

水晶股份(834131) 多渠道布局，不断提高品牌影响力

基本数据

2016年12月2日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	3020
流通股本(万股)	200
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	0.95
PB(倍)	

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	57.42	48.63	53.49	61.52	75.05
净利润(百万元)	1.45	0.16	2.35	2.73	3.35
毛利率(%)	28.44	36.2	36.21	36.53	37.51
净利率(%)	2.52	0.33	4.39	4.43	4.47
ROE(%)	23.48	1.45	10.86	12.38	14.81
EPS(元)	0.09	0.01	0.12	0.13	0.17

投资评级：买入(首次)

专注于健身器材领域。杭州水晶运动机械股份有限公司，公司成立于2006，主要致力于健身器材产品的生产、研发及销售。公司拥有9项专利和3项计算机软件著作权，公司通过了国家技术标准认证、测量管理体系认证。

发展目标明确，未来市场空间可期。企业以为用户创造价值从而达到双赢为目标不断的创新和发展，在国内利用多家网络电商平台例如：淘宝、京东等国际性电商进行销售。国内健身器材市场还处于发展阶段，需求正在逐渐增长，产品销售市场覆盖中国、美国、欧洲、澳大利亚、日本等国家。

公司重视技术升级，提升业内竞争力。目前国内外生产健身器材企业数量较多，市场竞争趋于激烈，水晶股份产品出口的国家 and 地区对进口的体育用品设置了包括技术、标准、环保、知识产权以及社会责任等壁垒，同时水晶股份在国内市场开拓过程中也遇到国内同行业企业的竞争，水晶股份面临较大的市场竞争风险。因此水晶股份加强了技术的升级，设备的更新，提升产品的质量，加强产品研发的创新能力和领先同级别的企业。

盈利预测

预测公司2016~2018年归属于上市公司股东的净利润分别为0.024亿元、0.027亿元、0.034亿元，每股收益分别为0.12元、0.13元、0.17元。

风险提示

市场竞争的风险；市场推广的风险；人才流失的风险。

研究员 周川南

zhouchuannan@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 实施“境外+境内，线上+线下”的战略布局.....	1
■ 政策助力发展，低端环节竞争激烈	3
■ 深耕行业，注重产业化发展	4
■ 营收小幅增长，自主品牌战略全面启动	6
■ 盈利预测	7

图表目录

图表 1 公司资产负债率情况.....	1
图表 2 公司主要产品占比情况.....	2
图表 3 公司主要产品展示.....	2
图表 4 2016-2020 年中国健身器材市场规模预测	3
图表 5 健身器材主要分类.....	4
图表 6 公司生产经营环节.....	5
图表 7 公司主要合作品牌.....	5
图表 8 公司财务情况.....	6
图表 9 公司盈利能力情况.....	6
图表 10 盈利预测.....	7

■ 风险分析

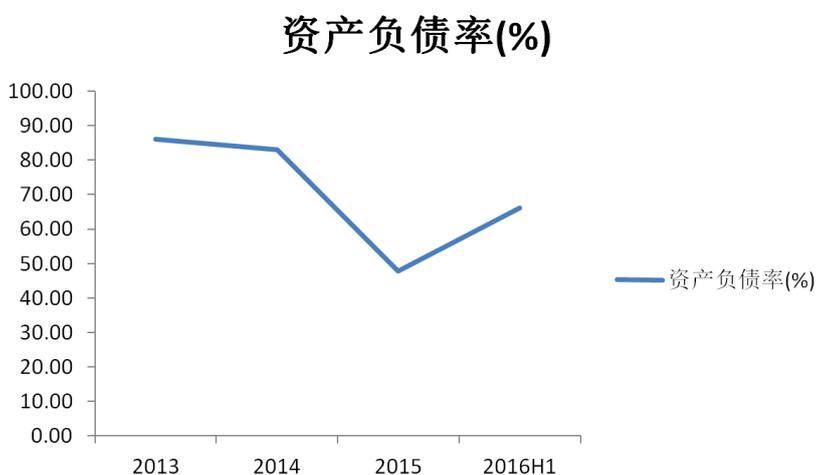
● 与实际控制人相关分析

公司实际控制人为卢水晶、顾水英、卢毅，三人为杭州雅迪龙实业有限公司股东，间接持有公司 72.088% 的股份。上述三人已签订了《一致行动人协议》，且在公司历次股东会、董事会决议中均作出一致表决意见，为公司的实际控制人，通过杭州雅迪龙实业有限公司间接控股本公司。报告期内无股权质押情况。

● 与财务相关分析

公司日常经营过程中对资金的需求较大。除经营活动产生的现金外，公司大部分经营性资金主要靠商业信用和银行贷款解决，导致公司资产负债率较高。

图表 1 公司资产负债率情况



资料来源：choice

● 与业务相关分析

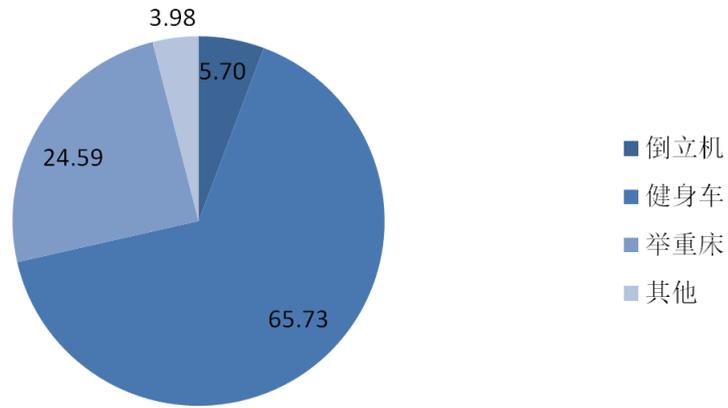
2015 年以来，国内健身器材行业开始升温，公司的自主品牌——杭州水晶运动系列产品的销售情况逐渐改善，公司业绩不断攀升，但是自主品牌的产品容易被同行业模仿，和手机应用软件、新能源、体感游戏结合的技术都是依靠外包团队完成，竞争优势并不能长期保持。公司将积极加大科研投入，收购外包团队，全方位的提高产品和服务质量，建立自己的品牌效应。

■ 实施“境外+境内，线上+线下”的战略布局

杭州水晶运动机械股份有限公司，成立于 2006 年 3 月。公司是一家集运动健身器材的研发、生产、销售和服务为一体的机械制造企业，水晶股份主营业务定位于家用及商用体育用品（体育健身器材）的设计、生产、销售与服务。专注于生产适用于大、中、小型专业健身俱乐部的健身器材，包括氧器材、力量器械、综合训练训练器材，主要有动感单车、举重床、倒立机等产品。

图表 2 公司主要产品占比情况

主要产品占比 (%)



资料来源: choice

公司传统优势渠道为境外线下渠道，包括跨国大型零售商、运动品牌等，主要采取 B2B “以销定产”的模式，通过渠道介绍、产品展会、网络推广等多管齐下的营销渠道来获取业务合同并由此取得商品销售收入、利润和现金流。

2008 年起，公司开始积极布局境内境外线上渠道以及境内线下渠道，业务空间进一步打开。目前，公司天猫、京东电商直营店都取得较大的市场占有率，2015 年开通亚马逊跨境电商直营店已进入运营阶段，B2C 网络零售模式正式启动。同时，公司境内商超渠道也在快速推进，公司已初步完成“境外+境内，线上+线下”的全面布局，以“crystal”为主推的国内国际品牌全面启动。报告期内，公司的商业模式保持了原有的传统境外线下渠道 B2B “以销定产”模式外，开拓了境外线上 B2C 网络零售模式。

