

英派斯（002899）

证券研究报告
2025 年 03 月 11 日

健身器材增量可观，AI 运动眼镜赋能成长

国内健身产业领跑者，产品布局中高端。公司专注于全品类、多系列健身器材研发、制造、销售，海外市场通过 OEM/ODM 为 PRECOR（必确）等国际知名健身器材品牌代工生产健身器材，并成功将 IMPULSE 自主品牌打入欧洲、亚太等。24Q1-3 公司实现营收 8.96 亿元，同增 36%，渠道及客户拓展成效显著。

全球市场稳定扩容，我国政策+渗透提升双驱动。根据易普咨询数据，2022 年全球健身器材市场规模为 132 亿美元，预计 2023 年至 2025 年增长率分别为 3.8%/3.6%/4.2%。从产品结构看，2019 年跑步机、椭圆机等有氧健身器材占全球健身器材的 56.56%。从消费国家来看，根据 QY Research 数据，2022 年北美市场健身器材消费额为 49.43 亿美元，欧洲市场健身器材消费额为 39.9 亿美元，中国市场健身器材消费额为 26.86 亿美元，美国为中国最大的健身器材出口国。

ODM 核心壁垒稳固，新产能释放贡献增量。公司 ODM 业务制造能力领先：1）客户提供图纸，公司实现研发、生产、交付，提供差异化的中高端产品（特殊烤漆、塑料件颜色）。2）具备“多品类、小批量、高频次”生产能力，产品线各环节可在不同产品间切换。3）渠道优质，长年深耕国际健身器材品牌代工，合作长期稳定，响应速度快、出货高效。目前公司有序搬迁至新厂房，后续产能扩张为新产品/新客户订单提供充足保障。

IMPULSE 自主品牌多点开花，欧洲、亚太市场增长靓丽。1）新客户尤其西班牙、哥伦比亚等海外市场订单量取得突破性增长；2）重返 FIBO 展会，ECP 系列、R970 系列、IT95 系列攀爬机等 20 余款新产品销量增长可观。3）致力于开拓自主品牌的国际业务，目前已将自主品牌 IMPULSE 打入欧洲、亚太等多个国际市场。

智能运动眼镜蓝海市场，公司合作产业资源率先布局。我们认为运动或为智能眼镜产业落地重要场景之一，主要系在运动场景中用户双手使用不便、护眼需求较强、且需要展示/记录数据等；伴随低成本+高性能的 AI 大模型持续迭代，此外 Meta 宣布推出应用于运动场景的智能眼镜计划，我们认为产业进程有望提速。英派斯敏锐洞察行业机遇，携手头部智能眼镜品牌方积极布局，致力于共同打造骑行、健身垂直场景相关的智能运动装备品牌，把握健康消费蓝海新机遇，为公司创造第二增长曲线。

盈利预测与评级：公司健身器材出口业务壁垒深厚，ODM 及自主品牌方面持续拓客，新产业园区落地提供业务扩张基础，此外布局智能运动眼镜打开成长空间。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 1.2/1.6/2.0 亿，对应 PE 分别为 31X/24X/19X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海外宏观需求下滑风险，汇率波动风险，贸易政策影响风险，智能运动眼镜推进不及预期风险，股价波动较大风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	824.70	895.32	1,260.23	1,582.41	1,900.19
增长率(%)	(4.59)	8.56	40.76	25.56	20.08
EBITDA(百万元)	139.40	167.62	247.47	287.44	333.21
归属母公司净利润(百万元)	65.66	88.16	120.33	155.84	200.12
增长率(%)	276.69	34.26	36.48	29.51	28.41
EPS(元/股)	0.44	0.60	0.81	1.05	1.35
市盈率(P/E)	56.83	42.33	31.01	23.95	18.65
市净率(P/B)	3.22	3.01	2.72	2.47	2.21
市销率(P/S)	4.53	4.17	2.96	2.36	1.96
EV/EBITDA	10.74	12.42	16.69	13.71	11.23

资料来源：WIND，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/文娱用品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	25.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	147.80
流通 A 股股本(百万股)	147.80
A 股总市值(百万元)	3,731.87
流通 A 股市值(百万元)	3,731.87
每股净资产(元)	11.38
资产负债率(%)	43.16
一年内最高/最低(元)	28.20/11.06

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 国内健身产业领跑者，产品布局中高端	4
1.1. 深耕主业数十载，商用健身器材领域“生力军”	4
1.2. 股权结构清晰稳定	7
1.3. 新产能释放在即，竞争优势凸显	7
1.4. 24 年收入增长提速，海外市场贡献新增量	8
2. 全球市场稳定扩容，我国政策+渗透提升双驱动	10
2.1. 全球健身器材发展稳定，欧美为主要消费市场	10
2.2. 国内健身政策+渗透率提升双驱动，赛道具备较大发展潜力	12
2.3. 国内健身器材市场规模大、产能分散、规模化企业较少	14
3. 英派斯：专业商用器械为核心，代工、自主品牌多元发展	15
3.1. ODM 业务多年积累，传统制造壁垒深厚	15
3.2. Impulse 自主品牌多点开花，高端家用+轻商用销售靓丽	17
3.3. 国内市场低渗透率，商用品类竞争优势强	18
4. 智能运动眼镜蓝海市场，公司合作产业资源率先布局	20
4.1. AI 大模型迭代+Meta 巨头入局，智能运动眼镜产业落地有望提速	20
4.2. 英派斯合作产业资源，前置布局智能运动眼镜，有望享行业红利	21
5. 盈利预测与估值	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：英派斯的快速发展阶段	4
图 2：公司股权结构图	7
图 3：2020-2024Q1-Q3 公司营业收入及同比增长	8
图 4：2020-2024H1 公司主营收入分产品占比	8
图 5：2020-2024H1 健身器材收入及同比	8
图 6：2021-2023 直销/经销收入占比	9
图 7：2021-2023 直销/经销收入	9
图 8：2020-2024Q1-3 公司归母净利润及同比	9
图 9：2020-2024Q1-3 毛利率、净利率	10
图 10：2020-2022 公司各产品毛利率	10
图 11：2020-2024Q1-3 公司销售/研发/管理/财务费用率	10
图 12：2016-2025 年全球健身器材市场规模（亿美元）及同比增速	11
图 13：2022-2027 年美国、欧洲、中国市场健身器材消费额（亿美元）	11
图 14：2021 年我国健身器材行业出口金额地区分布情况	12
图 15：2021 年我国健身器材行业出口产品占出口总额比例	12
图 16：2017-2023 年中国体育产业总产出（亿元）及同比增速	13
图 17：2017-2023 年中国体育产业细分行业规模（亿元）	13

图 18：2018-2024 年中国健身器材市场规模（亿元）及同比增速	13
图 19：2018 及 2020 年各国健身人群渗透率	14
图 20：2020-2024H1 外销收入及同比增速	15
图 21：2020-2024H1 外销业务毛利率	15
图 22：ODM 业务收入及同比增速	16
图 23：ODM 业务占总收入的比例，ODM 业务为基本盘	16
图 24：2021-2023 前五大客户收入及占比	16
图 25：2023 年核心客户销售收入及占比	16
图 26：自主品牌业务及同比增速	17
图 27：自主品牌业务及占总收入的比例	17
图 28：部分产品图	18
图 29：2020-2024H1 国内市场收入及同比	18
图 30：2020-2024H1 国内市场的毛利率	18
图 31：入门级健身互联网品牌——浪加（WeSwag）图片	19
图 32：DearBike 实景单车图片	19
图 33：AR 运动眼镜主要应用场景及形态	20
图 34：合资子公司结构图（截至 2024 年 10 月）	21
表 1：英派斯产品矩阵	5
表 2：募投项目	8
表 3：全球主要健身器材品牌近年营收	11
表 4：2016 年来国家对体育行业利好政策	14
表 5：我国健身器材行业主要企业	15
表 6：2021-2023 各产品销售量/生产量（台）	16
表 7：国内市场渠道拓展方式	19
表 8：国内市场品牌矩阵	19
表 9：户外产品-英派斯大健康智慧管理平台	20
表 10：收入拆分及预测	22

1. 国内健身产业领跑者，产品布局中高端

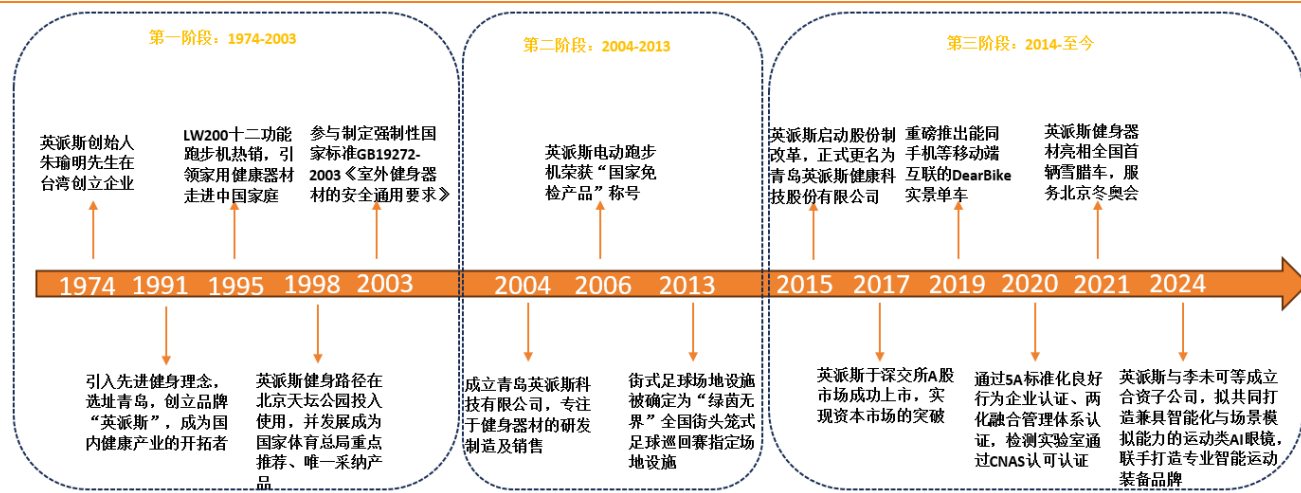
青岛英派斯健康科技股份有限公司，是一家专注于全品类、多系列健身器材开发制造及销售、品牌化运营的健身器材品牌厂商，以自主品牌产品为基础，公司已在国内初步建立布局全国、注重服务、及时响应的以经销和直营相结合的零售网络。同时，公司已成功将IMPULSE 自主品牌打入欧洲、亚太等多个国际市场，并通过 OEM/ODM 模式为 PRECOR 等国际知名健身器材品牌代工生产健身器材。

1.1. 深耕主业数十载，商用健身器材领域“生力军”

作为国内健身产业的开拓者，自设立以来，公司深谙消费者多样化健身需求，提供兼具功能性、数字化、智能化与安全性的各式健身器材，研发实力日积雄厚，销售体系覆盖全球多个国家和地区。公司发展历程分为三个阶段：

- **1974-2003 年：**1974 年英派斯创始人朱瑜明先生在台湾创立企业，从事运动健身器械生产及出口。受欧美健身风潮影响，1991 年朱瑜明将先进的健身理念带入内地，选址青岛，创立品牌“英派斯”，成为国内健身产业的开拓者。时隔 4 年，英派斯 LW200 十二功能跑步机热销，引领家用健身器材走进中国家庭。1998 年英派斯投身全民健身健康事业，英派斯健身路径在北京天坛公园投入使用并发展成为国家体育总局重点推荐且唯一采购产品。伴随行业地位不断攀升，2003 年公司参与制定强制性国家标准 GB19272-2003《室外健身器材的安全通用要求》。
- **2004-2013 年：**2004 年公司成立青岛英派斯健康科技有限公司，专注于健身器材的研发制造及销售。时隔 2 年公司推出电动跑步机并荣获“国家免检产品”称号。伴随市场竞争不断加剧，公司延拓服务领域，优化产品性能，2013 年其街式足球场设施被确定为“绿茵无界”全国街头笼式足球巡回赛指定场地设施。
- **2014-至今：**自 2014 年，公司进入高速发展时期。2015 年英派斯启动股份制改革，正式更名为青岛英派斯健康科技股份有限公司。次年公司荣获“国家级守合同重信用企业”称号。2017 年英派斯于深交所 A 股市场成功上市，股票代码 002899，实现了资本市场的突破。伴随家用健身器材市场份额的不断扩大，响应行业发展趋势，于 2019 年重磅推出能同手机等移动端互联的 DearBike 实景单车，销售成绩亮眼。时隔两年，英派斯健身器材亮相全国首辆雪蜡车，服务北京冬奥会。2024 年 10 月，公司与李未可等成立合资子公司，拟共同打造兼具智能化与场景模拟能力的运动类 AI 眼镜，联手打造专业智能运动装备品牌。

图 1：英派斯的快速发展阶段



资料来源：公司宣传图册，公司公告，天风证券研究所

公司针对不同的目标客户群设计并推出丰富的产品组合，现已拥有多条功能、价格差异化区隔的产品线。依据产品及客户定位、功能以及使用场景的区隔，公司产品主要分为商用产品、家用产品、户外产品等类别，可以为各类用户提供多品类、成系列、一站式的健身器材整体解决方案，亦能覆盖广泛家庭用户差异化的需求。

表 1：英派斯产品矩阵

产品系列	产品定位	产品图示
		商用产品
R 系列	高端有氧（新增智能触屏产品 RT970）	
X 系列	高端新有氧（XCS700 楼梯机）	
P 系列	优质有氧	
AC 系列	入门级商用	
G 系列	轻型商用	
ISR 系列	智能交互	
EXO-FORM 系列	高端力量	
IT 系列	优良力量	
SL 系列（含 SL-ELITE RACK）	优良力量	
IF 系列	入门级力量	
IFP 系列	入门级挂门式力量	

ENCORE 系列	轻奢器械	
HI-ULTRA 系列	专业体能训练	
RE-LIFE 系列	轻奢商用	
HSP 系列	模块化体能训练站、专业体能训练	
Zone 系列	团体功能性训练	
家用产品		
家用跑步机系列	家用有氧	
家用健身车系列	家里有氧	
浪加系列	家用产品（新增 LB02、LB03 智能动感单车）	
户外产品		
风帆系列	高端户外	
非凡系列	优良户外	
常规系列	中端户外	
智慧路径	高端户外	

场地设施

中高端场地



冰雪运动产品

滑雪模拟机

中高端室内冰雪



仿真冰场地设施

中高端室内冰雪



数字化健身房

智能化健身房解决方案含智能硬件及软件管理系统

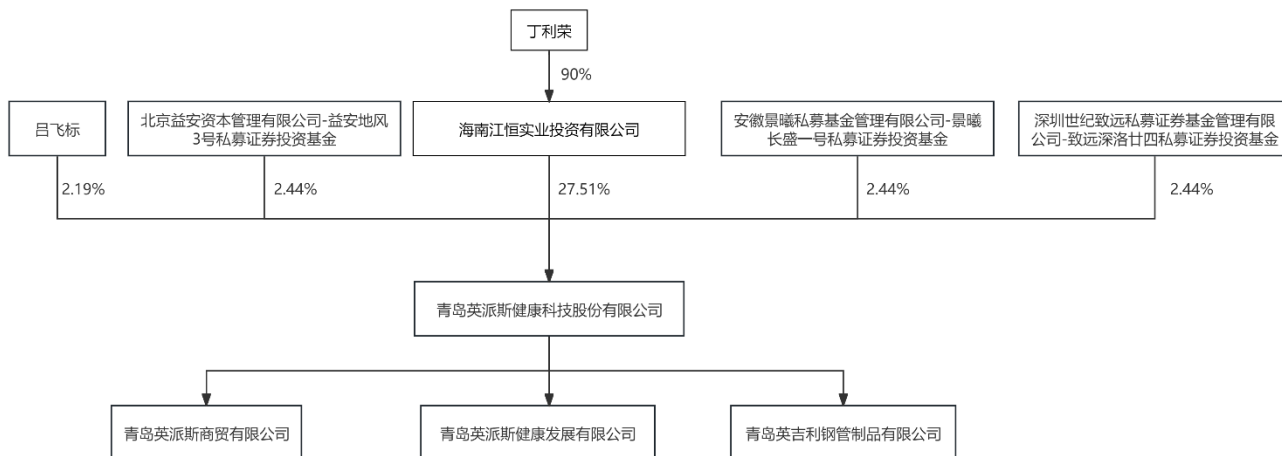


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构清晰稳定

公司股权结构稳定，丁利荣为实际控制人。截至 24Q3，海南江恒持有 27.51% 的股份，为公司控股股东，原董事长丁利荣持有海南江恒 90% 的股权，为公司实际控制人。旗下子公司包括青岛英派斯健康发展有限公司、青岛英派斯商贸有限公司及青岛英吉利钢管制品有限公司等。

图 2：公司股权结构图



资料来源：WIND，天风证券研究所；注：本股权结构图截至 2024 年 9 月 30 日

1.3. 新产能释放在即，竞争优势凸显

2025 年预计募投产能稳步释放。青岛英派斯体育产业园建设项目自 2020 年 7 月开工建设，预计募投项目建成投产后，将新增产能 46.2 万台/套，相比公司原有产能 23.5 万台/套翻了近一倍。

截至 24H1 工程进度已达 95%；新产业园将在 2024Q4 和 2025Q1 分批搬迁，由于老厂产能已满，为不影响客户交货，公司有计划地进行搬迁，预计 2025Q2 可实现全产能释放；目前公司已为未来产能提升做准备，正与老客户洽谈新产品线和订单，并拓展新客户。

表 2：募投项目

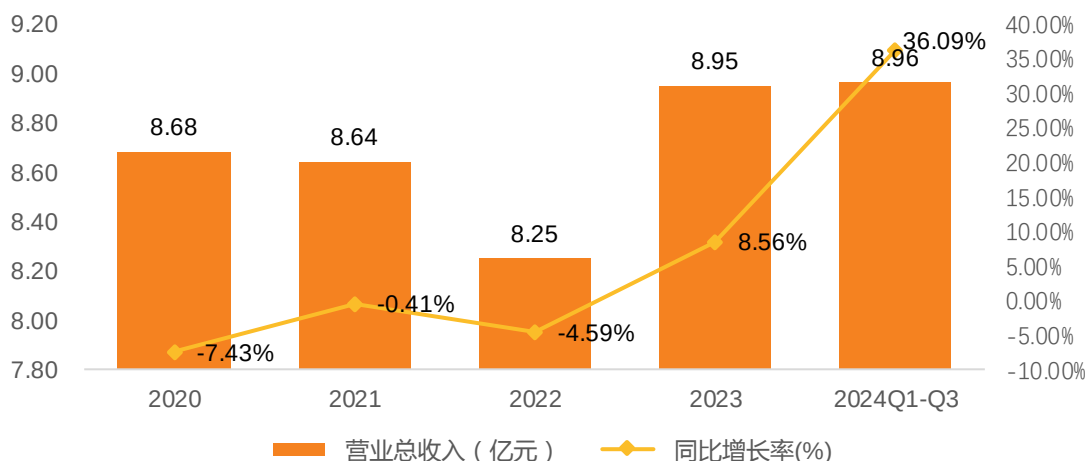
项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
青岛英派斯体育产业园建设项目	124580.98	38610.00
合计	124580.98	38610.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 24 年收入增长提速，海外市场贡献新增量

近年营收表现平稳，24 年增长靓丽。2020-2023 年公司营业收入分别为 8.68/8.64/8.25/8.95 亿元，同比-7.43%/-0.41%/-4.59%/+8.56%，2020-2023 年 CAGR 为 1.03%，主要系各国人群健康意识和生活水平的逐年提升，推动全球健身器材市场规模持续稳健增长。24Q1-3 公司总收入 8.96 亿元，同增 36.09%，主要系本期产品销售增加所致。此外团队对海外部分市场策略的战略性调整初见成效，2024 上半年 ODM 和自主产品出口业务均实现高增。

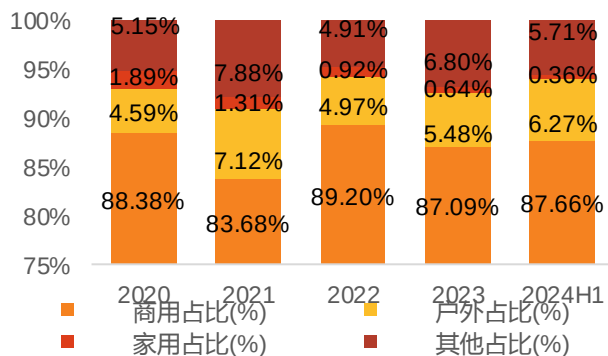
图 3：2020-2024Q1-Q3 公司营业收入及同比增长



资料来源：WIND，天风证券研究所

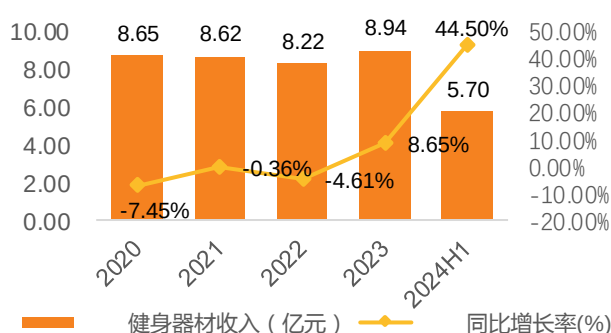
商用占比保持高位，户外占比由降转升。分产品看，2020-2023 健身器材收入分别为 8.65/8.62/8.22/8.94 亿元，受全球健身器材市场规模持续稳健增长影响，营收水平稳步回升。2024H1 健身器材营收 5.7 亿元，同增 44.50%，主要得益于 ODM 业务及自主产品业务出口高增。分产品类型看，商用产品占比始终超八成，贡献稳定收入来源；户外产品则从 2020 年占比 4.59%提升至 2024 年 H1 的 6.27%。

图 4：2020-2024H1 公司主营收入分产品占比



资料来源：WIND，天风证券研究所

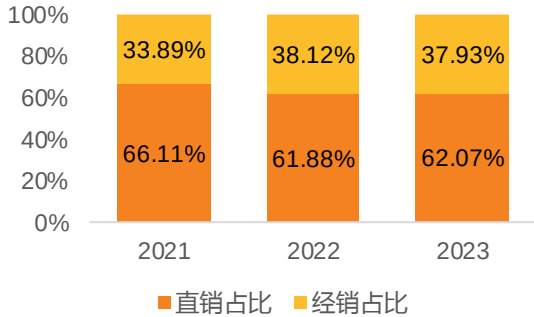
图 5：2020-2024H1 健身器材收入及同比



资料来源：WIND，天风证券研究所

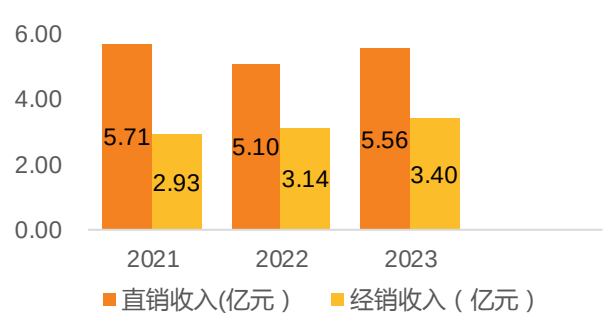
2023 年直销占比 62.07%，经销占比 37.93%。目前公司已在国内初步建立布局全国、注重服务、及时响应的经销和直营相结合的自有品牌零售网络，为健身房、政府、大专院校等商用客户、家庭用户以及体育局等单位销售各类室内有氧、力量及户外产品。

图 6：2021-2023 直销/经销收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

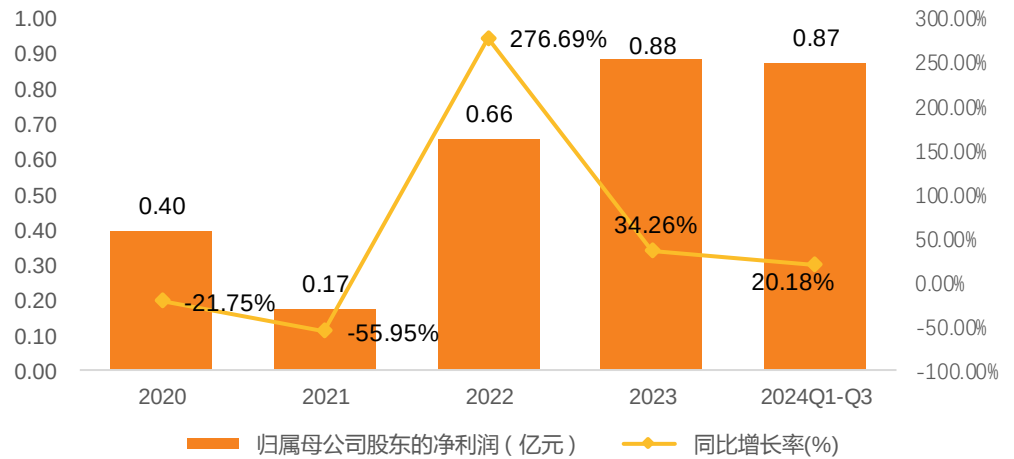
图 7：2021-2023 直销/经销收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率回升，盈利能力修复明显。2020-2023 年公司归母净利润分别为 0.40/0.17/0.66/0.88 亿元，同比-21.75%/-55.95%/+276.69%/+34.26%。2020-2023 年国际销售 OEM/ODM 业务与自主业务两大板块共同发力，有机配合、稳推进，实现业绩逐年上升；国内销售六大独立业务板块已初具规模，板块之间协同联动效应凸显，资源整合利用能力进一步加强。24Q1-3 公司归母净利润 0.87 亿元，同增 20.18%，增长表现稳定。

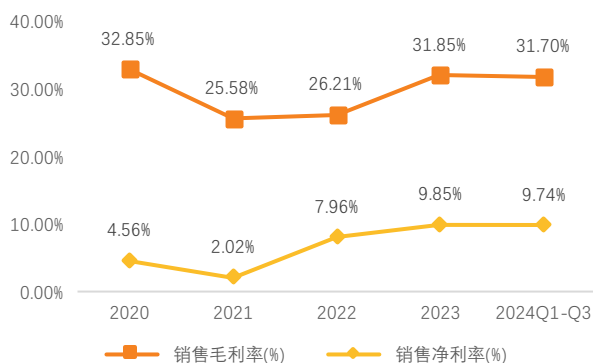
图 8：2020-2024Q1-3 公司归母净利润及同比



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

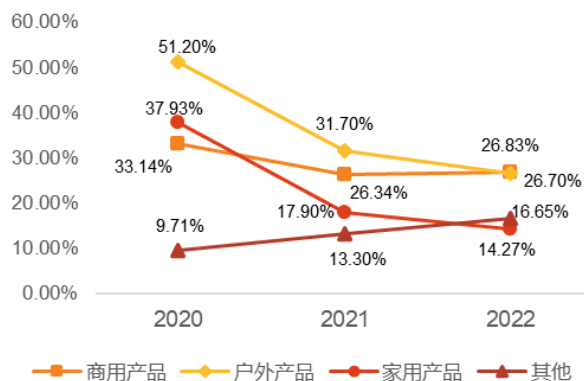
2021 年-2024Q1-3 公司毛利率从 25.58%提升至 31.70%，净利率从 2.02%提升至 9.74%，均有显著提升。分品类来看，2022 年公司商用/户外/家用产品毛利率分别为 26.83%/26.70%/14.27%。

图 9：2020-2024Q1-3 毛利率、净利率



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

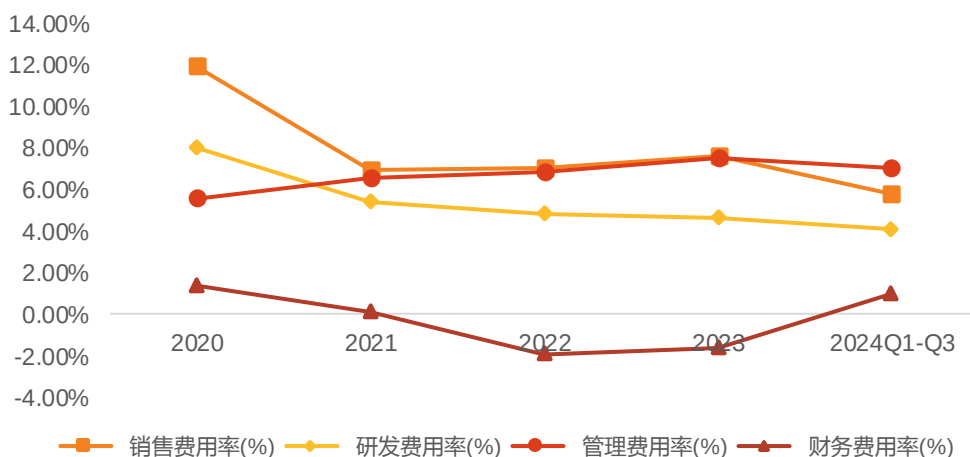
图 10：2020-2022 公司各产品毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用优化，期间费用率持续下降。公司费用端控制有效，期间费用率 20-24 年前三季度分别为 26.74%/18.96%/16.73%/18.01%/17.75%，优化效果显著。近三年销售、研发、管理费用率总体维稳，财务费用率变动主要系汇率波动，汇兑收益不定所致。

图 11：2020-2024Q1-3 公司销售/研发/管理/财务费用率



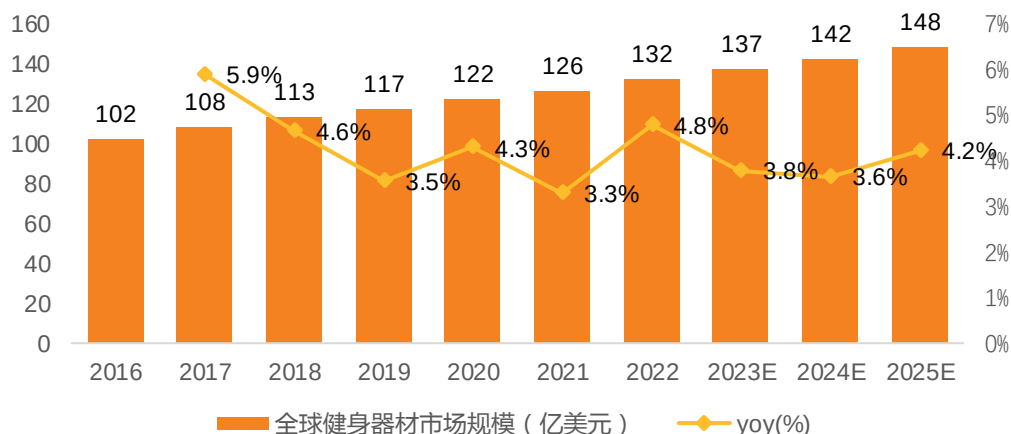
资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

2. 全球市场稳定扩容，我国政策+渗透提升双驱动

2.1. 全球健身器材发展稳定，欧美为主要消费市场

健身器材分为有氧健身器材、无氧健身器材以及其他健身器材，欧美等发达国家和地区为健身器材行业的主要消费市场，亚洲地区国家成为主要健身器材生产地，其中中国为全球最大健身器材出口国。根据易普咨询数据，2022 年全球健身器材市场规模为 132 亿美元，预计 2023 年至 2025 年增长率为 3.8%/3.6%/4.2%。

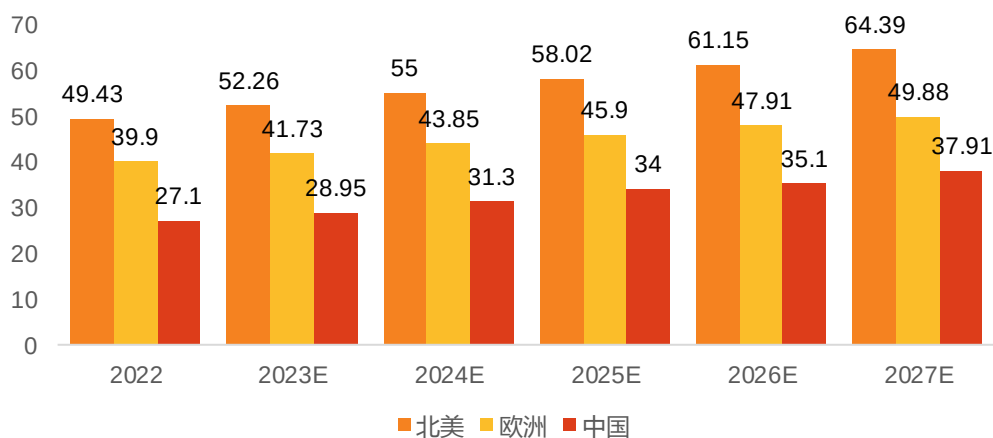
图 12：2016-2025 年全球健身器材市场规模（亿美元）及同比增速



资料来源：易普咨询集团公众号，天风证券研究所

美国、欧洲健身产业起步较早，健身器材消费市场规模处于全球领先地位。健身是欧美国家尤其美国的硬核需求。根据 QY Research 数据，2022 年北美市场健身器材消费额为 49.43 亿美元，欧洲市场健身器材消费额为 39.9 亿美元，中国市场健身器材消费额为 27.1 亿美元。预计 2027 年北美、欧洲、中国市场健身器材消费额将分别达到 64.39 亿美元、49.88 亿美元以及 37.91 亿美元。

图 13：2022-2027 年美国、欧洲、中国市场健身器材消费额（亿美元）



资料来源：QY Research，易普咨询集团公众号，天风证券研究所

头部健身器材品牌集中于美国，我国为主要生产制造商。国际市场竞争格局方面，爱康 (ICON Health & Fitness)、力健(Life Fitness)、必确(Precor)、泰诺健(Technogym)为国际一线品牌，其中爱康 FY2021 营收 17.45 亿美元。

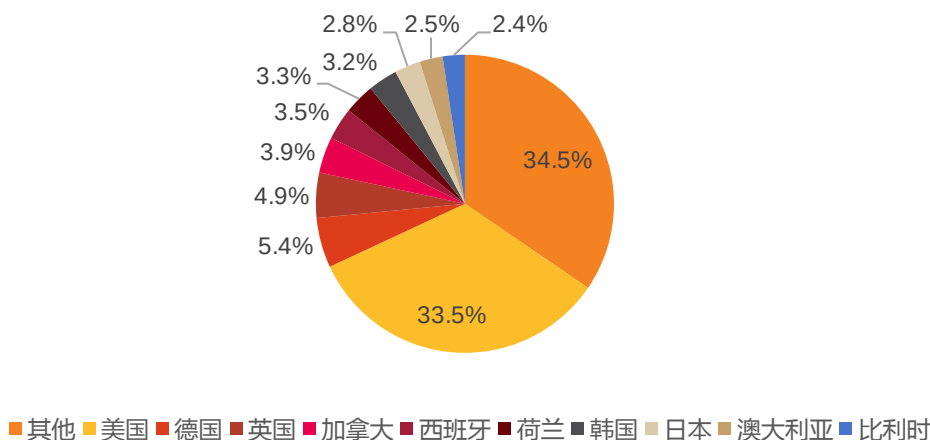
表 3：全球主要健身器材品牌近年营收

企业品牌	地区	营收
爱康(iFIT Health & Fitness)	美国	FY2021 年营收 17.45 亿美元
力健(Life Fitness)	美国	2023 年营收 2.1 亿美元
必确(Precor)	美国	2023 年营收 4.27 亿美元
泰诺健(Technogym)	美国	2023 营收 8.08 亿欧元

资料来源：富途牛牛，Zippia，英为财经，天风证券研究所

从我国健身器材出口地区分布情况来看，2021 年我国健身器材出口金额前三的地区为美国、德国和英国，出口金额占比分别为 33.5%、5.4%和 4.9%，美国为需求最大的市场。

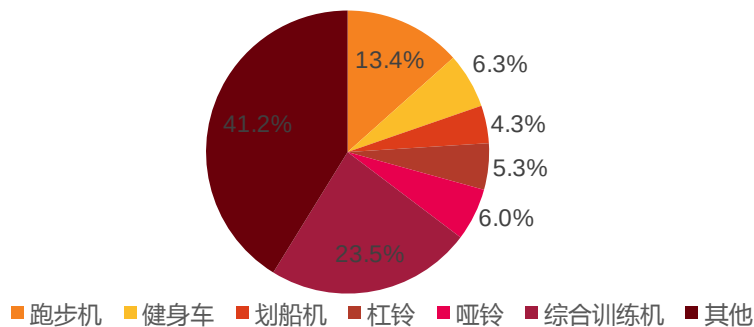
图 14：2021 年我国健身器材行业出口金额地区分布情况



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

2020 年以来，全球消费者更加注重居家锻炼。据 Statista 预测，2025 年全球室内健身市场将超过 140 亿美元。2021 年中国卖家的力量训练器械和有氧训练器械在 eBay 平台的销售额比 2019 年分别增长了 230%、135%，力量训练产品、有氧训练器械、瑜伽产品以及智能穿戴产品备受关注。从我国健身器材出口产品结构看，2021 年我国健身器材出口金额占总最高的单一品类为主要功能为无氧力量训练的综合训练机，占总出口金额 23.5%；主要功能为有氧训练的跑步机其次，占总 13.4%。

图 15：2021 年我国健身器材行业出口产品占出口总额比例

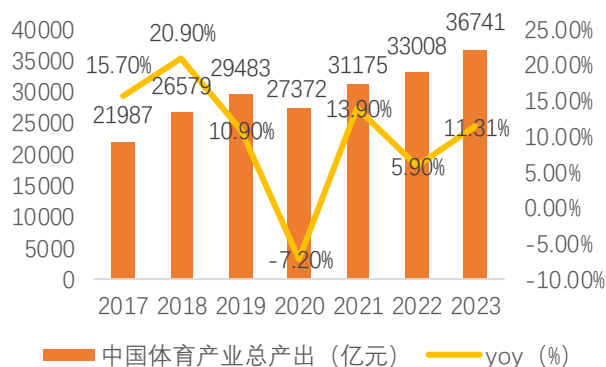


资料来源：中研普华产业研究院，CIST 国际运动用品出口及跨境展公众号，天风证券研究所

2.2. 国内健身政策+渗透率提升双驱动，赛道具备较大发展潜力

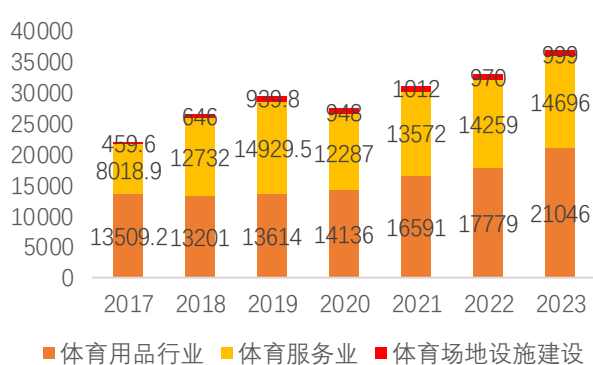
我国健身器材行业规模稳步扩容。根据国家统计局数据，2017-2023 年，我国体育产业总产出从 21987 亿元增长至 36741 亿元，CAGR 为 8.93%。其中体育用品行业为我国体育产业重要组成部分，2023 年全国体育产业总产出为 36741 亿元，同比增长 11.31%，增加值为 14915 亿元，其中体育用品及相关产业制造增加值为 3832 亿元，占总增加值 25.7%。

图 16：2017-2023 年中国体育产业总产出（亿元）及同比增速



资料来源：国家统计局，国家体育总局，公司公告，天风证券研究所

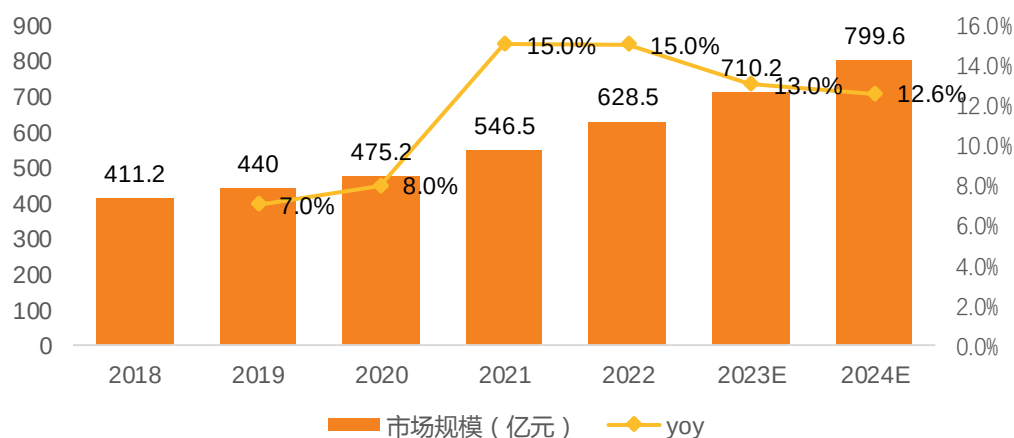
图 17：2017-2023 年中国体育产业细分行业规模（亿元）



资料来源：国家统计局，国家体育总局，公司公告，天风证券研究所

健身器材行业作为体育用品及相关产品制造行业的一部分受到体育用品行业发展的推动，其消费市场逐步扩大。根据艾媒资讯数据库数据，2022 年我国健身器材市场规模为 628.5 亿元，2016-2022 年 CAGR 为 11.2%。近年来，健身 App 和健身直播主导的线上健身重要性越来越高，线上健身渗透率在 2021 年达到 45.5%。据艾瑞咨询调研数据，50.6% 的线上健身用户遇到缺乏必要的健身器械问题，为线上健身的主要痛点之一。目前中国城镇家庭平均每百户仅有 4 套健身器材，普及率不及 5%，健身器材的消费规模远小于欧美国家。

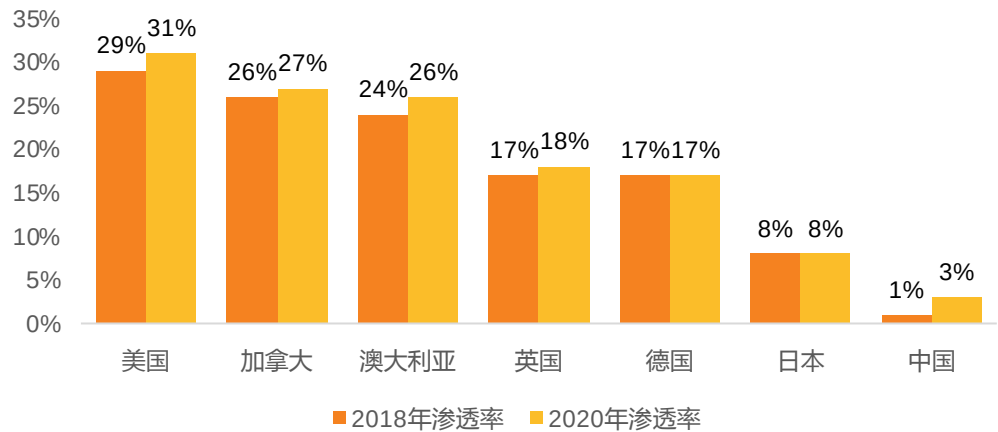
图 18：2018-2024 年中国健身器材市场规模（亿元）及同比增速



资料来源：艾媒资讯数据库，天风证券研究所

我国健身人群渗透率有望持续提升。我国健身人群渗透率在 2020 年为 3%，远低于发达国家（美国 31%、加拿大 27%、澳大利亚 26%、英国 18%、德国 17%、日本 8%），渗透空间较大，而健身器材行业作为健身行业的核心供货行业，或将同时受益。根据灼灼咨询数据，2022 年中国健身人群的人均平均年支出为 2518.3 元，远低于美国的 16425.2 元。

图 19：2018 及 2020 年各国健身人群渗透率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

政策利好我国健身产业发展。2016 年起国家将全民健身上升为国家战略，发布多个利好健身器材行业政策，国内健身热潮日益高涨，消费群体成熟度及健身意识逐步提升，健身器材市场持续升温，我国健身器材消费市场规模将逐步扩大。其中 2021 年国务院发布的《全民健身计划(2021-2025 年)》定下了 2025 年经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%、全国体育产业总规模达到 5 万亿元的目标。健身器材行业作为体育用品及相关产品制造行业的一部分，其消费市场或将与体育市场同步增长。

表 4：2016 年来国家对体育行业利好政策

发布日期及部门	政策名称	重要内容
2016 年 国务院办公厅	《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 年 国务院	《全民健身指南》	基于中国居民运动健身的实测数据编制，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 年 国务院办公厅	《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%。
2021 年 国务院	《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 年 国家体育总局	《“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 年 国家体育总局	《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。

资料来源：中共中央国务院，国家体育总局，艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

2.3. 国内健身器材市场规模大、产能分散、规模化企业较少

格局分散，国际品牌占据高端市场，内资参与者强化品牌打造。我国为全球最大健身器材生产地，供应量超全球总量的 50%以上，但同时我国健身器材消费需求尚未充分开发，有较大市场增量空间，导致全球健身器材下游销售市场由欧美企业主导，我国健身器材生产

企业以 ODM 或 OEM 方式向欧美客户出口为主。目前国内知名健身器材企业有：英派斯、乔山健康（中国台湾）、舒华体育、康力源、三柏硕。市场竞争格局方面：爱康(IFIT Health & Fitness)、诺德士(Nautilus)、力健(Life Fitness)、必确(Precor)、泰诺健(Technogym)等国际品牌争夺国内高端市场，英派斯、乔山健康、舒华体育在中高端市场崭露头角，低端市场则被众多的区域性品牌占据。

表 5：我国健身器材行业主要企业

企业	地区	基本情况
英派斯	山东青岛	成立于 2004 年，采用纵向一体化业务模式，率先构筑了从健身器材开发、制造、经营，到健身服务的完整健康产业链，专业生产各种室内、外健身器材，擅长无氧类力量健身器材。旗下拥有自主品牌 IMPULSE，亦通过 ODM/OEM 模式为 PRECOR 等国际知名健身器材品牌代工生产健身器材。产品以商用为主，收入主要来自于境外客户，2022 年度营业收入规模为 8.25 亿元，净利润为 0.66 亿元。2023 年 1-9 月营业收入为 6.59 亿元，净利润为 0.73 亿元。
乔山健康 (1736.TW)	中国台湾	成立于 1975 年，总部设立于中国台湾，亚洲领先的健身器材公司，以 JOHNSON、MARTRIX、VISION、HORIZON 等品牌覆盖商用、家用市场，公司已形成完整的全球化销售体系。2022 年，公司营业收入为 75.80 亿元，净利润约为-0.97 亿元。2023 年 1-6 月，公司营业收入为 37.46 亿元，净利润约为-0.73 亿元(均折算至人民币)。
舒华体育	福建泉州	成立于 1996 年，拥有舒华(SHUA)和伯康(BANCON)两大品牌。产品向个人消费者及企事业单位客户进行销售；展架类产品主要客户为阿迪达斯、安踏体育、特步等国内外品牌企业。健身器材以家用为主，收入主要来自于境外客户，2022 年度营业收入规模为 13.52 亿元，净利润为 1.09 亿元。2023 年 1-9 月营业收入为 9.18 亿元，净利润为 0.57 亿元。
康力源	江苏徐州	成立于 1998 年，主要产品覆盖跑步机、健身车、力量型训练器、自由重量类训练器、室外路径、群体活动器材等健身器材，以家用为主，收入主要来自于境外客户，2022 年度营业收入规模为 6.07 亿元，净利润为 0.84 亿元。2023 年 1-9 月营业收入为 4.43 亿元，净利润为 0.87 亿元。
三柏硕	山东青岛	成立于 2004 年，主要产品为销售休闲运动器材和健身器材，客户包括亚马逊、沃尔玛、迪卡侬和爱康国际品牌。产品以家用为主，收入主要来自于境外客户。2022 年度营业收入规模为 5.67 亿元，净利润为 0.66 亿元。2023 年 1-9 月营业收入为 2.90 亿元，净利润为 0.12 亿元。

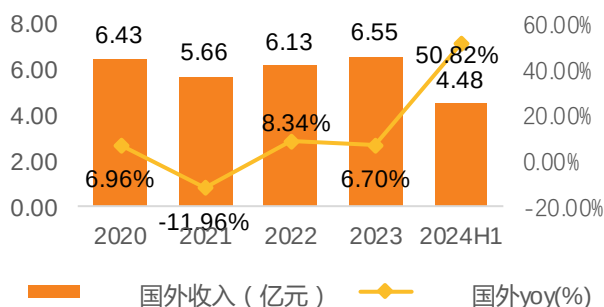
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 英派斯：专业商用器械为核心，代工、自主品牌多元发展

3.1. ODM 业务多年积累，传统制造壁垒深厚

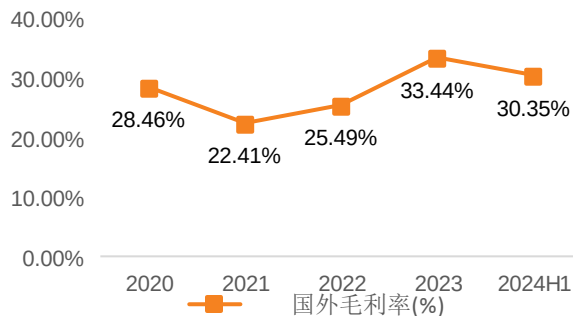
ODM 业务稳健修复，持续拓展新品类、新客户。公司长期以来服务海外知名品牌，在力量器械等传统品类产品方面精益求精，在新产品方面，24 年上半年公司时隔四年重返 FIBO 展会，展出 ECP 系列、R970 系列、IT95 系列、攀爬机等 20 余款新产品，受到新老客户的普遍好评。24H1 公司外销收入 4.48 亿元，同比+50.82%，海外新客户开发初显成效，收入增长靓丽。

图 20：2020-2024H1 外销收入及同比增速



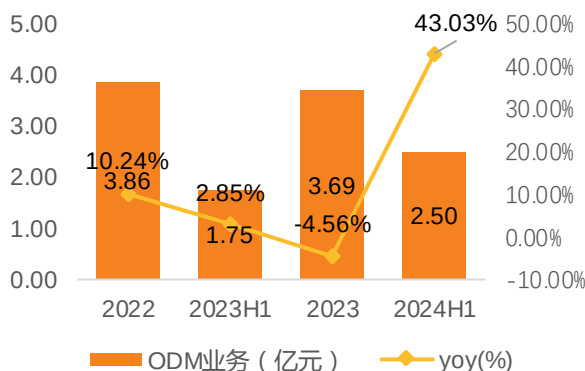
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 21：2020-2024H1 外销业务毛利率



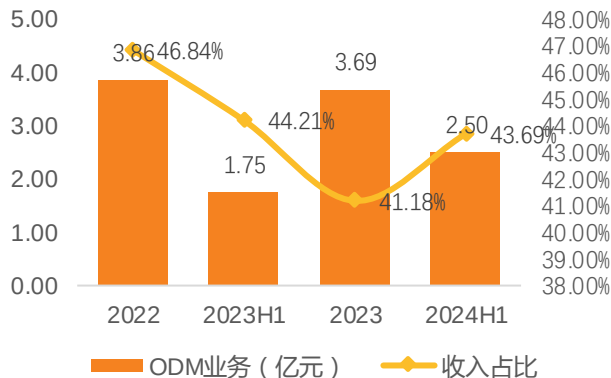
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 22：ODM 业务收入及同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

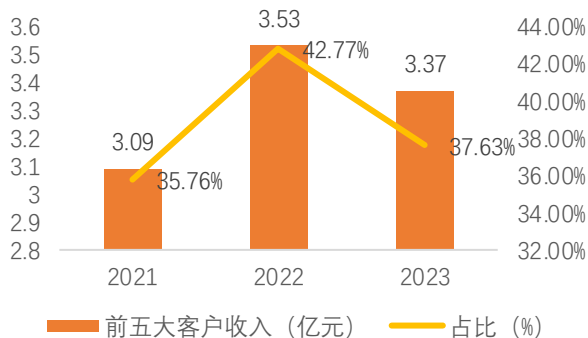
图 23：ODM 业务占总收入的比例，ODM 业务为基本盘



资料来源：WIND，天风证券研究所

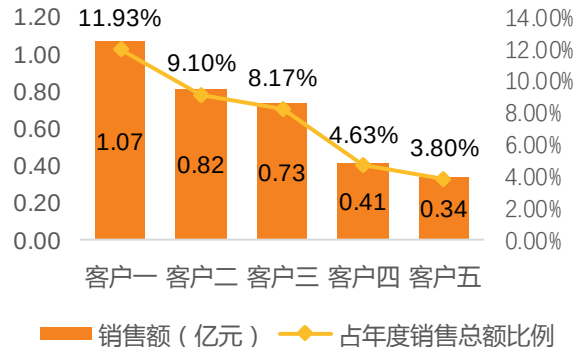
核心客户为国际知名品牌，客户粘性高。公司通过 ODM 模式为 PRECOR（必确）、BH 等国际健身品牌代工，必确为国际知名健身器械品牌，深耕行业 40 余年，同行业多家企业开展创新合作，销售渠道覆盖 100 多个国家/地区，致力于为全球提供顶级高端健身器械和服务，形成较高客户粘性，前五大客户收入占比维系 40% 左右。

图 24：2021-2023 前五大客户收入及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：2023 年核心客户销售收入及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

拓展新产业园项目，投产后新增家用产品生产线，产能大幅提升。公司 2020 年启动新产业园项目建设，生产车间更加智能化、现代化，2022 年公司产能为 23.5 万台/套，投产后将新增产能 46.2 万台/套。英派斯家用产品目前主要以外采为主，家用产品 2021-2023 年销售量分别为 4207/3008/2066 台，而对应生产量分别为 920/890/954 台。

表 6：2021-2023 各产品销售量/生产量（台）

	2021	2022	2023
商用产品销售量	177970	179160	179476
商用产品生产量	181999	168267	177330
户外产品销售量	19874	13767	17273
户外产品生产量	0	0	0
家用产品销售量	4207	3008	2066
家用产品生产量	920	890	954

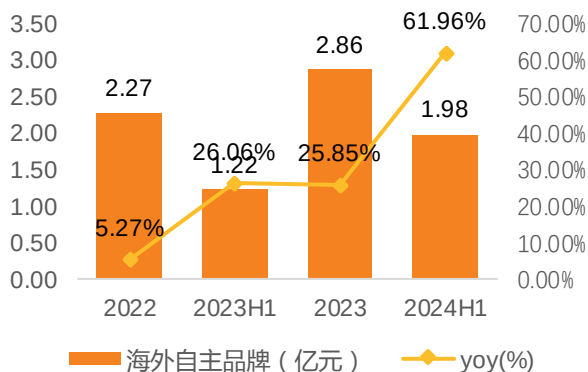
资料来源：公司公告，WIND，天风证券研究所

3.2. Impulse 自主品牌多点开花，高端家用+轻商用销售靓丽

海外自主品牌战略调整、增长靓丽。2020 年由于公共卫生事件影响，全球商用市场萎缩，居家健身需求不断增长，公司推进类高端家用以及轻商用产品出口。针对不同渠道，例如对俄罗斯市场进行梳理和整合，重新开发重要的独家代理经销商；对澳洲市场进行重点深耕，为未来提高自有品牌在澳洲的市占率奠定基础；2022-2024H1 公司自主品牌出口收入占比从 28%提升至 35%。

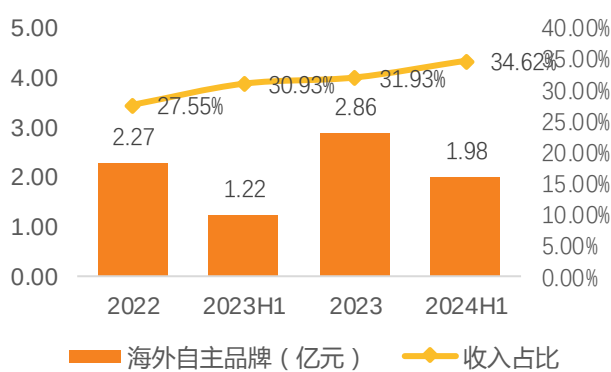
2024H1 自主品牌外销实现 1.98 亿元，同增 61.96%，主要系公司时隔四年重返 FIBO 展会，展出 ECP 系列、R970 系列（电跑、椭圆机、立卧式单车）、IT95 系列（站姿飞鸟训练机、臀推训练机、多功能蹬腿机）、攀爬机等 20 余款新产品，受到新老客户的普遍好评，并在 Facebook、Instagram、Youtube、Tiktok 等各大国际社交媒体平台投放宣传物料，借助新媒体和展会等途径积极拓展海外销售网络。随着美洲当地经济强势复苏、南亚及中东板块的崛起，加之借力前期公司团队对海外部分市场策略的战略性调整，公司 24H1 实现了美洲、欧洲和亚太地区业绩的全面增长，经营业绩创下历史新高，特别是在西班牙、哥伦比亚等海外市场，订单数量实现了突破性增长。

图 26：自主品牌业务及同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 27：自主品牌业务及占总收入的比例



资料来源：WIND，天风证券研究所

产品线丰富，满足不同市场需求。公司利用研发制造优势，打造全品类、多系列、高品质产品矩阵。目前公司自主品牌具备功能、价格差异化区隔的多条产品线，涵盖室内有氧器械、室内力量器械、室外健身路径等各式产品。伴随客户需求的日趋多元，公司差异化定制生产能力不断增强，已实现 OEM/ODM 客户对特殊烤漆颜色、塑胶件颜色、坐靠垫皮革等产品样式的个性化定制需求。

图 28：部分产品图

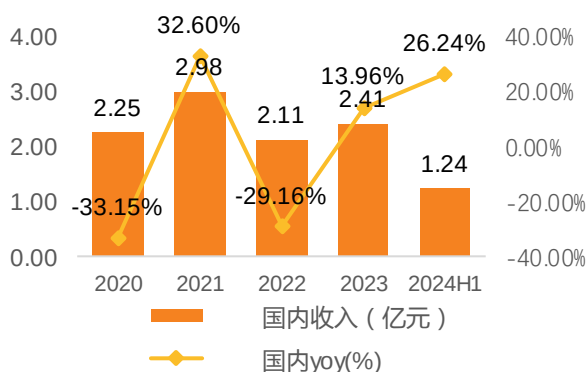


资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

3.3. 国内市场低渗透率，商用品类竞争优势强

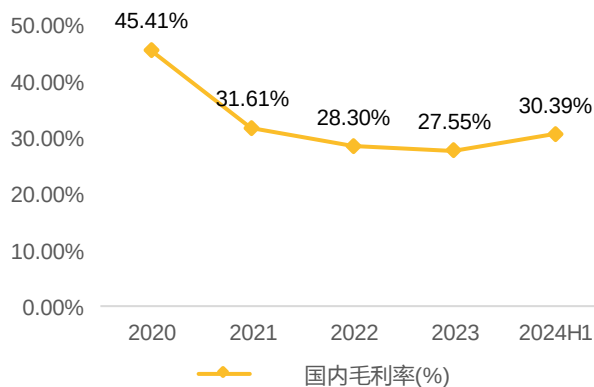
内销受消费环境影响增长承压。24H1 国内销售收入 1.24 亿元，同比+26.24%，受国内经济增速放缓影响，近年来内销收入增长承压，其中 21 年增速明显主要系户外产品及其他产品销售收入增加所致；24H1 国内毛利率为 30.39%，盈利能力提升。

图 29：2020-2024H1 国内市场收入及同比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 30：2020-2024H1 国内市场的毛利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

国内市场：商用为主流，家用市场空间大，户外拓展市政项目。

商用市场方面，公司通过不同细分渠道积极拓展：（1）政府机关、企事业单位、高校市场，为传统优势市场；（2）商用俱乐部市场，通过定制化器械服务；例如，2021 年公司大力拓展军警市场。

表 7：国内市场渠道拓展方式

销售方式	业务详情
经销+直营	国内市场经销和直营相结合的方式，向健身房、政府、企事业单位、军警单位、大专院校等商用客户、家庭用户，以及通过参与全民健身采购等方式向体育局、教育局等单位销售公司各类室内有氧、力量及户外产品。
线上团采	线上团采也是公司重点发力的重要销售渠道，在已经入驻京东慧采、政采云、京东、苏宁等电商平台的基础上，公司进一步完成国铁商城等企业采购平台的入驻工作，通过入驻相关企业购平台，公司不断拓展销售渠道，积极开发新客户。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

家用市场方面，2019 年公司推出了 dearbike，2021 年公司推出针对入门级健身互联网品牌——浪加（WeSwag）。

表 8：国内市场品牌矩阵

产品系列	定位人群	产品特性
浪加	入门级健身人士	浪加为入门级、居家使用为主的全新子品牌产品，突出智能化、轻巧性、物流的便捷性、安装简易化，定价突出性价比优势。
Impulse 系列	高阶、专业健身人士	复购功能更强的 Impulse 系列

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：入门级健身互联网品牌——浪加（WeSwag）图片



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 32：DearBike 实景单车图片



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

户外市场方面，公司将智能科技与信息化管理平台融入传统健身场地和设施，为客户提供一体化产品，原有的笼式场地基础上升级，成为一款智慧体育公园自由组合产品。项目方面，2020 年公司参与了常州三江口体育公园规划设计项目，2021 年参与了邯郸植物园智能步道、常州三江口公园、保定新华公园、天津和平区体育场地等 38 处室外体育场地、体育公园规划设计、智能改造项目。

表 9：户外产品-英派斯大健康智慧管理平台

年份	项目
2020	参与常州三江口体育公园规划设计项目。
2021	参与邯郸植物园智能步道、常州三江口公园、保定新华公园、天津和平区体育场地等 38 处室外体育场地、体育公园规划设计、智能改造项目。
2023H1	完成沈阳沈水湾公园、攀枝花东华山智慧健身步道、马鞍山儿童口袋公园等多个智慧体育公园的规划设计方案；参与青岛康体公园、华南铁一中、北京南海子公园等多处大型健身场地的设计实施。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 智能运动眼镜蓝海市场，公司合作产业资源率先布局

4.1. AI 大模型迭代+Meta 巨头入局，智能运动眼镜产业落地有望提速

运动或为智能眼镜产业落地重要场景之一。2025 年初 DeepSeek-R1 推出后，凭借低成本+高性能，我们预计有望显著提升厂商 AI 大模型的应用能力，有望加速智能眼镜产业落地进程。考虑在运动场景中，用户双手使用不便（如骑行）、护眼需求较强（如泳镜/雪镜）、且需要展示/记录数据（如导航、看码表、拍摄）等特点，我们认为运动或为智能眼镜爆发的重要场景之一。

智能运动眼镜尚处起步初期，Meta 入局有望加速市场教育。根据 Wellson XR，2023 年全球 AR 运动眼镜销量 4.6 万台，市场规模约 1400 万美元，尚处于行业发展前期，预计到 2035 年 AR 运动眼镜年销量 1700 万副，市场规模约 33 亿美元。

目前 AR 运动眼镜主要以抬头显示（HUD，Head-up Display）的方式，在用户眼前呈现需要的信息与真实世界叠加，如导航、通话、码表信息显示、运动数据显示、拍摄、音乐等，核心 5 大应用场景分别为滑雪、摩托车骑行、自行车骑行、跑步、游泳。据彭博社报道，Meta 计划在 2025 年推出 Oakley 品牌的智能眼镜，将把摄像头放在镜框中心而非角落，目标用户是自行车手和其他运动爱好者，我们认为大厂入局或加速智能运动眼镜落地进程。

图 33：AR 运动眼镜主要应用场景及形态

应用场景	滑雪	摩托车骑行	自行车骑行	跑步	游泳
主要需求	导航 定位 追踪 通话	后视 导航 码表 通话	导航 通话 运动数据 音乐	导航 通话 运动数据	时间显示 运动数据 训练指导
	AR滑雪护目镜	头盔	轻薄的骑行眼镜	太阳镜	泳镜
主要形态					
	AR滑雪镜-模组	太阳眼镜	太阳镜		泳镜-模组自由组装
					

资料来源：维深 Wellseenn XR 公众号，天风证券研究所

4.2. 英派斯合作产业资源，前置布局智能运动眼镜，有望享行业红利

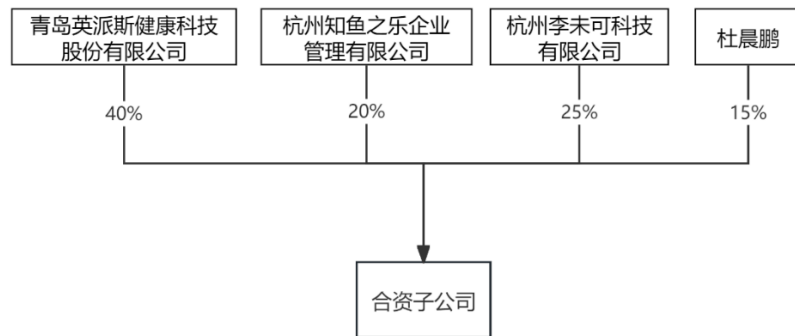
英派斯作为运动健身行业先驱者，敏锐洞察到智能运动穿戴设备行业机遇，积极携手头部智能眼镜品牌方布局智能运动眼镜；目前公司与李未可合作分为两个方面：

第一是对李未可公司股权投资：2024 年 10 月，公司与杭州李未可科技有限公司签订《投资意向协议》，拟以增资扩股方式向李未可科技投资人民币 1000 万元。该笔股权投资主要支持李未可现有产品线换代升级，包括 Chat 系列智能 AI 眼镜，S 系列一体式 AR 智能眼镜，功能涵盖 AI 语音交互、动态实时翻译、导航、拍摄等，满足室内、户外全场景使用需求。

第二是与李未可等成立合资子公司：2024 年 10 月，公司与李未可、杭州知鱼之乐、杜晨鹏签订《设立合资公司的意向协议书》，拟共同出资设立一家从事智能运动装备研发、设计、生产、销售等业务的公司。公司将与李未可共同打造兼具智能化与场景模拟能力的运动类 AI 眼镜，为用户提供智能化、个性化、精准性、趣味性的运动辅助功能；合作各方将整合专业运动数据、线上线下销售渠道、AI 大模型等股东资源，围绕健身、骑行等运动场景，联手打造专业智能运动装备品牌，共同支持合资公司做大做强。

英派斯作为健身器材领域领军企业，深刻了解行业需求、应用场景及适配产品形态，研发、产品能力均处于行业顶尖水准；李未可科技是新一代 AI 眼镜开发企业，具备优秀的产品设计能力，且具备创新基因，更了解当下年轻人的潮流需求；现双方利用各自的资源、优势跨界合作，双方优势互补，有望实现协同效应。此外，本次合作以智能运动眼镜为切入点，打造骑行、健身垂直场景相关的智能运动装备品牌，把握健康消费蓝海新机遇，为公司创造第二增长曲线。

图 34：合资子公司结构图（截至 2024 年 10 月）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

收入方面，公司稳居健身器材龙头地位，研发及制造能力领先，形成全品类、多系列、智能化产品矩阵，代工及自主品牌同步发展，智能运动眼镜有望贡献增量。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 12.6/15.8/19.0 亿元，收入增速分别为 40.8%/25.6%/20.1%，毛利率分别为 31.5%/31.6%/31.7%，分渠道来看：

- 1) OEM/ODM：公司深入服务头部主流客户，同时加大新产品/新客户拓展力度，2024 年多项重要新项目顺利推进及突破，实现 RMS 新系列首年投产，同时依托新产品的不断推荐和开发，欧洲及南美市场增长迅速。我们预计 24-26 年收入分别为 5.2/6.5/7.9 亿元，同比增长 40%/25%/23%；

- 2) 自主品牌：公司积极推动自主产品参与国际展会，新产品受到新老客户好评，并加大线上下品牌宣传力度；此外，美洲受益于当地消费需求增长，欧洲、亚太等区域全面开拓、订单实现突破性增长。我们预计 24-26 年收入分别为 4.4/5.8/6.9 亿元，同比增长 55%/30%/20%。
- 3) 国内市场：公司一方面全面推动新产品上线，丰富健身产品体系以满足不同用户的健身需求；另一方面，积极铺设线上线下销售渠道，稳步推进渠道下沉，持续推进商用、家用、户外、冰雪运动等细分市场布局，形成覆盖全人群、全场景、全需求的健康服务平台。我们预计 24-26 年收入分别为 3.0/3.6/4.2 亿元，同比增长 25%/20%/15%。

利润方面，伴随新产业园搬迁落地、产能持续爬坡改善效率，此外新产业园自动化生产程度较高，生产效率预计提升，我们预计公司盈利能力有望稳步释放。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 1.2/1.6/2.0 亿，对应 PE 分别为 31X/24X/19X。

表 10：收入拆分及预测

单位（百万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	864.39	824.70	895.32	1260.23	1582.41	1900.19
yoy	-0.4%	-4.6%	8.6%	40.8%	25.6%	20.1%
毛利率	25.58%	26.21%	31.85%	31.49%	31.58%	31.66%
主营业务收入拆分：						
国外						
收入	566.24	613.49	654.62	959.36	1221.36	1484.99
yoy	-12.0%	8.3%	6.7%	46.6%	27.3%	21.6%
毛利率	22.41%	25.49%	33.44%	31.80%	31.90%	31.98%
其中：OEM/ODM						
收入	350.43	386.32	368.72	516.20	645.25	793.66
yoy		10.24%	-4.56%	40.00%	25.00%	23.00%
其中：自主品牌						
收入	215.80	227.17	285.91	443.16	576.10	691.32
yoy		5.27%	25.85%	55.00%	30.00%	20.00%
国内						
收入	298.15	211.21	240.70	300.88	361.05	415.21
yoy	32.60%	-29.16%	13.96%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	31.61%	28.30%	27.55%	30.50%	30.50%	30.50%

资料来源：WIND，天风证券研究所

考虑公司健身器材出口业务壁垒深厚，ODM 及自主品牌方面持续拓客，新产业园区落地提供业务扩张基础，此外布局智能运动眼镜打开成长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

海外宏观需求下滑风险。健身器材行业需求与宏观环境走势、经济发展水平、居民收入水平等高度相关，公司以出口业务为主，若海外宏观环境波动，或对海外 ODM 及自主品牌需求产生不利影响。

汇率波动风险。国际市场销售业务为公司重要的业务板块组成部分，随着公司国际业务销售规模的扩大以及人民币汇率波动幅度的增加，如公司出现汇兑损失，将对公司利润产生一定不利影响。

贸易政策影响风险。国外业务受国家出口政策、出口目的地国进口政策与政治经济格局、

货币汇率以及国际健身器材市场变动等多方面因素的影响；如果国外业务发生波动，公司经营业绩将受到一定影响。

智能运动眼镜推进不及预期风险。公司与智能眼镜产业公司合资成立公司进行智能运动眼镜研发，若产品研发推出进度不及预期，或对公司收入放量节奏产生影响。

股价波动较大风险。公司进军智能眼镜业务，股价易受到市场情绪影响，股价或波动幅度较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	387.25	390.78	252.05	316.48	380.04
应收票据及应收账款	163.21	109.43	205.63	189.97	274.52
预付账款	22.94	11.18	31.99	16.13	38.71
存货	161.08	193.81	165.93	273.15	231.88
其他	112.14	127.30	463.24	515.23	559.90
流动资产合计	846.62	832.50	1,118.85	1,310.95	1,485.05
长期股权投资	0.87	0.33	0.33	0.33	0.33
固定资产	128.71	171.19	1,290.96	1,246.44	1,185.91
在建工程	776.54	1,071.25	93.70	117.70	135.70
无形资产	84.32	85.39	81.72	78.05	74.38
其他	151.62	91.55	95.53	111.13	112.22
非流动资产合计	1,142.05	1,419.71	1,562.24	1,553.64	1,508.53
资产总计	2,029.95	2,294.80	2,681.08	2,864.59	2,993.58
短期借款	0.00	0.00	378.83	377.38	272.20
应付票据及应付账款	171.33	230.18	345.42	406.44	531.48
其他	105.50	99.02	(147.09)	(76.12)	(133.42)
流动负债合计	276.84	329.20	577.16	707.70	670.25
长期借款	535.37	627.43	719.72	635.00	630.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.12	3.63	10.48	12.20	7.86
非流动负债合计	540.49	631.05	730.19	647.20	637.86
负债合计	869.81	1,054.06	1,307.35	1,354.90	1,308.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	120.00	147.80	147.80	147.80
资本公积	625.23	625.23	625.23	625.23	625.23
留存收益	414.90	495.50	600.70	736.66	912.44
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,160.13	1,240.74	1,373.73	1,509.69	1,685.47
负债和股东权益总计	2,029.95	2,294.80	2,681.08	2,864.59	2,993.58

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	65.66	88.16	120.33	155.84	200.12
折旧摊销	23.08	19.35	81.45	83.20	84.20
财务费用	(9.03)	(2.79)	0.23	(1.75)	(4.08)
投资损失	(0.72)	(1.51)	(2.23)	(1.59)	(1.51)
营运资金变动	(56.22)	193.27	(19.05)	41.35	6.22
其它	81.63	(36.47)	3.13	(0.01)	5.00
经营活动现金流	104.40	260.02	183.86	277.04	289.94
资本支出	414.22	358.55	213.15	57.28	42.35
长期投资	0.77	(0.54)	0.00	0.00	0.00
其他	(973.78)	(685.59)	(997.18)	(174.67)	(148.84)
投资活动现金流	(558.79)	(327.58)	(784.04)	(117.39)	(106.49)
债权融资	219.84	81.46	448.77	(75.34)	(95.56)
股权融资	(7.56)	(10.40)	12.67	(19.88)	(24.34)
其他	(34.65)	(44.41)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	177.63	26.64	461.44	(95.22)	(119.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(276.75)	(40.92)	(138.74)	64.43	63.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	824.70	895.32	1,260.23	1,582.41	1,900.19
营业成本	608.54	610.14	863.39	1,082.67	1,298.66
营业税金及附加	3.88	4.12	5.67	6.33	7.60
销售费用	58.05	67.70	82.80	104.44	127.31
管理费用	56.20	67.08	93.89	118.68	142.89
研发费用	39.89	41.09	55.83	69.63	83.23
财务费用	(16.19)	(14.60)	0.23	(1.75)	(4.08)
资产/信用减值损失	(31.93)	(22.95)	(20.23)	(12.34)	(10.90)
公允价值变动收益	0.50	1.38	3.13	(0.01)	5.00
投资净收益	0.72	1.51	2.23	1.59	1.51
其他	56.46	37.90	0.00	0.00	0.00
营业利润	48.59	101.96	143.57	191.64	240.19
营业外收入	0.05	0.05	0.15	0.15	0.10
营业外支出	3.21	0.81	6.99	8.46	4.86
利润总额	45.43	101.20	136.74	183.34	235.43
所得税	(20.24)	13.04	16.41	27.50	35.31
净利润	65.66	88.16	120.33	155.84	200.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	65.66	88.16	120.33	155.84	200.12
每股收益（元）	0.44	0.60	0.81	1.05	1.35

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-4.59%	8.56%	40.76%	25.56%	20.08%
营业利润	21.61%	109.84%	40.81%	33.48%	25.33%
归属于母公司净利润	276.69%	34.26%	36.48%	29.51%	28.41%
获利能力					
毛利率	26.21%	31.85%	31.49%	31.58%	31.66%
净利率	7.96%	9.85%	9.55%	9.85%	10.53%
ROE	5.66%	7.11%	8.76%	10.32%	11.87%
ROIC	6.05%	6.59%	9.46%	9.11%	11.67%
偿债能力					
资产负债率	42.85%	45.93%	48.76%	47.30%	43.70%
净负债率	19.98%	23.78%	64.27%	49.10%	34.30%
流动比率	2.70	2.07	1.94	1.85	2.22
速动比率	2.21	1.61	1.65	1.47	1.87
营运能力					
应收账款周转率	5.67	6.57	8.00	8.00	8.18
存货周转率	4.66	5.05	7.01	7.21	7.53
总资产周转率	0.43	0.41	0.51	0.57	0.65
每股指标（元）					
每股收益	0.44	0.60	0.81	1.05	1.35
每股经营现金流	0.71	1.76	1.24	1.87	1.96
每股净资产	7.85	8.39	9.29	10.21	11.40
估值比率					
市盈率	56.83	42.33	31.01	23.95	18.65
市净率	3.22	3.01	2.72	2.47	2.21
EV/EBITDA	10.74	12.42	16.69	13.71	11.23
EV/EBIT	12.75	14.04	24.87	19.30	15.03

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com