



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

健身器材龙头，产能扩张、多元成长

—英派斯(002899)公司首次覆盖报告

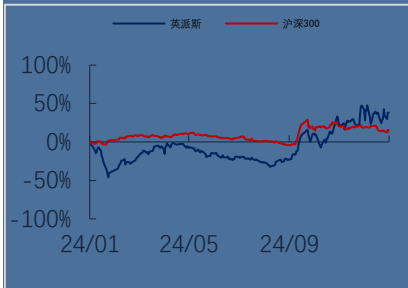
2025年01月16日

姜文铨 新消费行业首席分析师
执业编号: S1500524120004
邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
英派斯 (002899)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	22.70
52 周内股价波动区间 (元)	24.27-8.89
最近一月涨跌幅 (%)	-9.88
总股本 (亿股)	1.48
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	33.55

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

健身器材龙头，产能扩张、多元成长

2025 年 01 月 16 日

报告内容摘要：

健身器材龙头，增长重回快车道。公司专注于健身器材全品类开发、制造、销售及品牌化运营，为 PRECOR、BH 等国际知名健身器材品牌代工，自主品牌 Impulse 已成功打入欧洲、亚太等多个国际市场。伴随疫后下游需求复苏以及公司加速产品&渠道扩张，2024Q1-3 收入/利润同比+36.1%/+20.2%，增长重回快车道。

全球健身市场稳步扩容，我国渗透率有望提升。2016-2019 年全球健身器材市场规模从 105 亿元增长至 117 亿元 (CAGR 为 3.7%)，其中有氧健身器材/无氧力量器材/其他器材 CAGR 分别为 3.9%/3.6%/2.5%。2020 年行业短暂承压，2021-2023 年全球头部品牌乔山健身器材收入 CAGR 达 15%。此外，疫后全球民众健身意识增强、行业增长有望提速，根据 Statista 预测，2021-2028 年全球市场规模 CAGR 预计达 5%。欧美健身氛围浓厚，为全球主要消费市场；2021 年我国健身会员渗透率仅为 3%，但近年来政策利好频出，未来有望持续扩容。

海外格局集中，中国供应链深度绑定。国际老牌品牌占据全球市场主要份额，我国企业主要以代工方式向欧美市场出口。尽管全球贸易摩擦加剧，中国供应链份额稳居高位，2023 年美国/欧盟健身器材进口国别中中国大陆占比分别为 68%/75%，较 2018 年分别-1.9/+3.2pct，海外品牌商对国内依赖度较强。全球消费降级下中国企业有望凭成本优势持续抢占份额。

代工&品牌双轮驱动，产能扩张、多元成长。1) 代工：受益于公司研发&产品优势，公司与多位主要客户合作模式逐步由 OEM 向 ODM 转变。2024H1 海外代工收入同比高达 43%，未来老客户基本盘稳定，新客户持续扩张，有望维系稳健增长。2) 品牌：公司自主品牌在海外以经销为主、直销为辅，受益于产品加速迭代&区域扩张，2024H1 海外品牌收入同比高达 62%，且公司积极开拓跨境电商等新兴渠道，未来高增可期。2024 年公司体育产业园落地，外盘，我们预计产能有望翻倍至 46.2 万套，且新基地智能化&自动化全面，生产效率显著提升。此外，公司近日拟与李未可科技合作进军智能眼镜赛道，新赛道成长动能充沛。

盈利预测与投资评级：2024-2026 年公司归母净利润将分别为 1.2、1.5、1.8 亿元，对应 PE 分别为 27.5X、22.0X、18.8X。考虑到英派斯产能有望翻倍的可能性、拟进军智能眼镜赛道扩展第二成长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：需求复苏不及预期，原材料&汇率波动超预期，产能爬坡不及预期，新赛道拓展不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	825	895	1,228	1,366	1,501
增长率 YoY %	-4.6%	8.6%	37.2%	11.2%	9.8%
归属母公司净利润 (百万元)	66	88	122	153	178
增长率 YoY%	276.7%	34.3%	38.2%	25.2%	16.9%
毛利率%	26.2%	31.9%	31.3%	31.7%	31.6%
净资产收益率ROE%	5.7%	7.1%	7.1%	8.2%	8.9%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.60	0.82	1.03	1.21
市盈率 P/E(倍)	51.09	38.05	27.54	22.00	18.82
市净率 P/B(倍)	2.89	2.70	1.95	1.81	1.67

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 1 月 15 日收盘价

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

目录

1. 健身器材龙头，代工&品牌双轮驱动	4
1.1 代工起家，渠道多元发展、成长动能充沛	4
1.2 股权结构稳固，管理层经验丰富	7
2. 行业：全球健身市场稳步扩容，我国渗透率有望提升	9
2.1 欧美为全球主要消费市场，疫后需求稳步复苏	9
2.2 海外格局集中，中国供应链深度绑定	11
3. 主业产能扩张，积极探索第二成长曲线	14
3.1 研发&产品优势领先，代工&品牌双轮驱动	14
3.2 产能扩张、效率改善，护航远期成长	15
3.3 进军智能眼镜，打造第二成长曲线	17
4. 盈利预测&投资评级	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资评级	20
风险因素：	22

图目录

图 1: 英派斯财务数据一图看	4
图 2: 分产品收入(亿元)	5
图 3: 2023 年分产品毛利率	5
图 4: 产品示意图	5
图 5: 公司主要销售模式对比	6
图 6: 公司发展历程	7
图 7: 公司股权结构	8
图 8: 董事长及高管履历	8
图 9: 全球健身器材规模(分品类, 亿美元)	9
图 10: 全球健身器材市场规模及增速(亿美元)	9
图 11: 乔山总收入规模(亿美元)	9
图 12: 乔山健身器材收入规模(亿美元)	9
图 13: 2022 年全球分地区市场份额	10
图 14: 美国家用健身设备批发销售额(亿美元)	10
图 15: 各国健身渗透率	10
图 16: 近年来国内体育政策梳理	11
图 17: 全球主要健身器材品牌商梳理	12
图 18: 美国&欧洲健身器材行业进口份额(亿美元)	13
图 19: 同行业公司研发费用对比(亿元)	14
图 20: 同行业公司研发费用率对比	14
图 21: 外销分地区占比(亿元)	14
图 22: 2022 年前五大客户梳理(亿元)	15
图 23: 代工出口收入(亿元)	15
图 24: 自主品牌出口收入(亿元)	15
图 25: 公司主要产品产能利用率	16
图 26: 公司主要产品产销率	16
图 27: 产业园生产效率改造内容	17
图 28: 成本拆分及新产能成本测算(亿元)	17
图 29: 合资公司股权及简介	18
图 30: 收入预测(百万元)	20
图 31: 同行估值对比	21

1. 健身器材龙头，代工&品牌双轮驱动

1.1 代工起家，渠道多元发展、成长动能充沛

深耕健身器材多年，代工&品牌双轮驱动。公司专注于健身器材全品类开发、制造、销售及品牌化运营，为 PRECOR、BH 等国际知名健身器材品牌代工、合作关系稳固；此外，自主品牌 Impulse 已成功打入欧洲、亚太等多个国际市场。2017-2023 年公司收入从 8.57 亿增长至 8.95 亿元（CAGR 为 0.73%），归母净利润从 0.83 亿上升至 0.88 亿（CAGR 为 0.98 %）。伴随疫后下游需求复苏以及公司加速产品&渠道扩张，2024Q1-3 收入/利润同比+36.1%/+20.2%，增长重回快车道。

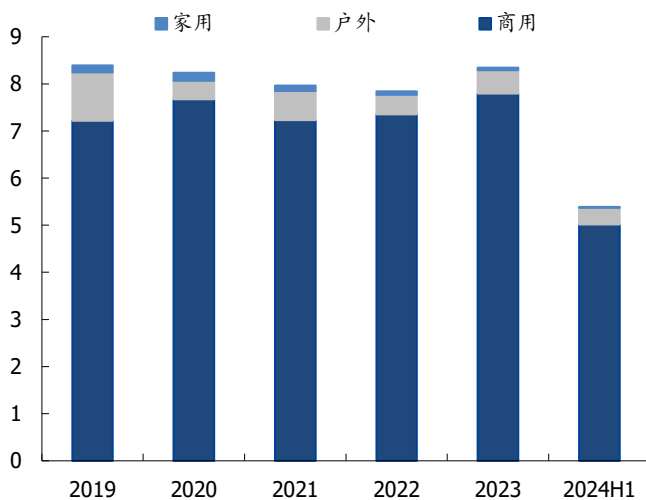
图 1：英派斯财务数据一图看

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1-3
营业总收入	857.23	907.66	937.61	867.98	864.39	824.70	895.32	896.24
YOY	10.09%	5.88%	3.30%	-7.43%	-0.41%	-4.59%	8.56%	36.09%
归母净利润	83.17	62.69	50.56	39.56	17.43	65.66	88.16	87.31
YOY	-2.37%	-24.63%	-19.35%	-21.75%	-55.94%	276.69%	34.26%	20.18%
扣非归母净利润	80.13	49.38	35.50	30.95	31.21	41.21	85.07	82.15
YOY	-4.35%	-38.38%	-28.12%	-12.80%	0.82%	32.06%	106.43%	19.20%
毛利率	37.45%	31.92%	34.00%	32.85%	25.58%	26.21%	31.85%	31.70%
期间费用率	24.69%	23.78%	27.38%	26.74%	18.96%	16.73%	18.01%	17.75%
销售费用率	13.27%	14.06%	14.33%	11.88%	6.96%	7.04%	7.56%	5.77%
研发费用率	0.00%	3.99%	7.83%	7.99%	5.39%	4.84%	4.59%	4.07%
管理费用率	10.33%	5.85%	5.50%	5.53%	6.56%	6.81%	7.49%	6.98%
财务费用率	1.08%	-0.11%	-0.27%	1.35%	0.05%	-1.96%	-1.63%	0.93%
归母净利率	9.70%	6.91%	5.39%	4.56%	2.02%	7.96%	9.85%	9.74%
存货	140.62	167.53	148.13	173.21	192.87	161.08	193.81	213.44
较上年同期增减	31.48	26.91	-19.40	25.08	19.66	-31.78	32.73	55.56
存货周转天数	83.84	89.76	91.81	122.21	138.15	132.65	129.44	112.46
较上年同期增减	3.34	5.92	2.05	30.39	15.95	-5.50	-3.21	-7.12
应收账款及应收票据	176.29	199.23	241.16	133.47	127.55	163.21	109.43	212.13
较上年同期增减	23.51	22.94	41.93	-107.69	-5.93	35.67	-53.79	40.78
应收账款周转天数	69.08	74.21	84.20	77.59	54.32	63.35	54.59	47.90
较上年同期增减	7.09	5.13	9.99	-6.61	-23.26	9.03	-8.76	-20.61
应付账款及应付票据	168.15	162.90	147.72	187.77	160.93	171.33	230.18	384.05
较上年同期增减	18.85	-5.25	-15.18	40.05	-26.84	10.41	58.84	139.51
应收账款周转天数	101.63	96.44	90.35	103.61	97.58	91.63	92.17	86.38
较上年同期增减	1.55	-5.20	-6.09	13.26	-6.03	-5.95	0.54	-14.53
合同负债	46.06	48.58	41.88	69.64	60.67	52.48	93.81	60.11
较上年同期增减	-8.13	2.52	-6.70	27.76	-8.97	-8.19	41.33	-7.73
经营性现金流净额	56.91	30.25	28.77	113.48	62.20	104.40	260.02	77.90
较上年同期增减	-34.36	-26.67	-1.48	84.71	-51.28	42.20	155.61	-102.60
筹资性现金流净额	431.97	-9.96	-34.81	-6.52	390.70	177.63	26.64	404.27
较上年同期增减	477.23	-441.94	-24.84	28.29	397.22	-213.07	-150.99	354.65
资本开支	42.31	75.95	12.11	40.32	432.37	454.97	307.76	147.16
较上年同期增减	20.41	33.64	-63.84	28.22	392.05	22.60	-147.21	-86.62
ROE	8.74%	6.23%	4.84%	3.65%	1.59%	5.66%	7.11%	5.19%
YOY (±)	-10.89%	-2.51%	-1.40%	-1.19%	-2.06%	4.07%	1.45%	-0.74%
资产负债率	22.08%	21.01%	17.13%	20.38%	38.27%	42.85%	45.93%	43.16%
YOY (±)	-15.57%	-1.07%	-3.89%	3.25%	17.90%	4.58%	3.08%	-2.47%

资料来源:Wind, 信达证券研发中心

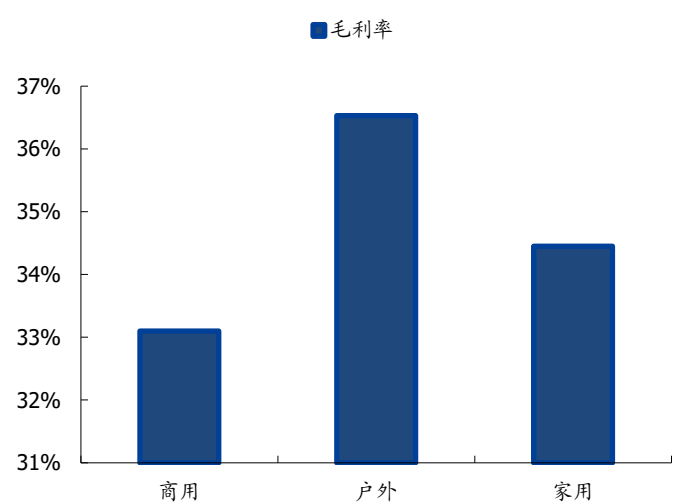
商用产品为主要收入来源。公司产品主要分为商用产品、户外产品、家用产品，2023年收入占比分别为87%/5%/0.6%，2019-2023年CAGR分别为2.0%/-16.9%/-20.6%。其中**商用器械**主要面向健身俱乐部、星级酒店、企事业单位等商用客户成套化、一站式采购；**家用器械**主要面向家用市场；**户外健身器材**主要包括健身路径、笼式足球等，主要面向国内全民健身采购类市场。户外近年承压主要系疫后政府采购预算缩减，政采项目普遍推迟或取消；家用业务收缩预计主要系国内市场竞争激烈、公司战略性优先保障外销产能。

图 2: 分产品收入 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 2023 年分产品毛利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 产品示意图

产品类型	下游市场&销售模式	部分产品系列	图例
商用产品	健身俱乐部、星级酒店、企事业单位等商用客户成套化、一站式采购	高端有氧	
		高端力量	
		专业体能训练	
家用产品	面向广大家用市场，自主品牌销售	家用跑步机系列	
		浪加系列	
户外产品	面向国内全民健身采购类市场	常规系列	
		场地设施	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

品牌&代工双轮驱动，内外销同步扩张。2021-2023年外销代工/外销品牌/内销收入CAGR分别为2.6%/15.1%/-10.2%，2023年占比分别为41.2%/31.9%/26.9%。受

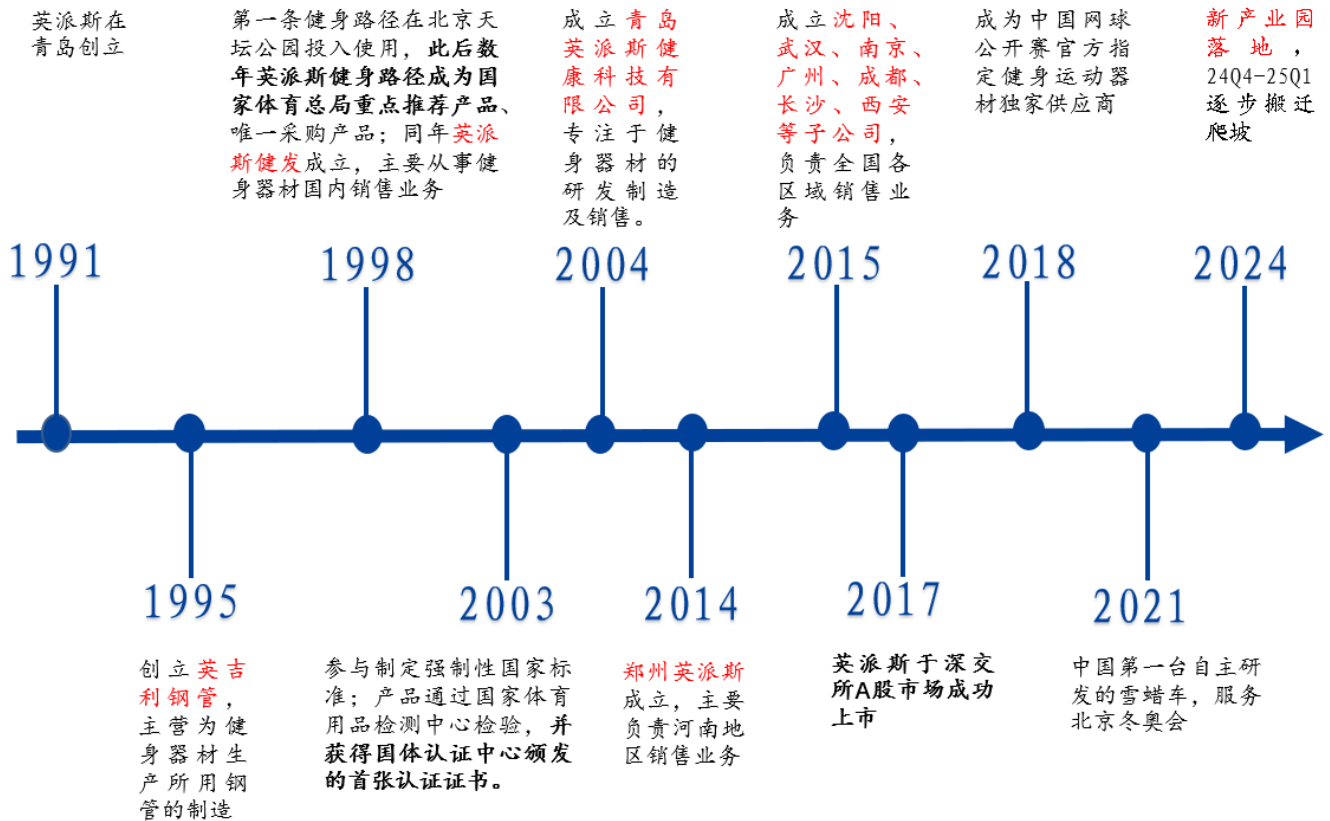
益于海外健身市场疫后复苏，海外代工平稳增长；自主品牌高增主要系公司在 Facebook、Instagram 等国际社媒加大宣传力度，积极拓展海外销售渠道/市场；内销 22 年承压主要系宏观环境波动导致部分政采项目缩减预算或延后。24H1 外销代工/外销品牌/内销同比分别+43.0%/+62.0%/+26.2%，外销表现靓丽主要系代工头部客户合作加深以及自主品牌产品迭代/区域扩张（西班牙、哥伦比亚等地订单实现突破性增长）；内销高增主要系下游采购节奏波动导致 H1 基数较低，预计全年实现平稳发展。

图 5：公司主要销售模式对比

单位：百万元	2021	2022	2023	2024H1	生产模式	销售模式
外销	566.24	613.49	654.62	447.81		
YOY	-11.96%	8.34%	6.70%	50.82%		
毛利率	22.41%	25.49%	33.44%	30.35%		
其中：代工	350.43	386.32	368.72	249.86	订单式生产	PRECOR、BH 等全球知名客户提供设计图纸或思路，由公司完成样品生产/量产（已由 OEM 逐渐向 ODM 过渡）
YOY		10.24%	-4.56%	43.03%		
其中：品牌	215.80	227.17	285.91	197.95	销售预测后下达生产指令	买断式经销：公司选择部分当地经销商签订《独家代理协议》，经销商负责市场开拓与维护
YOY		5.27%	25.85%	61.96%		
内销	298.15	211.21	240.7	124.02		1) 买断式经销：授权经销商自行开设零售渠道并向终端消费者销售授权产品
YOY	32.60%	-29.16%	13.96%	26.23%	销售预测后下达生产指令	2) 全民健身采购：包括室外路径类产品、场地设施类等，主要客户为各地的体育局、企事业单位等
毛利率	31.61%	28.30%	27.55%	30.39%		3) 其他直营：通过开设自有零售网点向终端消费者销售公司产品以及通过第三方电商平台开展电商业务

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

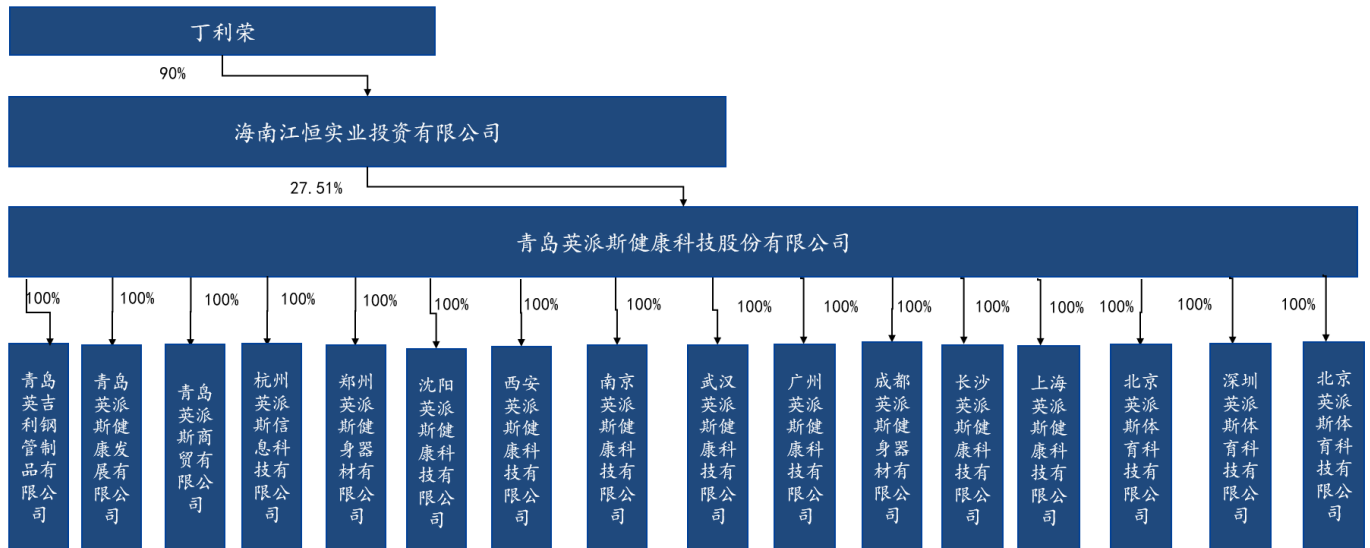
代工起家，渠道多元发展、成长动能充沛。公司 1991 年成立于青岛，初期主要为国外知名健身器材品牌提供 OEM/ODM 业务。1995 年创立英吉利钢管（主营健身器材钢管制造）、持续深化产业链布局；同年公司创立英派斯建发深耕内销市场，**此后数年公司健身路径成为国家体育总局重点推荐产品、唯一采购产品。**2000 年后公司积极推进自主品牌建设，并参与多项国家标准制定&获得多个国家级认证证书。2017 年公司成功上市，将完善产品供应/研发体系、推进品牌化/国际化/信息化作为发展战略目标，持续深化海外代工/海外品牌/内销三重销售渠道，奠定中长期发展基石。2022 年公司定增筹建体育产业园建设项目，我们预计 25Q2 产能充分释放（产能有望翻倍），成长动能充沛。

图 6：公司发展历程


资料来源:公司官网, 公司公告, 信达证券研发中心

1.2 股权结构稳固，管理层经验丰富

股权结构稳固，管理层经验丰富。英派斯母公司为海南江恒实业，丁利荣通过持有母公司 90% 股权为英派斯实际控制人，间接持有公司 24.8% 股权；其余股东结构分散（单一股东持股比例未超 3%），主要为机构&财务投资者，整体股权结构稳定。丁利荣于 2022 年卸任公司总经理&董事长，曾任中国体育用品业联合会副主席、中国文教体育用品协会健身和体育器材专业委员会副主任，并获得多个业内重要奖项。副总经理&总工程师刘增勋 1995 年起便参与公司研发工作，一线经验丰富。

图 7：公司股权结构（截止 2024Q3）


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 8：董事长及高管履历

姓名	职位	经历
刘洪涛	董事长、总经理	1982年6月出生, 本科学历。曾任公司总经理办公室主任、行政管理中心总经理、公司副总经理、董事。2022年8月担任公司董事长。
黄健	董事、副总经理	1983年6月出生, 本科学历, 2018年1月至2022年7月, 担任青岛中能集团有限公司董事长助理, 青岛海牛足球俱乐部有限公司总经理。2022年12月至今, 担任公司行政副总。
王齐亮	董事、副总经理	1970年10月出生, 本科学历。2012年4月至今, 担任公司制造一部副总监。
秦熙	副总经理	1970年12月出生, 本科学历, 工程师职称。曾任公司技术部工艺科长。2004年先后担任公司董事长助理兼生产经理、公司副总经理、董事兼副总经理等职务。
刘增勋	副总经理	1966年12月出生, 本科学历, 高级工程师职称。曾任公司研发员、研发科长和研发部经理等职务。2005年担任公司总工程师、副总经理。
张瑞	董事会秘书、副总经理	1978年10月出生, 本科学历。曾任公司福州路俱乐部经理、香港路俱乐部经理和贵州路俱乐部经理、咨询督导部经理和综合部经理等职务; 2011年先后担任公司总经理办公室主任兼董事长助理。
梁春红	董事、财务负责人	1970年9月出生, 大专学历, 中国注册会计师非执业会员、具有注册资产评估师执业资格。1992年至2015年曾任山东燕陵蜜酒厂财务科科长、山东华乐实业集团有限公司财务总监, 2016年至2023年12月担任公司财务副总监。现担任公司财务负责人。

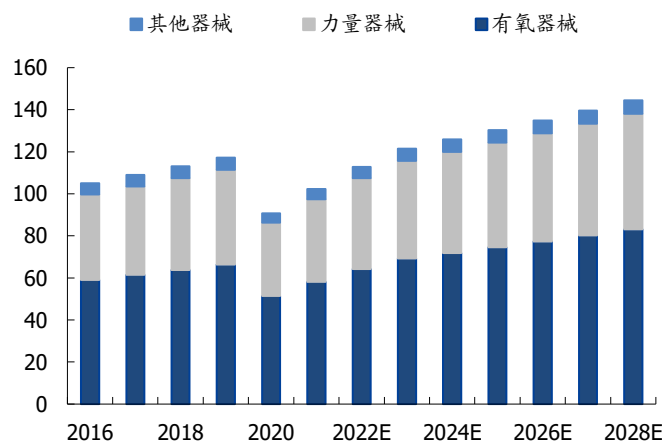
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

2. 行业：全球健身市场稳步扩容，我国渗透率有望提升

2.1 欧美为全球主要消费市场，疫后需求稳步复苏

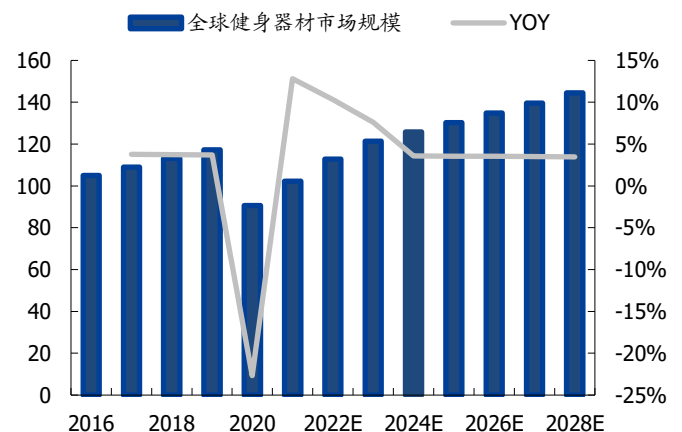
全球规模平稳增长，疫后需求逐步复苏。2016-2019 年全球健身器材市场规模从 105 亿元增长至 117 亿元（CAGR 为 3.7%），其中有氧健身器材/无氧力量器材/其他器材 CAGR 分别为 3.9%/3.6%/2.5%，2019 年占比分别为 57%/38%/5%。2020 年由于疫情导致下游健身房关停，行业短暂承压、同比降幅达 23%。疫后需求稳步复苏，2021 年全球头部品牌乔山健身器材收入同比+7%、2021-2023 年 CAGR 达 15%（新台币口径计算）。此外，疫后全球民众健身意识增强、行业增长有望提速，根据 Statista 预测，2021-2028 年全球市场规模 CAGR 预计达 5%。

图 9：全球健身器材规模（分品类，亿美元）



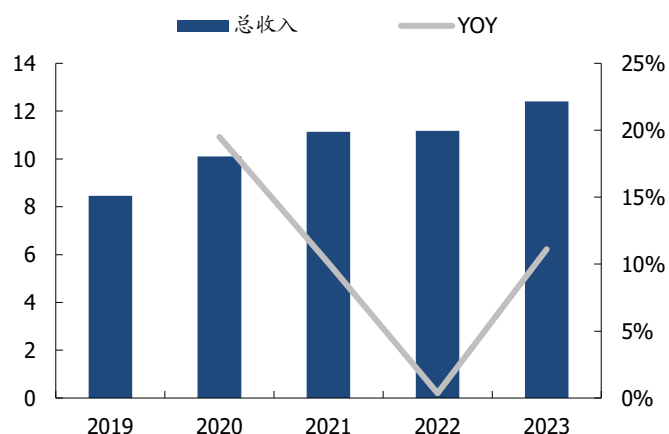
资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 10：全球健身器材市场规模及增速（亿美元）



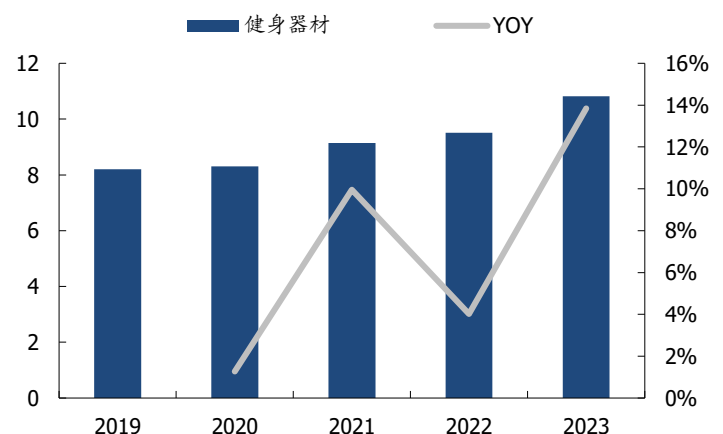
资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 11：乔山总收入规模（亿美元）



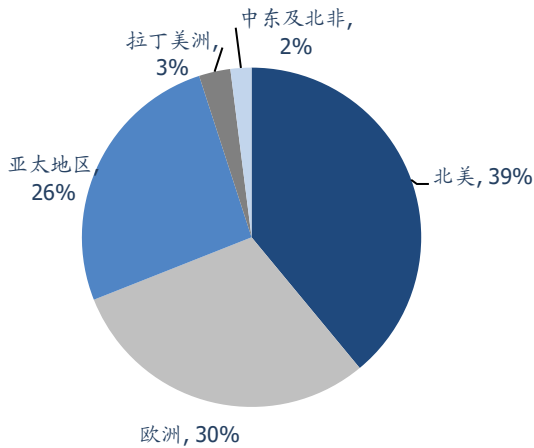
资料来源：乔山健康年报，信达证券研发中心

图 12：乔山健身器材收入规模（亿美元）

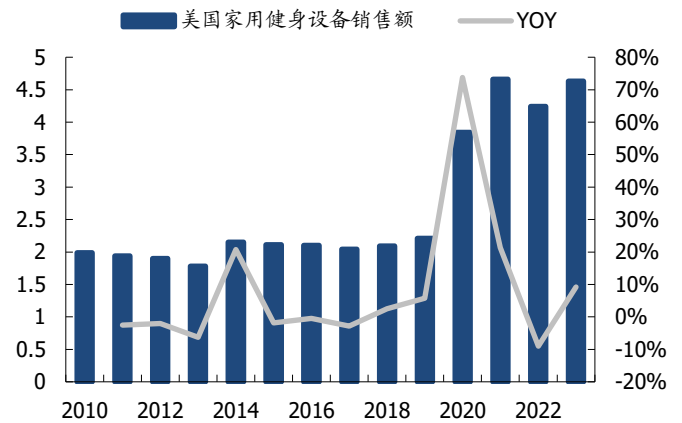


资料来源：乔山健康年报，信达证券研发中心

欧美为全球主要消费市场，家用需求显著提升。2022 年北美/欧洲/亚太/拉丁美洲/中东及北非占全球健身器材比例分别为 39%/30%/26%/3%/2%。欧美健身氛围浓厚，为全球主要消费市场，疫情期间线下门店关闭导致商用需求承压，家用健身器材需求迅速提升，2020 年美国家用健身设备批发额同比+73.8%、英国/德国拥有家用健身器材消费者占比已分别达 74%/81%。

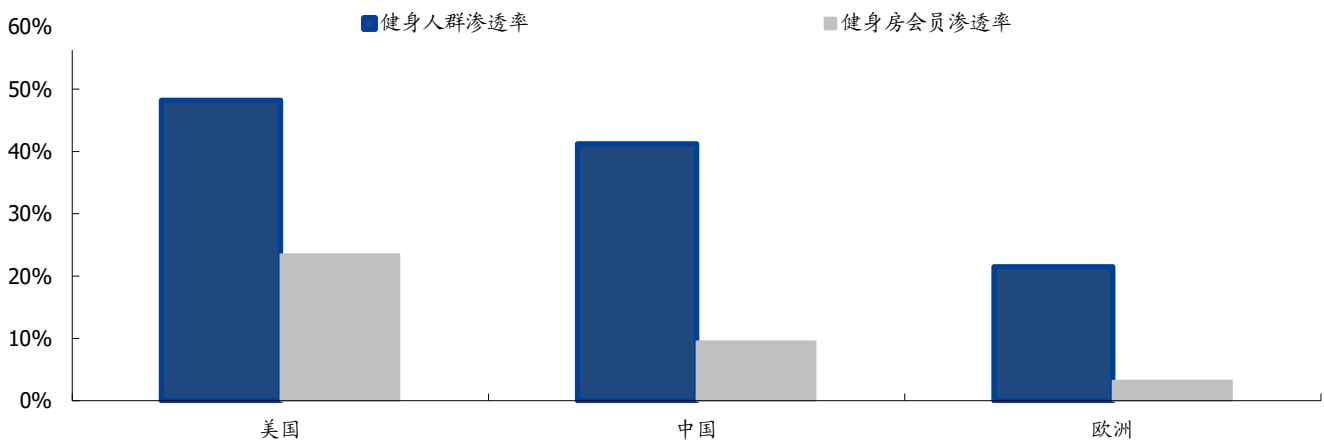
图 13: 2022 年全球分地区市场份额


资料来源: Precedence Research, 大数跨境, 信达证券研发中心

图 14: 美国家用健身设备批发销售额 (亿美元)


资料来源: Statista, 大数跨境, 信达证券研发中心

中国市场空间广阔, 政策利好有望推动渗透率持续提升。2021 年我国健身房会员渗透率仅为 3%, 远低于欧美发达国家 (美国 24%、欧洲 10%)。近年来, 我国已密集出台一系列产业政策, 其中 2023 年 6 月国家体育总局等五部门印发《全民健身场地设施提升行动工作方案》, 表示将补齐健身场地器材短板, 大幅增加健身步道、体育公园、户外运动设施等全民健身新载体。健身相关政策环境持续向好, 有望驱动行业持续扩容。

图 15: 各国健身渗透率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 近年来国内体育政策梳理

时间	发布机构	文件标题	主要内容
2021年4月	国家发改委与国家体育总局	《十四五时期全民健身设施补短板工程实施方案》	提出将在十四五时期安排20个亿中央预算内投资，重点支持体育公园、全民健身中心等6类体育健身设施的建设。到 2025年推动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块以上，带动全国新建或改扩建1000个体育公园。
2021年7月	国务院	《全民健身计划（2021—2025年）》	明确指出到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年为3.12万亿）。
2021年10月	国家体育总局	《“十四五”体育发展规划》	鼓励发展“互联网+健身”和“物联网+健身”模式，增加运动产品及服务资源，优化线上线下健身互动一体化，以及增加家庭健身场景及在线健身活动。
2023年6月	国家体育总局等五部门	《全民健身场地设施提升行动工作方案（2023-2025）》	常住人口20万以上的县级行政区域至少建有一个公共体育场，或田径场、全民健身中心、体育公园、公共体育馆， 乡镇(街道)全民健身场地器材短板得到补齐，行政村(社区)等公共场所全民健身器材进一步优化提升，健身步道、体育公园、户外运动设施等绿色便捷的全民健身新载体大幅增加。 各地新建的健身设施项目原则上应100%配置老年人和儿童健身设施。利用城市“边角料”配建嵌入式健身设施。

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

2.2 海外格局集中，中国供应链深度绑定

海外品牌格局集中，龙头表现分化。爱康（ICON Health & Fitness）、乔山（Matrix）、力健（Life Fitness）、必确（Precor）、泰诺健（Technogym）等国际品牌占据全球市场主要份额，整体竞争仍较为激烈，龙头表现逐步分化。其中乔山、泰诺健等增长稳健，老牌龙头必确 2020 年被互联网健身平台 Peloton 收购、力健 2019 年被转卖至 KPS（私募）、IFIT（原爱康）2021 年宣布延迟上市。

图 17：全球主要健身器材品牌商梳理

公司名称	简介	收入体量	盈利能力
IFIT (原称爱康)	通过各种品牌开发健身设备和连接订阅的运动设备和服务公司，前称为ICON Health & Fitness，成立时间已有44年，是美国最大健身器材供应商。iFIT还提供健康和健身订阅服务，连接专有软件、体验内容和交互式硬件，能够在在ICON Health & Fitness 提供的跑步机、自行车、划船器、椭圆机等产品上为用户提供健身指导和个性化规划。 2021年推迟上市规划。	截至2021年5月31日，iFIT总收入为17.5亿美元，其中来自互动健身产品的收入为15.2亿美元	截至2021年5月31日，iFIT净亏损为5.2亿美元，营业利润率为-7.3%
乔山 (Matrix)	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，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	23年健身器材板块收入10.8亿美元，2021-2023年CAGR为14.7%	23年毛利率为48.4%、净利率为1.87%
PELOTON (必确母公司)	必确1980年在美国西雅图成立，目前主要产品线包括划船机、跑步机和单车等有氧设备和力量设备。2002年，必确被亚玛芬集团收购；2019年上半年，必确随母公司出售给安踏体育； 2020年被全球最大互动健身平台PELOTON收购。	24财年（截止24年6月30日）器材收入9.9亿美元，2022-2024财年CAGR为-32.7%	24财年器材毛利率为4.91%
泰诺健 (Technogym)	始于1983年意大利，高端健身器械领域领先者，世界领先的健康和康复产品&服务供应商	23年总收入约6.4亿美元，2021-2023年CAGR为18.2%	23年净利率为9.7%
力健 (Life Fitness)	Life Fitness力健是商业健身器材领域的全球领导者，通过力健、豪迈、Cybex、Indoor Cycling Group、SCIFIT 和 Brunswick Billiards 等品牌生产及销售力量型器材及有氧健身器材、台球桌及配件，产品销往160多个国家。 2019年被上市公司Brunswick（宾士域集团）出售给纽约私募股权公司KPS Capital。	2018年全年净收入约10.3亿美元	2018年毛利率为26.9%

资料来源：各公司公告，品牌网，界面新闻，中国日报，美股研究社，消费日报网，信达证券研发中心

中国企业代工为主，深度绑定欧美市场。我国企业凭借优异成本优势，供应量占全球总量 50%以上，为最大健身器材生产地，但受制于品牌影响力缺失&海外终端销售渠道扩展壁垒较高，主要以 ODM 或 OEM 方式向欧美市场出口。2023 年美国/欧盟健身器材进口国别中，中国大陆占比分别为 68%/75%，较 2018 年分别 -1.9/+3.2pct，尽管全球贸易摩擦加剧，中国供应链份额稳居高位，海外品牌商依赖度较强。此外，欧美部分龙头企业仍有较多本土产能，全球消费降级背景下（63%美国消费者购买健身器材时首先考虑价格），高成本压力有望驱动其搭建海外供应链，中国企业有望凭成本优势持续抢占份额。

图 18: 美国&欧洲健身器材行业进口份额 (亿美元)

美国进口份额变化					
国别	2018年 进口金额	份额	国别	2023年 进口金额	份额
进口总额	25.52	100.00%	进口总额	23.73	100.00%
中国大陆	17.82	69.83%	中国大陆	16.11	67.92%
中国台湾	5.37	21.05%	中国台湾	4.22	17.80%
墨西哥	0.70	2.76%	越南	0.70	2.97%
意大利	0.51	1.98%	墨西哥	0.62	2.63%
加拿大	0.44	1.74%	意大利	0.41	1.73%

欧洲进口份额变化					
国别	2018年 进口金额	份额	国别	2023年 进口金额	份额
进口总额	17.32	100.00%	进口总额	14.33	100.00%
中国大陆	12.35	71.31%	中国大陆	10.76	75.03%
美国	2.11	12.19%	美国	1.33	9.26%
中国台湾	1.97	11.38%	中国台湾	0.91	6.36%
越南	0.15	0.86%	英国	0.46	3.24%
巴基斯坦	0.11	0.63%	巴基斯坦	0.13	0.88%

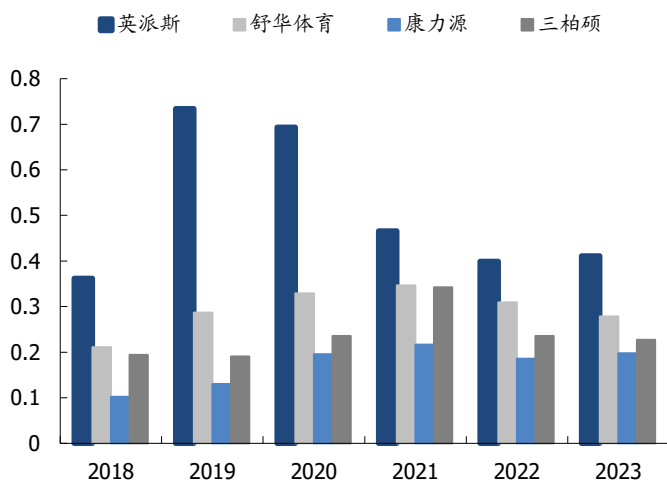
资料来源:UN Comtrade, 信达证券研发中心

3. 主业产能扩张，积极探索第二成长曲线

3.1 研发&产品优势领先，代工&品牌双轮驱动

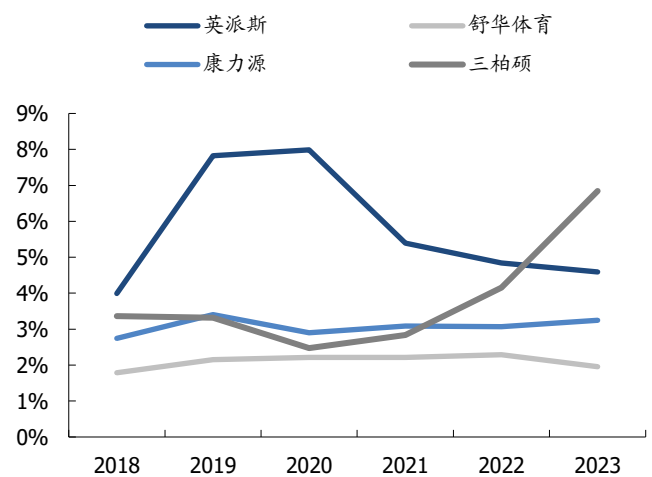
研发投入领先，产品优势显著。公司研发费用率常年稳定在4%以上，投入领先行业，截止2024H1已拥有各项有效国内专利311项（其中发明专利32项，实用新型专利191项，外观设计专利88项），国外专利2项。深厚研发实力保障产品持续创新，目前公司已拥有无氧/有氧、商用/家用/室外等全面产品矩阵，全面覆盖下游全部消费场景，并且部分产品已供应国家级运动场馆。

图 19：同行业公司研发费用对比（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：同行业公司研发费用率对比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

海外客户绑定牢固，新客户拓张可期。受益于公司深厚研发能力&产品优势，代工业务中公司逐步参与更多产品设计过程，由OEM稳步向ODM转变，产品附加值持续提升，并成功与下游品牌客户实现深度绑定。2024H1海外代工收入同比高达43%，主要系进一步加强同原有客户的沟通对接，并积极推动同业头部品牌公司的合作。老客户基本盘稳固，新客户持续扩张，海外代工有望维系稳健增长。

地区扩张、产品迭代，自主品牌成长空间广阔。公司在海外已经经销为主、直销为辅的方式开展自主品牌业务，主要由经销商负责市场开拓及售后维护，公司针对部分大型俱乐部客户点对点销售。2024H1海外品牌收入同比高达62%，主要系加速产品迭代（时隔四年重返FIBO展会，展出20余款新产品）、并在西班牙、哥伦比亚等海外市场实现订单突破性增长。公司目前积极探索新兴模式，重点开辟线上推广渠道，在阿里巴巴国际站、GOOGLE全球搜、YOUTUBE和FACEBOOK等平台进行推广基础上，计划进一步开展跨境电商业务，未来有望保持高增。

图 21：外销分地区占比（亿元）

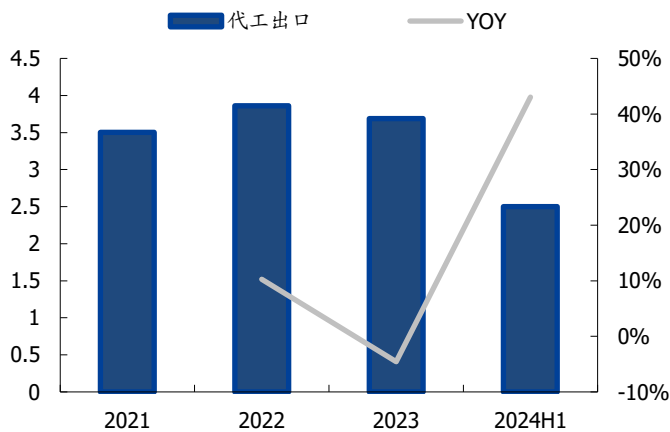
	2022年1-9月		2021年度		2020年度		2019年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
北美地区	2.59	62.56%	3.61	63.76%	4.54	70.60%	3.57	59.44%
欧洲地区	0.81	19.48%	1.05	18.63%	0.90	14.06%	1.21	20.21%
亚太地区	0.62	15.05%	0.92	16.29%	0.97	15.07%	1.03	17.10%
其他地区	0.12	2.91%	0.07	1.32%	0.02	0.27%	0.20	3.25%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

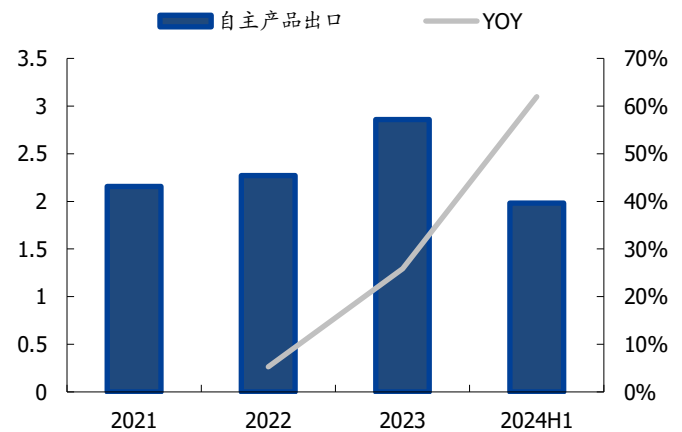
图 22: 2022 年前五大客户梳理 (亿元)

客户名称	合作金额	收入占比	合作开始时间
PRECOR	1.16	14.01%	2005年
HOIST	0.95	11.51%	2004年
Lifecore	0.82	9.96%	
EXERCYCLE	0.38	4.55%	
TRUE FITNESS	0.23	2.73%	2008年

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 23: 代工出口收入 (亿元)


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 24: 自主品牌出口收入 (亿元)


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

3.2 产能扩张、效率改善, 护航远期成长

打造体育产业园, 产能有望翻倍。截止 2023 年底, 公司产能为 22.5 万套, 2020 年来达终端需求修复, 且缩海外客户要求缩短交货周期, 公司产能利用率持续维持高位, 且部分单品产能利用率持续超过 100% (共线生产)。受产能制约影响, 公司在入门级商用器材、家用健身器材及冰雪器材方面, 无法充分满足市场需求。因此定增筹资打造体育产业园, 新增 22 万套家用产品/轻商用产品产能、17.6 万套商用产品产能和 6.6 万套户外产品产能, 合计新增产能达 46.2 万套 (逐步替代原有产能), 达产后收入规模有望增至 20.72 亿元。新产业园预计在 24Q4-25Q1 完成分批搬迁, 我们预计 25Q2 产能有望充分释放。

图 25: 公司主要产品产能利用率

产品类别	2019年度	2020年度	2021年度	2022年1-9月
跑步机	99.98%	83.99%	115.13%	65.93%
椭圆机	110.60%	83.38%	106.56%	71.92%
仰卧板	96.39%	140.72%	64.68%	47.21%
动感单车	76.32%	111.60%	109.45%	43.48%
健身车	78.69%	112.03%	107.01%	73.43%
重训器	91.01%	82.81%	123.98%	129.45%
龙门机	103.63%	119.57%	78.40%	53.83%
史密斯机	86.62%	123.83%	89.04%	66.94%
自由训练器	97.91%	107.23%	94.98%	83.85%

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 26: 公司主要产品产销率

产品类别	2019年度	2020年度	2021年度	2022年1-9月
跑步机	97.50%	103.65%	89.84%	118.37%
椭圆机	102.29%	105.83%	89.43%	108.39%
仰卧板	100.94%	97.56%	98.48%	101.02%
动感单车	103.25%	101.97%	89.88%	142.66%
健身车	99.57%	89.80%	100.39%	97.59%
重训器	143.73%	131.05%	100.52%	93.27%
龙门机	98.03%	97.25%	101.89%	107.80%
史密斯机	95.19%	102.71%	93.65%	103.13%
自由训练器	98.93%	99.30%	96.87%	101.30%

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

生产效率改善可期, 竞争优势持续放大。新增产能均为智能化、现代化工厂车间, 并将升级软硬件设施, 推进研发设计数字化、装备智能化、生产自动化的智能化升级, 紧扣关键工序自动化、关键岗位工业机器人替代、生产过程智能优化控制、供应链管理智能化, 并建设全新自动化立体仓库系统, 人工成本有望大幅节降且生产效率预计显著提升。根据公司测算, 2023年人工成本占总成本比例约12%+, 未来有望稳步降至约10%。

图 27：产业园生产效率改造内容

流程/工艺	具体内容
前处理工艺优化	由传统酸洗、磷化工艺升级为全自动喷淋线和全自动浸线线， 解决目前人工操作带来的质量稳定性与效率不足的问题 ，有利于公司向环保、低污染、提高效率方向改进。
喷涂工序优化	采用国内先进的自动化喷涂流水线， 解决客户订单个性化需求增多带来的问题 ，以适应定制化生产带来的产品多品种、多批次、柔性生产的模式，满足客户订单的个性化、快交期等需求，提升市场响应速度，有利于公司抢占市场份额。
机器人自动化焊接	建设全新的自动化焊接单元，全新的自动化焊接单元将新增AGV无人搬运车、辅助机械手以及配套的环保设备， 将有效改善目前焊接质量、生产效率高度依赖于人工经验的现状 ，提升焊接过程的自动化和智能化水平。有利于公司节约人力，提高产品生产效率和焊接质量稳定性，有利于公司降低产品单位成本，提高产品的竞争力。
自动化装配	公司将结合未来产品方案的规划和产销量预测，做好装配线平衡分析工作，对目前的装配单元进行自动化程度的优化， 提高劳动生产率和设备利用率，缩短装配周期，减少在制品堆积，加快存货和资金周转速度，降低产品成本 ，真正实现人员、物资、空间和时间得到最优化的利用。
自动化立体库建设	公司将建设技术水平较高的自动化立体仓库，通过立体仓库设备可实现仓库层高利用合理化，自动绑定每一票物料的入库时间，自动实现物料先进先出。自动化立体仓库管理系统与ERP系统对接后，从生产计划的制定开始到下达货物的出入库指令， 可实现全流程自动化作业，且系统自动过账，保证了信息准确及时，减少出现账实不同步的风险，有效保证仓库运作效率提升。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28：成本拆分及新产能成本测算（亿元）

项目	2023年		投产后第1年		投产后第2年		投产后3-10年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	4.23	69.25%	5.22	67.01%	7.83	68.87%	10.44	69.83%
直接人工	0.74	12.19%	0.76	9.76%	1.13	9.94%	1.51	10.10%
制造费用	0.64	10.48%	0.56	7.19%	0.85	7.48%	1.13	7.56%
运杂费、 综合服务费等	0.47	7.73%	0.63	8.09%	0.94	8.27%	1.25	8.36%
折旧			0.62	7.96%	0.62	5.45%	0.62	4.15%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 进军智能眼镜，打造第二成长曲线

进军智能眼镜，与行业领先公司深度合作。公司 24 年 10 月发布公告：

- 拟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科技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。
- 拟与李未可科技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。此次合作有望令各方发挥各自优势，以 AI 智能眼镜为切入点，打造骑行、健身垂直场景相关的智能运动装备品牌，抓住健康消费的蓝海新机遇，以全新的产品形态、商业模式，利用线上、线下销售渠道，努力打造面向 C 端消费者的标杆品牌，为公司创造第二增长曲线。

图 29: 合资公司股权及简介

合作方名称	出资比例	董事会成员	简介
英派斯	40%	推荐3名董事，推荐董事长，经理、财务总监	-
李未可	25%	推荐1名董事，1名监事，1名副经理	李未可为智能眼镜行业领先企业， <u>创始人茹忆曾任阿里人工智能实验室硬件终端总经理、天猫精灵产品总经理、前小米电视合伙人及副总裁，企业主要合伙人均为来自科技与互联网企业的中高层，有大量人工智能与智能硬件的经验。</u> 2023年成功推出户外场景使用的Meta Lens S系列眼镜，2024年为可穿戴设备推出了WAKE-AI模型，同年4月推出了具有开创意义的AI智能眼镜—Meta Lens Chat，为用户提供更自然的交互和超拟人的情感陪伴。
杭州知鱼之乐	20%	推荐1名董事	主营企业/技术管理&咨询；法人夏伟奇现任 <u>博士眼镜连锁股份有限公司董事。</u>
杜晨鹏	15%	推荐1名副经理	曾有信永中和会计师事务所、安永会计师事务所、中青旅实业发展有限责任公司、当代资本、新疆金控等企业任职经历。在战略规划、项目运营、企业管理等方面拥有丰富的实践经验。现任浙江威星智能仪表股份有限公司董事、深圳中天精装股份有限公司董事。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4. 盈利预测&投资评级

4.1 盈利预测

根据我们测算，预计公司 2024-2026 年收入分别为 12.3/13.7/15.0 亿元（同比分别 +37.2%、+11.2%、+9.8%），毛利率分别为 31.3%、31.7%、31.6%。拆分来看：

收入端：下游需求修复，海外品牌压缩成本、供应链外迁，公司依托完善供应链&优质产品持续抢占份额，预计商用产品 24-26 年收入增速分别为 40.4%/10.0%/8.0%；户外&家用主要面向内销市场，受益于政策支持&宏观经济修复，预计户外产品收入增速为 15%/20%/20%；家用产品受益于新增体育产业园投放后产能释放，预计收入增速分别为 -27%/58%/106%。

盈利端：考虑到公司新增产能投放后生产效率优化、人工成本降低，但考虑这就规模提升，预计整体盈利能力稳定。此外，费用投入方面，公司规模稳健增长、规模优势逐步体现，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 7.4%、7.3%、7.2%；管理费用分别为 7.6%、7.5%、7.0%；研发费用分别为 4.5%、4.5%、4.5%。

图 30: 收入预测 (百万元)

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	867.98	864.39	824.70	895.31	1,228.32	1,366.09	1,500.50
YOY (%)	-7.43%	-0.41%	-4.59%	8.56%	37.19%	11.22%	9.84%
毛利率	32.85%	25.58%	26.21%	31.86%	31.33%	31.69%	31.60%
商用							
收入	767.13	723.36	735.60	779.70	1094.70	1204.17	1300.50
YOY (%)	6.31%	-5.71%	1.69%	6.00%	40.40%	10.00%	8.00%
销量 (万套)	18.48	17.80	17.92	17.95	24.23	26.65	28.78
YOY	4.29%	-3.69%	0.67%	0.18%	35.00%	10.00%	8.00%
均价 (元/套)	4151.52	4064.51	4105.83	4344.31	4518.09	4518.09	4518.09
YOY	1.93%	-2.10%	1.02%	5.81%	4.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	33.14%	26.34%	33.10%	33.10%	32.50%	33.00%	33.00%
业务收入比例 (%)	88.38%	83.68%	89.20%	87.09%	89.12%	88.15%	86.67%
户外							
收入	39.83	61.57	41.02	49.05	56.41	67.69	81.23
YOY (%)	-61.33%	54.58%	-33.38%	19.58%	15.00%	20.00%	20.00%
销量 (万套)	2.06	1.99	1.38	1.73	1.99	2.38	2.86
YOY	-39.83%	-3.34%	-30.73%	25.47%	15.00%	20.00%	20.00%
均价 (元/套)	1937.16	3098.02	2979.59	2839.69	2839.69	2839.69	2839.69
YOY	-35.73%	59.93%	-3.82%	-4.70%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)				36.53%	36.00%	36.00%	36.00%
业务收入比例 (%)	4.59%	7.12%	4.97%	5.48%	4.59%	4.95%	5.41%
家用							
收入	16.36	11.32	7.55	5.72	4.20	6.62	13.64
YOY (%)	13.93%	-30.81%	-33.30%	-24.24%	-26.50%	57.50%	106.00%
销量 (万套)	0.78	0.42	0.30	0.21	0.14	0.22	0.43
YOY	-0.74%	-46.21%	-28.50%	-31.32%	-30.00%	50.00%	100.00%
均价 (元/套)	2091.80	2690.75	2509.97	2768.64	2907.07	3052.42	3143.99
YOY	14.77%	28.63%	-6.72%	10.31%	5.00%	5.00%	3.00%
毛利率 (%)				34.45%	35.00%	37.00%	38.00%
业务收入比例 (%)	1.89%	1.31%	0.92%	0.64%	0.34%	0.48%	0.91%
其他主营业务							
收入	44.66	68.14	40.53	60.84	73.01	87.61	105.13
YOY (%)	-54.72%	52.58%	-40.52%	50.11%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)				11.89%	10.00%	10.00%	10.00%
业务收入比例 (%)	5.15%	7.88%	4.91%	6.80%	5.94%	6.41%	7.01%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4.2 投资评级

英派斯为全球领先健身器材行业领先企业, 代工&品牌双轮驱动, 研发&产品优势显著; **2025** 年公司产能有望翻倍、生产效率提升, 有望持续夯实龙头地位。预计 **2024-2026** 年公司归母净利润将分别为 **1.2、1.5、1.8** 亿元, 对应 **PE** 分别为 **27.5X、22.0X、18.8X**。选取同行业竞争对手舒华体育、制造领先&品牌高增的出海公司匠心家居、人造草坪全球龙头共创草坪作为同行业可比公司, **2024** 年可比公司平均估值为 **22.0X**。考虑到英派斯产能有望翻倍的可能性、拟进军智能眼镜赛道扩展第二成长曲线, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图 31: 同行估值对比

证券代码	证券名称	收盘价	EPS						PE						
			2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
605299.SH	舒华体育	8.28	0.28	0.27	0.31	0.30	0.36	-	21.79	29.57	30.67	26.71	27.71	22.72	-
301061.SZ	匠心家居	70.35	4.59	2.61	3.18	3.18	3.89	4.56	20.51	15.33	26.95	22.12	22.13	18.09	15.42
605099.SH	共创草坪	20.82	0.95	1.12	1.08	1.29	1.52	1.76	18.76	21.92	18.59	19.28	16.20	13.71	11.86
	行业平均	33.15	1.94	1.33	1.52	1.59	1.92	3.16	20.35	22.27	25.40	22.70	22.01	18.17	13.64

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (估值日期: 采用 2025 年 1 月 15 日收盘价, 一致预期来自于 Wind)

风险因素:

需求复苏不及预期。若下游需求复苏停滞，预计影响公司收入。

原材料&汇率波动超预期。若原材料&汇率波动超预期，影响公司盈利能力。

产能爬坡不及预期。公司产能有望翻番，若产能利用率爬坡不及预期，影响公司盈利能力。

新赛道拓展不及预期。公司新进智能眼镜赛道，若开拓不及预期，远期估值将被影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	888	875	1,519	1,793	2,152	
货币资金	387	391	885	1,075	1,386	
应收票据	0	1	1	1	1	
应收账款	163	109	191	216	218	
预付账款	23	11	0	28	28	
存货	161	194	248	273	309	
其他	153	170	195	201	210	
非流动资产	1,142	1,420	1,435	1,318	1,201	
长期股权投资	1	0	0	0	0	
固定资产(合计)	129	171	1,114	1,068	957	
无形资产	84	85	85	85	85	
其他	928	1,163	235	165	159	
资产总计	2,030	2,295	2,954	3,111	3,353	
流动负债	329	423	582	604	689	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	22	67	105	84	111	
应付账款	149	164	214	239	266	
其他	158	193	262	282	312	
非流动负债	541	631	655	655	655	
长期借款	535	627	627	627	627	
其他	5	4	27	27	27	
负债合计	870	1,054	1,236	1,259	1,343	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,160	1,241	1,718	1,852	2,009	
负债和股东权益	2,030	2,295	2,954	3,111	3,353	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	825	895	1,228	1,366	1,501	
同比(%)	-4.6%	8.6%	37.2%	11.2%	9.8%	
归属母公司净利润	66	88	122	153	178	
同比(%)	276.7%	34.3%	38.2%	25.2%	16.9%	
毛利率(%)	26.2%	31.9%	31.3%	31.7%	31.6%	
ROE%	5.7%	7.1%	7.1%	8.2%	8.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.60	0.82	1.03	1.21	
P/E	51.09	38.05	27.54	22.00	18.82	
P/B	2.89	2.70	1.95	1.81	1.67	
EV/EBITDA	30.12	24.61	15.60	10.55	8.73	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	825	895	1,228	1,366	1,501	
营业成本	609	610	844	933	1,026	
营业税金及附加	4	4	0	7	7	
销售费用	58	68	91	100	108	
管理费用	56	67	93	102	105	
研发费用	40	41	55	61	68	
财务费用	-16	-15	8	-9	-16	
减值损失合计	-18	1	0	0	0	
投资净收益	1	2	2	2	2	
其他	-8	-20	5	6	5	
营业利润	49	102	143	179	210	
营业外收支	-3	-1	0	0	0	
利润总额	45	101	143	179	210	
所得税	-20	13	22	27	31	
净利润	66	88	122	153	178	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	66	88	122	153	178	
EBITDA	58	93	206	287	311	
EPS(当年)(元)	0.55	0.73	0.82	1.03	1.21	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金	104	260	154	228	352	
净利润	66	88	122	153	178	
折旧摊销	23	19	55	117	117	
财务费用	-9	-3	22	22	22	
投资损失	-1	-2	-2	-2	-2	
营运资金变动	15	122	-54	-61	37	
其它	11	35	11	0	0	
投资活动现金流	-559	-328	-56	2	2	
资本支出	-455	-308	-5	0	0	
长期投资	-85	-20	-50	0	0	
其他	-19	0	-1	2	2	
筹资活动现金流	178	27	391	-40	-43	
吸收投资	0	0	380	0	0	
借款	123	92	0	0	0	
支付利息或股息	-25	-37	-36	-40	-43	
现金流净增加额	-267	-38	494	191	311	

研究团队简介

姜文锬，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。