

# Shuhua Sports (605299 CH)

## Initiating coverage: a leader in fitness equipment industry; National Fitness Program brings new opportunities

From a low-margin OEM/ODM-based model, Shuhua Sports made a breakthrough by developing house brand products that have increased its brand premium. We believe that future demand growth would propel its house brands, along with an R&D and innovations focus and quality customer resources, and help the company increase market share. We initiate coverage with a BUY call and a target price of RMB25.50.

### A leading provider of sports and health solutions in China

Its main products are fitness equipment and display racks under its own brands as well as OEM/ODM services for overseas brands. Shuhua is building up its own brands. Its fitness equipment brands, including Shuhua and Bokang, have clear market positioning. In revenue terms, Shuhua focuses on the production and sale of fitness equipment, supplemented by display racks. In 2020, fitness equipment revenue accounted for 82.8% of total revenue. Application scenarios comprise indoor fitness equipment and outdoor products, including treadmills and strength-training equipment.

### Policy favors sports industry growth; potential room for product manufacturing

In recent years, China's Sports Power Construction Program, 14th Five-Year Plan, National Fitness Program 2021-25 and other planning initiatives have supported the development of multiple sports industry segments. Levels of per-capita disposable income and national fitness awareness are both increasing gradually, which benefits the upstream sports goods manufacturing industry. Demand and development prospects would also rise, along with growth in sports stadium services, sports training and so on.

### Shuhua's core competitive advantages

- 1) The Shuhua brand is a strong one empowered further by the company's Olympics IP.
- 2) Its R&D team continues to grow and cross-industry cooperation has brought new technology possibilities.
- 3) It has a country-wide marketing network, which integrates the development of multiple forms and channels.

### Shuhua benefits from enormous industry potential due to national policies

**Market:** The fitness business penetration of the Chinese population is only 4.98%; an increase in penetration in the future would increase market potential. Simultaneous policy measures would also tilt resources toward new incremental market demand.

**Company:** Shuhua's revenue has grown steadily with good cash flow. 2017/18/19/20 revenue were RMB1.13bn/1.18bn/1.33bn/1.48bn, up 6.4/4.4/12.8/11.3% yoy. The ratio of net cash flow from operating activities to net profit in 2018-20 was greater than 1, reflecting good sales payment collection capability.

### Valuation and risks

From a low-margin OEM/ODM-based model, Shuhua Sports made a breakthrough by developing house brand products that have increased its brand premium. We believe that future demand growth would drive its house brands, R&D and innovations focus, and quality customer resources to help the company increase market share. We expect net profit of RMB170m/210m/240m in 2021/22/23E. We are optimistic about Shuhua's future potential as a leading fitness equipment manufacturer and assign a 50x PE with a corresponding target market cap of RMB10.5bn in 2022E. We initiate coverage with a BUY rating and a target price of RMB25.50. **Risks include:** high customer concentration risk in the display rack segment; accounts receivable risks; and revenue fluctuations in the outdoor sports segment.

## Initiation of coverage

# BUY\*

<b>Target price:</b>	<b>RMB25.50</b>
Share price (6 Sep):	RMB23.55
Up/downside	8.3%

### Company information

52wk High (09/06/2021)	23.55
52wk Low (12/15/2020)	8.72
P/E (Trailing 12m)	68.64
Dividend Yield	1.27
Price to Book Ratio	7.90
Price to Sales Ratio	6.06
EV / Trail 12M EBITDA	39.34
Shares Outstanding (m)	411.5
Market Cap (RMBm)	8,810.2

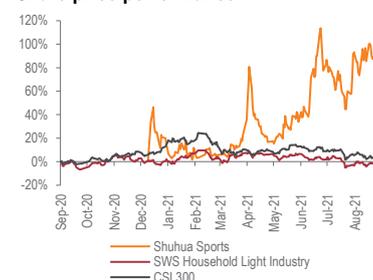
Source: Wind

### Financial summary (RMB)

	21E	22E	23E
Revenue (m)	1,781	2,120	2,437
YoY Growth (%)	19.99	19.04	14.99
EBITDA (m)	256	318	373
Net profit (m)	167	206	244
YoY Growth (%)	22.26	22.74	18.77
EPS (price/share)	0.41	0.50	0.59
P/E Ratio (x)	50.16	40.87	34.41
Price to Book Ratio (x)	5.97	5.49	5.11
Price to Sales Ratio (x)	4.72	3.96	3.45
EV/EBITDA (x)	31.77	25.53	21.67

Source: Tianfeng Securities estimate

### Share price performance



Source: BigData

TFI Asset Management Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by **Liu Zhang Ming (刘章明)** and **WU Li (吴立)**, employee of Tianfeng Securities Co., Ltd.

The target price of Shuhua Sports (605299 CH) is forecasted by TFI Asset Management Limited based on current information. The target price may fluctuate with reference to market fluctuations or other relevant factors. TFI Asset Management Limited may release publications which are inconsistent with the opinions, speculations, and predictions contained herein.

\* Note: The investment ratings given by TFI Asset Management Limited may have taken reference to the research report previously issued by other entities of the TF Group. For details, please contact us at research\_tfi@tfisec.com.

## Table of contents

<b>舒华体育：领先的体育用品供应商 .....</b>	<b>3</b>
发展脉络清晰，实力逐渐显现.....	4
主营健身器材及展示架，产品多样销售情况良好.....	4
股权架构清晰，家族控股管理.....	7
<b>行业分析.....</b>	<b>9</b>
体育产业发展空间广阔，体育用品制造为支柱力量 .....	9
健身器材行业稳定发展，未来市场规模较大.....	11
行业集中度较高，国产品牌占据中低端市场.....	12
<b>品牌核心竞争力：品牌、技术、渠道.....</b>	<b>14</b>
二十余载打造“舒华”品牌，奥运 IP 助力品牌力提升.....	14
研发团队不断壮大，跨业合作带来新技术可能 .....	14
营销网络遍布全国，多形式多渠道融合发展.....	16
<b>增长空间.....</b>	<b>19</b>
体育器材消费呈上升趋势，多元因素促成高发展空间 .....	19
国家政策坚定推动，多维举措赋能健身器材行业发展 .....	20
<b>财务分析.....</b>	<b>21</b>
收入端：营收稳步上升，电商品牌化推进室内健身器材营收快速增长.....	21
盈利端：产品毛利率处行业中游 .....	22
费用端：2020 年新收入准则下期间费用率降低，营业成本上升.....	24
现金流：现金流情况良好，具有较强的主业造血能力和生产扩张意愿.....	25
<b>盈利预测及投资建议.....</b>	<b>26</b>
<b>风险提示.....</b>	<b>28</b>
<b>Financial forecast summary.....</b>	<b>29</b>

## 舒华体育：领先的体育用品供应商

舒华体育是国内领先的运动健康解决方案供应商。公司成立于 1996 年，主要经营健身器材和展示架产品的研发、生产与销售，拥有自有品牌，同时为海外品牌提供 OEM/ODM 代工服务。公司在 2020 年共生产跑步机约 19 万台、力量器械 22 万套，总营收达到 14.8 亿元。目前公司在全国拥有四大生产基地，两大运营中心，超过 200 家经销商和 1000 余家销售服务网点，业务覆盖全球 60 多个国家和地区。舒华体育与国家体育总局等多个部门和协会有着专业合作，从 2014 年起多次为奥运会提供体育器材，并将在 2020-2022 年作为国家体育总局冬季运动管理中心唯一指定健身器材赞助商。在展示架业务方面，公司为阿迪达斯、安踏体育、特步，波司登等运动及非运动类品牌提供展示架。

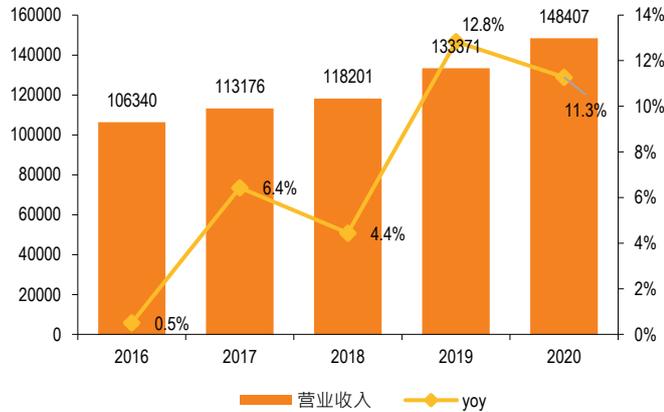
图 1：舒华运营中心和工业园区



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司营业收入持续走高，上升趋势稳健；净利润较为稳定，在 2020 年达到 13695 万元。2016-2020 年，舒华体育的总收入由 10.63 亿元增长至 14.84 亿元，年复合增长率为 8.69%。在 5 年内公司营收增长率存在上升趋势，2016 年、2018 年、2020 年同比增幅分别为 0.5%、4.4%和 11.3%。净利润方面，2016-2020 年舒华的该数值在 1.2-1.5 亿元区间波动，平均净利润为 1.32 亿元。

图 2：舒华 2016-2020 年营业收入（万元）及 yoy



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：舒华 2016-2020 年净利润（万元）及 yoy



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 发展脉络清晰，实力逐渐显现

**初创成长期（1996-2007），舒华公司成长迅速，不断推出健身器材产品，开启品牌战略。**1996 年，公司的前身福建舒华体育用品公司，在体育之城晋江创立，开始进军健身器材领域。1997、1999、2001、2004 年，舒华跑步机、全民健身器材、力量训练器材、健身车相继面世。在品牌建设方面，公司于 2002 年获得“福建省著名商标”，2003 年获评“福建省名牌产品”，2005 年通过聘请“跳水王子”田亮作为品牌代言人和赞助央视节目，全面启动品牌运营，在 2007 年“舒华”品牌终于被认定为“中国驰名商标”。

**渠道发展期（2008-2013），舒华体育营销策略不断升级，大力拓展新渠道。**在 2008 年推出小体育用品后，公司在渠道方面上进行了新布局。先后出击北京体博会、中国国际体育用品博览会，在展会上大放异彩。在 2009 年，舒华率先在福建各大商超开设“舒华商超新型店”，同年公司上线淘宝商城，成为健身器材行业内首家线上下渠道同时销售的品牌。舒华体育举办“舒华杯”千人健康跑、“舒华阿波罗 5 号公益健康跑”等活动，冠名赞助“谁是球王”羽毛球争霸赛，联合中国红十字基金会推进灾区校园健身活动的开展，提升品牌社会影响力和行业口碑。

**品牌腾飞期（2014 至今），舒华体育开启奥运营销序幕；产品服务注重健身场景，为用户提供全方位解决方案。**2014 年，舒华的健身器材入驻索契冬奥会“中国之家”；2016 年入驻里约奥运会“中国之家”；2018 年入驻平昌奥运会“中国之家”；在 2022 年即将成为北京冬奥会和残奥会健身器材供应商。在服务方面，2018 年舒华智能体育公园解决方案面世，2019 年公司推出智能社区健身中心方案，目前公司的产品服务覆盖家庭健身、商用、老年人、校园、全民健身、体能训练等场景。

## 主营健身器材及展示架，产品多样销售情况良好

舒华体育的产品种类多样，能满足消费者的不同使用需求。按产品类别分，舒华的产品主要为健身器材和展示架。其中健身器材可以根据使用场所分为，室内健身器材和室外健身器材。用于室内健身的器械包括跑步机、力量器械、健身车、倒立机等；用于户外的健身器材则为室外路径产品，包括智能路径、不锈钢力量路径、塑木路径、常规圆管路径等。展示架产品涵盖展柜、展架、展台、挂钩等，生产过程与家具制造类似。

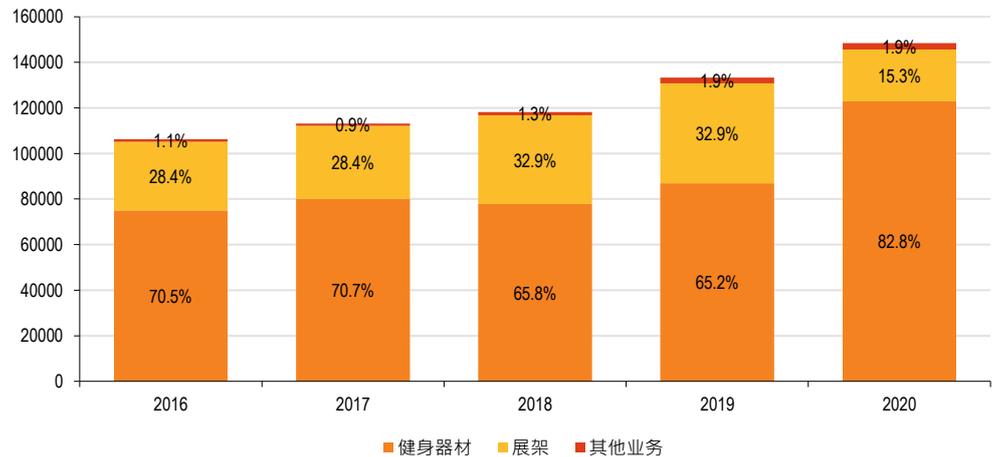
图 4：舒华体育主要产品



资料来源：舒华招股说明书，公司官网，天风证券研究所

从营收方面来看，舒华体育以健身器材生产销售为主，展架业务为辅。2016-2019 年健身器材业务营收占比保持在 67%左右，展架业务带来的收入约占总营收的 30%，而其他业务占比未曾超过 2%。2019-2020 年，公司健身器材业务增长较快，增长率达到 41.27%，主要原因是其中占据主导的（在健身器材中约占 78%）室内健身器材营收增长了 33909 万元，而室外健身路径业务仅增长 1994 万元，增幅为 8.09%。

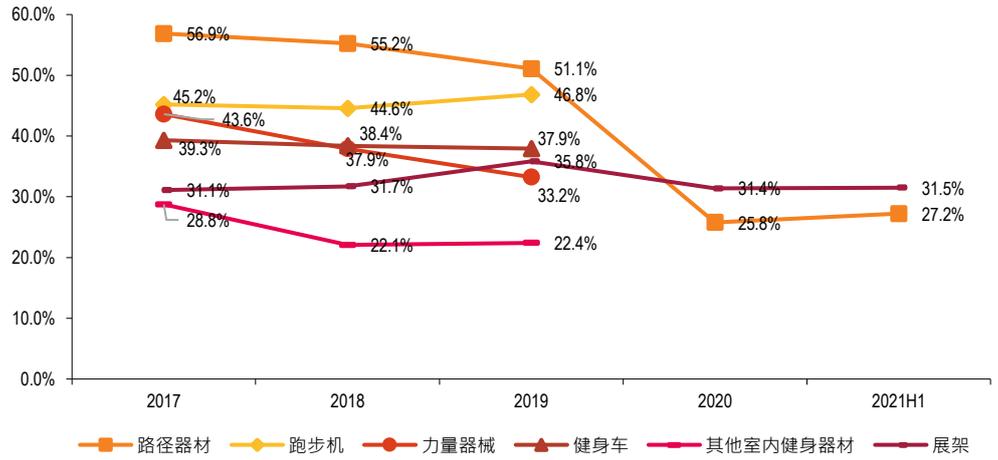
图 5：舒华体育 2016-2020 年各产品营业收入（万元）及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