图表 3 公司主要产品展示





资料来源：公开转让说明书

政策助力发展，低端环节竞争激烈

国内起步晚，未来将迎持续发展

中国健身器材行业起步较晚，始于 20 世纪 80 年代末，中国加入 WTO 和成功申奥后，为健身器材行业的发展提供了有利条件和发展机遇，健身队伍的不断扩大大为健身器材生产商带来浓厚商机。随着生活水平的提高，人们的消费能力以及消费观念的不断改变，人们的健康意识也越来越强，人们的健身需求也日益增加，我国健身器材行业规模日益庞大，在市场方面，呈现出了国内外市场销售稳定提高的良好发展态势。

国务院‘46 号文’发布后，全国各地健身运动项目广泛开展，更多市民主动参与到健身运动中，这对健身器材行业发展起到极大的促进作用。健身器材目前需求不断增加，且正处于升级转型阶段，未来发展前景良好。2015 年我国健身器材市场规模约为 400 亿元，预测到 2020 年市场规模有望达到 640 亿元，未来五年复合增速约为 10%。

图表 4 2016-2020 年中国健身器材市场规模预测



资料来源：中国产业信息网

未来我国健身器材将朝三个方向发展，其一，标准化，当前我国健身器材的标准还不完善，今后将进入标准化生产阶段；其二，认证化，根据国际惯例，原带行政职能的审定将被第三方认证所替代，而目前我国健身器材的认证市场较为混乱，还未与国际接轨，未来认证化将会普遍推广；其三，智能化，智能健身器材将向用户推送健身计划、健身指导、健身提醒、社交等全方位健身服

务，大大提高健身过程的科学性、娱乐性和趣味性，市场需求会大幅增加。按照健身器材的等级来划分，主要分为三大类。具体如下：

图表 5 健身器材主要分类

分类	举例	基本介绍
低档健身器	跳绳、拉力器、哑铃	此类低档健身器性能单一，结构简单，使用方便，多在百元以内，而且也是大多数消费者家中必备的健身器材。
中档健身器	跑步机、健身车、划船器	这类健身器价格多为千元以下，结构比较复杂，某些性能也已达到较高水平，而且占地面积较小。
高档健身器	多功能跑步机	这类健身器具备跑步、划船、蹬车、旋转腰部、俯卧撑等多种功能，价格比较昂贵，大多在千元甚至万元以上，且占地面积较大。

资料来源：公开转让说明书

● 政策支持，加速行业发展

近年来国家相关部门对发展体育健身市场、开发体育竞赛和健美表演市场、发展健身器材业等体育产业进行了积极探索。

国家支持有条件的体育企业进入资本市场融资，通过发行债券、股票，以及项目融资、资产重组、股权置换等方式筹措发展资金。积极鼓励民间和境外资本投资体育产业，兴建体育设施。鼓励金融机构适应体育产业发展需要，开发新产品，开拓新业务。

国家相关部门正加紧制定完善相关支持政策，加大对健身器材制造企业的扶持力度，营造有利于中小企业发展的市场环境。鼓励和引导各类民间资本结合大众体育需求，发展“专、精、特、新”的中小型健身器材制造企业，这些利好政策都有利于体育用品制造业的快速发展。

当前中国体育用品制造企业在数量和规模上均呈现快速增长趋势。但近年来，受制于成本持续上涨、增长方式遇到瓶颈以及库存压力变大等内外部因素的影响，增速逐步放缓。随着我国经济水平的不断提升，劳动力成本的不断上扬，销售渠道的成本不断增加，同时又受国际经济环境、原材料价格增加、人民币升值、出口压力递增等因素的影响，体育用品制造业的竞争愈加激烈。

