

谨慎推荐（维持）

全场景发展，造就国内健身器材领先者

风险评级：中风险

舒华体育（605299）深度报告

2021年8月31日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

### 主要数据 2021年8月27日

收盘价(元) 19.63

总市值(亿元) 80.78

总股本(亿股) 4.11

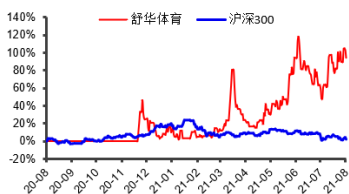
流通股本(亿股) 0.50

ROE(TTM) 11.51%

12月最高价(元) 22.36

12月最低价(元) 8.53

### 股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 相关报告

■ **我国健身产业近几年发展迅速。**在经济水平提升、互联网发展、科技进步、政策变化等因素下，国内健身行业不断重塑升级，进入新一轮蓬勃发展阶段，线上健身服务、居家健身服务等，以及与健身相关的智能设备和应用软件等兴起。健身行业上游主要包括健身器材、教练培训与课程研发，中游主要是线下健身中心、O2O服务平台和健身APP等，下游主要包括健身食品补给、运动鞋服、智能可穿戴设备等运动周边服务，以及信息查找、社交平台和数据管理等服务。国内健身行业产业链逐渐完善，分工不断细化。

■ **我国健身人口渗透率和健身器材渗透率仍较低。**根据三体云动统计，2020年我国大陆地区健身人口渗透率为5.02%，而同期美国和欧洲的健身人口渗透率分别为15.2%和8.1%，分别约为我国健身人口渗透率的3倍和1.6倍。健身器械方面，我国健身器材普及率较低，城镇家庭平均每百户中仅有4套健身器材，普及率尚不足5%，远低于欧美国家28%的健身器材普及率。过去十年间，受国内体育产业政策激励、消费者观念转变以及健身器材企业生产研发能力提高等因素影响，叠加国际健身器材行业发展的推动，国内健身器材市场发展潜力可观。

■ **公司竞争优势突出。**产品端，公司室内健身器材产品矩阵丰富，涵盖家用、商用、户外、按摩、健身小件等多个品类，旗下舒华、伯康品牌定位清晰；公司的室外路径业务与政府单位合作多年，有望在全民健身计划中受益；公司大力推行全场景解决方案，高度契合市场需求。渠道端，公司营销网络覆盖全国，健身器材经销商超过230家，线上门店超过20家；同时，公司海外项目已涉及德国、印度、越南、柬埔寨、日本等国家，未来将加强ODM业务发展，并加速推动自主品牌出海。

■ **投资建议：**预计公司2021年、2022年每股收益分别为0.38元和0.48元，对应估值分别为52倍和41倍。公司专注健身器材，辅以展架业务，历经20余年发展成为本土健身器材领先企业。公司注重研发，大力推行全场景解决方案；国内海外两手抓，在国内推行线上线下融合的新零售模式，同时在海外发展代工业务和自主品牌出海，实现业绩稳定增长。十四五规划期间，全民健身再度风起，有望推动公司加速发展，维持对公司的“谨慎推荐”评级。

■ **风险提示：**宏观环境变化风险；行业竞争加剧；原材料价格波动的风险；健身人口渗透率不及预期；劳动力成本上升的风险等。

## 目 录

1、公司系专业健身器材领军者	4
1.1 公司是健身器材和展示架的制造及销售商	4
1.2 盈利主要来源于健身器材	5
1.3 销售模式	5
1.4 2021 年盈利能力有所回升	7
1.5 股权结构	8
2、健身器材行业	9
2.1 国内健身器材行业规模波动增长	10
2.1.1 我国是健身器材制造大国	10
2.1.2 我国健身器材行业规模增加	10
2.2 健身人口渗透率提升，推动健身器材行业发展	11
2.2.1 我国健身人口渗透率仍较低	11
2.2.2 多方面因素推动健身行业上行	12
2.3 国内健身器材发展	14
2.3.1 政府政策推动健身器材发展	14
2.3.2 家用健身器材成功出圈	15
2.3.3 老年人健身器材有望突围	16
2.3.4 健身器材渠道从线下转向新零售模式	17
2.4 健身器材行业国内外竞争格局	17
3、展示架行业	19
3.1 展示架行业发展概况	19
3.2 展示架行业规模及竞争格局	20
4、公司竞争优势突出	21
4.1 产品优势	21
4.2 品牌优势	23
4.3 渠道优势	23
4.3.1 健身器材	23
4.3.2 展示架	25
4.4 技术与研发优势	25
5、投资建议	26
6、风险提示	26

## 插图目录

图 1：公司近几年营业收入构成（%）	5
图 2：公司近几年毛利构成（%）	5
图 3：公司近几年线上线下渠道收入占比（%）	6
图 4：公司近几年直销与经销渠道收入占比（%）	6
图 5：公司在各大电商平台营业收入（万元）	7
图 6：公司在各大电商平台收入占线上总收入比重（%）	7
图 7：公司近几年业绩（亿元）	7
图 8：公司近几年业绩同比增速（%）	7
图 9：公司近几年毛利率净利率（%）	8
图 10：公司近几年期间费用率（%）	8

图 11：2018 年全球健身器材行业区域竞争格局 .....	10
图 12：全球健身器材市场规模 .....	11
图 13：中国训练健身器材行业销售收入情况 .....	11
图 14：2020 年底中国与欧美健身会员渗透率（健身人口/总人口）对比 .....	11
图 15：中国居民人均可支配收入 .....	12
图 16：2020 年底国内主流城市健身会员渗透率 .....	12
图 17：全国居民人均医疗保健消费支出 .....	12
图 18：医疗保健占全国居民人均消费支出比重 .....	12
图 19：中国成年人 II 型糖尿病患病率逐渐提升 .....	13
图 20：中国居家健身市场规模快速增长 .....	15
图 21：居家健身运动模式 .....	16
图 22：2018 年国内不同年龄段人群健身比例 .....	17
图 23：我国老龄化趋势愈发严峻 .....	17
图 24：2017 年全球健身器材行业竞争格局 .....	18
图 25：中国健身器材行业竞争格局 .....	18
图 26：中国连锁零售企业各年末零售营业面积 .....	19
图 27：2018 年中国连锁百强企业销售规模和门店数量 .....	19
图 28：中国展示架市场规模稳定增长 .....	20
图 29：公司各项业务营业收入（亿元） .....	21
图 30：2020 年公司各项业务占比情况（%） .....	21
图 31：公司健身器材多场景解决方案 .....	22
图 32：公司海内外营收（亿元） .....	24
图 33：2020 年公司各地区收入占比（%） .....	24
图 34：公司项目案例 .....	24
图 35：公司研发支出及其营收占比情况 .....	25

## 表格目录

表 1：公司产品分类 .....	4
表 2：公司销售模式 .....	6
表 3：公司各类电商交易渠道收入确认方法和依据 .....	6
表 4：公司股权结构（截至 2021H1 末） .....	8
表 5：健身器材分类 .....	9
表 6：近年体育产业政策梳理 .....	13
表 7：国内外主要健身器材企业 .....	18
表 8：公司盈利预测简表（截至 2021 年 8 月 27 日） .....	27

## 1、公司系专业健身器材领军者

### 1.1 公司是健身器材和展示架的制造及销售商

公司主营业务为健身器材和展示架产品的研发、生产和销售。公司成立于1996年，2020年于上交所主板上市。公司健身器材包括室内健身器材、室外路径产品。公司已在福建晋江、泉州台商投资区及河南商丘设立生产基地，在上海和泉州设置两大运营中心。公司室内健身器材主要面向个人消费者及企事业单位客户进行销售，室外路径产品主要用于政府“全民健身路径工程”及企事业单位体育设施建设等项目。公司展架类产品的主要客户为阿迪达斯、安踏体育、特步等国内外知名品牌企业。

表 1：公司产品分类

产品分类		产品系列	产品图示	
健身器材	室内健身器材	跑步机		
		力量健身器械		
		健身车		
		倒立机		

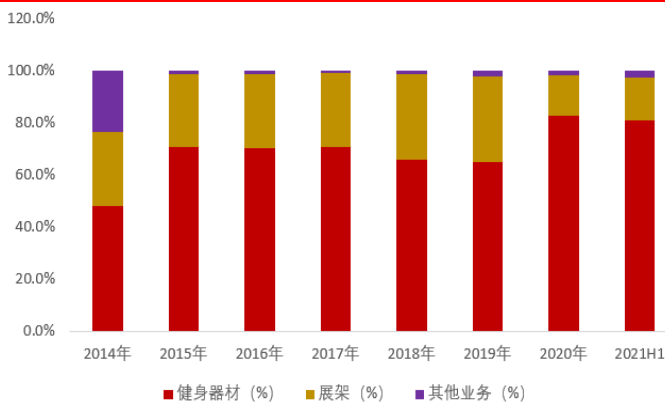
	<p>室外 路径 产品</p>	
<p>展示架</p>	<p>展示架类产品</p>	

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

## 1.2 盈利主要来源于健身器材

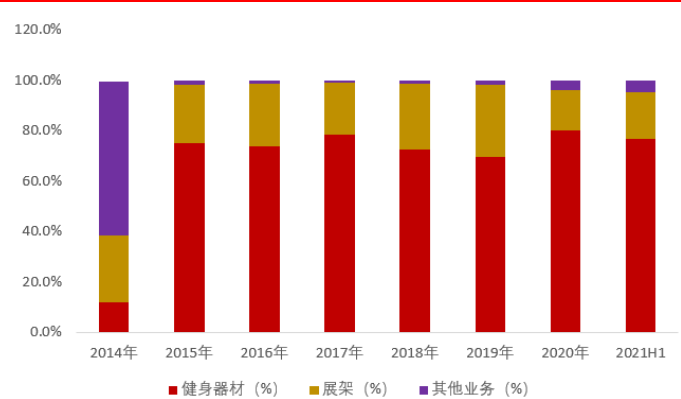
健身器材为公司贡献了主要盈利。疫情前 2018-2019 年，公司健身器材业务营收占比约为 65%，毛利占比 70%左右；展架营收占比约为 33%，毛利占比 26%-29%。2020 年，受疫情影响，展架业务营收有所下滑，营收占比下滑至 15%，毛利占比下滑至 15.7%；健身器材业务受益于出口量增长，营收占比提升至 83%，毛利占比提升至 80%。2021 年上半年，公司健身器材业务保持稳增，营收占比约为 81%，毛利占比约为 77%；展架业务有所回升，营收占比回升至 16%，毛利占比回升至 18%。健身器材为公司贡献了主要盈利，其中室内健身器材和室外健身路径 2020 年营收占比分别为 65%和 18%。

图 1：公司近几年营业收入构成（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：公司近几年毛利构成（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 1.3 销售模式

公司营销渠道覆盖线上线下，线下主要通过经销+直销模式销售。公司线上主要通过天猫及淘宝、京东等电商渠道，线下主要通过经销和直销模式销售。公司健身器材线上线下均有覆盖，其中室内健身器材终端客户主要为个人消费者及企事业单位及客户，主要通过直销和经销并重的销售模式；室外路径产品面向体育局、政府部门及企事业单位等