从毛利率角度分析，舒华体育的该比值在 2016-2020 年平均为 39.4%，其中以室外路径和跑步机为代表的健身器材产品在多数年份较高，展架产品毛利率稍低，稳定在 32%左右。2017-2019 年，公司的路径器材产品毛利率最高，三年利率均高于 50%；在室内健身器材中，跑步机毛利率高于其他几个产品，在 2017、2018、2019 年分别达到 45.2%、44.6%、46.8%。2018、2019 年力量器械毛利率连续下降到 37.9%和 33.2%，其主要原因是钢铁原材料的上涨和产品换代造成成本升高。2020 年路径器材毛利率大幅下降，低利润的代工产品销量增加和新收入准则使营业成本上升可能为主要原因。

图 6：舒华 2017-2021H1 部分产品毛利率

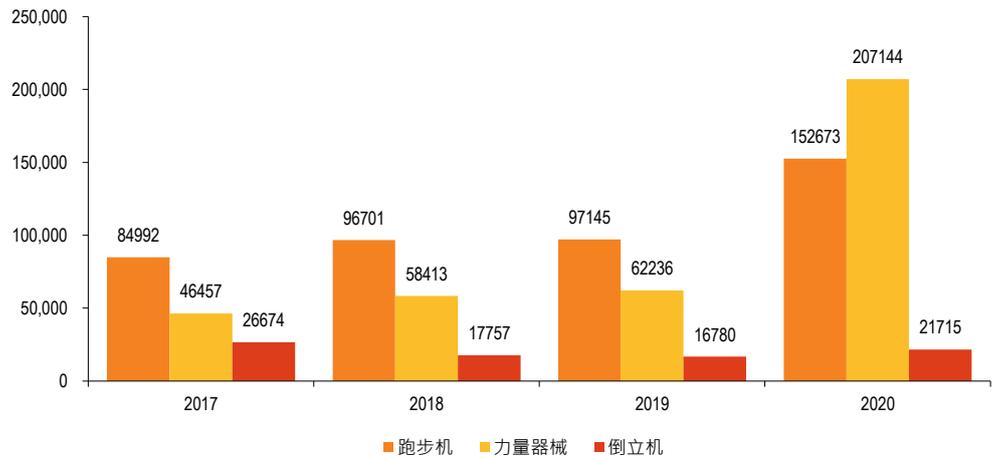


注：跑步机、力量器械、健身车及其他室内健身器材未披露 2020 和 2021H1 数据

资料来源：Wind，天风证券研究所

从销售量分析，2017-2020 年，在自产产品中跑步机和力量器械销量较高且呈上升趋势，倒立机自产销量较高。2017-2019 年三年中，跑步机在跑步机、力量器械、倒立机三种主要通过自主生产的室内健身器材中，其自产销量最高且逐年走高，分别销售自产器材 84992、96701、97145 台。2020 年力量器械自产销量显著提升，由 2019 年的 62236 件，增加到 2020 年的 207144 件，增幅达到 233%，主要原因是 2020H2 的 OEM 订单需求量增加，在这一年力量器械超过跑步机成为其中自产销量第一的产品。

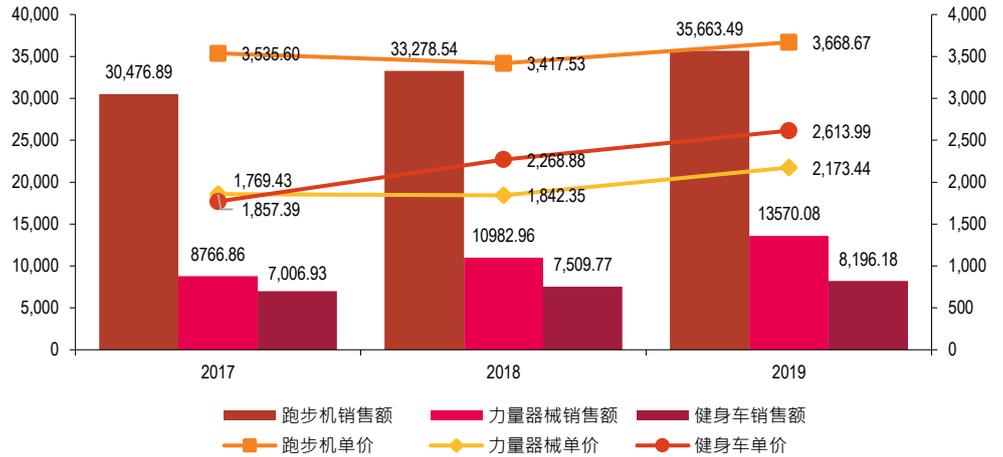
图 7：2017-2020 年舒华部分主要产品自产销量（件）



资料来源：舒华招股说明书，公司公告，天风证券研究所

从产品销售额与产品单价看，2017-2019 年舒华的三种主要产品销售金额持续上涨，其中跑步机销售总额与单价显著高于其他两种主要产品。健身器材的总销售额包括自产销售额和直接采购的产品所带来的销售额。在 2017-2019 年，跑步机总销售额均高于 3 亿元并高于力量器械与健身车的销售额都总和。而健身车销售总额在三者中最小，2017、2018、2019 年分别达到 7007、7510、8196 万元。产品单价方面，跑步机持续领先，并在 2019 年达到 3669 元/台；力量器械与健身车的单价在 2017 年较为接近，而健身车在 2017-2019 年的单价增长率高于力量器械，两者分别为 48%和 17%。

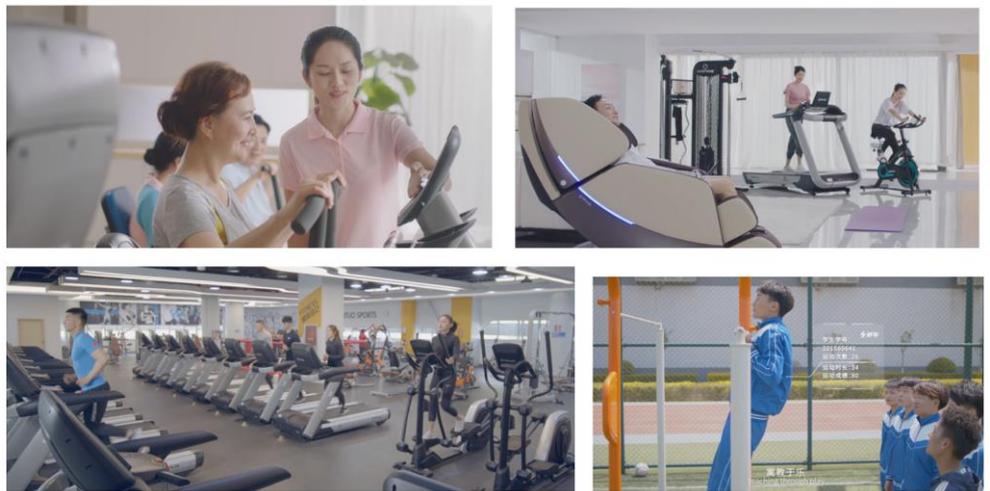
图 8：2017-2019 年舒华部分主要产品销售额（万元）及其单价（元/台）



资料来源：舒华招股说明书，天风证券研究所

针对不同健身群体和不同健身场景，舒华体育能够提供全面、专业的健身解决方案。1) 面向全民健身工程，舒华的产品涵盖健身路径、运动场馆、篮球乒乓产品，在技术上能够实现健身器材智能化互联，有效监测全民健身状况。2) 针对家庭健身需求，舒华在提供有氧训练、力量训练、功能性与柔韧性训练、理疗按摩等器材的同时，提供运动健康管理服务，为家庭打造专业的私家健身房。3) 对于老年人，舒华的老年健身解决方案能够帮助他们安全地轻度健身、配合康复、创造社交，最终实现老有安康。4) 为服务商用客户，舒华除了能供应全面的训练器材，还能为健身中心提供商业分析、器材选配、售后、课程培训等多个环节的服务。5) 针对企事业单位，舒华能够为员工制定健身解决方案，帮助他们提高身体素质。6) 面向校园健身需求，舒华体育通过引入科学教学方案和智慧管理平台，因材施教，提升校园体育教育和管理水平，提高学生体育素质，推动体育教育转型升级。

图 9：多种健身场景

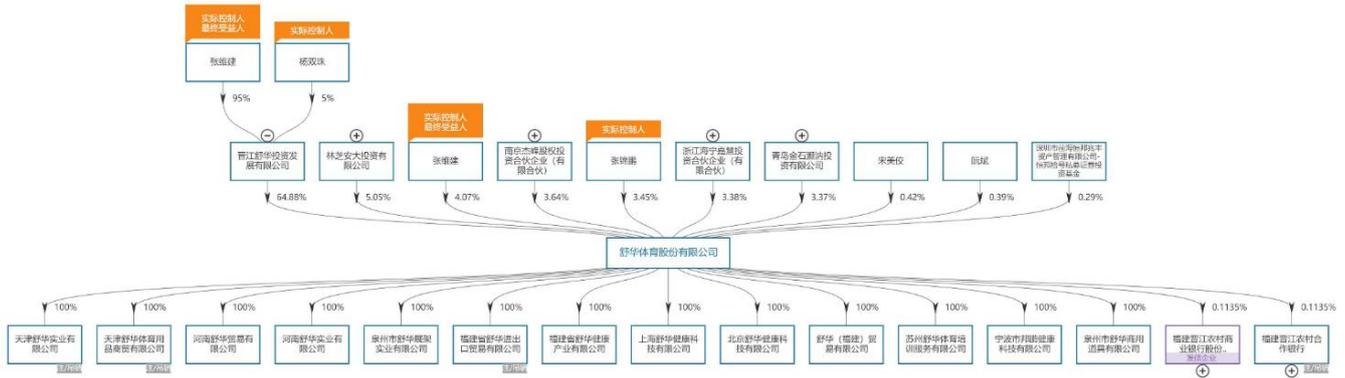


资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 股权架构清晰，家族控股管理

公司股权架构清晰，张维建家族为公司实际控制人，直接并通过舒华投资间接持有舒华体育超过 72% 的股权。其中张维建直接持有舒华体育 4.07% 的股份，与妻子杨双珠分别持有舒华体育最大股东，即舒华投资 95% 和 5% 的股份。张锦鹏系张建维之子，直接持有舒华体育 3.45% 的股份，目前为公司第五大股东。

图 10: 舒华体育股权架构 (截至 2021.09.05)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

**管理层经验丰富，与公司联系紧密，合作多年共同成长，张维建家族参与管理。**公司的实际控制人张维建任公司总裁。黄世雄副总裁有过机械厂、配件厂经历，1998 年加入公司，曾在多个舒华子公司任核心管理职务，是公司的核心技术人员。2021 年 7 月，前副总裁杨凯旋辞职，公司聘任吴端鑫、李晓峰、张如首三位副总裁。傅建木副教授自 2008 年起担任舒华财务总监，目前兼任董事会秘书一职。几位高层管理人员与公司联系紧密，均在舒华任职多年，并身兼数职，对于公司和行业有着较深的了解。

表 1: 舒华高级管理人员情况

姓名	任职	个人履历	备注
张维建	董事长、总裁	曾任泉州舒华有限董事长、总经理，现任舒华投资董事长、舒华房地产董事长、舒华展架监事、晋江市池店镇教育发展促进会会长及法定代表人	实际控制人
黄世雄	董事、副总裁	曾任福建省清流县通用机械厂职员、福建省泉州烟草机械配件总厂主任、舒华有限总经理助理和福建舒华贸易经理	1998 年加入公司、核心技术人员
吴端鑫	董事、副总裁	曾任舒华(中国)有限公司总裁秘书、现任泉州市舒华房地产开发有限公司董事、北京舒华健康科技有限公司执行董事兼总经理、中国质量检验协会理事、晋江市工商联执行委员、晋江市池店商会副会长	2021 年 7 月任职副总裁
李晓峰	副总裁	曾任舒华股份有限公司营销事业中心副总经理、总经理，现任舒华体育股份有限公司营销事业中心总经理、上海舒华健康科技有限公司嘉兴、嘉定、苏州分公司负责人	2021 年 7 月任职副总裁
张如首	副总裁	曾任厦门群鑫机械工业有限公司制造系统主管，舒华(中国)有限公司器材制造中心生管部经理、总经理助理，现任舒华体育股份有限公司器材制造一中心总经理兼采购管理中心总经理。	2021 年 7 月任职副总裁
傅建木	董事、财务总监、董事会秘书	副教授、高级会计师职称。	2008 年起任舒华财务总监

资料来源: 舒华招股说明书, Wind, 天风证券研究所

## 行业分析

### 体育产业发展空间广阔，体育用品制造为支柱力量

#### 体育产业稳健增长，发展空间广阔

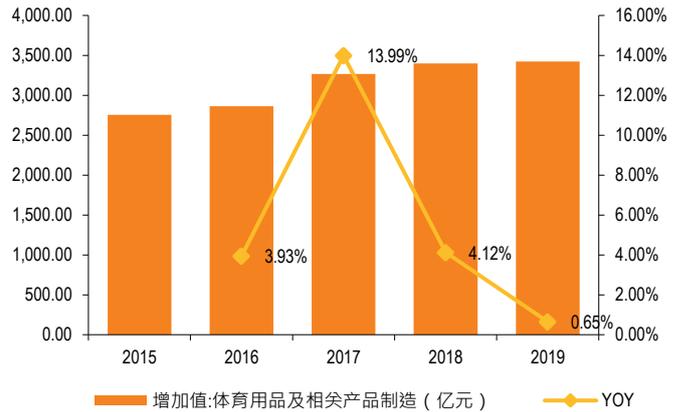
体育产业稳健增长，体育用品制造增加值逐年增加。在《体育发展“十三五”规划》、《关于加快发展体育产业的指导意见》的引导加持下，我国体育产业产出 2016-2019 年稳定上涨，由 2016 年的 1.9 万亿上涨至 2019 年的 2.9 万亿元，历史最高涨幅达 20.88%；其中公司所属的体育用品及相关产品制造产出也表现稳定，2015-2019 年复合增长 3.91%，到达 1.3 万亿元，增加值更是逐年增加，2019 年达到 3421 亿元。

图 11：体育产业产出稳定增长



资料来源：Wind、天风证券研究所

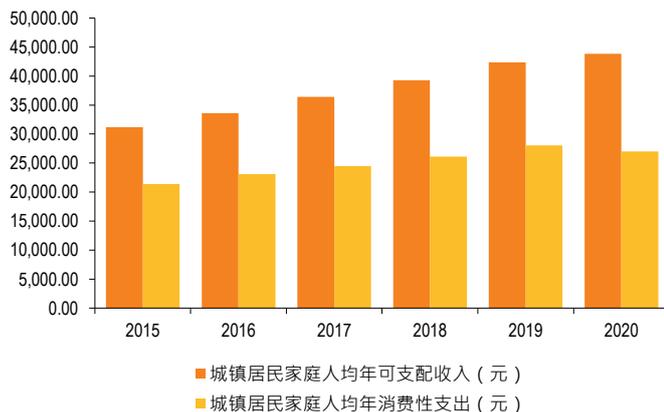
图 12：体育用品制造增长值保持上涨



资料来源：Wind、天风证券研究所

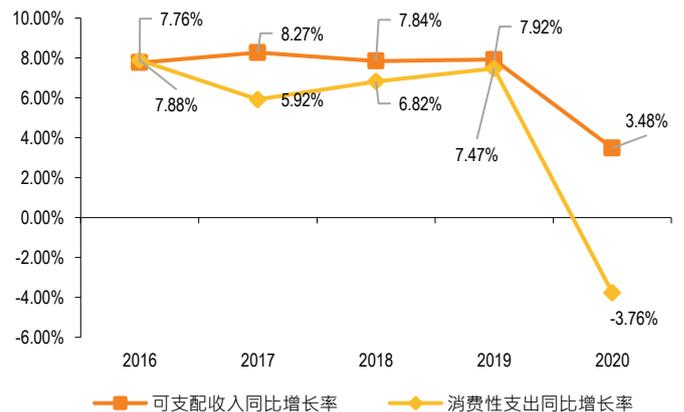
国民经济状况上行，体育相关消费有望提高。2015-2020 年我国城镇居民人均年可支配收入稳步上涨至 43834 元，复合增长率达 5.83%；消费性支出也较 15 年有较大增幅，复合增长率达 3.96%。而当人均可支配收入达到一定水平时，人们在文体娱乐方面的消费需求与支出会增加，体育产业以及体育用品产业的市场容量有望提高。

图 13：城镇居民人均年可支配收入与消费支出



资料来源：Wind、天风证券研究所

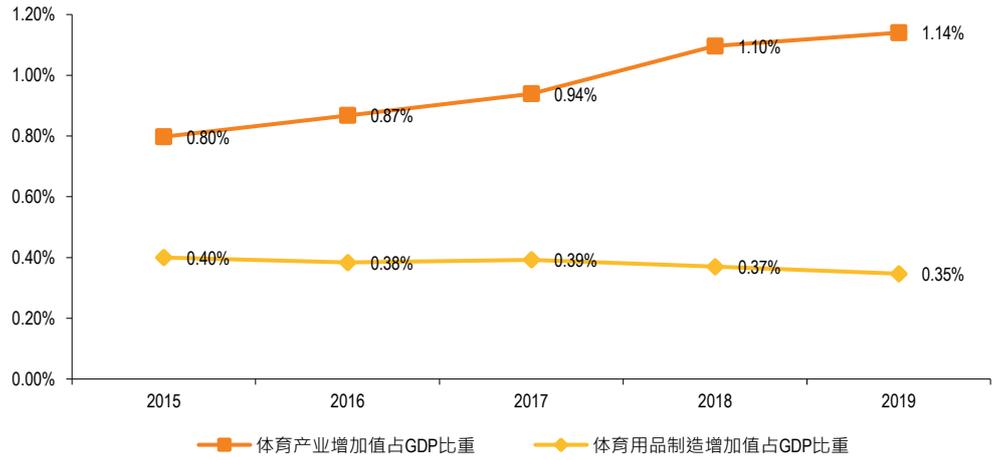
图 14：城镇居民可支配收入与消费性支出同比增长率



资料来源：Wind、天风证券研究所

相比发达国家增加值占 GDP 比重较低，体育及用品制造产业发展仍有上升空间。我国体育产业近年来稳健发展，增加值占 GDP 比重逐年上升，由 2015 年的 0.8% 上升到 2019 年的 1.14%，但是与美国、日本和欧洲等发达国家 3%-4% 的比重相比仍然很低；体育用品制造产业占比更是一直徘徊于 0.5% 以下，我国的体育产业以及下属体育用品制造子产业发展空间仍然较大。

图 15: 体育产业以及体育用品制造增加值占 GDP 比重仍有上升空间

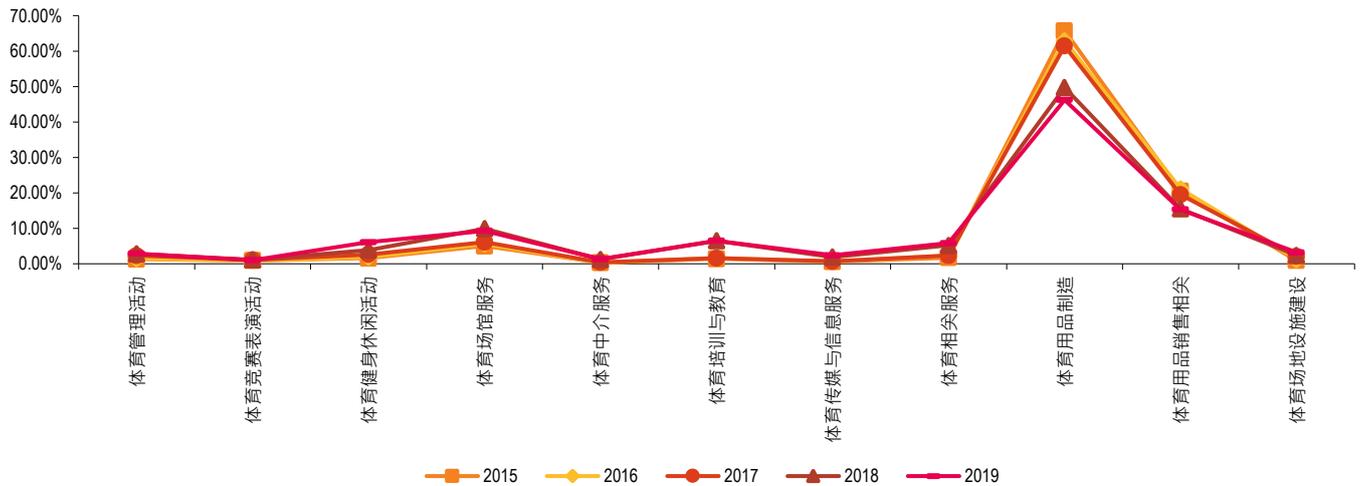


资料来源: Wind、天风证券研究所

### 体育用品制造占比优势大, 为体育行业发展支柱力量

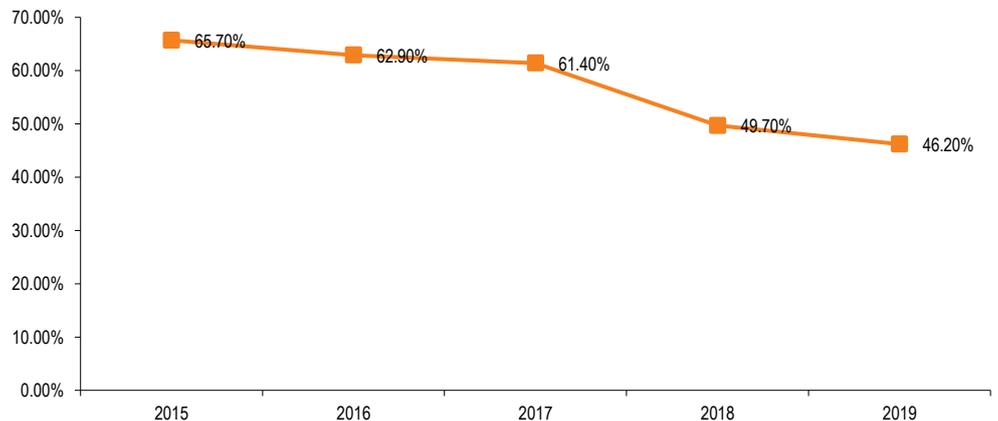
体育用品制造稳中有降, 仍贡献体育行业近半产出。2015~2019 年, 体育用品制造产值在体育行业产出中分别占比 65.7%/62.9%/61.4%/49.7%/46.2%, 其占比有所下降的原因因为体育场馆服务、体育培训与教育等产出的提高, 但其仍然为体育产业贡献近一半的产出; 另外作为整体体育产业的上游产业, 其需求与发展前景也将随着体育场馆服务、体育培训与教育等项目的增长而上升。

图 16: 体育行业各项产出占比



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 17: 2015~2019 年体育用品制造占比变化



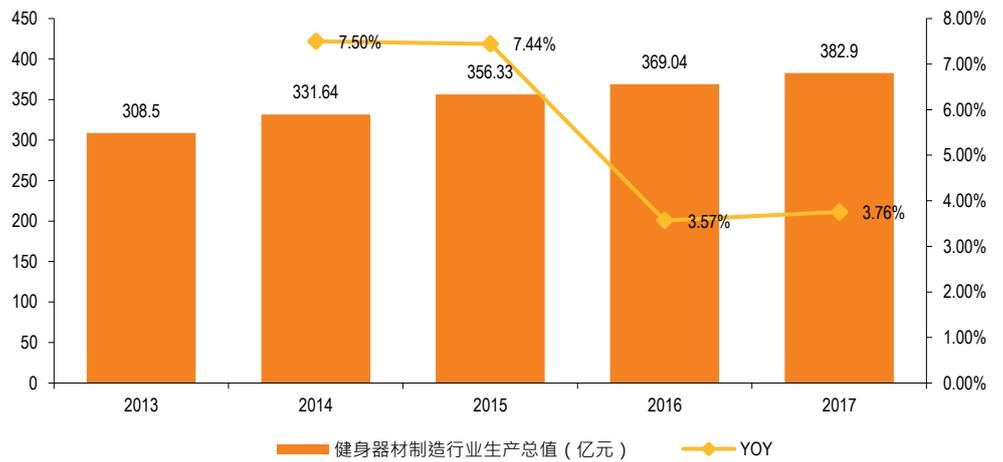
资料来源: Wind、天风证券研究所

## 健身器材行业稳定发展，未来市场规模较大

### 全民健身意识逐渐提高，健身器材行业收入较为稳定

健身意识逐渐提高，行业产值逐年上升。中国健身器材行业自上世纪 80 年代末开始发展，而后在中国加入 WTO 和北京 2008 年奥运会的成功举办，以及 2016 年“十三五”规划中全民健身战略的推动下全民健身热潮掀起。在此期间，人民生活水平日益提高以及健身意识不断增强，国内健身器材需求不断增强。2013-2017 年，中国健身器材制造行业工业总产值逐年上升，年平均复合增长率 5.55%，根据公司公告，2017 年中国健身器材行业总产值达到 382.90 亿元。

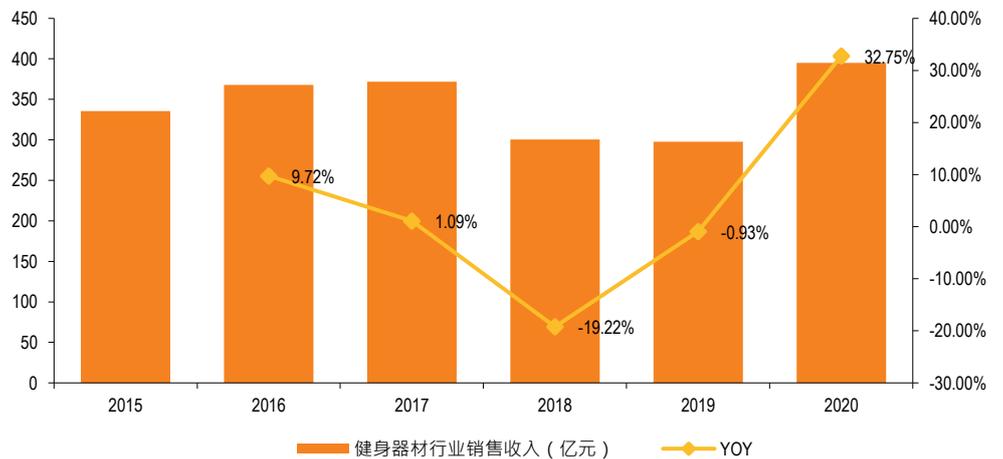
图 18：健身器材制造行业生产总值



资料来源：公司公告、天风证券研究所

健身人口占比较低，销售收入波动缓增。由于我国常年健身人口不及总量 40%，远不及发达国家的 70%-80%，故健身器材行业销售收入于 2015-2020 年变化不大，波动中稍有增长，由 2015 年 335.4 亿元增长至 2020 年 395.2 亿元，复合增长率 2.77%。

图 19：2015-2020 年健身器材行业销售收入及增长率



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

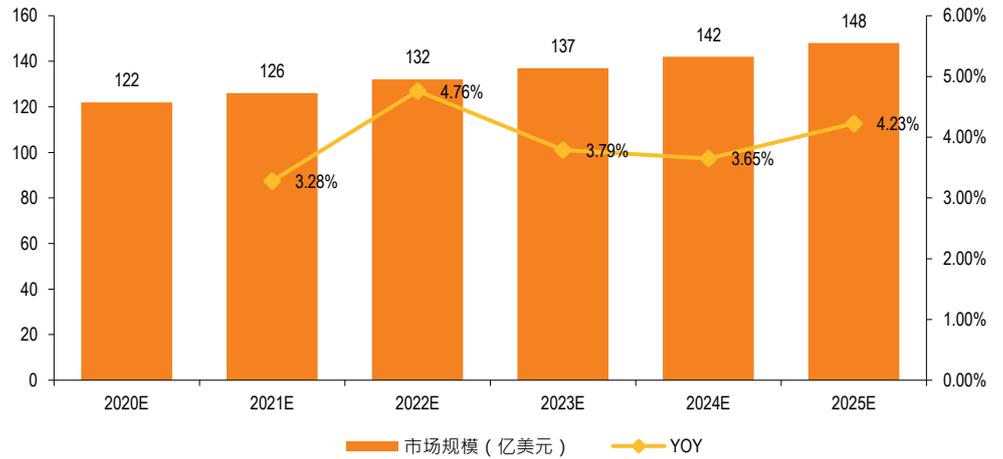
### 我国产品主要销往国外，全球+内需带动行业增长

健身器材需求中，北美和欧洲为主要市场，合计占比 65%，分别占比 35%/30%，此外亚洲、大洋洲的占比分别为 20%和 10%。而随着经济发展，亚洲与拉丁美洲逐渐富裕，将成为健身器材需求和市场的主要增长区域。