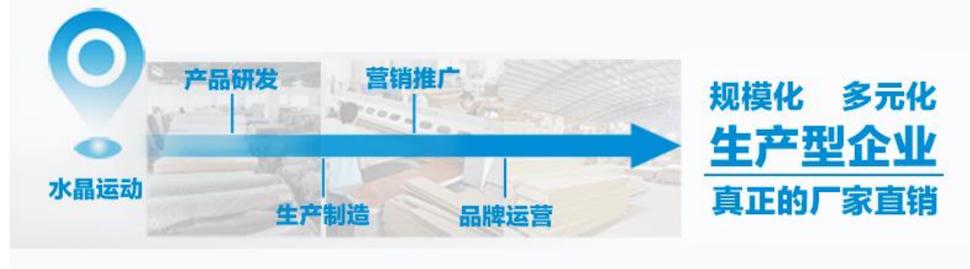
■ 深耕行业，注重产业化发展

● 产业链较为完善

公司主要从事健身器材的设计、生产、销售与服务。生产的各类健身器材深受广大喜爱，涵盖了从青少年到中老年的各个群体。销售是公司生产经营的核心环节，设计、研发、采购和生产环节均围绕销售展开。

公司有生产销售和售后服务为一体的较为完整的产业链条。首先由市场调研团队根据顾客的不同需求对产品进行定位，根据客户需要和市场需求不断对产品改造升级，保持产品的创新性与实用性，开发出适应客户个性化需求的多样化的健身器材。然后是产品研发团队进行相关技术及产品的研发，再由位于

浙江省杭州市桐庐县的厂家生产，通过中国进出口商品交易会、中国国际体育用品博览会等展会进行产品市场营销和推广，国内的销售业务以电子商务为主，国际销售业务主要以贴牌销售为主，返修率较低。在售后服务方面，在全国范围内可提供上门服务或相关零配件和安装视频。完善的产业链条有利于为顾客提供有针对性和个性化需求，建立长期供求关系。

图表 6 公司生产经营环节


资料来源：公司官网

- **与国内外众多企业建立良好合作关系，分销渠道广泛**

企业以为用户创造价值从而达到双赢为目标不断的创新和发展，公司和多家国内外长期合作企业，国内的合作的电商平台包括：淘宝、京东等。合作的供应商有桐庐富泰金属管业有限公司、浙江盛信万马铁塔有限公司、徐州市华成木业有限公司、富阳马铁厂、桐庐勇佳包装有限公司。国内长期客户有：上海依德工具有限公司，达普斯有限公司，国外的长期客户：HUPAINTERNATIONAL INC. (BODY FLEX INC.)，KYVAS INTERNATIONAL CO。国内健身器材市场还处于发展阶段，需求正在逐渐增长，产品销售市场覆盖中国、美国、欧洲、澳大利亚、日本等国家。

图表 7 公司主要合作品牌


资料来源：公司官网

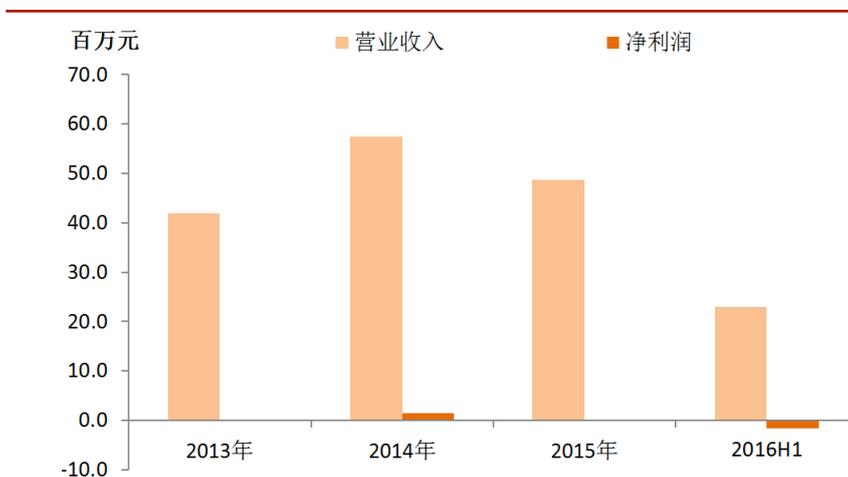
- **加大品牌推广**

公司拥有多项专利，并且在挖掘与开发国外优质客户、做好 OEM 的同时，加快了 OBM 的步伐。早在 2011 年，以“crystal 水晶”商标为主打的系列健身产品已开始筹备在线上线下销售，线上借用其他电商平台不断扩大市场占有率，线下不断进军企业、学校等单位打造个性化健身房。