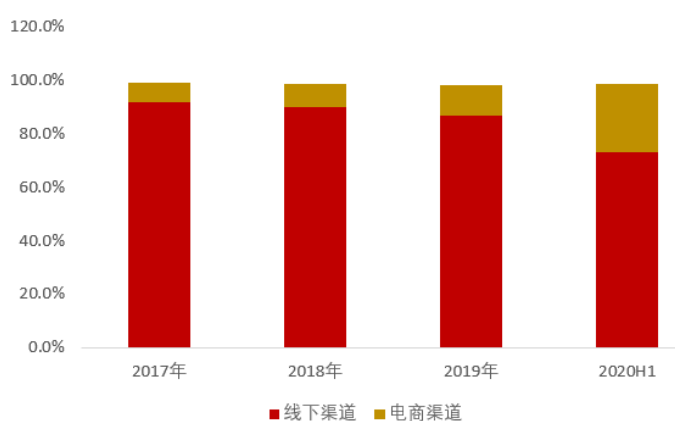
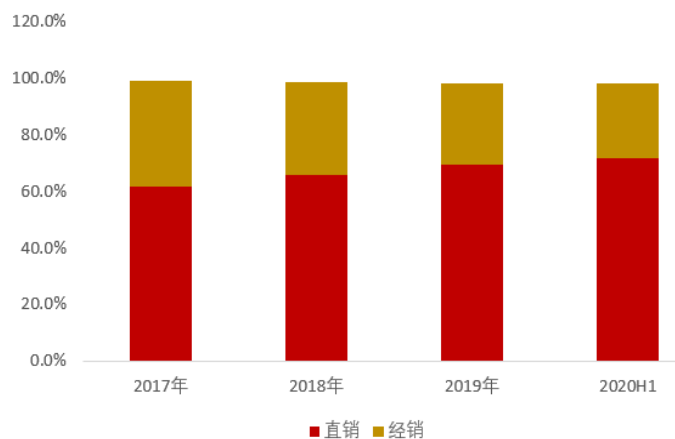
采购类客户，销售模式以直销为主、经销为辅。公司展示架主要通过线下直销的方式销售。

**表 2：公司销售模式**

主要产品		销售模式	线下渠道销售	电商渠道销售
健身器材	室内健身器材	经销	公司发展经销商，实行买断式销售给经销商，由经销商销售给终端客户。	-
		直销	公司通过 OEM/ODM 出口直接销售给境外公司。 公司直接销售给政府及企事业单位、健身俱乐部等商业客户。	公司在官网及京东、天猫和唯品会等电商平台开设商城，直接向终端消费者销售产品。
	室外路径产品	经销	部分室外路径产品由经销商销售给终端客户。	-
		直销	公司通过投标形式获得政府及企事业单位合同后，直接销售给政府及企事业单位。	少量室外路径产品通过电商平台进行销售。
展示架		直销	公司直接销售给下游客户。	-

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司收入主要来自线下和直销渠道。疫情前，公司线下渠道营收占比 90%左右。2020 年上半年，受疫情影响，线下渠道收入占比下降至 73%，线上收入占比提升至 25.4%。疫情前，公司直销渠道营收占比约为 69%，经销渠道收入占比约为 29%；2020 年上半年直销渠道营收占比约为 72%，经销渠道营收占比约为 27%。

**图 3：公司近几年线上线下渠道收入占比（%）**

**图 4：公司近几年直销与经销渠道收入占比（%）**


资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司加大对线上渠道的拓展。公司线上主要通过天猫及淘宝、京东和唯品会三个平台销售健身器材。除此以外，公司线上渠道还包括其官方网站、银行商城等其他电商平台。除零星销售室外路径产品外，电商渠道主要销售室内健身器材。

**表 3：公司各类电商交易渠道收入确认方法和依据**

模式类型	销售渠道	收入确认方法和依据
线上直营零售模式	天猫旗舰店、淘宝中国店、京东旗舰店、京东柏康店等	零售客户（买家）确认收货时，通过支付宝、京东钱包向公司实时付款，在客户确认收货并收到交易货款后确认收入
	唯品会等	公司与唯品会定期对账，依据结算单确认收入
电商平台入仓模式	京东自营店等	定期对账后电商平台客户在约定收款期内向公司付款，依据结算单确认收入

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司线上收入主要来自天猫及淘宝平台、京东。公司 2019 年前线上过半收入来自天猫及淘宝。2020 年上半年通过京东平台销售商品产生的收入占公司线上总收入的比重提高至 41%，来自天猫及淘宝平台收入占公司线上总收入比重下降至 43.2%。通过唯品会销售商品产生的收入占线上总收入的比重维持在 10% 以下。

图 5：公司在各大电商平台营业收入（万元）

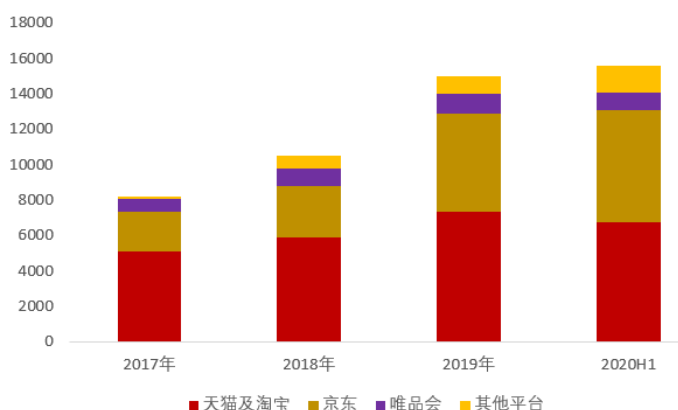
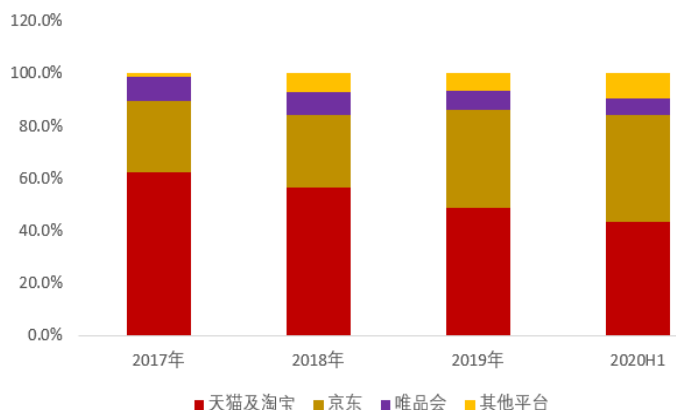


图 6：公司在各大电商平台收入占线上总收入比重（%）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

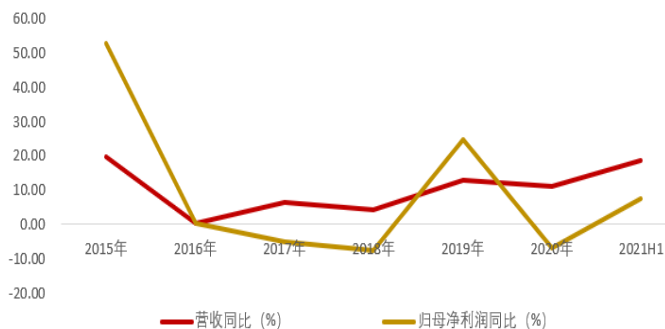
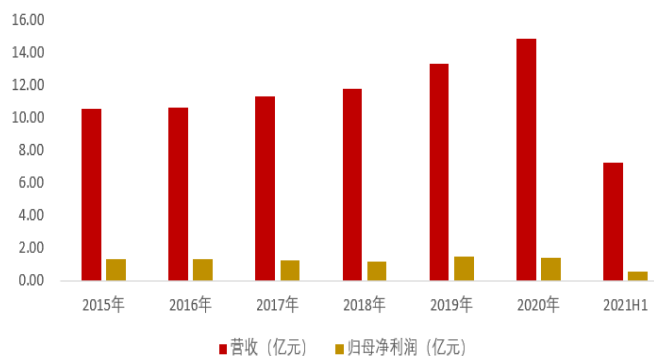
资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

### 1.4 2021 年盈利能力有所回升

2021 年业绩有所回升。2015-2019 年，公司营业总收入由 10.58 亿元增长至 13.34 亿元，年均复合增速约为 5.96%；归母净利润由 1.33 亿元增长至 1.47 亿元，年均复合增速约为 2.45%。2020 年，营业总收入同比增长 11.27% 至 14.84 亿元，归母净利润同比下滑 6.81% 至 1.37 亿元，净利润下滑的主要原因在于：成本费用上升较快；出口业务量增加，而出口产品毛利率较低；展示架业务受疫情影响大幅下滑等。公司 2021 年业绩有所回升，上半年分别实现营业总收入和归母净利润 7.28 亿元和 0.58 亿元，分别同比增长 18.72% 和 7.48%；Q2 营业总收入和归母净利润分别同比增长 2.56% 和 3.66%。

图 7：公司近几年业绩（亿元）

图 8：公司近几年业绩同比增速（%）



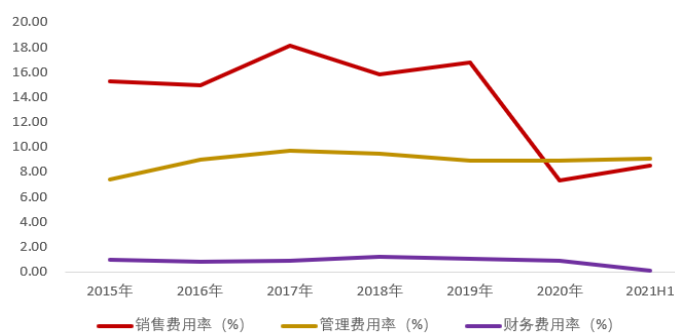
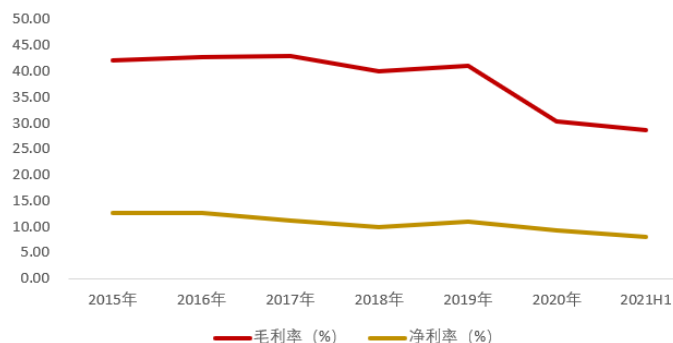
资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2021 年上半年毛利率净利率同比有所下降，但 Q2 环比有所回升。疫情前公司毛利率净利率总体保持较为稳定。2020 年受疫情影响，毛利率同比下降 10.58 个百分点至 30.4%，其中健身器材和展示架毛利率分别同比下滑 32.6 个百分点和 12.42 个百分点；净利率受毛利率下滑拖累而同比下滑 1.79 个百分点至 9.23%。2021 年上半年，公司毛利率净利率分别同比下降 2.03 个百分点和 0.8 个百分点，分别达到 28.59% 和 7.95%。Q2 毛利率净利率虽然同比仍有所下滑，但环比 Q1 分别回升 4.56 个百分点和 7.15 个百分点。

图 9：公司近几年毛利率净利率 (%)

图 10：公司近几年期间费用率 (%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

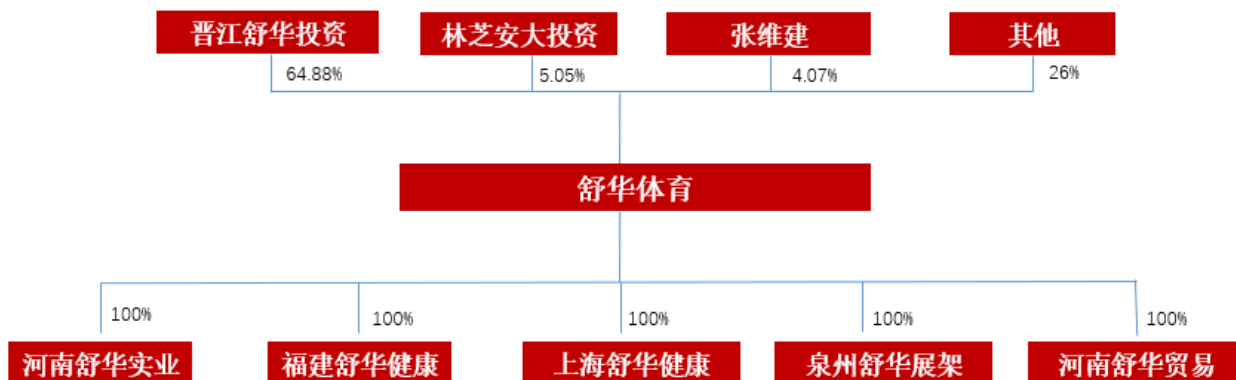
资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 1.5 股权结构

实际控制人持股比例高。公司控股股东为晋江舒华投资发展有限公司，截至上半年末持有公司股份 64.88%。张维建系公司实际控制人，持有晋江舒华投资 95% 的股权，直接持有公司股份 4.07%。

表 4：公司股权结构（截至 2021H1 末）





资料来源：wind，东莞证券研究所

## 2、健身器材行业

健身器材可以按使用方法分类和按使用场景分类。根据不同使用目的和方法，健身器材可以分为自由器械、有氧运动器械、固定器械和原始器械。其中，自由器械、固定器械和原始器械主要用于力量训练，自由器械使用相对灵活且占地较小，例如哑铃、壶铃、健身球等；而固定器械使用方式相对单一，且结构较复杂，如单杠、双杠、腿举器等；原始器械较为古老，较少出现在健身场所中，如沙袋、铁链等。有氧运动器械用于有氧运动，使用方法单一，常见的有跑步机、椭圆机、健身车、动感单车等。根据不同使用场景，健身器材可分为家用健身器材、商用健身器材和户外健身器材。其中，家用健身器材占比较小，操作相对简单；商用健身器材种类丰富，更注重质量和使用寿命，价格相对较高；户外健身器材常见于政府修建的公共体育场所、学校、社区，种类较少，但安全性和耐用性相对更好。

表 5：健身器材分类

分类标准	类别	简介
按使用目的/方法	自由器械	自由器械是指用户可以自由移动，可自行调整使用方式的器械。自由器械通常结构简单，占地较小，使用方式多样，用户常用于力量训练。常见的自由器械有哑铃、壶铃、臂力棍、拉伸器、健身球、平衡器等，此外，还有一些与自由器械配套的辅助器材，如杠铃架等。
	固定器械	固定器械是指移动不便，用户使用只能固定在某处的器械。固定器械通常占地较大，结构相对复杂，大部分固定器械的使用方式单一，用户同样是用于力量训练，具体又可分为锻炼特定部位肌肉的器材和锻炼全身肌肉的综合性器材。常见固定器械有单杠、双杠、垂直椅、悬挂训练绳、史密斯机、腿举器、绳索滑轮器等。
	有氧运动器械	有氧运动器械则指用于有氧运动的健身器材，通常体积较大，无法移动，使用方法单一。常见的有跑步机、椭圆机、健身车、动感单车等。
	原始健身器械	原始器械则指在现代健身器材出现前，健身人士从其他行业中拿来使用的健身器材，目前主要在大力士比赛中使用。常见的原始器械有阿特拉斯石、原木、拖拉机轮胎、铁链、沙袋等。
按使用场景	家用健身器材	家用健身器材即是在家庭中使用的健身器材，家用健身器材通常占地面积较小，功能不会过于复杂，操作相对简单，常见的家用健身器材有跑步机、哑铃、健身小件等。
	商用健身器材	商用健身器材即用于商业用途的健身器材，常见于健身房、酒店等场所。商用健身器材种类丰富，而且承受更大的重量和使用的寿命更长，通常价格较高。

户外健身器材

户外健身器材即户外体育场所中的健身器材，常见于政府修建的公共体育场所、学校、社区中。户外健身器材与室内健身器材差别较大，通常结构简单，产品注重安全性和耐用性。

资料来源：沙利文，东莞证券研究所

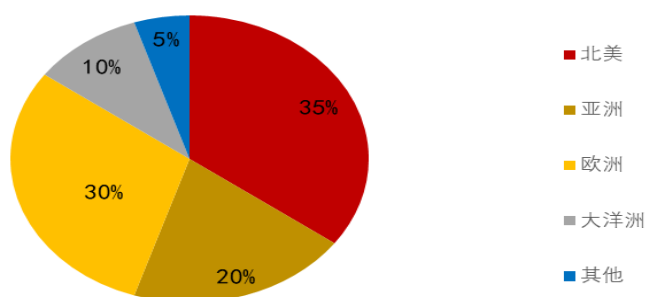
## 2.1 国内健身器材行业规模波动增长

### 2.1.1 我国是健身器材制造大国

从需求端看，欧美等发达国家健身器材需求量较大。根据前瞻产业研究院，2018 年全球健身器材需求中，北美、欧洲、亚洲、大洋洲的占比分别为 35%、30%、20%和 10%，北美和欧洲合计占比约为 65%，是全球健身器材主要市场。随着经济发展，原本不太富裕的地区变得逐渐富裕，居民生活水平提升，健身需求将逐渐凸显，因此亚洲和拉丁美洲将会是未来健身器材需求的主要增长地区。

从供应端看，中国是健身器材制造大国，产品主要销往国外。我国健身行业发展晚于海外市场，本土健身器材企业的技术水平相对较低，产品附加值较低，品牌效应较弱。长期以来，我国大部分健身器材厂商主要都是以委托加工和贴牌生产的方式参与国际市场竞争。另一方面，从生产供应的角度来看，亚洲地区凭借劳动力等成本优势，吸引欧美等发达国家的健身器材生产商逐渐将生产地向亚洲转移。根据 Frost & Sullivan，中国是健身器材最大的制造国，生产的健身器材在国际市场上所占份额接近 50%。

图 11：2018 年全球健身器材行业区域竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

### 2.1.2 我国健身器材行业规模增加

全球健身器材行业市场规模稳定增长。根据 Market Research 和前瞻产业研究院，2011 年-2018 年，全球健身器材市场规模从 77.1 亿美元上升至 112.5 亿美元，CAGR 为 5.55%，增速较为稳定。前瞻产业研究院预测数据显示，2025 年全球健身器材市场规模将达到 148 亿美元，预计 2019 年-2025 年的年复合增速为 4.01%。

中国健身器材行业销售收入呈波动增长。根据中国文体协会，2011 年-2018 年，中国健身器材行业销售收入规模从 276.7 亿元上升至 300.5 亿元，CAGR 为 1.19%，增长较为缓慢，低于全球整体水平。2018 年-2019 年，市场规模有所下降，而 2020 年在疫情催化下，互联网健身和居家健身等方式更受关注，推动健身器材销售收入。前瞻产业研究院

预测，2020年中国训练健身器材行业销售收入预计达到395.2亿元，同比上升32.8%。过去十年间，受国内体育产业政策激励、消费者观念转变以及健身器材企业生产研发能力提高等因素影响，叠加国际健身器材行业发展的推动，国内健身器材市场规模总体保持增长态势。

图 12：全球健身器材市场规模

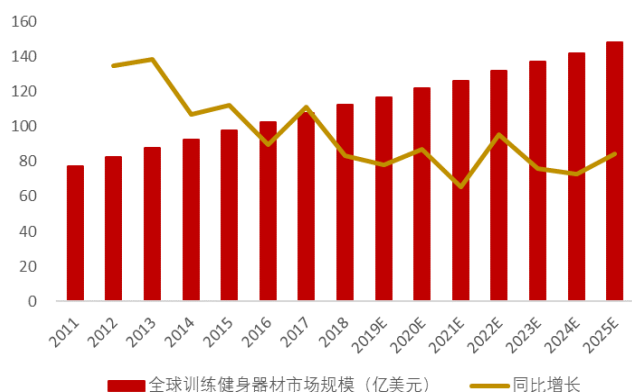
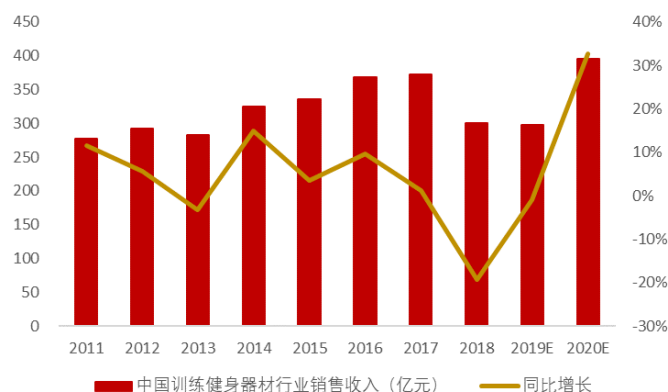


图 13：中国训练健身器材行业销售收入情况



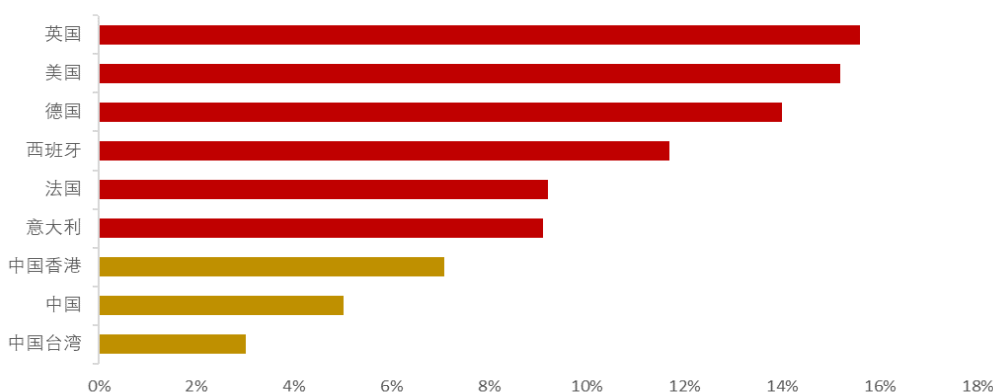
资料来源：Market Research、前瞻产业研究院，东莞证券研究所 资料来源：中国文体协会、前瞻产业研究院，东莞证券研究所

## 2.2 健身人口渗透率提升，推动健身器材行业发展

### 2.2.1 我国健身人口渗透率仍较低

我国健身人口渗透率较低，未来提升空间大。根据三体云动的《2020 中国健身行业数据报告》，以健身会员数与全国人口数之比作为健身人口渗透率，2020 年我国大陆地区健身人口渗透率为 5.02%（若以第七次人口普查的全国总人口数据计算，该渗透率约为 4.98%）。《2020 中国健身行业数据报告》显示，美国和欧洲的健身人口渗透率分别为 15.2%和 8.1%，分别约为我国健身人口渗透率的 3 倍和 1.6 倍。以美国为对标，若要达到相同健身人口渗透率水平，中国仍需要新增健身会员超过 1.4 亿人，新增健身俱乐部超过 9 万家，未来市场空间广阔。