**我国产品主要外销，为健身器材制造大国。**我国健身器材行业起步较晚，技术能力优势不大，导致产品附加值较低，品牌力较弱。与之相应的，委托加工和贴牌生产为我国厂商参与国际市场竞争的主要方式。另外从人口资源来看，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。根据艾媒咨询，2017年，全球健身器材市场近108亿美元，中国制造占比约为53%。

**全球+内需增长带动行业市场空间持续向好。**根据前瞻产业研究院数据，全球健身器材市场前景广阔，预计于2025达到148亿美元，而我国全民健身计划以及十四五规划将会带动路径产品、场馆健身器材的需求；日渐严峻的肥胖以及其他健康问题在疫情的背景下更加引起人们的重视，家用以及健身房的器材需求也会被带动，综合来看，健身器材行业发展空间广阔。

图 20：2020-2025 全球健身器材市场规模预测



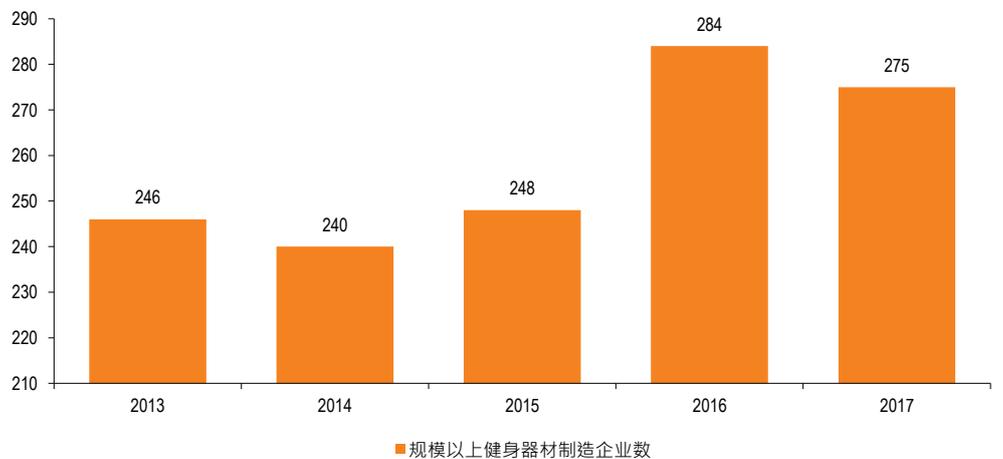
资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

## 行业集中度较高，国产品牌占据中低端市场

### 竞争格局：行业集中度较高，国产品牌占据中低端市场

**健身器材行业起步较晚，竞争较为激烈。**健身器材企业的技术水平体现在产业链的各个环节，包括产品研发设计、生产制造、品牌管理、产品销售等。我国健身器材制造业起步于20世纪80年代，90年代后在经济全球化的大背景下，凭借生产成本优势，我国健身器材企业承接了大量国际订单，主要依靠强大的制造能力获取订单，生产附加值相对较低的产品。近随着人们生活水平的提高，消费能力以及消费观念的不断改变，健康意识日益增强，健身方面的投资也逐渐增加，健身器材行业呈现出良好的发展态势。根据2018年中国体育用品产业发展报告的统计数据，到2017年，我国规模以上健身器材制造企业数量已达275家。

图 21：2013-2017 规模以上健身器材制造企业数



资料来源：公司公告、天风证券研究所

海外品牌认可度高，国产品牌占据中低端市场。国产品牌与国际领先品牌尚有一定差距。目前，我国健身器材行业特别是室内健身器材的中高端市场主要由国际知名品牌主导，如爱康、诺德士、必确等；乔山健康、舒华体育、英派斯等国产品牌占据中端市场，另外国内的健身器材企业一方面为国外品牌进行代加工，另一方面自主生产中低端产品，产品设计能力较弱，研发投入不足，产品附加值相对较低。

图 22：国产品牌占据中低端市场



资料来源：《2019-2020 中国健身房市场发展白皮书》、天风证券研究所

### 行业特点：周期性+区域性+季节性

**周期性**，健身器材行业主要面向终端消费者，且刚性消费属性不强，因此受宏观经济影响呈现出一定的波动性。在经济高速发展时，人均可支配收入增加，消费者信心增强，对健身器材的消费偏好也随之增加；在经济低迷时，可支配收入下降，消费者信心下降，对室内健身器材的消费偏好也随之降低。但存量更新市场的存在、健康意识的普及以及厂商持续研发出更为贴合消费者需求的智能化、时尚化的健身器材产品，均在一定程度上抵消了经济波动对健身器材的周期性影响。室外路径行业主要面向全民健身采购类市场，客户主要为体育局或企事业单位，主要以招投标形式进行，竞争较为激烈。室外路径产品销售取决于各级政府对于全民健身事业的投入力度，也取决于参与竞争的企业能否顺利中标，因此同行业公司不同年度的室外路径产品收入均存在一定波动性。室外路径产品的使用周期一般均大于一年，因此各年体育局等政府部门的采购一般有一定的周期性。

**区域性**，从供给端来看，近年来通过国家级体育产业基地的建设以及各地体育产业扶持政策的不断落实，健身器材制造产业已经形成集群式发展态势。目前，我国健身器材制造企业集中在福建、广东、江苏、浙江和山东等沿海开放地区。

**季节性**，行业的季节性特征根据下游客户的不同有所区别。室外路径产品的下游客户主要为政府、企事业单位等，该类客户一般于上半年制定采购计划并于下半年进行落实；室内健身器材的终端使用客户多因下半年极端天气较多等因素选择室内健身。整体来看，下半年的销售额普遍高于上半年的销售额。

## 品牌核心竞争力：品牌、技术、渠道

### 二十余载打造“舒华”品牌，奥运 IP 助力品牌力提升

作为有着 20 年经验的领先体育用品供应商，舒华体育品牌受到大众和专业机构的认可，获得了诸多荣誉，品牌优势显著。公司致力于塑造和推广“舒华”品牌，目前“舒华”品牌已有一定的影响力和美誉度，受到社会的认可。2007 年，国家工商总局认定“舒华 SHUA”商标为“中国驰名商标”；舒华在 2013 和 2015 年两次被评为“轻工品牌竞争力优势产品”；2017-2019 年，公司连续三年入选“中国轻工业健身器材行业十强企业”；2018 年又被评为“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”。除此之外，公司与大量体育相关协会和机构，如中国奥委会、中国健美协会等，有着专业合作。

舒华体育锁定奥运 IP，利用奥运赛事展现品牌实力、提升品牌曝光度、增强品牌力。2014-2018 年，舒华连续三次成为奥运会体育器材供应商，舒华的健身器材先后入驻索契冬奥会、里约奥运会及平昌冬奥会“中国之家”。2020-2022，舒华作为国家体育总局冬季运动管理中心唯一指定健身器材赞助商，正在为冬奥健儿提供训练器材和体能训练解决方案。奥委会的认可可以体现舒华品牌的强大实力，大众对于奥运会的高关注度也会提高舒华品牌的曝光度。据央视网公布，2008 年北京奥运在中国有超过 10.2 亿人观看比赛直播，在全球范围奥运信息触及到 45 亿人。索福瑞的收视数据显示，中国大众对于冬奥会热情高涨，在索契冬奥会的 17 天期间内，中国共有 6.55 亿人收看了冬奥会，达到了总人口的 52%。预计 2022 年北京冬奥会能够吸引到更多中国观众，作为独家健身器材赞助商的舒华也将获得更多曝光机会，提高品牌力。

图 23：舒华合作的部分组织机构



资料来源：舒华官网，天风证券研究所

图 24：舒华的主要客户（部分）



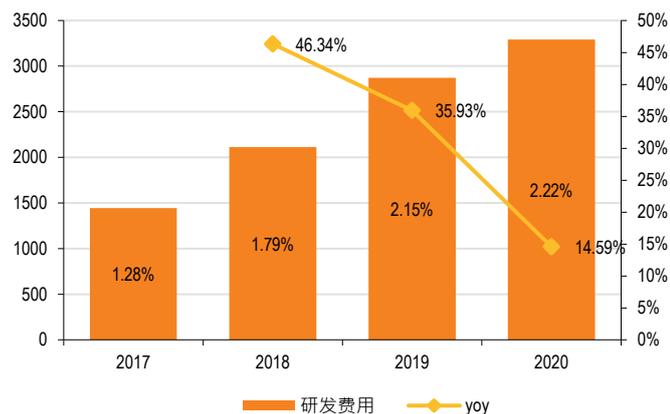
资料来源：舒华招股说明书，天风证券研究所

品牌影响力是客户选择体育器材的主要因素，公司已经建立起的“舒华”品牌有望助力公司不断做大做强，实现良性循环。在体育器材行业，对于政府、学校、企事业单位等下游客户，品牌影响力会很大程度上决定他们对于供应商的选择。对于已有的客户，公司凭借自身良好的产品质量和交货能力，赢得老客户对“舒华”品牌的持续认可，双方长期合作，协同发展。对于潜在客户，舒华较强的品牌影响力有望帮助公司在招标中胜出，不断扩大市场份额，进而进一步提升品牌力，实现良性循环。

### 研发团队不断壮大，跨业合作带来新技术可能

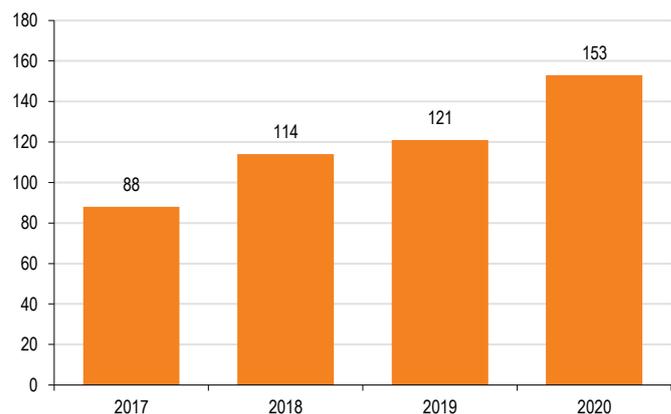
舒华体育研发实力较强，在健身用品研发方面已取得一定成绩，具有技术优势。公司拥有自身特有的生产工艺技术，核心技术源于自主研发。多年的研发经历使舒华在新品研发、老品优化以及制定产品标准、物料检测标准、建立标准化及资料库研发平台等方面积累了丰富的经验。仅 2019 年，公司共研发新品 182 项，兼顾跑步机、有氧、户外、小健身产品等多个品类。据半年报披露，截至到 2021H1，公司的研发团队已超过 160 人，拥有发明专利 2 项，实用新型和外观专利 230 项。除此之外，公司还与北京体育大学等高校建立研发合作，共同努力提高产品技术水平。舒华的技术水平也受到国家认可，被列为健身器材国家标准起草单位之一，参与了近 30 个国家或团体标准的起草工作。

图 25: 舒华研发费用 (万元)、yoy 及研发投入占营收比重



资料来源: 舒华招股说明书, 公司公告, 天风证券研究所

图 26: 舒华研发人员数量 (人)



资料来源: 舒华招股说明书, 公司公告, 天风证券研究所

公司重视产品研发, 关注科研人才的引进和培养, 研发水平有望不断增强, 持续提高核心竞争力。2017-2020 年, 公司研发投入不断走高, 由 2017 的 1443 万元快速上升至 2020 年的 3290 万元。同时, 研发费用的上升速率超过营业收入增长速度, 2017、2020 年舒华研发费用占总营收比重分别为 1.28% 和 2.22%。其主要原因是公司研发团队的不断扩大, 研发人员数量从 2017 到 2020 上升了 73.86%。随着公司研发投入的加大, 专业研发人才的加盟, 公司的研发水平很可能保持高水平发展, 意味着舒华能够不断加强技术壁垒。

图 27: 全球首款搭载鸿蒙系统跑步机: 舒华极智 2 代豪华商用跑步机





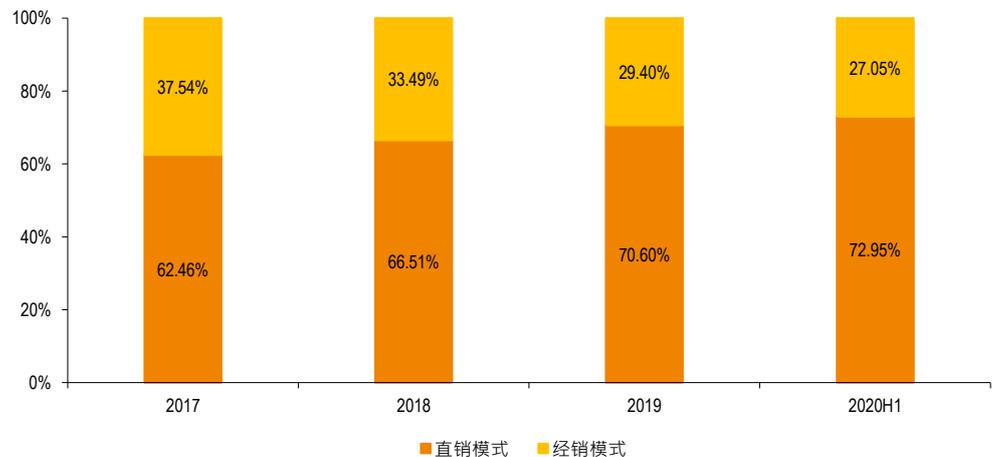
资料来源：舒华官网，天风证券研究所

公司在技术研发上进行跨界合作，携手华为等科技公司，打造全场景智能健身和科学化健身体验，技术潜力十足。在接入华为运动健康平台后，舒华跑步机的运动数据可以得到合理的分析管理，有效帮助用户科学健身，并提供社交功能。通过与华为的强强联合，舒华体育将健身器材与更多智能硬件实现互通互联，改变传统运动方式，让用户享受到更智能、更科学、更人性化、更有趣的健身方式。目前，舒华体育与华为合作版 X6i 豪华智能跑步机已入驻上海南京东路华为全球最大旗舰店；2021 年 5 月，双方又联合推出全球首款搭载鸿蒙系统的跑步机。在使用中该款跑步机能秒变 AI 教练，在跑步前、中、后为用户提供不同服务与指导。但这只是舒华积极布局硬件+软件（自主 APP+外部软件平台）+ 课程内容+培训服务生态，全场景智能健身的一个缩影。舒华的健身产品也与天猫精灵、西门子等有着多方面合作，旨在为大众提供全方位的健身运动服务。预计未来，公司将与更多科技公司合作，在技术上实现新突破，为用户带来更加智能的健身体验。

### 营销网络遍布全国，多形式多渠道融合发展

销售方面，公司采用直销+经销的销售模式，两种模式的收入占比较稳定。直销指公司直接销售商品和服务，有利于公司直接、快速、准确地掌握客户需求；而经销模式指经销商根据签订的合同为公司销售产品，这种方式在快速扩张销售渠道、后期安装维修等方面具有一定优势，但对经销商的管理十分重要。目前公司直销和经销收入比例较为稳定，2017、2018、2019 年直销收入占总收入比例分别为 62.46%、66.51%、70.60%。

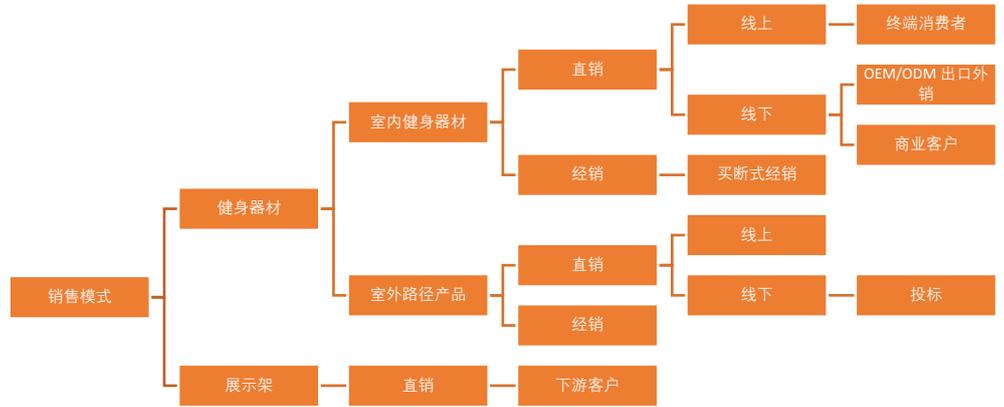
图 28：公司 2017-2020H1 直销、经销模式收入占比



资料来源：舒华招股说明书，天风证券研究所

针对不同产品，公司采用不同的销售模式。在展示架业务上，舒华体育顺应行业主流，采用直销模式，直接对接下游客户。在健身器材的直营销售中，公司通过线上线下渠道进行销售。其中室内健身器材通过淘宝、京东、唯品会等线上电商平台直接对接终端消费者，其线下销售又可分为面对国内商户销售和通过 OEM/ODM 出口在境外销售。室外健身路径直销主要在线下进行，公司在投标后销售给政府及企事业单位等。舒华的经销主要针对室内健身器材，公司以买断式将产品销售给经销商，再由经销商销售给终端客户。

图 29：舒华体育的销售模式



资料来源：舒华招股说明书，天风证券研究所

公司探索多样的直销模式，针对健身器材成立商用直营团队，面向室外路径销售选聘综合服务商辅助，为客户提供优质服务。商用直营团队主要面向大客户，针对国内重点系统进行开发与持续经营，联合运动健康生态圈各方，为重点客户提供全方位、全周期的运动健康解决方案。室外路径产品的直销销售主要通过投标和竞争性谈判，在中标后，舒华将选聘当地的综合服务商负责产品销售相关的运输、安装和后期巡检、维护等工作。这样将辅助环节外包给专业综合服务商的方式，符合成本效益原则，更能够在战略上使公司聚焦品牌推广、技术研发、产品生产等核心业务，优化资源配置。目前公司已与具有服务能力、运营管理经验丰富的当地综合服务商合作多年，具有良好的合作基础。

表 2：舒华部分主要综合服务商情况

综合服务商名称	成立时间	开始合作时间
济南锐强体育用品有限公司	2004 年	2006 年
福州舒华体育用品有限公司	2004 年	2007 年
河南舒华体育设施有限公司	2006 年	2008 年
武汉舒华动力体育用品有限公司	2008 年	2008 年
至和（上海）体育科技发展有限公司	2012 年	2012 年
合肥市浩森体育用品有限公司	2005 年	2010 年

资料来源：舒华招股说明书，天风证券研究所

舒华体育发挥经销模式长处，与优质经销商长期合作，并对经销商进行严格管理，信息化建设有望提高渠道管理能力，使销售环节更加透明、高效。经销模式下，公司能够以较少的资金投入，快速建立销售渠道。目前舒华经销商已在全国各地布局，覆盖多级市场，其开店形式包括并不限于专卖店、购物中心设立点中店等。截至 2021H1，公司已有超过 230 家经销商，其中主要经销商保持稳定。据舒华招股书指出，90%以上的经销商销售额来自于持续合作的经销商，即持续合作经销商贡献了总营收的约 27%。在经销商管理方面，公司每年与经销商签订合同，明确销售方式，指明品牌形象维护、价格、人员配置、售后服务等方面的要求。2020 年，公司公开发行股票募集资金，部分用于搭建数字化渠道管理平台，通过 BI 商业智能系统、全渠道 CRM、人力系统和其他后台支持系统对公司销售环节进行监管，提高渠道控制管理效率和效用。

表 3：舒华部分主要经销商情况

经销商名称	开始合作时间	室内健身器材销售去向	室外路径销售去向
广州市舒华体育用品有限公司	2004年9月	终端个人客户，酒店、健身房等商业客户	汕头市体育局等企事业单位
河北云雀体育用品有限公司	2013年12月	终端个人客户，酒店、健身房等商业客户	石家庄市公安局等企事业单位
无锡舒华体育用品有限公司	2010年3月	终端个人客户	苏州市吴江区公安局等企事业单位
中山市又一城体育设备有限公司	2013年3月	终端个人客户，地产公司等商业客户	珠海市文化体育旅游局等企事业单位
天津健步体育科技有限公司	2015年9月	终端个人客户，天津当地企事业单位	天津南开区体育局、天津北辰区体育局等政府部门
新疆好生活体育用品有限公司	2001年1月	终端个人客户、新疆当地企事业单位	新疆当地政府部门、企事业单位等

资料来源：舒华招股说明书，天风证券研究所

舒华积极布局线上平台，进驻各大电商平台，通过 KOL、直播等宣传形式营销，线上平台销售比例持续走高，预计未来电商将带来更多收益。线上销售是舒华直营模式下的一个渠道，由舒华直接进驻天猫及淘宝、京东、唯品会等电商平台，开设官方旗舰店，直接面向终端零售消费者。从销售数据来看，线上渠道销售额连年走高，仅 2020 年上半年线上营收已达到 15562 万元，接近 2017 年全年线上销售额的 2 倍。线上销售占比也在不断提升，2017、2018、2019 年及 2020H1 线上渠道销售额分别占到总销售额的 7.3%、9.0%、11.5% 和 25.8%，上升趋势明显，有望持续走高。在线上营销方面，舒华力度空前，与罗永浩、李好等知名 KOL 合作，通过图文和短视频引导消费者；同时采取网红直播带货与店铺直播并行的方式，与消费者深度互动。目前舒华在网络营销方面已积累了一些经验，多平台多形态的布局也使公司在线上销售方面具有一定优势，保持发展势头，公司的线上销售业绩绝对值和比重有望继续提升。线上线下融合也有助于公司在新零售方面的探索。

图 30：舒华 2018-2020H1 线上、线下渠道销售额（万元）及占比



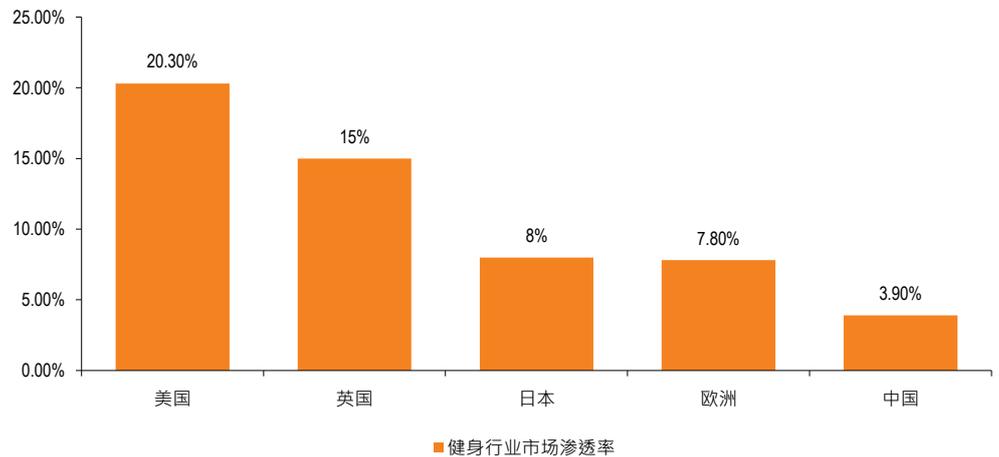
资料来源：舒华招股说明书，天风证券研究所

## 增长空间

### 体育器材消费呈上升趋势，多元因素促成高发展空间

**中国健身人口与健身行业渗透率低，提高空间较大。**根据《2019-2020 中国健身房市场发展白皮书》及三体云动数据，相比于美国和欧洲的健身人口渗透率 20.3%/7.8%，我国健身人口渗透率 5.02%还有很大的提高空间。中国健身行业市场渗透率为 3.9%，与美国、英国、日本和欧洲相比也较低，具有较大提高空间。

图 31：健身行业市场渗透率

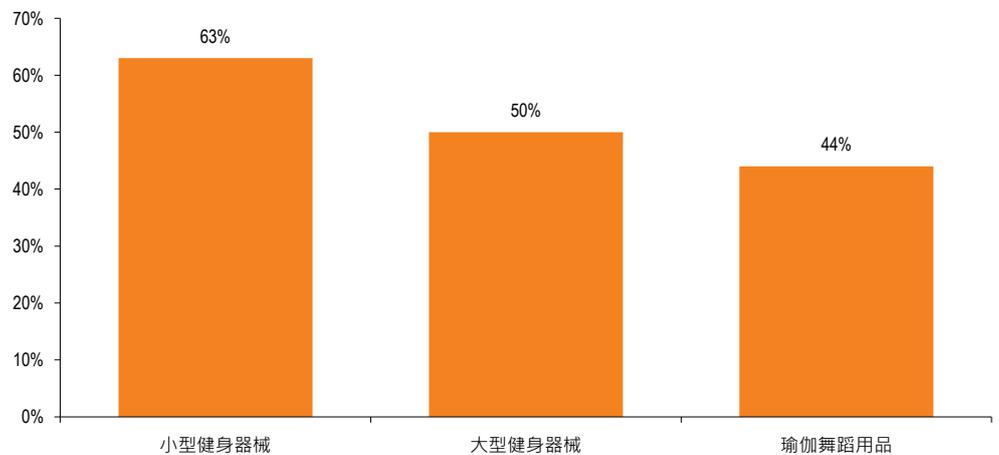


资料来源：《2019-2020 中国健身房市场发展白皮书》、天风证券研究所

**普遍亚健康状态提供市场需求与必要性。**根据艾媒咨询，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%。而当今人们对自身健康的重视程度不断加强，这为健身行业以及健身器材行业的发展提供了必要性以及可观的市场空间。

**疫情提振健身需求，催生多元健身场景。**疫情对人的心理冲击使人们更加重视自身的健康，健身意识快速提升，在疫情的条件下，户外健身、家庭健身等多样化健身场景建立。不管是更多的自主户外/居家健身，还是增加健身房使用频率，都会直接或间接地带动健身器材行业的增长。根据《2020 大众健身行为和消费研究报告》，近一年人们体育消费比例达 96%，人均消费额度超过 4203 元，且有 44% 的人群投入了比往年更高的金额。其中因为疫情时期的防控政策，居家运动成为潮流，家庭健身及家用健身器械消费呈上升趋势，对于小型健身器械、大型健身器械以及瑜伽舞蹈用品，疫情期间购买率分别达到 63%/50%/44%，且在疫情中购买过体育用品和未来愿意继续在体育方面消费的比例达到了 65%/80%。

图 32：健身器材疫情期间购买率

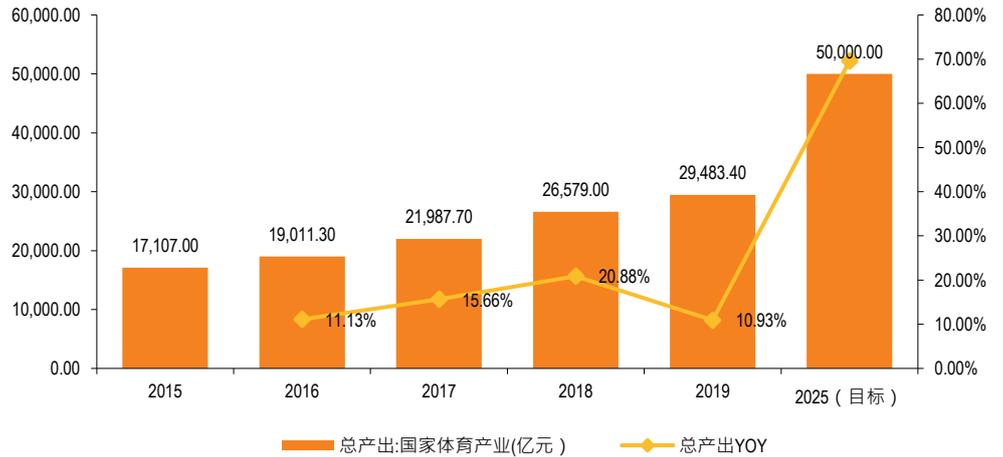


资料来源：中国体育用品业联合会、天风证券研究所

## 国家政策坚定推动，多维举措赋能健身器材行业发展

全民健身计划实施，行业被重视程度不断提升。2016 年以来，国家不断出台助力健身行业发展的利好政策，如《体育发展“十三五”规划》、《国务院办公厅关于加快发展体育产业的指导意见》，旨在深化体育重点领域改革，促进群众体育、竞技体育、体育产业、体育文化等各领域全面协调可持续发展，建设建成体育强国。在疫情期间印发《关于大力推广居家科学健身方法的通知》，引导居民居家健身，促成健身智能化、线上化进一步发展。而在 2021 年 7 月 18 日，国家印发《全民健身计划（2021-2025 年）》，在全国经常参与体育锻炼的人数占比达到 38.5% 的基础上，提出至 2025 年全国体育产业达到 5 万亿的目标，2019-2025 年复合增长率达到 9.20%。

图 33：国家提出 2025 体育产业达到 5 万亿的目标



资料来源：国务院、天风证券研究所

**多项举措并举倾斜资源，打开市场需求增量。**（1）**加大全民健身设施场地供给**，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，**不断提高的健身设施场地供给提高了健身器材的官方或商用项目需求量。**（2）**广泛开展全民健身赛事活动**，开展全国运动会群众赛事活动，举办全民健身大会、全国社区运动会；（3）**激发体育社会组织活力**，完善以各级体育总会为枢纽，各级各类单项、行业和人群体育协会为支撑，基层体育组织为主体的全民健身组织网络；（4）**促进重点人群健身活动开展**，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，提高健身设施适老化程度；（5）**推动体育产业高质量发展**，促进体育资源向优质企业集中，在健身设施供给、赛事活动组织、健身器材研发制造等领域培育一批“专精特新”中小企业、“瞪羚”企业和“隐形冠军”企业，鼓励有条件企业以单项冠军企业为目标做强做优做大。（6）**推进全民健身融合发展，深化体教融合。**完善学校体育教学模式，保障学生每天校内、校外各 1 个小时体育活动时间。整合各级各类青少年体育赛事，健全分学段、跨区域的青少年体育赛事体系。（7）**营造全民健身社会氛围**，普及全民健身文化，加大公益广告创作和投放力度，大力弘扬体育精神，讲好群众健身故事。

## 财务分析

### 收入端：营收稳步上升，电商品牌化推进室内健身器材营收快速增长

**2017-2020 营收稳步上升，2020 年达 14.84 亿，同比增长 11.27%。**2020 年，室内健身器材营收达 9.6 亿元，同比增长 54%；室外路径产品营收总量上升，达到 2.66 亿，营业收入占比下降；展示架产品收入波动较大，营收同比下降 48%，回落到 2.28 亿元。

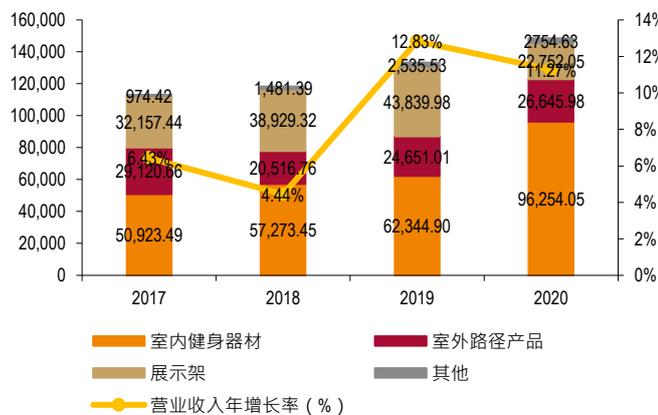
**室内健身器材营收呈上升趋势，2017-2020 营收分别为 5.09/5.73/6.23/9.63 亿元，同比增加 12%/9%/54%。**电商品牌化战略持续推进该品类营收持续增加。2017 年起，公司对电商渠道品牌战略及产品结构进行优化，从过去以中低端“柏康”品牌为主到将部分线上门店转变为“舒华”品牌专卖店，优化产品市场定位，电商收入从 2017 年 0.82 亿元到 2019 年 1.50 亿元，CGAR 达 35.38%，2020H1 半年销售额达到 1.56 亿元，超过 19 年全年电商收入。室内健身器材中，跑步机、力量机械和健力车为主要产品，2017-2020H1 三者共同营收占比分别为 41.21%/44.35%/43.89%/64.30%。

**2017 年以来室外路径产品营收规模有所回落，未来政策助力前景良好。**室外路径产品应用于社区、公园等公共场合，供民众健身娱乐使用，主要客户为体育局、政府部门及企事业单位等采购类客户，收入影响因素包括 1) 各级政府对于全民健身事业投入力度；2) 企业是否顺利中标等，因此室外路径产品营收取决于直销与经销渠道下中标数量与中标金额。2017-2020 年室外路径产品营收与涉及综合服务费的室外路径项目数量正相关。回顾 2016 年，在《体育发展“十三五”规划》、《全民健身计划（2016-2020）》利好政策背景下，舒华体育 2016 年下半年政府采购项目数量及对应金额均有所提升，2017 年上述项目验收合格后确认销售收入，因此当年室外路径产品销售处于高位。舒华体育已实现全场景运动解决方案，覆盖全运动人群所需。2020 年助力温州市建成 80+ 百姓健身房，承建的多个国家体育总局智慧社区健身中心试点及湖北省多个新全民健身示范工程实现落地，新开拓老年健身市场和校园体育市场。展望未来，《全民健身计划（2021—2025 年）》政策助推下室外健身路径业务发展前景良好。

**展示架业务受下游体育用品企业新开门店或原有门店装修改造需求影响，2020 年业务终端需求下降致销售下降。**此外，新客户获取及客户结构多元化带动展示架业务增长。2018 年新增主要客户武汉猫人云商科技有限公司，当年对其收入 896.26 万元；2018 年底开始与波司登合作，2019 年交易金额增至 2329.35 万元，营收增效明显。2020 年疫情影响下体育用品企业门店关闭及客流量减少传导至展示架业务，营收下降。

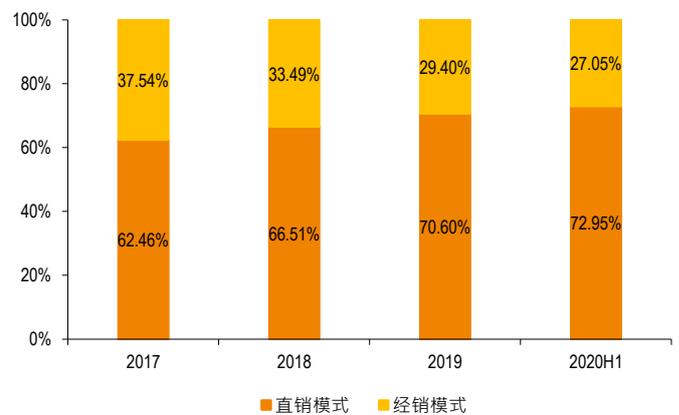
**按销售模式，2017-2020H1，公司直销模式与经销模式营收占比稳定，直销模式份额逐年提高。**

图 34：2017-2020 营业收入持续提升（单位：万元）



资料来源：舒华体育招股说明书，舒华体育 2020 年报，天风证券研究所

图 35：直销模式与经销模式占比相对稳定，直销模式份额逐年提高



资料来源：舒华体育招股说明书，天风证券研究所

图 36: 2018-2020 室外路径产品营收回升



资料来源: 舒华体育招股说明书, 舒华体育 2020 年报, 天风证券研究所

图 37: 展示架收入与下游体育用品企业门店数量同向变动

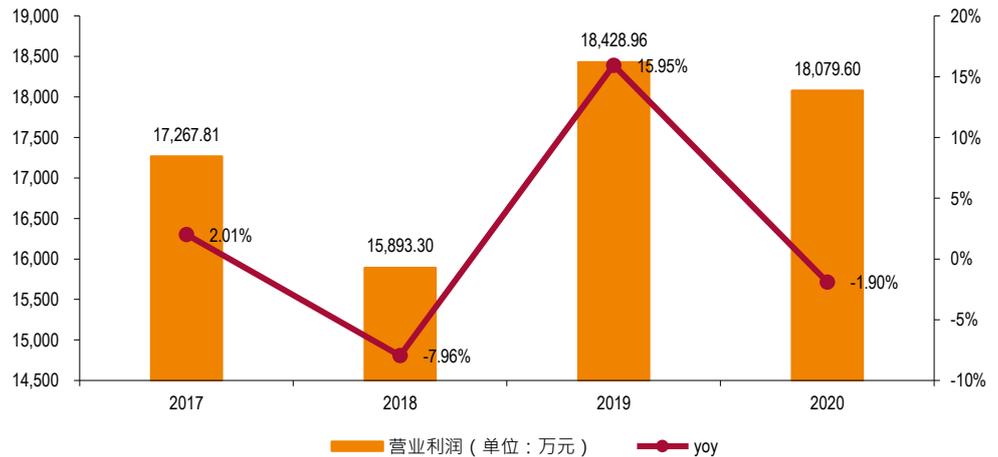


资料来源: Wind, 舒华体育招股说明书, 舒华体育 2020 年报, 安踏体育年报, 特步国际年报, 波司登年报, 天风证券研究所  
\*因波司登羽绒服装有限公司自 2018 年成为公司展示架产品客户, 因此门店数据从 2018 年统计起

### 盈利端: 产品毛利率处行业中游

2020 年公司营业利润达到 1.81 亿元, 同比减少 1.90%。

图 38: 2017-2020 公司营业利润及年增长率



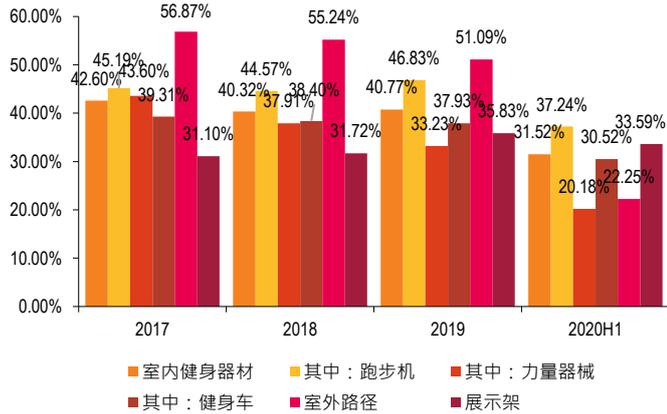
资料来源: wind, 天风证券研究所

公司毛利率相对稳定, 产品毛利率处行业中游。2017-2021H1 毛利率分别为 43.02%/ 39.98%/ 40.98%/30.40%/28.59%。2020 年毛利率下降到 30.40%, 原因是公司执行新收入准则, 将原销售费用中的运输费、综合服务费、电商平台使用费和安装费调整至营业成本核算, 使得主营业务毛利率及综合毛利率有所下降。分产品看, 室内健身器材中的跑步机及室外路径产品毛利率显著高于公司其他产品, 2017-2020H1 维持在 43.46%/ 46.36% 左右。

公司室内健身器材产品毛利率处于可比公司中间, 与行业毛利率变动趋势一致。2017-2020H1 毛利率稳定在 40% 左右, 销售区域上舒华体育以内销为主, 享受品牌溢价, 并且能够规避外汇波动风险, 客户群体多元化, 因而室内健身器材产品毛利率高于以境外销售为主的英派斯。公司与金陵体育细分领域产品品类有所差别, 金陵体育主要产品为篮球架等, 且舒华体育电商销售占比更高, 2020H1 新收入准则下营业成本增加, 因此室内健身器材毛利率低于金陵体育。

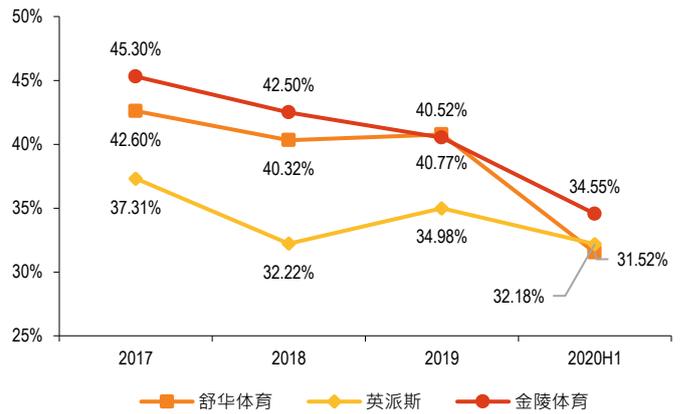
室外路径产品利润率水平与同行业上市公司基本一致。其中 2019、2020H1 舒华体育与金陵体育变化趋势相反, 原因在于 2019 年舒华体育销售产品中需要外购比例较高因而导致毛利率水平下降, 金陵体育馆设施产品价格提升幅度超过单位成本上升幅度而促使毛利率水平上升。

图 39: 2017-2020 舒华体育按产品分毛利率水平



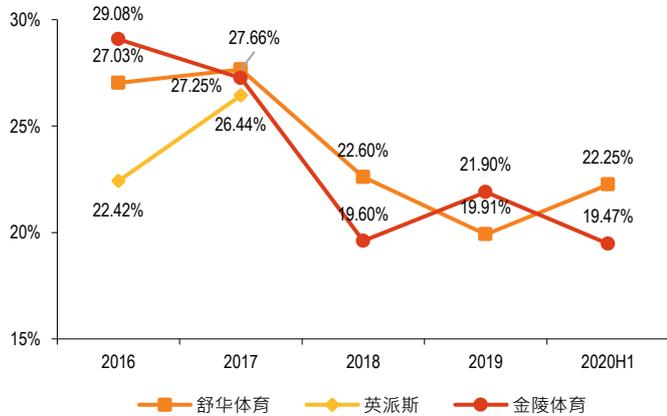
资料来源：舒华体育招股说明书，天风证券研究所

图 40: 同行业可比公司室内健身器材产品毛利率对比



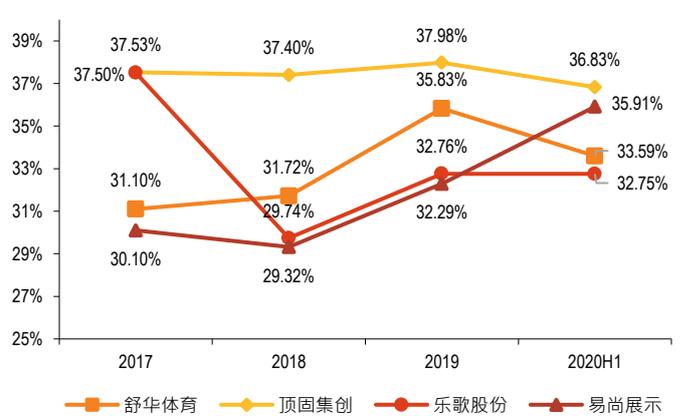
资料来源：舒华体育招股说明书，天风证券研究所

图 41: 同行业可比公司室外路径产品利润率对比



资料来源：舒华体育招股说明书，天风证券研究所

图 42: 同行业可比公司展示架产品毛利率对比



资料来源：舒华体育招股说明书，天风证券研究所

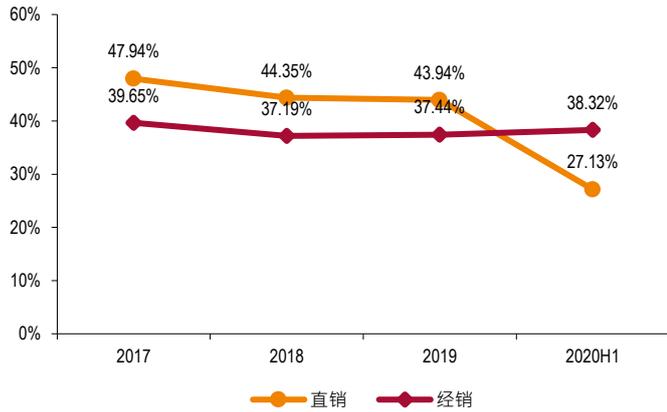
**按销售模式，直销模式毛利率高于经销模式。**室内健身器材两类销售模式毛利率差异来自于经销模式下，公司在终端零售价格给予经销商一定折扣，因此销售价格一般低于直销模式下电商销售与商业客户价格。2017-2019 两类模式下毛利率差异较为稳定，2020H1 由于采用新收入准则，原销售费用中运输费、综合服务费、电商平台使用费及安装费计入营业成本，而经销模式下公司不承担上述成本，因此 2020H1 直销模式毛利率低于经销模式。室外路径产品直销和经销模式下均采用投标、中标获取合同方式销售，直销模式下公司获得合同后直接销售给政府及企事业单位，经销模式下经销商中标后向舒华体育采购室外路径产品，公司销售给经销商。由于经销模式下有经销商负责后续中标项目运输、安装、售后维护等配套服务，因而舒华体育针对经销商价格低于直销模式下终端价格，进而经销模式毛利率低于直销模式。2020H1 室外路径产品直销模式毛利率低于经销模式。从时间维度来看，直销和经销模式下毛利率差异逐渐缩小。经销模式毛利率变化受销售产品结构影响，高毛利产品销售占比增加拉动经销模式下毛利率提升。直销模式下 2019 年毛利率下降至 55.32%，原因是政府类订单产品品类多样化背景下毛利率较低的外采产品销售占比提升，同时部分地区确认收入的项目中标价格较低，毛利率不足 30%，拉低整体毛利率。

表 3: 室外路径产品毛利率变化与产品结构相关

年份	室外路径经销渠道毛利率	影响因素
2017	0.3404	销售较多毛利率低的笼式球场及其配套设施等产品致较低毛利率
2018	0.3836	高毛利的扭腰器、牵引器等产品占比较高致毛利率提升
2019	0.4247	随产品升级换代，毛利率高的新型号路径产品销售占比提升

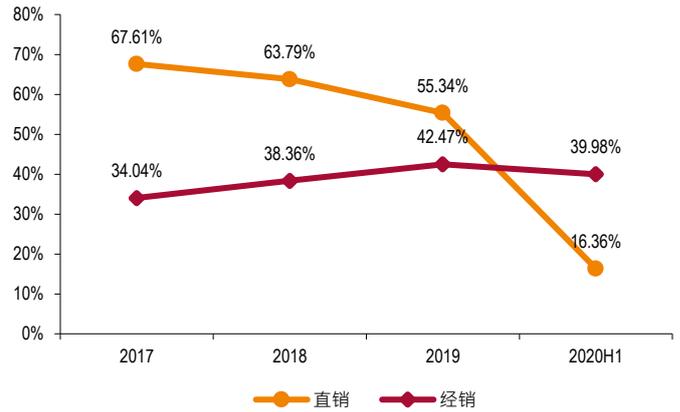
资料来源：舒华体育招股说明书，天风证券研究所

图 43: 室内健身器材直销和经销毛利率差异



资料来源: 舒华体育招股说明书, 天风证券研究所

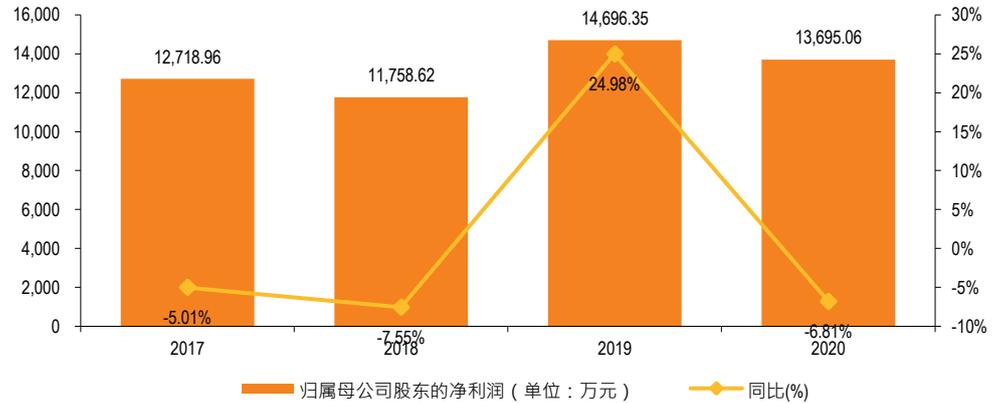
图 44: 室外路径直销和经销毛利率差异



资料来源: 舒华体育招股说明书, 天风证券研究所

2020 年公司归母净利润有所回落, 达到 1.37 亿元。下降原因在于 1) 出口业务量增加, 相关出口产品毛利率较低; 2) 电商业务增大, 但电商业务相关费用较高; 3) 获得政府补助比 2019 年减少 1,257.56 万元。

图 45: 2020 归母净利润有所回落 (单位: 万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 费用端: 2020 年新收入准则下期间费用率降低, 营业成本上升

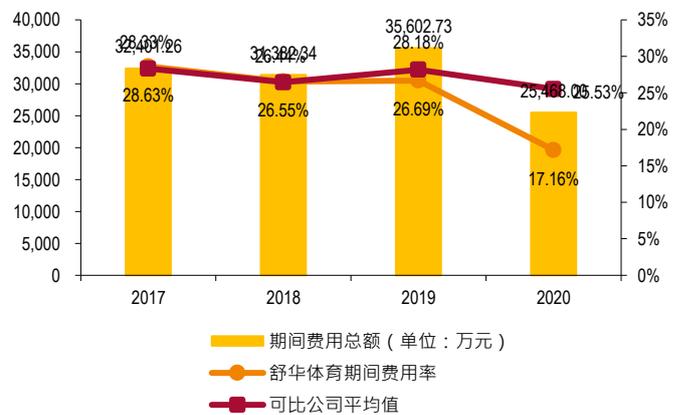
新收入准则下公司期间费用率降低, 营业成本上升。2020 年公司将原本在销售费用中核算的运费、综合服务费、电商平台使用费、安装费, 调整至主营业务成本核算, 因此期间费用率降低到 17.16%, 营业成本升至 1.03 亿元, 同比增长 31.23%。调整后 2020 年期间费用率远低于行业平均值。

图 46: 2020 年新收入准则下营业成本上升 (单位: 万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 47: 2020 年新收入准则下期间费用率降低 (单位: 万元)



资料来源: 舒华体育招股说明书, 舒华体育 2020 年报, 天风证券研究所

## 现金流：现金流情况良好，具有较强的主业造血能力和生产扩张意愿

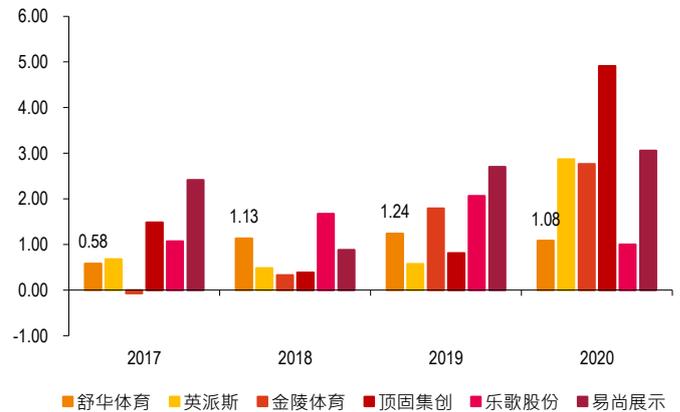
公司现金流情况良好，2018-2020 经营活动现金流量净额与净利润比值大于 1，体现良好销售回款能力。2017-2020 经营活动产生现金流量净额分别为 7,395.64/13,247.12/18,280.28/14,842.10 万元，体现主营业务良好造血能力。2020 年支付给职工及为职工支付的现金增加 3,565.73 万元，因此经营活动现金流净额有所下降。投资活动现金流净额连续为负数，主要系公司为满足生产需要持续投入大量建设资金至河南省商丘市、福建省泉州市等地区，体现企业扩张意愿较为强烈。2017-2019 公司筹资活动现金流量为净流出，主要受偿还借款及现金分配股利影响，2020 年公司 IPO 上市募集资金，筹资活动现金流量净额大幅增加。同行业相比，2017-2020 舒华体育经营活动现金流量净额/净利率比例相对稳定，维持在 1 左右。

图 48：现金流情况良好，2020 年 IPO 上市后筹资活动现金流增加（单位：万元）



资料来源：舒华体育招股说明书，舒华体育 2020 年报，天风证券研究所

图 49：舒华体育期间费用率与净利润比值维持在 1 左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 盈利预测及投资建议

### 收入假设:

**室内健身器材:** 在体育行业发展规划逐步推进及全民健身热潮的有利宏观环境下, 健身器材行业未来趋势良好。公司层面, 在原有以家用健身为主的销售结构下, 公司加大了室内健身器材直销商用市场的推广力度, 有望提升商用市场销售额。

**室外路径:** 《全民健身计划(2021—2025年)》在加大全民健身场地设施供给方面提出要求, 室外路径产品在此背景下将迎来快速增长。

参考2016年以来室外路径产品年增长率变化, 2016年以来, 扶持体育产业发展的《体育发展“十三五”规划》、《全民健身计划(2016-2020年)》相继出台, 公司于2016年下半年中标的政府采购项目数量和金额有所上升, 2017年上述项目经验收后确认收入, 因此2017年该部分收入处于高位。受限于政府采购项目招标规划和招标周期性影响, 2018年中标并完成的项目金额有所减少。2019年受益于各地方体育局公开招标项目较上年度有所增加, 公司中标且完成验收的政府采购项目较多。2016-2020年室外路径产品年增长率分别为: -6.09%\ 27.06%\ -29.55%\ 20.15%\ 8.09%, 波动较大。

公司针对室内外健身器材生产的二期生产基地已实现部分投产并产生效益, 2021年上半年实现效益2,633.25万元。该项目达产后有望进一步扩大销售收入及利润规模, 公司预计达产后年均销售收入达到82,166.64万元, 年均净利润达到9,547.39万元。

综上, 假设2021-2023年室内健身器材增长率分别为20.00%/18.00%/18.00%; 室外路径产品年增长率为4%/27%/5%。

**展示架: 发展主要依赖于零售业发展需要。** 2021上半年, 因国内疫情管控措施得当, 公司展示架业务终端需求上升, 展架业务销售额同比增加3,742.53万元。公司客户主要为大型知名运动品牌, 客户资源优质, 且公司客户结构逐渐多元化, 在疫情持续转好的情况下, 营收预计稳中有升。假设2021-2023年展示架业务年增长率为40.00%/16.84%/14.00%。基于2020年低基数, 21年展示架业务将迎来较大幅度增长, 22-23年预计恢复疫情前增长率水平。

### 成本费用假设:

经2020年收入准则调整后预计未来销售费用率将低于2017-2019年水平。另一方面, 公司预计将继续加大线上线下宣传力度, 职工薪资也将随收入增长、公司调薪及销售提成增长影响而有所上升, 因此预计2021-2023年销售费用率将在较低基数上逐年增加。

公司注重研发创新, 将IPO部分募集资金用于研发中心建设, 未来将预计研发费用继续增长。

财务费用上, 2021年上半年公司贷款规模减少, 利息费用同比减少451.45万元, 预计2021年全年利息费用率将有所降低。

表 4: 盈利预测表

单位: 万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	118,200.91	133,371.42	148,406.71	178,072.09	211,978.26	243,743.22
营业收入	118,200.91	133,371.42	148,406.71	178,072.09	211,978.26	243,743.22
YOY	4.44%	12.83%	11.27%	19.99%	19.04%	14.99%
分产品						
室内健身器材	57,273.45	62,344.90	96,254.05	115,504.86	136,295.74	160,828.97
YOY	12.47%	8.85%	54.39%	20.00%	18.00%	18.00%
室外健身路径	20,516.76	24,651.01	26,645.98	27,711.82	35,194.01	36,953.71
YOY	-29.55%	20.15%	8.09%	4.00%	27.00%	5.00%
展示用品	38,929.32	43,839.98	22,752.05	31,852.87	37,215.75	42,425.95
YOY	21.06%	12.61%	-48.10%	40.00%	16.84%	14.00%
其他	1,481.39	2,535.53	2,754.63	3,002.54	3,272.77	3,534.59
YOY	52.03%	71.16%	8.64%	9.00%	9.00%	8.00%
归属于母公司所有者的净利润	11758.62	14696.35	13695.06	16743.8829	20551.4702	24409.4698

资料来源: Wind, 天风证券研究所

舒华体育深耕健身器材行业, 通过培育自主品牌突破以 OEM/ODM 为主的低毛利模式, 为产品增加品牌溢价。在未来体育行业需求增量背景下, 培育自主品牌、重视研发创新、优质客户资源等特质将助力公司进一步提升市场份额。我们预计公司 21-23 年归母净利润为 1.7/2.1/2.4 亿元; 公司作为国内领先健身器材制造商, 自主品牌逐步发力, 未来公司的领先优势有望进一步扩大, 我们选取英派斯、中体产业作为可比公司, 给予公司 2022 年 50 倍估值, 目标市值为 105 亿元, 对应目标价 25.5 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图 50: 可比公司估值情况

股票代码	股票简称	市值 (百万元)	股价	PE_ttm	EPS				PE			
					2021-09-03	2021-09-03	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A
2899	英派斯	19	16.07	43.86	0.42	0.33	0.55	0.63	38	49	29	25
600158	中体产业	111	11.54	746.56	0.12	0.21	0.13	0.21	99	55	89	56
平均值			13.81	395.21	0.27	0.27	0.34	0.42	68.70	51.82	59.13	40.59

注: 盈利预测数据为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 风险提示

---

**展架业务客户集中度较高的风险。**2017-2020 展架业务占营业收入比例分别为 28%/33%/33%/15%，2017-2019 前五大客户份额分别为 93.84%/ 94.80%/ 96.16%。若下游行业出现不利变化或公司产品未达客户要求，将对公司营收带来不利影响。

**应收账款较高的风险。**2017-2020 年末，公司应收账款账面价值分别为 26,401.55 万元、23,652.71 万元、30,589.80 万元和 22,682.06 万元，占流动资产的比例分别为 38.39%、36.22%、41.19%和 32.20%。较高的应收账款可能增加坏账风险。

**室外路径业务收入波动风险。**2017-2020 室外路径业务收入分别为 29,120.66 万元、20,516.76 万元、24,651.01 万元和 26,645.98 万元，2017-2020 收入同比增长 27.06%、-29.55%、20.15%和 8.09%。该项收入受到宏观经济波动、体育局及企事业单位预算、招标项目金额大小等外部因素影响，同时受企业是否能中标、中标价格等内部因素影响。

## Financial forecast summary

Balance Sheet (RMBm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	Income statement (RMBm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash and Cash Equivalents	150.81	426.00	234.69	241.99	272.82	<b>Revenue</b>	<b>1,333.71</b>	<b>1,484.07</b>	<b>1,780.72</b>	<b>2,119.78</b>	<b>2,437.43</b>
Trade, Notes and Other receivables	344.41	295.17	529.40	432.63	662.47	Cost of Sales	787.13	1,032.97	1,235.28	1,452.77	1,649.89
Prepayments	24.52	19.05	46.89	23.08	55.97	Business Taxes and Surcharges	16.93	19.50	23.11	27.42	31.73
Inventories	202.06	290.57	306.33	393.56	399.42	Operating Expenses	223.90	108.66	147.80	177.00	208.40
Other Current assets	20.79	95.72	44.70	61.93	72.03	Administrative Expenses	89.78	99.45	125.33	144.78	166.23
<b>Total Current Assets</b>	<b>742.58</b>	<b>1,126.51</b>	<b>1,162.01</b>	<b>1,153.19</b>	<b>1,462.71</b>	R&D Expenses	28.71	32.90	36.55	46.64	57.28
Long-Term Equity Investments	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	Financial Expense	13.63	13.66	2.55	13.54	12.68
Non-Current Assets	677.60	714.20	703.12	712.12	720.17	Impairment Losses	(5.20)	(4.34)	(3.40)	(4.31)	(4.02)
Construction-In-Progress	7.63	0.00	36.00	69.60	71.76	Gain/(loss) of Fair Value Change	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Intangible Assets	105.62	102.87	99.06	95.26	91.46	Net Investment Income	(0.10)	1.99	0.95	0.95	1.30
Other Current assets	61.83	70.81	53.28	55.80	55.59	Other Current assets	(5.36)	(1.54)	(6.36)	(4.42)	(4.11)
<b>Total Non-Current Assets</b>	<b>852.67</b>	<b>887.88</b>	<b>891.47</b>	<b>932.78</b>	<b>938.97</b>	<b>Operating income</b>	<b>184.29</b>	<b>180.80</b>	<b>218.92</b>	<b>265.42</b>	<b>318.05</b>
<b>Total Assets</b>	<b>1,595.25</b>	<b>2,014.39</b>	<b>2,053.48</b>	<b>2,085.97</b>	<b>2,401.68</b>	Non-Operating Revenue	4.28	0.71	3.31	2.77	2.26
Short-Term Loan	256.63	228.18	0.00	0.00	0.00	Non-Operating Expenses	3.71	3.56	3.47	3.58	3.54
Trade Payables and Other Payables	152.16	234.25	217.91	307.23	298.61	<b>Profit Before Tax</b>	<b>184.86</b>	<b>177.95</b>	<b>218.75</b>	<b>264.61</b>	<b>316.77</b>
Other Current assets	210.24	186.99	352.77	173.72	384.66	Income Taxes	37.90	41.00	51.32	59.10	72.68
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>619.04</b>	<b>649.43</b>	<b>570.68</b>	<b>480.95</b>	<b>683.27</b>	<b>Net Profit</b>	<b>146.96</b>	<b>136.95</b>	<b>167.44</b>	<b>205.51</b>	<b>244.09</b>
Long-Term Loan	23.57	0.00	0.00	0.00	0.00	Net Profit Attributable to NCI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Bonds Payable	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>Net Profit Attributable to The Parent</b>	<b>146.96</b>	<b>136.95</b>	<b>167.44</b>	<b>205.51</b>	<b>244.09</b>
Other Current assets	75.57	72.70	74.93	74.40	74.01	EPS (RMB)	0.36	0.33	0.41	0.50	0.59
<b>Total Non-Current Liabilities</b>	<b>99.14</b>	<b>72.70</b>	<b>74.93</b>	<b>74.40</b>	<b>74.01</b>						
<b>Total Liabilities</b>	<b>718.18</b>	<b>722.13</b>	<b>645.61</b>	<b>555.35</b>	<b>757.28</b>	<b>Financial ratio</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Non-Controlling Interest	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>Growth</b>					
Share Capital	361.50	411.50	411.50	411.50	411.50	Revenue	12.83%	11.27%	19.99%	19.04%	14.99%
Capital Reserves	87.32	350.46	351.11	350.68	350.75	Operating income	15.95%	-1.90%	21.09%	21.24%	19.83%
Retained Earnings	513.66	878.60	996.37	1,119.12	1,232.90	Net Profit Attributable to The Parent	24.98%	-6.81%	22.26%	22.74%	18.77%
Other Current assets	(85.40)	(348.30)	(351.11)	(350.68)	(350.75)	<b>Profitability</b>					
<b>Total Equity</b>	<b>877.07</b>	<b>1,292.26</b>	<b>1,407.87</b>	<b>1,530.62</b>	<b>1,644.40</b>	Gross Profit Margin	40.98%	30.40%	30.63%	31.47%	32.31%
<b>Total Equity and Liabilities</b>	<b>1,595.25</b>	<b>2,014.39</b>	<b>2,053.48</b>	<b>2,085.97</b>	<b>2,401.68</b>	Net Profit Margin	11.02%	9.23%	9.40%	9.70%	10.01%
						ROE	16.76%	10.60%	11.89%	13.43%	14.84%
						ROIC	17.17%	15.71%	16.56%	19.03%	20.52%
						<b>Solvency</b>					
<b>Cash Flow Statement (RMBm)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	Debt to Asset Ratio	45.02%	35.85%	31.44%	26.62%	31.53%
Net Profit	46.68	57.86	38.88	41.20	43.60	Net Debt Ratio	15.65%	-15.31%	-15.35%	-15.23%	-16.04%
Depreciation & Amortization	14.05	14.11	2.55	13.54	12.68	Current Ratio	1.20	1.73	2.04	2.40	2.14
Financial Expense	0.10	(1.99)	(0.95)	(0.95)	(1.30)	Quick Ratio	0.87	1.29	1.50	1.58	1.56
Investment Gain/(Loss)	(39.61)	(7.83)	(75.54)	(67.32)	(76.79)	<b>Operation</b>					
Change of Working Capital	14.62	(50.68)	0.00	0.00	0.00	Receivable Turnover Ratio	4.28	4.64	4.32	4.41	4.45
Others	<b>182.80</b>	<b>148.42</b>	<b>132.38</b>	<b>191.99</b>	<b>222.28</b>	Inventory Turnover Ratio	6.98	6.03	5.97	6.06	6.15
<b>Cash Flows from Operating Activities</b>	<b>71.35</b>	<b>81.16</b>	<b>57.78</b>	<b>80.53</b>	<b>50.39</b>	Asset Turnover Ratio	0.87	0.82	0.88	1.02	1.09
CapEx	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>Indicator Per Share</b>					
Long Term Investments	(148.51)	(205.08)	(117.47)	(159.15)	(99.16)	EPS	0.36	0.33	0.41	0.50	0.59
Other Current assets	<b>(77.16)</b>	<b>(123.92)</b>	<b>(59.70)</b>	<b>(78.62)</b>	<b>(48.77)</b>	Operating Cash Flow Per Share	0.44	0.36	0.32	0.47	0.54
<b>Cash Flows from Investing Activities</b>	<b>288.06</b>	<b>228.18</b>	<b>18.57</b>	<b>8.81</b>	<b>9.13</b>	Net Asset Per Share	2.13	3.14	3.42	3.72	4.00
Proceeds from Issuance of Debt	8.53	319.98	16.18	6.28	7.64	<b>Valuation</b>					
Proceeds from Issuance of Equity	(407.14)	(295.82)	(298.73)	(121.15)	(159.44)	PE	57.15	61.33	50.16	40.87	34.41
Other Current assets	<b>(110.55)</b>	<b>252.35</b>	<b>(263.99)</b>	<b>(106.06)</b>	<b>(142.68)</b>	PB	9.58	6.50	5.97	5.49	5.11
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	EV/EBITDA	0.00	17.51	31.77	25.53	21.67
Impact of FX	<b>(4.91)</b>	<b>276.85</b>	<b>(191.31)</b>	<b>7.30</b>	<b>30.83</b>	EV/EBIT	0.00	21.48	37.46	29.34	24.54
<b>Net increase (decrease) in cash, cash equivalents and restricted cash</b>	<b>46.68</b>	<b>57.86</b>	<b>38.88</b>	<b>41.20</b>	<b>43.60</b>						

Source: Company data, Tianfeng Securities estimate

## Disclaimer

### Analyst Statement

Each research analyst identified in this publication certifies that all of the views expressed in this publication by such analyst accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers. In addition, each research analyst identified in this publication certifies that no part of the analyst's compensation was, is or will be, directly or indirectly related to the specific investment recommendations or views expressed in this publication, nor is it tied to any specific investment banking transactions performed by Tianfeng Securities Co., Ltd or any other affiliates and subsidiaries globally.

### General Disclosures

The term "TF Group" used in this publication refers to Tianfeng Securities Co., Ltd. and its affiliates and subsidiaries globally, including TFI Asset Management Limited (CE No.: ASF056). This publication and all materials contained in it has been prepared by the TF Group and, if applicable, with the contributions of one or more TF Group entities whose employees are specified on page 1 or identified elsewhere in the publication.

The contents contained in this publication is confidential and only for the use of clients of TF Group. TF Group will not deem a recipient as its client by reason only of their receiving this publication. Information herein has been obtained from sources believed to be reliable, but TF Group does not warrant its accuracy or completeness. The information and opinions contained herein are provided for TF Group clients' reference only and should not be construed as an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned. The information and opinions contained herein do not take into account the particular investment objectives, financial situation, or needs of any recipient. Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein constitute a personal recommendation to anyone. TF Group clients are advised to make their own independent evaluation of the information contained in this publication, consider their own individual investment objectives, financial situation and particular needs and consult their own professional and financial advisers as to the legal, business, financial, tax and other aspects if necessary. TF Group shall not be liable in any manner whatsoever for any consequences of any reliance thereon or usage thereof. To the extent this material is provided to any recipient, this material is provided solely on the basis that the recipient has the capability to independently evaluate investment risk and is exercising independent judgment in evaluating investment decisions in that its investment decisions will be based on its own independent assessment of the opportunities and risks presented by a potential investment, market factors and other investment considerations.

Opinions, speculations and predictions contained in this publication reflect opinions held, and speculations and predictions made, at the time of publication. Such opinions, speculations and predictions are subject to change and may be amended without any notification. Unless stated otherwise, any performance data quoted represents past performance. Past performance shall not be considered as a reliable indication of future performance. At different periods, TF Group may release publications which are inconsistent with the opinions, speculations and predictions contained herein. No representation or warranty is made that any returns indicated will be achieved. Certain assumptions may have been made in the analysis which has resulted in any returns detailed herein. Changes to the assumptions may have a material impact on any returns detailed.

TF Group's salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary and/or trading ideas that may be inconsistent with, and reach different conclusions from, the recommendations and opinions presented in this publication. Such ideas or recommendations reflect the different assumptions, views and analytical methods of the persons who prepared them, and TF Group is under no obligation to ensure that such other trading ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this publication. TF Group's asset management area, proprietary trading desks and other investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or opinions expressed in this publication.

### Special Disclosures

TF Group has procedures in place to identify and manage any potential conflicts of interest that arise in connection with its research business. TF Group's analysts and other employees who are involved in the preparation and dissemination of research publications operate and have a management reporting line independent of TF Group's Investment Banking business. Information barrier procedures are in place between the Investment Banking, proprietary trading, and research businesses to ensure that any confidential and/or price sensitive information is handled in an appropriate manner.

The analysts and/or Research Support named in the publications, as well as TF Group's salespeople, traders, and other professionals, may have, from time to time, discussed with our clients, including TF Group's salespeople, traders, and other professionals, or may discuss in the publications, trading strategies that reference catalysts or events that may have a near-term impact on the market price of the equity securities discussed in the publications, which impact may be directionally counter to the analysts' published price target expectations for such stocks. Any such trading strategies are distinct from and do not affect the analysts' fundamental equity rating for such stocks as described herein.

To the extent permitted by applicable laws, TF Group may have positions in, and may effect transactions in securities of companies mentioned herein and may also perform or seek to perform investment banking, financial consulting, financial products and various financial services for those companies. Therefore, TF Group's clients should be aware that TF Group and/or its associated person(s) may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this publication and the opinions expressed herein. TF Group's clients are advised not to rely on the opinions contained in this publication when making any decision, including without limitation any investment decision.

**Hong Kong:** This publication is distributed in Hong Kong by TFI Asset Management Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong ("SFC") and is licensed for the conduct of Regulated Activity Type 4 (Advising on Securities), Type 5 (Advising on Futures Contracts), and Type 9 (Asset Management) of Part V of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) ("SFO"). Queries concerning this publication from readers in Hong Kong should be directed to our Hong Kong sales representatives.

**Singapore:** This publication is distributed in Singapore by TFI Asset Management Limited. It is only intended for, and may be distributed only to, institutional investors in Singapore (as defined in the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore). Recipients of this publication should not further distribute this publication to any person that is not an institutional investor.

**United States of America:** This publication is distributed in the United States by TFI Asset Management Limited pursuant to Rule 15a-6 under the United States Securities Exchange Act of 1934. Distribution is restricted to "Major U.S. Institutional Investors" only (as defined in Rule 15a-6. TFI Asset Management Limited is not a U.S. registered broker-dealer.

The analyst(s) listed on the first page of this publication is (are) not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and are not subject to U.S. FINRA Rule 2711 restrictions on communications with companies that are the subject of this research report; public appearances; and trading securities by a research analyst.

**Other Jurisdictions:** The distribution of research publications in other jurisdictions may be restricted by law and such reports will be made available in other jurisdictions pursuant to the applicable laws and regulations in those particular jurisdictions. The research publications are not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity that is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdictions where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation.

### Ratings Definitions

#### Investment Ratings

Category	Description	Ratings	System
Stock investment ratings	within 6 months from the report issuance date, increase or decrease relative to the Index of the jurisdiction of the Stock in the same period	Buy	Expected relative return over stock price above 20%
		Accumulate	Expected relative return over stock price between 10% and 20%
		Neutral	Expected relative return over stock price between -10% and 10%
		Sell	Expected relative return over stock price below -10%
Industry investment ratings	within 6 months from the report issuance date, increase or decrease relative to the Index of the jurisdiction of the Industry in the same period	Outperform	Expected increase of industry index over 5%
		Neutral	Expected increase of industry index between -5% and 5%
		Underperform	Expected increase of industry index below -5%

Jurisdictions	Index Used for Ratings Definitions
China Mainland	CSI 300 Index
China-Hong Kong	Hang Seng Index
China-Marco	Hang Seng Index
USA	Standard & Poor's 500 Index

If not specifically stated otherwise the "yuan" mentioned in our report refers to RMB.

Copyright of the publications belong to TF Group. Any form of unauthorized distribution, reproduction, publication, release or quotation is prohibited without TF Group's written permission.

### Contact

#### Hong Kong

TFI Asset Management Limited  
11F, Nexus Building, 41 Connaught Road Central, Hong Kong  
Email: research\_tfi@tifsec.com  
Tel: 852 3899 7399