

2022年04月28日

舒华体育 (605299.SH)

渠道多元布局加速， 智能化升级赋能产品力

■事件：舒华体育发布 2021 年报及 2022 年一季报。2021 年公司实现营业收入 15.62 亿元，同比增长 5.25%；归母净利润 1.16 亿元，同比下降 15.45%；扣非后归母净利润 1.02 亿元，同比下降 21.52%。其中 2021Q4 当季公司实现营业收入 4.73 亿元，同比下降 8.28%；归母净利润 0.38 亿元，同比下降 39.58%；扣非后归母净利润 0.35 亿元，同比下降 40.34%。

此外，2022 年一季度公司实现营业收入 2.78 亿元，同比下降 13.74%；归母净利润 0.13 亿元，同比增长 4.30%；扣非后归母净利润 0.11 亿元，同比下降 12.17%。

■多维运动场景加码布局，智能化升级赋能产品力

分产品看，2021 年公司室内健身器材、展示用品、室外健身路径实现收入 9.71/3.09/2.42 亿元，同比增长 0.85%/35.94%/-9.10%。公司积极推动各运动场景系统解决方案的升级，把握全民健身发展机遇。

1) 在全民健身室内化领域，公司于 2020-2021 年承建百姓健身房超 600 家。2) 在体育公园领域，公司承建全运会“双先”观摩点陕西灞河右岸体育公园，为后续体育公园推广提供了多样化模板。3) 在竞技体育领域，作为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方健身器材供应商，公司为三个冬奥村健身中心科学配置健身器材，进一步提高品牌影响力。

同时，公司积极推进产品智能化进程，舒华运动 APP 目前已具备课程、直播、训练计划、社区等核心功能，深度匹配用户的健身需求。2021 年 5 月，公司携手华为在体博会发布了搭载鸿蒙操作系统的“极智 2 代豪华商用跑步机”，实现运动健康领域万物互联的关键突破，后续公司将在此基础上推动产品迭代、创新。

■线下渠道稳步扩张，电商渠道表现亮眼

分渠道看，2021 年公司直销、经销、外销渠道分别实现收入 8.84/4.64/2.14 亿元，同比增长 10.57%/13.45%/-22.31%。公司以“ToC+ToB+ToG”的市场战略进行渠道拓展，1) 经销渠道方面，截至 2021 年末，公司共有经销商 230 余家，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。2) 电商渠道方面，公司已在天猫、京东、唯品会等平台开设直营旗舰店，并新增抖音线上销售模式销售室内健身产品。2021 年，舒华在京东 3000 元以上的中高端跑步机类目中蝉联行业销量第一，动感单车、椭圆机等车类产品在京东平

公司快报

证券研究报告

投资评级 **增持-A**
首次评级

6 个月目标价：**10.15 元**
股价 (2022-04-28) **9.05 元**

交易数据

总市值 (百万元)	3,777.56
流通市值 (百万元)	1,042.40
总股本 (百万股)	411.50
流通股本 (百万股)	113.55
12 个月价格区间	9.18/23.55 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.3	-21.04	-10.59
绝对收益	-26.44	-37.51	-26.71

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002
luoqs1@essence.com.cn

台销量同比增长 78%。在天猫大型健身器械排名中，舒华品牌销量位居前列，健身车销量同比增长 39%。3) 政府采购业务方面，公司面向体育局、政府部门及企事业单位等客户，主要销售室外路径产品与部分室内健身器材产品，受益于全民健身趋势，ToG 业务有望随招标采购进程稳步推进。

■原材料上涨压制盈利空间，21 年费用管控相对较好

21 年公司综合毛利率为 28.20%，同比下滑 2.20pct，主要系原材料价格上涨所致。22Q1 公司综合毛利率 29.04%，同比增长 3.00pct。期间费用方面，21 年公司期间费用率为 17.36%，同比小幅增长 0.20pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.19%/6.74%/2.22%/0.21%，同比分别+0.87/+0.04/+0.001/-0.71pct，财务费用率下降主要由于公司提前还贷、缩减贷款规模所致，销售费用率增长主要由于公司为配合销售业务增长加大相关费用投入所致。22Q1 公司期间费用率为 21.82%，同比增长 3.66pct。综合影响下，21 年公司净利率为 7.41%，同比下滑 1.82pct；22Q1 公司净利率为 4.78%，同比增长 0.83pct。