未来公司从传统的销售模式转型升级到外销、内销同步前进的品牌运营模式，力争在 OBM 运作上有新的突破。

■ 营收小幅增长，自主品牌战略全面启动

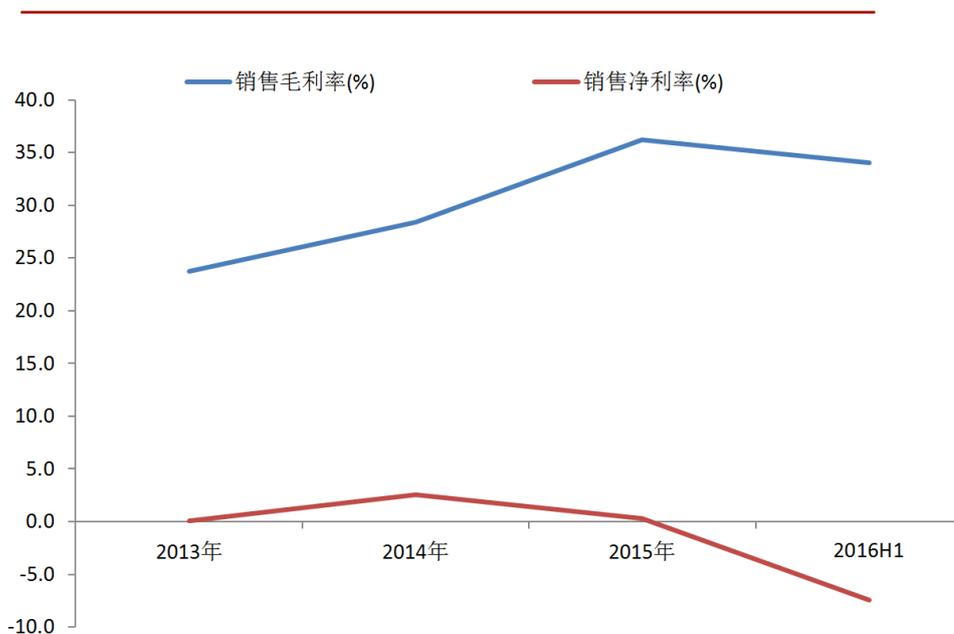
图表 8 公司财务情况



资料来源: choice

报告期内，公司实现营业收入 22,905,580.96 元，同比增长 4.12%，净利润 -1,705,625.33 元。截至报告期，公司总资产为 57,269,145.57 元，净资产为 19,379,970.64 元，资产负债率大幅下降。

图表 9 公司盈利能力情况



资料来源: choice

报告期内公司毛利率、净利率较 2015 年末有所下降。公司在市场定位、产

品结构、营销模式等方面做出积极调整，利用好各项资源更加注重产品创新、优质服务的提升。实现实体经营与资本运营有效结合，进一步增强核心竞争力。

公司积极布局境外线上渠道以及境内线下渠道，完善境内电商直销团队、境外跨境电商直销团队，亚马逊跨境电商直营店均已进入正式运营阶段，以“CRYSTAL”为主推的国内国际品牌全面启动。

■ 盈利预测

图表 10 盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	57.42	48.63	53.49	61.52	75.05
净利润(百万元)	1.45	0.16	2.35	2.73	3.35
毛利率(%)	28.44	36.2	36.21	36.53	37.51
净利率(%)	2.52	0.33	4.39	4.43	4.47
ROE(%)	23.48	1.45	10.86	12.38	14.81
EPS(元)	0.09	0.01	0.12	0.13	0.17

资料来源：梧桐公会，choice

预测公司 2016~2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 0.024 亿元、0.027 亿元、0.034 亿元，每股收益分别为 0.12 元、0.13 元、0.17 元。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。



梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