图 14：2020 年底中国与欧美健身会员渗透率(健身人口/总人口)对比

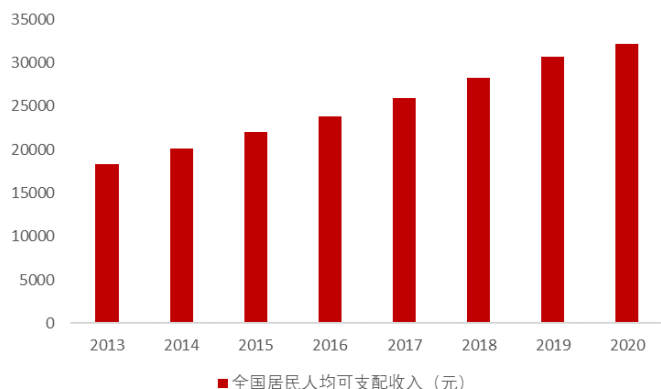


资料来源：三体云动，东莞证券研究所

国内一线城市健身人口渗透率最高。经济水平是影响健身人口渗透率的重要因素之一。根据国家统计局，2013 年-2020 年，我国居民人均可支配收入从 1.83 万元增加至 3.22 万元，CAGR 为 8.39%。随着我国经济发展，国民人均可支配收入增加，在健身方面投入

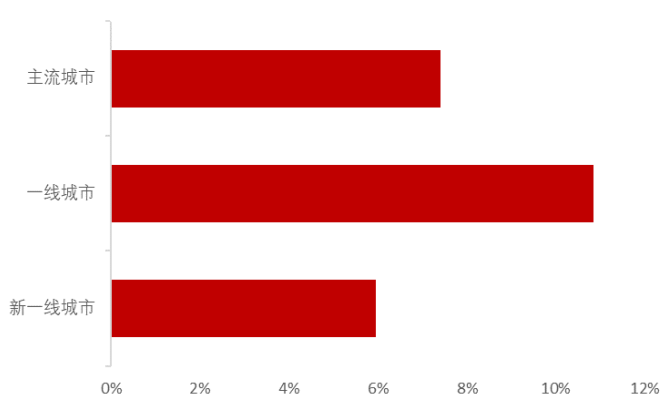
的精力、时间、金钱等将随之增加。目前,国内健身人口渗透率正在追赶欧美等地区,国内经济较发达地区的健身人口渗透率相对较高。根据三体云动,国内一线城市平均健身会员渗透率为 10.85%,新一线城市为 5.95%,国内主流城市平均值为 7.41%。其中,北京健身人口渗透率达到 12.12%,位居全国第一。

图 15: 中国居民人均可支配收入



资料来源: 国家统计局, 东莞证券研究所

图 16: 2020 年底国内主流城市健身会员渗透率



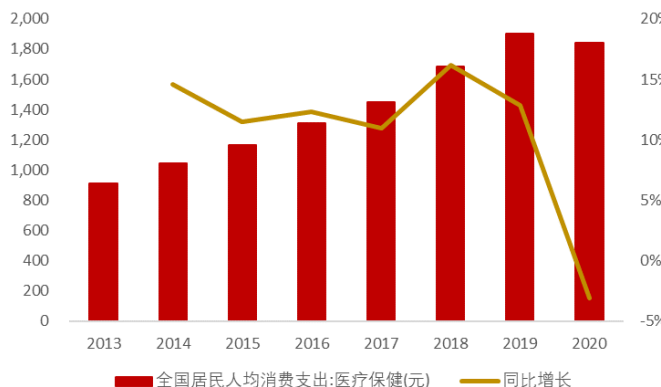
资料来源: 三体云动, 东莞证券研究所

## 2.2.2 多方面因素推动健身行业上行

### (1) 医疗保健支出水平上升, 亚健康趋势蔓延, 健身逐渐成为刚需

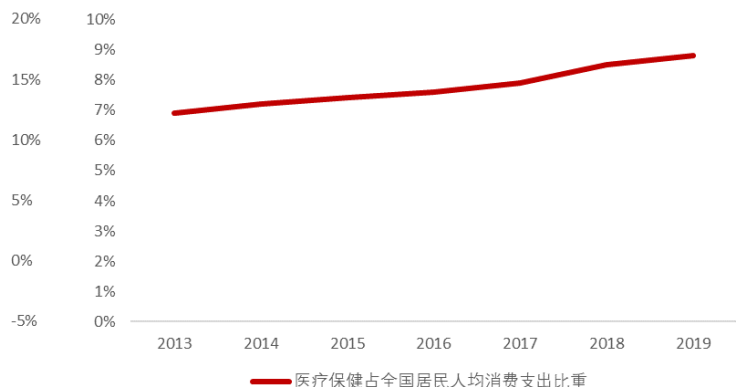
我国居民人均医疗保健类支出呈上升趋势, 占整体消费支出比重持续增加。根据国家统计局, 2013 年-2019 年, 我国居民人均医疗保健消费支出从 912.10 元上升至 1902.00 元, CAGR 为 13.03%; 同期, 我国居民人均医疗保健消费支出占人均消费支出的比重从 6.9% 上升至 8.8%, 增加了 1.9 个百分点。2020 年受新冠疫情影响, 社会整体经济发展放缓, 我国居民人均医疗保健消费支出亦有小幅下滑。但综合来看, 虽然居民在医疗保健上的消费支出增加, 可以体现居民对医疗卫生方面的重视程度提升, 但同时也在一定程度上也反映出我国国民身体健康素质仍需改善。

图 17: 全国居民人均医疗保健消费支出



资料来源: 国家统计局, 东莞证券研究所

图 18: 医疗保健占全国居民人均消费支出比重

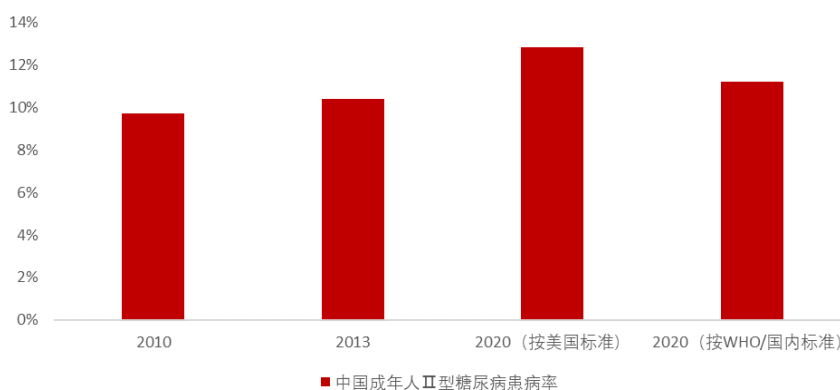


资料来源: 国家统计局, 东莞证券研究所

亚健康趋势逐渐在国内蔓延。根据柳叶刀数据, 我国成年男性和女性肥胖人口在 2014 年超过美国, 跃居世界第一。艾媒咨询数据显示, 2019 年我国肥胖人口规模超过 2.5 亿人, 占全国总人口比重超过 17%。肥胖容易导致身体机能下降, 使得糖尿病、慢性心脏病等

疾病发病率上升。以 II 型糖尿病为例：肥胖者细胞对胰岛素不敏感，为了保持细胞正常代谢，胰岛分泌的胰岛素一般高于正常人；当胰岛素分泌不足时，就会引发糖尿病。对于长期肥胖者而言，糖尿病的发病率明显高于非肥胖人群，可高达普通人群发病率的 4 倍之多。随着肥胖人口增加，我国糖尿病新增患者和发病率均在提升。根据《英国医学杂志》，2020 年中国成年人 II 型糖尿病患病率为 12.8%（按美国糖尿病协会标准），十年内上升了 3.1 个百分点；且国内糖尿病前期患病率为 35.2%，亟需受到重视。

图 19：中国成年人 II 型糖尿病患病率逐渐提升



资料来源：《英国医学杂志》，东莞证券研究所

备注：美国标准具体指美国糖尿病协会（ADA）2018 标准；WHO 标准具体指世界卫生组织（1999）推行的国际标准。

## （2）国家政策不断，推动全民健身

国家为提高国民健康素质，近年来出台多项政策助推体育产业发展。2014 年，国务院印发《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（国发〔2014〕46 号），进一步加快发展体育产业，促进体育消费，目标在 2025 年使中国体育产业总规模超突破 5 万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。2016 年，《全民健身计划（2016—2020 年）》、《体育发展“十三五”规划》、《“健康中国 2030”规划纲要》等政策面世，目标在 2020 年全国每周参加一次及以上的体育锻炼人数达到 7 亿，经常参加锻炼人数达到 4.35 亿，人均体育场地面积达到 1.8 平方米，体育消费总规模达到 1.5 万亿。随后，国家陆续发布多项对小众运动的产业规划、《体育强国建设纲要》等，鼓励体育产业创新性发展。2020 年新冠病毒席卷全球，为减少疫情对体育产业影响，国家印发了《关于大力推广居家科学健身方法的通知》，鼓励居民居家健身，助推居家健身、互联网健身等行业逆袭。2021 年适逢“十四五”开端，为给国民提供更好的健身环境，国家发布《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》和《全民健身计划（2021—2025 年）》等政策。《全民健身计划（2021—2025 年）》表示，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。

表 6：近年体育产业政策梳理

年份	主要政策
2014	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（国发〔2014〕46 号）等。
2015	《关于体育场馆房产税和城镇土地使用税政策的通知》等。



2016	《全民健身计划（2016-2020年）》、《中国足球中长期发展规划（2016-2050年）》、《体育发展“十三五”规划》、《全国足球场地设施建设规划（2016-2020年）》、《关于推进体育旅游融合发展的合作协议》、《体育产业发展“十三五”规划》、《竞技体育“十三五”规划》、《“健康中国2030”规划纲要》、《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》等。
2017	《全民健身指南》、《体育标准化管理办法》等。
2018	《击剑运动产业发展规划》、《马拉松运动产业发展规划》、《自行车运动产业发展规划》、《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》等。
2019	《关于实施健康中国行动的意见》、《进一步促进体育消费的行动计划（2019—2020年）》、《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》、《体育强国建设纲要》等。
2020	《2020年全国体育政策法规规划工作要点》、《关于大力推广居家科学健身方法的通知》、《国务院办公厅关于加强全民健身场地设施建设 发展群众体育的意见》等。
2021	《全民健身计划（2021—2025年）》、《2021年群众体育工作要点》、《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》等。

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

## 2.3 国内健身器材发展

**我国健身器材普及率较低。**根据英派斯招股说明书，我国城镇家庭平均每百户中仅有4套健身器材，普及率尚不足5%，远低于欧美国家28%的健身器材普及率，发展潜力可观。

**我国健身行业发展将推动健身器材渗透率上升。**从消费者层面考虑，我国肥胖症和慢性心脏病等疾病发病率上升，越来越引起公众对健康的重视；随着社会发展，无论是学习还是工作，内卷形势逐渐严峻，人们的精神压力越来越大，健身作为一种常见且有效的减压方式，越来越受青睐；从国家层面考虑，我国经济水平不断提升，居民消费能力不断增强，在健身等可选消费上的投入逐渐增加；国家持续推出相关政策鼓励全民健身，健身人群基数不断扩大。在健身人口渗透率逐渐提升的情况下，健身器材市场的需求会随着上升，推动健身器材行业国内市场容量逐渐扩张。

### 2.3.1 政府政策推动健身器材发展

**国家提倡全民健身，出台政策，完善体育设施，推动健身器材行业发展。**2021年，《全民健身计划（2021—2025年）》落地，提出要新建或改扩建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。近日，体育总局发布关于认真贯彻落实《全民健身计划（2021-2025年）》的通知，要求各级体育行政部门按照《全民健身计划》的要求开展《全民健身实施计划》研制工作，并于2021年底前全部出台，可见全民健身的重要性和持续性。政府加大全民健身场地的设施完善和器材补给，有望推高国内健身器材的需求，有利于健身器材行业进一步发展。

**全民健身计划促进重点人群开展健身活动，为健身器材发展提供新方向。**（1）少年用健身器材：针对青少年健康问题，政府开展青少年体育活动促进计划，推进青少年体育“健康包”工程，通过体育运动来干预青少年近视、肥胖等问题。为此，全民健身计划要求在配备公共体育设施的社区、公园、绿地等公共场所，配备适合学龄前儿童大动作发展和身体锻炼的设备设施，并合理调整适合未成年人使用的设施器材标准。（2）老年用健身器材：根据全民健身计划要求，政府将积极推广适合老年人的体育健身休闲项目，组



组织开展适合老年人的赛事活动，并提高健身设施的适老化程度。（3）残疾人用健身器材：全民健身计划提出，要完善公共健身设施无障碍环境，开展残疾人康复健身活动。（4）针对农民、妇女等人群，政府亦鼓励相应健身活动的开展。

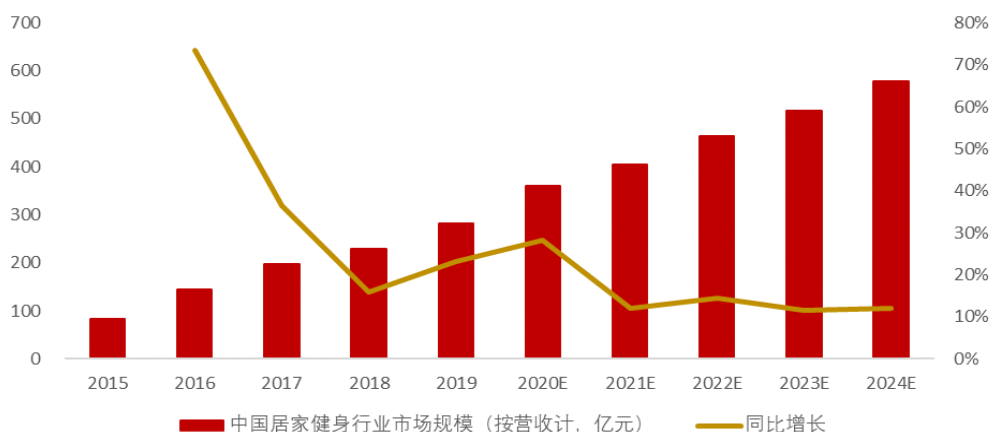
### 2.3.2 家用健身器材成功出圈

#### （1）居家健身行业快速发展

居家健身可以分为徒手训练和器械训练两种。徒手训练主要是自抗力动作，包括 HIIT、形体操、波比跳、健美操、韵律操等；器械训练主要是使用家用健身器材进行锻炼，包括椭圆机、跑步机、划船机等大型固定器械，以及哑铃、壶铃等小型器械。

居家健身越来越受欢迎，行业市场规模快速增加。随着经济发展，都市人群工作压力大，空闲时间碎片化，越来越多人从健身房健身或户外健身转向选择居家健身模式进行锻炼。居家健身指的是在家里进行健身锻炼，不受场地和时间限制，健身者可自由安排健身计划，便捷性更高，成本更低。根据头豹研究院，2015 年-2019 年，我国居家健身市场规模从 83.5 亿元增加至 281.5 亿元，CAGR 为 35.50%。头豹研究院预测，未来 5 年，随着人们对身体素质的重视程度提升，健身概念将进一步普及，预计 2019 年-2024 年，中国居家健身市场规模将从 281.5 亿元增加至 578.5 亿元，CAGR 为 15.5%。

图 20：中国居家健身市场规模快速增长



资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所

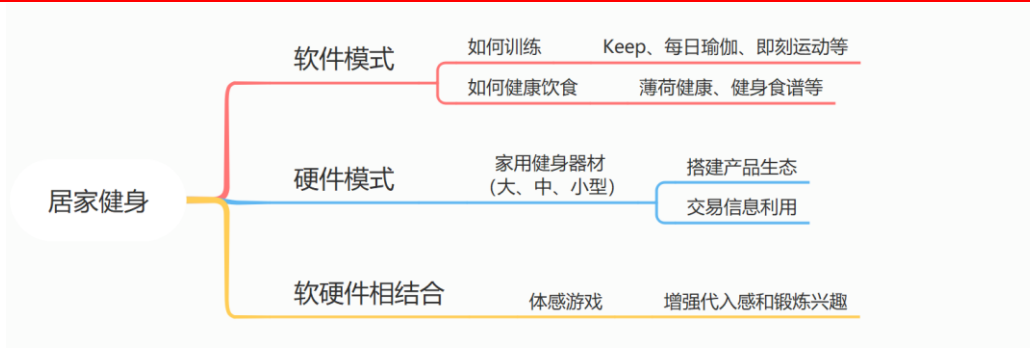
#### （2）居家健身模式创新，家用健身器材智能化发展

居家健身行业兴起，家用健身器材需求上升，带动产品销量上涨。在疫情爆发至今，公众健康意识逐渐增强，促进线上健身服务的需求，居家健身更多成为许多健身爱好者的刚需。另一方面，年轻群体为主要健身群体，在互联网熏陶下，更倾向于追求新鲜事物。根据头豹研究院，目前国内的主要健身群体是 26-35 岁的人群，其中的 20%更倾向于选择居家健身，带动家用健身器材销售增长。根据智研咨询，2020 年春节期间，京东平台拉力器、跳绳、划船机的成交额分别同比增长 109%、56%和 134%。

多模式发展，有望拉动家用健身器材的进一步销售。居家健身模式主要分三种：软件、硬件、软硬件相结合。软件模式主要是满足用户对于训练方法和和饮食方法的需求，展现用户所需的健身数据并提出适配性更强的饮食建议和训练计划；硬件模式主要是使用

跑步机、划船机等大型器材，或哑铃、瑜伽毯等中小型器材进行有氧及无氧运动，并通过产品生态和配套产品促进健身者对健身产品的消费欲望；软硬件相结合的体感游戏，如健身环大冒险，通过身体动作去控制游戏内人物来达到运动目的，强化健身用户在锻炼时的代入感，趣味性大增。目前，大多健身器材公司以满足硬件模式为主，同时深入健身软件的开发以及软硬件相结合模式的研发，不仅在产品硬件质量上不断优化，更是向着智能化方向加速发展。

图 21：居家健身运动模式



资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所

随着互联网普及和科技水平提升，健身器材智能化发展反哺居家健身行业。智能化健身器材通过搭建智能健身平台，不仅具备健身计划制定、运动数据采集、用户场景转换等功能，还能实现用户间的游戏互动、运动竞技、社交分享等。与传统健身器材相比，智能化健身器材可以增加健身者的运动乐趣，缓解其机体疲劳，取得更好的运动健身效果，在安全性、个性化方面更胜一筹。同时，智能健身器材通常与 APP 绑定，可以提高健身用户粘性，在数据搜集过程中深入发掘用户潜在需求。目前市面上已有多种智能健身器材，包括智能跑步机、智能健身镜、智能小哑铃、智能跳绳、智能健身车等。家用健身器材种类愈发完善，智能化程度日益上升，叠加 Keep 等线上健身教学服务盛行，以及小米健身手环、体脂秤、健身手表等智能设备的支持，居家健身、个人训练也可以做到准确和高效。可见，居家健身行业发展和家用健身器材发展之间起到正向循环作用。

### 2.3.3 老年人健身器材有望突围

健身器材随消费者需求变化而发展。沙利文数据显示，2018 年我国 25-29 岁人群更热爱健身，其健身比例达到 44%；20-24 岁人群和 30-34 岁人群的健身热情不分伯仲，其健身比例分别为 24%和 23%；40 岁以上人群健身比例也达到 12%；而 20 岁以下和 35-39 岁人群的健身比例相对较低。不同年龄段适合不同程度的运动，18 岁以下人群要避免承重过大的运动，可以适量进行球类运动以及有氧运动；18-25 岁人群处于身体功能黄金期，可以进行高强度运动，以及有氧和力量训练；26-45 岁人群可以进行适量力量训练，配以有氧运动；46 岁以上人群体力和肌肉量下降，适合进行健步走等有氧运动和强度较低的力量训练，如适度举哑铃等。根据不同年龄段的不同消费者需求，以及不同年龄段健身比例的变化，健身器材企业需要紧随市场变化，推出不同类别和不同功能的细分产品，吸引对应的健身人群。

我国人口老龄化加深，适合老年人使用的健身器材有望快速发展。根据国家统计局，2011

年-2020年，我国60周岁及以上人口占比从13.70%上升至18.70%，65周岁及以上人口占比从9.12%上升至13.50%，人口老龄化形势日益严峻。老年人群体逐渐壮大，适用于老年人的健身器材的需求量随之上升，按摩椅和健身椅等静态健身产品，以及老年人漫步机等产品有望崛起。老人机健身器材的发展，将推进企业对一系列器材和配件的研发，例如匀速运动发动设备、等速训练仪、力道缓慢跑带等。另一方面，老年人更倾向于居家健身或者户外运动，较少前往健身房，考虑到户外运动受天气、温度等因素影响，家用健身器材凭借便利性和灵活性成为老年群体运动健身的优选。因此，人口老龄化将对家用健身器材细分领域有更大推动作用。

图 22：2018 年国内不同年龄段人群健身比例

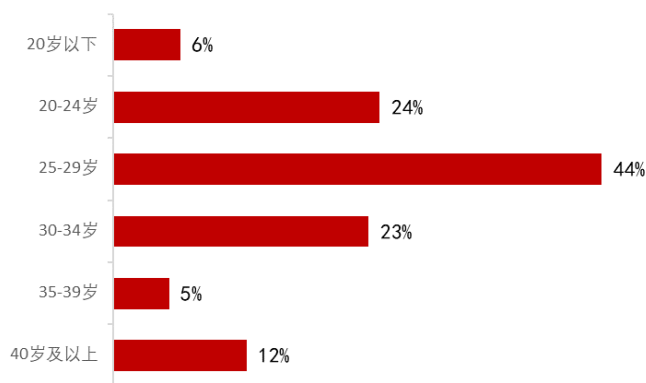
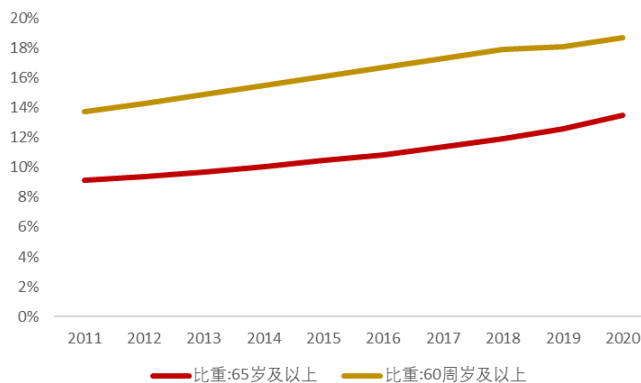


图 23：我国老龄化趋势愈发严峻



资料来源：沙利文，东莞证券研究所

资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

### 2.3.4 健身器材渠道从线下转向新零售模式

近年来，我国电商行业快速发展，健身器材的销售模式亦逐渐转向线上和线下相互融合的新零售渠道模式。除了经销渠道，健身器材公司可以经营线下门店和线上直营店，其中线下门店可以为消费者与产品接触的机会，增加消费者信心，适合主打中高端路线。同时，目前市面上的电商平台众多，京东、淘宝等知名电商平台覆盖地区广泛，吸引了众多健身器材品牌入驻。根据《2020 健身大器械新趋势研究》，健身热潮和网购便利性推动线上健身器械行业发展稳定，线上健身器械行业规模 MAT2020 较 MAT2018 金额超一成。新零售模式下，健身器材企业以互联网为依托，通过运用大数据、人工智能等先进技术，对健身器材的生产、流通与销售过程进行改造升级，并对线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合，能有效提高企业运营效率。

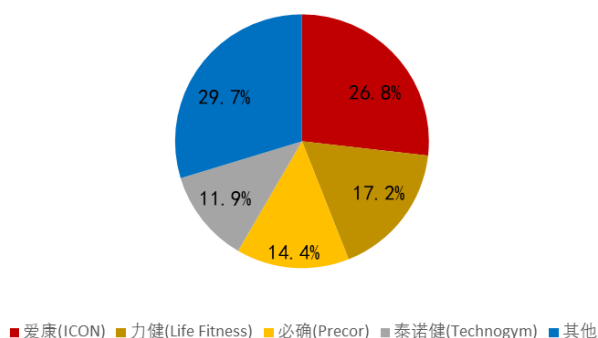
## 2.4 健身器材行业国内外竞争格局

全球健身器材行业集中度较高。根据前瞻产业研究院，2017年，健身器材行业 CR4 超过 70%。其中，爱康（ICON）市场份额约为 26.8%，排全球第一；力健（Life Fitness）、必确（Precor）、泰诺健（Technogym）的市场份额分别为 17.2%、14.4%和 11.9%。此外，还有诺德士（Nautilus）、BH 等也处于全球领先地位。根据 Frost & Sullivan，爱康稳居健身器材行业第一，产品销售范围覆盖全球，旗下拥有 NordicTrack、PRO-FORM、WESLO 等多个品牌，在美国市场占有率超过 50%。

国内健身器材行业竞争较激烈，市场分化较大。高端市场方面，由国际知名品牌占据主导地位，主要包括爱康、力健、必确、泰诺健和 BH 等，其品牌知名度较高、产品研发能

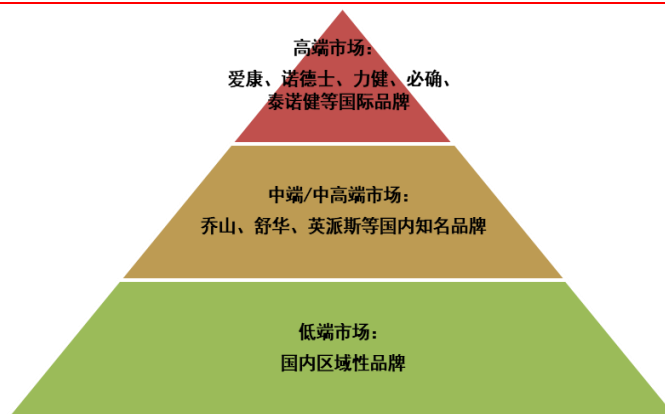
力较强、渠道较完善；中端市场方面，主要是国内知名品牌，包括乔山、舒华、英派斯、金陵体育等；低端市场方面，低端产品相对要求较低，行业门槛较低，大多数健身器材企业主要是为知名品牌贴牌加工，竞争较为激烈。

图 24：2017 年全球健身器材行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

图 25：中国健身器材行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

国际健身器材公司更多采用多品牌战略，国内健身器材公司多为单品牌运作模式。多品牌运作要求公司具有较好的产品开发能力，通过品牌和产品多样化以覆盖不同细分市场和消费者不同层次的需求；同时，这类公司的供应链系统和渠道一般比较完善，运营能力较高，可以使不同品牌磨合而产生较好的协同效应。因此，国际上爱康、BH 等综合实力强劲的公司采用的是多品牌战略；国内也有部分知名健身器材企业采用多品牌运作方式，如英派斯和舒华。相对而言，单品牌运作方式对公司各方面的要求相对较低，但公司仍能通过丰富产品种类和产品系列来满足消费者需求。因此，在国内健身器材行业在激烈的竞争中，大部分公司采用的是单品牌运营战略。

表 7：国内外主要健身器材企业

公司简称	简介
英派斯	英派斯成立于 2004 年，总部设立于山东青岛，是专注于全品类、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。公司已成功将 IMPULSE 自主品牌打入欧洲、亚太、加拿大等多个国际市场。公司亦通过 OEM/ODM 模式为 PRECOR、BH 等国际知名健身器材品牌代工生产健身器材。2017 年 9 月，英派斯于深圳证券交易所上市。
舒华体育	舒华体育成立于 1996 年，是一家全国性的健身器材厂商。公司产品主要包括健身器材和展示架两大类，其中健身器材包含室内健身器材和室外路径产品等两类。室内健身器材主要包括跑步机、健身车、力量器械、倒立机等。2020 年 12 月，舒华体育于上交所上市。
爱康 (ICON Health & Fitness)	爱康创立于 1977 年，总部位于美国犹他州。产品涵盖跑步机、健身车、划船器等，拥有近 20 个自有品牌或合作品牌，主要包括 NordicTrack、ProForm、Weslo、FreeMotion Fitness、Weider、HealthRider、Gold's Gym 等。
立健 (Life Fitness)	力健创建于 1968 年，总部位于美国伊利诺伊州芝加哥市，其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 LifeFitness、Hammer Strength、Cybex、Indoor Cycling Group 以及 SCIFIT 等。
必确 (Precor)	必确于 1980 年设立，总部位于美国西雅图，产品包括有氧训练、力量训练、Preva 软件等不同系列。
泰诺健 (Technogym)	泰诺健于 1983 年设立，总部位于意大利，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。



Peloton

Peloton Interactive 成立于 2012 年，总部位于纽约的佩洛顿（Peloton），致力于开发和销售健身自行车和跑步机，以及数字内容和现场团体培训。它开创了联网、技术支持的健身，以及随时随地向会员提供沉浸式的、由教练指导的精品课程，是世界最大的互动健身平台，当前社区规模超过 140 万人。

数据来源：英派斯招股说明书，舒华体育招股说明书，东莞证券研究所

### 3、展示架行业

#### 3.1 展示架行业发展概况

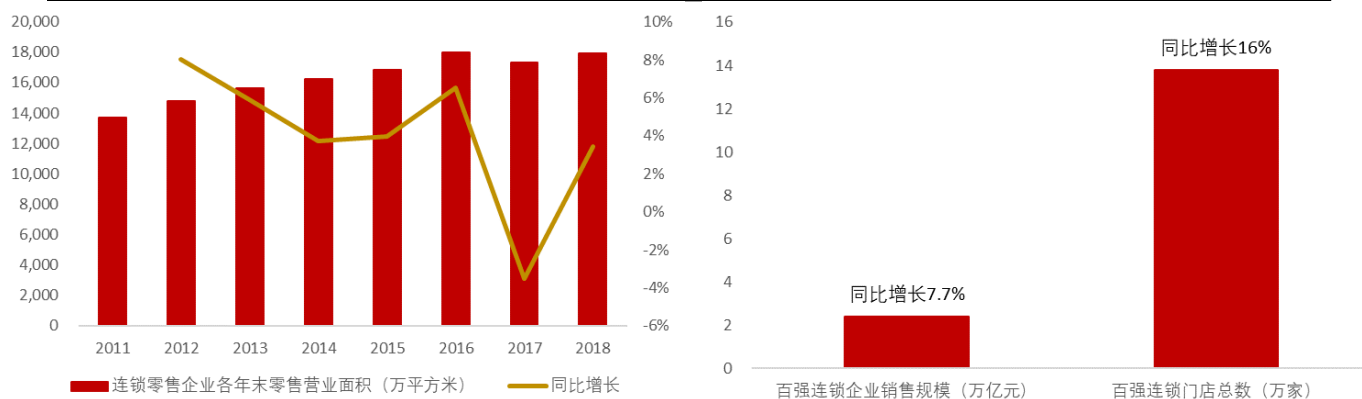
**展示架具备特定功能。**展示架作为一种展示方式和营销手段，是随着广告行业发展而来的，具有方便运输、组装迅速等优点。销售场所中常见的展柜、展架、展台、挂钩等展示道具，都属于展示架产品，能起到展示商品、传达信息、促进销售的效果。良好的展示架产品应与厂家商品在同一环境下和谐统一，达到提升产品形象、营造良好的购物环境和促进厂家商品销售的目标。

**展示架行业在技术端更看重整体设计服务能力，在生产端则要看企业能否满足不同客户的个性化需要。**展示设计是将客户对终端展示店的概念性要求，运用手工和计算机辅助设备将其设计成可以操作的方案，并加工制造形成展示产品，用于产品的陈列。目前，国内大部分展示架企业的创新能力较弱，很少公司的概念设计能力能够满足大型零售商的需求。从生产端看，展示行业的主要特点是手工制作与组装，主要系因为展示产品涉及材料多、工艺环节繁琐、大型通用设备少的问题，容易引起生产过程中出现大量非标准化操作环节，导致大规模自动化生产的实施困难。

**实体零售业的发展有望持续拉动展示架的需求。**虽然近年来受到网购冲击，终端实体店销售情况承压，但是实体店开店规模并无明显的萎缩趋势。根据中国统计年鉴，2011 年-2018 年，我国连锁零售企业年末零售营业面积从 13,670.70 万平方米上升至 17,924.68 万平方米，CAGR 为 3.95%。根据中国连锁经营协会，2018 年，中国百强连锁企业销售规模为 2.4 万亿元，同比增长 7.7%，占社会消费品零售总额的 6.3%；中国百强连锁门店总数达到 13.8 万家，同比增长 16%。虽然网购在便利性和性价比上更有优势，但线下终端门店作为消费者有效参与企业产品体验的入口，依旧充当着重要角色，在消费升级的时代中具有强烈的不可替代性。展示架广泛应用于连锁零售行业的终端实体店，不同的陈列商品配合不同的陈列环境，展示效果亦将有所不同。目前，市场上的展示架不仅能满足生产加工标准化，还能通过色彩、材料等方面的控制来体现设计与文化特色。零售行业的发展，新零售模式的完善，以及商家和消费者对商品陈列的关注度提升，将继续推动展示架行业的发展。

图 26：中国连锁零售企业各年末零售营业面积

图 27：2018 年中国连锁百强企业销售规模和门店数量



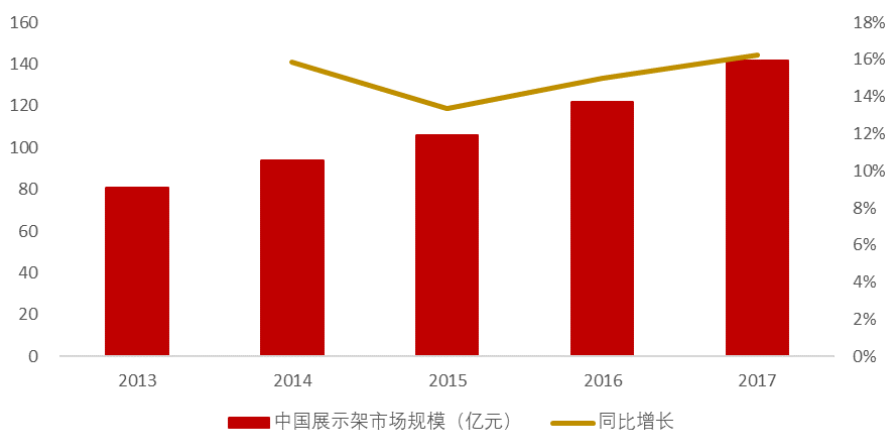
资料来源：中国统计年鉴，东莞证券研究所

资料来源：中国连锁经营协会，东莞证券研究所

### 3.2 展示架行业规模及竞争格局

中国展示架市场规模增长较为稳定，市场空间较大。终端展示行业是由零售市场的兴起而拉动的新兴行业，其对象广泛，涵盖各大连锁零售企业、服装鞋帽、消费电子、快速消费品、食品饮料、医药等众多行业的终端场所，市场规模较大。根据立木信息咨询，2013年-2017年，我国展示架市场规模从80.8亿元上升至141.8亿元，CAGR为15.10%。虽然线下零售行业受到线上市场的影响，但无人超市等新型零售模式的兴起，为展示架行业带来新的机遇。使用适当的展示架，可以提升无人超市的进货、出货、销售统计的准确性和便捷性。

图 28：中国展示架市场规模稳定增长



资料来源：立木信息咨询，东莞证券研究所

展示架行业较为分散，集中度较低。展示架行业属于充分竞争的行业，服务企业众多，具备家具制造能力和展示服务能力的公司都可参与，每个公司的参与程度不尽相同。从产业链角度来看，展示架产业链包括营销策划、装潢设计、家具公司和展示服务等，每个环节的参与者负责一定的职能，也有部分一体化终端展示服务公司具有整体方案的解决能力。总的来说，展示架行业的集中度较低，企业规模普遍较小，企业资质和产品质量参差不齐，行业内未形成具备明显优势的头部企业。

展示架行业中，具备较强设计能力、制造规模化的企业会有更强的议价能力和相对竞争优势。从行业利润角度来看，展示架行业受到上游原材料价格波动、劳动力成本、下游行业景气度等因素影响，因此，应用于不同行业的展示架产品售价的可比性较差。但整



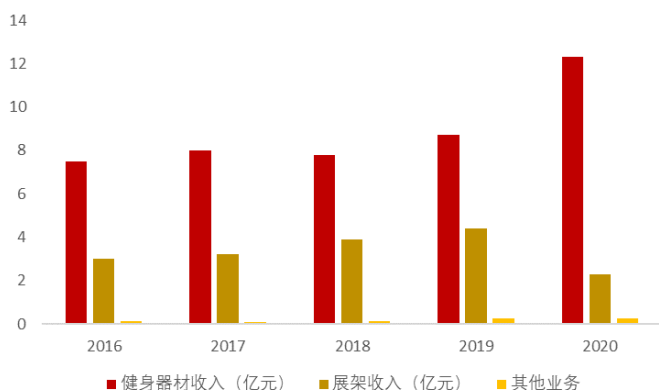
体而言，综合实力较强、规模较大的企业相对更有优势。根据立木信息咨询，国内处于领先地位的展示架企业有舒华体育股份有限公司、江苏红人实业股份有限公司、深圳市易尚展示股份有限公司、无锡诚优专用器材股份有限公司、昆山多宾陈列展示股份有限公司等。从资本市场角度来看，目前 A 股市场暂无主要从事展示架研发生产和销售的上市公司，而家具制造业中的顶固集创、乐歌股份、易尚展示有相关展示架业务。

## 4、公司竞争优势突出

### 4.1 产品优势

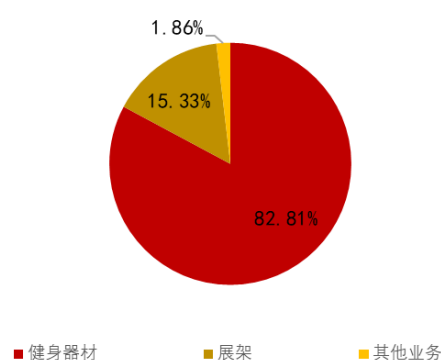
公司核心业务为健身器材，在疫情催化下加速发展。公司主要经营健身器材和展示架产品。根据 Wind，2020 年，公司的健身器材收入占营收比重高达 82.81%，展示架收入的营收占比为 15.33%，其他业务占比为 1.86%。从增速来看，2016 年-2019 年，公司展示架业务收入的复合增速为 13.18%，而健身器材收入的 CAGR 仅为 5.09%；但在 2016 年-2020 年期间，公司健身器材收入的复合增速为 13.16%，展示架业务则实现负增长。这主要系因为 2020 年受疫情冲击，电商销售需求和出口需求有所增加，公司健身器材在境内外销售均有所增长；同时，疫情对线下实体门店的经营造成较严重影响，展示架业务终端需求下降，导致公司 2020 年展示架销量出现较大幅度的下滑。此次疫情为公司健身器材业务的出口和线上销售带来新机遇，增强公司品牌影响力；另一方面，随着疫情影响逐步褪去，零售行业复苏，有望逐渐提振展示架产品的终端需求，拉动公司展示架业务回升。

图 29：公司各项业务营业收入（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 30：2020 年公司各项业务占比情况（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

**室内健身器材方面，公司产品矩阵丰富，竞争力较强。**（1）健身器材业务方面，公司产品线齐全，涵盖家用、商用、户外、按摩、健身小件等多个品类，并且相继推出“舒华”、“伯康”等定位清晰的系列健身器材品牌。（2）从生产角度出发，近年来，公司引进全自动跑步机流水线、焊接机器人手臂等先进设备，不断提高自动化水平，加强生产管理，实现工艺创新，使得产品质量更加稳定。2020 年，公司与华为深度合作，入驻华为全球最大旗舰店，被评为华为运动健康优秀硬件合作伙伴、全场景智慧生活卓越合作伙伴。在体系化运营的基础上，公司不断开展创新活动，提升公司产品的竞争力。

**室外路径产品方面，公司与政府单位合作经验丰富，有望在全民健身计划中受益。**公司

室外路径业务覆盖全民健身器材、笼式围网设施、篮球、乒乓球等系列，与各地方体育局、政府单位合作超过 20 年。公司因地制宜地配置并生产室外路径产品，满足健身者对于不同锻炼方式、不同锻炼部位的需求；并通过软硬件的智能互联，实现运动场地智能化管理，同时完成运动人群的健康数据监测，满足儿童、青壮年、老年等不同年龄阶层的“全民健身”需求。凭借领先的产品和技术，公司有望在十四五规划中的全民健身计划中，继续争取与政府单位合作，参与到体育公园、全民健身中心、公共体育场馆等健身场地设施的新建或扩建当中，推动公司健身器材业务进一步增长。

公司大力推行全场景解决方案，高度契合市场需求，凸显舒华特色。公司从场景角度出发，根据不同场景推出不同的健身解决方案，涵盖了家庭健身、商用健身、老年健身、校园健身、全民健身、体能训练六大场景解决方案。以全民健身解决方案为例，2020 年公司以浙江“百姓健身房”为样板，助力温州市建成 80 余家百姓健身房，实现城市 15 分钟健身圈全覆盖，开通门禁的百姓健身房注册会员接近 3 万人。

图 31：公司健身器材多场景解决方案



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

## 4.2 品牌优势

本土体育器材企业中，公司品牌影响力较强。公司的伯康 BANCON 品牌定位中低端路线，主打性价比；而舒华 SHUA 品牌则走中高端路线。在发展过程中，公司致力于对舒华品牌的推广，打造年轻、进取、富有激情的专业健身国民品牌，享受行业进入“新国货”阶段的红利。目前，舒华在市场上已经拥有较大的品牌影响力，在政府、学校、七企事业单位等客户中有较高的认可度。2007 年，舒华 SHUA 商标被国家工商总局评为中国驰名商标；2013 年和 2015 年，舒华健身器材被评为轻工品牌竞争力优势产品；2017 年-2019 年，公司连续三年入围中国轻工业联合会评选的中国轻工业健身器材行业十强企业；2018 年，舒华被评为中国健身器材行业最受消费者信赖品牌、中国健身器材行业最具影响力品牌；2021 年，公司荣获 2020-2021 年度风向标双品牌大奖（年度体育用户影响力品牌、年度体育行业影响力品牌）。家用健身器材方面，艾媒咨询 2020 年发布的《家用健身器材品牌排行榜 TOP10》表明，舒华品牌全国排名第八；同时，舒华在 2020 年中国体博会智能健身器材评选活动中，荣获室内智能家用跑步机金奖和室外智能健身器材银奖。

**公司斩获多项荣誉。**（1）公司系中国奥委会健身器材供应商。2014 年，公司健身器材入驻索契冬奥会“中国之家”，成为运动员日常训练的专用产品；2016 年，公司的畅销机型 X5 跑步机成为里约奥运会“中国之家”指定产品，为中国奥运代表团提供健身服务；2018 年，公司健身器材入驻平昌冬奥会“中国之家”。（2）公司注重与外界合作。2015 年-2018 年，公司与中国健美协会达成战略合作伙伴关系；2019 年-2021 年，公司是国际中学生体育联合会的赞助商；2020 年-2022 年，公司是国家体育总局冬季运动会管理中心的唯一指定健身器材赞助商；2019 年-2023 年，公司与中国体育科学学会运动医学分会企业达成战略合作伙伴关系。

## 4.3 渠道优势

### 4.3.1 健身器材

#### （1）国内渠道

**公司营销网络覆盖全国。**截至 2020 年末，公司在全国拥有从事健身器材销售的经销商超过 230 家，具备完整的经销网络和健全的售前、售中、售后服务体系。经销商以专卖店、购物中心、百货商场和超市中设立店中店等多种形式覆盖各级市场。公司的供货网络较完善，目前拥有近千家销售和服务网点，配备高效便捷的配送体系，确保服务的效率和及时性。公司的营销团队与市场的接轨程度较高，可保障营销流程的顺畅。

**公司加速发展线上渠道。**公司已在天猫、京东、唯品会等知名电商平台开设直营旗舰店，目前拥有线上门店 20 余家。在新冠疫情催化下，网购热度加速提升，公司抓住机会加大网络营销力度。公司通过采取多样化新型营销方式，包括与罗永浩等知名 KOL 合作、拍摄短视频引导消费、网红直播和店铺直播相结合等方式，以期加深公司与消费者之间的互动关系，提高公司的品牌影响力和美誉度，推动产品销量增长。

**全民健身推动公司室外路径业务发展。**公司积极抓住全民健身计划的机遇，积极参与政府招标，大力发展室外路径产品的政府采购业务。目前，公司的室外路径产品已被广泛

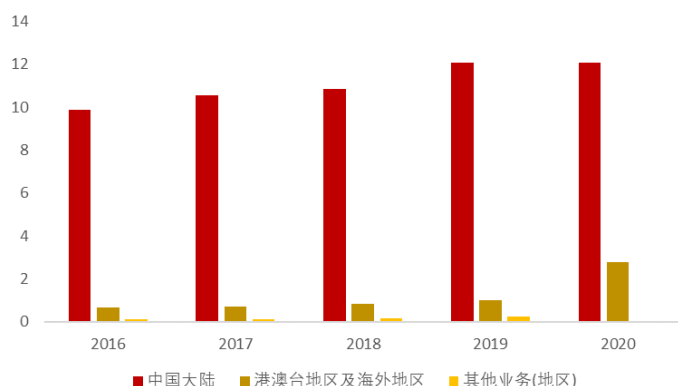
运用于运动场馆、社区、学校及新农村建设等户外健身场所。2020年，公司承建的多个国家体育总局智慧社区健身中心试点以及湖北省多个新全民健身示范工程实现落地。

整体而言，公司将从经销商销售渠道、公共体育政府采购、互联网在线销售、直营商用、国际营销、运动健康服务六条业务线共同发力，促进舒华品牌和伯康品牌齐发展。此外，公司将坚持异业联盟，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。

## （2）海外渠道

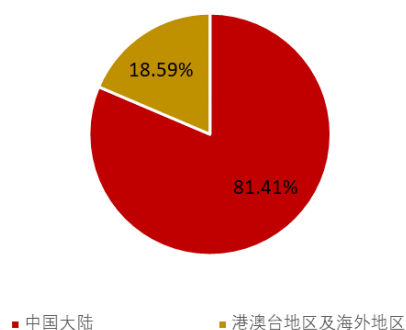
**公司境外营收占比上升较快。**公司境外业务主要系公司通过 OEM/ODM 的方式向境外客户提供产品，近年来呈现稳定增长趋势。根据 Wind，2016 年-2020 年，公司港澳台地区及海外地区的收入从 0.65 亿元上升至 2.76 亿元，CAGR 为 43.60%；2020 年港澳台地区及海外地区的营收占比上升至 18.59%，同比增加 11.14 个百分点。2020 年，疫情推动下，公司 OEM 订单大幅增加，力量器械产销量在 2020 年下半年大幅上升。2020 年全年，公司跑步机、力量器械、倒立机销量分别为 15.27 万台、20.71 万套、2.17 万台，分别同比增长 57.16%、232.84%和 29.41%。

图 32：公司海内外营收（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 33：2020 年公司各地区收入占比（%）

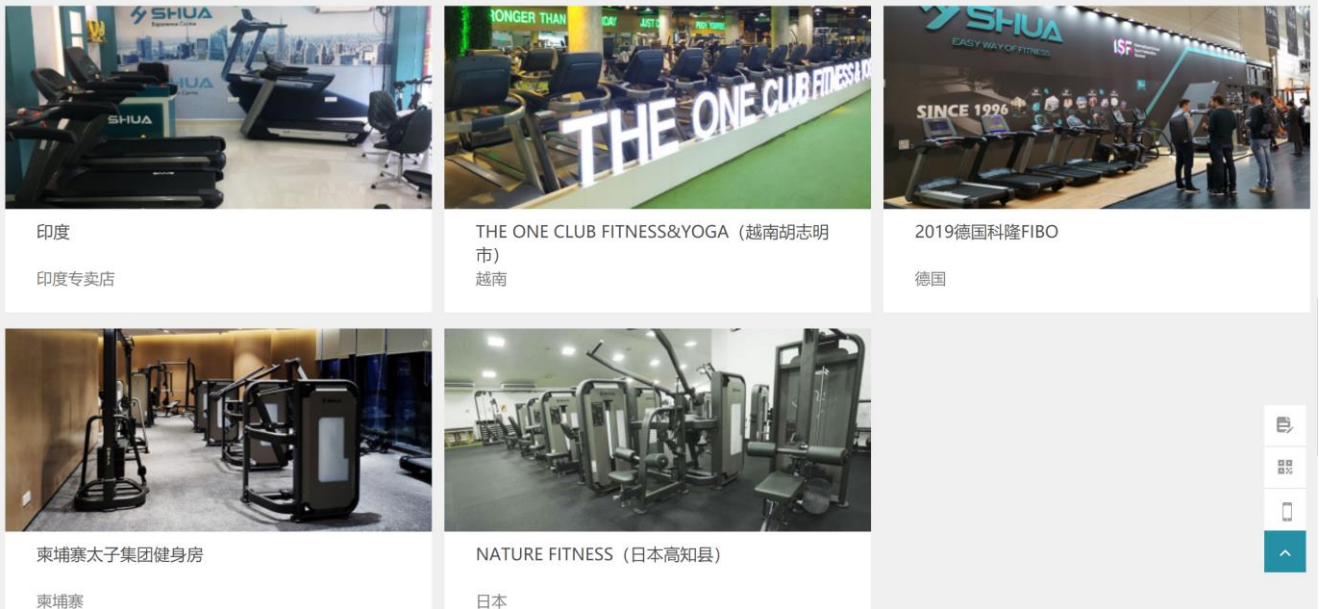


资料来源：Wind，东莞证券研究所

**公司加强境外渠道扩张，推动自主品牌出海。**目前，舒华的海外项目已涉及德国、印度、越南、柬埔寨、日本等国家。未来，公司将充分利用中国健身产业链制造端优势，加强健身器材出口业务，加强发展 ODM 业务。另一方面，公司将以 OEM 业务为起点，逐渐开展自主品牌销售网络的全球布局。公司将通过对海外客户分级管理，根据不同地区的实际情况去优化舒华自主品牌海外门店，提高海外经营效率，并择机开展跨境电商业务，进一步推动自主品牌国际化。

图 34：公司项目案例





资料来源：公司官网，东莞证券研究所

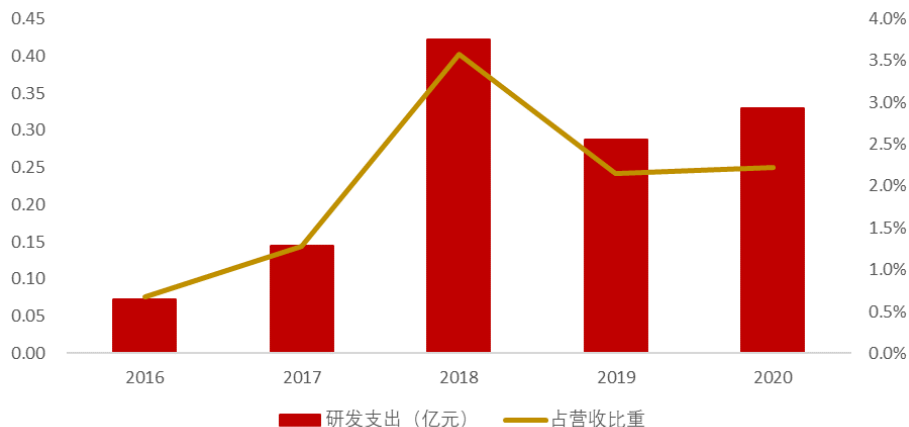
### 4.3.2 展示架

展架方面，公司客户源较为稳定。公司展示架产品和配件的主要客户为安踏体育、特步、阿迪达斯、波司登等国内外知名品牌企业。未来，公司将加大市场开发力度，扩大体育客户群并逐步拓展至体育行业以外的客户，一方面促进展架业务收入增长，另一方面降低对当前客户的依赖。

### 4.4 技术与研发优势

公司注重创新，研发支出快速增长。为迎合市场变化，公司需要不断投入资源，进行自主研发，在新品研发、老品优化、制定产品标准、物料检测标准、建立标准化及资料库研发平台等方面同时发力。根据 Wind，2016 年-2020 年，公司研发支出从 0.07 亿元上升至 0.33 亿元，CAGR 为 46.07%。另一方面，人才是创新的重要基础。目前，公司研发团队超过 150 人，包括器材硬件研发工程师、配套软件集成开发人才、健身内容研发人才等，更有部分人员拥有超过 10 年的健身器材领域工作经验。截至 2020 年末，公司拥有 2 项发明专利，212 项实用新型和外观专利。

图 35：公司研发支出及其营收占比情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司顺利上市，募集资金将进一步巩固和支撑公司的研发进程。（1）在技术端，公司拥有数控激光切管机、大型电脑数控弯管机、保护焊接机、全自动涂装流水线等覆盖多个生产环节的先进设备。目前，公司正使用募集资金进行研发中心建设项目的建设，形成以研发中心为主体，独立开发与产学研相结合的方式，形成公司与子公司、内部与外部共同联动的企业技术创新体系。公司对现有的软硬件设施进行扩充提升，完善技术中心的研发条件，有助于进一步提高生产效率，加快技术创新和新品开发，进一步提高公司在同行业中的竞争优势。（2）在生产制造端，公司将着力提高自动化生产设备运用比例，转向多规格、小批量的制造模式实现定制化生产，健身器材的生产模式向自动化、信息化和工业化的深度融合模式转变。另外，公司将加快实施智能制造、机器换人战略，通过合理布局生产线、优化人员组织、提升设备自动化率等手段，保持企业成本竞争力，逐步形成覆盖主要核心业务的高效生产制造体系，全面提升生产经营效率和市场响应速度，不断减少原材料的损耗和用工成本，提升公司利润水平。（3）在产品端，公司将进一步加大舒华运动 APP 研发力度，联动应用软件打造综合的运动健康平台，加强对各类健身场景的深度覆盖，进一步促进全场景解决方案落地。

## 5、投资建议

预计公司 2021 年-2022 年每股收益分别为 0.38 元和 0.48 元，对应估值分别为 52 倍和 41 倍。公司专注健身器材，辅以展架业务，历经 20 余年发展成为本土健身器材领先企业。公司注重研发，大力推行全场景解决方案；国内海外两手抓，在国内推行线上线下融合的新零售模式，同时在海外发展代工业务和自主品牌出海，实现业绩稳定增长。十四五规划期间，全民健身再度风起，有望推动公司加速发展，维持对公司的“谨慎推荐”评级。

## 6、风险提示

（1）**宏观环境变化风险。**宏观经济环境变动引起的居民收入水平下降及政府财政支出减少，以及国家对体育行业的政策支持力度减小等均可能对公司经营业绩造成不利影响。

（2）**行业竞争加剧。**健身器材方面，国外头部品牌对本土品牌造成较大压力，同时新进品牌不断增加，对公司市场份额有一定威胁。展示架行业，壁垒相对较低，行业集中度低，行业竞争加剧有可能会对客户流失，影响经营业绩。

（3）**原材料价格波动的风险。**公司生产所需的主要原材料是钢材、马达、电控、耗材等，随着国家对下游行业政策的调整，供给侧改革的推进和供需关系的变化，钢材等原材料价格的波动对公司产品的毛利率造成一定影响。

（4）**健身人口渗透率不及预期。**健身器材为健身行业上游，当下游景气度不高，健身人口渗透率提升缓慢时，将拖累健身器材的需求增长，对公司业绩造成一定影响。

（5）**劳动力成本上升的风险。**公司扩大现有产品市场份额并加强市场开拓，提高产品的研究能力和制造水平，加强了人才队伍建设，员工工资及福利的增加将导致公司的经营



成本上升。若实施提高生产自动化程度提高等措施后，仍无法对冲劳动力成本增加的影响，公司经营业绩将受到一定影响。

表 8：公司盈利预测简表（截至 2021 年 8 月 27 日）

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1484	1782	2082	2391
营业总成本	1307	1582	1826	2083
营业成本	1033	1218	1433	1656
营业税金及附加	20	23	27	31
销售费用	109	164	166	167
管理费用	99	119	135	153
财务费用	14	16	19	22
研发费用	33	41	46	53
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	-4	-5	-6	-7
营业利润	181	206	261	313
加：营业外收入	1	1	1	1
减：营业外支出	4	4	4	4
利润总额	178	203	258	310
减：所得税	41	47	60	72
净利润	137	157	199	239
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	137	157	199	239
摊薄每股收益(元)	0.33	0.38	0.48	0.58
PE（倍）	59	52	41	34

资料来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn