

2023年06月01日

康力源 (301287.SZ)

投资要点

- ◆ 下周一（6月5日）有一家创业板上市公司“康力源”申购。
- ◆ **康力源(301287)**: 公司主营产品覆盖跑步机、健身车、力量型训练器、自由重量类训练器、室外路径、群体活动器材等七大系列700多个品种，产品畅销国内市场，远销亚洲、欧洲等40多个国家和地区。公司2020-2022年分别实现营业收入6.75亿元/7.02亿元/6.07亿元，YOY依次为76.70%/4.07%/-13.61%，三年营业收入的年复合增速16.68%；实现归母净利润0.93亿元/0.78亿元/0.84亿元，YOY依次为162.04%/-16.16%/7.65%，三年归母净利润的年复合增速33.24%。最新报告期，2023Q1公司实现营业收入1.67亿元，同比下降9.53%；实现归母净利润0.21亿元，同比增长2.89%。根据初步预测，2023年1-6月公司预计实现归母净利润4,450.00万元至4,700.00万元，较上年同期相比变动幅度为0.13%至5.76%。
- ① **投资亮点：**1、公司以家用无氧健身器材为主，并聚焦于综合训练器；借助较强的产品差异化优势，公司积累了丰富、优质的客户资源。公司深耕家用健身器材行业二十余年，目前专注于室内无氧器材领域，并以能够同时满足多人训练需求的综合训练器产品为主打产品；2020-2022年间，来自综合训练器产品的销售收入由2.11亿元稳步增至2.67亿元，并于2022年占据公司近45%的收入份额。凭借较强的产品差异化竞争优势，公司已成为国内健身器材行业的领军企业之一，产品陆续进入Adidas、Walmart/Sam's、Nautilus、Costco、Dicks Sporting Goods等多家国外知名品牌的供应体系，为后续的可持续性发展奠定了坚实的客户基础。2、公司在亚马逊等平台开展自主品牌跨境电商务，有助于公司夯实海外市场地位；同时，自主品牌的推进或利好公司盈利能力的提升。公司自2017年末通过亚马逊平台启动跨境电商务，近年来相关收入实现稳步增长，2022年公司通过亚马逊实现的销售额已达6794.37万元，占主营收入的10%以上，进一步夯实公司海外市场地位。同时，公司在亚马逊销售的是自主品牌产品，2022年公司自主品牌毛利率为48.36%，高于29.10%的ODM/OEM模式毛利率水平；未来随着自主品牌跨境电商务的逐步推进，公司盈利能力或预期向好。
- ② **同行业上市公司对比：**根据主营业务的相似性，选取英派斯、舒华体育、三柏硕为康力源的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022年可比公司的平均收入规模为9.14亿元，可比PE-TTM（剔除因业绩波动而导致市盈率偏高的三柏硕和以内销为主的舒华体育/算数平均）为25.02X，销售毛利率为27.71%；相较而言，公司营收规模及毛利率水平均未及同业均值。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	674.7	702.2	606.6

新股覆盖研究

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	50.00
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙
 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsc.cn

相关报告

海看股份-新股专题覆盖报告（海看股份)-2023年第101期-总第298期 2023.6.1
西高院-新股专题覆盖报告（西高院) -2023年第100期-总第297期 2023.5.31
恒勃股份-新股专题覆盖报告（恒勃股份)-2023年第99期-总第296期 2023.5.30
飞沃科技-新股专题覆盖报告（飞沃科技) -2023年第98期-总第295期 2023.5.28
阿特斯-新股专题覆盖报告（阿特斯) -2023年第97期-总第294期 2023.5.24

同比增长(%)	76.70	4.07	-13.61
营业利润(百万元)	116.9	90.3	93.6
同比增长(%)	164.47	-22.73	3.61
净利润(百万元)	93.4	78.3	84.3
同比增长(%)	162.04	-16.16	7.65
每股收益(元)	1.87	1.57	1.69

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、康力源	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 全球健身器材市场消费规模 (亿美元)	5
图 6: 2016-2020 年美国健身器材行业市场规模及预测	6
图 7: 2016-2020 年欧洲健身器材市场规模及预测	6
图 8: 2007-2017 年健身器材制造行业产销率 (单位: 百分比)	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	8

一、康力源

公司是一家专注于多系列、差异化、定制化健身器材研发、制造与销售的高新技术企业。经过多年的发展，公司形成了以综合训练器和自由力量训练器为主导、无氧与有氧结合、室内与室外结合、家用与商用结合的综合性健身器材业务体系，具体产品覆盖无氧健身器材、有氧健身器材、室外全民健身器材（如太空漫步机、三联单杠、笼式足球场等）和其他小类器材等多系列产品，种类多达千余种。

ODM/OEM 模式下，公司通过了多家知名健身器材企业或大型零售商严格的验厂程序，产品进入 Walmart/Sam's、Adidas、Nautilus、Argos、Costco、Dicks Sporting Goods、BJ's Wholesale Club 和 SRGS 等客户的供应体系，并建立了稳定的合作关系，远销美国、欧洲、澳大利亚等 20 多个国家和地区，在产品研发设计、产供销协调管理、产品质量管控等方面积累了丰富的经验，为可持续发展奠定了坚实的基础。同时，公司通过境内和境外、线上和线下等各类模式，建立了丰富的自主品牌销售渠道。自主品牌“军霞”于 2014 年被评为中国驰名商标，公司于 2022 被中国轻工业联合会评选为“2021 年度中国轻工业行业十强企业”。

(一) 基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 6.75 亿元/7.02 亿元/6.07 亿元，YOY 依次为 76.70%/4.07%/-13.61%，三年营业收入的年复合增速 16.68%；实现归母净利润 0.93 亿元/0.78 亿元/0.84 亿元，YOY 依次为 162.04%/-16.16%/7.65%，三年归母净利润的年复合增速 33.24%。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 1.67 亿元，同比下降 9.53%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比增长 2.89%。

2022 年，公司主营收入按产品类型可分为三大板块，分别为室内健身器材（5.53 亿元，91.51%）、室外全民健身器材（0.46 亿元，7.54%）、以及其他产品（0.06 亿元，0.96%）。2020 年至 2022 年间，室内健身器材始终是公司的核心业务及主要收入来源，其销售收入占比基本维持在 90%以上；其中，又以无氧器械为主，占据公司七成以上的营收份额。

图 1：公司收入规模及增速变化

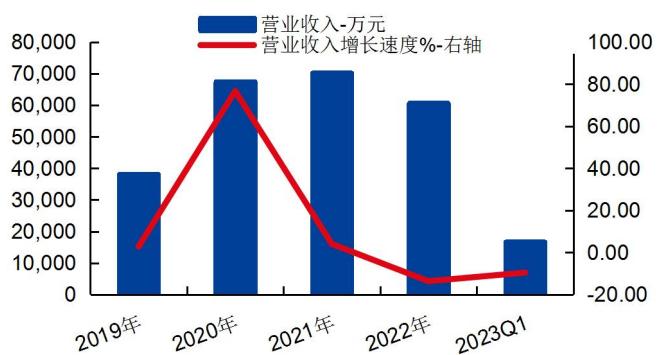
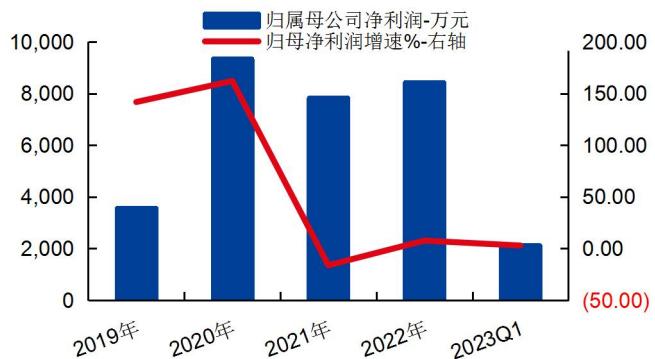


图 2：公司归母净利润及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

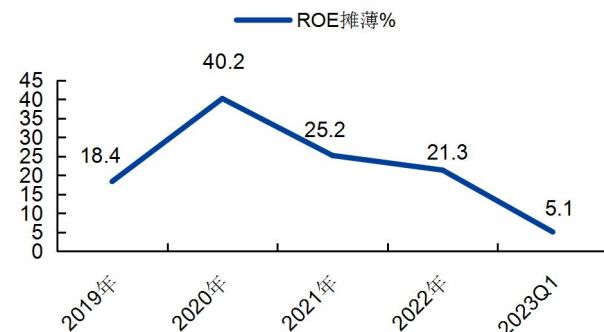
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

(二) 行业情况

公司是一家专注于多系列、差异化、定制化健身器材研发、制造与销售的高 新技术企业。根据产品属性，公司健身器材业务属于健身器材行业。

1、健身器材行业

根据产品类型划分，全球健身器材市场分为有氧健身器材、无氧健身器材及其他健身器材。2016 年至 2019 年，全球健身器材行业市场规模从 102.96 亿美元增长至 114.96 亿美元，年复合增长率为 3.74%，其中，有氧健身器材年复合增长率为 3.95%，无氧健身器材年复合增长率为 3.62%。跑步机、椭圆机等有氧健身器材 2019 年较 2018 年增幅达到 3.92%，占全球健身器材市场规模的 56.56%。得益于各人群健康意识的提升，全球健身器材市场规模将持续增长，2020 年行业市场规模达到 116 亿美元，预计 2028 年将达到 148 亿美元。

图 5：全球健身器材市场消费规模（亿美元）



资料来源：Allied Market Research，《Global Fitness Equipment Market,2020-2027》，华金证券研究所

从健身器材消费市场来看，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，中国健身意识普及较晚，健身器材消费市场规模较小，未来成长空间较大。

2016 年至 2019 年，美国健身器材消费市场规模从 36.35 亿美元增长至 38.93 亿美元，年复合增长率为 2.31%。据 Allied Market Research 预计，2020 年美国健身器材消费市场规模将达到 39.80 亿美元。另据《2021 年普华永道体育行业调查报告》预计，未来 3-5 年期间，北美地区体育产业的增长率将达到 7.4%。

2016 年至 2019 年，欧洲健身器材市场规模自 31.98 亿美元增加至 34.46 亿美元。据 Allied Market Research 预计，2020 年欧洲健身器材市场规模将达到 35.31 亿美元。另据《2021 年普华永道体育行业调查报告》预计，未来 3-5 年期间，欧洲体育产业的增长率将达到 4.2%。

图 6：2016-2020 年美国健身器材行业市场规模及预测



图 7：2016-2020 年欧洲健身器材市场规模及预测



资料来源：[Allied Market Research, 《Global Fitness Equipment Market, 2020-2027》](#)，华金证券研究所

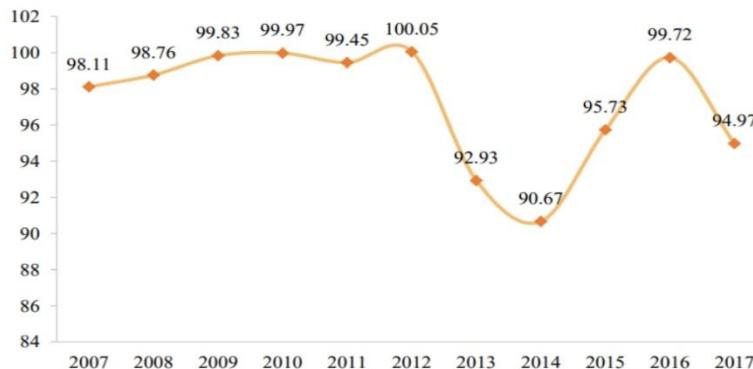
资料来源：[Allied Market Research, 《Global Fitness Equipment Market, 2020-2027》](#)，华金证券研究所

我国是世界上的重要健身器材制造国家，据艾媒网数据显示，2017 年我国制造的健身器材占据全球健身器材市场 53% 的市场份额。海关数据显示我国 2020 年以各类贸易方式出口的健身器材合计 455.81 亿元人民币，按照 Allied Market Research 数据，2020 年全球健身器材消费规模 116 亿美元计算，我国仅出口的健身器材已占全球总量的 60% 左右。2021 年，我国各类贸易方式出口的健身器材合计达到 578.47 亿元；2022 年，受全球经济复苏缓慢及国际局势影响，我国各类贸易方式出口的健身器材合计为 315.59 亿元，同比下降 45.44%。不同类型健身器材制造企业因产品、渠道差异，市场业绩表现亦存在差异。

中国体育用品联合会在《2018 年中国体育用品产业发展报告》中披露，2007 年至 2017 年健身器材制造行业产销率维持在 90.67%-100.05% 之间，2012 年产销率为 100.05%，市场需求旺盛。

图 8：2007-2017 年健身器材制造行业产销率（单位：百分比）

2007-2017 年健身器材制造行业产销率（单位：百分比）



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司以家用无氧健身器材为主，并聚焦于综合训练器；借助较强的产品差异化优势，公司积累了丰富、优质的客户资源。公司深耕家用健身器材行业二十多年，目前专注于室内无氧器材领域，并以能够同时满足多人训练需求的综合训练器产品为主打产品；2020-2022 年间，来自综合训练器产品的销售收入由 2.11 亿元稳步增至 2.67 亿元，并于 2022 年占据公司近 45% 的收入份额。凭借较强的产品差异化竞争优势，公司已成为国内健身器材行业的领军企业之一，产品陆续进入 Adidas、Walmart/Sam's、Nautilus、Costco、Dicks Sporting Goods 等多家国外知名品牌的供应体系，为后续的可持续性发展奠定了坚实的客户基础。

2、公司在亚马逊等平台开展自主品牌跨境电商务，有助于公司夯实海外市场地位；同时，自主品牌的推进或利好公司盈利能力的提升。公司自 2017 年末通过亚马逊平台启动跨境电商务，近年来相关收入实现稳步增长，2022 年公司通过亚马逊实现的销售额已达 6794.37 万元，占主营收入的 10% 以上，进一步夯实公司海外市场地位。同时，公司在亚马逊销售的是自主品牌产品，2022 年公司自主品牌毛利率为 48.36%，高于 29.10% 的 ODM/OEM 模式毛利率水平；未来随着自主品牌跨境电商务的逐步推进，公司盈利能力或预期向好。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目以及补充流动资金。

1、**康力源智能健身器材制造项目**：本项目建成后年产室内商用健身器材 13 万套、室外全民健身器材 4 万套、教体融合产品 3 万套、康复养老产品 3 万套。经测算，该项目所得税后财务内部收益率为 19.58%，所得税后投资回收期为 6.14 年（含建设期）；全部达产后第一年预计年均实现销售收入 70,900 万元，实现净利润 9,084.58 万元。

2、**康力源研发中心建设项目**：本项目主要由产品研发设计中心、试制中心、检测中心和新产品展示中心四部分组成，用于新产品开发、产品智能化升级、产品检测和展示等。

3、康力源智能数字化工厂建设项目：本项目旨在加强公司信息化系统运行基础，保障信息化设施日常稳定运行，公司数字化工厂建设将按照系统功能、安全需求等不同因素划分为企业资源计划系统、制造执行系统、数据采集与监控系统、高级排产排程系统及质量管理系统五个模块。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	康力源智能健身器材制造项目	34,685.55	34,685.55	24 个月
2	康力源研发中心建设项目	10,310.53	10,310.53	36 个月
3	康力源智能数字化工厂建设项目	4,996.15	4,996.15	36 个月
4	补充流动资金	12,600.00	12,600.00	-
	总计	62,592.23	62,592.23	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 6.07 亿元，同比下降 13.61%；实现归属于母公司净利润 0.84 亿元，同比增长 7.65%。根据初步预测，公司预计 2023 年上半年的营业收入区间为 30,700.00 万元至 32,800.00 万元，与上年同期相比变动幅度为 -5.26% 至 1.22%；预计 2023 年上半年归属于母公司股东的净利润区间为 4,450.00 万元至 4,700.00 万元，较上年同期相比变动幅度为 0.13% 至 5.76%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润区间为 4,150.00 万元至 4,450.00 万元，与上年同期相比变动幅度为 -1.62% 至 5.50%。

公司专注于健身器材外销领域；根据主营业务的相似性，选取英派斯、舒华体育、三柏硕为康力源的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022 年可比公司的平均收入规模为 9.14 亿元，可比 PE-TTM（剔除因业绩波动而导致市盈率偏高的三柏硕和以内销为主的舒华体育/算数平均）为 25.02X，销售毛利率为 27.71%；相较而言，公司营收规模及毛利率水平均未及同业均值。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年 收入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 摊 薄
002899.SZ	英派斯	16.93	25.02	8.25	-4.59%	0.66	276.69%	26.21%	5.66%
605299.SH	舒华体育	56.58	51.15	13.52	-13.47%	1.09	-5.49%	29.83%	8.50%
001300.SZ	三柏硕	31.86	106.13	5.67	-53.01%	0.66	-48.87%	27.08%	6.02%
301287.SZ	康力源	/	/	6.07	-13.61%	0.84	7.65%	25.63%	21.34%

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 5 月 31 日），华金证券研究所

（六）风险提示

业绩下滑风险、存货跌价风险、汇率波动产生汇兑损失的风险、偿债能力风险、不能继续享受税收优惠的风险、业绩增长可持续性的风险、外销收入占比较高的风险、客户集中风险、订单变更的风险、创新失败风险、实际控制人不当控制的风险、经济波动与消费需求下降的风险、贸易政策波动风险、原材料价格波动的风险、海运费上涨风险、能源供应稳定性风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn