会“中国之家”；2015 年，与中国健美协会达成战略合作，舒华杯 2015 全国健身健美冠军总决赛落地福建晋江。

2016 年至今为深化期，上市之后拥有更好的资金能力，支持“智能化”聚焦和打造国际化品牌。2016 年，舒华成功在新三板挂牌交易；2017 年，荣获国家体育总局授予的“国家体育产业示范单位”称号；2020 年，公司正式 IPO 上市，产品聚焦“智能化”，精准营销并开始尝试品牌出海；2021 年，在东京奥运会，作为中国奥委会官方健身器材供应商；2022 年，作为冬奥会和冬残奥会官方健身器材供应商，通过打造奥运村健身训练场馆，进一步扩大自身国际影响力。

图 7：公司发展历程



资料来源：公司官网，招股书，华金证券研究所

1.3 股权治理：张氏绝对控股，其他主要股东背景深厚

股权高度集中，有利于公司的战略决策和执行效率。截至 2021 年 12 月，公司前十股东共计持有约 89%的股权，其中，最大股东舒华投资独占总股权的近 65%，而舒华投资是由张维建和杨双姝夫妇以 95%和 5%的比例共同持有。由此，公司实际控制人张维建直接持股 4.1%，间接通过舒华投资持股 61.7%，个人共计持有 65.8%的股份；其妻杨双姝间接持股 3.2%，其子张锦鹏直接占股 3.5%，张氏总计持股比例约为 72.5%，对公司拥有绝对控制权。

表 1：公司前十股东及持股情况

排名	前十股东简称	股东持股数量(万股)	流通股东持股市值(万元)	股东持股比例	股东持股股份性质	股东性质
1	晋江舒华投资	26,698	4,124	64.9%	受限流通股	境内非国有法人
2	林芝安大投资	2,079	3,135	5.1%	受限流通股	境内非国有法人
3	张维建	1,676	2,640	4.1%	受限流通股	境内自然人
4	南京杰峰投资	1,500	1,385	3.6%	受限流通股	其他
5	张锦鹏	1,420	1,366	3.5%	受限流通股	境内自然人
6	浙江海宁嘉慧	1,391	1,146	3.4%	受限流通股	其他
7	青岛金石灏纳	1,386	1,111	3.4%	受限流通股	境内非国有法人
8	阮斌	224	1,057	0.5%	流通 A 股	境内自然人
9	葛新强	170	1,046	0.4%	流通 A 股	境内自然人
10	招行鹏华启航基金	143	1,014	0.4%	流通 A 股	其他

资料来源：同花顺（截至 2021 年 12 月），华金证券研究所

股东背景雄厚，均有丰富的商业资源。除舒华投资外，前十股东中另有林芝安大、南京杰峰、海宁嘉慧、金石灏纳四大机构投资者。林芝安大的控股人丁世家（35%）、丁世忠（35%）兄弟

是安踏集团创始人丁和木之子，丁世忠现任安踏体育的 CEO 兼董事长，丁世家任副董。南京杰峰则由自然人陈培泉和苏州协立各出资 97.95%、2.05% 设立。陈培泉是陈加贫之子，陈加贫是九牧王董事长林聪颖的妻弟，林氏也是知名“泉商”。金石灏沔的全资母公司金石投资由中信证券 100% 控股，曾有多多个知名投资案例。海宁嘉慧，是成立于 2013 年的投资机构，注册资本为 11 亿元，21 位股东中有 16 位为自然人，其中 12 位目前是 A 股上市公司的高管或重要股东。

1.4 商业模式：“ToB+ToC+ToG” 构造收入铁三角

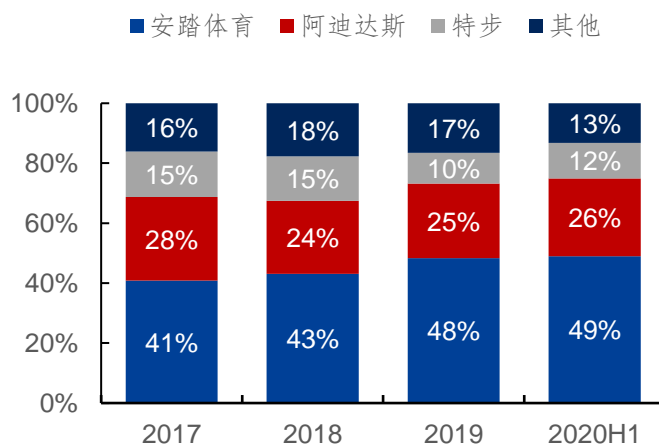
ToB: 展示架业务主要是直接与零售商合作，对合作资源依存度高，目前公司大客户集中度高、合作稳定。长期以来，公司展示架产品的主要客户为阿迪达斯、安踏体育、特步等国内外知名品牌企业，CR3 通常保持在 80% 以上，集中度高。生产方面，由于不同客户产品差异较大，大多采用以销定产的模式，产品按照客户需求设计、生产，客户集中度高减轻产线压力，公司与主要大客户的合作持续多年，较为稳定。除了运动品牌，公司也在向服装和时尚行业寻求新的合作机会，如近年来与波司登、猫人内衣、利郎等品牌的合作。

图 8: 2020H1 年舒华展示架前五客户



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

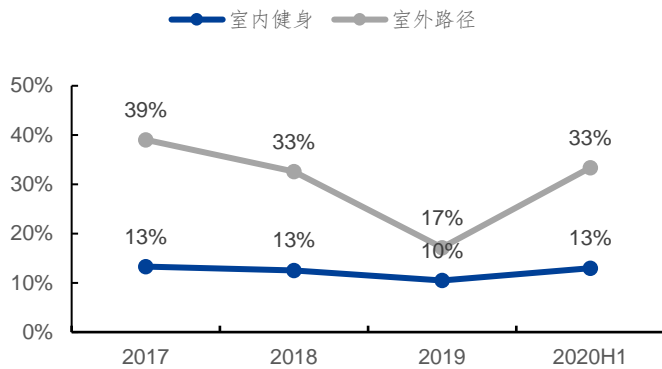
图 9: 2017-2020H1 展示架产品客户集中度



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

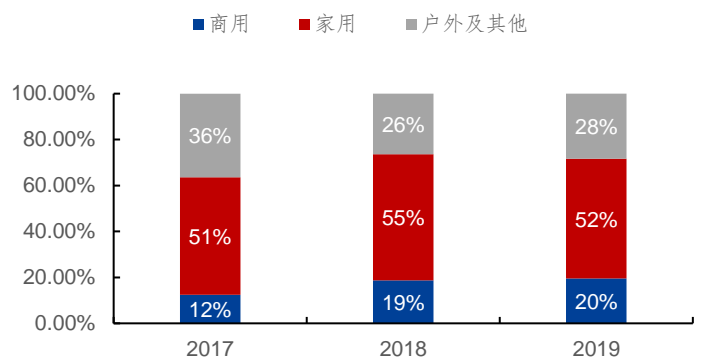
室内健身器械包含 ToB 和 ToC 两端，产品以针对个人消费者的家用为主，商用占比较低且多为外销。2017-2019 年，健身器械业务总体中，家用业务占 51%/55%/52%，商用占 12%/19%/20%，虽近年来商用业务占比有所提升，但仍以家用为主；其中 ToB 业务的前五客户构成比较稳定，为国外 OEM/ODM 客户、规模较大的经销商和电商客户，CR5 对室内健身器材的收入贡献仅一成，集中度较小，室内健身器械业务的收入增长主要依赖市场终端消费者。

图 10: 2017-2020H1 室内外健身器械客户 CR5 收入贡献率



资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

图 11: 2017-2019 公司健身器械业务模块结构变化趋势



资料来源: 康力源招股书, 华金证券研究所

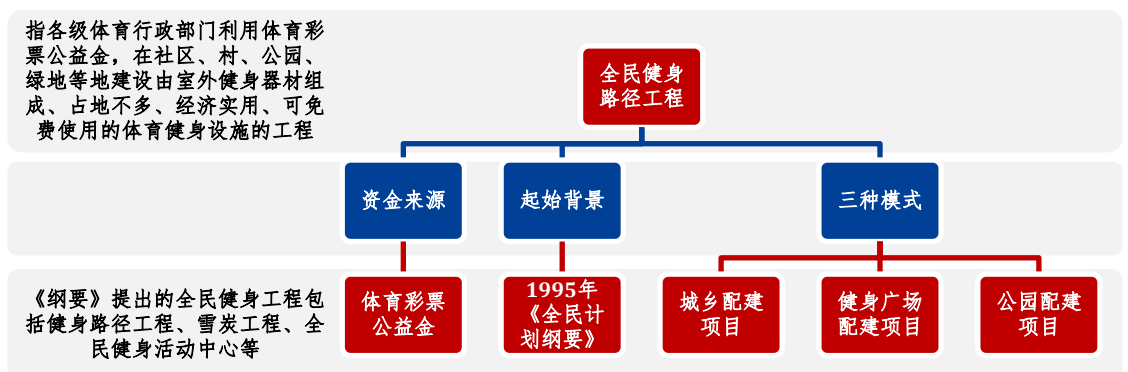
表 2: 按用户分健身器械三种客户商业模式的特点

	商用	家用	公用
客户类型	健身俱乐部、酒店、房地产商	个人消费者	政府采购、企事业单位
器械类型	综合、大型器械居多	小型轻量器械、健身用品等	户外全民健身器械、竞技类器械
采购模式	渠道直采, 基于合作关系	线下+线上, 基于公开渠道	集中采购, 基于公开招标
特点/需求	价格贵、利润高、高标准、知名品牌	轻小好看、性价比高	大多简单、定制化、装配维修服务

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

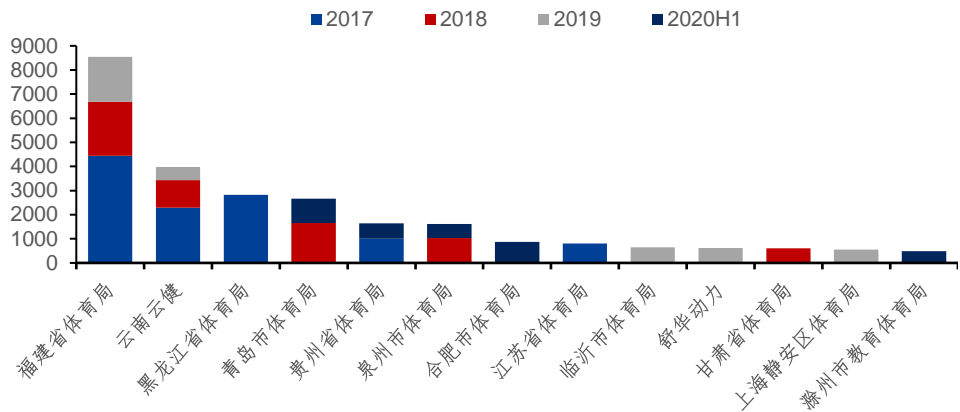
户外路径以 ToG 为主, 业已拥有丰富的合作经验。根据康力源招股书, 2017-2019 年舒华的户外路径收入占整体约 36%/26%/28%。合作的达成基于公开招标, 一方面受供应商的产品资质和配套服务能力影响, 另一方面决定于当年的政策及预算。目前, 公司的室外路径产品主要用于政府“全民健身路径工程”及其他用于公共场合健身娱乐的体育设施建设项目, 客户为体育局、政府部门及企事业单位等, 累计拥有多达 20 余年的合作竞标经验, 2017 年至 2020 上半年, 与 11 个省市体育局达成过合作, 前五客户的收入贡献大体在 30%~40%, 集中程度较高。

图 12: 全民健身路径工程



资料来源: 政府官网, 华金证券研究所

图 13: 截至 2020H1 公司室外路径的主要客户销售额 (万元)



资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

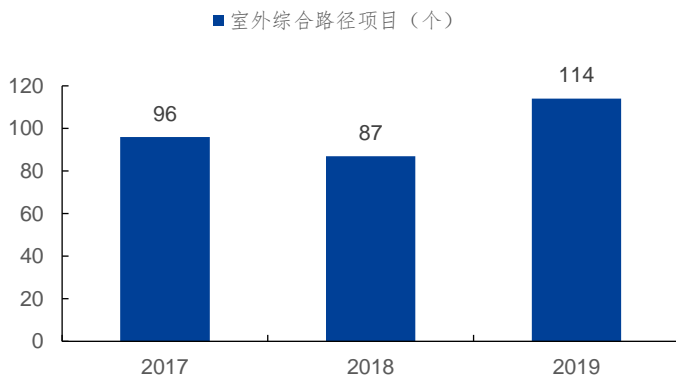
户外路径的配套服务体系建立, 中标能力强。公司在多年经营中积累了深厚的户外配套服务商资源, 目前 Top10 服务商大多合作超过 10 年, 长期的服务覆盖能力对户外路径业务至关重要。表现在中标能力上, 2019 年公司的综合项目已突破百个, 为 114 个; 2020 年根据 NSCC 官网的数据, 舒华体育以 3.1 亿元的中标金额位列首位, 高出第二位 76.96%, 优势明显。

表 3: 室外路径服务商前十

前十合作综合服务商名称	开始合作时间
济南锐强体育用品有限公司	2006 年 1 月
福州舒华体育用品有限公司	2007 年 8 月
河南舒华体育设施有限公司	2008 年 1 月
武汉舒华动力体育用品有限公司	2008 年 12 月
至和(上海)体育科技发展有限公司	2012 年 7 月
合肥市浩森体育用品有限公司	2010 年 3 月
黑龙江省上点舒华体育用品有限公司	2009 年 7 月
南京舒迪佳体育用品有限公司	2014 年 12 月
泉州市铭鹭体育设施工程有限公司	2015 年 9 月
天津舒和体育用品有限公司	2012 年 11 月