■投资建议：公司加速拓展 ToC+ToB+ToG 渠道布局，提供健身全场景智能化解决方案，国内健身运动政策持续落地背景下，公司市场份额有望进一步提升。我们预计舒华体育 2022-2024 年营业收入为 19.32、22.78、26.81 亿元，同比增长 23.69%、17.91%、17.69%；归母净利润为 1.65、1.97、2.41 亿元，同比增长 42.70%、19.04%、22.63%，对应 PE 为 23.0x、19.3x、15.8x，考虑到疫情反复及原材料价格波动影响仍具有不确定性，给予增持-A 的投资评级。

■风险提示：展示架产品客户相对集中风险；原料价格波动风险；汇率波动风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,484.1	1,562.0	1,932.0	2,278.0	2,681.0
净利润	137.0	115.8	165.2	196.7	241.2
每股收益(元)	0.33	0.28	0.40	0.48	0.59
每股净资产(元)	3.14	3.12	3.29	3.40	3.57
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	27.8	32.8	23.0	19.3	15.8
市净率(倍)	2.9	3.0	2.8	2.7	2.6
净利润率	9.2%	7.4%	8.6%	8.6%	9.0%
净资产收益率	10.6%	9.0%	12.2%	14.1%	16.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,484.1	1,562.0	1,932.0	2,278.0	2,681.0	成长性					
减:营业成本	1,033.0	1,121.5	1,352.8	1,591.3	1,864.2	营业收入增长率	11.3%	5.3%	23.7%	17.9%	17.7%
营业税费	19.5	21.8	25.6	30.6	35.8	营业利润增长率	-1.9%	-16.3%	43.4%	18.5%	22.2%
销售费用	108.7	127.9	141.6	173.5	199.5	净利润增长率	-6.8%	-15.4%	42.7%	19.0%	22.6%
管理费用	99.5	105.3	129.9	153.1	180.4	EBITDA 增长率	3.9%	-8.6%	34.9%	13.1%	18.2%
研发费用	32.9	34.6	42.4	50.4	59.2	EBIT 增长率	0.7%	-12.9%	46.0%	16.0%	21.7%
财务费用	13.7	3.4	13.9	14.1	17.9	NOPLAT 增长率	-4.9%	-19.4%	49.6%	16.8%	22.9%
资产减值损失	-7.5	-16.5	-11.8	-11.9	-13.4	投资资本增长率	7.5%	3.8%	2.5%	-1.3%	17.1%
加:公允价值变动收益	-	0.9	0.3	0.4	0.6	净资产增长率	47.3%	-0.6%	5.5%	3.5%	5.0%
投资和汇兑收益	2.0	6.0	2.6	3.5	3.1						
营业利润	180.8	151.2	216.9	257.1	314.2	利润率					
加:营业外净收支	-2.8	-2.7	-1.7	-2.4	-2.3	毛利率	30.4%	28.2%	30.0%	30.1%	30.5%
利润总额	178.0	148.5	215.2	254.6	312.0	营业利润率	12.2%	9.7%	11.2%	11.3%	11.7%
减:所得税	41.0	32.7	47.0	56.8	68.9	净利润率	9.2%	7.4%	8.6%	8.6%	9.0%
净利润	137.0	115.8	165.2	196.7	241.2	EBITDA/营业收入	17.0%	14.7%	16.1%	15.4%	15.5%
						EBIT/营业收入	13.5%	11.2%	13.2%	13.0%	13.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	169	163	126	99	77
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	63	71	70	69	78
货币资金	426.0	202.3	192.8	256.6	214.5	流动资产周转天数	227	236	199	194	189
交易性金融资产	-	0.9	1.3	1.7	2.2	应收账款周转天数	78	71	75	75	74
应收账款	324.9	293.6	512.2	433.4	664.2	存货周转天数	60	71	63	64	65
应收票据	30.3	11.6	74.6	14.8	84.1	总资产周转天数	438	441	358	318	287
预付账款	19.1	19.2	37.2	25.4	46.2	投资资本周转天数	240	240	201	171	157
存货	290.6	324.6	356.6	454.4	516.0						
其他流动资产	35.7	72.7	39.5	49.3	53.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.6%	9.0%	12.2%	14.1%	16.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.8%	6.4%	8.3%	9.9%	10.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	15.7%	11.8%	17.0%	19.3%	24.1%
投资性房地产	-	10.6	10.6	10.6	10.6	费用率					
固定资产	714.2	704.5	651.7	598.8	545.9	销售费用率	7.3%	8.2%	7.3%	7.6%	7.4%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
无形资产	102.9	97.5	94.1	90.6	87.2	研发费用率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	70.8	74.8	64.3	60.1	60.0	财务费用率	0.9%	0.2%	0.7%	0.6%	0.7%
资产总额	2,014.4	1,812.5	2,034.9	1,995.9	2,284.9	四费/营业收入	17.2%	17.4%	17.0%	17.2%	17.0%
短期债务	228.2	65.3	-	-	72.4	偿债能力					
应付账款	250.2	211.1	353.0	311.3	462.8	资产负债率	35.8%	29.1%	33.4%	29.7%	35.5%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	55.9%	41.1%	50.1%	42.2%	55.1%
其他流动负债	171.0	177.6	252.0	207.6	202.6	流动比率	1.73	2.04	2.01	2.38	2.14
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.29	1.32	1.42	1.51	1.44
其他非流动负债	72.7	74.0	74.1	73.6	73.9	利息保障倍数	14.64	51.94	18.31	20.95	20.03
负债总额	722.1	527.9	679.1	592.5	811.7	分红指标					
少数股东权益	-	-	2.8	3.9	5.7	DPS(元)	0.30	0.23	0.23	0.37	0.42
股本	411.5	411.5	411.5	411.5	411.5	分红比率	90.1%	81.7%	57.3%	76.4%	71.8%
留存收益	878.6	870.9	941.5	988.0	1,056.0	股息收益率	3.2%	2.5%	2.5%	4.0%	4.6%
股东权益	1,292.3	1,284.7	1,355.8	1,403.3	1,473.2						
现金流量表											
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	137.0	115.8	165.2	196.7	241.2	EPS(元)	0.33	0.28	0.40	0.48	0.59
加:折旧和摊销	57.9	63.9	56.3	56.3	56.3	BVPS(元)	3.14	3.12	3.29	3.40	3.57
资产减值准备	7.5	16.5	-	-	-	PE(X)	27.8	32.8	23.0	19.3	15.8
公允价值变动损失	-	-0.9	0.3	0.4	0.6	PB(X)	2.9	3.0	2.8	2.7	2.6
财务费用	14.1	4.2	13.9	14.1	17.9	P/FCF	640.8	-44.9	51.1	18.2	29.3
投资损失	-2.0	-6.0	-2.6	-3.5	-3.1	P/S	2.6	2.4	2.0	1.7	1.4
少数股东损益	-	-	2.9	1.1	1.9	EV/EBITDA	19.6	33.2	11.4	9.9	8.7
营运资金的变动	-7.8	-116.1	-72.9	-38.0	-240.7	CAGR(%)	13.0%	28.0%	4.6%	13.0%	28.0%
经营活动产生现金流量	148.4	108.5	163.2	227.1	74.1	PEG	2.1	1.2	5.0	1.5	0.6
投资活动产生现金流量	-123.9	-65.7	2.0	2.7	2.0	ROIC/WACC	2.5	1.9	2.7	3.1	3.8
融资活动产生现金流量	252.3	-270.3	-174.7	-165.9	-118.2	REP	1.9	3.8	1.2	1.1	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034