

605299.SH

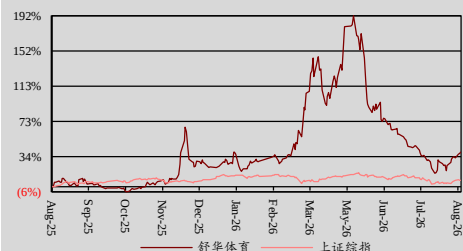
增持

原评级：未有评级

市场价格:人民币 12.90

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	13.2	2.4	(48.4)	37.5
相对上证综指	15.1	3.6	(42.0)	29.9

发行股数 (百万)	407.66
流通股 (百万)	407.66
总市值 (人民币 百万)	5,258.81
3个月日均交易额 (人民币 百万)	287.57
主要股东持股比例 (%)	
晋江舒华投资发展有限公司	63.24

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 8 月 12 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造：文娱用品

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

证券分析师：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524080001

证券分析师：许佳璐

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

舒华体育

国内领先科学运动服务商，加速全球扩张打造“世界舒华”

舒华体育作为国内领先的科学运动服务商，看好其在产品智能化和品牌加速出海的战略下驱动业绩增长，首次覆盖，给予增持评级。

支撑评级的要点

- **舒华体育：国内领先科学运动服务商，品牌全球化加速扩张。**公司以跑步机业务起家，深耕健身器材行业，经过 30 年的发展，逐步从“硬件器材制造商”向“科学运动服务商”转型。主营业务包括室内健身器材、室外路径产品、展示架三大板块，近年来公司逐步加大出海力度。26Q1 公司实现营收 3.49 亿元，同比+28.80%；归母净利润 0.24 亿元，同比+212.79%，26H1 归母净利润预计同比+93.27%-141.58%，业绩整体转增。
- **行业分析：国内健身器材渗透率有待提升，智能化浪潮席卷全球。**全球健身器材 2025-2030 年的 CAGR 预计为 5.38%，逐步从规模扩张转向价值提升。国内市场方面，体育行业利好政策不断释放，健身市场当前渗透率较低，未来规模增长可期。健身器材市场以出口为主导，总体外销景气度较高。行业智能化趋势显著，2026-2033 年智能健身设备市场规模的 CAGR 预计将达到 11.32%，超出行业整体增速。
- **公司优势：奥委合作构筑品牌优势，智能+出海打开增量空间。**1) **品牌端：**公司与奥委会陆续达成 11 年的战略合作，高规格合作一方面倒逼产品技术升级，另一方面专业背书加强了品牌曝光，铸就全球的品牌信任壁垒，也为政企端的合作奠基。2) **产品端：**公司构建了全场景、全人群的产品服务矩阵，并从一揽子的器材销售商向提供解决方案的多元服务商转型；此外公司持续加大研发投入，顺应行业智能化趋势，推动 AI 技术在产品中的应用，26Q1 公司的智能产品出库额同比增超 160%。3) **渠道端：**国内实现直销、经销、电商等全渠道布局，经销商网络深度覆盖全国各省市；海外市场方面，公司加速自有品牌出海，全球业务已经覆盖超过 110 个国家和地区，全球化势头强劲，也成为当前公司增长的核心驱动力。

估值

- 舒华体育作为国内领先的科学运动服务商，品牌端与奥委会多年合作构筑品牌优势；产品端实现全场景覆盖，由单纯的器材销售商向多元服务商转型，提高业务的商业附加值；加大研发投入顺应行业智能化趋势，并带动产品毛利上行；渠道端国内布局完善，海外市场加速品牌扩张，驱动业绩增长。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 1.40/1.82/2.29 亿元，对应 PE 为 37.4/28.9/22.9 倍，首次覆盖，给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 行业竞争加剧、国际政局变动及汇率波动、政府财政支出持续萎缩。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	1,417	1,566	1,834	2,131	2,424
增长率(%)	(0.4)	10.5	17.1	16.2	13.8
EBITDA(人民币 百万)	156	180	246	309	370
归母净利润(人民币 百万)	90	89	140	182	229
增长率(%)	(30.0)	(1.2)	57.4	29.6	26.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.22	0.22	0.34	0.45	0.56
市盈率(倍)	58.2	58.9	37.4	28.9	22.9
市净率(倍)	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0
EV/EBITDA(倍)	19.0	24.9	20.5	16.3	13.6
每股股息 (人民币)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
股息率(%)	2.5	1.7	2.4	3.1	3.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

舒华体育：国内领先科学运动服务商，品牌全球化加速扩张.....	4
公司简介：国内领先科学运动服务商，加速全球化品牌扩张	4
财务表现：业绩逐步转增，海外市场为核心驱动	5
行业分析：国内健身器材渗透率有待提升，智能化浪潮席卷全球	7
公司优势：奥委合作构筑品牌优势，智能+出海打开增量空间.....	10
品牌：奥委会认证提供专业背书，政企校园合作经验丰富	10
产品：构建全场景产品矩阵，前瞻布局智能生态	11
渠道：国内布局完善，海外步入高增通道.....	12
盈利预测与投资建议	14
盈利预测.....	14
投资建议.....	14
风险提示.....	16

图表目录

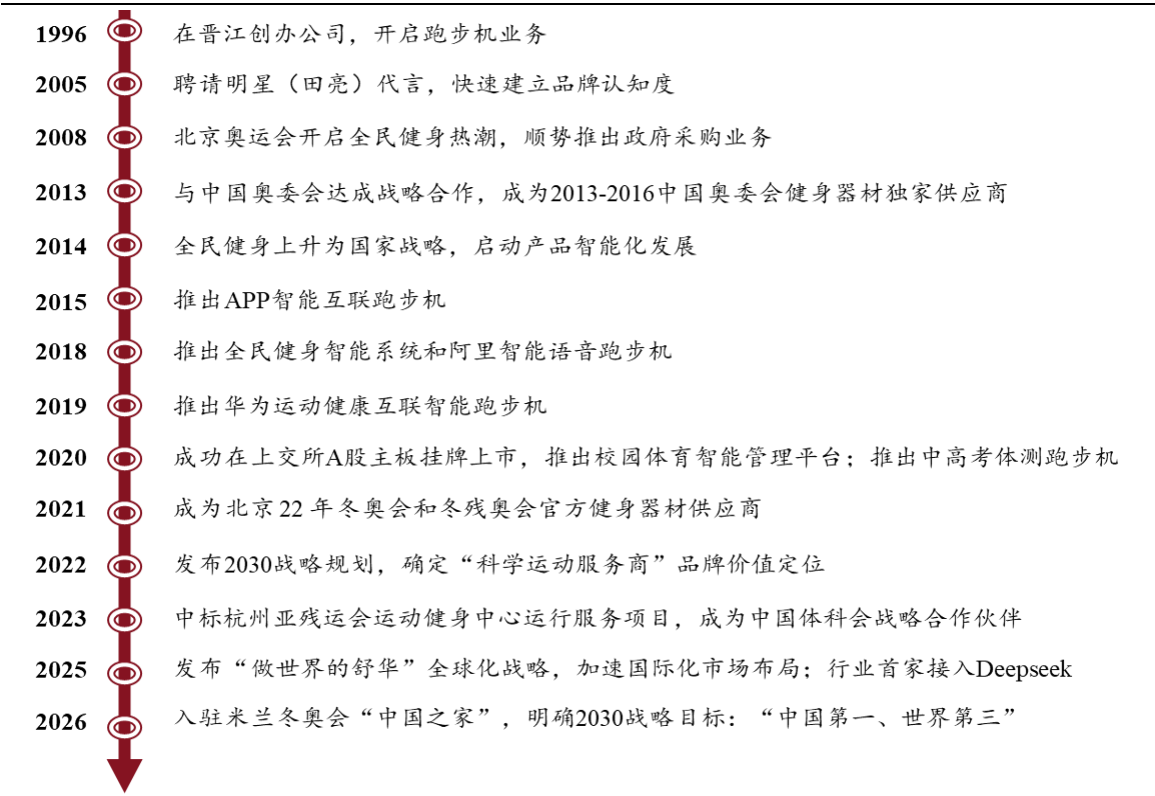
股价表现	1
投资摘要	1
图表 1.公司发展历程	4
图表 2.公司主营业务布局	4
图表 3.公司股权结构（截至 2026Q1）	5
图表 4.公司营业收入及同比增速	5
图表 5.公司归母净利润及同比增速	5
图表 6.公司各主营业务营收	6
图表 7.公司主营业务营收结构	6
图表 8.公司各主营业务毛利	6
图表 9.公司各主营业务毛利率	6
图表 10.公司毛利率及净利率水平	6
图表 11.公司期间费用率水平	6
图表 12.全球健身器材市场规模	7
图表 13.体育用品制造总产出与增加值	7
图表 14.中国健身器材市场规模	8
图表 15.2024 年各国健身市场渗透率	8
图表 16.中国健身器材行业销售渠道结构（2024 年）	8
图表 17.健身器材上市公司出口占营收比例（%）	8
图表 18.健身器材在体育用品中出口占比逐步提升	9
图表 19.公司与奥委会签订 26-28 年合作协议	10
图表 20.2026 年公司入驻米兰冬奥会“中国之家”	10
图表 21.公司招投标项目中标率超 85%	10
图表 22.2026 年公司中标项目不完全统计	11
图表 23.公司旗下产品覆盖六大使用场景	11
图表 24.公司持续加大研发投入	12
图表 25.2025 年公司的知识产权成果丰硕	12
图表 26. V10+变感跑台跑步机	12
图表 27. BioFit 数智系列	12
图表 28.公司的海外业务营收占比逐步提升	13
图表 29.公司的海外业务毛利率逐步提升	13
图表 30.主营业务营收及毛利预测（百万元）	14
图表 31.可比公司估值状况（截至 2026.8.12）	15
利润表(人民币 百万)	17
现金流量表(人民币 百万)	17
财务指标	17
资产负债表(人民币 百万)	17

舒华体育：国内领先科学运动服务商，品牌全球化加速扩张

公司简介：国内领先科学运动服务商，加速全球化品牌扩张

国内领先科学运动服务商，锚定“世界舒华”新目标。公司于1996年在晋江创立，最初主要聚焦在跑步机业务，经过30年的发展，逐步从“硬件器材制造商”向“科学运动服务商”转型。2013年公司与奥委会达成战略合作，成为2013-2016年中国奥委会健身器材独家供应商，自此陆续和中国奥委会达成11年合作。公司的主营业务包括室内健身器材、室外路径产品、展示架三大板块，业务重心聚焦在国内市场，近年逐步加快海外业务的扩张。2025年公司正式启动全球化战略，加速全球业务布局，2026年正式明确2030年的战略目标：冲刺中国第一、世界前三。

图表 1.公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

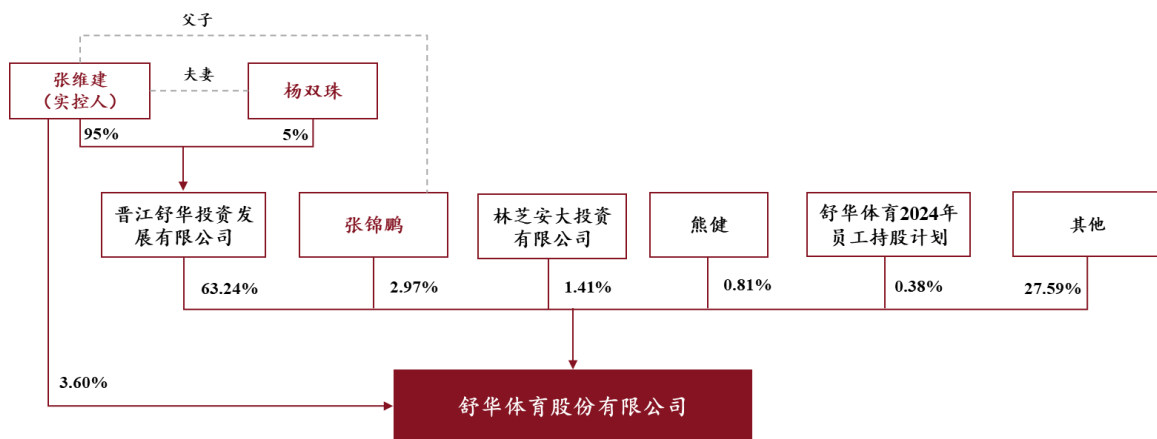
图表 2.公司主营业务布局

产品类别	细分品类	特点	主要客户
健身器材	室内健身器材	室内健身器材是指在健身俱乐部、酒店、家庭等室内场所设置的健身器材，主要包括跑步机、健身车、力量器械、倒立机等。	境内外企业客户及个人消费者等
健身器材	室外路径产品	室外路径产品是指在社区、公园等公共场合设置的，供民众健身娱乐使用的体育器械及体育场馆设施，主要面向政府及企事业单位等全民健身采购类客户。	各地体育局及企事业单位
	展示架	展示架产品主要是为安踏体育、特步、阿迪达斯体育（中国）有限公司等运动鞋服品牌企业提供的商品展示道具，用于其终端零售实体店商品的摆放展示，包括靠墙、挂具、中岛、展台及配套等多个系列。	安踏体育、特步、阿迪达斯等国内外运动品牌

资料来源：公司公告，中银证券

创始人家族绝对控股，第二大股东为安踏投资平台。公司的创始人兼董事长张维建直接持股3.60%，与妻子杨双珠通过舒华投资间接持股63.24%，其子张锦鹏直接持股2.97%，家族三人累计持股69.81%，对公司实现绝对控股。除家族以外的第二大股东为林芝安大投资，持股比例为1.41%，该公司为安踏体育创始人家族的投资平台之一。安踏体育是公司展示架业务的重点客户，股权上的绑定进一步助力公司与安踏在业务层面上的合作。

图表 3.公司股权结构（截至 2026Q1）

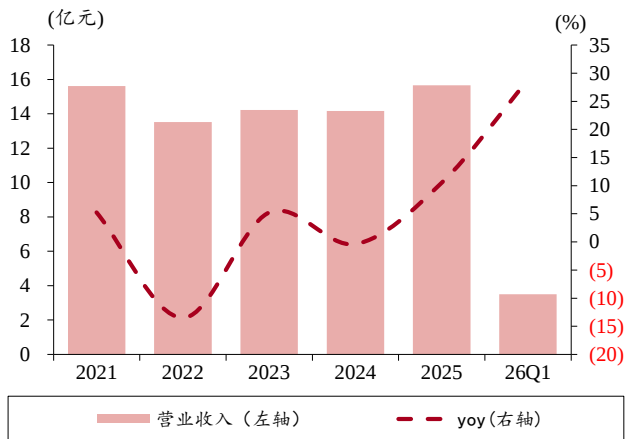


资料来源：Wind，公司公告，中银证券

财务表现：业绩逐步转增，海外市场为核心驱动

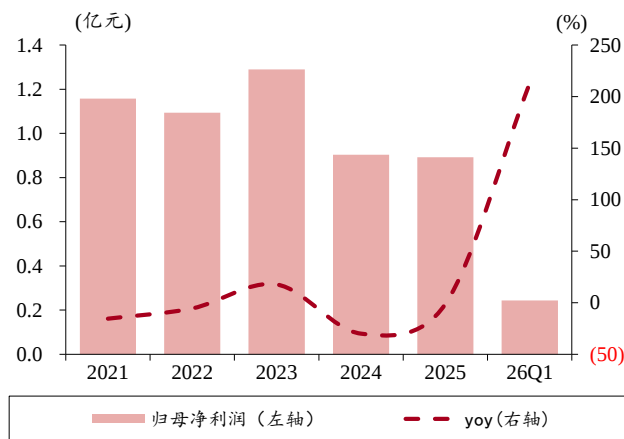
业绩逐步转增，海外市场为核心驱动。21 年公司营收端稳定增长，但业绩同比下滑，主要是受核心原材料钢材价格大幅上涨的影响。23 年在低基数和国内外消费市场普遍回暖的情况下，公司的营收和业绩同比均实现回升。24 年公司加大对健身房门店、境外市场以及研发的投入，费用上升压制短期利润。25 年以来公司的境内业务销售略有承压，海外业务营收同比高增，25 年公司实现营收 15.66 亿元，同比+10.53%；归母净利润 0.89 亿元，同比-1.24%；26Q1 公司实现营收 3.49 亿元，同比+28.80%；归母净利润 0.24 亿元，同比+212.79%；26H1 预计实现归母净利润 3900-4875 万元，同比增 93.27%-141.58%，26 年公司业绩整体转增。

图表 4.公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中银证券

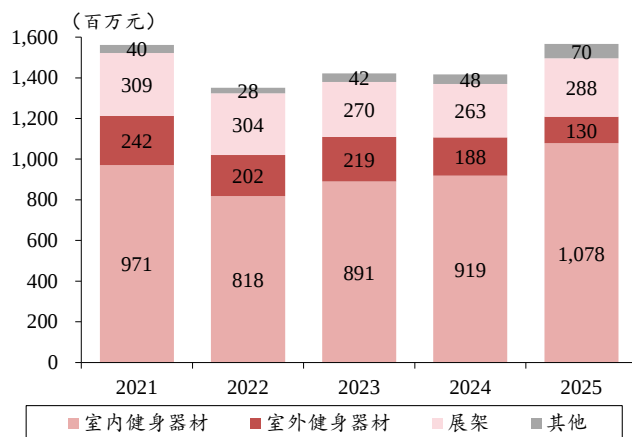
图表 5.公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，中银证券

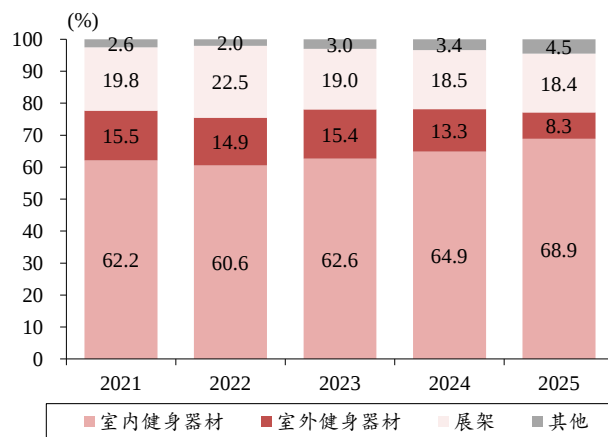
室内健身器材业务为核心支柱，室外健身器材和展架业务略有承压。分业务来看，室内健身器材板块贡献 6 成以上的收入，23 年以来受海外市场高增驱动，板块营收和毛利率都实现持续增长。室外健身器材方面，由于全民健身建设投入在 23 年前后集中释放，近两年政府财政预算缩减，政府采购订单减少，营收同比出现下滑。展示架业务方面，公司主要的客户为安踏体育和特步等大型知名运动品牌，受到下游鞋服零售市场景气度波动及门店扩张放缓的影响，展示架业务的营收波动较大。

图表 6.公司各主营业务营收



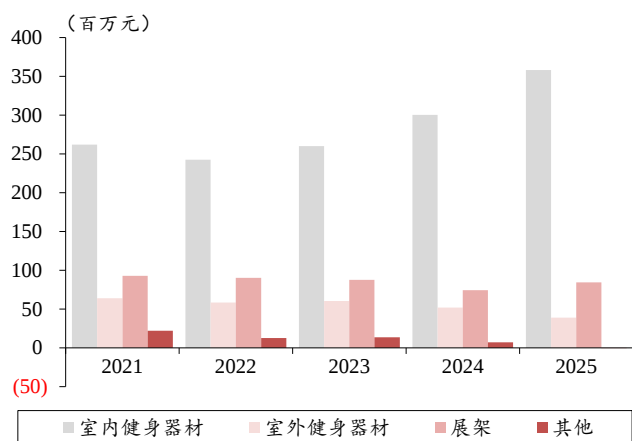
资料来源: Wind, 中银证券

图表 7.公司主营业务营收结构



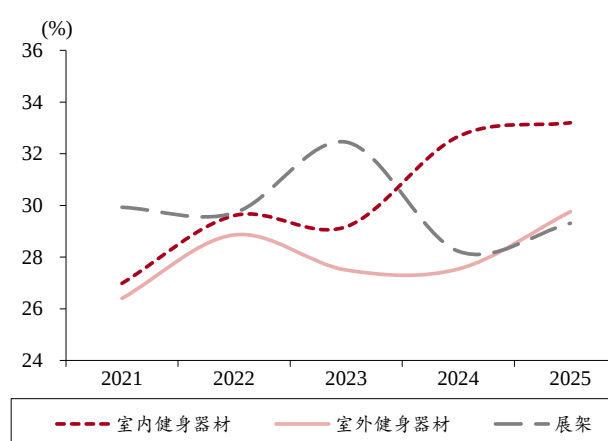
资料来源: Wind, 中银证券

图表 8.公司各主营业务毛利



资料来源: Wind, 中银证券

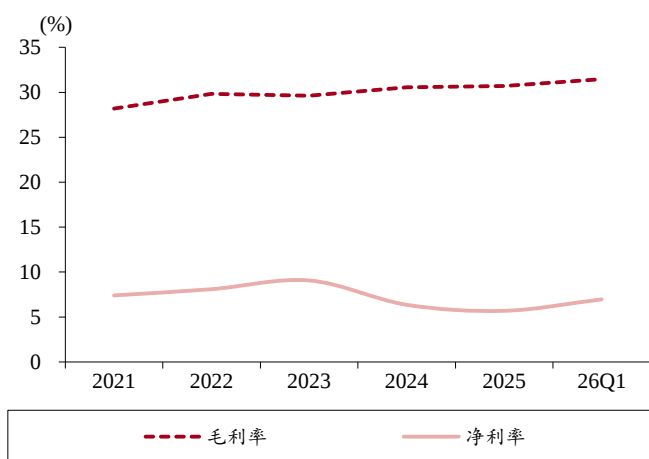
图表 9.公司各主营业务毛利率



资料来源: Wind, 中银证券

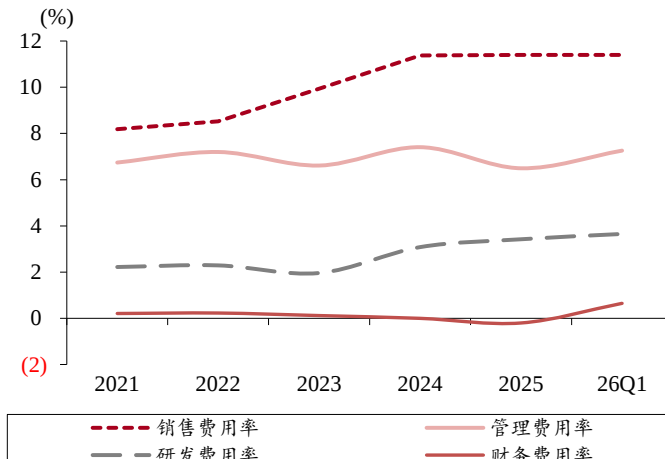
毛利率持续上行, 费用率略有波动。从盈利水平来看, 近年毛利率水平呈上行趋势, 2021-26Q1, 公司的毛利率从 28.20% 提升至 31.47%; 净利率波动较大, 主要是受到费用端的影响。期间费用方面, 24 年起, 公司加大对健身房新业务以及海外市场的投入, 销售费用率同比走高; 此外, 公司近年加大对产品的研发投入, 研发费用率持续提高, 但有望提升公司产品的智能化水平, 带动毛利率进一步上行。

图表 10.公司毛利率及净利率水平



资料来源: Wind, 中银证券

图表 11.公司期间费用率水平

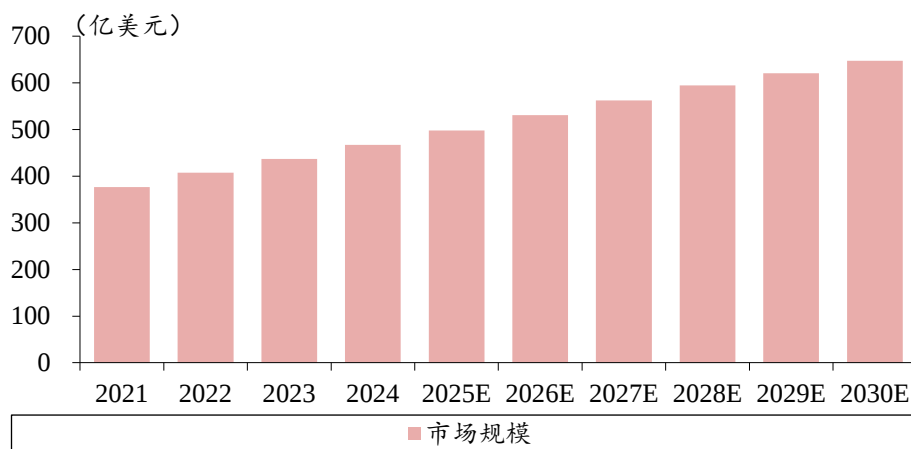


资料来源: Wind, 中银证券

行业分析：国内健身器材渗透率有待提升，智能化浪潮席卷全球

全球健身器材市场从规模扩张转向价值提升，力量型产品市场规模增速更高。据华交会援引的 Statista 数据，2024 年全球健身器材市场规模为 467.2 亿美元，预计 2025 年为 498.1 亿美元，到 2030 年将增加至 647.4 亿美元，2025-2030 年的 CAGR 为 5.38%。全球市场增长的主要驱动力来自全球肥胖率上升、缺乏体力活动带来的经济负担加重，以及各国推动预防性健康保健的政策导向。据 The Business Research Company 的统计，亚太地区已经超越北美，成为最具增长潜力的区域市场。从产品结构来看，受肌肉力量训练和功能性健身偏好的转移所驱动，力量训练器材 2026-2031 年市场规模的 CAGR 达到 5.86%。

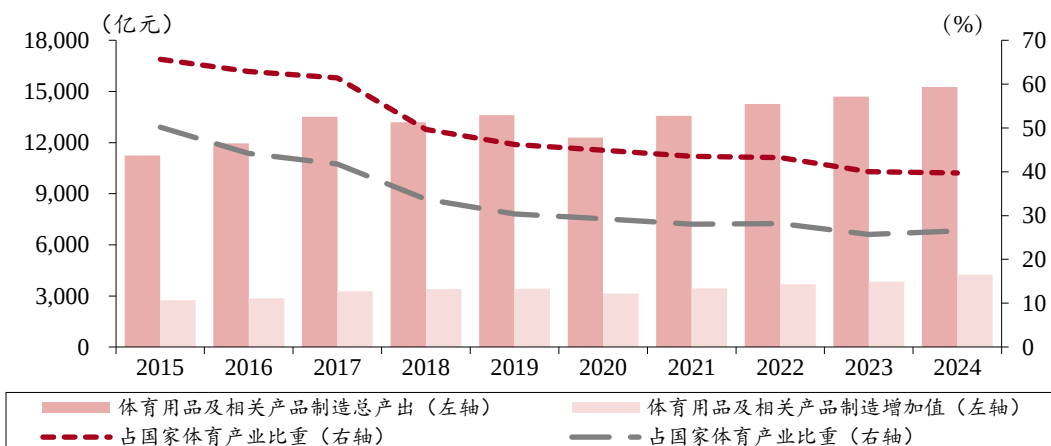
图表 12.全球健身器材市场规模



资料来源：华交会，Statista，中银证券

国内政策端利好持续释放，体育用品制造产值较高。25 年 8 月，我国国务院办公厅发布《关于释放体育消费潜力 进一步推进体育产业高质量发展的意见》，从扩大供给、激发需求、壮大经营主体等维度提出 20 条具体举措，明确到 2030 年体育产业总规模突破 7 万亿元的目标。作为体育产业的核心组成部分，2024 年体育用品及相关产品制造总产出达到 1.5 万亿元，占全部体育产业总产出的 39.7%；体育用品及相关产品制造实现增加值 4245 亿元，占体育产业增加值的比重为 26.5%。22 年以来，体育用品制造业增加值增速持续高于全部制造业增加值增速；从长期走势看，体育用品制造业已进入相对稳定的发展阶段，推动质量提升成为关键。

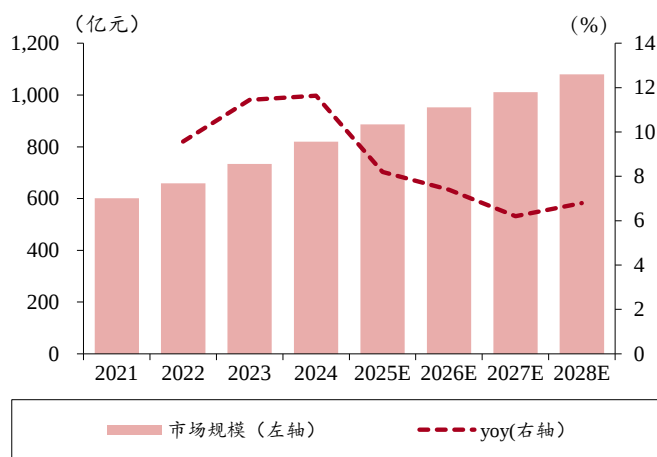
图表 13.体育用品制造总产出与增加值



资料来源：Wind，国家统计局，中银证券

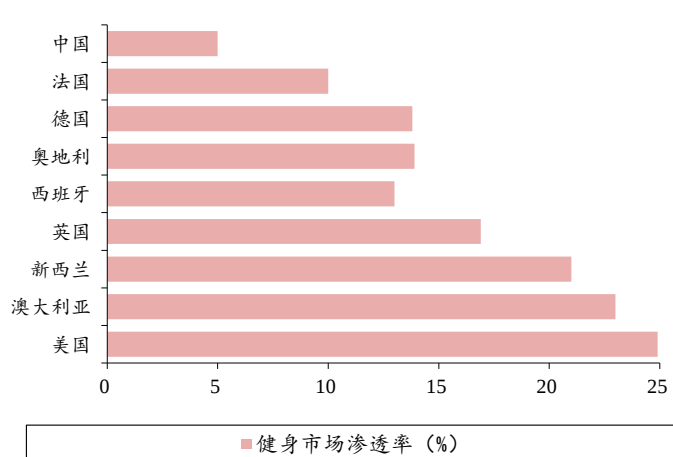
国内健身市场渗透率较低，市场规模增长可期。聚焦到健身器材市场方面，对比国际水平，欧美等区域的健身市场渗透率较高，据健身器材百科 FitGearSource 援引的 HFA 数据，2024 年，美国、澳大利亚、新西兰的渗透率分别为 24.9%、23.0%、21.0%，欧洲大部分国家均超过 10%，而同期中国的市场渗透率仅为 5%。随着全民健身政策的驱动以及居民健身意识的觉醒，市场渗透率有望逐步提升。从市场规模来看，据证券时报和艾媒咨询统计，2024 年我国健身器材的市场规模为 819.50 亿元，同比+11.63%，预计 2027 年将突破千亿元大关。

图表 14.中国健身器材市场规模



资料来源：证券时报，艾媒咨询，中银证券

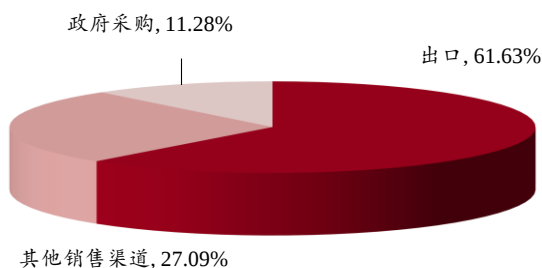
图表 15.2024 年各国健身市场渗透率



资料来源：健身器材百科 FitGearSource，HFA，中银证券

出口主导结构，健身器材外销景气度高。依托供应链与成本优势，我国的健身器材上市公司以出口为主导，各公司的出口营收占比加权平均值长期超过 50%；据体育用品业联合会，2024 年其统计的样本企业超过六成产品销往国际市场。从体育用品的整体出口额来看，2025 年我国健身器材出口额为 73.25 亿美元，同比+14.36%，在体育用品出口中占比为 26.01%，2022 年以来占比持续提升，也是体育用品中出口景气度领先的细分品类。

图表 16.中国健身器材行业销售渠道结构（2024 年）



资料来源：中国体育用品业联合会，中银证券

图表 17.健身器材上市公司出口占营收比例 (%)

公司简称	2020	2021	2022	2023	2024	2025
三柏硕	95.99	96.54	92.33	100.00	100.00	100.00
信隆健康	51.38	51.89	64.28	57.94	51.77	52.80
英派斯	74.10	65.51	74.39	73.12	78.68	76.92
康力源	79.99	81.36	77.41	75.99	80.45	72.33
舒华体育	18.59	13.72	8.46	13.32	19.70	29.19
加权平均值	56.99	55.66	55.91	52.06	58.40	

资料来源：中国体育用品业联合会，Wind，中银证券

图表 18.健身器材在体育用品中出口占比逐步提升

	其他健身器材 及康复器械 (亿美元)	占比(%)	yoy(%)	跑步机 (亿美元)	占比 (%)	yoy(%)	健身器材 (亿美元)	占比(%)	yoy(%)	体育用品 (亿美元)	yoy(%)
2019	26.48	15.65		7.82	4.62		34.30	20.27			
2020	51.78	24.86	95.57	14.28	6.86	82.63	66.06	31.72	92.59		
2021	70.90	20.65	36.92	17.20	5.01	20.42	88.10	25.66	33.36	345.35	64.83
2022	38.17	11.28	(46.16)	8.55	2.52	(50.31)	46.72	13.80	(46.97)	338.54	(1.40)
2023	41.32	15.54	8.25	9.91	3.73	15.94	51.23	19.27	9.65	265.95	(21.44)
2024	50.47	17.77	22.13	13.58	4.78	37.08	64.05	22.55	25.02	283.96	6.77
2025	58.57	20.80	16.06	14.68	5.21	8.12	73.25	26.01	14.36	281.63	(0.82)

资料来源：中国体育用品业联合会，中银证券

注：本文统计的健身器材为其他健身器材及康复器械与跑步机的出口总额

智能化浪潮席卷全球，智能健身设备市场规模加速增长。2026 年体博会已经公布的新品中，具备 AI、数据互联、智能交互功能的产品超过 6 成，且多家企业已经从单个产品的智能化升级到多个场景的整体智慧解决方案。从有氧器械与无氧器械的数据打通，到运动测评、计划制定、智能执行与反馈调整的闭环，AI 应用正在从单点功能向系统集成演进。据 Future Market Report 预测，2025 年全球智能健身设备市场规模约为 67 亿美元，预计到 2033 年将达到 158 亿美元，2026 年至 2033 年 CAGR 为 11.32%，智能跑步机以 28.7% 的全球收入占据主导地位。

公司优势：奥委合作构筑品牌优势，智能+出海打开增量空间

品牌：奥委会认证提供专业背书，政企校园合作经验丰富

多年奥委会战略合作，铸就全球品牌信任壁垒。自 2013-2028 年，公司陆续与中国奥委会达成 11 年的战略合作，先后入驻索契、里约、平昌、巴黎、米兰五届奥运会的“中国之家”。2021-2022 年，公司成为“北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方健身器材供应商”，是中国首家赞助奥运会的健身器材品牌。公司精准锚定中高端的市场定位，通过与奥运等顶级赛事 IP 合作，积极参加国际行业展会等，倒逼产品和技术升级，同时也加强了品牌曝光，搭建全球化品牌信任体系。

图表 19.公司与奥委会签订 26-28 年合作协议



资料来源：今日头条，中银证券

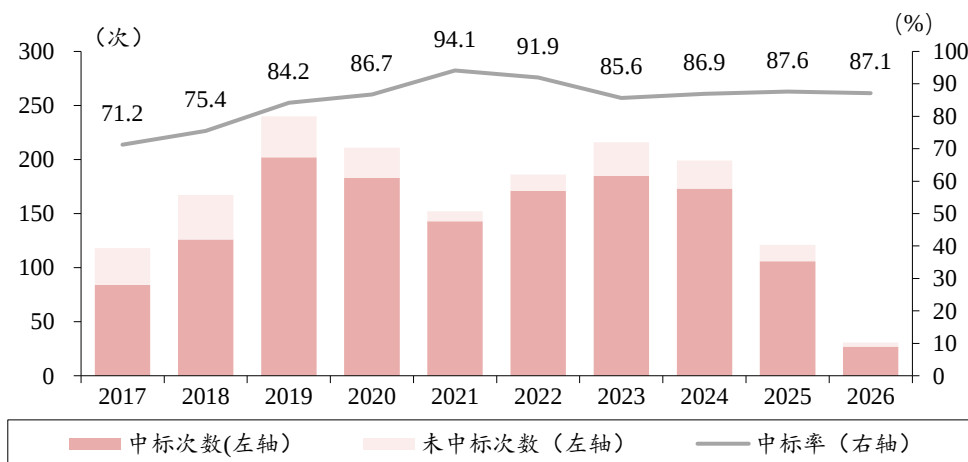
图表 20.2026 年公司入驻米兰冬奥会“中国之家”



资料来源：今日头条，中银证券

政企校园合作经验丰富，项目中标率超 85%。公司的室外路径产品主要面向政企、事业单位、体育局等，多通过招投标的方式获取订单。自 2020 年至 2025 年年末，公司已累计承建了百姓健身房超 1500 家；截至目前已累计参与 3500 余个体育公园的建设。校园体育方面，公司的产品及服务已经覆盖多所知名高校，在境内双一流高校合作渗透率已超 60%。得益于权威官方认证和广泛的市场认可，近年来公司招投标项目的中标率高达 85% 以上。

图表 21.公司招投标项目中标率超 85%



资料来源：Wind，国家统计局，中银证券

图表 22.2026 年公司中标项目不完全统计

中标项目	公告日期	采购单位	投标产品	中标金额 (万元)
南京市体育局室外乒乓球台采购及安装	2026/7/15	南京市体育局	室外乒乓球台	83.7
临夏州体育局 2026 年乡村全民健身提升工程体育器材设备采购项目	2026/7/13	临夏回族自治州体育局		318.0
2026 年经开区快乐健身行动设施设备采购与安装	2026/7/9	合肥经济技术开发区社会发展局	悬浮拼装地板、商用触摸屏跑步机	70.0
2026 年门头沟区全民健身室内外器材配建项目	2026/7/8	北京市门头沟区体育局	单人坐拉训练器、单杠、动感单车等	126.0
新昌县启明项目管理有限公司关于 2026 年新昌县城乡“金角银边”体育场地设施提升项目	2026/7/3	新昌县教育体育局		121.8
零散健身器材更新项目	2026/7/2	北京市通州区体育局	健身器材	199.4
南通市体育局 2026 年全民健身器材采购项目	2026/7/1	南通市体育局	健身器材	249.5
石家庄海关机关工会委员会健身器材采购项目	2026/6/5	石家庄海关机关工会委员会	健身器材	48.9
二期综合运动馆健身房健身器材采购项目	2026/4/28	香港中文大学 (深圳)	健身器材	248.9
吉林前信工程咨询有限公司关于 2025 年文旅局全民健身器材补短板项目	2026/2/12	前郭尔罗斯蒙古族自治县文化广播电视和旅游局	双位扭腰器、多位斜拉路径器、背肌训练器等	56.9

资料来源: Wind, 中银证券

产品：构建全场景产品矩阵，前瞻布局智能生态

构建全场景产品矩阵，从器材到解决方案实现生态闭环。公司以全场景、全人群科学运动服务为核心，构建了“6 大解决方案+6 大业务场景”，包含商用健身、家庭健身、全民健身、体能训练、校园体育以及康养健身，聚焦健身器材、科学健身服务、企业健康管理的“1+1+1”模式，通过深入挖掘全民健身室内化、体育公园、竞技体能、军警系统等不同场景需求，促进从单一方案服务到全场景系统解决方案的升级，从一锤子买卖的硬件销售，转向持续创造价值的服务运营。25 年公司的商用产品销售额同比增长近 40%，部分新品表现亮眼，力量器械的表现也很突出。

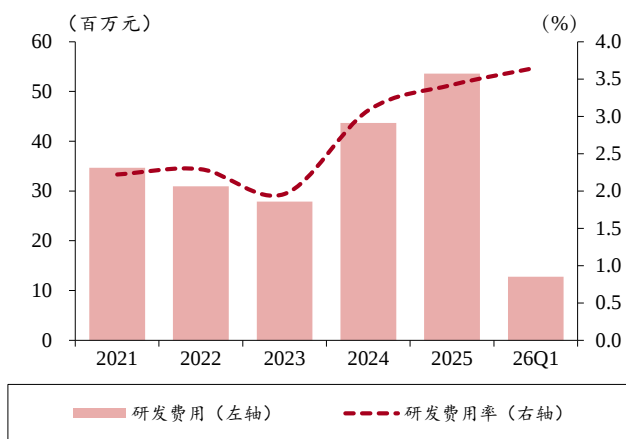
图表 23.公司旗下产品覆盖六大使用场景

					
商用健身	家庭健身	全民健身	体能训练	校园体育	康养健身

资料来源: 公司官网, 中银证券

持续加大研发投入，实现产品迭代创新。公司持续加强自主创新、研发力度，2021 年至 26Q1，公司的研发费用率从 2.22%提升至 3.65%，且研发效率显著提升，产品平均开发周期逐步缩短，25 年全年累计上新超 250 个，新品贡献率占比同步提升。此外公司还积极投身于各类行业、国家标准制订与修订工作。截至 2025 年底，公司累计拥有发明专利 30 余项，实用新型和外观专利 390 余项，主导或参与近 50 项国家及行业标准制定。

图表 24.公司持续加大研发投入



资料来源: Wind, 中银证券

图表 25.2025 年公司的知识产权成果丰硕



资料来源: SHUA 舒华公众号, 中银证券

积极推动 AI 技术运用, 深化智慧生态布局。公司是行业内首家将产品接入 Deepseek 大模型的企业, 推动 AI 健身助手实现从 V1.0 到 V3.0 的跨越式迭代升级, 并相继推出 V10+ 变感跑台跑步机、BioFit 数智力量系列等前沿产品。2025 年公司在上海打造了首家 AI 健身房, 让技术创新落地用户健身场景, 建立全方位 AI 健身体系, 实现了“硬件+软件+内容+服务”的闭环。25 年舒华运动 APP 全年使用人数同比增长超 35%, 平均月活用户数增幅近 20%, 26Q1 公司的智能产品出库额同比增超 160%。

图表 26. V10+ 变感跑台跑步机



舒华 V10+ 搭载的 FlexAir 变感跑台, 借助 AI 算法模拟不同真实路面的软硬程度, 为跑者提供更加贴合自然的跑步感受, 有效降低因跑台不适造成的运动损伤风险。

SRC 跑姿监测系统, 实时捕捉跑者的每一个动作细节, 精准分析跑姿并及时给出优化建议, 助力跑者养成科学的跑步习惯。

而 AI 健身助手则依托舒华强大的运动科学数据库和先进的 AI 模型, 根据用户的身体状况、运动目标和历史数据, 定制个性化的训练计划, 让跑步训练更具针对性和高效性。

资料来源: SHUA 舒华公众号, 中银证券

图表 27. BioFit 数智系列



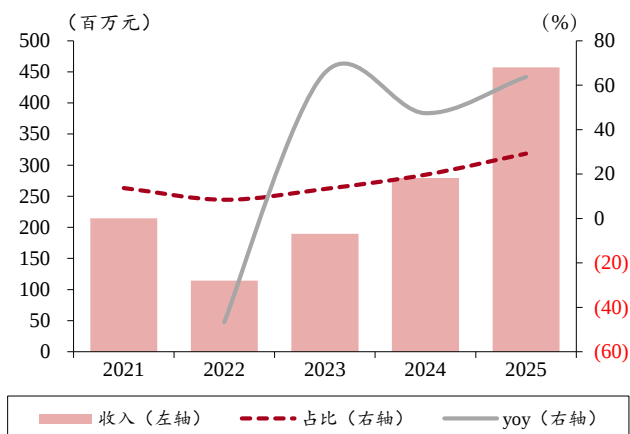
资料来源: SHUA 舒华公众号, 中银证券

渠道: 国内布局完善, 海外步入高增通道

国内实现全渠道完善布局, 经销商网络覆盖率广。深耕行业 30 余年, 公司建立了稳定的销售队伍和人才体系。截至 2025 年, 公司已发展经销商 300 余家, 经销商以专卖店、购物中心、百货商场和超市中设立店中店及融合健身服务的新型门店等多种形式覆盖各级市场, 实现经销商省级市场 100% 覆盖, 地级市场覆盖率超 85%。线上渠道中, 公司已经在天猫、京东、唯品会、抖音等平台开设直营旗舰店。此外自 2022 年起, 公司开始布局自有品牌的健身连锁门店——舒华健身, 截至 25 年底, 已在 20 多个城市通过直营和加盟方式开设 60 家门店, 将自有品牌健身器材直接铺设到门店, 同步提供健身服务、器械销售和企业服务。

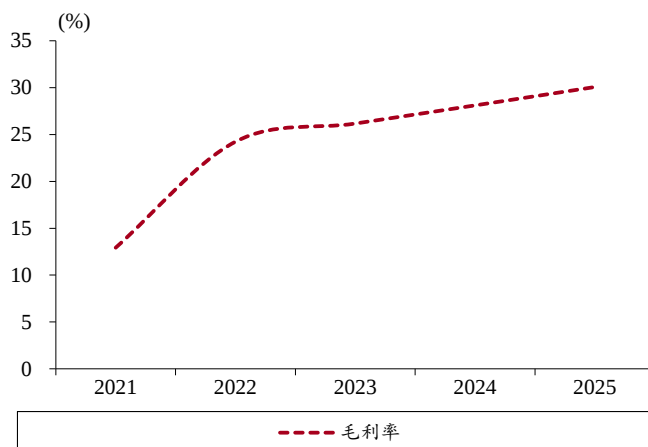
海外市场拓展提速，成为核心增长引擎。近年来，公司逐步开启品牌国际化战略，从最初的 OEM/ODM 代工向自有品牌出海转型，外销业务的营收和毛利率都实现快速增长。2025 年，公司在深耕亚太市场的基础上，顺利完成在西班牙、德国、法国等欧洲重点国家的渠道布局；英国、巴西、澳大利亚等重点市场销量实现翻倍增长，并成功与日本 LifeFit、西班牙 WiFit Gym、墨西哥 Total Fitness、巴西 INOVA Gym 等多家国际连锁健身房达成合作。新增境外合作伙伴超 160 个，全球业务已覆盖超 110 个国家和地区。26Q1 公司的海外业务销售同比增长 67.37%，全球化增长势头强劲，是公司目前增速最快的渠道。

图表 28.公司的海外业务营收占比逐步提升



资料来源：Wind，中银证券

图表 29.公司的海外业务毛利率逐步提升



资料来源：Wind，中银证券

盈利预测与投资建议

盈利预测

(1) 室内健身器材：海外销售景气度较高，26Q1 板块营收同比增速超 60%，公司也将全球化作为后续的重点战略，预计海外销售将维持高增，带动板块整体营收增长；毛利率方面，海外目前处在品牌建设和投入期，毛利端预计短期内增速较慢；同时公司在智能产品业务方面发力，有望带动产品售价提升和毛利率上行，26 年上游原材料上涨预计会对成本端造成一定压力。综合来看，我们预计公司的营收端将维持稳定增速，毛利端今年预计同比持平，后续年度保持增长。26-28 年预计将实现营收 12.94、15.27、17.56 亿元，同比分别+20%、18%、15%，对应毛利率分别为 33.2%、34.0%、35.0%。

(2) 室外健身器材：主要客户为政企、事业单位、体育局等，政府财政预算趋紧，预计整体增速较低，25 年板块营收基数较低，预计 26 年会实现小幅增长；毛利率方面，政府项目整体的毛利率保持较为稳定的水平。26-28 年预计将实现营收 1.33、1.39、1.46 亿元，同比分别+2%、+5%、+5%，对应毛利率分别为 30.0%、30.0%、30.0%。

(3) 展示架：下游为安踏、特步等运动鞋服企业，26-28 年预计将实现营收 3.16、3.48、3.76 亿元，同比分别+10%、+10%、+8%，对应毛利率分别为 30.0%、30.0%、31.0%。

(4) 其他：主要是健身房及相关培训业务，目前体量规模较小，但预计业务规模增长较快；公司后续将门店快速扩张转为提升门店运营，预计将带动经营质量提升和毛利上行。26-28 年预计将实现营收 0.92、1.17、1.46 亿元，同比分别+30%、+28%、+25%，对应毛利率分别为 12.0%、15.0%、15.0%。

图表 30.主营业务营收及毛利预测（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
室内健身器材				
营业收入	1,078.31	1,293.97	1,526.89	1,755.92
yoy(%)	17.33	20.00	18.00	15.00
毛利率(%)	33.20	33.20	34.00	35.00
室外健身器材				
营业收入	129.98	132.58	139.21	146.17
yoy(%)	(30.79)	2.00	5.00	5.00
毛利率(%)	29.76	30.00	30.00	30.00
展示架				
营业收入	287.54	316.29	347.92	375.76
yoy(%)	9.49	10.00	10.00	8.00
毛利率(%)	29.31	30.00	30.00	31.00
其他业务				
营业收入	70.42	91.55	117.18	146.47
yoy(%)	47.91	30.00	28.00	25.00
毛利率(%)	(0.43)	12.00	15.00	15.00
合计				
营业收入	1,566.26	1,834.39	2,131.20	2,424.32
yoy(%)	10.53	17.12	16.18	13.75
毛利率(%)	30.69	31.36	32.04	32.87

资料来源：Wind，公司公告，中银证券

投资建议

舒华体育作为国内领先的科学运动服务商，品牌端与奥委会多年合作构筑品牌优势；产品端实现全场景覆盖，由单纯的器材销售商向多元服务商转型，提高业务的商业附加值；加大研发投入顺应行业智能化趋势，并带动产品毛利上行；渠道端国内布局完善，海外市场加速品牌扩张，驱动业绩增长。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 1.40/1.82/2.29 亿元，对应 PE 为 37.4/28.9/22.9 倍。

我们选取同样主营健身器材销售的英派斯、康力源作为可比公司，2026 年可比公司的平均 PE 估值为 39.4 倍，目前公司的估值倍数略低于可比公司平均水平，**首次覆盖，给予增持评级。**

图表 31.可比公司估值状况（截至 2026.8.12）

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					P/E	
			2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002899.SZ	英派斯	29.62	0.63	0.75	1.05	1.33	39.4	28.2	22.3
301287.SZ	康力源	23.91	0.69	0.65	0.74	0.92	36.8	32.3	26.0
平均值							39.4	28.2	22.3
605299.SH	舒华体育	52.59	0.89	1.40	1.82	2.29	37.4	28.9	22.9

资料来源：iFind，中银证券，可比公司数据来自 iFind 一致预测

风险提示

行业竞争加剧风险：健身器材行业的市场集中度较低，且行业整体增速放缓，各参与者之间竞争或将加剧。

国际政局变动及汇率波动风险：公司当前正在加大对海外市场的投入，若国际贸易受阻或者汇率波动较大，将对其海外业务造成负面冲击。

政府财政支出持续萎缩风险：公司当前的室外健身产品主要客户为政企、事业单位，对于政策和财政支出依赖程度较高，若财政支出持续萎缩，下游需求将受到影响。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,417	1,566	1,834	2,131	2,424
营业收入	1,417	1,566	1,834	2,131	2,424
营业成本	984	1,086	1,259	1,448	1,627
营业税金及附加	19	21	24	28	32
销售费用	161	179	198	224	250
管理费用	105	102	118	136	155
研发费用	44	54	61	70	78
财务费用	0	(3)	(2)	(2)	(2)
其他收益	19	6	10	10	10
资产减值损失	(5)	(4)	(3)	(3)	(3)
信用减值损失	(16)	(18)	(10)	(8)	(8)
资产处置收益	3	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	0	0	0	0
投资收益	2	0	1	1	1
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	115	114	175	226	285
营业外收入	1	1	2	2	2
营业外支出	4	4	4	4	4
利润总额	112	111	173	225	283
所得税	22	22	33	43	54
净利润	90	89	140	182	229
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	90	89	140	182	229
EBITDA	156	180	246	309	370
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.22	0.22	0.34	0.45	0.56

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,239	1,226	1,376	1,483	1,697
货币资金	546	507	514	533	606
应收账款	328	359	446	490	574
应收票据	12	6	15	9	18
存货	235	269	316	357	399
预付账款	14	19	19	25	25
合同资产	5	3	6	4	8
其他流动资产	98	63	60	65	66
非流动资产	787	810	801	785	758
长期投资	6	6	6	6	6
固定资产	548	507	502	491	466
无形资产	80	115	119	127	129
其他长期资产	152	181	173	161	156
资产合计	2,026	2,036	2,177	2,268	2,454
流动负债	653	672	802	876	1,039
短期借款	234	212	244	264	335
应付账款	271	278	359	373	449
其他流动负债	148	182	200	238	255
非流动负债	90	90	89	88	89
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	90	90	89	88	89
负债合计	743	762	891	965	1,128
股本	412	409	408	408	408
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,283	1,274	1,285	1,304	1,327
负债和股东权益合计	2,026	2,036	2,177	2,268	2,454

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	90	89	140	182	229
折旧摊销	72	75	85	95	98
营运资金变动	(38)	(33)	(45)	(34)	(48)
其他	(16)	(25)	(1)	(4)	(3)
经营活动现金流	109	107	179	239	276
资本支出	(30)	(92)	(75)	(80)	(70)
投资变动	321	30	0	0	0
其他	(309)	34	1	1	1
投资活动现金流	(17)	(28)	(74)	(79)	(69)
银行借款	29	(22)	32	21	70
股权融资	(169)	(120)	(130)	(164)	(206)
其他	14	8	(1)	2	2
筹资活动现金流	(126)	(135)	(99)	(141)	(134)
净现金流	(34)	(56)	7	19	73

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(0.4)	10.5	17.1	16.2	13.8
营业利润增长率(%)	(31.8)	(1.0)	53.4	29.5	25.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(30.0)	(1.2)	57.4	29.6	26.1
息税前利润增长率(%)	(45.5)	24.8	55.1	32.0	27.3
息税折旧前利润增长率(%)	(30.7)	15.1	37.3	25.2	19.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(30.0)	(1.2)	57.4	29.6	26.1
获利能力					
息税前利润率(%)	5.9	6.7	8.8	10.0	11.2
营业利润率(%)	8.1	7.3	9.5	10.6	11.8
毛利率(%)	30.6	30.7	31.4	32.0	32.9
归母净利润率(%)	6.4	5.7	7.7	8.5	9.5
ROE(%)	7.0	7.0	10.9	14.0	17.3
ROIC(%)	6.8	8.1	12.3	15.9	19.9
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
流动比率	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	5.9	5.7	5.8	5.8	5.9
费用率					
销售费用率(%)	11.4	11.4	10.8	10.5	10.3
管理费用率(%)	7.4	6.5	6.4	6.4	6.4
研发费用率(%)	3.1	3.4	3.3	3.3	3.2
财务费用率(%)	0.0	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7
每股净资产(最新摊薄)	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3
每股股息	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	58.2	58.9	37.4	28.9	22.9
P/B(最新摊薄)	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0
EV/EBITDA	19.0	24.9	20.5	16.3	13.6
价格/现金流(倍)	48.1	49.2	29.3	22.0	19.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371