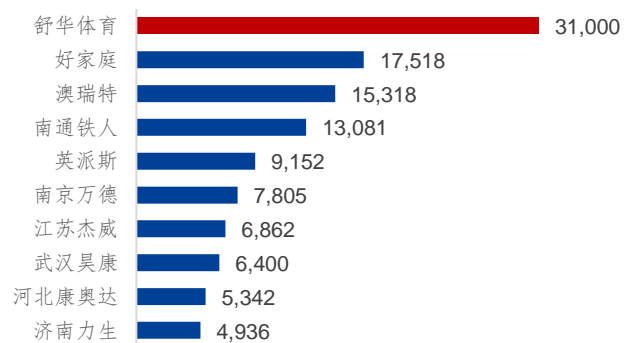
资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

图 14: 2017-2019 公司室外路径项目数量



资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

图 15: 2020 年全国中标金额 (万元) 前十企业



资料来源: NSCC 官网, 华金证券研究所

2. 行业驱动：政需双驱全民健身新风口

两级政府发文数量增加频率加快，大力倡导体育健身。在 2016 年以前，体育健康相关的文件少、发文频率低，对相关产业的规划和要求是笼统的、“健身”“健康”的相关概念未清晰成型，行业整体处于野蛮生长的状态；2016 年发布的《全民健身计划（2016-2020 年）》标志着我国体育健康产业跨入整合有序、蓬勃发展的新阶段。近年来随着国务院多项相关文件发出，地方政府也积极跟进在体育健身领域的布局，其中山东、广东和江苏三省因其在相关领域发达的制造产业响应最为积极。

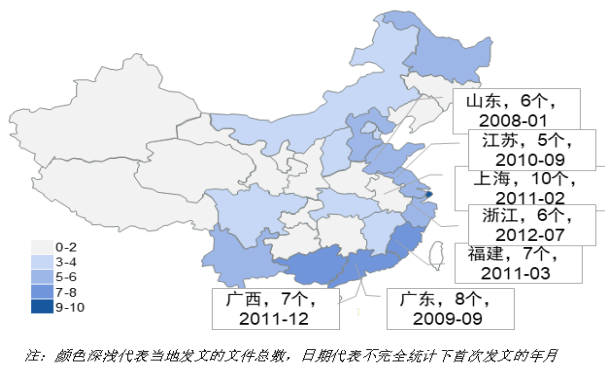
品牌国际化、户外冰雪、“健身+”和设施及场馆建设成为重点支持领域。如 2019 年国务院办公厅发布《关于促进全民健身和体育消费》，提出加快发展冰雪产业，促进冰雪产业与相关产业深度融合，力争到 2022 年，冰雪产业总规模超过 8000 亿元，推动实现“三亿人参与冰雪运动”目标。大力发展“互联网+体育”，鼓励各地开发一批以攀岩、皮划艇、滑雪、滑翔伞、汽车越野等为代表的户外运动项目。支持新疆、内蒙古、东北三省等地区大力发展寒地冰雪经济。推动在“一带一路”沿线国家举办马拉松、自行车、帆船、汽车拉力赛等系列体育赛事，和沿线国家组建国际体育产业联盟。2020 年 10 月，国发办《关于加强全民健身场地设施建设发展群众体育的意见》提到推进“互联网+健身”，实现健身设施查询预订、社会体育指导员咨询、体育培训报名等功能，并作为“全国社区运动会”的总服务保障平台。

图 16：国务院有关文件时间轴及涉及重点领域

		国际化	户外运动	场馆建设	冰雪运动	健身+
◆ 全民健身计划纲要（1995-2010）	1995.06					
关于加快发展体育产业的指导意见	2010.03	√品牌层面	√	√	-	-
◆ 全民健身计划（2011-2015年）	2011.03					
关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见	2014.10	√品牌层面	√	√	√	-
◆ 全民健身计划（2016-2020年）	2016.06					
关于加快发展健身休闲产业的指导意见	2016.10	-	√	√	√	-
“健康中国2030”规划纲要	2016.11	-	-	-	√	-
关于实施健康中国行动的意见	2019.06	-	-	-	-	-
关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见	2019.09	√组织合作	√	√	√	√
体育强国建设纲要	2019.09	√影响力	√青少年	-	√	-
关于加强全民健身场地设施建设发展群众体育的意见	2020.10	-	居家健身	√	-	√
◆ 全民健身计划（2021—2025年）	2021.08					

资料来源：国务院官网，华金证券研究所

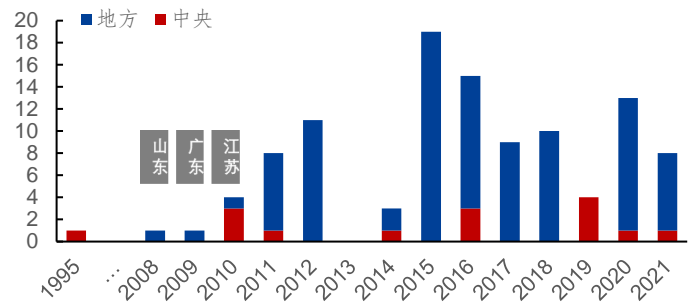
图 17：各省政府体育用品相关文件地域分布



资料来源：各地方政府官网，华金证券研究所

注：关于文件是否符合具有一定的主观判断，根本依据是文件是否体现了对体育用品行业的布局，反映政府对该行业的态度：1) 并不是含有体育用品字眼就一定相关；2) 并不是某一类名称的文件在各省都与体育用品相关或都不相关，例如“十二五规划”，只有对体育用品行业作出一定判断或布局的文件才算有关；3) 其中，文件专门为体育行业颁布的最早省份应是江苏。

图 18：各省政府体育用品相关文件数量

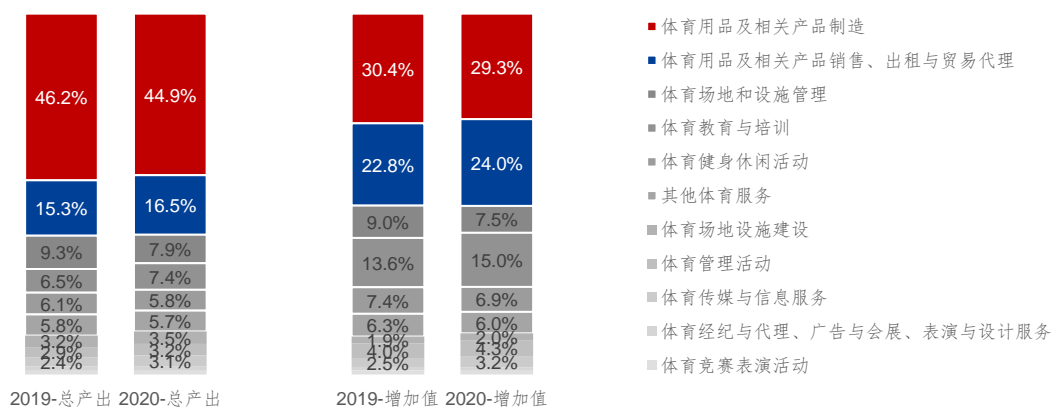


资料来源：各地方政府官网，华金证券研究所

2.1 规模：行业整体可期，众多细分赛道处于成长阶段

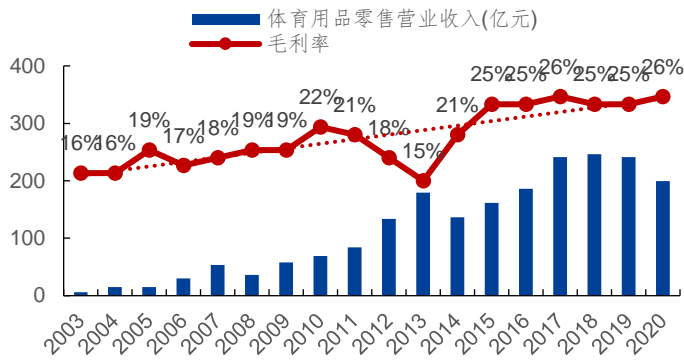
体育用品行业在体育产业举足轻重，健身器械销售规模总体呈增长趋势。规模体育用品行业合计占我国体育产业总产值和增加值的一半以上，其中体育用品制造贡献总产值的约 45%，及总增加值的 30%；近两年体育用品销售、出租和贸易代理比重有所增加，从 22.8%到 24%，增长 1.2pct，其中，根据统计局数据，仅仅体育用品零售规模在 2019 和 2020 分别为 240.99 亿元和 199.64 亿元，整体毛利率在 25%左右。而根据华经数据，2020 年我国健身器械销售收入规模 395.2 亿元，同比增长 32.8%，2012 至 2020 的 8 年间复合增速为 3.8%。

图 19：2019-2020 年全国体育产业总产出及增加值的细分行业结构



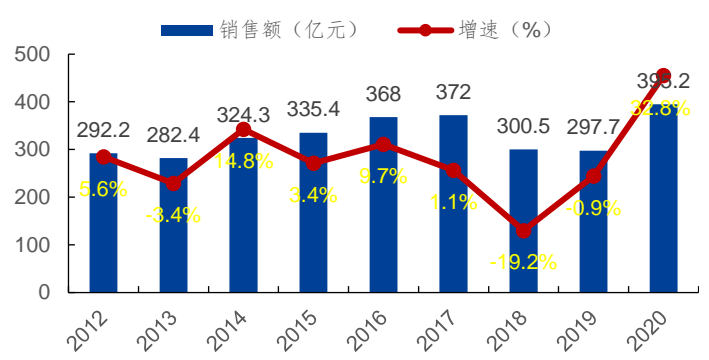
资料来源：国家统计局，华金证券研究所（基于 2019 年修订的统计分类方法）

图 20: 2003-2020 体育用品零售营业收入规模及盈利水平



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

图 21: 2012-2020 年我国健身器材销售收入及增速



资料来源: 华经情报网, 华金证券研究所

赛道分散, 许多细分市场处于早期发展阶段。体育健身行业所涵盖的范围广泛、品类繁多且相互之间前差异较大。尽管整个行业的规模巨大, 增长稳定, 但众多细分领域的发展阶段参差不齐, 许多赛道处于成长阶段, 尽管有发展潜力但市场规模尚小, 对于行业内的企业来说, 所聚焦领域的选择和自身业务的延伸能力显得十分重要。

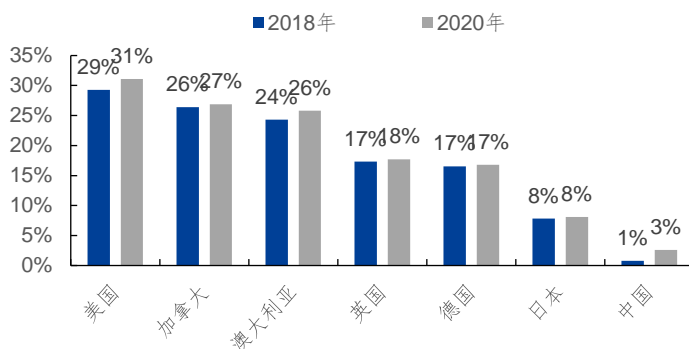
表 4: 体育健身用品分类概览

大类	细分品类
体育竞技类	球类及配套设施/用品: 篮球、足球、网球、乒乓、羽毛球、高尔夫球、设施(如草坪)等 竞技竞速道具: 体操用品、枪、剑、护具、泳镜等
健身器械类	有氧: 划船/滑雪机、健/踏步机、跑步机、立式/直立车、卧式/斜躺车、椭圆机、健身/动感单车/风扇车 力量: 哑铃、握力器、多功能仰卧起坐板、美腰机、各类大型综合器械
户外运动类	户外运动: 帐篷、吊床、折叠桌椅、防潮毯、睡袋、充气床垫、滑雪板、浪滑板、造雪机、冰刀、冰鞋、滑雪服、护具、雪地摩托等 户外全民健身: 单双杠、天梯、平步/漫步机、骑马机、划船器、揉推器、扭腰器、牵引/拉伸器、引体/俯卧器、胸背训练器、臀腿训练器、儿童娱乐(如秋千)、休闲桌等
智能辅助类	可穿戴类设备(如智能运动手表、心率监测手环等)

资料来源: 华金证券研究所

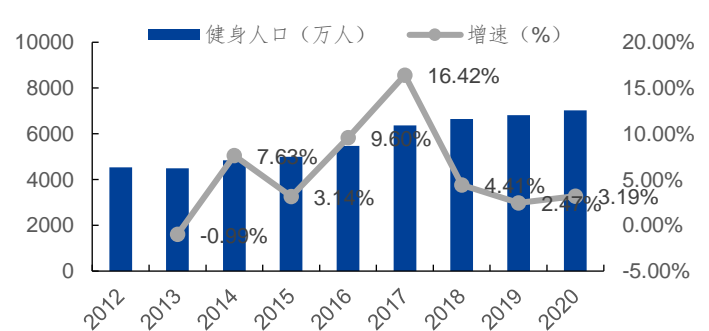
健身人口渗透率尚低, 发展空间巨大。我国的健身渗透率 3% 远低于欧美发达国家(美英加奥分别 31%/18%/27%/26%) 及邻国日本(8%), 拥有广阔的市场潜力。

图 22: 不同国家健身渗透率



资料来源: GWI, 前瞻研究院整理 Fastdata, 华金证券研究所

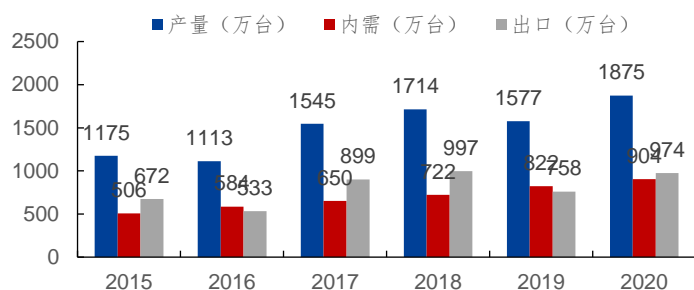
图 23: 2012-2020 年我国健身人口数量趋势



资料来源: 华经情报网, 华金证券研究所

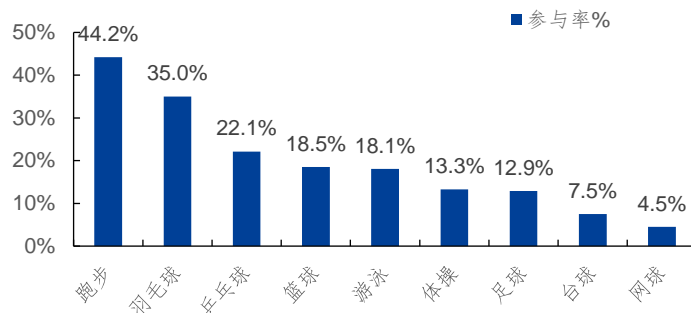
跑步是全民参与率最高的运动，跑步机产能充足且内需不断增长。在一众常见运动中，根据易普思大数据，跑步运动参与率最高，为 44.2%，位列二三位的羽毛球和乒乓球参与率分别为 35%和 22.1%。篮球、足球尽管受到大众热爱，但参与门槛较高，如需要一定的技能、特定场地和组队配合，因而参与率 10%~20%远低于观看率 (>50%)。根据华经情报网数据，目前我国跑步机每年产量规模为千万级，2020 年产量已逼近 2000 万台，国外市场的需求略高于国内需求，但国内需求在持续增长，2015-2020 年均复合增长率达 12.3%，高于出口复合增速 7.7%和总产量复合增速 9.8%。

图 24：2015-2020 年我国跑步机产能及出口量



资料来源：华经情报网，华金证券研究所

图 25：2019 年全民体育各种项目参与率



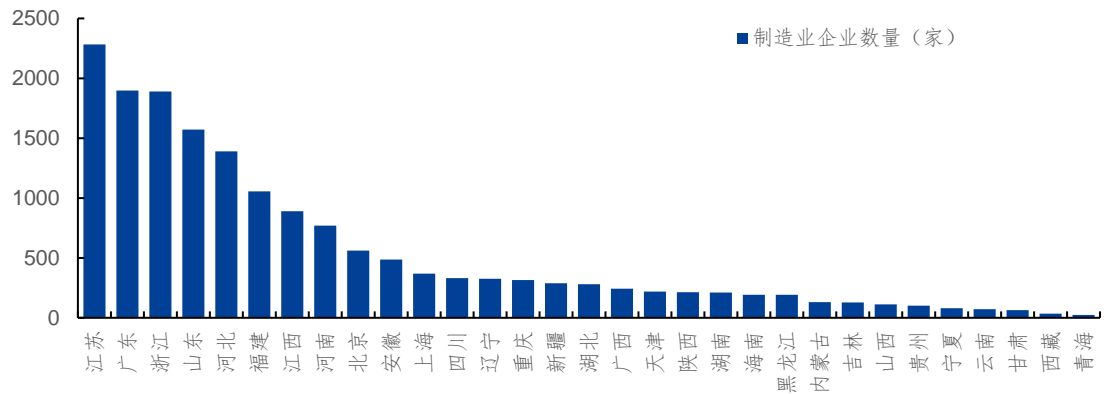
资料来源：易普思大数据，华金证券研究所

2.2 格局：本土品牌以制造输出为主，国外品牌主导全球市场

2.2.1 制造格局：沿海代工厂林立，制造输出全球一半以上体育器械

我国是全球体育器械主要产地。我国沿海轻工业发达，曾在代工红利期涌现大量体育器械制造厂商，至 2021 年 9 月，江苏、广东、浙江、山东四省的体育器械制造企业数量均超 1500 家。早在 2011 年，中国体育用品业联合会发布的报告显示，“中国制造”当时已占全球体育用品制造业 65%以上的份额；根据艾媒数据，2017 年中国制造在全球健身器械制造业的占比为 53%；2020 年海关数据显示，我国以各类贸易方式出口的健身器材约 455.81 亿元，结合 Market and Research 和 Allied Market Research 对全球健身器械市场规模的估算，我国出口供给量约占全球总量的 48%~56%。

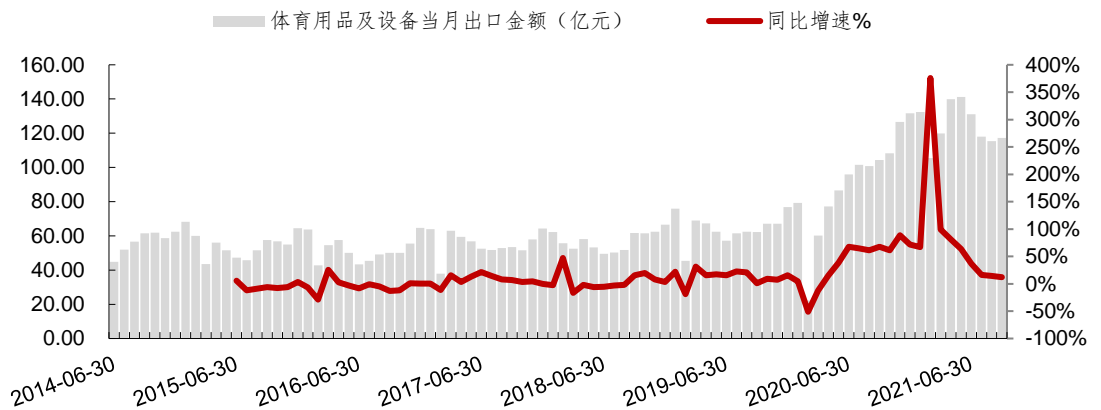
图 26: 全国体育器械制造业企业数量的省份分布



资料来源: 企查查 (截至 2021 年 10 月), 华金证券研究所

疫情进一步加强出口优势。据海关总署公布的出口数据, 2019 年疫情前, 我国的出口额及同比增速一直保持在比较稳定的水平; 疫情发生后中国快速控制住局势, 而世界各地疫情反复极大影响了生产及商业活动, 因此中国的体育用品出口规模猛增几近翻倍; 疫情的持续和反复拉长了中国出口态势利好的时间, 某种程度上培养和加深了相关合作, 并长足改变着全球供应格局。

图 27: 我国体育用品及设备出口金额变化趋势



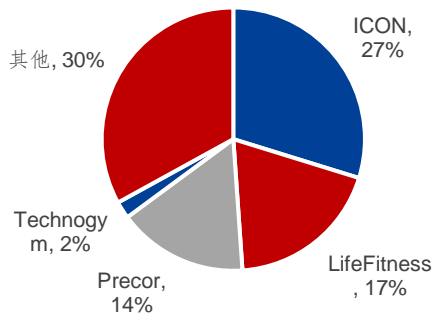
资料来源: 海关总署 (截至 2021 年 9 月), 华金证券研究所

2.2.2 品牌格局: 全球化竞争下国际品牌垄断高端市场

全球化竞争的行业, 国外品牌占据主导地位。国际领先的健身器械企业均已进入全球运营阶段, 意味着健身器械已成为全球竞争行业。根据前瞻研究院数据, 国际市场前四大健身器械品牌依次为 Icon、Life Fitness、Precor、Technogym, 分别占据全球市场的 26.8%/17.2%/14.4%/11.9%, CR4 约 70%, 集中度高。我国本土高端市场也被国外品牌垄断, 根据德勤的调研报告, 中国高端市场主要为 Icon、Johnson、Technogym、Peloton 和 Nautilus 为主的欧美系国际品牌, 合计约占本土市场的 70%。

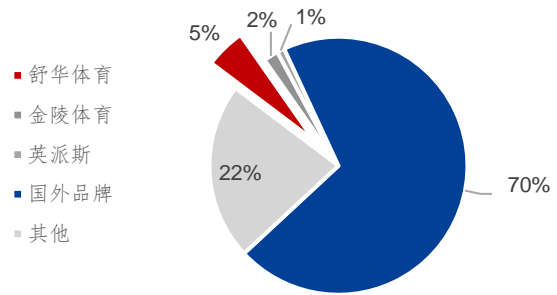
少量全国性品牌占领本土中端市场, 低端市场厂商林立竞争激烈。中端的全国性本土品牌主要包括舒华、英派斯、金陵体育、好家庭、澳瑞特, 其中舒华约占 5% 的市场份额, 较为领先。占总体市场约 22% 的低端市场则由其余品牌瓜分, 同质化下的价格战竞争激烈。

图 28: 2017 年全球健身器械主要品牌



资料来源: 前瞻研究院, 华金证券研究所

图 29: 2019-2020 年本土龙头市场份额



资料来源: 华金证券研究所根据市场公开数据估测

2.3 需求: 后疫情时代+科技赋能=新兴“人货场”

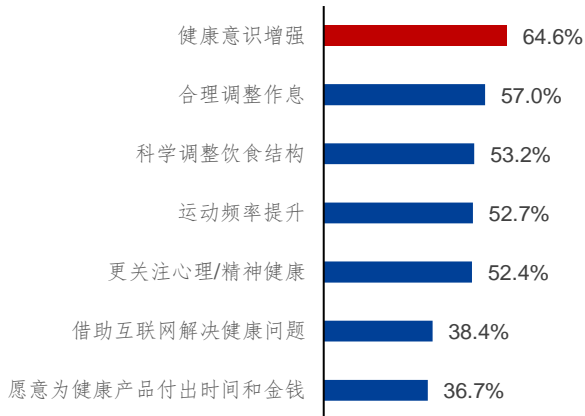
2.3.1 全民体育参与度提升

疫情后居民健康意识增强, 有望提振本土健身需求。艾瑞咨询调查显示, 64.6%的人疫情后健康意识增强。丁香医生发布的《2021 国民健康洞察》, 2019 年以前人们最多选择睡觉、网购、游戏和进食来排解心里压力, 2020 年选择运动锻炼排解的人数跃居第二位, 调查中 59%的人为保持健康进行过运动锻炼。

经常参加体育锻炼的人群规模将进一步增长。2021 年 8 月, 国务院《关于印发全民健身计划(2021—2025 年)的通知》提出到 2025 年, 人民健身热情进一步提高, 各运动项目参与人数持续提升, 经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%。我国将每年锻炼 12 次以上的人口定义为经常参加体育锻炼的人口, 国家体育总局的数据显示, 2020 年我国经常参加体育锻炼的人数为 4.35 亿, 占人口的比例已经达到 31%。

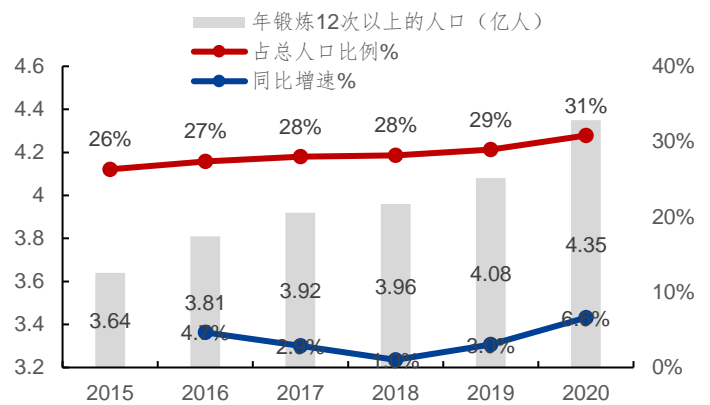
青少年、老年群体锻炼需求引起重视。青少年身锻炼追踪和体质检测赛道将大有可为: 2019 年国务院《体育强国建设纲要》指出, 要将促进青少年提高身体素质和养成健康生活方式作为学校体育教育的重要内容, 通过把学生体质健康水平纳入政府、教育行政部门、学校考核体系, 来全面实施青少年体育活动促进计划。2020 年 9 月 21 日, 国家体育总局、教育部联合印发《关于深化体教融合促进青少年健康发展的意见》, 提出 8 个方面 37 项措施助力我国青少年体育事业发展。老年人康护运动市场逐渐兴起: 根据《第七次全国人口普查公报》, 截至 2020 年 11 月, 全国 60 周岁及以上老年人口 26,402 万人, 占总人口的 18.70%; 全国 65 周岁及以上老年人口 19,064 万人, 占总人口的 13.50%, 远超联合国老龄化社会的标准, 对此国家“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要已将“实施积极应对人口老龄化”上升为国家战略, 其中老年人康养运动是应有之义。

图 30：疫情后健康行为习惯变化



资料来源：艾瑞咨询 2020 年 12 月在线问卷 (N=2100)，华金证券研究所

图 31：中国经常参加体育锻炼的人数



资料来源：国家体育总局，华金证券研究所

2.3.2 公共采购力度加大

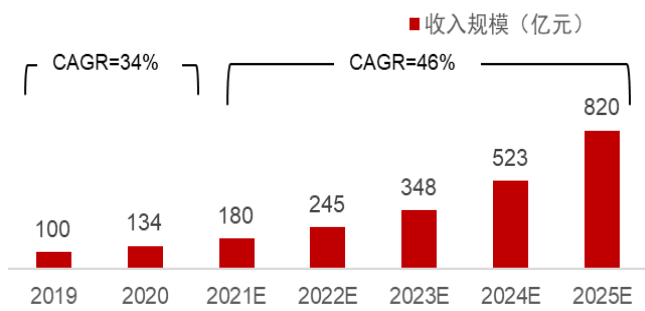
政府加大公共采购，本土品牌具有优势。为了支持全民健身目标的快速实现，政府大幅增加对公共体育配套设施的采购。2021 年 4 月，国家发改委、国家体育总局《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》明确提出，人民日益增长的体育健身需要和健身设施发展不平衡不充分的矛盾较为突出，群众“健身去哪儿”的问题还没有得到有效解决，需继续深入实施全民健身国家战略，构建更高水平的全民健身公共服务体系，增强人民体质，改善人民生活品质，推动健身设施补短板、强弱项、提质量，加快建设体育强国。2021 年 8 月，国务院《关于印发全民健身计划（2021—2025 年）的通知》的 2025 年目标包括，全民健身公共服务体系更加完善，人民群众体育健身更加便利，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。政策指向公共健身设施采购的加大投入，有望利好本土器材供应商。

2.3.3 智能健身一片蓝海

科技赋能健身，智能健身器材制造成为我国战略性新兴产业。2018 年，《战略性新兴产业分类（2018）》明确将发行人智能化健身器材列为战略性新兴产业，分类为“1.5.2 智能消费相关设备制造”之“3969 其他智能消费设备制造”之“体育训练、竞赛、健身等活动用智能设备”，将发行人下游“体育场馆、健身房等体育场所用智能设备”列为我国战略性新兴产业范畴。

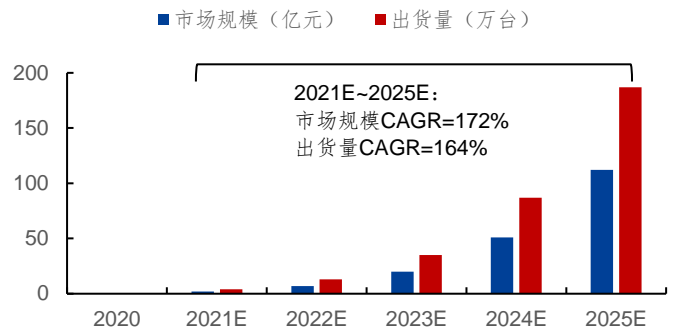
智能互联的基础上，健康管理、娱乐社交和创新产品成为新蓝海。中国智能健身市场将以高于过去水平的增速继续扩增，预计至 2025 年市场规模突破 800 亿元，复合增速达 46%；智能健身对传统健身房用户渗透率高，据艾瑞咨询调查，智能 APP 和硬件对健身会员渗透率均已超 60%。同时，健身过程中基于在线互联的娱乐和社交属性增强，智能化创新产品成为新蓝海，如 2020 年兴起的智能健身镜，艾瑞预计其 2021~2025 年市场规模将年均复合增长 172%，出货量年均复合增速达 164%。

图 32: 2019-2025 中国智能运动健身市场规模 (不含智能穿戴)



资料来源: 艾瑞咨询 (数据源于桌面研究和专家访谈), 华金证券研究所

图 33: 智能健身镜市场规模预测



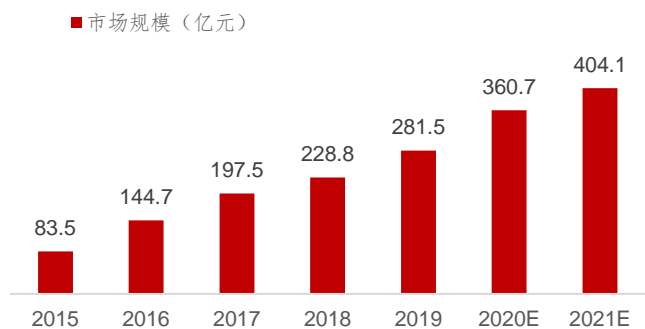
资料来源: 艾瑞咨询 (网调数据, N=2424), 华金证券研究所

2.3.4 疫情刺激居家健身加速成熟

全球疫情持续反复, 居家健身新常态利好家用器械业务。疫情后人们出行受限, 健身需求高涨, 在基础条件的支持下, 居家健身成为可能, 并逐渐发展为一种生活习惯。长期以来, 因为场地、器械和教练资源等因素, 健身多在商业健身房进行。但是近年来: 1) 信息获取和健身技能方面, 互联网的快速发展使得健身知识普及, 更多人接触和喜欢上健身运动; 同时智能互联技术的广泛应用, 让居家远程教练指导更便捷高效, 打破对健身房教练的依赖; 2) 设备方面, 工艺的成熟兼产业规模化的优势, 降低了健身器械的购置成本, 另外设计能力的提升使器械更为小巧美观, 拆装便易, 从而被家庭场景所接纳。

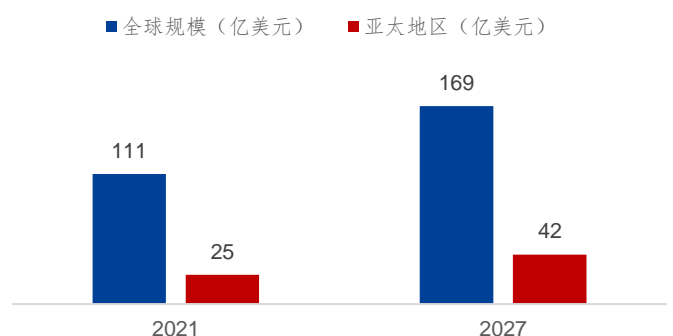
居家健身具有长足发展空间, 根本上得益于其自身优势。根据头豹研究院数据, 2021 年国内居家健身市场规模达 404 亿元, 2015~2021 年复合增长率约为 30.1%。全球来看, AlliedMarketResearch 数据显示 2021 年亚太地区居家健身市场规模占全球的 22.5%, 这一比例预计在 2027 年增至 24.9%; 此外, 全球和亚太市场的年均复合增速分别为 7.2%和 9.2%, 亚太地区发展略快于全球。

图 34: 2015-2021 年中国居家健身市场规模趋势



资料来源: 头豹研究院, 华金证券研究所

图 35: 2021 和 2027 全球 vs 亚太室内健身器械市场规模



资料来源: AlliedMarketResearch, 华金证券研究所

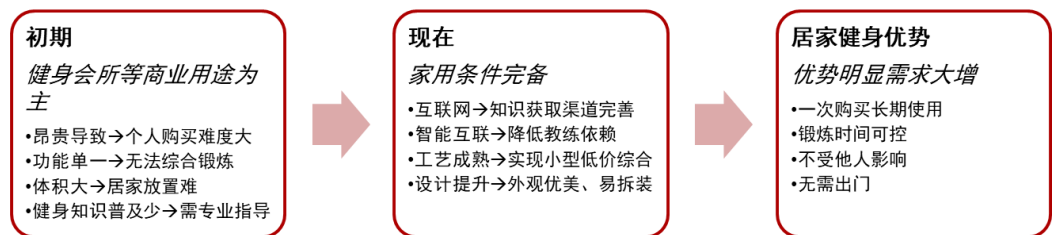
即使没有疫情的催化作用, 居家健身同样因其自身优势具有长足发展的潜力。

居家健身的灵活性优势。时间上, 居家健身不受健身房开放时间的限制, 对于需要加班晚归等人群更为友好; 空间上, 健身房作为重资产行业, 网点铺设需要大量资金和管理能力, 因此目

前以一线城市核心地段为主分布，对于健身房不密集的二三线城市或者一线城市部分区域，居家健身更为方便；体验上，传统健身房通常在下班后时段性拥挤、也存在卫生管理和提前预支消费产生的资金风险，居家健身更为私密、放松。

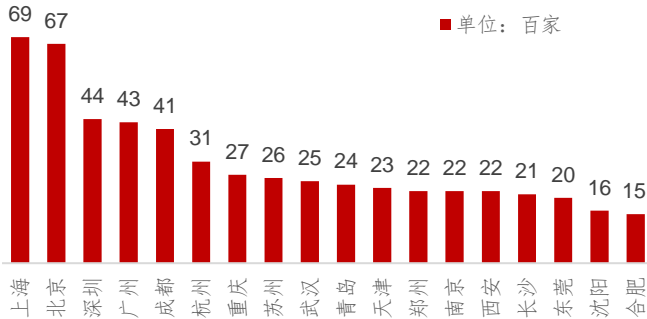
家用健身器械的渠道优势。根据阿里数据，早在 2017-2018 年，电商平台的跑步机就呈现小型化的趋势，背后逻辑一方面固然是小型器械更适合电商消费方式下的打包运送，另一方面也某种程度上反映出消费者的偏好转移。总之，家用器械更为小巧易安装的特点，使它在线上渠道比传统商用器械更有优势。

图 36: 家用板块崛起的驱动因素



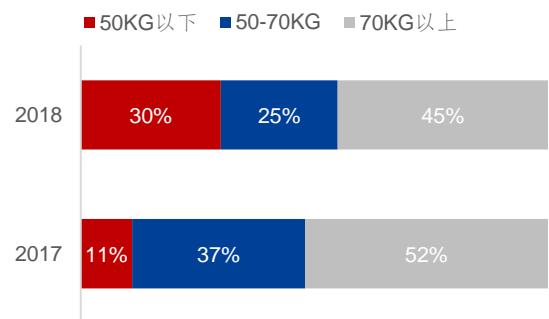
资料来源：华金证券研究所

图 37: 2020 年全国主要城市健身场馆数量



资料来源：三体云动，前瞻研究院，华金证券研究所

图 38: 2017-2018 年淘系不同净重级跑步机销售额占比



资料来源：阿里数据，艾媒咨询，华金证券研究所

3. 核心优势：“产品+渠道”构筑品牌护城河

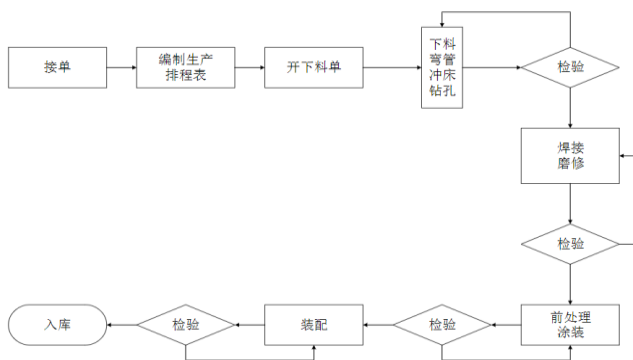
3.1 产品优势：品类齐全兼具效率，智能化技术领先

3.1.1 产品：有的放矢打造全品类矩阵

利用外部资源快速实现布品多样化，减少低效产能资金耗费的同时生产更具灵活性。公司在全国现有三大生产基地共计四个工业园区，总占地 800 亩，总建筑面积（含在建）44.2 万平方米，未来预计将在华北、西北、西南再建三个生产基地，每个预计占地 300 亩、总投资超过 6

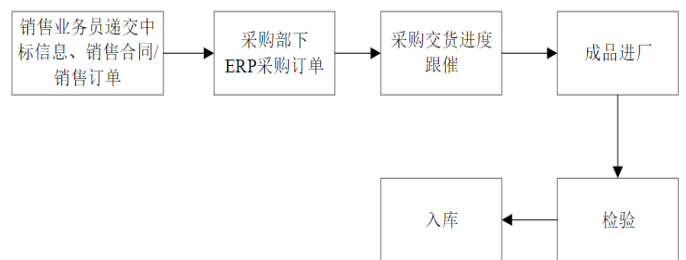
亿元。在提升整体产能的同时对产线资源的分配有所侧重，1) 公司自产的主要是跑步机、力量器械等传统优势产品，有助于公司保持自身核心技术优势；2) 针对健身车、按摩椅、踏步机等需要铺设专门产线的产品则以成品采购为主，提高拓品效率的一方面可以减少资金占用，另一方面健身器械成品采购的流程更为简单，相较于生产过程有 4 道检验环节，成品采购仅有一道，大大减少了不良率带来的成本耗损，而生产所需原料的采购也有独立的流程，比成品采购的流程更为复杂增加了管理和人工成本，且延长了生产周期；3) 对于一些低溢价的非核心生产环节，如部分零部件的电镀类、切割类、模具材料、机加工件等则借助外部三方厂商完成。可以看到，公司一半以上主要原材料为钢材、马达、电控，受大宗商品涨价影响更多的是钢材（22.8%），对于非自产品，公司在成本控制上更具灵活性。

图 39：公司健身器械生产流程



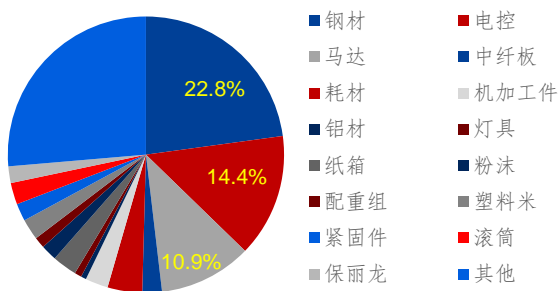
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 40：公司健身器材成品采购流程



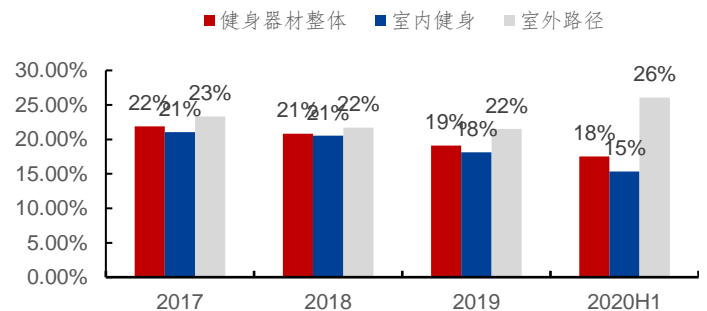
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 41：2020H1 公司原材料采购成本占比



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

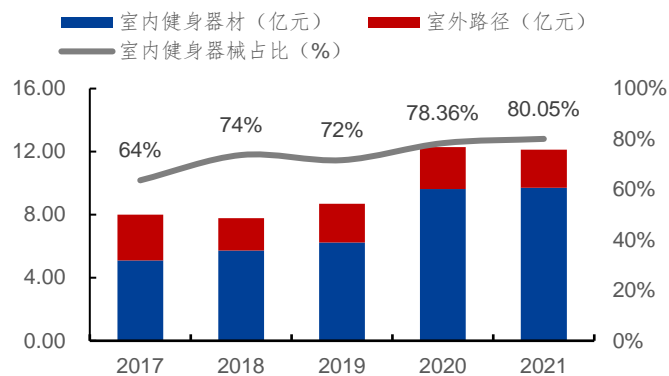
图 42：外购品占同类业务总体销售额的比例



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

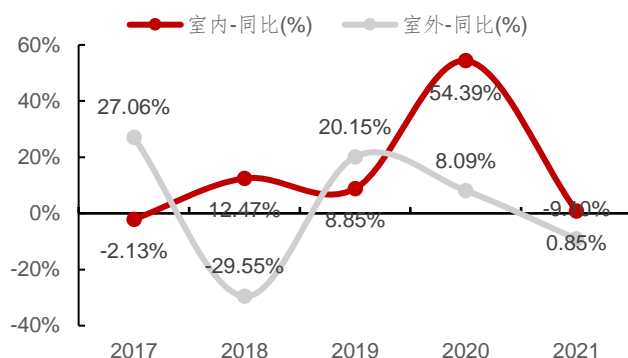
迎合后疫情时代居家健身的需求上升，持续加码核心产品跑步机。室内健身器械是健身器械的主要部分，2020-2021 分别以 9.63 亿元和 9.71 亿元占据健身器械业务收入的 78.36%和 80.05%，2019 疫情以来室内健身业务取得爆发式增长，2020 年收入增速达 54.39%，在去年的高基数上 2021 年以 0.85%的微增保持较高的收入水平；室外路径业务收入则受疫情影响较大，2020 和 2021 年收入分别为 2.66 亿元/+8.09%、2.42 亿元/-9.10%。细分来看，跑步机是公司的核心产品，2020H1 已占到健身器械类收入的一半，同比 2019 全年增加 9 个百分点；相较于力量器械，家用跑步机在设计方面趋向于轻巧小型，不仅便于家庭的安装和使用，也更适应疫情下线上购物的需求，相较于健身车，跑步在我国接受更为广泛，训练动作更为简单。

图 43: 2017-2021 年品类收入结构



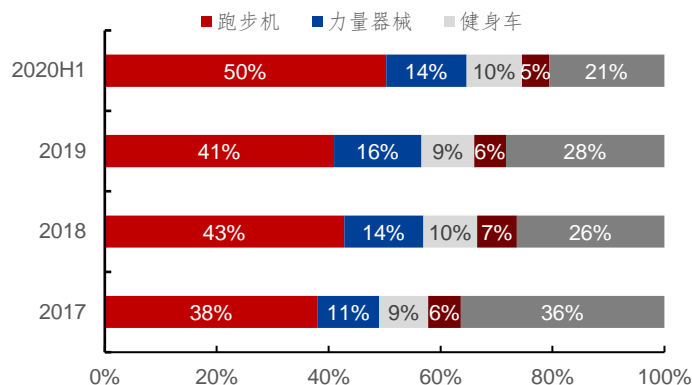
资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

图 44: 2017-2021 年品类收入增速



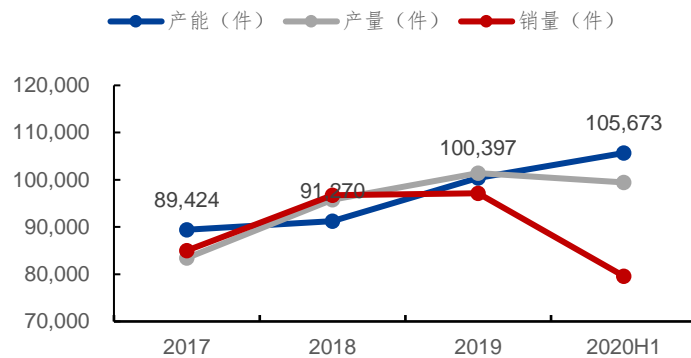
资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

图 45: 2017-2020H1 年健身器械细分收入结构



资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

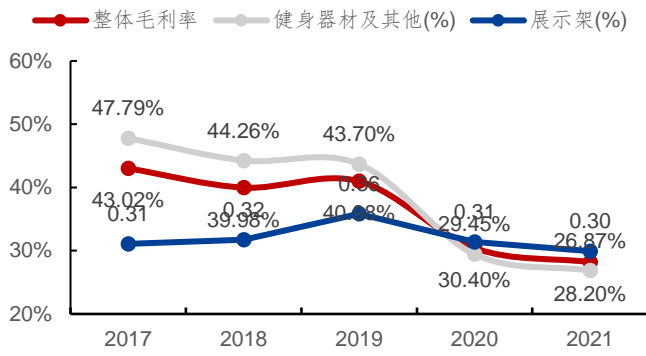
图 46: 2017-2020H1 跑步机产销量



资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

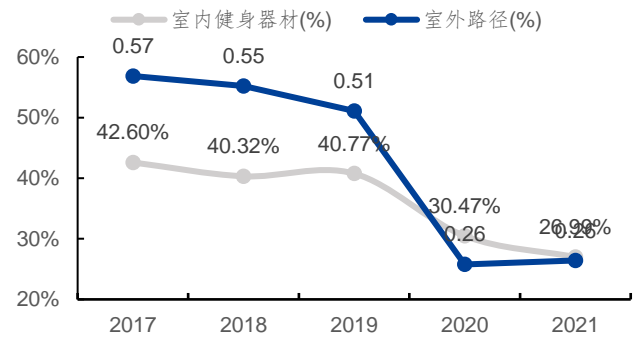
跑步机毛利率水平较高, 有助于公司维持良好的盈利空间。毛利来看, 自会计准则调整后, 运费计入成本导致毛利率水平有明显下滑, 同时线上业务的客群消费均价水平一般来说会低于线下, 健身器械由于涉及到大量的 ToC 业务, 运输分散导致运费成本较高, 兼之外销带来的海运费, 总而言之健身器械的毛利率下滑更为明显, 自 2020H1 就可以看到其毛利率水平低于展示架 3.98pct, 2020-2021 两年毛利率分别为 29.45%和 26.87%, 较展示架毛利率的 31.38%和 29.93% 低 1.93pct 和 3.06pct, 在公司大力发展电商和出海的战略影响下落差有所扩大, 另外, 2021 年室内和室外业务的毛利率分别为 26.99%/-3.48pct、26.40%/+0.63pct, 室内器械的毛利优势也在趋于缩小; C 端业务毛利率整体有所下滑的背景下, 细分品类中跑步机的毛利率优势明显, 2020H1 年跑步机/力量器械/健身车的毛利率依次为 37.24%/20.18%/30.52%, 跑步机毛利率不仅高于其他室内健身品类, 也高于展示架和户外器械, 加码跑步机有利于维持较多的盈利空间。

图 47: 2017-2021 年业务毛利率



资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

图 48: 2017-2021 年品类毛利率



资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

表 5: 公司各细分业务及品类毛利率情况

	2017	2018	2019	2020H1
健身器材整体	47.79%	44.26%	43.70%	29.61%
室内健身器材	42.60%	40.32%	40.77%	31.52%
跑步机	45.19%	44.57%	46.83%	37.24%
力量器械	43.60%	37.91%	33.23%	20.18%
健身车	39.31%	38.40%	37.93%	30.52%
其他	28.75%	22.08%	22.40%	7.74%
室外路径	56.87%	55.24%	51.09%	22.25%
展示架	31.10%	31.72%	35.83%	33.59%

资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

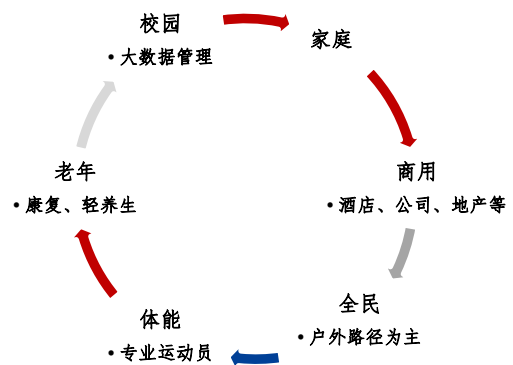
借助六大场景构建产品矩阵, 不仅有利于提高客户选购效率, 也有助于降低公司 SKU 管理难度。公司以“品类丰富产线齐全”著称, SKU 多达上百个, 利用家庭、商用、全民、体能、老年、校园六大场景进行区分筛选, 定向的设计和营销, 有助于提升管理、设计、和渠道效率, 一定程度上避免 SKU 冗余带来的负担。

图 49: 世锦赛冠军郑少忠体验校园星火系列器械



资料来源: 公开资料, 华金证券研究所

图 50: 产品矩阵的六个场景

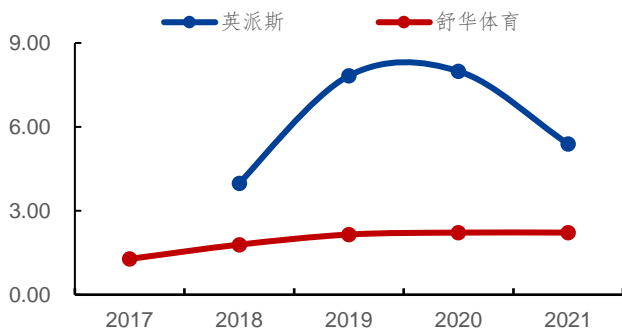


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

3.1.2 技术: “自研+合作” 打造智能领先优势

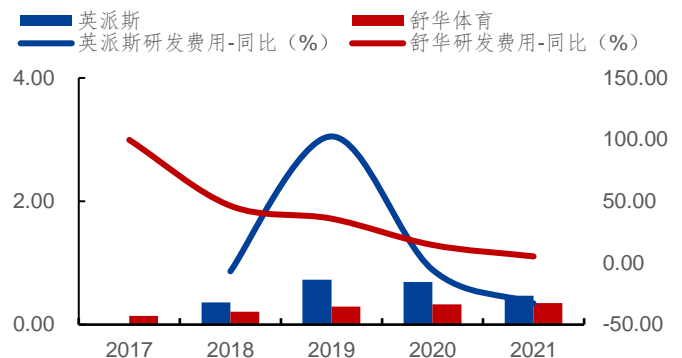
重视自研能力建设的同时，善于合作研发以保证技术开发的效率和领先优势。目前公司建立了 160 多人的研发团队，截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有 2 项发明专利，实用新型和外观设计专利 269 项；近年来公司对研发持续投入，2021 年研发费用在此前年度持续高增的基础上继续增加 5.3%至 0.35 亿元，已接近可比公司水平，但就费用率而言，2021 年公司研发费率为 2.22%，较可比公司低 3.17pct，一方面源于可比公司研发费用大幅下滑 32.78%，另一方面公司的合作研发模式起到了节本增效的作用，公司与华为、腾讯、阿里等科技巨头均开展了技术合作，同时还与上海体育学院、北京体育大学、成都体育学院、郑州大学体育学院、中国体育科学学会运动医学分会 CASM、美国运动医学会 ACSM、中国健美协会、南德认证检测等高校及专业机构展开合作。研发驱动下，公司早在 2014 年率先推出首款智能跑步机，早于其他目前市面主流智能跑步机品牌 1-7 年。

图 51: 2017-2021 年可比公司研发费率



资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

图 52: 2017-2021 年可比公司研发费用及增速



资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

图 53: 重要研发时间线及同类公司对比



资料来源: 公司公告, 公开资料, 华金证券研究所

基于在行业内的领先实力和丰富经验，参与绝大多数重要行业标准的制定，确立行业地位。截至 2021 年底，公司累计主导、参与近 30 项国家及行业标准制定。

表 6: 公司参与起草的行业标准

标准名称	性质	主办单位	标准号
1 固定式健身器材第 1~2, 4~10 部分	国标	中国轻工业联合会	GB17498.X-2008
2 室外健身器材的安全通用要求	国标	全国体育用品标准化技术委员会	GB19272-2011

标准名称	性质	主办单位	标准号
3 体育用品电气部分的通用要求	国标	全国体育用品标准化技术委员会	GB31187-2014
4 笼式足球场围网设施安全通用要求	国标	全国体育用品标准化技术委员会	GB-T34279-2017
5 全民健身活动中心管理服务要求	国标	国家体育总局	GB-T34280-2017
6 全民健身活动中心分类配置要求	国标	国家体育总局	GB-T34281-2017
7 公共体育设施室外健身设施应用场所安全要求	国标	全国体育用品标准化技术委员会	GB-T34284-2017
8 健身运动安全指南	国标	全国体育用品标准化技术委员会	GB-T34285-2017
9 健身器材和健身场所安全标志和标签	国标	全国体育用品标准化技术委员会	GB-T34289-2017
10 公共体育设施室外健身设施的配置与管理	国标	全国体育用品标准化技术委员会	GB-T34290-2017
11 城市社区社会多功能公共运动场配置要求	国标	国家体育总局	GB34419-2017
12 二代室外健身器材通用要求	行标	中国体育用品联合会	T-CSGF001-2018
13 智慧化健身场所技术规范	行标	中国体育用品联合会	T-CSGF004-2018
14 全国主要产品分类产品类别核心元数据 第7部分：体育用品	行标	全国信息分类与编码标准化技术委员会	GB-T37600.7-2019
15 走步机	行标	中国文教体育用品协会	T-CSSGA1023-2019
16 智能固定式健身器材技术规范	行标	中国体育用品联合会	T-CSGF006-2020

资料来源：公司招股书（截至2020/12/01），华金证券研究所

凭借智能领域的领先水平，率先参与到“智慧城市”的建设中，巩固 ToG 业务先发优势。随着体育公园、智慧社区健身中心等综合型智慧化市场需求的诞生，公司的整体方案供应经验和智能领域的技术水平结合形成新的优势。随着“社区健身房”等项目的建设，政府订单中也包括部分室内健身器材产品，不仅有助于扩大收入提升毛利，公司在室内健身领域的专业性也进一步提高公司取得标的的竞争力。

图 54：公司承建的公共采购项目



资料来源：公司官网，华金证券研究所

3.1.3 定位：瞄准目标人群精准营销，追求品牌价值胜于价格竞争

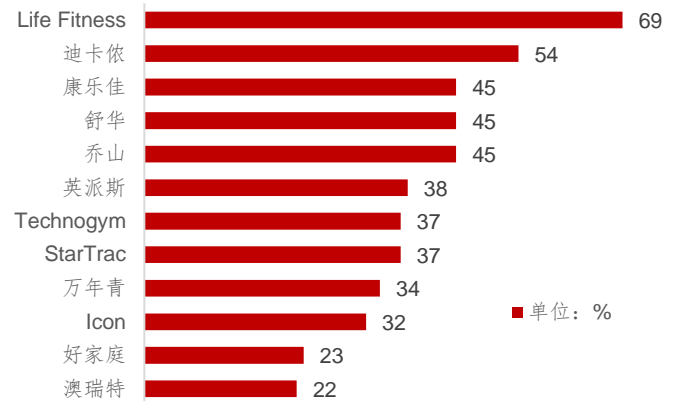
以高质量的设备支撑中高端定价，降低产品的可仿制性，同时避免陷入价格竞争。2017年前，公司通过电商渠道销售的跑步机等室内健身器材的主要以定位为中低端的“柏康”品牌为主。2017年起，为优化产品的市场定位，公司将部分线上门店转变为“舒华”品牌专卖店，仅保留京东柏康专卖店，代表公司开始清晰定位中高端。目前淘系平台上，舒华家用跑步机价格约3000~15000元，而平台同类产品普遍价格为1000~3000元；商用跑步机从15000~100000元均有分布，在万元级高端跑步机的领域，本土品牌基本上只有舒华可以与国际品牌较量。

图 55：线上平台舒华跑步机产品展示页面



资料来源：淘宝网，华金证券研究所

图 56：健身品牌在国内的认知度

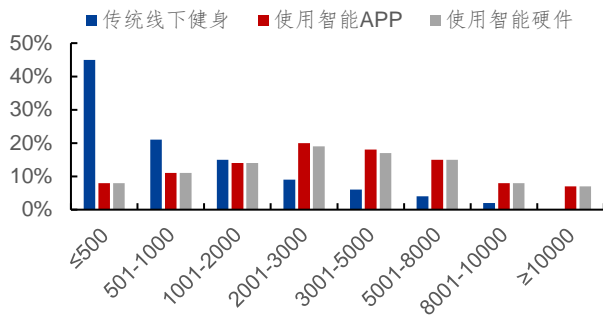


资料来源：前瞻产业研究院整理自 Nielsen，华金证券研究所

智能健身目标人群多分布在高收入青年及女性群体。根据艾瑞咨询的调查，相比于传统健身，智能健身参与者呈现不同的性别和年龄特征：1) 性别上，传统健身男女比例为 7: 3，而智能健身男女比为 6: 4，更多女性的参与使智能健身的男女比例更均衡。传统健身侧重力量和对抗性的训练，更为男性所喜爱，智能健身产品则更多集中在速度和节奏类运动，不仅更适合女性，也因其娱乐解压而为女性所喜爱。2) 年龄上，31-40 岁人群是对传统到智能切换接受度最高的群体，年龄越往两端走，越少参与智能健身，区别在于 30 岁及以下人群，智能健身的比例几乎是 40 岁以上人群的三倍，传统健身则相反。

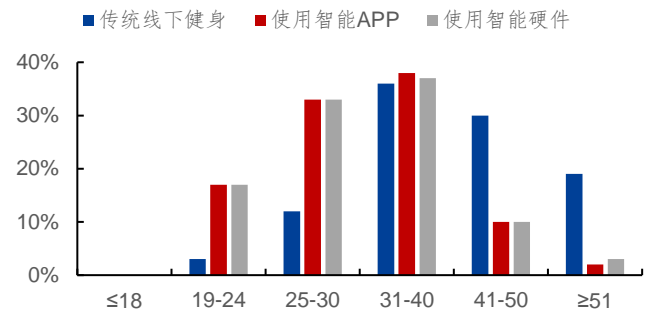
舒华的价格定位既可以避开价格竞争，对应人群的市场也不至于太小。花费上，约 45% 的传统健身人群花费在 500 元及以下，人群比例随支出增多而递减；智能健身人群分布最多的则依次为 2001-3000 元、3001-5000 元、5001-8000 元，各只有约 7% 的人会花费 8000 以上和 10000 元以上；3000~15000 元的人群比例合计接近一半，可见舒华的价格定位既可以避开价格竞争，也不至于市场太小。再看 1000-3000 价格段，合计占约 35%，但品牌众多，产品简单可替代性强，竞争激烈。

图 57: 健身人群画像_健身支出分布



资料来源: 艾瑞咨询(网调数据, N=2424), 华金证券研究所

图 58: 健身人群画像_年龄分布



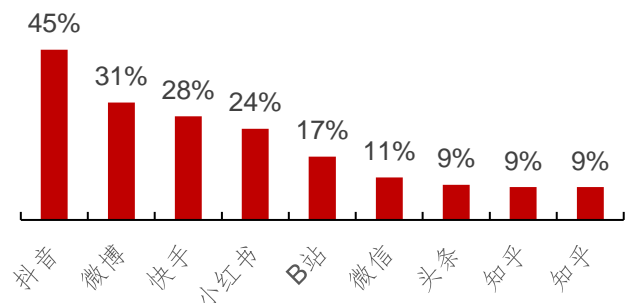
资料来源: 艾瑞咨询(网调数据, N=2424), 华金证券研究所

图 59: 健身人群画像_性别比例



资料来源: 艾瑞咨询(网调数据, N=2424), 华金证券研究所

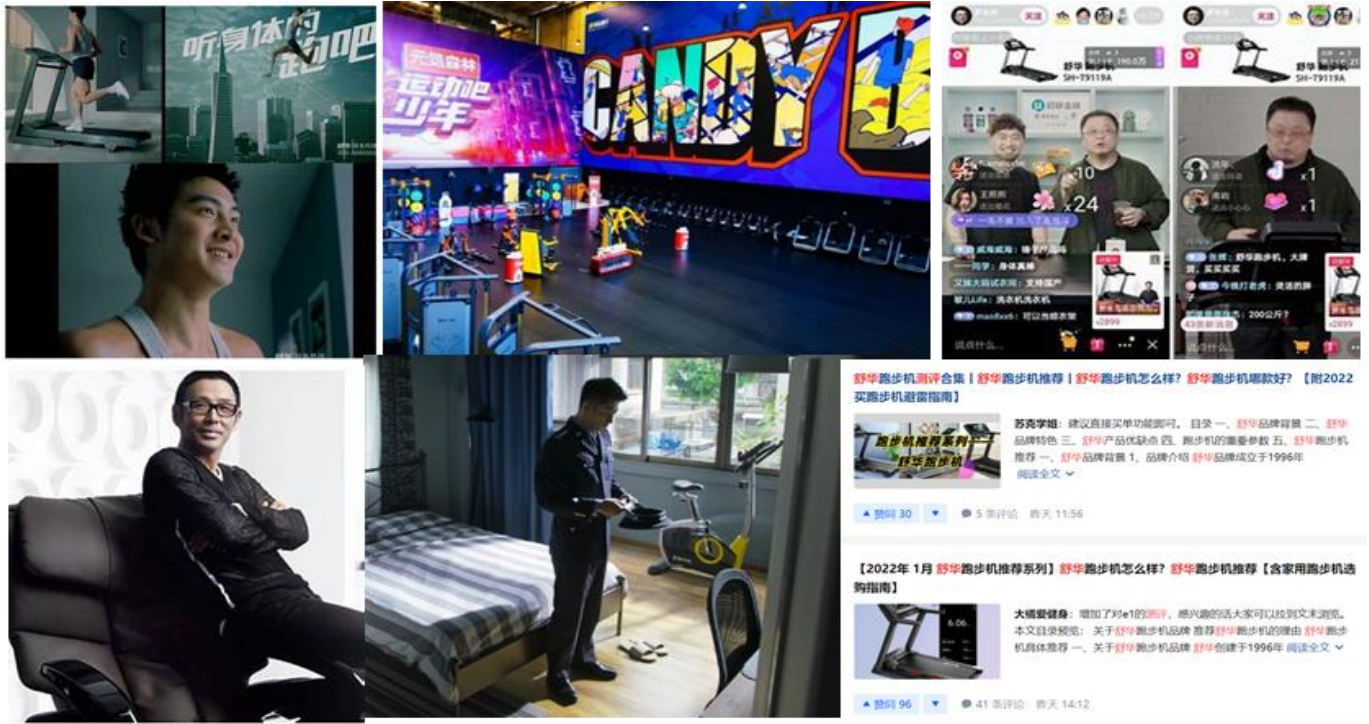
图 60: 健身会员获取资讯的主要渠道



资料来源: 三体云动, 华金证券研究所

借体育明星塑造专业形象, 运用新媒体触及目标群体。1) 传统媒体方面, 公司请陈道明代言按摩椅, 田亮等一众体坛明星代言健身器械, 为品牌形象增添专业色彩; 此外还为湖南卫视《运动吧少年》赞助器材, 触及年轻女性; 在电视剧《破冰行动》里出境, 将品牌和军警训练联系起来。2) 善于借力新媒体形式, 邀请刘璇、陈一冰、潘晓婷、罗永浩等进行直播带货, 他们的身份或是体育奖牌获得者, 或是科技领域名人, 保证其粉丝群体和智能、健身等领域的重合度颇高; 公司也抓住了新兴社交营销的风口, 与 KOL/KOC 合作种草和测评以加大品牌声量, 未来公司还将进一步加大短视频投放, 通过内容营销促进销量。3) 发展私域, 完成从制造商到健身运营商的进化。以舒华运动 App 为基地, 借助健身达人和体育名人(世锦赛冠军郑少忠、马拉松冠军焦安静等) 录制健身课程, 布局“智能软件+课程内容+培训服务”, 形成与客户的售后持续互动, 提高客户粘性; 通过记录健身生活、管理个人健康数据加强消费者的品牌忠诚度。

图 61：公司的各种声量渠道



资料来源：公开资料，公司官网，华金证券研究所

3.2 渠道&合作：“全渠道+异业联盟+品牌出海”把握各类客户

3.2.1 线上线下全渠道打造 C 端

打造全渠道深度融合已逐渐成为 ToC 业务的必争之路。随着互联网的普及和电商平台的迅速发展，线上电子商务渠道已成为消费者，特别是家用消费者购买体育用品重要的渠道之一；2015 年，电商平台体育用品销售额首次突破千亿元，消费人数达到 4 亿人次，自此，国内健身器材厂商相继通过自建电商平台或者依托第三方平台发力线上业务，同时，作为体验性较强的大件高价商品，线下店铺也必不可少，全渠道融合的零售模式成为占领 C 端市场的重要抓手。2021 年，公司销售费率 8.19%，因有大量平台费用而略高于可比公司 1.23pct，同时销售费用在 2020 年大幅下滑 51.47%的基础上有所回升，同比增长 17.74%。

图 62：2017-2021 年可比公司销售费率

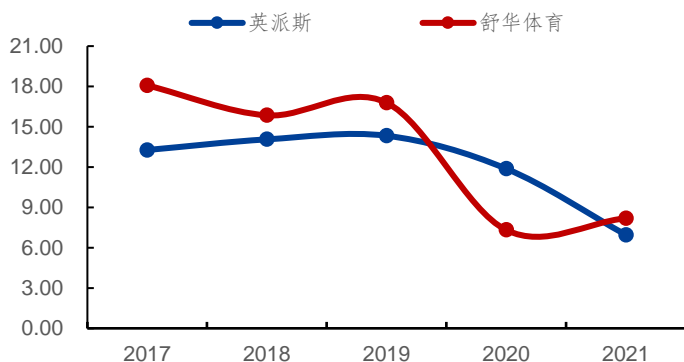
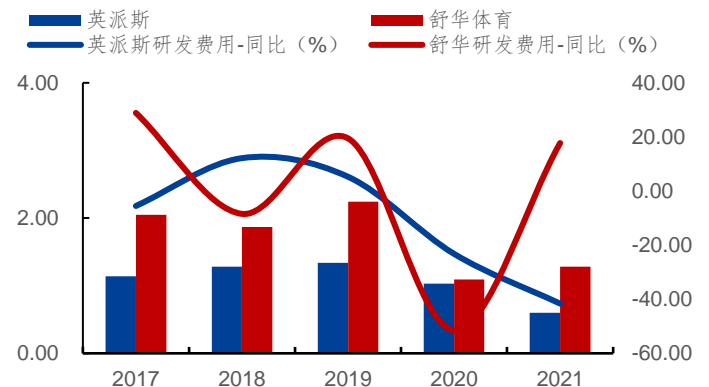


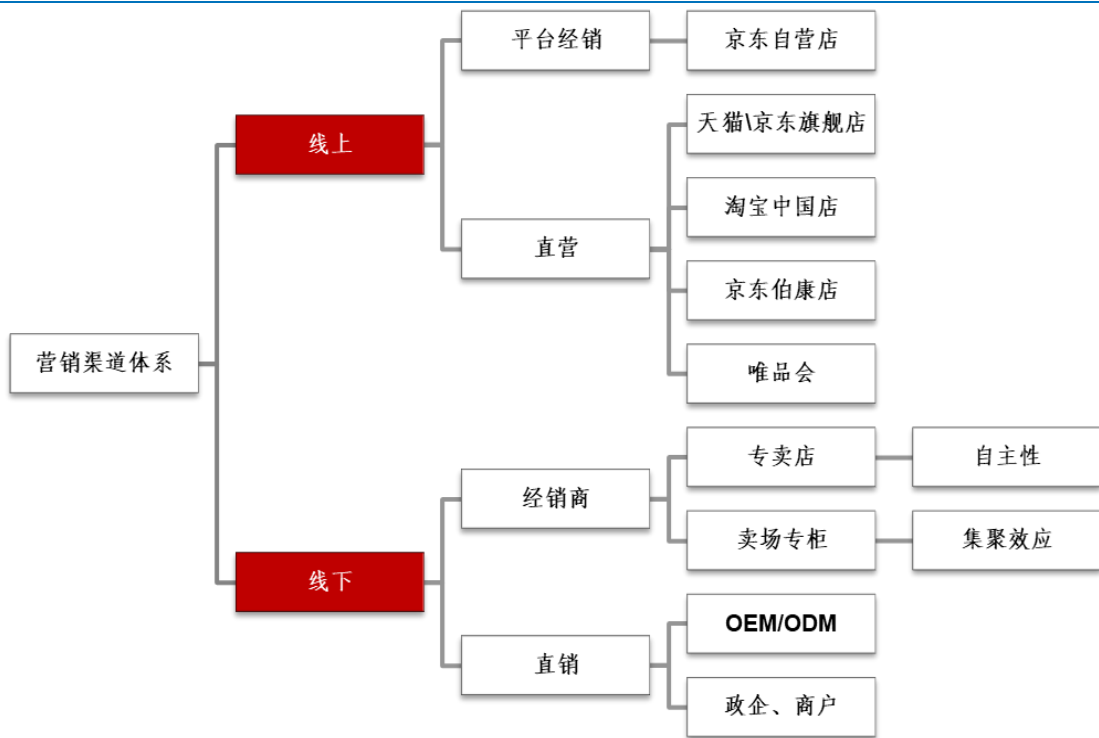
图 63：2017-2021 年可比公司销售费用及增速



资料来源：同花顺，华金证券研究所

资料来源：同花顺，华金证券研究所

图 64：公司营销渠道体系

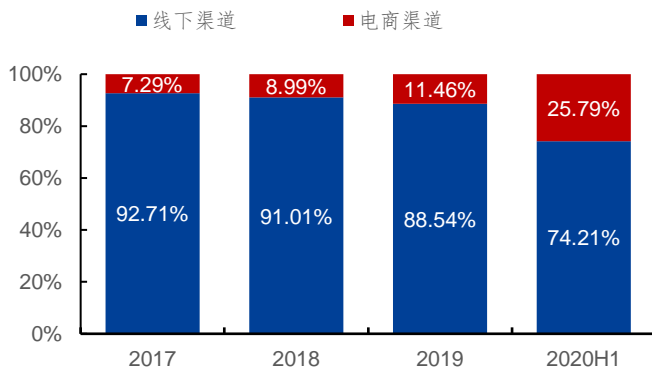


资料来源：公司招股书，华金证券研究所

线上，不断推进毛利较高的电商业务，方式出新抢占市场。公司 2017-2020H1 电商和直营业务占比持续加重，电商从 7.29%增长至 25.79%，室内健身器械作为线上及 ToC 的主要产品，其毛利率高于显著线下，即使考虑运费转入营业成本，2020H1 线上毛利率仍高出线下 5.22pct。2021 年，在原有的天猫、京东、唯品会等平台的基础上，公司新增布局了抖音渠道。根据年报披露，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%。在天猫大型健身器械排名中，舒华品牌销量依然位居前列，健身车销量同比增长 39%。公司预计 2022 年将着力进一步发展线上，包括打造 2C 爆款、深化平台合作、打磨舒华运动 APP 线上课程等。

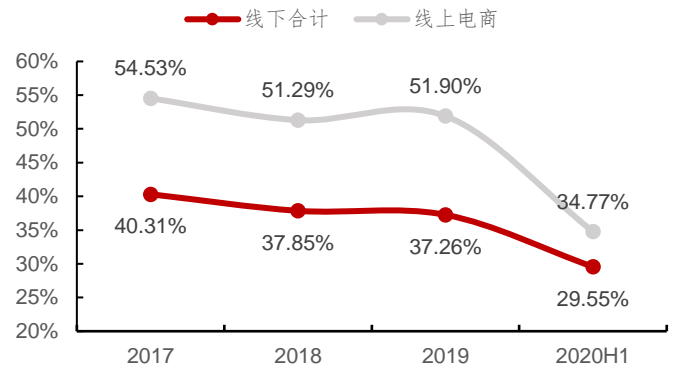
线下，体验空间培养客户认知兼引流变现，对大客户提供直营解决方案。1) 线下门店：年报显示，截至 2021 年末，公司在全国共有 230 家经销商，一边鼓励经销商进行多元化实体布局，如连锁商超店中店、专柜、专卖店、精品店、工厂店、旗舰店体验服务中心、社区店、运动健康综合体等，提升产品覆盖度和人群触达率；一边指导门店升级改造，提升产品智能化及数字系统应用水平，从而强化消费者对产品/品牌的认知。2) 大客户直营：近年来线下传统零售逐步往中高端消费群体转移，故公司推出私家健身房解决方案吸引大客户，同时着眼下沉市场——下市场虽然整体消费水平低于一二线，但是市场基数大、人均居住面积更大，健身房密集程度低，随着我国整体收入水平的提升和在健康领域支出意愿的增加，具有发展潜力。

图 65: 2017-2020H1 公司整体线上线下渠道收入结构



资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

图 66: 2017-2020H1 室内健身器械线上线下渠道毛利率

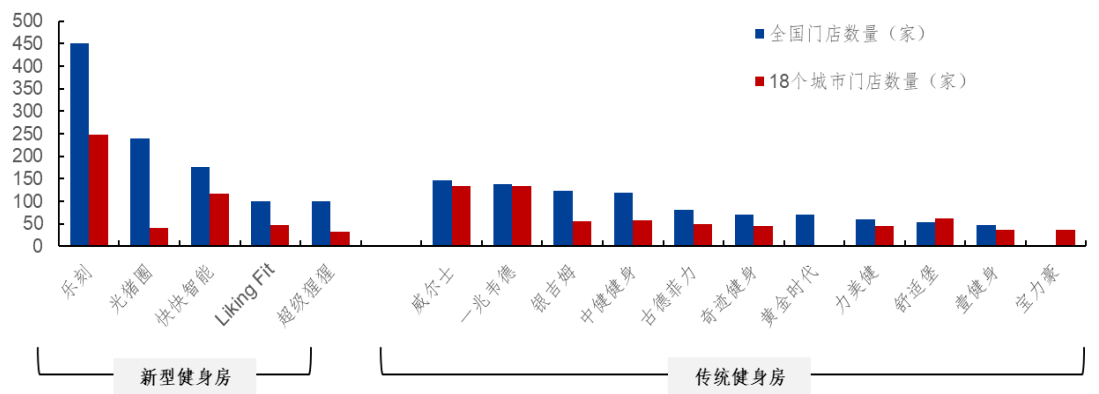


资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

3.2.2 不断扩大品牌影响力, 挖掘 B 端新机遇

与部分传统健身房建立合作的同时着力挖掘新型健身房的机会。根据德勤的调查报告, 我国头部新型健身房门店数量上已经超过传统健身房, 且不少新型健身房分布在一二线城市以外, 国际品牌涉足较少, 是本土品牌的潜在机会。目前公司的传统健身房客户以小型或区域性为主, 如河北万拓健身, 秦皇岛菲特尼斯健身, 重庆海悦荟健身, 浙江星洲健身等, 新型健身房合作则包括光猪圈健身, 超鹿健身、发条鸭健身、河南黄金时代等。

图 67: 头部健身房门店数量



资料来源: 德勤咨询 (数据源自各公司官网、访谈及其他公开数据披露, 与实时在营门店数量可能存在偏差。18 个城市包括中国一线、二线的主要城市), 华金证券研究所

打造异业联盟, 寻求品牌在产业链相关领域的辐射能力。公司持续与体育公司、房产开发企业、家电零售商、健身健美协会、互联网公司形成战略合作, 扩大了自身在产业链中的影响力, 为商业合作背书, 也通过异业合作不断发掘新的商业模式。

结缘奥运合作权威机构, 构筑深厚的品牌壁垒。早在 2013 年-2016 年, 舒华体育便连续 4 年成为中国奥委会官方健身器材供应商, 从 2014 年起, 舒华产品先后入驻索契冬奥会、里约奥运会以及平昌冬奥会“中国之家”, 为中国体育代表团提供专业健身训练装备。2021-2024 年, 舒华体育再次成为中国奥委会官方健身器材供应商, 为东京奥运会中国体育代表团提供多种专业训练器材, 保障国家队运动员备战奥运, 多年的合作经验构成独特的品牌竞争力。

图 68: 与权威机构合历程



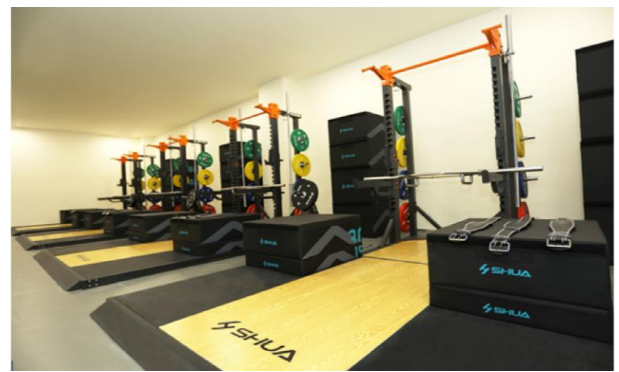
资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

图 69: 北京冬奥村健身中心



资料来源: 公开资料, 华金证券研究所

图 70: 延庆冬奥村健身中心

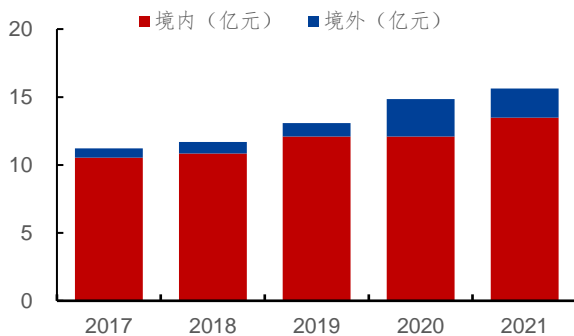


资料来源: 公开资料, 华金证券研究所

3.2.3 出海业务暂时承压, 三种模式推进有的放矢

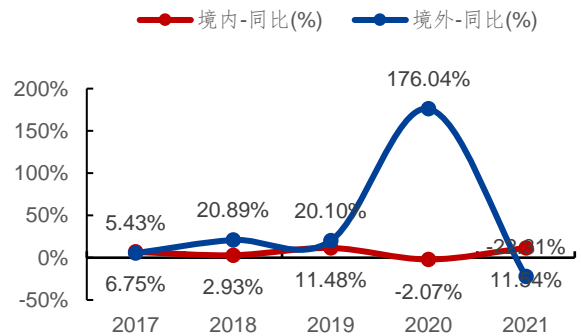
收入主要来源于国内市场, 实施出海战略后外销增长显著。公司 2021 年取得境内营业收入 13.48 亿元/+11.54%, 较 2019 年疫情前的水平提升 11.50%; 公司于 2020 年提出要搭乘我国在健身产业链制造端优势的“东风”, 把握出口机遇, 加强 ODM 业务和自主品牌国际化布局, 实施出海战略后, 2020 年因跨境电商的展开和国际营销的推动, OEM 订单大幅增加, 外销收入 2.76 亿元, 占总收入的近 20%, 同比增速达 176%, 在较高的基数上, 叠加国外疫情及海运费上涨, 2021 年境外营业收入 2.14 亿元, 同比大幅下滑-22.31%, 较 2019 增长 116.16%, 出海效果尚佳, 看好长期的海外业务发展。

图 71: 2017-2021 年公司区域收入结构



资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

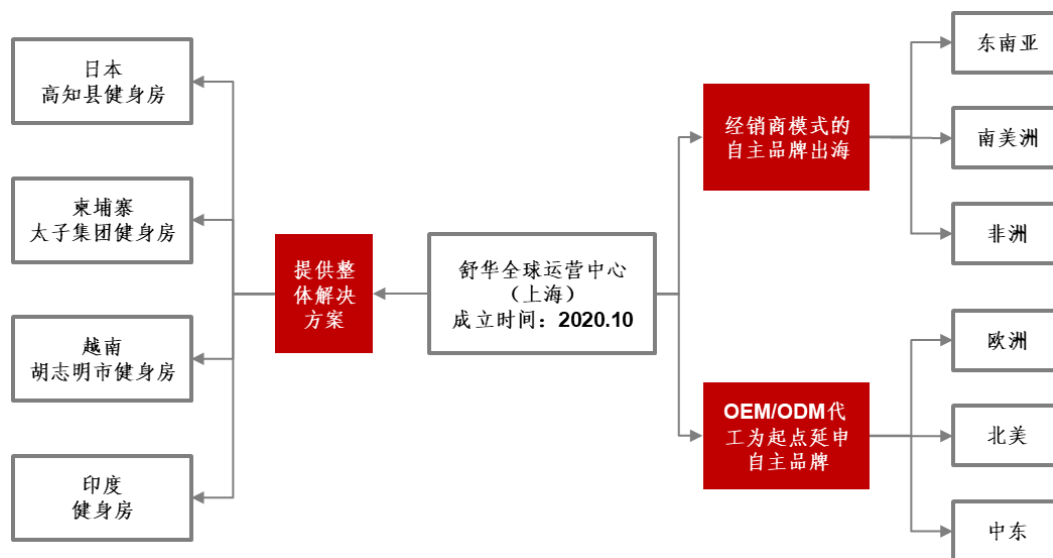
图 72: 2017-2021 年公司区域收入增速



资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

差异化的出海策略有助于公司稳打稳扎，在长期中取得良好的效果。根据目标国的实际情况，公司针对性的采取了三种不同出海模式，如在东南亚、南美和非洲这些经济欠发达，国际化水平不高，市场较为空白的区域，进行自主品牌出海，目前，舒华已在泰国、印尼、缅甸、越南等多个国家设立了近 20 家自主品牌专卖店，并计划在俄罗斯、印度等国开设品牌专卖店。对欧美等发达地区，则采用 OEM/ODM 代工的方式先了解市场需求和技术工艺，提升自身竞争力，进而输出自主品牌；此外，公司也提供整体解决方案，如在日本、越南等地打造完整的健身房。

图 73：公司出海模式



资料来源：公司招股书，公司官网，华金证券研究所

4. 盈利预测

公司作为国内健身器械知名制造商，长期中持续随着我国体育健身行业一起成长并得到政策的不断支持，近两年更是得益于疫情后居家健身需求大增和冬奥掀起体育消费的热潮，2020 年全面投产的舒华健康产业更从产能上有力支撑起销售的快速增长。2021 年，受限于海运紧张和国外疫情形势严峻，公司外销业务受阻导致整体收入增速不及 2020 年；单从国内销售数据来看，增速保持加快，表明在国内经济及防疫态势稳定的环境下，健身器械需求仍然旺盛；同时，零售的复苏也带来展架业务的增速修复。

2022 年，地缘冲突爆发导致全球经济不确定性增加，**收入端**：1) 针对外销业务，一方面预计大宗商品的成本会持续保持较高水平，同时非必需消费品的购买意愿受到抑制，另一方面美联储加息导致人民币相对贬值，利于出海业务获得成本优势和汇兑收益；2) 针对国内市场，今年主要一线城市在内的多个地区疫情来袭，生产、销售和物流环节不同程度的承压，对全年销售产生负面影响，公司一季度报告披露整体营业收入下滑 13.74%，考虑到 2020 年初类似的境况，消费滞后带来 2020Q3 取得 33.21% 的增速，在目前政策面拉动消费的背景下，我们预期今年三四季度将取得高于往年同期的增速，一定程度上修复全年增速。**利润端**：随着下半年国内疫情逐渐得到控制、国际形势趋于明朗，公司降本增效发挥作用，兼之智能产品在家用和户外路径应用上溢价变现，主要产品毛利有望一定程度地修复，但不及疫情前水平。

据此，我们预测未来三年公司整体营收的增速为 17.06%、16.55%、14.93%。

表 7：公司收入拆分及预测表

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
室内健身器材	营业收入(百万元)	623	963	971	1,165	1,421	1,762
	YoY (%)	9%	54%	1%	20%	22%	24%
	毛利率(%)	40.77%	30.47%	26.99%	29.00%	30.00%	31.00%
室外路径	营业收入(百万元)	247	266	242	264	290	319
	YoY (%)	\	8%	-9%	9%	10%	10%
	毛利率(%)	51.09%	25.77%	26.39%	31.00%	33.00%	33.00%
展示架	营业收入(百万元)	438	228	309	334	374	412
	YoY (%)	13%	-48%	36%	8%	12%	10%
	毛利率(%)	35.83%	31.38%	29.93%	31.00%	31.00%	30.00%
其他	营业收入(百万元)	25	28	40	44	49	56
	YoY (%)	71%	9%	44%	10%	12%	14%
	毛利率(%)	36.90%	64.41%	55.36%	55.00%	55.00%	55.00%
总计	营业收入(百万元)	1,334	1,484	1,562	1,807	2,135	2,549
	YoY (%)	12.83%	11.27%	5.25%	15.66%	18.16%	19.41%
	毛利率(%)	40.98%	30.40%	28.20%	30.29%	31.16%	31.62%

资料来源：Wind，华金证券研究所

基于以上假设，我们算出公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.36 元、0.44 元、0.54 元，净利润复合增速位于 24%左右。

表 8：盈利预测表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,484	1,562	1,807	2,135	2,549
YoY(%)	11.3	5.3	15.7	18.2	19.4
净利润(百万元)	137	116	146	182	224
YoY(%)	-6.8	-15.4	26.5	24.5	22.8
净利率(%)	9.2	7.4	8.1	8.5	8.8
ROE(%)	10.6	9.0	10.2	11.3	12.2
EPS(摊薄/元)	0.33	0.28	0.36	0.44	0.54
P/E(倍)	29.6	35.0	27.4	22.0	17.9
P/B(倍)	3.1	3.2	2.8	2.5	2.2

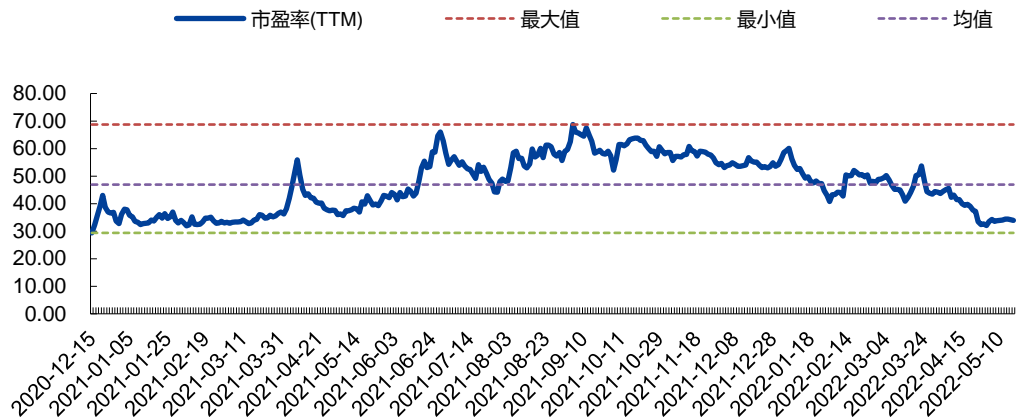
资料来源：Wind，华金证券研究所

回顾历史估值，公司目前 PE 处于低位，预期 PE 远低于平均水平。公司过去两年 PE_TTM 介于 29.38 倍到 68.74 倍之间，目前约为 33.96 倍，分位数为 10.89%处于较低区间。本次报告盈利预测中，公司 2022E-2024E 预计 PE 为 27.4 倍、22.0 倍和 17.9 倍，低于历史平均估值水平 46.92 倍。

对比可比公司及休闲用品行业，舒华体育估值于较低水平。我们选取了经营同类型（体育器械）产品的英派斯和金陵体育，以及 ToC 有类似驱动逻辑的户外休闲公司三夫户外和探路者，外加 ToG 业务方面较为接近的共创草坪作为可比公司，对比之下公司估值处于较低水平，也低

于可比公司平均及公司所处的休闲用品细分行业的平均估值，我们看好长期中公司所处行业的发展趋势及其自身业务的稳打稳扎，首次覆盖，给予“买入-A”建议。

图 74：公司历史估值 PE (TTM)



资料来源：同花顺，2022/05/17，华金证券研究所

表 9：可比公司估值比较

	可比公司					均值		舒华体育
	英派斯	金陵体育	三夫户外	探路者	共创草坪	可比公司	休闲用品行业	
PE (TTM)	119.62	146.92	-83.37	158.42	26.68	73.65	70.74	34.70
PE(22E)	\	\	72.18	102.41	18.51	64.37	29.75	23.00
PE(23E)	\	\	36.09	49.73	14.08	33.30	19.3	19.61
PEG(22E)	\	\	0.34	2.19	0.47	1.00	\	0.45
PEG(23E)	\	\	0.36	0.47	0.45	0.43	\	1.13

资料来源：Wind 一致预期，2022/05/25，华金证券研究所

5.风险提示

- 1、成本风险：**原材料价格、电商平台综合费用、海运费用上涨超预期；
- 2、需求变现效果和速度不理想：**居家健身需求向健身器械购买行为的转化，受到人均可支配收入、居住面积、健身房替代性等一系列因素影响，渗透转化变现需要时间；
- 3、竞争加剧：**国内互联网领域的竞争者在智能、体验和线上渠道对公司产品的冲击超预期；
- 4、经济下行消费意愿减弱超预期：**目前受疫情扰动和地缘冲突影响，全球范围内经济形势较为紧张，居民消费意愿减弱程度超出预期，可能导致居家健身需求无法转化为实际购买力。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1127	925	1276	1543	2017	营业收入	1484	1562	1807	2135	2549
现金	426	202	508	641	972	营业成本	1033	1122	1259	1470	1743
应收票据及应收账款	355	305	448	413	598	营业税金及附加	20	22	25	30	36
预付账款	19	19	31	26	40	营业费用	109	128	145	181	224
存货	291	325	249	412	353	管理费用	99	105	130	154	178
其他流动资产	36	73	40	49	54	研发费用	33	35	63	68	82
非流动资产	888	888	821	760	704	财务费用	14	3	-0	-0	-1
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-4	-7	-5	0	0
固定资产	714	705	652	599	546	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
无形资产	103	98	94	91	87	投资净收益	2	6	2	2	2
其他非流动资产	60	61	59	60	60	营业利润	181	151	191	234	289
资产总计	2014	1813	2097	2303	2721	营业外收入	1	1	3	3	3
流动负债	649	454	594	523	812	营业外支出	4	3	3	3	3
短期借款	228	65	0	0	0	利润总额	178	149	190	234	289
应付票据及应付账款	234	203	269	286	382	所得税	41	33	44	52	65
其他流动负债	171	176	143	163	161	税后利润	137	116	146	182	224
非流动负债	73	74	74	169	74	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	96	0	归属母公司净利润	137	116	146	182	224
其他非流动负债	73	74	74	74	74	EBITDA	249	220	247	290	344
负债合计	722	528	668	692	886						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	411	411	411	411	411	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	350	350	350	350	350	成长能力					
留存收益	528	520	667	849	1073	营业收入(%)	11.3	5.3	15.7	18.2	19.4
归属母公司股东权益	1292	1285	1429	1611	1835	营业利润(%)	-1.9	-16.3	26.0	22.9	23.4
负债和股东权益	2014	1813	2097	2303	2721	归属于母公司净利润(%)	-6.8	-15.4	26.5	24.5	22.8
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	30.4	28.2	30.3	31.2	31.6
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	9.2	7.4	8.1	8.5	8.8
经营活动现金流	148	109	374	35	424	ROE(%)	10.6	9.0	10.2	11.3	12.2
净利润	137	116	146	182	224	ROIC(%)	15.7	11.8	13.8	21.5	22.4
折旧摊销	58	64	56	56	56	偿债能力					
财务费用	14	3	-0	-0	-1	资产负债率(%)	35.8	29.1	31.9	30.0	32.6
投资损失	-2	-6	-2	-2	-2	流动比率	1.7	2.0	2.1	3.0	2.5
营运资金变动	-8	-116	172	-202	147	速动比率	1.3	1.3	1.7	2.2	2.0
其他经营现金流	-50	48	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-124	-66	2	2	2	总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
筹资活动现金流	252	-270	-69	96	-94	应收账款周转率	4.6	5.1	5.4	5.5	5.6
						应付账款周转率	7.7	7.1	7.7	7.7	7.6
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.28	0.36	0.44	0.54	P/E	29.3	34.6	27.4	22.0	17.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.26	0.91	0.08	1.03	P/B	3.1	3.1	2.8	2.5	2.2
每股净资产(最新摊薄)	3.14	3.12	3.47	3.92	4.46	EV/EBITDA	19.8	34.7	13.9	11.7	8.6

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn