

舒华体育(605299)

报告日期: 2023年04月21日

## 国内领先运动服务商, 全场景+全渠道布局加速发展

### ——舒华体育首次覆盖报告

#### 报告导读

全场景+全渠道布局, 迎行业智能化+专业化+电商化变革红利。

#### 投资要点

**健身器材: 健康诉求+政策指引市场空间广阔, 立足差异化国产品牌迎头赶上**  
**需求端:** 1) 低渗透背景: 19年大陆健身渗透率仅5%, 远低于美国20%、英国15%, 空间巨大。2) 政策指引: 21年中国体育产业规模3.1万亿元, 据《全民健身计划》, 至25年行业规模将达5万亿元, 对应CAGR13%。3) 催化: 亚健康人群锻炼诉求+疫情影响, 行业需求加速扩容。据易观分析, 21年中国健身器材市场规模572亿元, 预计未来5年复合增速16%, 25年达1029亿元。  
**供给端:** 北美欧洲健身器材消费额占全球2/3, 供需两端发展成熟, 2017年爱康、力健、必确和泰诺健占全球超70%份额。国产厂商代工起家, 近年来相较于进口品牌“高端+商用”定位, 聚焦人群+场景差异抢占市场, 品牌化进程推进。

**行业趋势: 产品升级渠道转型, 老树新枝变革已至**

**产品:** 1) 智能化: 健身人群重视个性化锻炼+效果及时反馈, 智能设备提升锻炼体验效果显著, 对应群体消费力强, 艾瑞咨询预计中国智能健身市场规模19-25年CAGR高达42%。2) 专业化: 力量、心肺、塑形多需求+家用、商用、户外多场景, 健身器材向专业化+细分化迭代, 据艾瑞咨询, 87%的年轻人只购买/重点考虑/主要购买专业化产品, 细分类目专业消费心智的重要性将持续提升。

**渠道:** 21年全球健身器材线上销售占比达46%, 电商重要性提升+商业客户基本盘背景下, 全渠道布局战略意义凸显。

**舒华体育: 全场景+全渠道布局, 迎行业智能化+专业化+电商化红利**

公司为2013-2016中国奥委会健身器材独家供应商, 北京22年冬奥会和冬残奥会官方健身器材供应商。

**产品:** 六大场景全面布局, 健身人群广泛触达, 跑步机优势品类横向对标国际大牌不落风, 20H1贡献室内器材营收63%; 车类产品需求高增, 21年京东销量+78%, 天猫销量+39%, 品类专业化优势明显。2014年前瞻性开启智能设备发展, 并合作华为打造智能生态圈跑步机, 开发自有APP实现教学+反馈+社群功能一体, 研发费率逐年提升(16年0.7%→22年2.3%), 积极拥抱智能化浪潮。

**渠道:** 1998年首创专卖店模式, 2009年成为业内首家线上线下布局企业。当前线下合作经销商240余家, 于全国大中城市覆盖1000余个售后网点。线上天猫+京东+抖音+拼多多全平台布局, 兼具品类优势(跑步机为健身器材电商黄金赛道)+客群优势(两千元-万元价格区间适配家用健身群体)。

**政策催化:** 全民健身计划指引+体育设备贴息落地, 政策端利好频出。预计室外健身路径建设及室内健身器材更新需求旺盛, 公司招投标实战经验丰富, 2020年中标金额达3.1亿元, 远高于第二名的1.8亿元。奥运IP背书下积极拓展军警健身、企事业单位、高校等细分市场, 逐步构建“To C+To B+To G”的全渠道布局。

**盈利预测与估值**

公司产品端覆盖六大健身场景, 智能化专业化优势突出; 渠道端线上线下深耕多年, 奥运IP赋能, 积极构建“To C+To B+To G”全面布局; 受益于体育政策催化红利+健身器材需求高增, 叠加自身招投标经验丰富, 有望承接行业高景气需求, 值得重点关注。预计2023-2025年公司归母净利润分别为1.4/1.7/2.1亿元, 同比增长27%/23%/21%, 当前市值下对应PE为35/29/24倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师: 王长龙

执业证书号: S1230521020001

wangchanglong@stocke.com.cn

分析师: 汤秀洁

执业证书号: S1230522070001

tangxiujie@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨

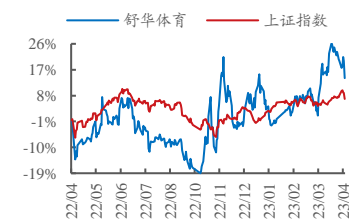
执业证书号: S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥11.88
总市值(百万元)	4,888.61
总股本(百万股)	411.50

#### 股票走势图



#### 相关报告

**风险提示**

行业竞争加剧；渠道拓展及新品推广不及预期；产业政策落地不及预期；钢材等原材料价格大幅上涨。

**财务摘要**

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1352	1687	1960	2262
(+/-) (%)	-13.5%	24.8%	16.2%	15.4%
归母净利润	109	139	171	206
(+/-) (%)	-5.5%	27.0%	22.8%	21.0%
每股收益(元)	0.27	0.34	0.41	0.50
P/E	44.7	35.2	28.7	23.7

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 舒华体育:本土健身器材龙头,扎根国内迈向全球</b>	<b>6</b>
1.1 深耕行业二十余年,敢为人先行稳致远	6
1.2 核心团队产业经验丰富,安踏实控人为第二大股东	7
1.3 品类升级+渠道优化,短期承压疫后修复可期	8
<b>2 健身器材行业:多重利好需求高增,国货崛起变革将至</b>	<b>10</b>
2.1 概览:健康诉求+政策指引,行业需求确定性扩容	10
2.2 格局:国际品牌先发优势明显,国产力量差异化突围	12
2.3 趋势:需求升级引领发展,智能化+专业化大势所趋	13
<b>3 公司优势:精研产品深耕渠道,承接行业变革红利</b>	<b>15</b>
3.1 产品:应用场景丰富,拥抱智能浪潮	15
3.2 渠道:贯通线上线下,把握电商风口	17
<b>4 业绩驱动:政企招标再拓业务版图,展架营收有望迎来回补</b>	<b>19</b>
4.1 招标经验积淀深厚,乘政策东风加速跑出	19
4.2 实体门店疫后修复在即,深耕客户展架弹性凸显	20
<b>5 财务分析:盈利能力修复在即,库存周转拐点将至</b>	<b>21</b>
<b>6 盈利预测与估值</b>	<b>22</b>
6.1 盈利预测分析	22
6.2 估值分析及投资建议	24
<b>7 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 公司健身器材业务概览.....	7
图 2: 公司展架业务概览.....	7
图 3: 舒华体育股权结构 (截至 2022 年年报) .....	8
图 4: 公司近年来营收表现及增速.....	9
图 5: 公司近年来归母净利润表现及增速.....	9
图 6: 舒华体育营收按业务拆分.....	9
图 7: 舒华体育室内健身器材收入按品类拆分.....	9
图 8: 舒华体育营收按直销/经销渠道拆分.....	10
图 9: 舒华体育营收按线上/线下渠道拆分.....	10
图 10: 中国体育产业市场规模及增速.....	10
图 11: 2021 年中国体育产业总规模构成情况.....	10
图 12: 2019 年全球部分主要地区健身人口渗透率.....	11
图 13: 中国健身器材市场规模 (亿元) .....	11
图 14: 2021 年中国亚健康人群年龄占比.....	11
图 15: 2021 年中国亚健康人群改善身体素质方式.....	11
图 16: 2020 年全球健身器材行业消费额市场份额.....	12
图 17: 2017 年全球训练健身器材品牌市场份额.....	12
图 18: 智能健身硬件功能示意.....	13
图 19: 传统线下健身人群每年健身开销.....	14
图 20: 使用智能健身硬件人群每年健身开销.....	14
图 21: 使用智能健身 APP/器材 VS 不使用健身人群健身时间对比.....	14
图 22: 中国年轻人群购买体育装备关注因素占比 (%) .....	14
图 23: 中国年轻健身人群对健身设备专业性的态度.....	14
图 24: 健身人群运动场景多元化.....	15
图 25: 公司健身器材商用场景营收占比逐渐提升.....	15
图 26: 舒华体育室内健身器材细分项营收 (百万元) .....	16
图 27: 近年来健身车终端需求增长较快.....	16
图 28: 舒华运动 APP 兼具课程、计划制定、社区交流功能.....	17
图 29: 舒华体育研发费用率逐年提升.....	17
图 30: 舒华体育销售模式概览.....	17
图 31: 舒华体育室内健身器材直销/经销占比.....	18
图 32: 舒华体育室内健身器材直销渠道细分.....	18
图 33: 舒华体育室内健身器材电商渠道细分.....	18
图 34: 2021 年京东健身器材卖家销售额分布.....	18
图 35: 舒华体育室外路径产品直销/经销占比.....	19
图 36: 2020 年各企业中标数据 (万元) .....	19
图 37: 公司历年展架业务收入情况.....	20
图 38: 公司展架业务客户贡献占比.....	21
图 39: 安踏线下门店数量 (统计安踏店+安踏儿童店) .....	21
图 40: 舒华体育近年来毛利率和净利率水平.....	21
图 41: 舒华体育近年来各项费用率水平.....	21
图 42: 舒华体育各主营业务毛利率.....	22

图 43: 舒华体育各销售渠道毛利率.....	22
图 44: 舒华体育存货周转天数和应收账款周转天数.....	22
图 45: 舒华体育健身器材产销率逐步优化.....	22
图 46: 舒华体育 PE band (纵轴单位: 元) .....	25
图 47: 泰诺健 PE band (纵轴单位: 欧元) .....	25
表 1: 舒华体育发展历史.....	6
表 2: 舒华体育高管团队履历.....	8
表 3: 近年来主要体育产业相关政策.....	12
表 4: 健身器材主要品牌概览.....	13
表 5: 舒华体育覆盖六大健身场景.....	15
表 6: 各品牌跑步机参数对比 (力健及泰诺健天猫官旗无万元价格带跑步机, 此处选取其相对低价款产品进行对比) .....	16
表 7: 舒华体育 2023 年以来部分室外健身路径类中标项目一览 (不完全统计) .....	19
表 8: 公司可对不同器材类招投标项目提供差异化解决方案.....	20
表 9: 舒华体育收入驱动因素拆分 (百万元) .....	23
表 10: 可比公司盈利预测及估值 (亿元, 其中泰诺健货币单位为欧元) .....	24
表附录: 三大报表预测值.....	26

# 1 舒华体育:本土健身器材龙头,扎根国内迈向全球

## 1.1 深耕行业二十余年,敢为人先行稳致远

**国内领先运动服务商,奥运 IP 赋能迈向全球。**公司 1996 年成立于福建晋江,由跑步机业务切入体育赛道,2020 年 A 股上市,历经 20 余年发展成长为国内领先的科学运动服务商,并于 2013 年成为中国奥委会健身器材独家供应商。公司主营业务包括健身器材、体育展架两大板块,2022 年分别贡献营收 10.2/3.0 亿元,占总营收比重达 75.5%/22.5%。近年来公司逐步开启国际化战略,已在亚非和南美洲等地区形成自有品牌渠道体系,全球业务涉及 70 多个国家和地区,截至 2022 年,公司海外销售贡献营收 1.1 亿元,占比 8%。

表1: 舒华体育发展历史

时间	事件
1996	<b>发展大事:</b> 公司于福建晋江创立,由跑步机业务切入体育赛道
1998	<b>发展大事:</b> 开设专卖店,为行业首创模式
2005	<b>发展大事:</b> 行业首家聘请明星(田亮)代言,快速建立品牌认知度
2009	<b>发展大事:</b> 开启电商业务,行业首家线上线下同步销售
2010	<b>赞助合作:</b> 舒华按摩椅成为亚运“中国之家”选定健身器材
2013	<b>赞助合作:</b> 舒华与中国奥委会达成战略合作,成为 2013-2016 中国奥委会健身器材独家供应商
2014	<b>产品布局:</b> 启动产品智能化发展
2014	<b>赞助合作:</b> 舒华健身器材入驻索契冬奥会“中国之家”,由此拉开舒华奥运营销的序幕
2016	<b>产品布局:</b> 推出全球首款微信互联跑步机;推出商用健身房智能管理系统 wefit
2017	<b>赞助合作:</b> 舒华健身器材入驻厦门金砖国家领导人会晤,并成为厦门金砖会晤指定健身器材
2018	<b>赞助合作:</b> 入驻平昌冬奥会“中国之家”
2018	<b>产品布局:</b> 推出全民健身智能系统;推出阿里智能语音跑步机
2019	<b>赞助合作:</b> 成为 2019-2020 年国际中学生体育联合会赞助商
2019	<b>产品布局:</b> 推出华为运动健康互联智能跑步机
2019	<b>赞助合作:</b> 成为 2019-2021 年国际中学生体育联合会赞助商
2020	<b>发展大事:</b> 成功在上交所 A 股主板挂牌上市,成为当年国内唯一一家上市体育公司
2020	<b>产品布局:</b> 推出校园体育智能管理平台;推出中高考体测跑步机;舒华运动 APP 全新升级并推出课程教学等内容服务
2020	<b>赞助合作:</b> 成为 2020-2022 年国家体育总局冬季运动管理中心赞助商
2021	<b>赞助合作:</b> 成为北京 22 年冬奥会和冬残奥会官方健身器材供应商,这也是冬奥会历史上第一次选择中国健身器材品牌
2021	<b>产品布局:</b> 推出速度与力量反馈系统
2022	<b>产品布局:</b> X 系列经典畅销机型推出全新大屏智能跑步机 X5 Pro

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

**健身器材业务:** 公司旗下拥有涵盖家庭健身、商用健身、全民健身、体能训练、老年健身、校园体育在内的六大产品线,并于 2014 年前瞻布局产品智能化发展,于 21 年 5 月携手华为发布搭载鸿蒙操作系统的“极智 2 代豪华商用跑步机”,逐步构建起全场景智能健身系统,可满足各类人群健身需求。此外公司 2013 年起与中国奥委会达成战略合作,连续 4 年成为奥委会健身器材独家供应商,奥运 IP 背书优势下公司积极推进“To C+To B+To G”的全渠道布局,实现更加多元的销售触达。伴随疫情封控下居家运动等场景需求提升,2020 年室内健身器材营收增长达 54%,而室外健身路径业务营收受政府招标规划和招标周期性影响存在一定波动。20 年公司进行会计准则调整将原本在销售费用中核算的平台使用费、综合服务费及运费等,调整至主营业务成本,各项业务毛利率相应有所下降。

图1: 公司健身器材业务概览



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

**展架业务:** 公司展架类产品的主要客户为阿迪达斯、安踏体育、特步等国内外知名运动品牌, 也包括波司登、猫人内衣、利郎等其他非运动类品牌。主要为其终端门店提供展柜、展台等作为展示道具, 以向消费者展示良好的产品形象。电商化背景下, 实体店仍然是消费者接触商品、获得体验感的重要渠道, 作为品牌展示窗口的重要意义进一步凸显。疫情影响下, 品牌商终端拓店及产品上新受冲击明显, 展架需求有所承压。公司该业务营收 20 年同比下滑 48%, 21 年实现恢复性增长, 低基数背景下同比+36%, 但截至 22 年仍未恢复至疫情前水准。

图2: 公司展架业务概览

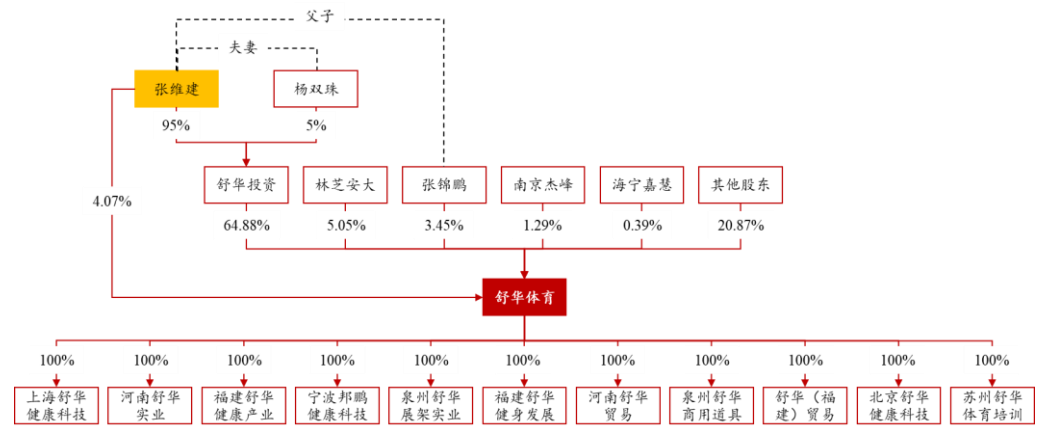


资料来源: 公司招股书, 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

## 1.2 核心团队产业经验丰富, 安踏实控人为第二大股东

**创始人持股比例较为集中, 安踏掌门丁氏兄弟为第二大股东。** 董事长张维建直接持股 4.07%, 其与妻子杨双珠通过舒华投资 (张维建/杨双珠分别持股 95%/5%) 间接持股 64.88%, 其子张锦鹏直接持股 3.45%, 创始人家族三人累计持股 72.4%。此外林芝安大为第二大股东, 持股 5.0%, 其实控人为安踏集团董事局主席兼 CEO 丁世忠和其兄长——董事局副主席兼副总裁丁世家。安踏体育亦为公司过去数年的第一大客户, 主要采购门店展示架及配件等商品。据公司招股书披露, 2017/18/19/20H1 安踏体育采购金额占公司总营收比重分别为 11.6%/14.2%/15.9%/6.6%, 股东赋能使得公司于门店展架行业竞争优势较为突出。

图3: 舒华体育股权结构(截至2022年年报)



资料来源: wind, 公司公告, 企查查, 浙商证券研究所

**核心团队深耕产业，背景多元助力发展。**公司董事长张维建于1996年创立舒华体育，深耕体育器材行业二十余年，于晋江商业圈社会资源丰富；同时担任中国健美协会副主席，于体育健身领域积淀深厚。公司其他高管亦背景多元，实战经验丰富，如董事兼副总裁吴端鑫在中国质量检验协会出任理事一职，副总裁李晓峰曾任浙江爱仕达超市部部长，副总裁张如首曾任厦门群鑫机械制造系统主管，可在质量品控、营销渠道、生产制造等多个重要领域为公司发展保驾护航。

表2: 舒华体育高管团队履历

高管	职务	履历
张维建	董事长、总裁、实际控制人	曾任泉州舒华有限董事长、总经理，现任公司董事长兼总裁、舒华投资董事长、舒华房地产董事长和舒华展架监事、晋江市池店镇教育发展促进会会长及法定代表人。
黄世雄	董事、副总裁	曾任福建省泉州烟草机械配件总厂主任、舒华有限总经理助理和福建舒华贸易经理；现任公司董事、副总裁、展架事业中心总经理和舒华健康产业经理、台商分公司负责人、舒华商用道具执行董事兼经理。
傅建木	董事、董事会秘书、财务总监	本科学历，副教授、高级会计师职称，曾任舒华有限财务总监、福建省侨兴轻工学校教师、泉州商业学校教师及泉州经贸职业技术学院副教授；现任公司董事、财务总监、董事会秘书、舒华房地产董事。
吴端鑫	董事、副总裁	本科学历，曾任舒华有限总裁秘书，现任公司董事、副总裁、舒华房地产董事、北京舒华执行董事兼总经理、上海舒华执行董事兼总经理、舒华(福建)贸易执行董事兼经理、晋江市工商联执行委员、舒华健康产业执行董事、上海分公司负责人、苏州舒华的执行董事、中国质量检验协会理事、晋江市池店商会副会长、政协第十四届晋江市委员会常务委员。
李晓峰	副总裁	曾任佛山市美的厨房电器制造有限公司分公司经理，浙江爱仕达股份有限公司超市部部长，舒华(中国)有限公司营销事业中心大区经理，舒华股份有限公司营销事业中心副总经理、总经理、舒华体育营销事业中心总经理，现任公司副总裁、上海舒华嘉兴分公司负责人、上海舒华嘉定分公司负责人、上海舒华苏州分公司负责人。
张如首	副总裁	曾任厦门群鑫机械工业有限公司制造系统主管，福建省舒华体育用品有限公司采购专员、采购部经理，舒华(中国)有限公司器材制造中心生管部经理、总经理助理，舒华股份有限公司器材制造中心副总经理、总经理、舒华体育采购中心总经理，现任公司副总裁兼器材制造一中心总经理。

资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

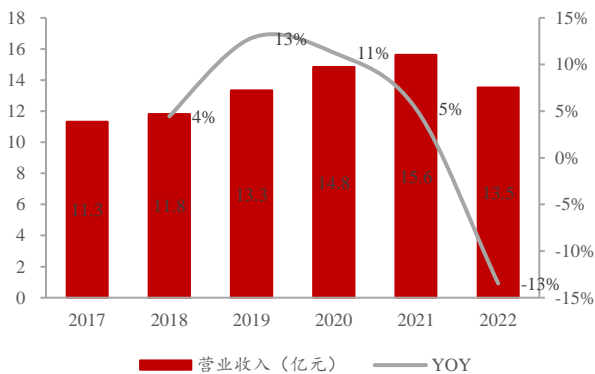
### 1.3 品类升级+渠道优化，短期承压疫后修复可期

**业绩：疫情影响短期承压，看好疫后复苏需求弹性。**复盘历史，公司2014-2019年业绩增速较为稳健，营收/归母净利润CAGR分别为9%/11%，期间利润端有所波动主要受外销产品毛利率较低影响。2020年以来疫情历经多轮反复，健身房及运动品牌门店等经营受冲击明显，公司健身器材及展架销售有所承压，2022年公司实现营收/归母净利润分别为13.5/1.1亿元，同比下降13%/5%。当前我国新冠疫情已实施“乙类乙管”政策，预计健身



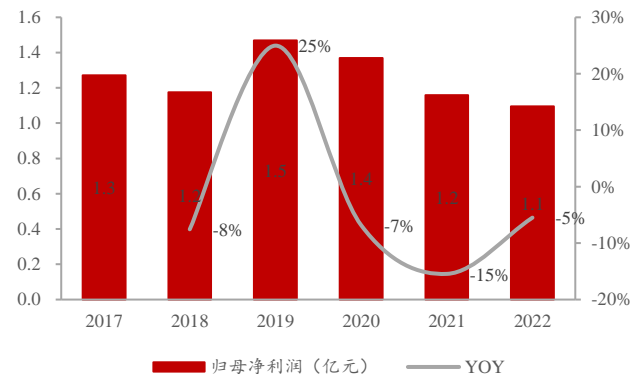
房等经营场所终端客流将逐步恢复，各类品牌拓店及上新进程亦将迎来明显改善，公司未来整体经营环境趋稳，终端需求向上弹性凸显。

图4：公司近年来营收表现及增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

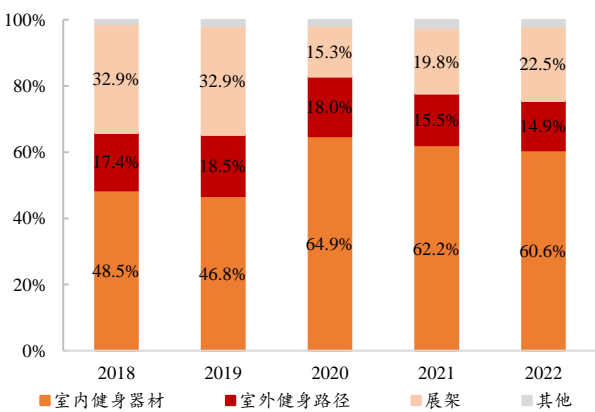
图5：公司近年来归母净利润表现及增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

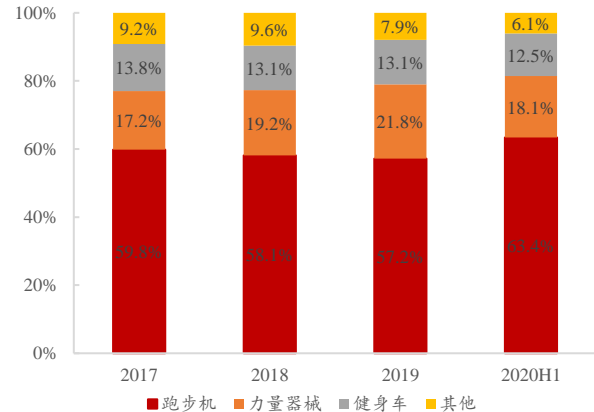
**产品：展架业务承压明显，跑步机为室内器材核心品类。**受疫情期间展架业务下游客户新增门店及门店改造减少影响，公司展架板块营收占比由19年的33%大幅降至22年的22%，室内健身器材占比提升至61%。其中跑步机为公司室内健身器材业务最大品类，20H1贡献该板块收入比重达63.4%。据公司财报披露，2021年京东3000元以上中高端跑步机类目中，舒华蝉联行业销量第一；此外公司21年于京东渠道动感单车、椭圆机等车类产品销售增长显著，销量同比+78%，天猫渠道健身车销量同比增长39%，有望成为新的器材业务增长极。

图6：舒华体育营收按业务拆分



资料来源：wind，公司招股书，浙商证券研究所

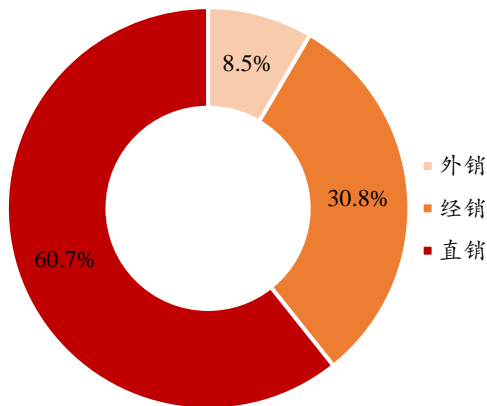
图7：舒华体育室内健身器材收入按品类拆分



资料来源：wind，公司招股书，浙商证券研究所

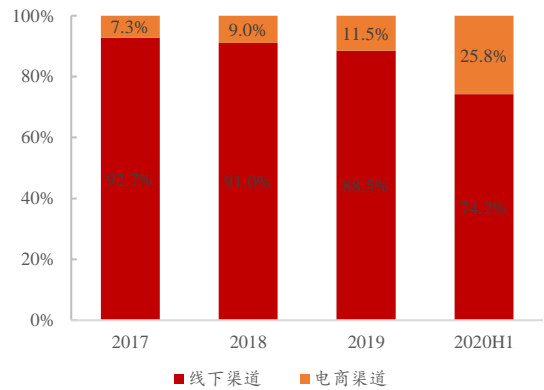
**渠道：直营为主经销为辅，线上线下协同发展。**1998年公司设立专卖店，为行业内首创，2009年布局线上，成为业内首家打通线上线下营销的公司。公司当前已在天猫、京东、唯品会等平台开设直营旗舰店，并新开拓抖音渠道，合作健身达人、体育明星等，通过直播带货、产品测评等形式构建多元销售体系。公司电商收入比例由17年的7.3%逐步增至20H1的25.8%。公司亦通过合作经销商实现全国网络快速扩张，截至22年公司合作经销商240余家，以专卖店、购物中心店中店等形式覆盖各级市场，全年贡献营收占比达30%。

图8: 舒华体育营收按直销/经销渠道拆分



资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图9: 舒华体育营收按线上/线下渠道拆分



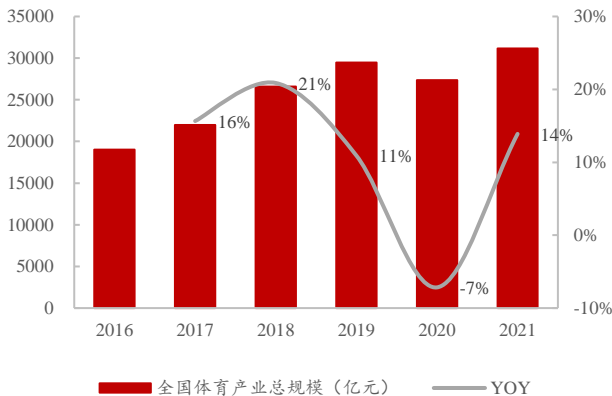
资料来源: wind, 公司招股书, 浙商证券研究所

## 2 健身器材行业: 多重利好需求高增, 国货崛起变革将至

### 2.1 概览: 健康诉求+政策指引, 行业需求确定性扩容

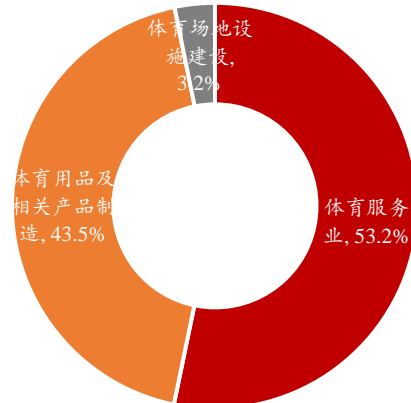
**体育产业万亿市场, 政策指引增速稳健。** 体育产业的发展是衡量一个国家经济文化发展水平的重要标志, 根据国家统计局数据, 2021 年中国体育产业市场总规模达 3.1 万亿元, 2016-2021 年 CAGR 约为 10%, 整体增速较为稳健。而根据国务院《全民健身计划 (2021-2025)》指引, 预计至 2025 年, 我国全民健身公共服务体系将更加完善, 进而带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元, 即对应 21-25 年行业 CAGR 为 13%。而从结构看, 体育用品及相关产品制造为体育产业重要组成部分, 2021 年占比达 44%, 在体育产业整体稳健发展背景下, 体育用品市场规模亦有望迎来确定性扩容。

图10: 中国体育产业市场规模及增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

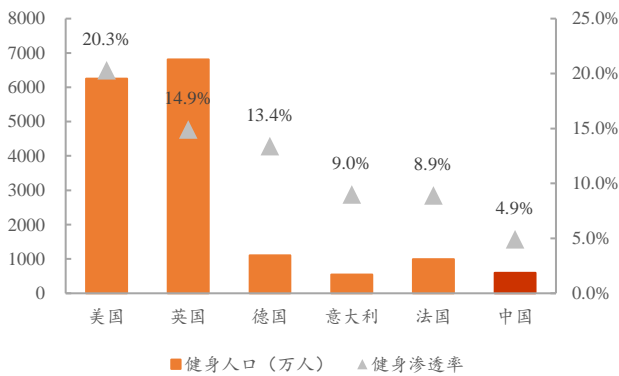
图11: 2021 年中国体育产业总规模构成情况



资料来源: 国家体育总局, 浙商证券研究所

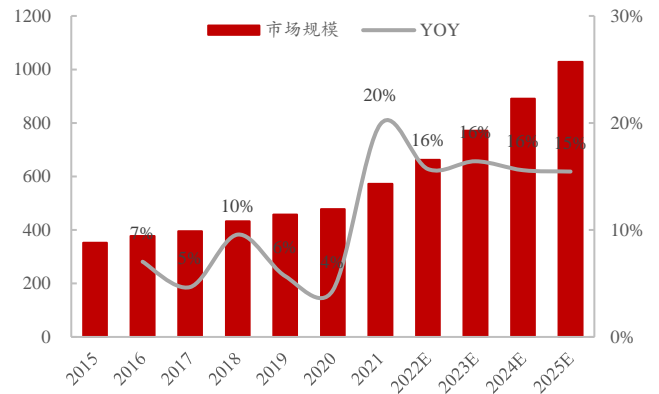
**低渗透高成长, 健身器材空间广阔。** 据智研咨询, 2020 年健身器材制造业营收占体育用品制造业比重约 29%, 为仅次于专项体育器材的第二大类目。复盘海外历史, 美国健身行业在居民生活水平快速提高的 20 世纪 60 年代迎来增长黄金期, 而我国当前正处于产业发展初期, 据前瞻产业研究院, 2019 年中国健身人口渗透率仅 4.9%, 远低于欧美发达国家, 中国健身市场未来增长潜力充沛。易观分析研究显示, 2021 年中国健身器材市场规模为 572 亿元, 2017-2021 年 CAGR 为 10%, 预计未来五年可保持 16% 的中高速增长, 至 2025 年, 市场规模达 1029 亿元。

图12: 2019年全球部分主要地区健身人口渗透率



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

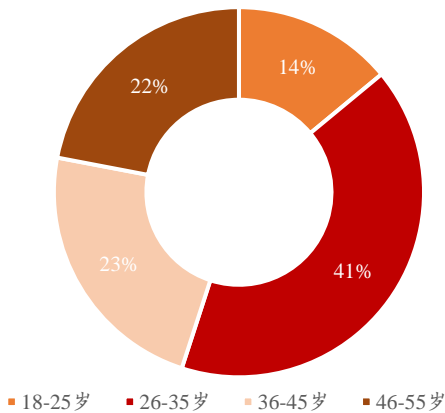
图13: 中国健身器材市场规模 (亿元)



资料来源: 易观分析, 浙商证券研究所

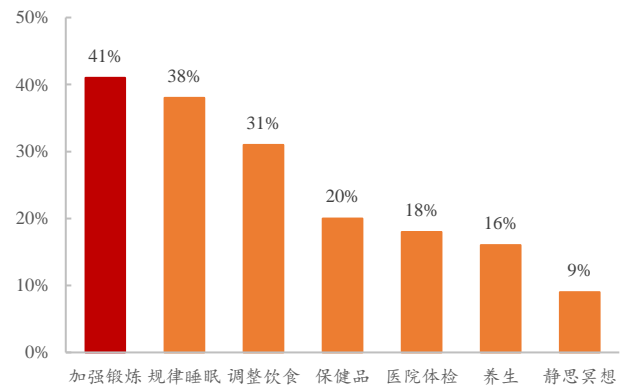
**健康意识觉醒+疫情催化, 健身人口渗透率加速提升。**伴随现代都市社会生活压力加大, 我国亚健康人群年龄结构呈明显低龄化特征, 据艾瑞咨询数据, 2021年我国约55%的亚健康群体为35岁以下, 而加强锻炼是这部分亚健康人群改善身体素质的首选方案, 这部分群体健身行为目的诉求明确, 消费力有保障。此外新冠疫情的外生冲击也对民众的健康习惯也具有长期塑造作用, 近年来多次静态管理期间“居家运动”、“云健身”等新健身形式的兴起与广泛传播也将进一步驱动我国健身人群渗透率提高, 健身器材行业景气度有望加速上行。

图14: 2021年中国亚健康人群年龄占比



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图15: 2021年中国亚健康人群改善身体素质方式



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

**体育大国向体育强国迈进, 政策端利好频出。**近年来我国出台多项政策旗帜鲜明鼓励体育产业, 并在锻炼人数、场地规模等维度设定具体目标。如《体育强国建设纲要》提出到2035年要将经常参与体育锻炼的人口比例提升至45%以上, 国务院《全民健身计划(2021-2025)》预测至25年全国体育产业总规模将达5万亿元。此外《全民健身计划》进一步强调要促进资源向优质企业集中, 在健身器材研发制造等领域培育一批“瞪羚”企业和“隐形冠军”企业。《“十四五”体育发展规划》指出要力争培育100家营业收入超百亿元、品牌知名度高、国际竞争力强、行业带动性大的体育企业, 我们认为国产健身器材企业有望在这一进程中充分受益, 优质龙头将加速跑出。

表3: 近年来主要体育产业相关政策

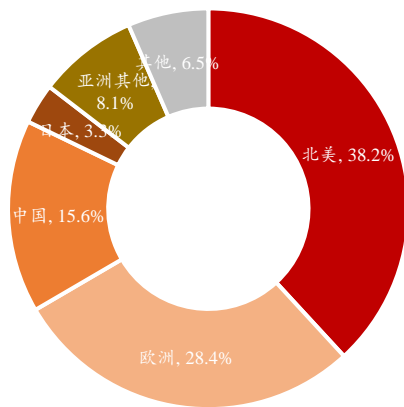
时间	政策	相关内容
2019年7月	《健康中国行动(2019-2030年)》	到2022年和2030年,城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例分别不少于90.86%和92.17%;经常参加体育锻炼人数比例达到37%及以上和40%及以上;学校体育场地设施开放率超过70%和90%;人均体育场地面积分别达到1.9平方米及以上和2.3平方米及以上;城市慢跑步行道绿道的人均长度持续提升;每千人拥有社会体育指导员不少于1.9名和2.3名;农村行政村体育设施覆盖率基本实现全覆盖和覆盖率100%。
2019年8月	《体育强国建设纲要》	到2035年,经常参加体育锻炼人数比例达到45%以上,人均体育场地面积达到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%;青少年体育服务体系更加健全,健康状况明显改善。
2021年4月	《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》	到2025年,全国人均体育场地面积达到2.6平方米以上,每万人拥有足球场数量达到0.9块,全国社会足球场设施专项行动重点推进城市等有条件的地区每万人达到1块以上。
2021年7月	《全民健身计划(2021-2025年)》	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,带动全国体育产业总规模达到5万亿元。新建或改扩建2000个以上体育公园、全民健身中心、公共体育场馆等健身场地设施,补齐5000个以上乡镇(街道)全民健身场地器材,配建一批群众滑冰场,数字化升级改造1000个以上公共体育场馆。促进体育资源向优质企业集中,在健身设施供给、健身器材研发制造等领域培育一批“专精特新”中小企业、“瞪羚”企业和“隐形冠军”企业。

资料来源:各级政府网站,浙商证券研究所

## 2.2 格局: 国际品牌先发优势明显, 国产力量差异化突围

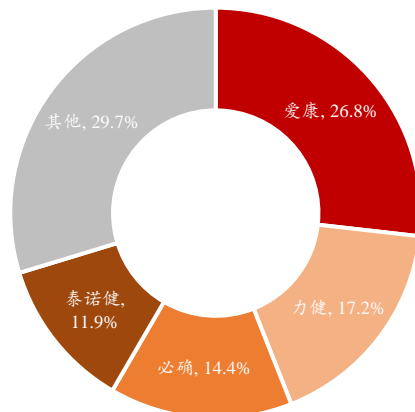
**供需两端成熟度较高, 国际品牌市占率领先。**据QYResearch《2021-27全球与中国健身器材市场现状及未来发展趋势》,健身器材主要消费市场是北美和欧洲,两大地区消费额占全球市场三分之二,国际品牌发展起步较早。而受内外部环境影响,叠加核心技术、品牌运作及销售渠道缺失,大部分国内健身器材厂家主要以贴牌代加工方式参与国际竞争,即占据产业价值链的生产环节,附加值较低。受市场成熟度及品牌发展阶段两大因素影响,全球健身器材行业由国际品牌主导,据前瞻产业研究院数据,2017年爱康、力健、必确和泰诺健占据全球超70%市场份额。

图16: 2020年全球健身器材行业消费额市场份额



资料来源:三柏硕招股书, QYResearch, 浙商证券研究所

图17: 2017年全球训练健身器材品牌市场份额



资料来源:三柏硕招股书, 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

**人群+场景差异化定位, 国产崛起正当其时。**近年来, 伴随中国健身器材市场消费端需求扩容, 供给端企业亦逐步完成对产品打造、品牌运作经验的积累, 国产品牌加速抢占市场, 并相较于进口品牌“高端+商用”的品牌定位, 逐步发展自身差异化竞争优势。如健跑步机以高性价比定位切入家用市场; 舒华体育借助线上线下布局积淀, 发力军警、企事业单位、校园采购等渠道, 推进“To C+To B+To G”全方位布局。但目前整体来看, 国产品牌主要定位于中低端市场, 其中舒华、英派斯和乔山等为国内中端市场主力, 其他区域性品牌多聚焦下沉消费, 未来伴随国货产品力及品牌力夯实, 有望进一步抢占中高端市场。

表4: 健身器材主要品牌概览

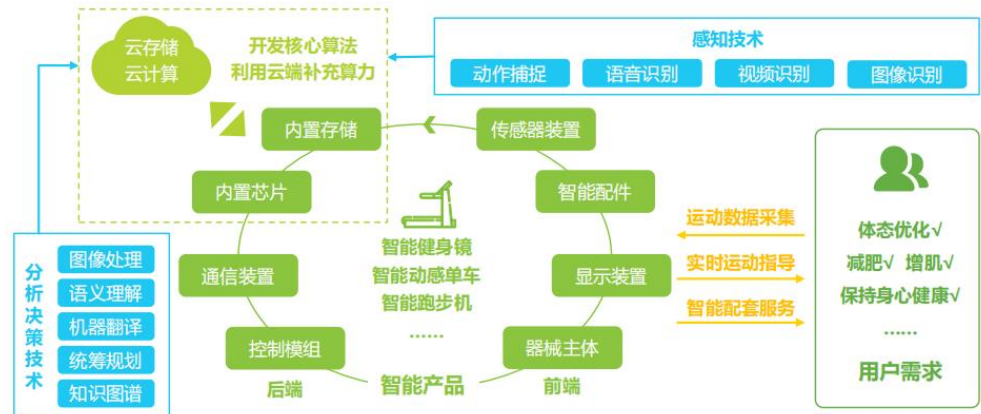
地区	品牌	主要业务情况
国际	美国 爱康 	创立于1977年, 产品涵盖跑步机、健身车、划船器等, 拥有和特许拥有 NordicTrack、ProForm、Weslo、FreeMotion、iFit、Weider、HealthRider、Gold's Gym、Altra 等品牌。
	美国 力健 	产品涵盖力量训练设备、有氧训练设备、团队训练设备等。旗下健身业务品牌主要包括 Life Fitness、Hammer Strength、Cybex、Indoor Cycling Group 以及 SCIFIT 等。
	美国 必确 	产品包括有氧训练、力量训练、Preva 软件等不同系列。
	意大利 泰诺健 	业务遍布全球, 包括欧洲、美洲、亚洲、中东及澳洲。拥有有氧、力量以及功能性训练设备的全系列产品线。
国内	台湾 乔山 	旗下产品包括 JOHNSON、MATRIX、VISION、HORIZON 四大系列。大陆零售网点主要分布于北上广深等地。
	山东青岛 英派斯 	现已拥有多条产品线, 涵盖室内有氧器械、室内力量器械以及室外路径产品等各式产品, 同时也通过 OEM/ODM 模式为必确 (Precor) 等国际知名健身器材品牌代工生产健身器材。
	福建晋江 舒华体育 	国内领先的科学运动服务商, 于2013年成为中国奥委会官方健身器材供应商。旗下产品覆盖家庭健身、商用健身、全民健身、体能训练、老年健身和校园健身六大场景。
	山西长治 澳瑞特 	主要产品包括商用有氧、商用力量、社区健身等七大系列产品。澳瑞特营销网点遍布国内各省市自治区, 产品出口至美国、澳洲、欧洲、中东、东南亚等 60 余个国家及地区。
	广东深圳 好家庭 	业务涵盖公共体育、商业健身、家庭健身、竞技体育、运动功能训练与康复服务等领域, 产品包括有氧器械、力量器械、康复训练器等。
	江苏张家港 金陵体育 	主要产品为球类器材、田径器材、其他体育器材以及场馆设施等。

资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

### 2.3 趋势: 需求升级引领发展, 智能化+专业化大势所趋

**需求驱动+技术迭代, 智能化设备方兴未艾。**健身人群基础身体情况及锻炼诉求较为细分, 往往需要专业指导; 此外健身是一个长期过程, 及时的纠正调整及效果反馈对于用户坚持意义重大。因此健身人群对于个性化锻炼、高效方案、健身效果及时反馈等需求痛点较为关注。伴随数字化技术的推广应用, 智能健身设备应运而生, 其可搭载光敏、声敏、压敏等多种传感器, 跟踪捕捉用户运动表现信息, 并加以分析处理和存储, 得出更加专业化及个性化的运动方案反馈给用户, 如运动姿态的识别与实时纠错、步频调整反馈等, 帮助用户高效达成运动目标, 营造高质量健身体验。

图18: 智能健身硬件功能示意

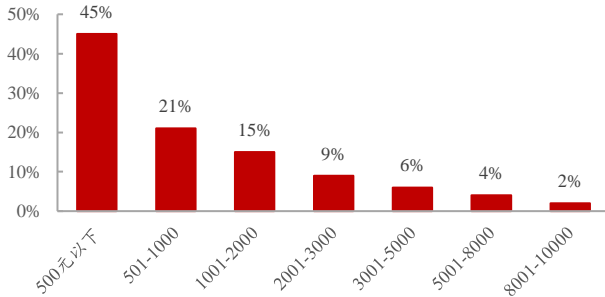


资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

**优化健身体验效果明显, 智能设备需求高增。**据艾瑞咨询调查, 选取每周健身次数 1-3 次及以上的“资深健身人群”对比发现, 使用智能设备的群体单次健身时长明显高于不

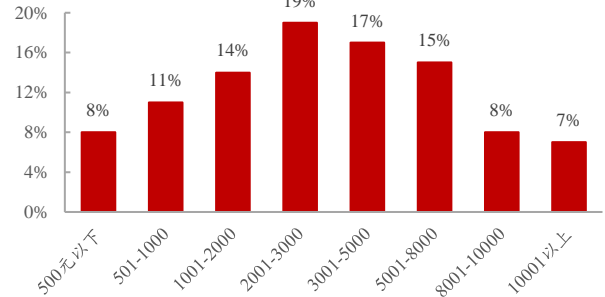
使用的群体，即智能健身设备更有利于促进用户健身积极性、优化健身体验，使其愿意投入更长的时间进行锻炼。且使用智能健身设备的人群年均健身开销整体水平远高于传统健身群体，该部分人群消费力较强，凸显智能设备需求饱满。艾瑞咨询亦预计中国智能健身行业市场规模将由2019年的100亿元增至25年820亿元，CAGR高达42%。

图19: 传统线下健身人群每年健身开销



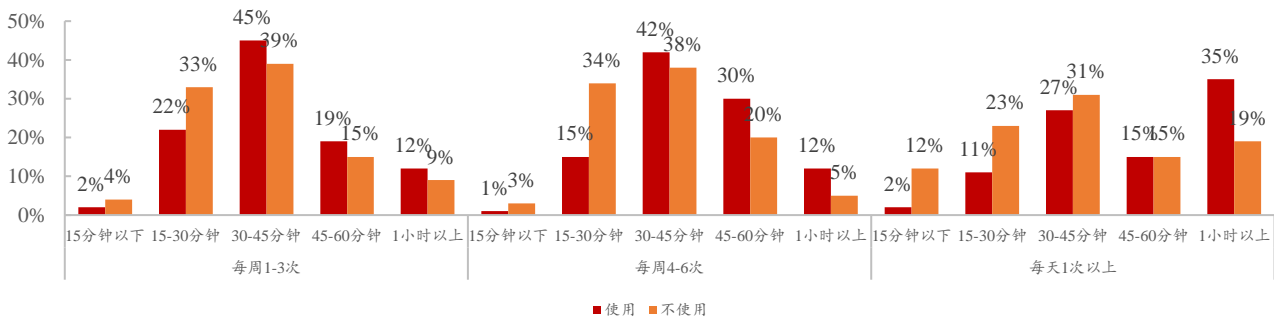
资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图20: 使用智能健身硬件人群每年健身开销



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

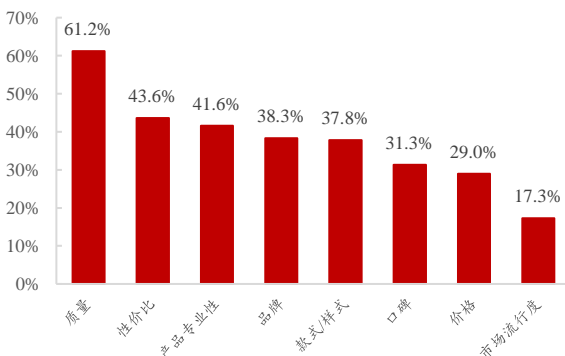
图21: 使用智能健身 APP/器材 VS 不使用健身人群健身时间对比



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

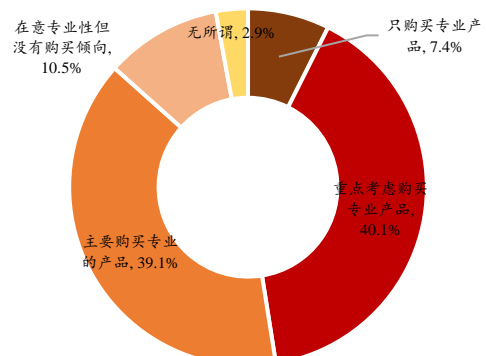
**健身精细化趋势凸显，专业产品备受青睐。**在满足了基本的运动需求后，力量、心肺、塑形等多种健身需求应运而生，健身器材市场亦逐步向专业化方向发展。据《中国年轻人运动发展白皮书》调查，我国42%的年轻人购买体育装备时会关注产品专业性，仅次于质量和性价比因素，87%的年轻人只购买/重点考虑/主要购买专业化产品。我们认为未来健身器材细分类目专业度消费心智的重要性将进一步提升，单品类深耕的品牌商有望以点带面，实现跨越式发展。

图22: 中国年轻人群购买体育装备关注因素占比 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图23: 中国年轻健身人群对健身设备专业性的态度



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

### 3 公司优势：精研产品深耕渠道，承接行业变革红利

#### 3.1 产品：应用场景丰富，拥抱智能浪潮

**六大场景全面布局，健身人群广泛触达。**据中国体育用品业联合会调查，随着健身渗透率提升，运动场景逐渐多元化，其中健身房仅位列第7。而不同场景下运动内容及器材选择侧重亦有所差异，如在室外公共场地主要进行关节活动锻炼、有氧运动锻炼等；商业健身房中跑步、力量训练较受欢迎；而家庭场景则主要使用小型健身器械、有氧健身器械等。舒华体育全面布局家庭健身、商用健身、全民健身、体能训练、老年健身和校园健身六大条线，致力于实现全场景、全人群覆盖。其中家庭健身为核心场景，2019年贡献健身器材营收占比超50%，商用场景占比亦逐年攀升，截至2019年可达20%。

图24：健身人群运动场景多元化

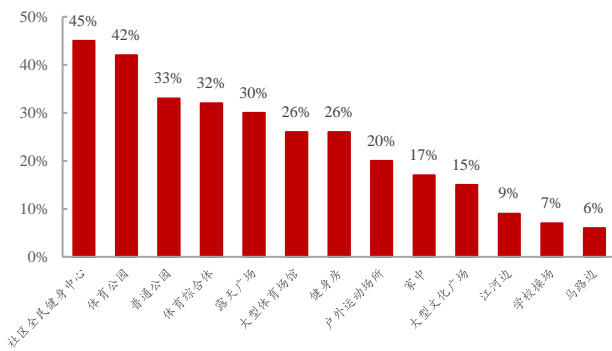
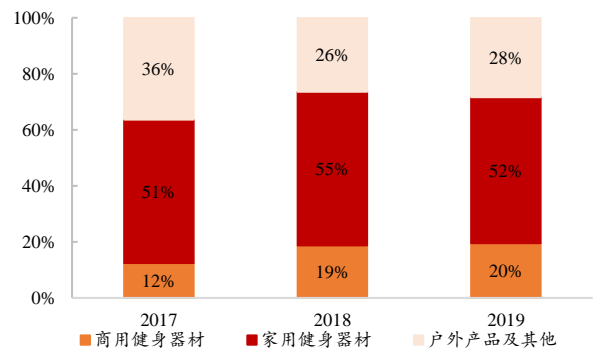


图25：公司健身器材商用场景营收占比逐渐提升



资料来源：中国体育用品业联合会，浙商证券研究所

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

表5：舒华体育覆盖六大健身场景

使用场景	图示	简介
家庭健身		健身器材业务的主要项目，销售收入占比超50%，提供有氧训练、力量训练、功能性与柔韧性训练和理疗按摩器材，包括跑步机、健身车、筋膜枪、哑铃和阻力带等。
商用健身		曾为莆田仙游部队、紫光集团办公大楼健身中心、重庆欧瑞精品酒店健身房等定制配置方案。
全民健身		为体育公园、全民健身中心、公共体育场等场所提供解决专业化、智能化方案。全民健身工程已有向室内发展的趋势，2020年至2022年末，公司累计承建了百姓健身房900余家。
体能训练		为国家队训练基地、军警训练中心和运动俱乐部提供专业的体能训练解决方案及相关器材、服务，速度与力量反馈系统能够记录运动数据并将其传输至APP，帮助教练和运动员优化训练目标。
老年健身		2020年开拓老年健身市场，推出跑步机、健身车和等速肌力训练器械等产品，帮助老年人进行心肺、肌肉力量、柔韧性等方面的训练，曾为华友智慧健身馆和云栖兰亭康养公寓提供老年健身解决方案。
校园体育		2020年涉足校园体育市场，为中国政法大学、西南大学、黄冈中学等学校提供科学教学方案和智慧管理平台，2022年9月，国常会发布贴息贷款政策，覆盖高校的设备购置和更新改造，中长期来看，这部分需求有望迎来释放。

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

**跑步机优势品类积淀深厚，横向对标大牌不落下风。**按产品分类，公司器材板块可分为室内健身器材和室外路径产品，其中室内器材包括跑步机、力量器械、健身车等；室外路径产品为设置在社区、公园等公共场合的运动器械，包括蹬力器、压腿器等。其中跑步机作为公司核心品类，目前已拥有 9119 系列（主打性价比）、E 系列、A 系列（主打外观）、X 系列（高端机型）、V 系列及 T 系列（商用）的多元矩阵，价格带覆盖两千-数万元区间，可充分满足不同人群健身需要。而以核心产品 X5 跑步机为例，在峰值马力、持续马力、跑带宽度等参数方面可对标进口品牌，公司自身产品品质已具备国际水准。

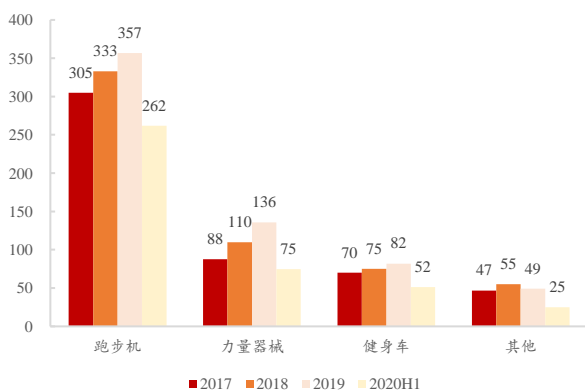
表6: 各品牌跑步机参数对比（力健及泰诺健天猫官旗无万元价格带跑步机，此处选取其相对低价款产品进行对比）

品牌	型号	图例	售价	持续马力	峰值马力	减震	跑带宽度	坡度	承重
国际	爱康	10421	10799	3.0CHP	4.3HP	FlexSelect 减震系统	51cm	0-12%坡度范围	136kg
	力健	F3-GC	36880	3.0CHP	6.0HP	FlexDeck 减震系统	51cm	0-12%坡度范围	159kg
	泰诺健	MyRun	38000	2.5CHP	6.6HP	自适应跑带回弹减震	50cm	0-12%坡度范围	140kg
英派斯	SIERRA-ONE303		10500	1.75CHP	2.5HP	D-FLEX 减震系统	50cm	0-12%坡度范围	125kg
国内	舒华体育	X5	11599	2.5CHP	5.0HP	SUT 全跑台减震系统	52cm	0-12%坡度范围	130kg
	舒华体育	V10	60089	4.0CHP	6.0HP	SUT 全跑台减震系统	58cm	-2%-18%坡度范围	181kg
	舒华体育	E7	4399	1.25CHP	2.5HP	6位缓冲柱减震	48cm	0-12%坡度范围	126kg
	舒华体育	A9	2499	1.25CHP	3.0HP	缓震囊+橡胶柱双重缓震结构	48cm	0-15%坡度范围	120kg

资料来源：各品牌天猫旗舰店，公司官网，浙商证券研究所

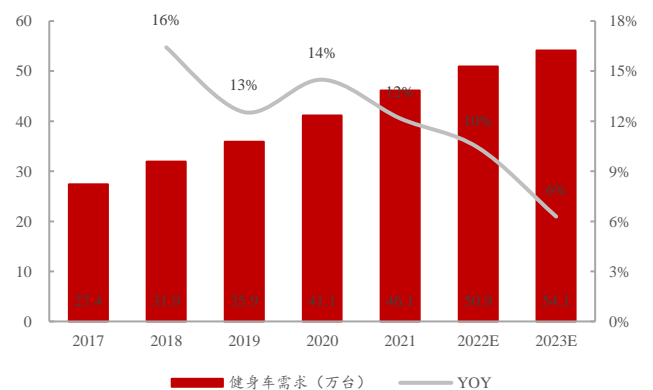
**多元化器材需求高增，车类产品加速跑出。**跑步机作为经典健身基础器械，奠定公司销售基本盘，据招股书披露，截至 20H1，跑步机贡献营收 2.62 亿元。占室内健身器材收入比例达 63%。而在健身需求多元化、专业化趋势下，器械市场上动感单车、椭圆机等品类销售占比进一步提升。根据中商情报网，2021 年中国市场健身车需求量达 46.1 万台，同比+12%，预计至 2023 年将提升至 54.1 万台，公司车类产品亦迎来销量增长黄金期。据公司年报，21 年公司在京东平台的动感单车、椭圆机等车类产品销量+78%，天猫平台健身车销量同比+39%。公司有望在夯实跑步机市场地位的同时，承接车类器材需求高增红利。

图26: 舒华体育室内健身器材细分项营收（百万元）



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图27: 近年来健身车终端需求增长较快



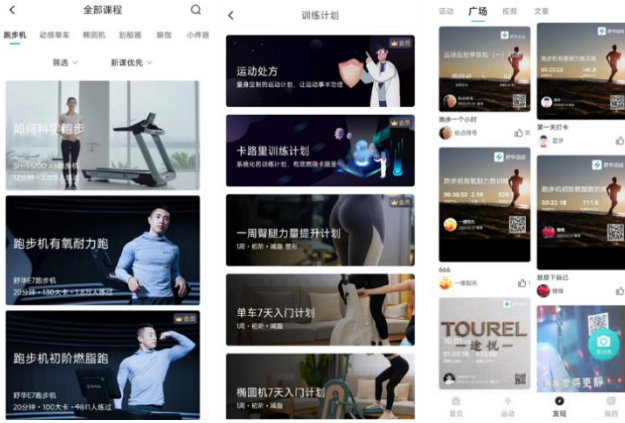
资料来源：中商情报网，浙商证券研究所

**前瞻布局智能器械，加码研发构建智慧运动版图。**2014 年公司便推出触屏智能跑步机，开启智能化发展，此后陆续推出力量速度反馈系统等对器械进行迭代，以满足用户高增的健身器材智能化需求。公司与北体、体育科学会运动医学分会及华为、西门子等科技企业深入合作，进一步构建全场景智慧运动体验。2019 年起公司推出华为生态圈系列跑步



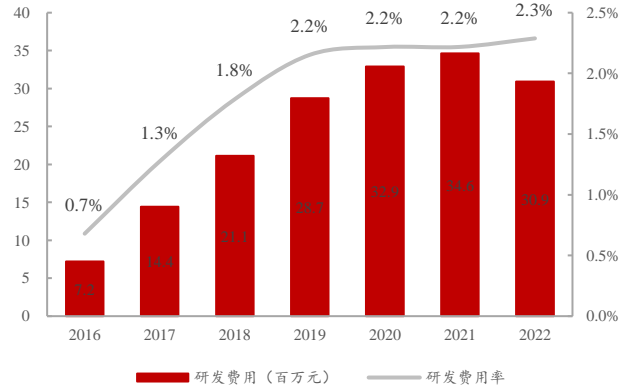
机，搭配使用华为/荣耀可穿戴设备，可将运动数据上传至云端进行分析记录。用户也可使用舒华自有 APP，实现健身过程的实时反馈。室外路径产品方面公司亦积极推进智能化变革，如郑州体育公园可实现对人流、运动情况、器材状态等数据的采集监控。近年来公司持续加码科技投入，研发费率由 2016 年的 0.7% 逐步提升至 22 年的 2.3%。

图28：舒华运动 APP 兼具课程、计划制定、社区交流功能



资料来源：舒华运动 APP，浙商证券研究所

图29：舒华体育研发费用率逐年提升

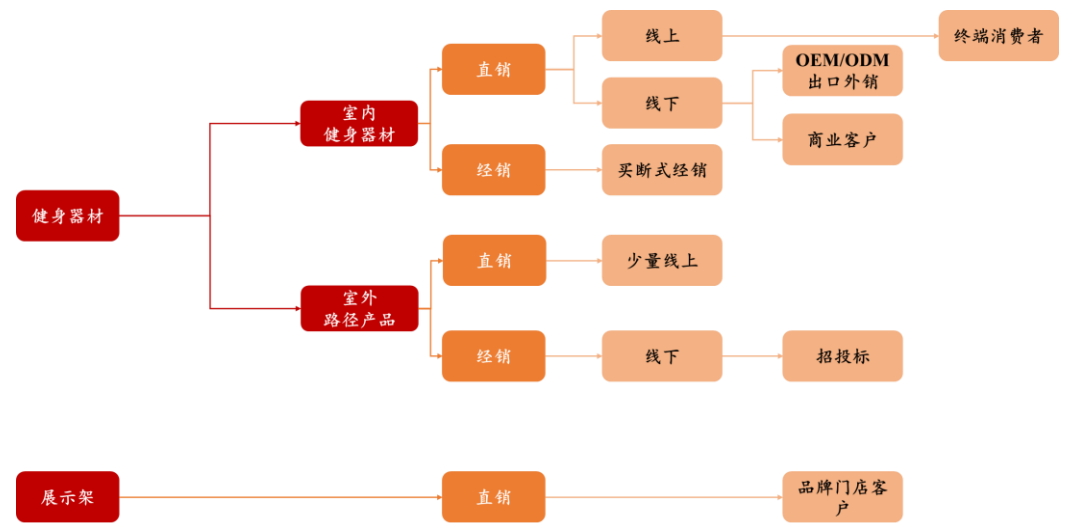


资料来源：wind，浙商证券研究所

### 3.2 渠道：贯通线上线下，把握电商风口

**锐意革新敢为人先，打造全渠道多元布局。**1998 年，公司开设线下专卖店经营健身器材，为行业首创；2009 年开启电商业务，同样成为业内首家线上线下同步销售的企业。历经 20 余年深耕，公司逐步打造了“线上+线下”、“直销+经销”的多元销售体系。截至 22 年底，公司合作经销商 240 余家，经销商以专卖店、购物中心店中店等多种形式覆盖各级市场。线上渠道公司以天猫、京东等平台为主，直接面向终端客群销售产品。此外公司已开启品牌国际化战略，在全球铺设自有品牌销售网络，截至 21 年底，公司已在亚非和南美等地区形成自有品牌渠道体系，业务覆盖欧美、中东、东南亚等 70 多个国家和地区。

图30：舒华体育销售模式概览

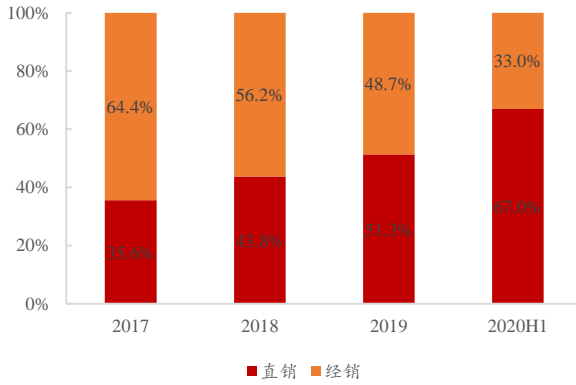


资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

**电商渠道拉动明显，健身器材直销比例逐年增加。**据公司招股书，早年公司室内健身器材主要以经销模式进行销售，其中 2017 年经销占比超 64%。伴随公司逐步加码商业客户及线上销售，直销占比逐步提升至 20H1 的 67%，其中受华为生态圈跑步机拉动等因素影

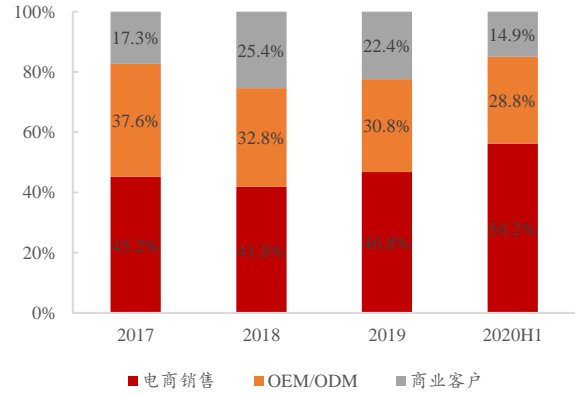
响，20H1 电商销售占直销比重已增至 56%。目前，公司已布局天猫及淘宝、京东、抖音等主流电商，并进一步发力下沉渠道，如 22H2 拼多多直营旗舰店销售额环比上半年实现倍数增长。公司核心品类如跑步机拥有数个定位差异化的系列产品，多电商平台的布局亦有助于实现多元目标客群的广泛触达。

图31：舒华体育室内健身器材直销/经销占比



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

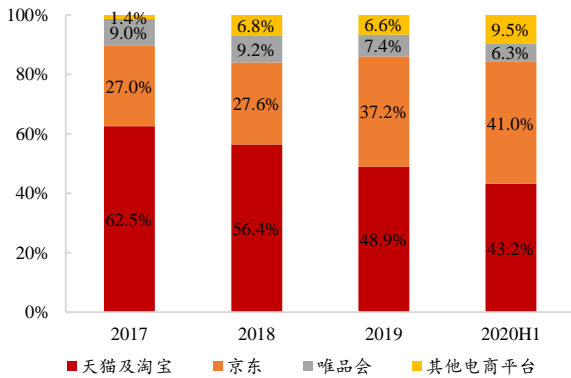
图32：舒华体育室内健身器材直销渠道细分



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

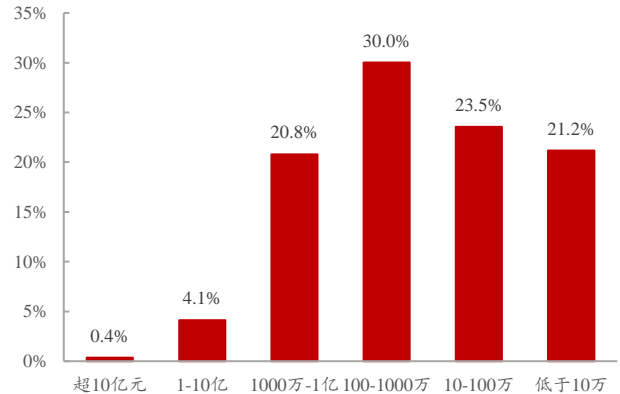
**京东电商占比走高，市场分化跑步机黄金赛道。**从电商销售内部结构来看，伴随京东“家电大件”心智夯实，其电商销售占比亦逐年提升，对应 2017-20H1 淘系占比由 63% 降至 43%，京东由 27% 增至 41%。据 ZION 研究，21 年全球健身器材线上销售占比 46%，电商化大势所趋。据浙江电子商务促进会，21 年京东仅 0.4% 的健身器材卖家年销售额超 10 亿元，4.1% 的卖家在 1 亿-10 亿元间，分化明显。而销售额过亿卖家中 58% 的店铺经营跑步机品类，其作为家用商用常备器材，价格多在两千至万元，远高于小型器材，相对容易跑出头部门户卖家。在行业电商化阶段，舒华作为以跑步机为核心品类的老牌国货，有望充分享受渠道变革红利。

图33：舒华体育室内健身器材电商渠道细分



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图34：2021 年京东健身器材卖家销售额分布



资料来源：浙江省电子商务促进会，浙商证券研究所

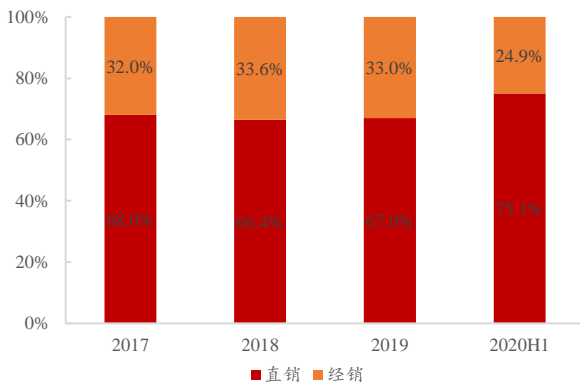
**打造全国服务网络，自有品牌扬帆出海。**线下渠道方面，历经 20 余年深耕，公司建立了遍布全国的营销服务网络，截至 22 年合作 240 余家经销商，其中 81 家核心菁英经销商可贡献 70% 的经销收入。公司当前于全国大中城市覆盖 1000 余个售后网点，并新打造全景体验式门店新模式，实现客群引流、促进产品销售。此外公司以东南亚市场为起点，逐步拓展海外业务，并积极发展以亚马逊为代表的跨境电商业务，品牌国际化战略正当其时。

## 4 业绩驱动：政企招标再拓业务版图，展架营收有望迎来回补

### 4.1 招标经验积淀深厚，乘政策东风加速跑出

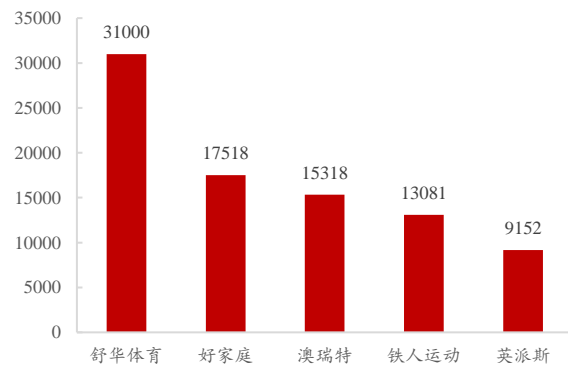
**招投标实战经验丰富，中标金额行业领先。**公司室外路径产品的主要客户是体育局、政府部门及企事业单位，截至 20H1 直销占比达 75%，公司多在下半年通过招投标的方式获取采购订单。20 余年室外路径产品招投标实战经验积淀中，公司通过各地方经销商与当地体育局及政府单位建立深厚合作关系，相关经验可进一步迁移到健身器材招投标领域。具体而言，招标的本质是在预算和产品及服务品质之间寻求平衡，舒华是国内中高端健身器材品牌代表，自身性价比优势突出，备受下游客户青睐，中标数量及金额常年行业领先。NSCC 数据显示，2020 年公司中标金额达 3.1 亿元，远高于第二名好家庭的 1.8 亿元。

图35：舒华体育室外路径产品直销/经销占比



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图36：2020年各企业中标数据（万元）



资料来源：北京国体世纪质量认证中心，浙商证券研究所

**全民健身政策东风，室外路径将迎确定性增长。**据《全民健身计划（2021-2025）》政策指引，至 2025 年我国将新建或改扩建 2000 个以上体育公园、全民健身中心、公共体育场馆等健身场地设施，补齐 5000 个以上乡镇（街道）全民健身场地器材。我们认为这部分全民健身场地建设需求将天然倾斜于国产器材供应商，且在疫情期间受静态管理影响，预计整体工程节奏有所放缓，疫后建设进度有望提速。舒华体育 2020 年至 22 年末累计承建了百姓健身房 900 余家，实际建设与招投标经验丰富，看好公司未来持续中标相关项目，驱动室外健身路径业务营收增长。

表7：舒华体育 2023 年以来部分室外健身路径类中标项目一览（不完全统计）

区域	中标时间	中标项目	器材需求	中标金额
运城市	23 年 1 月	平陆县卫生健康和体育局张店镇、张村镇全民健身中心体育器材购置项目	上肢牵引器、二位单杠等	39.5 万元
黔南州	23 年 2 月	黔南州百姓室外健身房项目	智能深蹲训练器、拉伸训练架等	157.1 万元
合肥市	23 年 2 月	某部医院器材采购项目	/	50.0 万元
无为市	23 年 2 月	无为市百姓健身房健身设备采购项目	/	49.5 万元
四平市	23 年 3 月	梨树县文广旅局健身路径采购项目	二位太极揉推轮、三位扭腰器	21.2 万元
长兴县	23 年 3 月	2023 年长兴县智能二代健身路径采购项目	智能划船器等	64.5 万元
蚌埠市	23 年 3 月	2023 年快乐健身暖心体育器材采购	/	218.0 万元
呼伦贝尔市	23 年 3 月	呼伦贝尔市体育局体育设备采购项目	智能太极揉推轮等	188.7 万元
北京市	23 年 3 月	通州区体育局 2023 年零散健身器材安装项目	二位太空漫步机、拉伸训练架等	89.7 万元
遵义市	23 年 3 月	遵义市教体局百姓室外健身房建设项目	卧式健身车、踢腿训练器等	317.8 万元

资料来源：各级政府采购网，各区域公共资源交易中心官网，浙商证券研究所

**设备更新需求旺盛，健身器材发力全渠道布局。**近年来伴随军警训练专业化变革、高校体育设备贴息政策落地、叠加全民健身计划政策指引，全国军警、企事业单位、高校健身设备更新需求旺盛。舒华作为奥运 IP 背书的国产健身品牌，有望充分受益于这一轮健身设备国产化更新大潮。截至 2019 年，舒华已为上千家军警单位配套专业健身房，22 年公司积极参与军民融合招投标项目，全国军警司系统项目储备量同比增长超 35%；此外公司亦持续加强企事业单位系统项目转化、依托高校贴息政策，与清华大学、江西科技师范大学等几十个院校达成合作。通过对细分市场的差异化梳理和解决方案提供，公司逐步构建起“To C+To B+To G”的全渠道布局，实现重点客群多元化拓展。

表8: 公司可对不同器材类招投标项目提供差异化解决方案

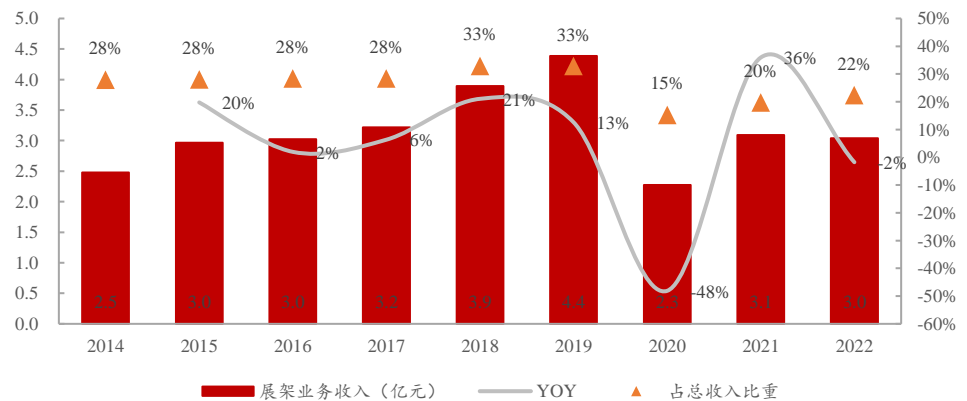
场景	需求	设备方案举例
军警健身训练	对应自身军事体能弱项，进行强化训练	针对越野跑，使用跑步机、椭圆机、划船器锻炼人体心肺功能；针对武装泅渡，使用史密斯机激活核心、臀部力量；针对投掷榴弹项目，使用肱二头肌弯举训练器，增强手臂力量。
企事业单位	因地制宜地合理利用面积，根据企业工作性质配置器材	针对“久坐一族”设计放松拉伸健身器材，可对脊椎和背部神经进行拉伸。
校园体育健身	根据不同学校、学生身体发展阶段等情况，合理配置体育解决方案	针对校园体育教学管理，将智能健身器材、智能设备、软件系统互联，实现可视化教学跟踪及后台数据管理。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 4.2 实体门店疫后修复在即，深耕客户展架弹性凸显

**疫情冲击营收承压，展架业务仍未恢复 19 年水准。**公司除健身器材外另一大业务为展示架，主要用于终端实体门店传递产品信息，并宣传品牌形象。展示架的定制化需求较高，不同客户营销策略、强调要素较为差异化，因此要求展架制造企业具备大规模制造交付能力及相当的设计能力。2014-2019 年公司展架业务收入以 12% 的年复合增速稳健增长，至 19 年贡献营收 4.4 亿元，占总营收比重为 33%。20 年受疫情影响，终端门店拓店及产品上新放缓，公司展架业务受冲击明显，收入占比降至 15%。随后伴随防控环境趋缓，展架收入有所回升，截至 22 年，实现营收 3.0 亿元，占比 22%，但仍未恢复至疫情前水准。

图37: 公司历年展架业务收入情况

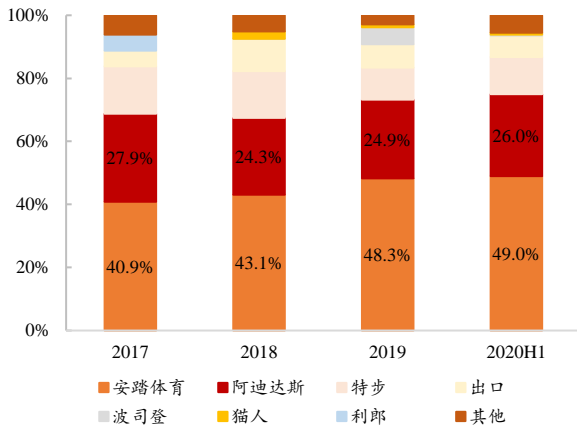


资料来源：公司招股书，公司公告，浙商证券研究所

**深度绑定下游客户，疫后修复业绩可期。**依托自身优秀的制造及体育设计能力，公司与安踏、阿迪达斯、特步等品牌保持多年合作关系，其中安踏掌门丁氏兄弟为公司第二大股东，截至 20H1，安踏可贡献公司 49% 的展架收入，下游大客户深度绑定。此外近年公司亦积极拓展猫人、波司登等新客户，降低单一品牌方依赖度。据安踏财报，疫情前安踏线下门店数量可保持稳健增长，20-21 年受疫情影响门店数小幅收窄，伴随管控政策逐步优

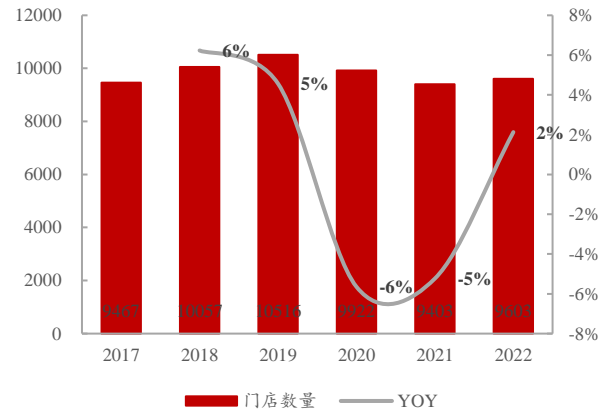
化，22年安踏门店数量终迎来企稳回升。伴随新冠疫情进入“乙类乙管”时代，下游终端门店数量及产品上新速度迎来修复，展架需求也将恢复增长，有望贡献确定性业绩增量。

图38：公司展架业务客户贡献占比



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图39：安踏线下门店数量（统计安踏店+安踏儿童店）

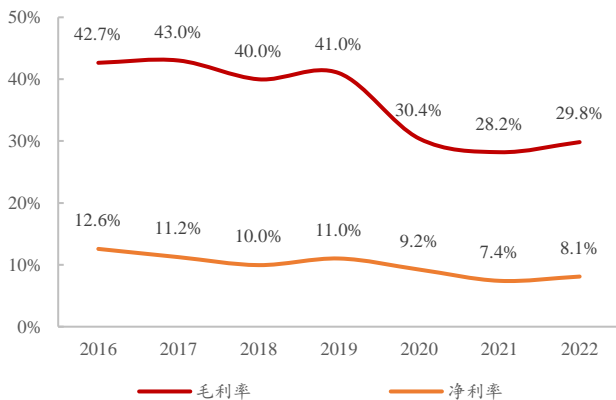


资料来源：安踏体育公司财报，浙商证券研究所

## 5 财务分析：盈利能力修复在即，库存周转拐点将至

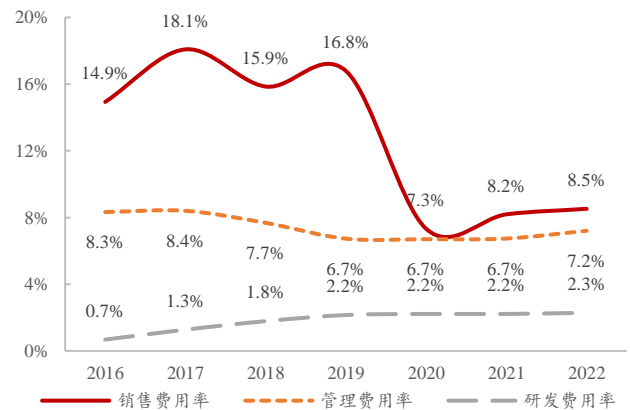
**毛利率净利率企稳回升，销售研发费用率小幅上行。**2020年前，公司整体盈利能力较为稳定，20年公司进行会计准则调整，将原本在销售费用中核算的平台使用费、综合服务费等，调整至主营业务成本，叠加疫情冲击、原材料涨价等因素，公司毛利率净利率下降明显。2022年公司毛利率/净利率分别为29.8%/8.1%，同比+1.6pp/0.7pp，迎来企稳回升。费用率方面，受会计准则调整影响，20年销售费用率下降较大，此后伴随公司电商平台等C端业务拓展推进，销售费率小幅提升，此外公司近年来智能化设备研发投入明显，研发费率呈上行趋势。

图40：舒华体育近年来毛利率和净利率水平



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图41：舒华体育近年来各项费用率水平

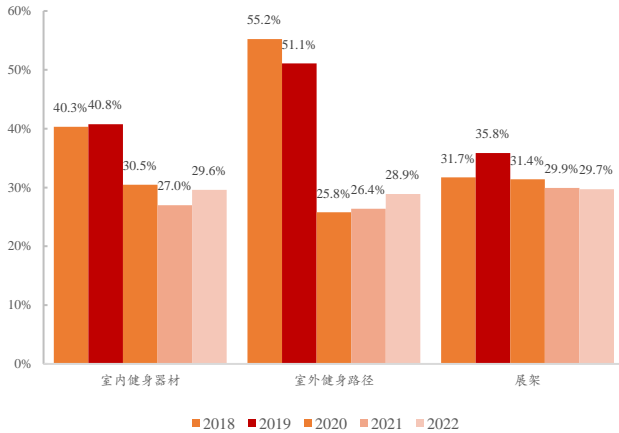


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**健身器材毛利率有所回升，看好盈利能力持续修复。**按业务看，2021年公司室内健身器材毛利率受原材料涨价等因素影响有所承压，22年修复明显，同比+2.6pp。公司室外健身路径业务主要面向政府采购，伴随自身生产效率提升和规模效应显现，毛利率呈现逐年上行趋势。展架业务受终端客户拓店及采购节奏影响，近三年持续承压。按渠道看，受电商平台流量投放等因素影响，公司直销毛利率近年来小幅下降；公司经销渠道多年深耕，

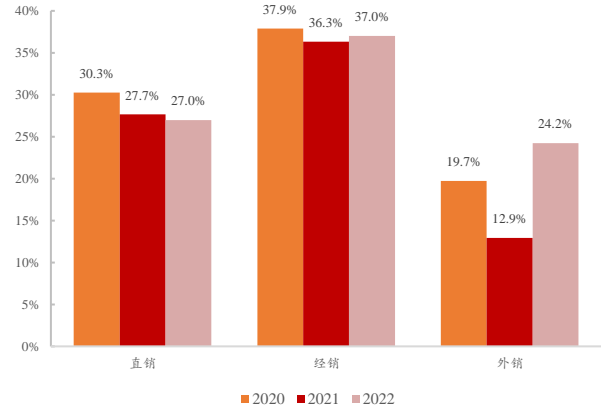
商业模式运营较为成熟，毛利率整体稳定；外销渠道 22 年毛利率提升明显，公司海外业务亦逐步从 OEM/ODM 向自有品牌转型。

图42: 舒华体育各主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

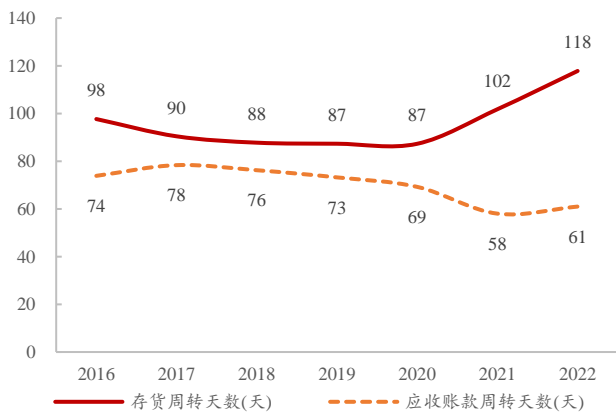
图43: 舒华体育各销售渠道毛利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

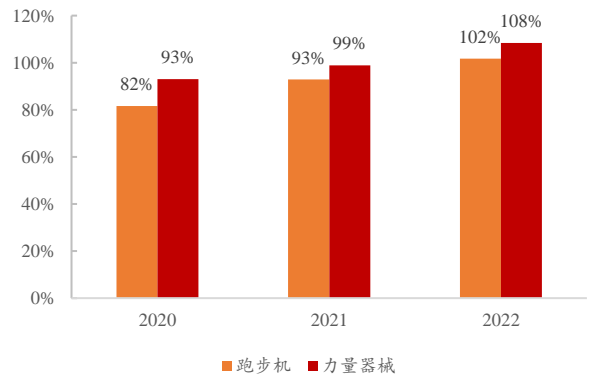
**疫情影响存货周转放缓, 产销率控制良好有望迎来优化。**运营角度来看, 公司自身渠道积淀较为深厚, 叠加线上电商平台增长明显, 应收账款周转天数由 2017 年的 78 天逐步下降至 2022 年的 61 天, 终端回款良好, 整体经营稳健。与此同时, 受新冠疫情影响, 公司近年来存货周转速度放缓, 对应存货周转天数由 2020 年的 87 天上升至 2022 年的 118 天。公司近年来积极优化产销结构, 推动库存去化, 跑步机/力量器械产销率由 2020 年的 82%/93% 提升至 2022 年的 102%/108%, 预计伴随疫后健身行业及出口回暖, 公司存货周转将迎来提速。

图44: 舒华体育存货周转天数和应收账款周转天数



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图45: 舒华体育健身器材产销率逐步优化



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测分析

#### (1) 收入端

**室内健身器材:** 当前我国处于健身人群低渗透高增长发展阶段, 市场空间广阔。相较于国际品牌, 公司健身器材兼具品类优势(跑步机为健身器材黄金赛道, 且性能不输大牌)+客群优势(两千元-万元价格区间适配家用健身群体), 有望进一步放量。此外公司产

品端智能化迭代升级+健身车类产品加速跑出、渠道端线上线下并举+发力军警系统及企事业单位、高校采购，多因素共振驱动营收稳健增长。22年受静态管理及疫情过峰等多因素影响，该部分业绩短暂承压，预计今年将迎来快速修复，此后亦有望保持中高速增长趋势，预计23-25年该部分业务同比增速为23%/18%/17%，对应营收为10.0/11.9/13.8亿元。

**室外健身路径：**公司该部分业务受政府采购规划影响明显，疫情期间需求端受到一定冲击。我们认为，在《全民健身计划（2021-2025）》等文件指引之下，各地全面健身室外路径建设需求确定性较强，今年各地采购项目推进速度也将加快，公司作为招投标经验丰富的国产龙头，有望充分受益这一进程。与此同时据各级政府招标网站查询，公司23年以来中标项目储备丰富，进一步印证室外路径23年成长动能充沛，此后亦有望维持稳健增长。预计23-25年该部分业务同比增速为26%/10%/10%，对应营收为2.5/2.8/3.0亿元。

**展架业务：**公司该部分业务主要客户为安踏、特步等品牌线下门店，疫情期间门店拓展及产品上新节奏受冲击，对应公司展架业务收入较疫情前下降明显。伴随疫情乙类乙管时代到来，终端门店经营有望快速恢复，其中公司展架业务核心客户安踏体育线下门店数已迎来企稳回升，或可作为前瞻指标，我们预计公司展架业务今年将迎来明显修复，短期看预计可基本对标疫情前水平，中长期看公司展架业务深度合作下游大客户，设计制造交付能力出众，伴随疫情期间中小供应商出清，未来市场开拓有望持续推进，驱动业绩稳健增长。预计23-25年该部分业务同比增速为30%/15%/15%，对应营收为3.9/4.5/5.2亿元。

表9：舒华体育收入驱动因素拆分（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>总营业收入</b>	<b>1484.1</b>	<b>1562.0</b>	<b>1351.6</b>	<b>1687.0</b>	<b>1960.0</b>	<b>2262.3</b>
YOY	11.3%	5.3%	-13.5%	24.8%	16.2%	15.4%
整体毛利率	30.4%	28.2%	29.8%	30.5%	30.8%	31.1%
<b>主营业务收入小计</b>	<b>1456.5</b>	<b>1522.2</b>	<b>1324.1</b>	<b>1653.3</b>	<b>1920.8</b>	<b>2217.1</b>
YOY	11.3%	4.5%	-13.0%	24.9%	16.2%	15.4%
主营业务毛利率	29.8%	27.5%	29.5%	30.2%	30.5%	30.9%
<b>室内健身器材</b>	<b>962.5</b>	<b>970.7</b>	<b>818.4</b>	<b>1004.9</b>	<b>1188.3</b>	<b>1389.9</b>
YOY	54.4%	0.9%	-15.7%	22.8%	18.3%	17.0%
占主营业务收入比重	66.1%	63.8%	61.8%	60.8%	61.9%	62.7%
毛利率	30.5%	27.0%	29.6%	30.0%	30.5%	31.0%
<b>室外健身路径</b>	<b>266.5</b>	<b>242.2</b>	<b>201.9</b>	<b>253.5</b>	<b>278.3</b>	<b>304.8</b>
YOY	8.1%	-9.1%	-16.7%	25.6%	9.8%	9.5%
占主营业务收入比重	18.3%	15.9%	15.2%	15.3%	14.5%	13.7%
毛利率	25.8%	26.4%	28.9%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>展架业务</b>	<b>227.5</b>	<b>309.3</b>	<b>303.8</b>	<b>394.9</b>	<b>454.2</b>	<b>522.3</b>
YOY	-48.1%	35.9%	-1.8%	30.0%	15.0%	15.0%
占主营业务收入比重	15.6%	20.3%	22.9%	23.9%	23.6%	23.6%
毛利率	31.4%	29.9%	29.7%	31.0%	31.0%	31.0%
<b>其他业务</b>	<b>27.5</b>	<b>39.8</b>	<b>27.5</b>	<b>33.7</b>	<b>39.2</b>	<b>45.2</b>
YOY	8.6%	44.5%	-30.8%	22.6%	16.2%	15.4%
占总收入比重	1.9%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	64.4%	55.4%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**(2) 成本端：**一方面伴随疫情防控趋缓，钢材等原材料价格将基本企稳，公司生产端规模效应将进一步凸显。另一方面分板块来看，公司室内健身器材业务受益产品迭代和商用市场拓展，整体客单价有望逐步提升，带动毛利率上行；室外路径业务政府采购产品同样呈现智能化、专业化趋势，由基础的单杠、拉伸训练架向智能划船机等设备发展，预计整体毛利率有望小幅提升；展架业务与品牌方合作历史较长，预计毛利率有望基本恢复至疫情前水准并整体保持稳定。综上，预计公司 23-25 年整体毛利率为 30.5%/30.8%/31.1%。

**(3) 费用端：**公司近年来持续开拓健身器材线上电商销售渠道，中短期市场投放将保持上行趋势，预计 23-25 年销售费用率为 8.60%/8.65%/8.70%。此外运营角度来看，公司终端回款加快，积极推进库存去化，管理效率有望逐步提升，预计 23-25 年管理费用率分别为 7.10%/6.90%/6.70%。产品方面，公司积极拥抱智能化浪潮，器材迭代提速驱动研发端持续加码，预计 23-25 年研发费用率为 2.60%/2.75%/2.90%。

综上，预计公司 2023-25 年营收为 16.9/19.6/22.6 亿元，同比+25%/16%/15%。归母净利润为 1.4/1.7/2.1 亿元，同比+27%/23%/21%。

## 6.2 估值分析及投资建议

受限于 A 股健身器材同业盈利预测数据可得性，我们选取户外运动相关公司及台股健身器材公司进行对比：牧高笛为国内露营装备龙头，在扎实的制造基础上，把握“精致露营”发展趋势，持续提升产品品质及调性，wind 一致预期下 23 年 PE 为 20X；探路者产品涵盖户外服装、功能鞋和户外装备等系列，拥有极地科考等国家级背书，受益于户外行业增长，业绩提升可期，wind 一致预期下 23 年 PE 为 63X；泰诺健为意大利著名健身器材品牌，为多届奥运会官方合作供应商，在全球拥有 14 家分公司，遍布欧美亚澳各大洲，产品力渠道力积淀深厚，彭博一致预期下 23 年 PE 为 22X。

舒华体育产品端覆盖六大健身场景，专业化优势突出；渠道端线上线下深耕多年，奥运 IP 赋能，积极构建“To C+To B+To G”全面布局；受益于体育政策催化红利+健身器材需求高增，叠加自身招投标经验丰富，有望承接行业高景气需求。预计 2023-25 年公司归母净利润分别为 1.4/1.7/2.1 亿元，同比增长 27%/23%/21%，当前市值下对应 PE 为 35/29/24 倍。

表10：可比公司盈利预测及估值（亿元，其中泰诺健货币单位为欧元）

股票代码	公司	市值	归母净利润				归母净利润 YOY				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
605299.SH	舒华体育	49	1.09	1.39	1.71	2.06	-5%	27%	23%	21%	44.7	35.2	28.7	23.7
603908.SH	牧高笛	39	1.40	1.99	2.63		78%	42%	32%		27.8	19.5	14.8	
300005.SZ	探路者	68	0.56	1.08	1.48		3%	93%	37%		122.0	63.1	46.1	
TYGM	泰诺健	17	0.66	0.77	0.91	1.04	29%	16%	19%	14%	25.3	21.7	18.2	16.0
	平均										58.4	34.8	26.4	

资料来源：wind，彭博，浙商证券研究所（截至 23 年 4.21 日，其中泰诺健 23-25 年预测来自彭博，牧高笛 23-24 年、探路者 22-24 年预测来自 wind 一致预期）

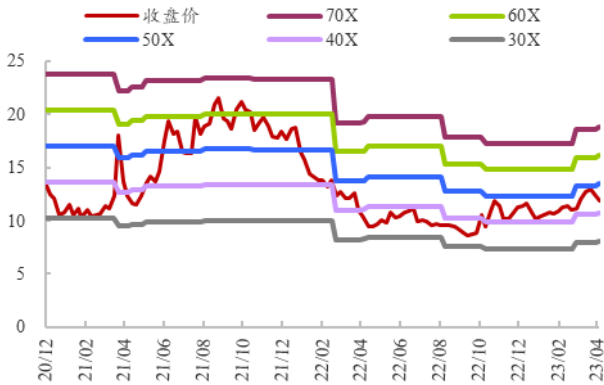
此外针对海外健身器材龙头泰诺健估值水平明显低于舒华体育这一现象，我们进一步复盘两家公司历史估值水平，如图 46-47 所示，舒华体育自上市以来多数时间估值水平大于 40X PE，历史高点触及 60X PE 以上，泰诺健历史估值水平多数时间低于 30X PE。即历史数据显示，舒华体育较泰诺健享有一定的估值溢价，其主要原因或包括：1) A 股与意大利交易所整体流动性及估值体系存在差异；2) 欧美健身器材市场已发展相对成熟，家用及商用终端需求增量有限，品牌端格局已较为稳定；而中国健身市场正处于低渗透高增长阶段。



段，品牌端呈现“国际大牌主导，国产品牌迎头赶上”趋势，未来需求规模及品牌市占率弹性想象空间较大。

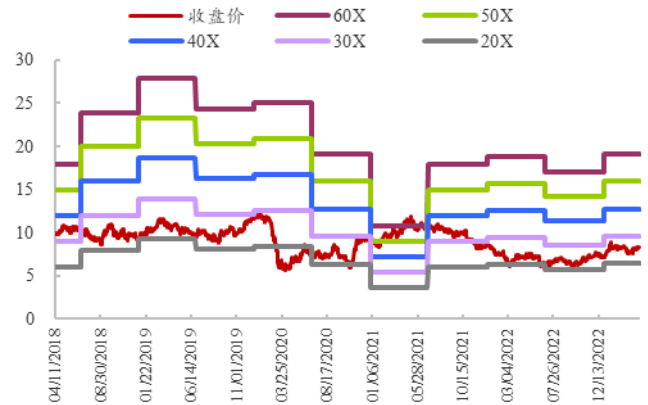
我们认为公司产品智能化属性明显，且在以代工起家的中国健身器材行业中已率先跑出自有品牌影响力，为A股稀缺成长性与确定性兼具的健身器材品牌商，在政策支持引导+国产健身器材迎头赶上的历史背景下，其当前估值水平横向看较国际龙头可享有一定溢价，纵向看对比自身历史估值亦处于相对低位，首次覆盖，给予“买入”评级。

图46：舒华体育 PE band（纵轴单位：元）



资料来源：wind，浙商证券研究所（截至23.4.21收盘）

图47：泰诺健 PE band（纵轴单位：欧元）



资料来源：彭博，浙商证券研究所（截至23.4.21收盘）

## 7 风险提示

### 1) 行业竞争加剧;

健身器材目前国际品牌主导，国产品牌迎头赶上，或处于竞争格局变革阶段，若行业竞争加剧，发生价格战等事件，或对公司业绩造成一定影响。

### 2) 渠道拓展及新品推广不及预期;

公司渠道端深化“To C+To B+To G”全面布局，产品端积极推进智能化迭代，若未来渠道拓展受阻、新品销售不及预期，将对公司业绩造成影响。

### 3) 产业政策落地不及预期;

全民健身、高校器材更新贴息等政策进一步催生相应采购、更新需求，若未来政策落地不及预期，需求端增量放缓，或将对公司业绩造成影响。

### 4) 钢材等原材料价格大幅上涨。

公司生产所需的主要原材料是钢材、马达、电控等，若未来主要原材料采购单价持续上涨，将会造成产品毛利的波动，进而影响公司的经营业绩。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	986.34	1287.92	1525.32	1866.67
现金	222.52	378.91	521.11	746.60
交易性金融资产	150.57	150.57	150.57	150.57
应收账款	236.52	290.88	316.39	366.91
其它应收款	41.63	59.90	66.37	75.54
预付账款	14.49	19.88	22.32	25.29
存货	277.98	337.45	393.35	452.37
其他	42.63	50.33	55.21	49.39
<b>非流动资产</b>	849.62	782.26	712.68	638.26
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	662.21	615.69	555.27	491.71
无形资产	96.13	89.08	81.88	75.23
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	91.28	77.49	75.54	71.32
<b>资产总计</b>	1835.96	2070.18	2238.01	2504.93
<b>流动负债</b>	468.89	556.02	552.40	612.23
短期借款	136.65	143.36	115.09	131.70
应付款项	158.30	224.59	243.92	279.60
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	173.94	188.07	193.40	200.93
<b>非流动负债</b>	79.00	75.22	76.07	76.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	79.00	75.22	76.07	76.76
<b>负债合计</b>	547.89	631.25	628.47	689.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1288.07	1438.93	1609.54	1815.93
<b>负债和股东权益</b>	1835.96	2070.18	2238.01	2504.93

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	213.70	137.72	157.44	187.93
净利润	109.44	138.94	170.60	206.40
折旧摊销	66.12	52.47	52.94	53.01
财务费用	3.16	2.69	(0.09)	(3.14)
投资损失	(6.02)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1.89	(10.90)	(25.43)	(23.41)
其它	39.12	(45.47)	(40.58)	(44.93)
<b>投资活动现金流</b>	(169.80)	4.36	12.37	17.64
资本支出	42.33	5.13	19.04	22.17
长期投资	0.45	3.25	(2.32)	0.46
其他	(212.58)	(4.03)	(4.35)	(4.98)
<b>筹资活动现金流</b>	(32.85)	14.32	(27.62)	19.92
短期借款	71.40	6.71	(28.27)	16.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(104.25)	7.61	0.66	3.30
<b>现金净增加额</b>	11.05	156.40	142.20	225.49

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1351.61	1687.02	1959.97	2262.32
营业成本	948.40	1171.91	1355.61	1557.71
营业税金及附加	14.68	21.35	24.48	27.15
营业费用	115.18	145.08	169.54	196.82
管理费用	97.36	119.78	135.24	152.71
研发费用	30.93	43.86	53.90	65.61
财务费用	3.16	2.69	(0.09)	(3.14)
资产减值损失	32.38	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	0.57	0.57	0.57	0.57
投资净收益	6.02	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	20.67	5.00	5.00	5.00
<b>营业利润</b>	136.79	177.93	216.86	261.03
营业外收支	(0.94)	(0.94)	(0.94)	(0.94)
<b>利润总额</b>	135.86	177.00	215.93	260.10
所得税	26.42	38.06	45.33	53.70
<b>净利润</b>	109.44	138.94	170.60	206.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	109.44	138.94	170.60	206.40
EBITDA	205.47	232.15	268.78	309.97
EPS (最新摊薄)	0.27	0.34	0.41	0.50

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-13.47%	24.82%	16.18%	15.43%
营业利润	-9.56%	30.08%	21.88%	20.37%
归属母公司净利润	-5.49%	26.95%	22.79%	20.98%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.83%	30.53%	30.83%	31.15%
净利率	8.10%	8.24%	8.70%	9.12%
ROE	8.51%	10.19%	11.19%	12.05%
ROIC	7.80%	8.88%	9.84%	10.42%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.84%	30.49%	28.08%	27.51%
净负债比率	25.55%	22.98%	18.67%	19.47%
流动比率	2.10	2.32	2.76	3.05
速动比率	1.51	1.71	2.05	2.31
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.74	0.86	0.91	0.95
应收账款周转率	5.90	6.79	6.64	6.65
应付账款周转率	5.25	6.12	5.79	5.95
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.27	0.34	0.41	0.50
每股经营现金	0.52	0.33	0.38	0.46
每股净资产	3.13	3.50	3.91	4.41
<b>估值比率</b>				
P/E	44.67	35.19	28.66	23.69
P/B	3.80	3.40	3.04	2.69
EV/EBITDA	22.15	19.42	16.15	13.33

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>