

主题研究

体育产业报告（四）体育产业爆发最直接受益者——体育装备市场

观点聚焦

投资建议

体育装备市场是体育产业爆发、大众体育人口扩张之后最直接的受益者。我们预计到 2025 年，我国体育装备行业的市场规模将超过 2 万亿。建议关注体育装备市场。

理由

体育装备行业迎来拐点，重回快速增长通道。体育装备行业作为体育产业中比重最大、开放度与竞争度最高的领域，在经历了 2011 年底至 2013 年的行业底部调整期后，伴随着大众体育和健身运动的爆发，整体行业已实现拐点，重回快速发展通道。

我国体育装备行业有较大的发展空间。我国体育装备行业在体育产业中占比偏大，但与美国相比，我国体育装备市场总规模不足其 1/3，人均体育装备消费仅为 1/17。因此，我们相信随着体育人口的不断增长和健身项目的普及发展，我国体育装备行业依然拥有较大的总量发展空间。

看好大众喜好以及普及率将会显著提高的日常健身项目所涉及的运动装备。我们认为未来路跑、自行车、球类、室内健身及冰雪运动将成为我国大众体育中最受关注的领域，这些项目入门简单，健身和娱乐性比较强，也具有一定的群众基础，必将成为未来 3~5 年爆发的体育领域。而这些运动项目将直接带动相关的服装鞋帽、自行车、健身器材、智能可穿戴设备等体育装备的发展。我们相信，品牌化、专业化和智能化将成为整个体育装备行业未来发展的主题。

盈利预测与估值

重点关注：安踏体育（2020.HK）、中国动向（3818.HK）、特步国际（1368.HK）、巨大（9921.TW）集团、美利达（9914.TW）、乐视体育、姚记扑克（002605.SZ）、信隆实业（002105.SZ）、乔山（1736.TW）、探路者（300005.SZ）、百度、小米、申洲国际（2313.HK）、互太纺织（1382.HK）、维珍妮（2199.HK）等。

风险

政策执行可能较慢；市场竞争不断加剧。

分析员

钱凯

SAC 执证编号：S0080513050004
SFC CE Ref: AZA933
kai.qian@cicc.com.cn

联系人

刘欣

SAC 执证编号：S0080115100023
cindy.liu@cicc.com.cn

相关研究报告

- 主题研究 | 体育产业报告（一）赛事运营（2015.10.14）
- 主题研究 | 体育产业报告（二）资本逐鹿主战场——赛事版权市场（2015.10.26）
- 主题研究 | 体育产业报告（三）体育产业发展的物质基础——场馆运营市场（2015.11.23）



目录

投资要点	6
体育装备行业：体育产业热潮带来总量提升空间	7
体育装备板块是整个体育产业发展的直接收益板块	7
体育装备行业未来占比或将下降，但规模将持续扩张	8
重回快速增长通道，市场空间较大	9
路跑、骑行、球类、室内健身、冰雪运动成为热点	10
运动服装鞋帽	11
我国体育装备行业最重要的组成部分，随着我国体育产业爆发迎来新机遇	11
国外品牌占有率高，品牌增长由外扩式转为内生性增长	12
运动鞋服未来发展趋势：品牌定位专业化、高端化、时尚化	13
案例分析 1：Under Armour (UA) ——用产品说话，打造高端、专业的品牌形象	16
投资机会：市场占有率高、研发能力强的龙头公司	18
运动自行车	19
我国自行车行业现状：世界第一自行车生产王国，缺乏品牌优势	19
运动自行车行业市场：发展迅速，市场空间巨大	21
自行车行业未来发展趋势：专业化、时尚化、智能化	23
案例分析 2：巨大 (9921.TW) ——从“代工王”到自主经营顶级品牌“捷安特”	24
投资机会：品牌影响力强的行业龙头公司	28
健身器材	29
健身器材生产大国，代工为主，缺乏品牌影响力	29
国内消费不足，市场空间巨大	30
健身器材行业未来发展趋势：品牌化、细分化、智能化	32
案例分析 3：美国爱康 (ICON) 公司 ——世界最大的家用健身器材公司	34
案例分析 4：乔山 (1736.TW) ——亚洲最大的健身器材公司	35
投资机会：知名品牌企业的上下游产业公司	37
滑雪装备	38
我国滑雪运动处于开发初级阶段，市场潜力巨大	38
投资机会：前期布局冰雪运动产业链的公司	41
智能可穿戴设备	42
智能手环成为运动标配，发展空间大	42
智能手环爆发式发展为整个产业链带来发展机会	44
投资机会：市场占有率高的公司及相关供应链厂商	45
国内优秀体育装备公司列举	46
安踏体育 (2020.HK)：规模效应显著，研发实力强的国内运动品牌龙头	46
特步国际 (1368.HK)：国内著名时尚运动品牌	47
乐视体育：乐视超级自行车	48
姚记扑克 (002605.SZ)：收购中德索罗门，涉足高档自行车业务	49
信隆实业 (002105.SZ)：全球最大的自行车零配件生产厂商	50
维珍妮 (2199.HK)：知名品牌的 IDM 合作商	51
探路者 (300005.SZ)：借助冬奥会契机，积极布局冰雪项目	52
钢宇集团：ICON 代工企业，发展自主品牌转型	53



图表

图表 1: 体育产业链概览	7
图表 2: 长距离跑步中需要用到运动装备	7
图表 3: 滑雪运动中需要用到运动装备	7
图表 4: 中美体育产业结构对比	8
图表 5: 2013 年体育装备零售销售总额全球前五名	8
图表 6: 人均体育装备消费中美对比	8
图表 7: 我国体育装备行业市场规模	9
图表 8: 我国体育产业迎来爆发性增长期	9
图表 9: 2014 年美国 6 岁以上人群各类体育运动的参与率	10
图表 10: 中国运动鞋服市场规模与增速	11
图表 11: 2014 年我国运动鞋服市场在体育装备市场中占比	11
图表 12: 中美运动鞋服市场规模对比	11
图表 13: 我国运动鞋服市场规模预测	11
图表 14: 2014 年我国运动鞋服市场份额分布	12
图表 15: 各运动品牌在我国的历年市场占有率	12
图表 16: 2010 年~2015 年上半年国内各品牌门店数量	13
图表 17: 各品牌收入增长率	13
图表 18: Under Armour 专业运动文胸广告	14
图表 19: 尼尔森体育调查	14
图表 20: 运动品牌通过品牌标语体现品牌文化	15
图表 21: New Balance 574 系列	15
图表 22: Under Armour 紧身衣	16
图表 23: Under Armour 历年收入分布	17
图表 24: Under Armour 历年收入、利润和利润率	17
图表 25: Under Armour 股价	18
图表 26: 我国自行车产量在全球自行车市场占比	19
图表 27: 2012 年全球自行车产国分布	19
图表 28: 我国历年自行车产量、整车出口数量	19
图表 29: 我国历年自行车整车出口金额	19
图表 30: 我国自行车制造业所有制占比	20
图表 31: 我国历年自行车制造业企业个数及亏损企业个数	20
图表 32: 2004 年各省自行车产量占比	20
图表 33: 2014 年各省自行车产量占比	20
图表 34: “中国驰名商标”自行车品牌列举	21
图表 35: 我国自行车行业出口产品占比	21
图表 36: 规模以上自行车生产企业的总营业收入、利润总额和毛利率	21
图表 37: 中国运动自行车市场规模	22
图表 38: 自行车运动爱好者占总人口比例	22
图表 39: 运动自行车市场规模占整个自行车市场的比例	22
图表 40: 我国出口山地车均价和美国山地车均价对比	23
图表 41: 近年来流行的“死飞”自行车	24
图表 42: 百度、乐视、姚记扑克近期推出的智能自行车	24
图表 43: “巨大”公司品牌发展史	25
图表 44: “巨大”公司旗下自主品牌	25
图表 45: “巨大”公司历年研发费用	26
图表 46: “巨大”公司全球营销网络	26
图表 47: “巨大”公司全球 9 大生产基地	27
图表 48: “巨大”历年主营业务收入	27
图表 49: “巨大”历年净利润	27



图表 50：“巨大”历年毛利率	28
图表 51：“巨大”历年净利率	28
图表 52：“巨大”历年股价表现	28
图表 53：我国规模以上健身器材生产企业数量	29
图表 54：我国健身器材行业历年销售额	29
图表 55：中国制造的健身器材在国际市场上占比	29
图表 56：我国健身器材出口地区分布	29
图表 57：健身器材行业总营收、总利润和平均利润率	30
图表 58：美国健身器材市场规模	30
图表 59：2011 年中美健身器材市场规模对比	30
图表 60：2014 年美国家用、商用健身器材占比	31
图表 61：中国城镇家庭平均每百户拥有的健身器材数	31
图表 62：近几年我国健身俱乐部数量	31
图表 63：中国美国健身俱乐部数量对比	31
图表 64：全球健身器材市场规模预测	32
图表 65：健身器材知名品牌列举	32
图表 66：细分市场健身器材列举	33
图表 67：乔山跑步机	34
图表 68：美国健身器材市场份额	34
图表 69：ICON 旗下部分品牌	35
图表 70：乔山历年研发费用	36
图表 71：乔山历年营收、利润和利润率	36
图表 72：2014 年乔山营业收入分布	36
图表 73：乔山股价走势	37
图表 74：全球滑雪场分布	38
图表 75：中国滑雪场分布	38
图表 76：我国滑雪人口和滑雪人次的发展	39
图表 77：各国滑雪场数量	39
图表 78：各国滑雪运动渗透率	39
图表 79：各国滑雪人口平均每年参加滑雪次数	39
图表 80：我国滑雪人口和滑雪人次的未来预测	39
图表 81：中国滑雪装备规模估计	40
图表 82：中国滑雪市场品牌占比调查	40
图表 83：部分知名的滑雪装备制造厂商	40
图表 84：我国智能可穿戴设备市场规模及预测	42
图表 85：我国智能手环市场各品牌份额占比	43
图表 86：我国智能手环用户流失率	43
图表 87：小米手环示意图	44
图表 88：运动手环零部件主要供应商	44
图表 89：全球智能可穿戴装备销量前三名	45
图表 90：安踏历年收入及收入增速	46
图表 91：安踏历年净利润及利润率	46
图表 92：安踏的产品研发	46
图表 93：特步历年收入及收入增速	47
图表 94：特步历年净利润及利润率	47
图表 95：特步赞助的马拉松和足球赛事	47
图表 96：乐视超级自行车	48
图表 97：洛克菲勒新一代智能自行车众筹	49
图表 98：信隆实业主要产品	50
图表 99：信隆实业历年收入及收入增速	50
图表 100：信隆实业 2014 年收入分布	50
图表 101：维珍妮的客户列举	51
图表 102：维珍妮的历年收入及净利润	51



图表 103: 维珍妮 2015 财年收入分布	51
图表 104: 探路者历年收入及利润.....	52
图表 105: 信隆实业 2014 年收入分布	52
图表 106: 探路者生态圈.....	52
图表 107: 探路者冰雪用品广告	52
图表 108: 钢宇集团自主品牌	53
图表 109: 国内体育装备公司列表.....	54



投资要点

体育装备是体育产业爆发、大众体育人口扩张之后非常直接的受益者。我们认为体育装备行业总量将随着整体行业发展而保持较快增长，预计到 2025 年，我国体育装备行业的市场规模将超过 2 万亿。

我们认为未来路跑、自行车、球类、室内健身及冰雪运动将成为我国大众体育中最热点的领域，而这些运动项目将直接带动服装鞋帽、自行车、健身器材、智能可穿戴设备等体育装备的发展。品牌化、专业化和智能化将成为整个体育装备行业未来发展的主题。

运动服装鞋帽：走出行业低谷，政策利好带来全新发展期

目前我国运动鞋服行业已经走出低谷，重回增长通道。随着我国体育行业的政策红利释放，再加上国内消费升级对运动需求的扩张等因素的共同影响，运动鞋服行业进入新一轮的增长期。建议关注研发能力强、市场占有率高的龙头公司如安踏体育（2020.HK）、特步国际（1368.HK）、中国动向（3818.HK）等。

另外，随着我国体育产业爆发，对国外优秀运动品牌鞋服的需求也势必增加，建议关注国外品牌的国内代工企业，如为 NIKE 和 ADIDAS 代工的申洲国际（2313.HK）、互太纺织（1382.HK），为 UA 代工的维珍妮（2199.HK）等。

运动自行车：从“代步工具”到“运动器材”转变，骑行热潮带来发展机遇

国内自行车运动近年来呈现出迅猛发展的态势，运动自行车行业正面临一个前所未有的机遇。建议关注已占据较大市场份额的知名品牌企业及其产业上下游公司，如拥有“捷安特”品牌的巨大（9921.TW）集团、美利达（9914.TW）等台湾公司，自行车配件行业龙头信隆实业（002105.SZ），优秀国际品牌的代工企业如天津富士达集团等，以及开发智能自行车的百度、乐视体育、飞鸽车业、姚记扑克（002605.SZ）等。

另外建议关注拥有品牌“凤凰”的金山开发（600679.SH）、拥有品牌“阿米尼”的深中华 A（000017.SZ）等传统的老牌自行车企业进军高端化、专业化、智能化运动自行车市场的转型预期。

健身器材：代工为主，内销不足，体育产业爆发带来较大市场空间

随着生活水平的提高，人们的消费能力以及消费观念的不断改变，健康意识越来越强，在健身方面的投资日益增加，我国健身器材行业呈现出良好发展态势，为健身器材行业带来新机遇。

建议关注知名品牌及其上下游企业，如台湾的亚洲第一大品牌乔山（1736.TW）、奥运会合作伙伴舒华公司，常年为 ICON 代工，近期发展自有品牌的健身器材代工龙头厦门钢宇集团，健身器械代工公司信隆实业（002105.SZ）等。

滑雪装备：几乎处于空白阶段，布局专业冰雪装备的企业将会享受快速增长

滑雪运动的装备、设备技术要求较高，我国滑雪装备除服装外尚处于空白阶段，严重依赖进口。伴随我国的冰雪运动潜在市场的开发，能够提前布局专业冰雪装备的企业将会享受快速增长。建议关注前期布局冰雪运动产业链的公司，如探路者（300005.SZ）等。

智能可穿戴装备：成为运动“标配”，市场空间巨大

随着体育产业的爆发，运动人口将会越来越多，作为“运动标配”的智能手环有可观的市场空间。建议关注市场占有率高、用户粘性强的龙头公司及相关供应链的厂商，如我国运动手环市场占有率最高的小米，为其代工的华米科技、卓翼科技（002369.SZ），以及其他运动手环产业链上游供应商如昆天科、恒泰电池、顺络电子（002138，SZ）、贝禹电子、信利、创杰、北高智、欧孚等。



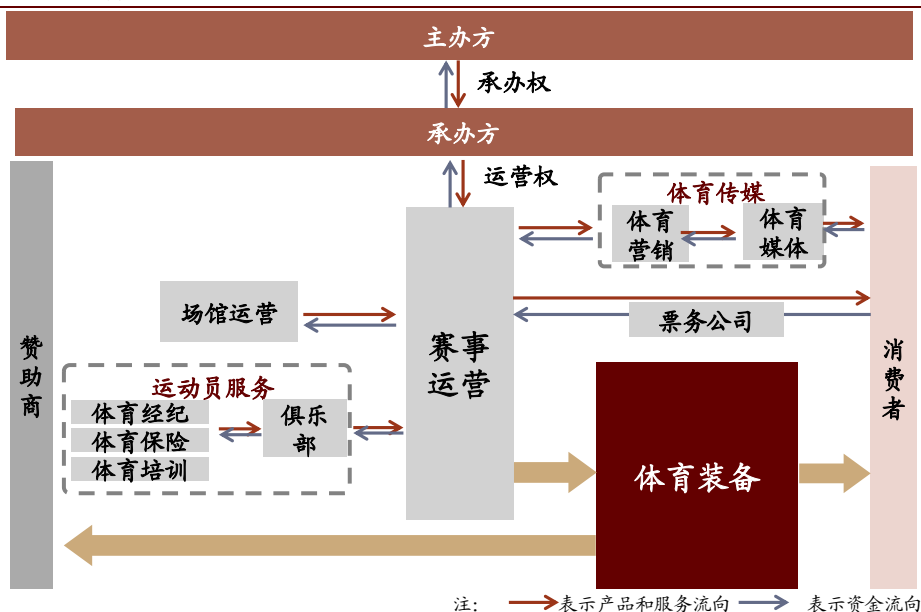
体育装备行业：体育产业热潮带来总量提升空间

在体育行业中，体育装备行业是发展最早，发展最成熟的子行业。与发达国家相比，我国体育装备行业在体育行业中比重偏大，但市场总规模、人均消费规模都较低，仍有较大发展空间。

体育装备板块是整个体育产业发展的直接收益板块

体育装备一般包括服装鞋帽、运动载具和运动器材等。体育装备板块在整个体育产业链中处于中下游,产业链上游核心的发展程度直接决定了体育装备板块的需求水平。我国体育产业的爆发、大众体育人口的扩张将直接带动体育装备行业需求的增加。

图表 1: 体育产业链概览



资料来源：中金公司研究部

随着我国居民生活水平的提高,人们逐渐开始重视健康的生活方式,体育在人们生活中的地位也越来越重要,人们对运动的追求也越来越专业。目前我国的体育产业,尤其是大众体育,正处在高速发展的起步阶段,这将给体育装备行业带来最直接的影响,因为对于每个参加体育运动的人,都需要相应的运动装备,如运动鞋、运动服、网球拍、滑雪板、智能手环等。因此整个体育产业的蓬勃发展将直接带动体育装备行业进入新一轮的黄金发展期。

图表 2: 长距离跑步中需要用到的运动装备



资料来源：中金公司研究部

图表3: 滑雪运动中需要用到的运动装备



资料来源：中金公司研究部

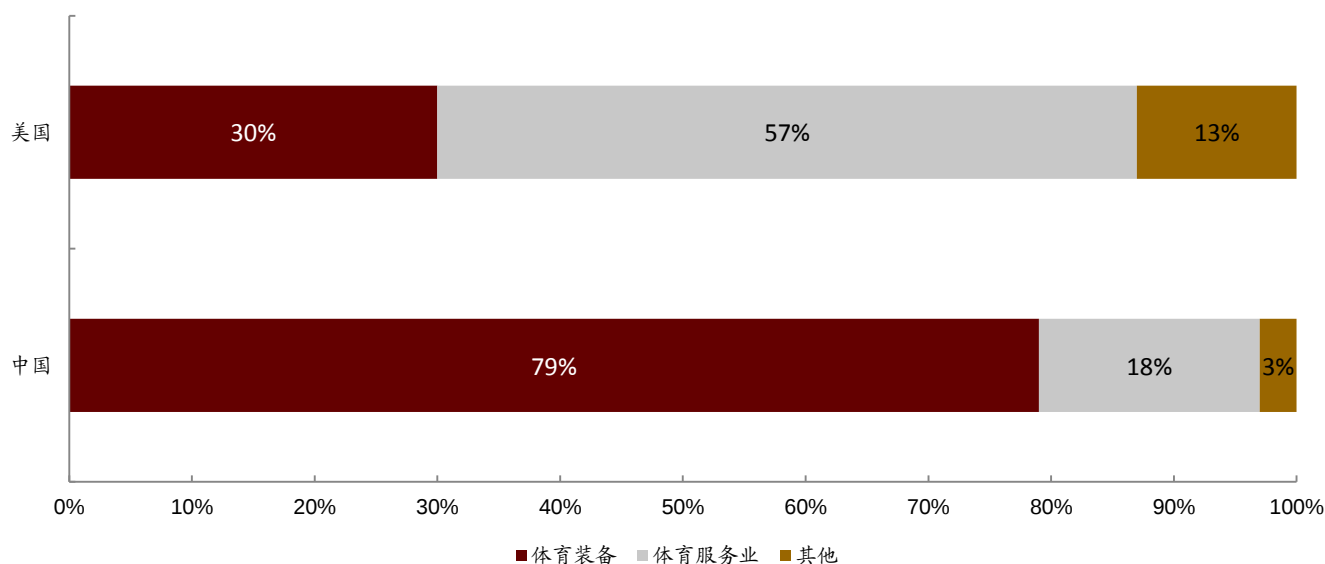


体育装备行业未来占比或将下降，但规模将持续扩张

体育装备行业是我国体育产业中发展较早，也是目前产业发展较为成熟的细分产业。

从占比上看，我国体育装备行业比重偏大。在我国体育产业的各个细分板块中，体育装备的销售和制造以绝对优势占体育产业中最大比重，占比约 79%，是我国体育产业的主要组成部分。而在体育产业成熟的美国市场，体育服务业占比较大，体育装备行业占比则为 30% 左右。

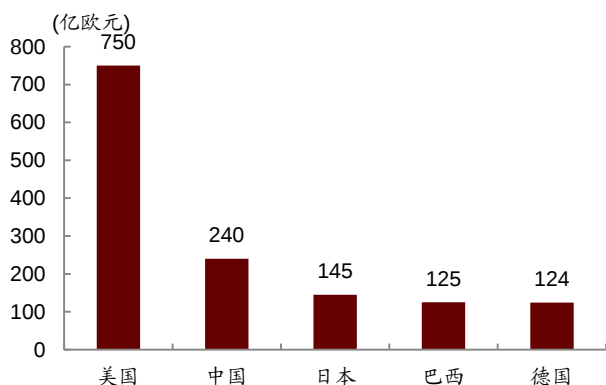
图表 4：中美体育产业结构对比



资料来源：易观智库，中金公司研究部

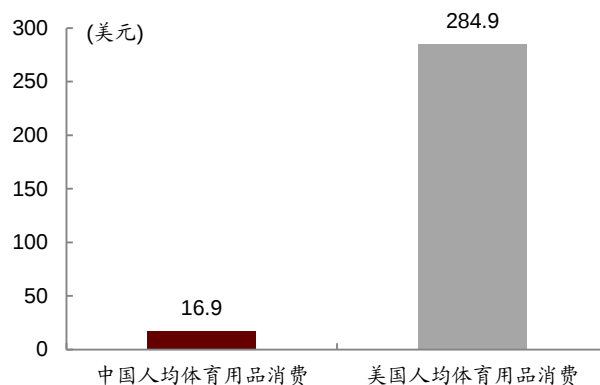
从规模来看，我国体育装备行业依然拥有较大的发展空间。根据 NDP Group Inc. 的《全球体育用品市场规模调查》数据，2013 年我国体育装备零售市场的规模仅次于美国，在全球排名第二，约为 240 亿欧元，但仍只有美国体育装备市场规模的 1/3。从人均体育消费的角度，我国人均体育装备消费仅为 16.9 美元，仅为美国的 1/17，差距较大，有较大发展空间。

图表 5：2013 年体育装备零售销售总额全球前五名



资料来源：NDP Group Inc，中金公司研究部

图表 6：人均体育装备消费中美对比



资料来源：欧睿信息咨询，中金公司研究部

未来随着我国体育产业的结构化调整，体育服务业的逐渐兴起，参照成熟市场，我们预计体育装备行业在整个体育产业中的占比可能会降低，但仍在体育产业中处于重要地位。同时，随着体育产业整个“大蛋糕”的加速扩大，产业链其他部分的发展将带动体育装备行业进一步发展，体育装备行业的总量规模仍将持续增加。



重回快速增长通道，市场空间较大

体育装备行业作为体育产业中比重最大、开放度与竞争度最高的领域，近年来保持了快速发展，2006 年到 2011 年的复合增长率为 17.6%。尽管行业经历了 2011 年底至 2013 年低速增长的调整期，近几年体育产品又重回快速增长通道。根据每年的《中国体育装备产业发展白皮书》，我国的体育装备行业市场规模在 2014 年已达到 2,418 亿元，同比增长 15.89%，当前中国体育装备行业整体强势复苏。未来，在政策红利和消费转型的双重驱动下，我们认为这样的强势发展仍将继续。

图表 7：我国体育装备行业市场规模

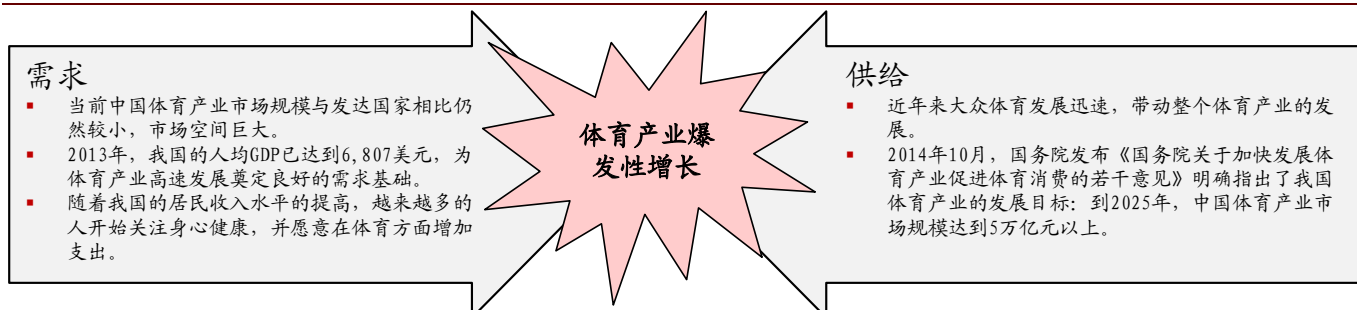


资料来源：国家体育总局，中国体育装备产业发展白皮书，中金公司研究部
附注：2009 年数据按照前后两年平均数估算得出

2014 年 10 月，国务院发布《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》明确指出了我国体育产业的发展目标：到 2025 年，中国体育产业市场规模达到 5 万亿元以上。

根据 2015 年 12 月 8 日国新办举行的有关“46 号文”落实情况的发布会中，国家体育总局发言人表示，预计到 2020 年中国体育产业总规模将超过 3 万亿。而据国家体育总局统计，目前各省认领的 2025 年体育产业总规模目标之和已将近 7 万亿元，已突破《意见》提出的 5 万亿发展目标。

图表 8：我国体育产业迎来爆发性增长期



资料来源：中金公司研究部

我们预计，在我国体育产业“7 万亿大蛋糕”中体育装备行业仍将是非常重要的组成部分，即使按照美国等发达国家体育装备约 30% 结构占比保守估计，到 2025 年，我国体育装备行业的市场规模也将超过 2 万亿，是 2014 年的体育装备规模（2,418 亿元）的十倍以上，因此体育装备行业发展空间巨大。



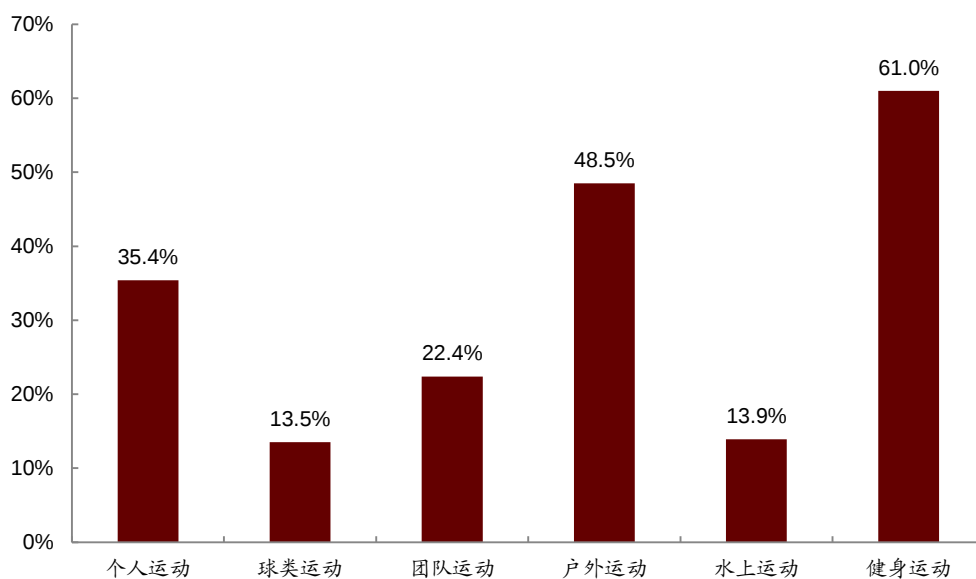
路跑、骑行、球类、室内健身、冰雪运动成为热点

体育装备行业发展的根本基础是人们对体育运动的参与。根据美国的 Physical Activity Council 的报告，在美国一直以来个人休闲运动的参与率和消费比率都比团体运动高，而参与程度最高的是健身运动和户外运动，运动参与率分别达到了 61% 和 48%。

近年来，在我国也兴起了健身、路跑和骑行热。这一方面和大众对休闲体育的一贯热爱相关，与国际主流休闲运动习惯相一致，另一方面也是我国专业体育场馆不足的体现。

我们预计未来路跑、骑行、球类、室内健身及冰雪运动将成为我国大众体育中最热点的领域，而这些运动项目将直接拉动对相关专业体育装备的需求。

图表 9：2014 年美国 6 岁以上人群各类体育运动的参与率



资料来源：2015 Physical Activity Council Report，中金公司研究部



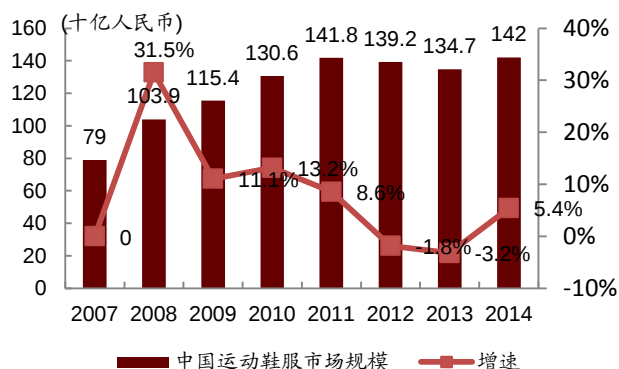
运动服装鞋帽

中国运动服装鞋帽市场发展较早，2008 年奥运会前后进入黄金发展期，行业增速一度高达 30% 以上，国内运动品牌迅速扩张自己的门店数量。2009 年后，随着经济下行、消费低迷、行业库存危机，运动鞋服行业陷入低迷，直到 2013 年下半年迎来拐点。随着我国体育行业的政策红利释放，再加上国内消费升级对运动需求的扩张等因素的共同影响，运动鞋服行业进入新一轮的增长期。

我国体育装备行业最重要的组成部分，随着我国体育产业爆发迎来新机遇

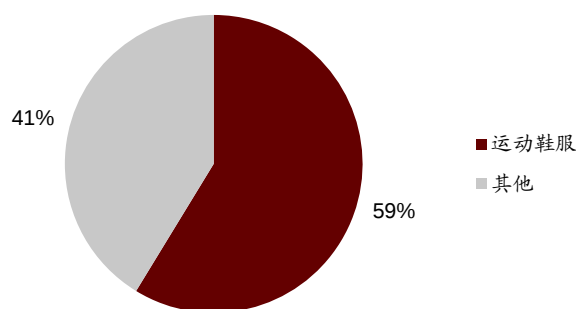
根据 Euromonitor 统计，2014 年我国运动鞋服的市场规模达到人民币 1,420 亿元，增速恢复至 5.4%。根据《中国体育装备产业发展白皮书》，2014 年我国的体育装备行业市场总规模为 2,418 亿元，其中运动鞋服占比 59%，是我国体育装备行业最重要的组成部分。

图表 10：中国运动鞋服市场规模与增速



资料来源：欧睿信息咨询，中金公司研究部

图表 11：2014 年我国运动鞋服市场在体育装备市场中占比

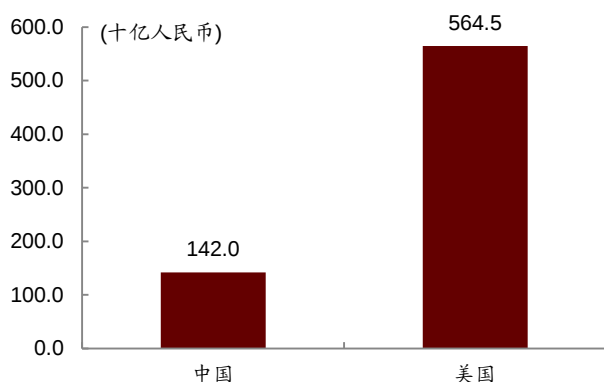


资料来源：欧睿信息咨询，中国体育装备产业发展白皮书，中金公司研究部

对比美国，2014 年美国的运动鞋服市场约为 909 亿美元，约人民币 5,645 亿元，是我国运动鞋服规模的四倍，若考虑人均鞋服消费则差距更为巨大。因此我国的运动鞋服市场空间依旧可观。

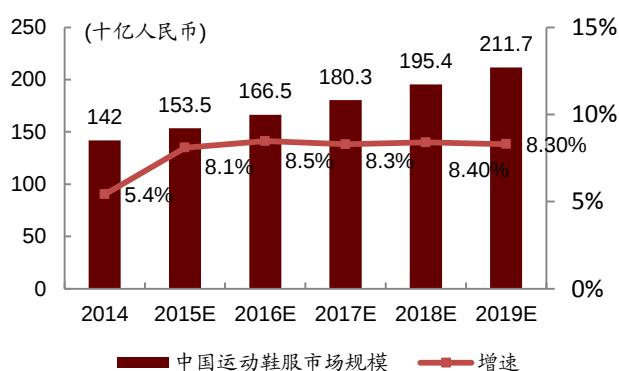
随着我国体育行业的政策红利释放，再加上国内消费升级对运动需求的扩张等因素的共同影响，运动鞋服行业进入新一轮的增长期。根据 Euromonitor 估计，我国运动鞋服行业未来五年将以 8% 左右的速度增长，至 2019 年有望突破 2,000 亿元。

图表 12：中美运动鞋服市场规模对比



资料来源：欧睿信息咨询，中金公司研究部

图表 13：我国运动鞋服市场规模预测



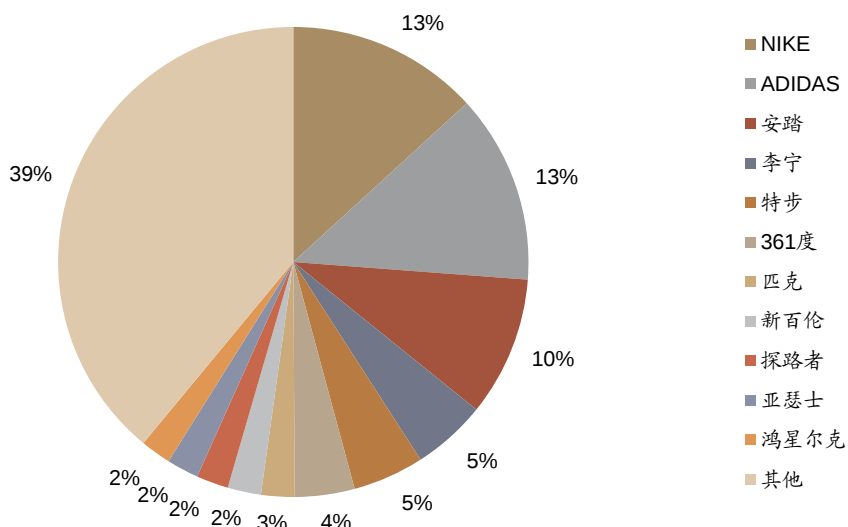
资料来源：欧睿信息咨询，中金公司研究部



国外品牌占有率高，品牌增长由外扩式转为内生性增长

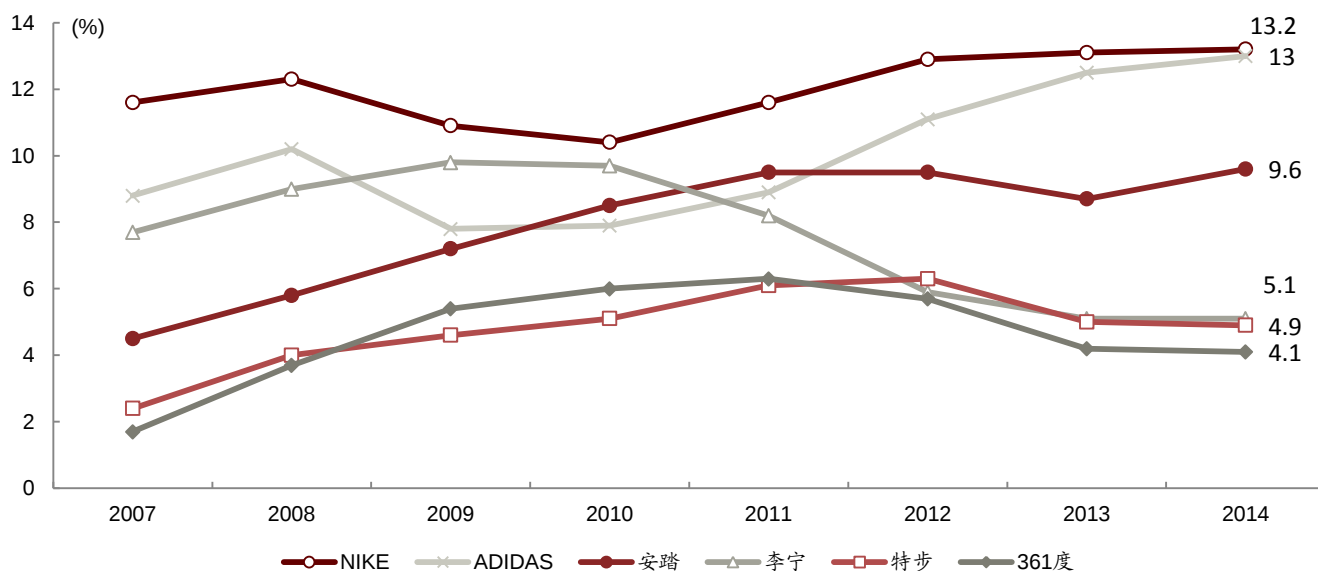
国内运动鞋服市场的竞争格局为国外品牌绝对主导。截止到 2014 年，NIKE 和 ADIDAS 的市场占有率约占 1/4。国内品牌中，安踏已经成为国内龙头，市场占有率持续增加，2014 年达到 9.6%。而李宁在 2009 年超过 ADIDAS 占据第二，但是之后市场份额持续流失至 5.1%，目前仅排名第四。

图表 14：2014 年我国运动鞋服市场份额分布



资料来源：欧睿信息咨询，中金公司研究部

图表 15：各运动品牌在我国的历年市场占有率

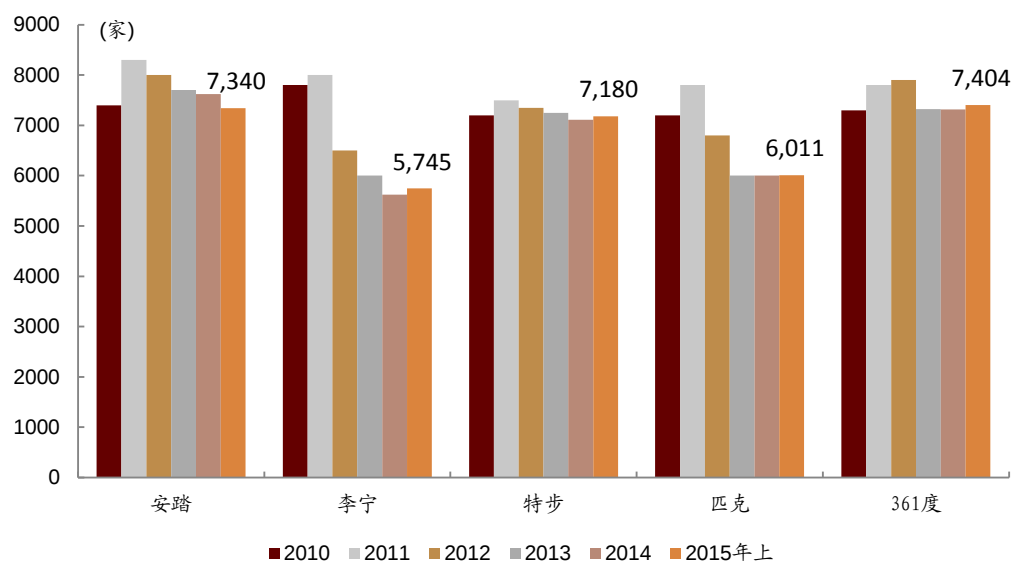


资料来源：欧睿信息咨询，中金公司研究部

2011 年以来，由于经济下行、消费低迷、行业库存危机，我国国内运动品牌纷纷迎来了“关店潮”。2014 年各品牌终端门店的调整基本结束，实现拐点，一些品牌的门店数在 2015 年上半年甚至出现了增加。由于之前扩张期品牌的终端门店已经有较大基数，预计未来涨幅空间不大，大部分国内品牌的发展将不再是门店扩张的粗放型模式，而是以同店销售增加为主的内生增长模式发展。

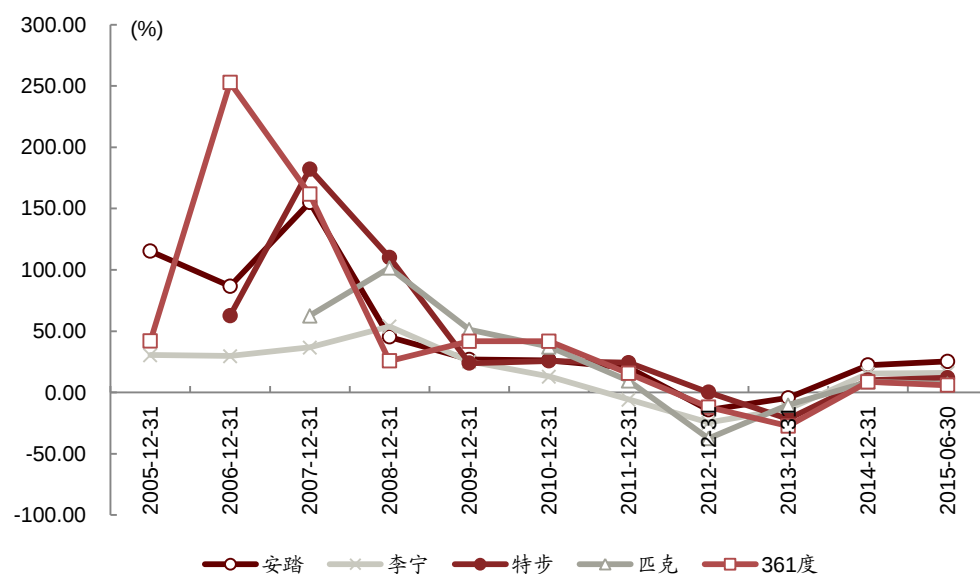


图表 16: 2010 年~2015 年上半年国内各品牌门店数量



资料来源：企业年报，中金公司研究部

图表 17: 各品牌收入增长率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

运动鞋服未来发展趋势：品牌定位专业化、高端化、时尚化

专业化：加强研发能力，提升细分产品的专业化水平

在运动鞋服领域，越来越多的运动者开始关注运动鞋服的专业性，对不同细分领域的功能性和专业程度要求也越来越高，这就要求运动鞋服品牌加大对专业化的研发团队和研发费用的投入，掌握核心的专业技术。

专业化的优秀案例如 Under Armour (UA)，2014 年 UA 替代阿迪达斯成为美国市场第二大运动鞋服品牌。UA 的迅速崛起，得益于它的专业性，UA 起家于运动紧身衣和橄榄球护具的开发和销售，在运动紧身衣领域积累了强大的影响力和竞争力，直到 2006 年才第



一次推出运动鞋产品。然而，正是由于 UA 的专注，使得其在美国这样的成熟体育市场在细分领域积累了知名度和忠实的消费群体，为逆袭创造了坚实的基础。

图表 18: Under Armour 专业运动文胸广告

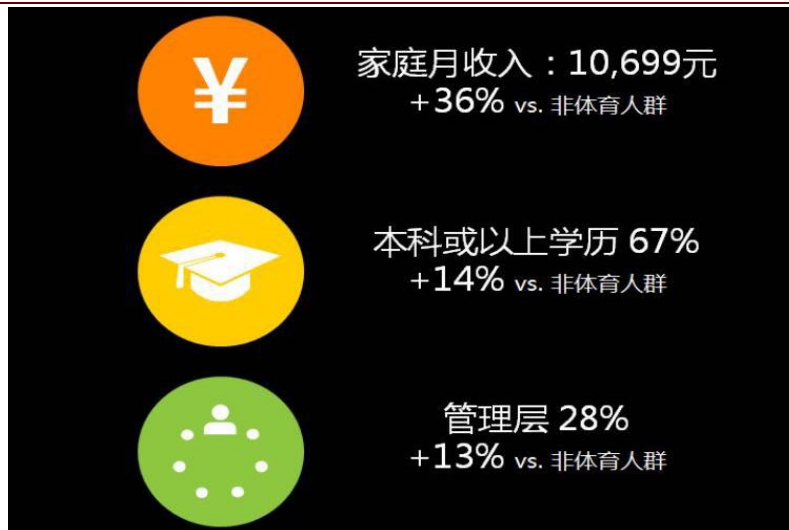


资料来源：公开资料，中金公司研究部

高端化：打造高端品牌形象

随着我国经济的发展，居民消费水平的提高，整个社会消费呈现高端化消费趋势，消费者注重的不再仅仅是实用性，消费品质也被逐渐重视。在运动鞋服领域尤为如此。根据尼尔森体育调查，体育人群是相对“高学历、高收入、高职位”的高端群体。体育人群的家庭月收入为 10,699 元，比非体育人群高出 36%。因此针对不差钱的“高富帅”的体育人群，只有高端化的产品定位才能满足其消费需求。

图表 19: 尼尔森体育调查



资料来源：2015 Physical Activity Council Report，中金公司研究部

对普通消费者而言，运动鞋服的品牌体现了自己的消费品质，因此体育鞋服企业需要通过提高产品质量、提升品牌文化内涵、加强品牌营销等方式，积累知名度、忠诚度和美誉度，打造高端定位的品牌形象。



图表 20：运动品牌通过品牌标语体现品牌文化



资料来源：公开资料，中金公司研究部

时尚化：发挥运动鞋服时尚属性

运动和时尚的边界本来就很模糊，普通消费者可能在判断运动鞋服在专业性上的差别时需要一定的积累，但是对时尚的敏感度却与时俱进。这就要求设计研发团队拥有对时尚流行趋势准确的判断力，做到市场与设计之间的快速响应。

在我国运动鞋服的消费人群多是 14~35 岁之间的运动爱好者，多为 80 后、90 后群体，其特征是追求个性和时尚。为满足消费者对时尚的要求，越来越多的运动品牌开始融入更多的时尚元素。

New Balance 便是运动品牌中的时尚弄潮儿，注重产品的时尚性，每个系列产品都有丰富的配色选择，而且产品更新非常快，紧跟时尚节拍。因此 New Balance 在进入中国短的时间内，在我国年轻群体中迅速流行，成为最受欢迎的时尚运动品牌之一。

图表 21：New Balance 574 系列



资料来源：公开资料，中金公司研究部



案例分析 1: Under Armour (UA) ——用产品说话, 打造高端、专业的品牌形象

美国体育运动装备品牌 Under Armour (UA) 成立于 1996 年, 创办者是前马里兰橄榄球明星 Kevin Plank, 主要开发、生产和销售专业运动衣裤, 鞋和配件。2014 年, UA 超越 Adidas 成为全美第二大运动销售品牌。

凭借产品的专业性和高科技含量打造专业化品牌形象

成立至今, Under Armour 最突出的特点就是其产品的专业性能之强, 在美国, Under Armour 已经成为了高端、专业的代名词, 使用 UA 的运动装备通常意味着跨入了更专业的领域。

Under Armour 以生产紧身运动服起家, UA 紧身衣的最大特点就是其宛如第二层肌肤的特殊紧身设计, 通常可以令使用者肌肉爆发力更强劲, 肌肉复原更迅速。凭借产品的专业性和高科技含量, UA 在美国市场众多体育品牌中脱颖而出, 尤其受到职业运动员和年轻人的追捧, 在健身房 (尤其是健身教练) 的覆盖率极高。

图表 22: Under Armour 紧身衣



资料来源: 公开资料, 中金公司研究部

UA 发展的最终落点并不仅仅是职业运动员, 更重要的是非专业运动员。UA 不断传递专业运动的理念, 让人们变得更加愿意专业地运动, 在年轻人群中掀起了专业运动的潮流。

专业运动员口碑相传, 提高市场营销力

Under Armour 市场声誉的打开很大程度上得益于专业运动员的明星效应和口碑传播。UA 最初的忠实的顾客多是专业运动员, UA 的代言人虽然不如 NIKE、ADIDAS 大牌, 但都是专业的运动员。UA 越来越完善的专业产品加上运动员明星的宣传, 使其口碑充分发酵, 成功的扩大了其市场影响力。

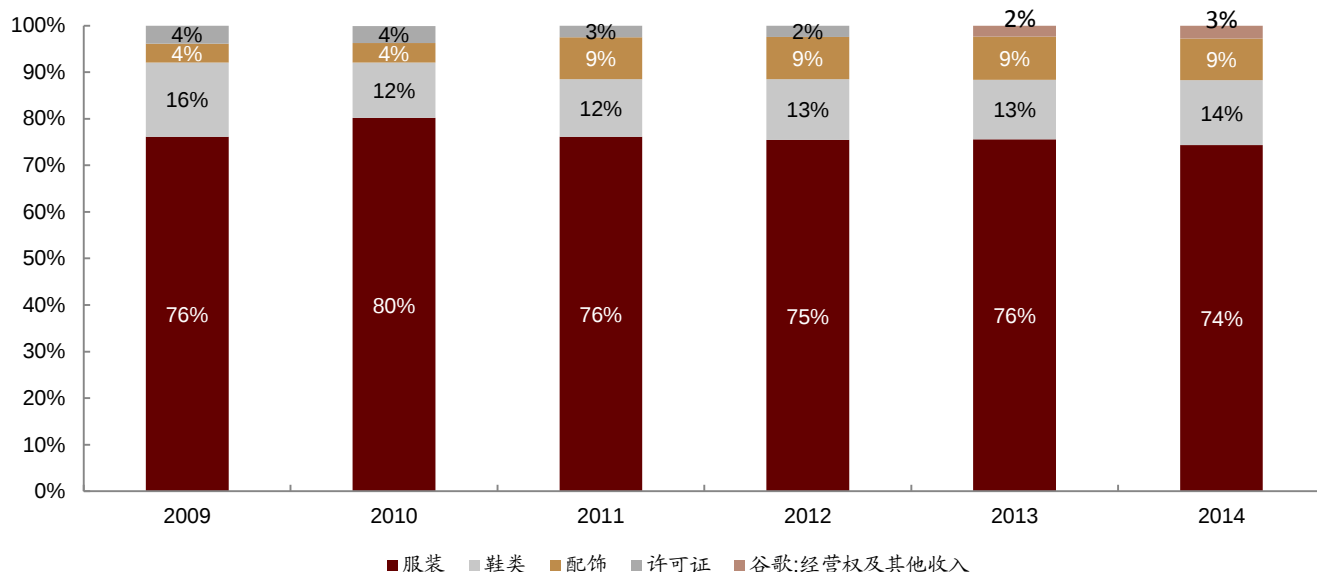
在专业运动服装市场, Under Armour 在美国的市场占有率高达 75%, 远超耐克和阿迪达斯, 在包含运动鞋的专业体育装备市场, UA 占比 31%, 仅次于占比 36% 的耐克。

UA 在运动紧身衣领域积累了强大的影响力和竞争力, 直到 2006 年 UA 才第一次推出运动鞋产品。正是由于 UA 的专注, 使得其在美国这样的成熟体育市场在细分领域积累了知名度和忠实的消费群体, 为逆袭创造了坚实的基础。

UA 历年的收入中运动服装占比最高, 约为 75% 左右, 鞋类占比为 14% 左右。随着 UA 在鞋类市场扩大投入, Curry One 等运动鞋系列的发展, 预计未来 UA 运动鞋的收入份额将会提升。



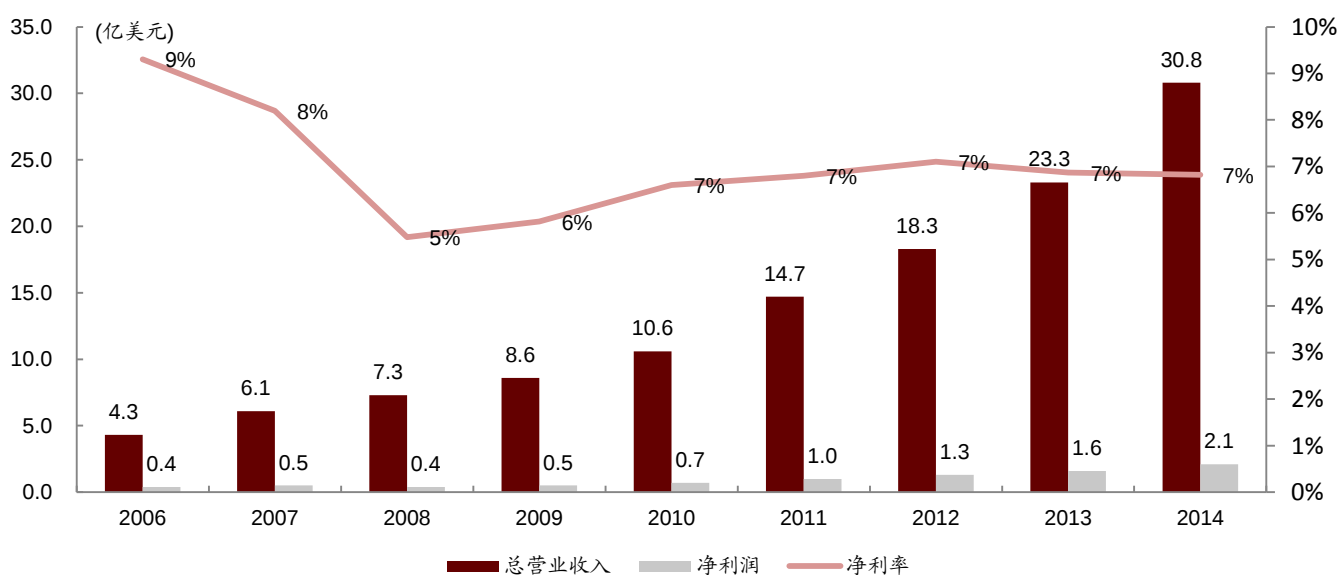
图表 23: Under Armour 历年收入分布



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

UA 发展非常迅速，近 5 年收入的复合增长率为 29.2%，净利润增长率为 34.8%，2014 年 UA 的总营收为 30.8 亿美元，净利润为 2.1 亿美元。UA 的净利润率近年来一直维持在 7% 左右，盈利能力稳定。

图表 24: Under Armour 历年收入、利润和利润率

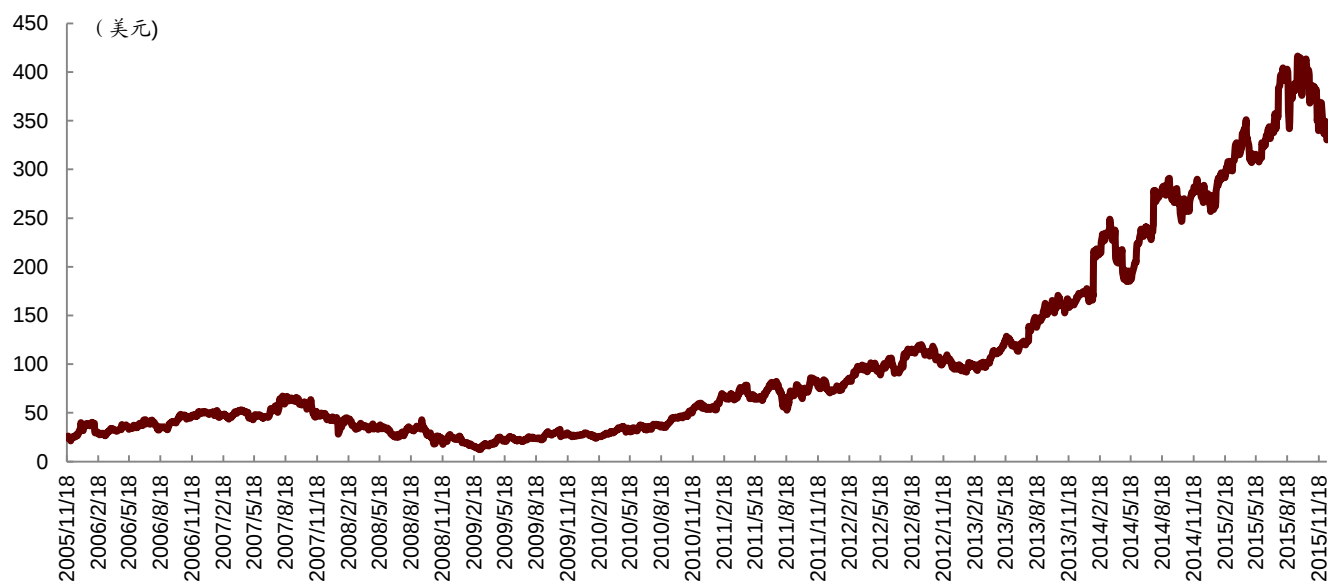


资料来源：公司年报，中金公司研究部

上市以来 UA 的股价也随着业务的增长持续升高，截止到 2015 年 12 月 31 日，UA 的股价为 80.61 美元，市值为 174 亿美元，距上市时已经涨了超过 12 倍。



图表 25: Under Armour 股价



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

投资机会：市场占有率高、研发能力强的龙头公司

目前我国运动鞋服行业已经走出低谷，重回增长通道。随着我国体育行业的政策红利释放，再加上国内消费升级对运动需求的扩张等因素的共同影响，运动鞋服行业进入新一轮的增长期。建议关注研发能力强、市场占有率的龙头公司如安踏体育（2020.HK）、特步国际（1368.HK）、中国动向（3818.HK）等。

另外，随着我国体育产业爆发，对国外优秀运动品牌鞋服的需求也势必增加，建议关注国外品牌的国内代工企业，如为 NIKE 和 ADIDAS 代工的申洲国际（2313.HK）、互太纺织（1382.HK），为 UA 代工的维珍妮（2199.HK）等。



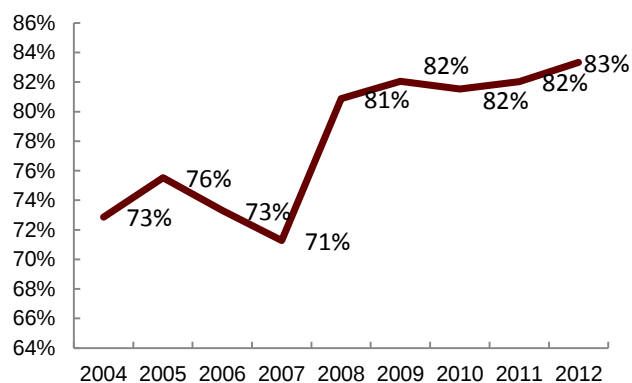
运动自行车

我国是一个自行车大国，在我国 13 亿人口中，78% 的家庭拥有自行车。但是和发达国家相比，我国自行车运动人口占比极低，仅有总人口的 0.4%。随着社会的发展，人们生活水平的提高，骑行运动由于受众面广，群众基础好，门槛低，绿色环保等特点，成为人们最喜爱和参与度最高的大众运动之一，而自行车也已经从过去的代步工具转变为健身器材。国内自行车运动近年来呈现出迅猛发展的态势，中国自行车行业正面临一个前所未有的机遇。

我国自行车行业现状：世界第一自行车生产王国，缺乏品牌优势

我国是世界上最大的自行车生产国和出口国，我国自行车产量在全球占比常年超过 70%，2012 年达到 83%，在全球自行车制造市场上拥有绝对优势。在经历了 2008 年金融危机和欧洲反倾销案带来的调整期后，近年来我国自行车产量和出口都呈现稳步增长态势，根据中国自行车协会数据，2014 年我国自行车总产量为 8,305 万辆，出口整车 6,265.3 万辆，出口额为 35.4 亿美元。

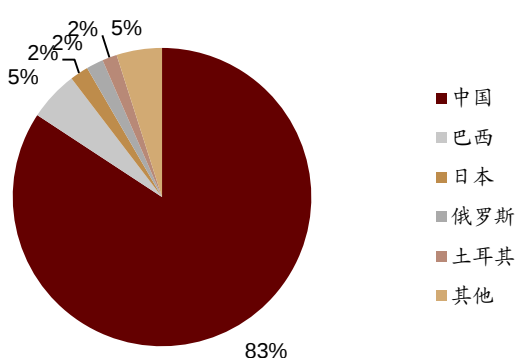
图表 26：我国自行车产量在全球自行车市场占比



资料来源：UNdata，中金公司研究部

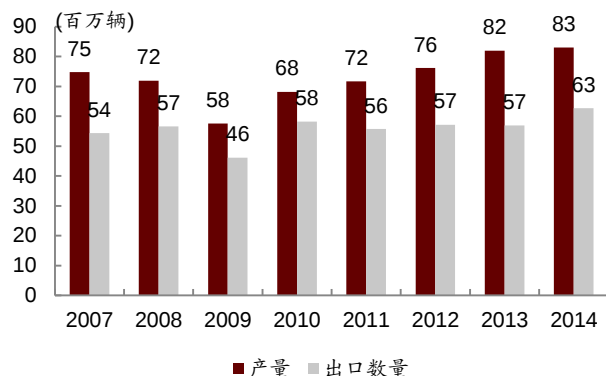
附注：全球产量数据按照联合国公布的主要 33 个生产国的产量总和计算。

图表 27：2012 年全球自行车产国分布



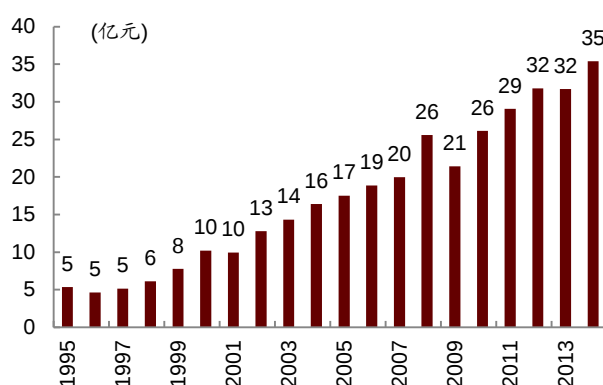
资料来源：UNdata，中金公司研究部

图表 28：我国历年自行车产量、整车出口数量



资料来源：中国自行车协会，UNdata，海关总署，中金公司研究部

图表 29：我国历年自行车整车出口金额

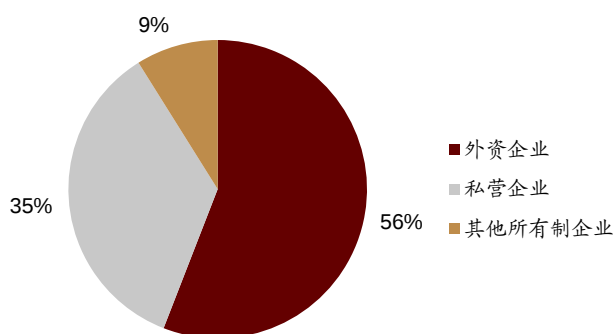


资料来源：海关总署，中金公司研究部



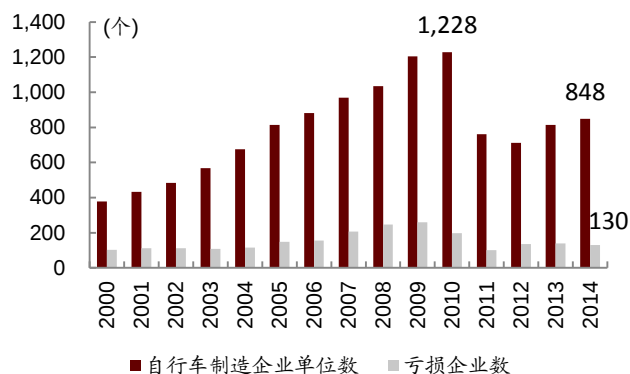
我国自行车行业已经基本实现市场化运作，规模以上企业各种所有制占比情况依次为：外资企业 56%、私营企业 35%、其他所有制企业 9%。在金融危机的影响逐渐消退之后，我国的自行车制造企业也开始恢复增长，根据国家统计局数据，2014 年末我国的自行车制造企业高达 848 个，其中大部分为外资企业（尤其是台资企业），其中 130 家企业亏损，占比 15.3%。

图表 30：我国自行车制造业所有制占比



资料来源：国家发展和改革委员会，中金公司研究部

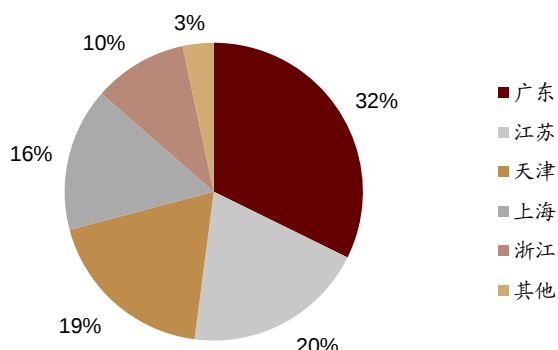
图表 31：我国历年自行车制造业企业个数及亏损企业个数



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

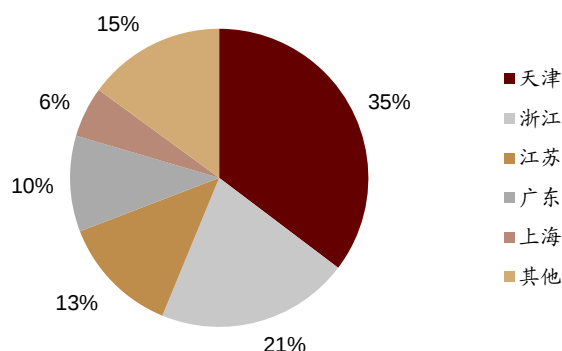
在激烈的市场竞争下，自行车行业的生产流向更适应市场经济发展的区域，形成了天津、上海、江苏、浙江和广东（主要是深圳）等 5 大生产基地。近十年来，随着产业发展，各生产基地的占比有了不同的发展，老牌自行车产业基地广东（主要是深圳）占比逐渐缩小，目前天津以 35% 的绝对优势成为我国自行车第一大生产基地。

图表 32：2004 年各省自行车产量占比



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 33：2014 年各省自行车产量占比



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

目前我国自行车企业多数以代工（OEM）为主，知名品牌数量低，市场份额受挤压。根据统计局数据 2014 年末我国的自行车制造企业高达 848 个，但只有 8 家自行车品牌获得“中国驰名商标”（其中捷安特还是台资企业）。

根据《中国运动自行车行业报告》，我国自行车行业出口产品 80% 以上为国外代工生产，其余不到 20% 的产品以自有品牌出口，出口的自有品牌多为中低端产品，很难提升档次和附加值。

与台湾的美利达、捷安特等名牌相比，中国大陆自行车产品在材料、设计、加工工艺、核心零配件（如高端变速器、自行车架设计、碳纤维新材料等）等方面均存在一定差距。

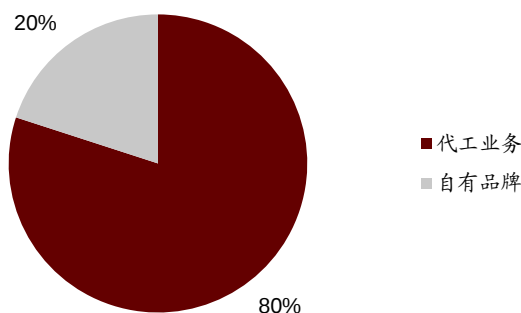
近年来，由于捷安特、美利达等国际知名品牌的抢占市场份额，本土知名品牌的收入空间被进一步挤压。例如，凤凰自行车（金山开发，600679.SH）主营收入已连续三年下滑，而同期捷安特（巨大，9921.TW）、美利达（9914.TW）主营收入连续三年增加。



图表 34：“中国驰名商标”自行车品牌列举



图表 35：我国自行车行业出口产品占比

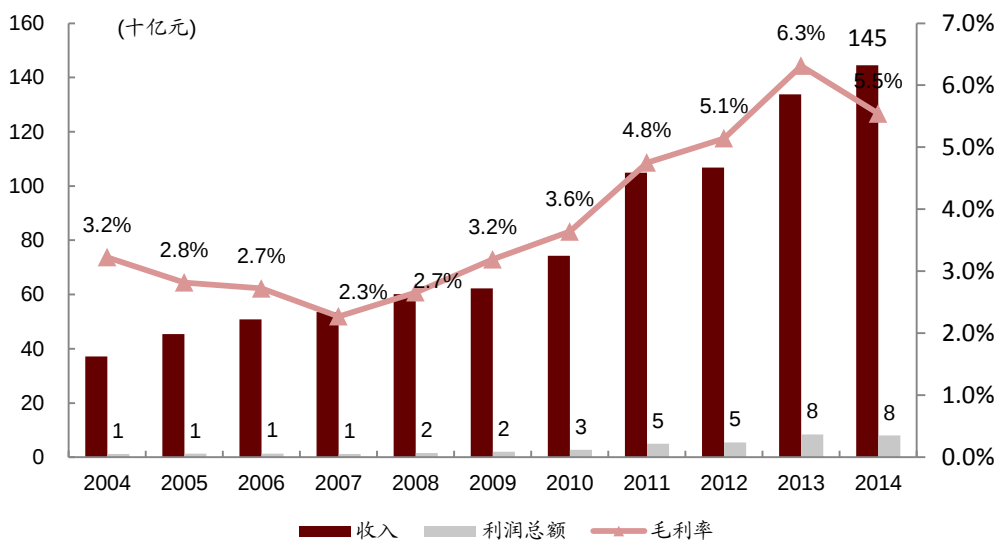


资料来源：中国驰名商标网，中金公司研究部

资料来源：《中国运动自行车行业报告》，中金公司研究部

正是由于缺乏有竞争力的品牌，我国自行车生产业的毛利率较低，仅为 4%~6% 左右。根据统计局数据，2014 年我国规模以上自行车生产企业的总营业收入达到了 1,445 亿元，但利润总额仅为 80.1 亿元，毛利率仅为 5.5%，处于相对较低水平。而造成这一现象的主要原因就是我国自行车企业多以代工业务为主，缺乏品牌优势，议价能力较弱。近年来随着产业发展，这一现象已经有所好转，但整体来看我国自行车行业的盈利能力仍处于较弱水平。

图表 36：规模以上自行车生产企业的总营业收入、利润总额和毛利率



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

运动自行车行业市场：发展迅速，市场空间巨大

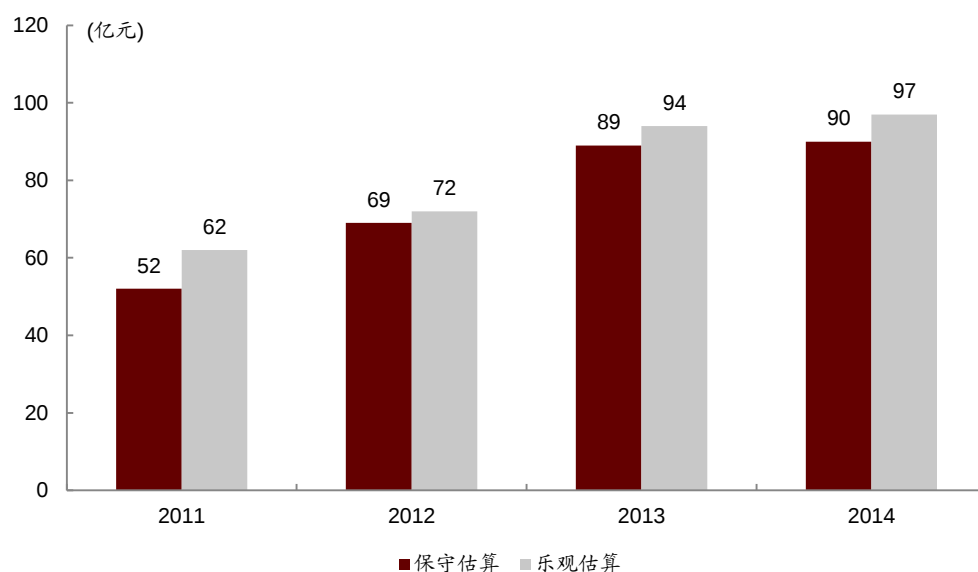
运动自行车主要包括公路自行车、山地自行车和场地自行车三类。其中场地自行车受场馆限制，专业程度最高。

一直来自行车运动在欧美发展的如火如荼，越来越多的人把骑行当成一种生活方式。而近几年来，运动类自行车也在国内异军突起，以极快的速度成长，越来越多的人加入到骑行行列。

从 2011 至 2014 年，中国运动自行车市场规模逐年增长，复合增长率达到 16%~20% 左右，2014 年中国运动自行车市场规模约为 90~97 亿元人民币。



图表 37：中国运动自行车市场规模

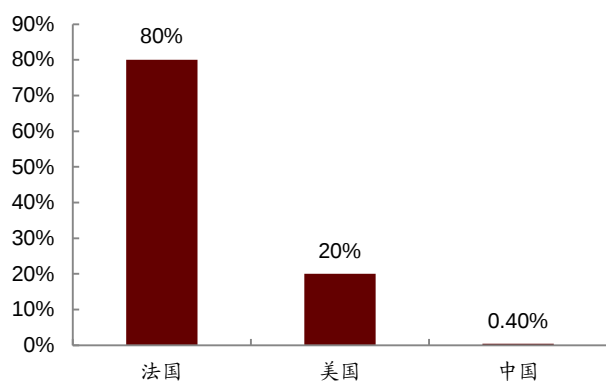


资料来源：2014 年中国运动自行车市场报告，中金公司研究部

根据中国自行车协会数据，中国骑自行车的人口在 1 亿以上，而运动自行车的爱好者仅有 600 万左右，目前中国自行车运动爱好者仅占总人口的 0.4%。相比较法国自行车运动人口占全国人口的 80%，美国的 20%，中国自行车运动人口增长的潜力巨大。

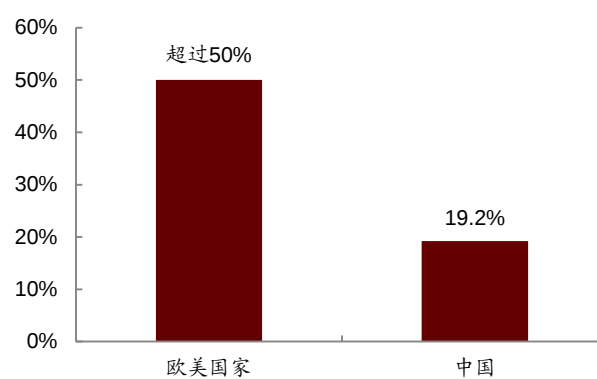
按照《2014 年中国运动自行车市场报告》乐观估算 2014 年我国运动自行车市场规模约为 97 亿元，大约占国内自行车市场总额的 19.2% 左右，而根据中国自行车协会报道，欧美国家的运动自行车占整个自行车市场的比例均超过 50% 以上。因此我国运动自行车的市场占比也有较大的增长空间。

图表 38：自行车运动爱好者占总人口比例



资料来源：中国自行车协会，中金公司研究部

图表 39：运动自行车市场规模占整个自行车市场的比例



资料来源：中国自行车协会，中金公司研究部

随着人们生活水平的提高和对健康的重视，将有越来越多的人成为“自行车运动爱好者”，根据中国自行车协会报道的估算，预计到 2025 年国内自行车运动人口最高可以达到全国人口的 6%，约为 8,000 万人，假设十年之后人均每年自行车消费 2,000 元（目前为 1,600 元左右），预计市场规模可达 1,600 亿人民币左右。



自行车行业未来发展趋势：专业化、时尚化、智能化

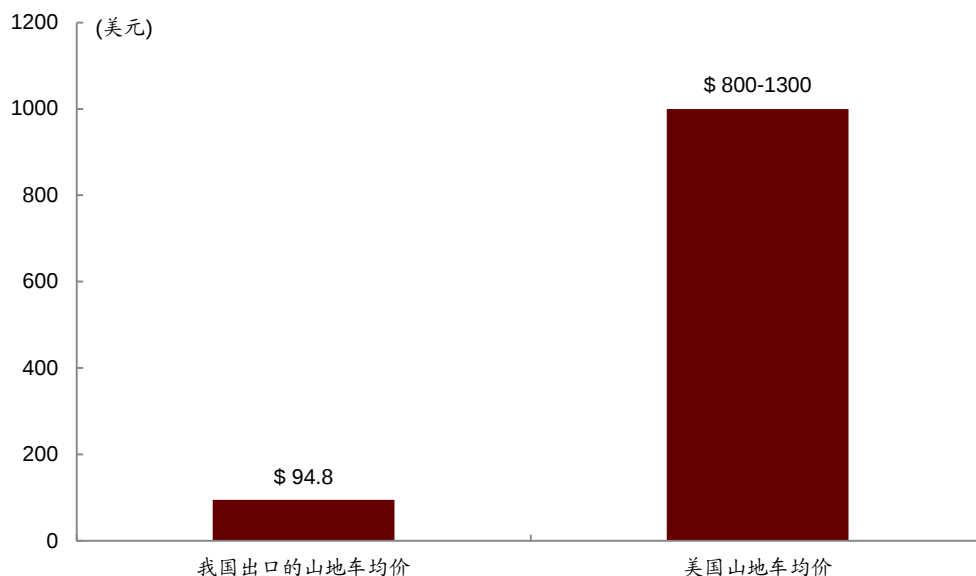
要利用运动自行车市场的机遇，实现产业转型，打造自有品牌，占据市场份额，中国企业需要在以下三点上增加投入：专业化、时尚性和智能化。

专业化：注重品牌塑造，提高议价能力

由于中国自行车企业缺乏有效的销售渠道，因此只能“贴标”生产，为知名品牌代工（OEM）成为大多数企业的主要业务，而代工产品由于缺乏品牌影响力导致价格受限严重。举例来说，2014 年我国出口的山地车平均单价为 94.8 美元，但是在美国山地车的平均价格在 800~1300 美元左右，中间近十倍的利润空间都为他人做嫁衣。

未来我国自行车企业要在国际上进一步发展，就必须增加研发投入，打造过硬的品牌形象，在专业性、质量、档次和影响力上都要有质的飞跃，将中间环节的利润拿回自己手中。从 OEM（委托制造代工）→ODM（委托设计代工）→OBM（自创品牌）将是我国自行车制造企业的未来发展的主要趋势。优秀案例如台湾上市公司巨大集团，从 OEM 做起，成功打造出世界知名品牌“捷安特”。

图表 40：我国出口山地车均价和美国山地车均价对比



资料来源：中国自行车协会，中金公司研究部

时尚化：注重 90 后消费群体，时尚化个性产品受追捧

随着 90 后成为运动自行车市场新的消费主力，而 90 后群体的特点是追求个性和时尚，因此自行车时尚性与个性化也越来越重要。近年来由于外形酷炫而流行起来的“死飞”恰恰说明了这一点。

所谓“死飞”，就是飞轮是固定死的，无刹车系统，全车 19 个零件颜色可以自由搭配。“死飞”传入国内后，以其个性化的色彩、与众不同的特点迅速受到众多青年追捧。



图表 41：近年来流行的“死飞”自行车



资料来源：公开资料，中金公司研究部

未来自行车市场消费群体的年轻化趋势，个性化和时尚化的需求将会更加突出，因此自行车企业可以在产品设计上多增加一些新奇的元素以满足年轻消费者的需求。

智能化：自行车产业开始智能化新纪元

在 2014 年中旬开始，随着百度、乐视等纷纷进入智能自行车市场，自行车产业开始智能化新纪元。

在智能自行车行业，互联网巨头纷纷选择与传统自行车龙头进行合作：百度与捷安特合作的智能自行车拥有骑行健康指导、骑行社交网络、安全导航、自发充电、定位报警等功能；乐视与飞鸽合作的超级自行车加入了物联网社交、骑行数据分享、智能控制和防盗等功能；姚记扑克（002605.SZ）旗下索罗门研发的洛克菲勒一代智能自行车具有数据统计、路线分享、地图导航、来电提醒、设备绑定、移动社交等众多的应用功能。

图表 42：百度、乐视、姚记扑克近期推出的智能自行车



百度智能自行车“Dubike”

乐视超级自行车“狂鸟”

“姚记扑克”旗下的“洛克菲勒一代”

资料来源：公开资料，中金公司研究部

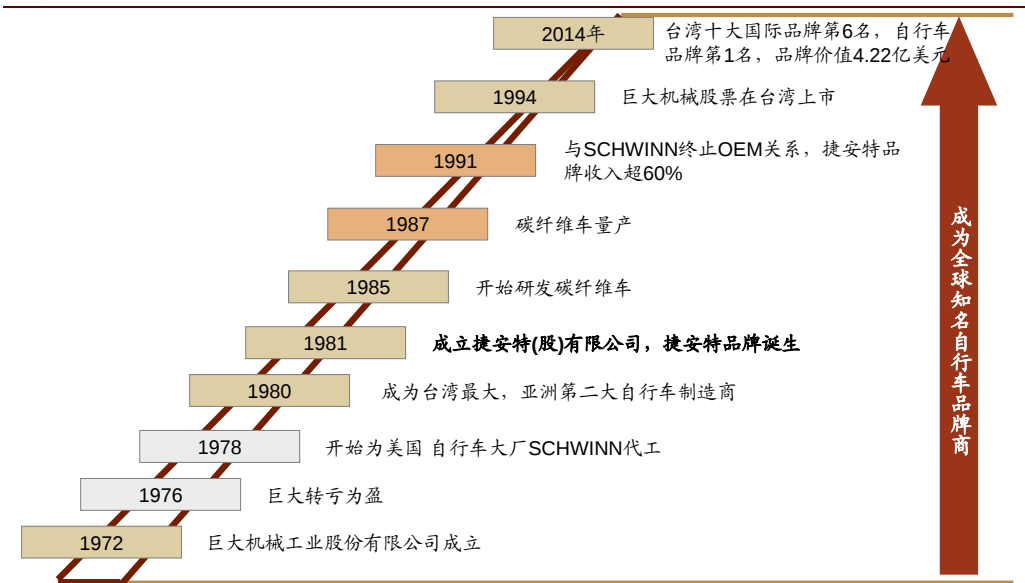
自行车智能化是未来发展的热门领域，如何在此次智能化的潮流中先发制人，提前占领市场份额，关键还是看品牌的塑造和自行车的本身的硬件性能与用户体验。因此抓住“风口”机遇，加大营销和科研投入，树立品牌形象，保证产品质量是致胜的关键。

案例分析 2：巨大（9921.TW）——从“代工王”到自主经营顶级品牌“捷安特”

巨大机械工业股份有限公司（简称“巨大”，9921.TW）创立于 1972 年，是当年台湾众多小型自行车代工产业群中的一员，1981 年开始巨大认识到代工业务缺乏保障性和自主性，开始推出自有品牌捷安特（Giant），至 2005 年已经成为世界上营收最高的自行车公司之一，成功转型成全球自行车生活完整解决方案提供者。



图表 43：“巨大”公司品牌发展史



资料来源：公开资料，中金公司研究部

代工（OEM）转为自主品牌

巨大集团最初注册资金只有不足 400 万元新台币，员工 30 多人，而其主要收入来自于对美国高端品牌 SCHWINN 的代工（OEM）业务。但是由于 OEM 没有自主权，在定价上完全受制于人，一旦客户生变，将给公司带来灾难性的打击。因此巨大决定创建自己的品牌“捷安特”，捷安特定位为中高端产品，不与其他自行车品牌走相同路线，而是更强调运动、休闲和时尚等功能。巨大集团成功将捷安特品牌运营成为国际一线自行车品牌，2014 年捷安特品牌在台湾十大国际品牌中排第 6 名，自行车品牌第 1 名，品牌价值高达 4.22 亿美元。

目前巨大公司旗下除了世界级龙头品牌捷安特，还有专属女性的自行车品牌 Liv 和城市休闲品牌 MOMENTUM。

图表 44：“巨大”公司旗下自主品牌



资料来源：公开资料，中金公司研究部

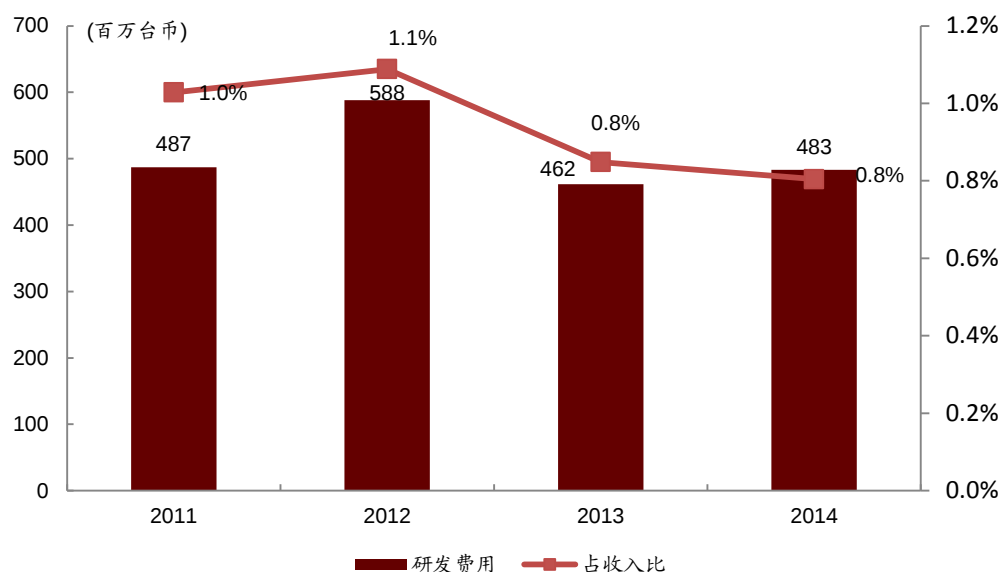
注重研发创新：开发碳纤维车

巨大公司从早期就重视对产品的研发和创新，1985 年开始与台湾工研院材料所共同开发碳纤维车，成车当年的销售量就突破一百万台。1987 年，巨大的碳纤维车开发成功，碳纤维车得到量产，从此开启了巨大集团采用复合材料的新纪元，为“捷安特”品牌树立了良好的技术形象，为公司未来发展的奠定了坚实技术基础。

巨大公司一直以来重视新产品的研发和创新，每年投入庞大的资源进行新技术和新车种的研发（2014 年投入 4.8 亿新台币），通过研发创新提升品质，朝着附加价值更高，更环保等技术方向发展，以产品的差异化创造竞争优势。



图表 45：“巨大”公司历年研发费用



资料来源：公司年报，中金公司研究部

全球化的战略布局

巨大采取了全球化的战略布局，1986 年开始几乎每隔一年就进军一个国家，全球布点，从欧洲布局到美国，再到日本、纽约等。

1986 年，巨大在荷兰成立捷安特欧洲公司，隔年进军美国。1988 年分别在德国、英国和法国设立子公司，1989 年进入日本市场，1991 年设立捷安特加拿大与欧洲公司，在短短的五年之内，快速建立了全球的产业网络。

1992 年开始，巨大公司开始在中国设厂，通过两岸分工的模式，成功增强了自身制造实力，奠定了捷安特品牌的全球龙头地位。目前巨大公司在天津、四川、江苏等地均设有分厂。

图表 46：“巨大”公司全球营销网络



资料来源：巨大集团官网，中金公司研究部



图表 47：“巨大”公司全球 9 大生产基地

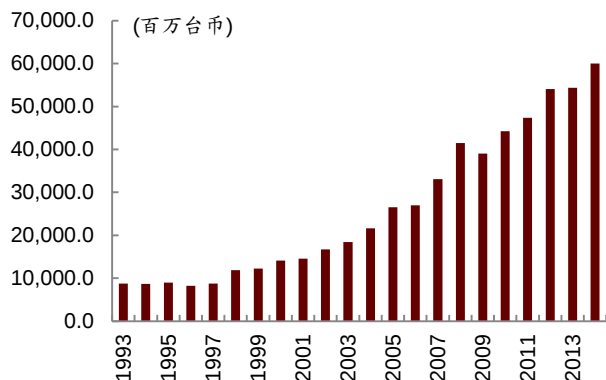


资料来源：巨大集团官网，中金公司研究部

巨大集团近年来收入状况良好，1993 年上市之后，巨大的主营业务收入和利润逐年递增，复合增长率分别为 19% 和 27%，2014 年营收达到 600.45 亿台币，净利润达 41.12 亿台币。

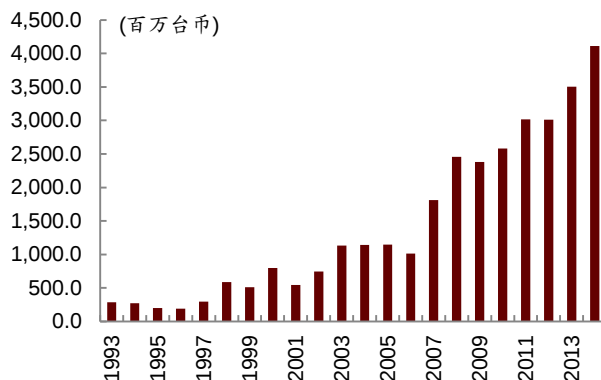
1993 年上市时，巨大已经结束了与 SCHWINN 的 OEM 关系，发展成为以运营自有品牌“捷安特”为主，因此毛利率一直较高，常年保持在 20% 以上。而巨大公司在公司扩张发展的进程中，盈利能力逐渐增强，净利率呈上升态势，已由 90 年代的 3% 左右已经增至 6.8%。

图表 48：“巨大”历年主营业务收入



资料来源：公司年报，中金公司研究部

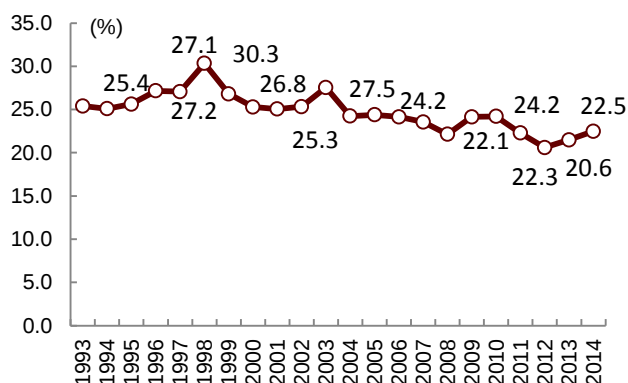
图表 49：“巨大”历年净利润



资料来源：公司年报，中金公司研究部

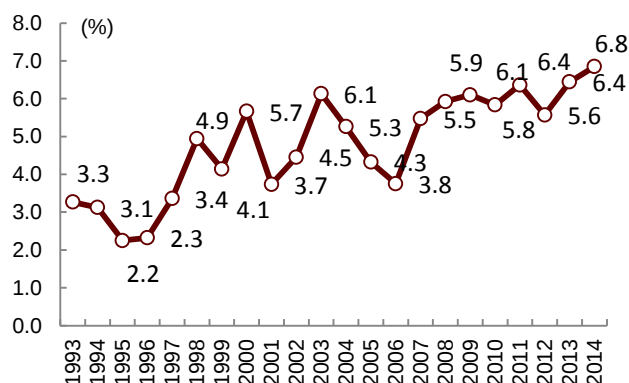


图表 50：“巨大”历年毛利率



资料来源：公司年报，中金公司研究部

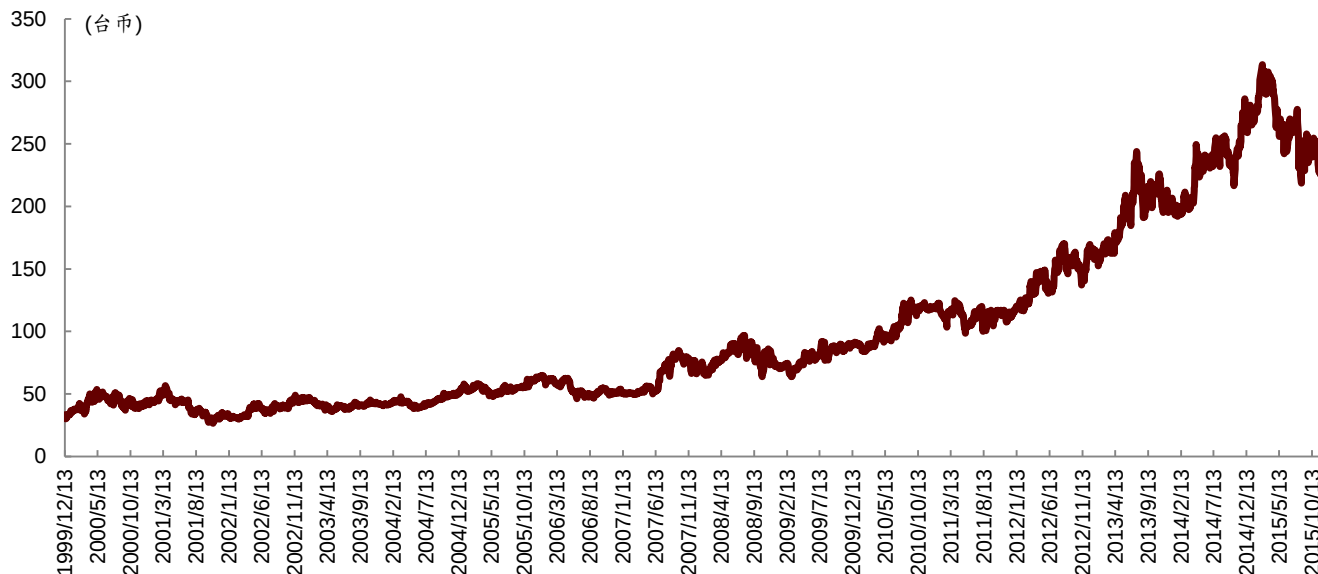
图表 51：“巨大”历年净利率



资料来源：公司年报，中金公司研究部

随着巨大公司的良好发展，巨大的股价也一路上扬，截止到 2015 年 12 月 31 日，巨大的股价为 212 台币，市值 821 亿台币。

图表 52：“巨大”历年股价表现



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

投资机会：品牌影响力强的行业龙头公司

国内自行车运动近年来呈现出迅猛发展的态势，中国自行车行业正面临一个前所未有的机遇。建议关注已占据较大市场份额的知名品牌企业及其上下游公司，如拥有“捷安特”品牌的巨大（9921.TW）集团、美利达（9914.TW）等台湾公司，自行车配件行业龙头信隆实业（002105.SZ），优秀国际品牌的代工企业如天津富士达集团等，以及开发智能自行车的百度、乐视体育、飞鸽车业、姚记扑克（002605.SZ）等。

另外建议关注拥有品牌“凤凰”的金山开发（600679.SH）、拥有品牌“阿米尼”的深中华 A（000017.SZ）等传统的老牌自行车企业进军高端化、专业化、智能化运动自行车市场的转型预期。



健身器材

中国训练健身器材制造行业的发展始于 20 世纪 80 年代末，虽然起步较晚，但发展较快。随着生活水平的提高，人们的消费能力以及消费观念的不断改变，健康意识越来越强，在健身方面的投资日益增加，我国健身器材行业呈现出良好发展态势。同自行车市场类似，我国健身器材企业大部分为代工企业，拥有国内体育市场发展带来的新机遇。

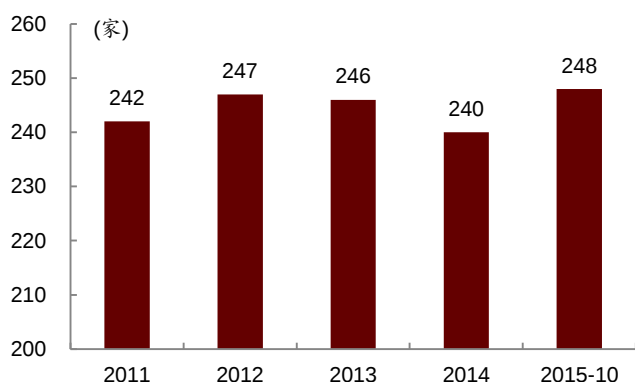
健身器材生产大国，代工为主，缺乏品牌影响力

我国是健身器材生产大国，几乎所有的普通健身器材类型在中国企业都有生产线，主要是为大量的境外品牌代工。截止到 2015 年 10 月，我国规模以上的健身器材生产企业达到 248 家。2014 年全年健身器材销售额达到人民币 324 亿元，近五年复合增长率为 8%。

常年以来，中国制造的健身器材在国际市场上超过 50% 的份额。2014 年，全球健身器材市场达到 95 亿美元左右，中国制造占比约为 53%。

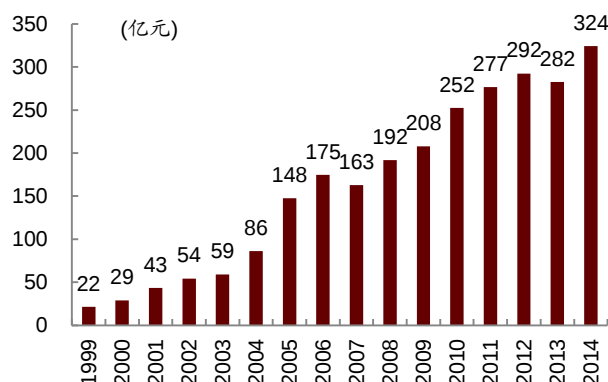
根据中国文体用品协会数据，2014 年我国健身器材生产出口额达到了 28 亿美元，北美洲是健身器材最大的出口消费地区，其次是欧洲，我国出口至北美洲和欧洲健身器材占比分别为 35% 和 29%。

图表 53：我国规模以上健身器材生产企业数量



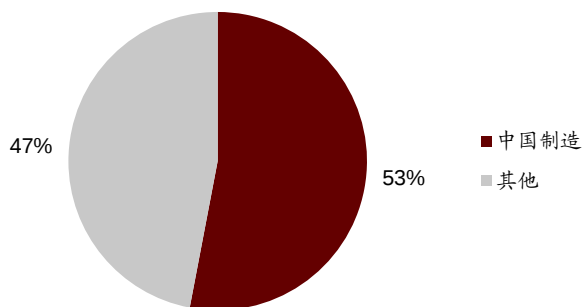
资料来源：国家统计局，Allied market research，中金公司研究部

图表 54：我国健身器材行业历年销售额



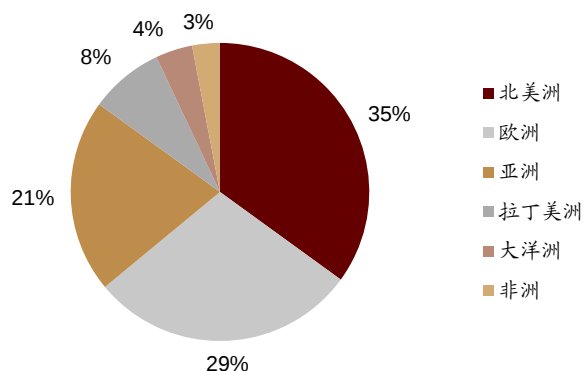
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 55：中国制造的健身器材在国际市场上占比



资料来源：国家统计局，Allied market research，中金公司研究部

图表 56：我国健身器材出口地区分布



资料来源：海关总署，中金公司研究部



与自行车市场相似的是，我国健身器材产业也面临着代工为主，自主品牌影响力低，企业利润率较低，盈利能力偏弱的问题。

目前市场上的健身器材龙头品牌大多为国外品牌。我国出口的健身器材产品基本上是以“委托加工”和“贴牌生产”的方式进入国际市场，与国际先进水平相比，我国产品研发和技术创新能力不足，产品附加值较低，2014 年利润率仅为 5.4%。

图表 57：健身器材行业总营收、总利润和平均利润率

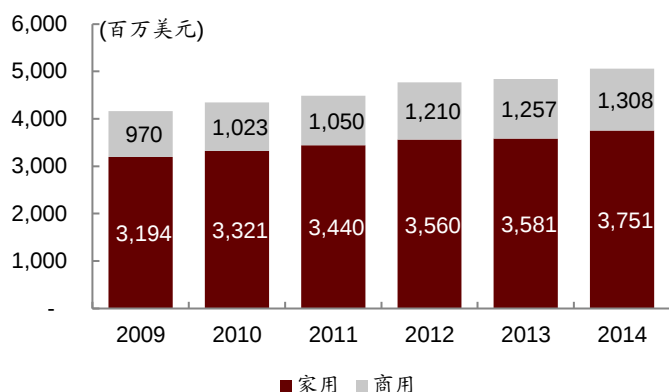


资料来源：国家统计局，中金公司研究部

国内消费不足，市场空间巨大

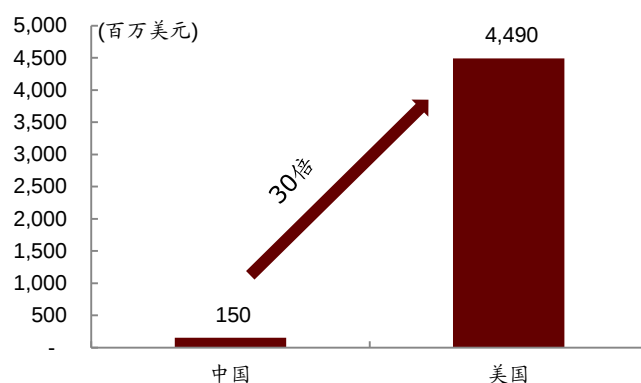
根据 SFIA (Sports & Fitness Industry Association) 的报告，美国健身器材市场规模近年来持续稳定增长，近五年复合增长率 4%，2014 年美国规模达 50.6 亿美元。而我国健身器材市场的国内零售总额在 2011 年仅为人民币 9.7 亿元，约 1.5 亿美元，与美国同期相比差距高达 30 倍左右。

图表 58：美国健身器材市场规模



资料来源：SFIA，中金公司研究部

图表 59：2011 年中美健身器材市场规模对比



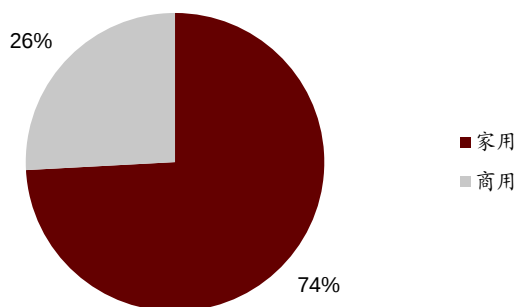
资料来源：中国商业联合会，SFIA，中金公司研究部

在美国健身器材市场，家用健身器材在健身器材中占比约为 75% 左右。根据和讯网报道，在美国几乎每个家庭都有配备健身器材，家用健身器材普及率高达 80% 以上。而在我国家用健身器材普及率不足，健身器材市场以商用为主。根据我国统计年鉴数据，我国城镇家庭平均每百户中仅有 4 套健身器材左右，普及率不足 5%。



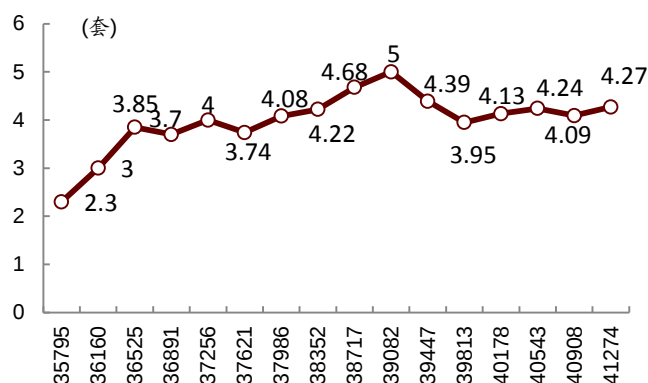
近年来随着居民收入的提高，未来室内健身需求进一步爆发，家用健身器材市场也将迎来黄金发展期。我国有着 13 亿人口，4 亿多个家庭，家用健身器材的发展空间十分广阔。

图表 60：2014 年美国家用、商用健身器材占比



资料来源：SFIA，中金公司研究部

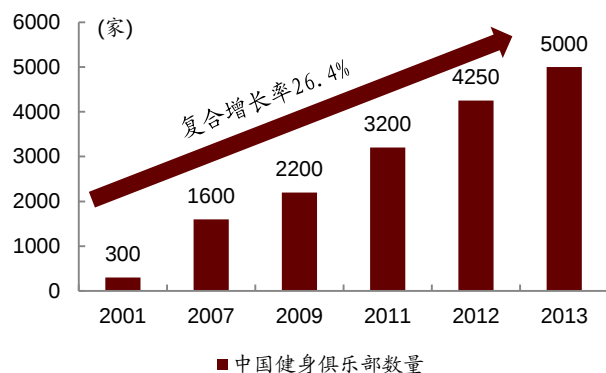
图表 61：中国城镇家庭平均每百户拥有的健身器材数



资料来源：IHRSA，中金公司研究部

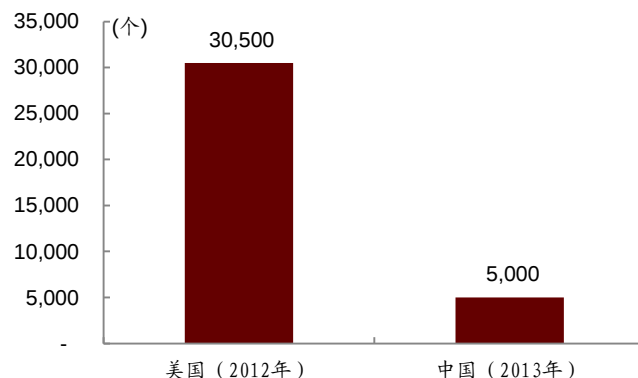
我国的健身俱乐部行业也将迎来巨大发展。与美国相比我国健身俱乐部数量差距也较大，2012 年美国健身俱乐部数量有 30,500，是我国 2013 年的健身房数量的 6.1 倍。在我国，体育场馆的需求和供给上的不匹配现状给健身俱乐部产业带来巨大的市场空间，健身俱乐部的增加必然将带动我国商用健身器材的发展。

图表 62：近几年我国健身俱乐部数量



资料来源：智研数据中心，中金公司研究部

图表 63：中国美国健身俱乐部数量对比

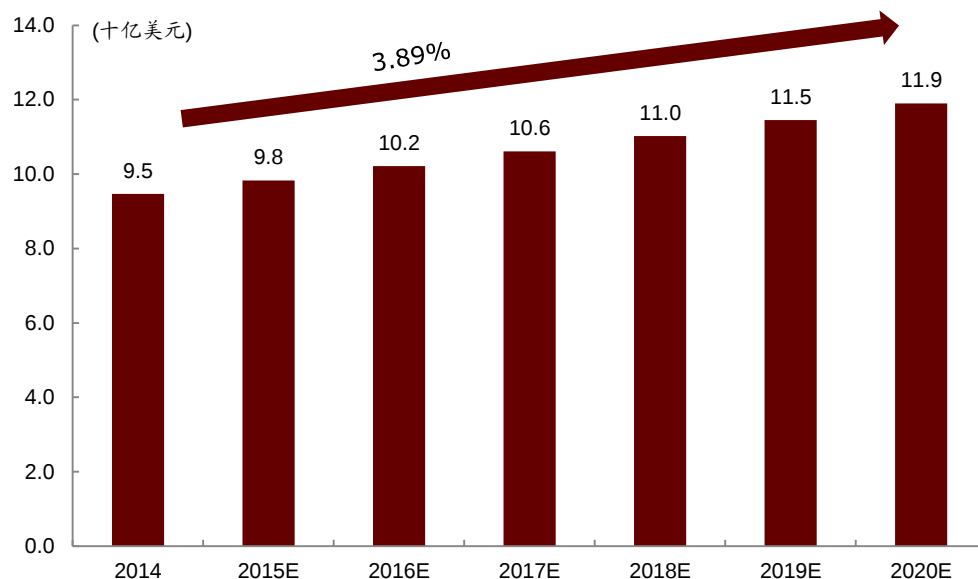


资料来源：IHRSA，中金公司研究部

根据 Allied market research 预测，全球健身器材市场规模将在未来 5 年内以 3.89% 的复合增长率增长，到 2020 年将达 119 亿美元。按照我国占比 50% 估算（包含出口），我国的健身器材市场的规模将达到近 60 亿美元。



图表 64：全球健身器材市场规模预测



资料来源：Allied market research，中金公司研究部

健身器材行业未来发展趋势：品牌化、细分化、智能化

品牌化：树立专业品牌形象，提高盈利能力

全球健身器材产业的集中度较高，前五大品牌 ICON、Life Fitness、乔山、Precor、Technogym，占据全球 70% 的市场。目前我国的健身器材市场以代工为主，缺少具有国际影响力的品牌，我国产品研发和技术创新能力不足，产品附加值较低，因此我国健身器材企业盈利能力较差，利润率较低，2014 年行业平均利润率为 5.5%，与之对比，自美国进口到我国的高端健身器材的利润率高达 40% 左右，品牌溢价明显。

图表 65：健身器材知名品牌列举

企业	主要领域	国家	母公司	上市代码	在华关系（代工厂或子公司）
ICON Health & Fitness	家用	美国			世界第一大家用健身产品企业
Life Fitness	商用	美国	Brunswick Corporation（除健身器材外，还生产船和船用引擎）	NYSE: BC	世界最大的商用健身器材企业
乔山健康科技	家用、商用	中国台湾		1736.TW	亚洲第一、世界前三的健身产品企业
Precor	商用	芬兰	Amer Sports，芬兰体育用品巨头，旗下还拥有 Solomon（冰雪）、Wilson（球类）、Atomic（冰雪）、Arc'teryx（体育服装）、Mavic（自行车）、Suunto（运动表、潜水电脑等专业装备）	OMX: AMEAS	世界领先的商用健身器材公司
Technogym	商用	意大利			世界领先的商用健身器材公司，主攻力量训练
Cybex International	商用	德国			世界领先的商用健身器材公司，主攻力量训练
Nautilus, Inc.	家用	美国		NYSE: NLS	世界领先家用健身器材公司，主要销售渠道为电视广告、网络、电话中心（call center）和零售
舒华	商用、家用	中国			中国奥委会战略合作伙伴，产品线主要包括有氧运动器械和运动按摩器械等
钢宇集团	为 ICON 代工	中国			亚洲最大健身器材代工企业，和 Icon 长期合作，近年来开始打造自有品牌，并依托 Icon 销售
英派斯	商用、家用	中国			健身俱乐部和培训、健身器材设计和生产销售的全产业链模式，拥有 300 余项专利

资料来源：公开资料，中金公司研究部



目前我国大城市的许多健身俱乐部都只愿意采用外国进口的健身器材，以此来提升俱乐部形象。究其原因，根本在于多年以来国外健身器材形成了“高端、专业”的品牌形象。因此我国健身器材企业要想在健身器材行业（尤其是商业健身器材行业）取得一定的市场占有率，就必须致力于打造专业、高端、有品质保证的品牌形象。

我国健身器材制造企业从代工走向自有品牌的路线不但要求其生产的健身器材产品技术过关、质量过硬，更需要投入大量的资本打造品牌形象，建立畅通的全国甚至全球销售渠道，建立营销网络。这对许多企业来讲也是极大的挑战。

细分化市场：针对特殊人群，有的放矢

近年来，健身器材市场出现了老年健身器材、儿童健身器材、康复健身器材等细分市场。老年跑步机将传动带设置为橡胶材质以减少对腿脚关节的冲击力，在跑带的周边多加防护扶手保证运动量的科学和安全；儿童健身器材，考虑儿童的身高腿长等因素，合理设计器材尺寸；康复型健身器械针对某一关节或者肌肉针对性进行锻炼等。

细分市场往往针对某类特殊人群，因此提高研发能力，开发出真正满足该人群需要的健身器材可以使企业在细分领域迅速占领市场份额，然后通过专业细分市场拓展到整个健身器材市场，“由点及面”地推广品牌占有率，打开市场空间。

图表 66：细分市场健身器材列举



老年跑步机

儿童健身器材

康复型健身器械

资料来源：公开资料，中金公司研究部

智能化：数据互联，提高感官体验

2014 年底，亚洲健身器材巨头乔山健康科技发布了旗下 Horizon 和 Vision 品牌的新款跑步机，这些型号均带有新的无线连接装置 ViaFit。使用 ViaFit，用户可以将运动数据与其他健身 APP 或设备共享。跑步机与家庭 Wi-Fi 连接，实现跑步机数据与其它健身追踪装置的无缝同步。乔山还推出了 Passport Player，除了模拟现实场景和坡度变化，还提供了环境声音和一个独立的显示屏，给用户带来更接近户外跑步的感受。

健身器材的智能化也将是未来的必然趋势，未来将有更多的健身器材厂商投入到智能化健身器材的生产中来。而智能化对健身器材制造企业的研发技术提出了更高的要求，这将给我国处于初级制造水平的很多厂商带来严峻的挑战，但同时拥有较强技术实力的公司将有机会打破旧格局，在智能化的新潮流下脱颖而出，成为新的产业巨头。



图表 67：乔山跑步机

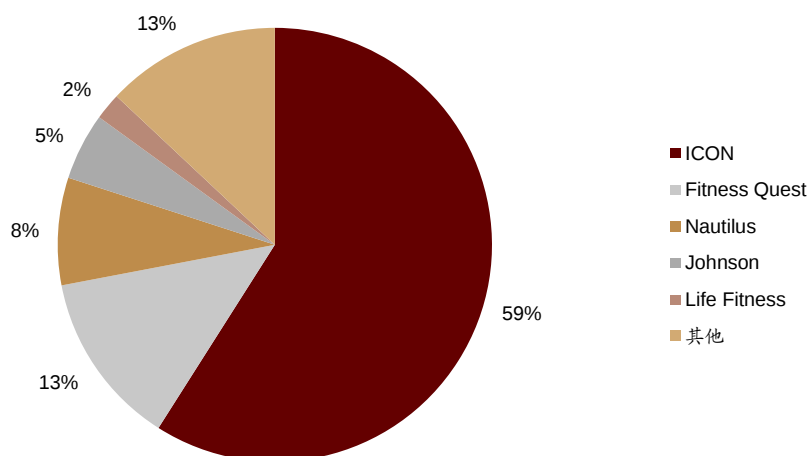


资料来源：公开资料，中金公司研究部

案例分析 3：美国爱康（ICON）公司——世界最大的家用健身器材公司

美国爱康（ICON）公司是世界最大的家用健身器材公司，其产品覆盖全球，在美国市场占有率更高达 59%，是全球健身器材行业绝对龙头公司。

图表 68：美国健身器材市场份额



资料来源：SMRG，中金公司研究部

注重技术创新，研发实力雄厚

ICON 拥有行业领先的技术团队和雄厚的研发能力，美中两国均有研发团队，成员组成包括工业设计师、机械工程师、电子工程师、技术工程师、图样制作组、图形设计师和运动生理学家等。

ICON 成功最关键因素就是持续不断的研发和创新，与其他品牌相比，ICON 健身器材的创新技术无人能及。ICON 所拥有和申请拥有的专利有 270 个，注册商标多达 672 个。DuraSoft™避震、CardioGrip™心率传感、iFIT.com™个人训练网络连接、Coolaire™风扇、Reflex Step™助力、Reflex Deck™缓冲等许多技术都给整个产业带来了革命性的变革。



多品牌运营，针对细分市场，满足多元化需求

ICON 旗下拥有众多知名品牌，定位不同的细分市场，覆盖多种人群的各种需求。ICON 的品牌包括 NordicTrack、PRO-FORM、HEALTHRIDER、WESLO、WEIDER、IMAGE、FREEMOTION、GOLDS、GYM EPIC、REEBOK 等。其中 NordicTrack 是定位于高端家用和轻商用，PRO-FORM、HEALTHRIDER 定位于中端家用，WESLO 定位于中低端家用市场，WEIDER 定位于家用力量型系列，FREEMOTION 定位于高端商用。

图表 69: ICON 旗下部分品牌



资料来源：公开资料，中金公司研究部

在发展中国家建厂，利用代工，降低人力成本

在相当长的一段时间里，ICON 产品的大部分配件都在中国生产并在犹他州组装，目前 ICON 大部分的家用跑步机都在中国组装，另外 ICON 在台湾和巴基斯坦也都设有工厂。2003 年 ICON 参与投资在厦门建立的钢宇集团，钢宇集团与 ICON 长期合作，目前钢宇集团已经成为全球最大的健身器材代工企业。

案例分析 4：乔山（1736.TW）——亚洲最大的健身器材公司

乔山健康科技集团成立于 1975 年，总公司设立于台湾，是亚洲第一、全球前三的运动器材供应厂家。

细分市场，完整的产品线

乔山具有完整的生产线，除了包含跑步机、立式健身车、斜躺式健身车、椭圆机、踏步机及划船机等产品外，公司积极开发商用、高级家用、重量训练等系列产品，满足不同消费者需求。乔山公司开发出各生产线产品以迎合市场需求，如 JOHNSON 和 MARTRIX 定位于商用市场，VISION 以健身专卖店为核心市场，而 HORIZON 以超市、大卖场为目标，公司通过多品牌的市场策略，提高产品的市场占有率，增加公司在市场上的整体竞争力。

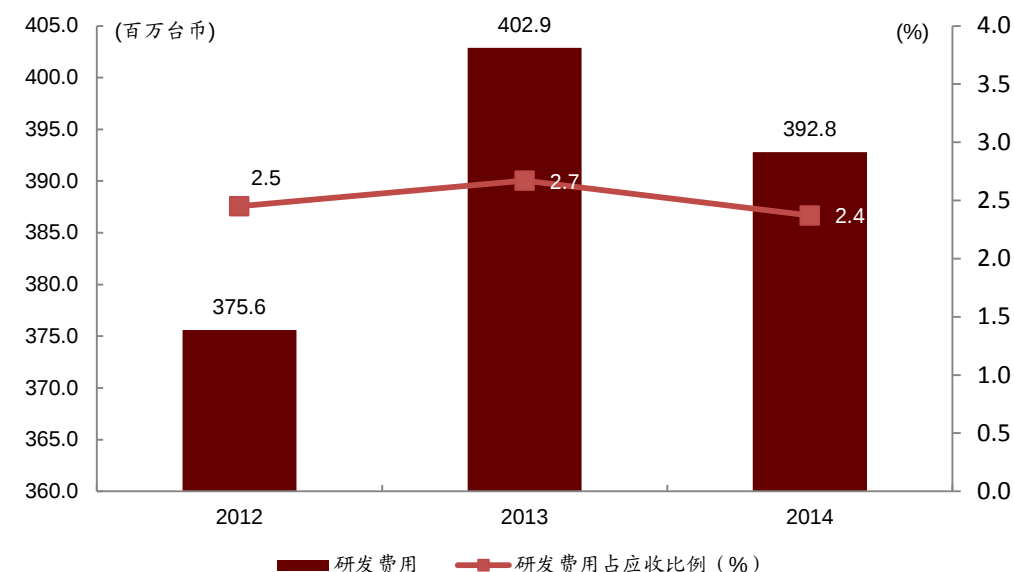
研发、创新能力较强

乔山公司拥有近 250 人的国际研发团队，多人拥有电子、材料科学、人体工程学、机械结构与电机等学历背景，结合销售公司的反馈，使公司研发出符合市场导向、掌握技术优势与流行风尚的产品。

乔山公司每年投入研发和创新的费用超过总收入的 2%，2014 年其研发费用为 3.9 亿台币。



图表 70：乔山历年研发费用



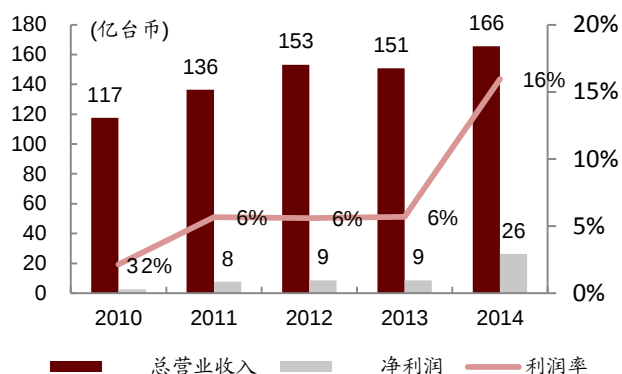
资料来源：SMRG，中金公司研究部

全球化运营

乔山公司拥有自有品牌产品及销售渠道，除了目前台湾市场外，公司在美国拥有三家品牌发展与营销公司，另外在英国、德国和大陆设立营销公司，拥有 60 个国家共计 65 家营销网，形成完整的全球化销售体系，从而提高了公司的知名度和市场占有率。

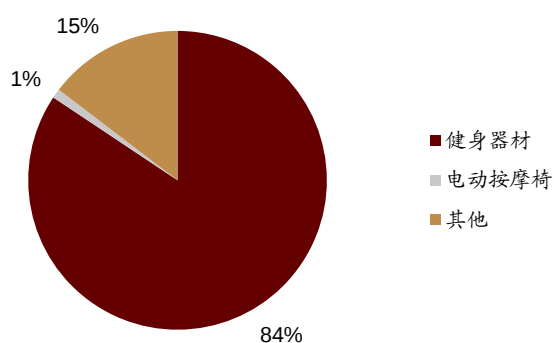
乔山公司以健身器材为主营业务，专注于健康科技事业发展，发展态势一直良好。近五年来，乔山营业额复合增长率为 9% 的，2014 年营业收入为 1.66 亿台币。由于近年来公司剔除利润率低的项目，专注于附加值高、盈利能力强的高利润率项目，公司的利润率得到了提高。

图表 71：乔山历年营收、利润和利润率



资料来源：年报，中金公司研究部

图表 72：2014 年乔山营业收入分布



资料来源：年报，中金公司研究部

乔山 (1736.TW) 近年来股价始终在 60 台币附近上下波动，截止到 2015 年 12 月 31 日，乔山股价为 52.8 台币，总市值为 161 亿台币。



图表 73：乔山股价走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

投资机会：知名品牌企业的上下游产业公司

随着生活水平的提高，人们的消费能力以及消费观念的不断改变，健康意识越来越强，在健身方面的投资日益增加，我国健身器材行业呈现出良好发展态势，为健身器材行业带来新机遇。

建议关注知名品牌及其上下游企业，如台湾的亚洲第一大品牌乔山（1736.TW）、奥运会合作伙伴舒华公司，ICON 参与投资、常年为 ICON 代工，近期发展自有品牌的健身器材代工龙头厦门钢宇集团，健身器械代工公司信隆实业（002105.SZ）等。



滑雪装备

一直以来由于场地和设备费用，冰雪运动是名副其实的“贵族运动”，随着居民收入的增加，越来越多的人开始参与到冰雪运动中，而 2022 年的奥运会更是给冰雪运动带来了最佳的发展契机：北京在申办 2022 冬奥会时提出带动三亿人参与冰雪运动的目标，另国务院《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见（46 号文）》提出以冰雪运动等特色项目为突破口，促进健身休闲项目的普及和提高。可以预计，在经济的持续发展和冬奥会的强力刺激下，以滑雪运动为代表的冰雪运动将迎来黄金发展期。

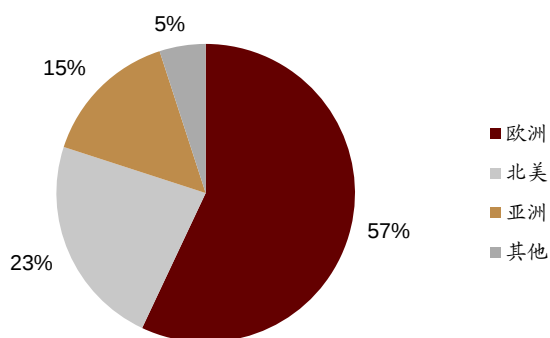
在我国，冰雪装备除服装外尚处于空白阶段，严重依赖进口。伴随我国的冰雪运动巨大潜在市场的开发，能够布局专业冰雪装备的企业将会享受快速增长。

我国滑雪运动处于开发初级阶段，市场潜力巨大

目前全球有 6,000 多个滑雪场，其中欧洲占比 57%，主要聚集在阿尔卑斯山脉；北美地区占比 23%，主要为美国和加拿大；亚洲是全球第三大滑雪区，主要分布在亚洲东部，以日本、韩国为主，我国的滑雪场近年也有较快的发展。

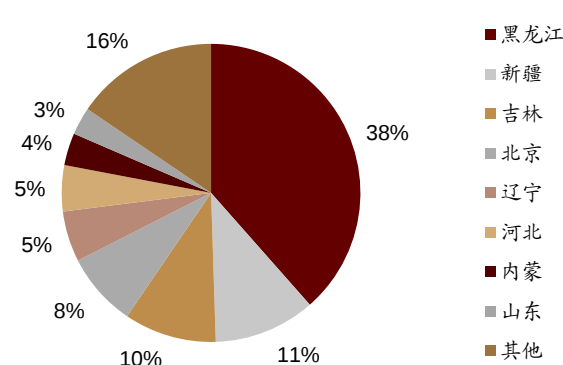
我国滑雪场主要分布在东北三省，多依托东北的山地资源建立，如亚布力滑雪场、万达长白山滑雪场、北大湖滑雪场等，而北京、河北也有滑雪场分布，我国南方地区因为地理气候等原因滑雪场数量较少。

图表 74：全球滑雪场分布



资料来源：公开资料，中金公司研究部

图表 75：中国滑雪场分布



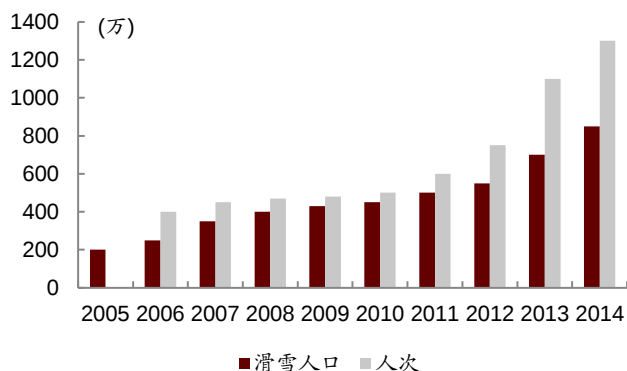
资料来源：公开资料，中金公司研究部

我国的滑雪运动在近两年来取得了爆发性的增长，滑雪人口平均增长率 25% 左右，而滑雪人次增长率达到 30%。2013~2014 雪季我国的滑雪人口数达到 850 万人，有 1,300 万人次参与到滑雪运动中，平均每人每年滑 1.5 次。

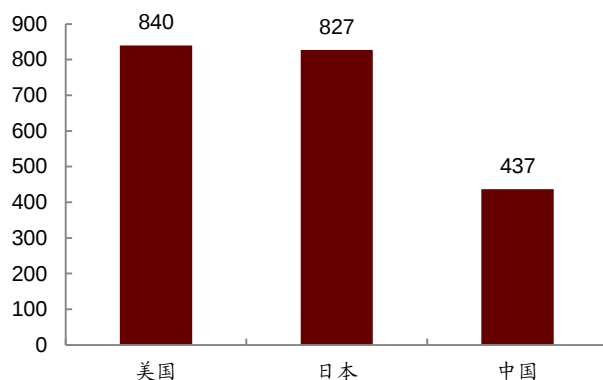
对比国际水平，目前我国滑雪运动仍处于初级发展阶段，发展空间巨大。我国滑雪场数量共有 437 个滑雪场，其中 350 个为小型滑雪场（按滑雪缆车小于四个计），对比美国滑雪场 840 个和日本滑雪场 827 个，我国的滑雪场数量有限。2014 年我国参与滑雪运动的人数占总人口的 0.6%，对比滑雪大国瑞士 37% 的高渗透率以及日本 9% 和美国 4.3% 的渗透率差距较大。从滑雪人口平均每年参加滑雪频次上来看，我国也有较大发展空间。



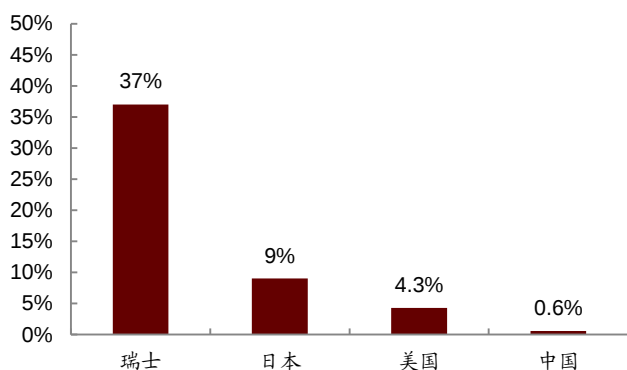
图表 76：我国滑雪人口和滑雪人次的发展



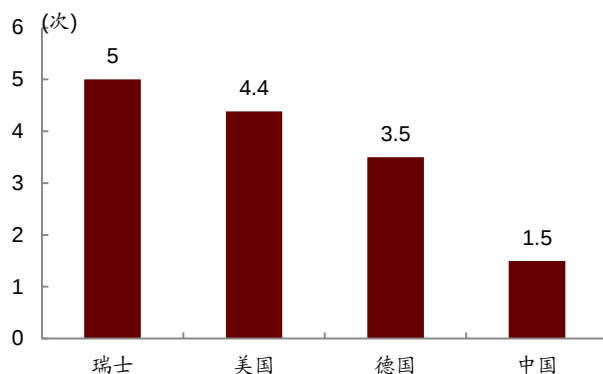
图表 77：各国滑雪场数量



图表 78：各国滑雪运动渗透率



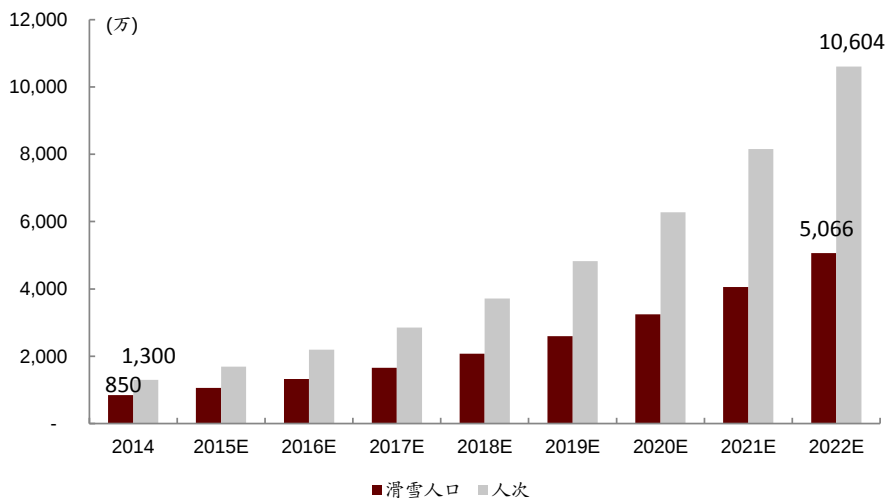
图表 79：各国滑雪人口平均每年参加滑雪次数



资料来源：2015 International Report on Snow & Mountain Tourism，中金公司研究部

奥运会的举办对国内相关产业的影响力巨大，2008 年我国举办北京奥运会带动了整个体育行业的飞速发展，因此我们有理由相信，2022 年冬奥会之前我国的滑雪运动将保持近年来 25%~30% 的增速高速增长。我们预计，2022 年我国的滑雪人口数将超过 5,000 万人，滑雪人次超过 1 亿，平均每人每年滑雪次数达到 2 次左右。

图表 80：我国滑雪人口和滑雪人次的未来预测



资料来源：中金公司研究部



滑雪运动对器械和装备的依赖性很强，因此滑雪装备是滑雪产业链中重要的市场之一。根据 2014 年美国滑雪装备规模为 36 亿美元，滑雪人口为 1,300 万人，人均滑雪用品 277 美元，约 1,789 元人民币。假设我国 2022 年人均滑雪装备消费为 2,000 元，按照我们的估算，我国滑雪人口数将超过 5,000 万人，因此我国滑雪装备市场的规模将超过人民币 1,000 亿元。

图表 81：中国滑雪装备规模估计

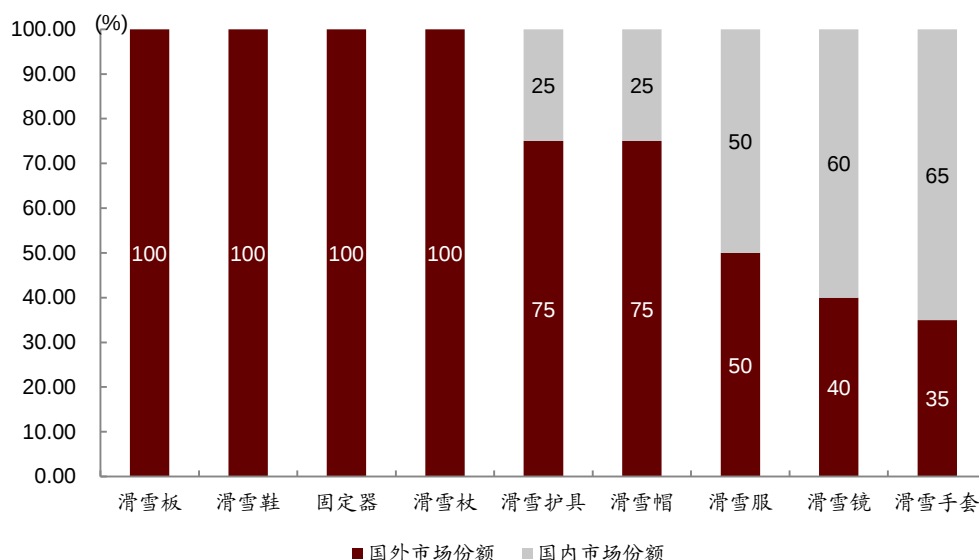
2014年美国滑雪装备规模		2022年中国滑雪装备规模估计	
2014年美国滑雪装备市场规模	36亿美元	2022年中国滑雪装备规模	约人民币1000亿元
2014年美国滑雪人口	1300万人	2022年中国滑雪人口	5000万人
人均滑雪装备消费	277美元（约人民币1788元）	人均滑雪装备消费	约2000元

资料来源：莫尼塔，中金公司研究部

我国冰雪装备长期依赖外国进口，国内并未形成有规模的产业链。根据中国旅游日报的抽样调查，我国的滑雪装备市场几乎被国外知名品牌垄断，国产品牌仅在滑雪手套、滑雪眼镜和滑雪服的低端市场有一定占有率，但尚未出现有影响力的国内名牌。

在滑雪装备代工方面，我国企业参与程度也比较低。目前在我国滑雪装备市场，仅有滑雪服、眼镜等低端用品和一部分品牌的低价位的单板有“中国制造”的份额，其他高价位单板和几乎所有的双板、滑雪鞋、固定器等全部由国外进口。

图表 82：中国滑雪市场品牌占比调查



资料来源：中国旅游日报，中金公司研究部

图表 83：部分知名的滑雪装备制造商

品牌	中文名	国家	品牌特点
Burton	伯顿	美国	美国第一单板滑雪品牌，专业的滑雪单板制造商。
Salomon	所罗门	法国	所罗门1947年创建于法国，多次获得欧洲专业杂志颁发的年度最佳滑雪装备，最佳设计等奖项。SALOMON的板质偏软，弹性好，适合各类人群使用。
Atomic	阿托米尼	奥地利	Atomic属于 Amer运动品集团，是世界领先滑雪装备品牌，板质偏硬，主要针对竞技和男性使用。
Nitro	奈乔	意大利	NITRO滑雪单板已经成为世界顶级单板品牌，欧洲销量位居第一位。
Volkl	沃克	德国	德国老牌运动品牌，世界著名的滑雪板与网球拍的品牌
FISCHER	菲希尔	德国	FISCHER公司是滑雪业与网球业界的国际知名品牌，滑雪板板质偏硬。

资料来源：公开资料，中金公司研究部



滑雪装备对专业性要求太高，而我国器材制造业，研发基础薄弱，专业性不强，国内滑雪装备主要依靠国外品牌严重依赖进口，国内并未形成有规模的产业链。但是我国未来个人装备和场地设备都存在巨大市场空间。

投资机会：前期布局冰雪运动产业链的公司

在我国，冰雪装备除服装外尚处于空白阶段，严重依赖进口。伴随我国的冰雪运动巨大潜在市场的开发，能够布局专业冰雪装备的企业将会享受快速增长。建议关注前期布局冰雪运动产业链的公司如探路者（300005.SZ）等。



智能可穿戴设备

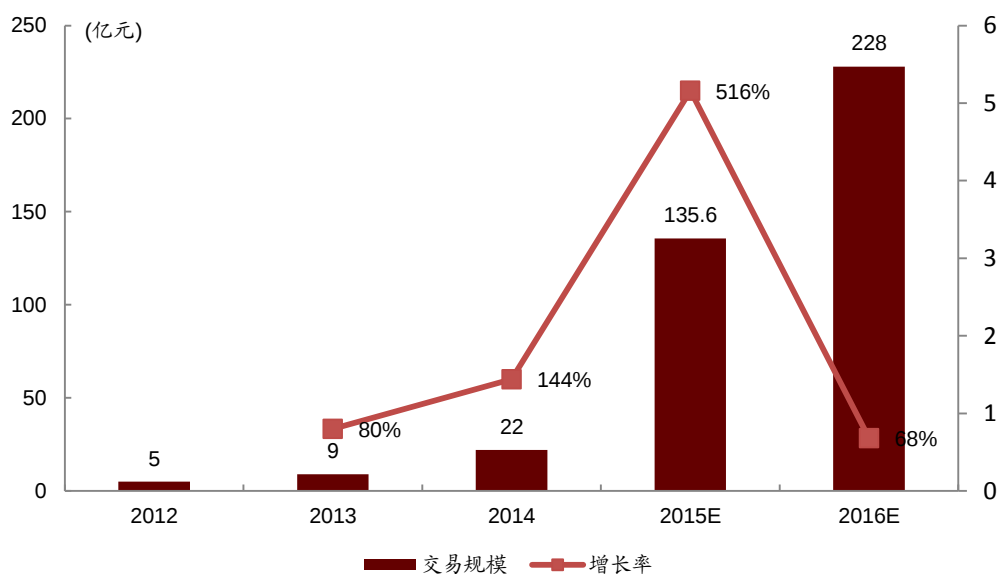
2014 年是智能可穿戴设备爆发的一年，市面上如雨后春笋般的出现了各式各样的智能可穿戴设备，在各类设备中，以“运动手环”为代表的运动类设备是其中发展最早，也是发展最成熟一类。

随着路跑、骑行等运动的流行，可以记录运动路径、运动步数，检测步速、步频，甚至分析运动者心跳、心率等技术指标的运动手环成为运动者的“标配”。而运动手环使运动参与者的运动过程可量化、可视化，使得运动变得更加专业，也反过来促进了路跑、骑行等运动的进一步发展。

智能手环成为运动标配，发展空间大

根据易观智库数据，2014 年中国智能可穿戴设备市场规模为 22 亿元，其增长主要来自于运动手环。随着体育产业的爆发，运动人口将会越来越多，作为“运动标配”的智能手环也有着可观的市场空间。根据易观智库预计，2015 年到 2016 年期间，智能可穿戴设备仍将保持较快增长，规模达到 228 亿元。

图表 84：我国智能可穿戴设备市场规模及预测

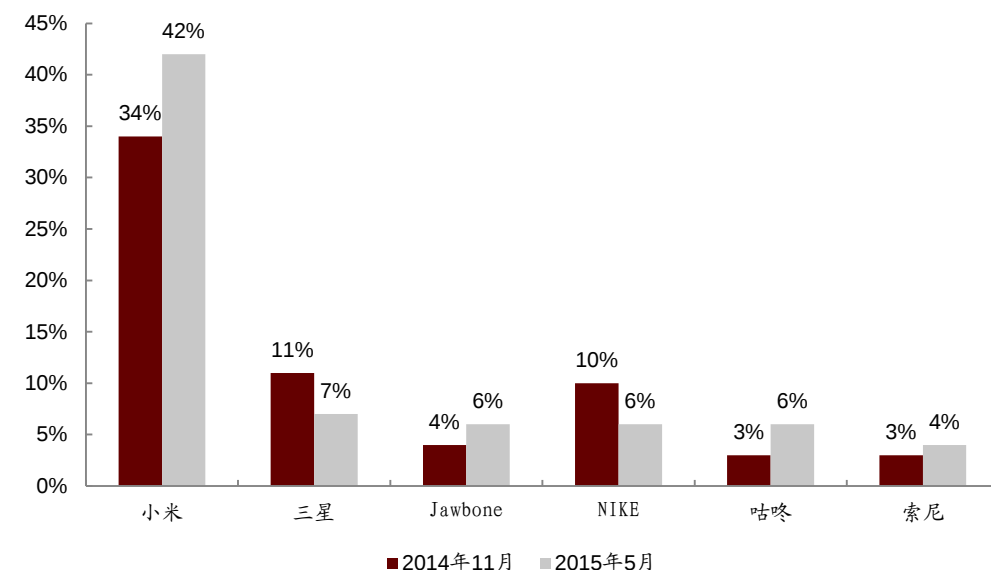


资料来源：易观智库，中金公司研究部

截至 2014 年年底，国内智能手环产品数量突破 50 款，但是运动手环功能基本相同，同质化严重。运动手环的价格从几十元到数千元均有覆盖，外观和售价成为影响消费者购买的两大因素。根据腾讯发布的《2014 智能可穿戴白皮书》显示小米手环在我国运动手环市场占据了 42% 的市场份额，以绝对优势领先其他品牌，这主要归功于其 79 元的“白菜价”定位。



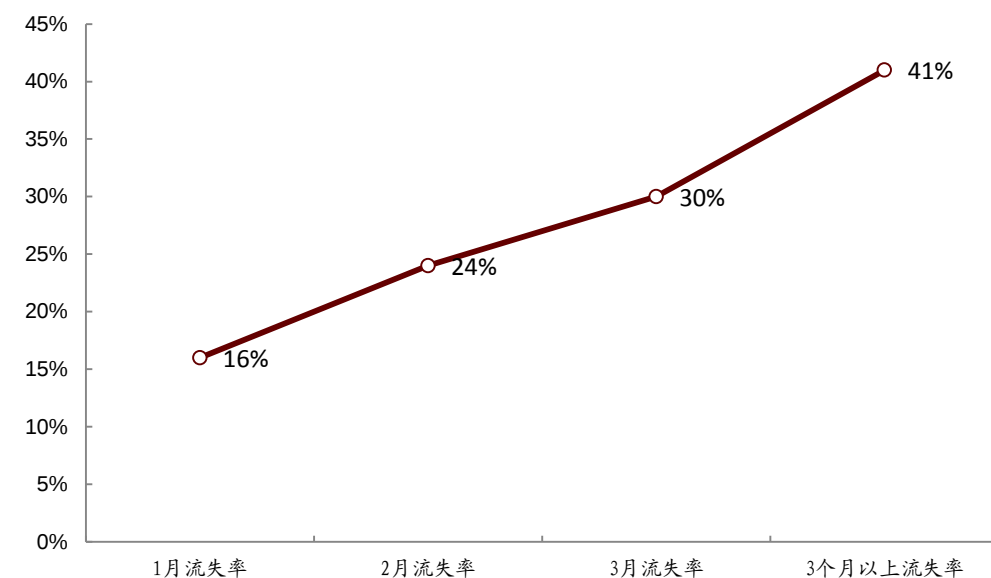
图表 85：我国智能手环市场各品牌份额占比



资料来源：2014 智能可穿戴白皮书，中金公司研究部

但是目前我国智能手环用户的用户流失率非常高，3 个月内的流失率达 30%，总流失率约 41%。这一方面是由于许多人并没有养成佩戴智能手环的习惯，另一方面是因为运动手环的功能相对单一，不能满足用户的需求。

图表 86：我国智能手环用户流失率



资料来源：2014 智能可穿戴白皮书，中金公司研究部

针对我国智能可穿戴设备市场发展，一种思路是像小米一样，走“性价比”路线，利用价格优势抢占市场份额，以分享产业增速带来的市场空间，但其缺点是门槛低，容易被其他品牌竞争。另一种思路是加大研发能力，增加产品功能，提高产品的专业性，提供差异化的智能可穿戴产品，如美国品牌 Fitbit，但其门槛较高，需要一定的前期积累和大量的研发投入。



智能手环爆发式发展为整个产业链带来发展机会

智能运动设备的爆发式发展将为整个产业链带来发展机会，如运动手环的芯片供应商、代工厂等。

目前我国运动手环最典型的方案是 MCU+G-Sensor+BT（MCU：主控芯片，G-Sensor：重力传感器，BT：蓝牙）。

图表 87：小米手环示意图



资料来源：公开资料，中金公司研究部

根据雷锋网智能硬件研究部发布的《中国智能硬件市场白皮书》，目前我国运动手环的主控芯片大多采用 Silicon Labs 和 ST 方案，G-Sensor 供应商包括 ST, Kionix, Bosch Sensortec, Freescale 等，BT4.0 供应商有 Nordic, TI, CSR, Broadcom, Dialog, 昆天科等。其中 Dialog 是小米手环蓝牙芯片供应商，昆天科是目前国内唯一量产 BT4.0 芯片供应商。

图表 88：运动手环零部件主要供应商

主控芯片	G-Sensor	BT4.0
如 Silicon Labs, ST	ST, Kionix, Bosch Sensortec, Freescale 等	Nordic, TI, CSR, Broadcom, Dialog (小米手环供应商), 昆天科等

资料来源：中国智能硬件市场白皮书，中金公司研究部

根据 IDC 公布的《2015 年第三季度全球可穿戴设备市场预估统计报告》，2015 年 3 季度全球智能可穿戴设备总销量超过 2100 万台，排名前三的是 Fitbit、Apple Watch 和小米手环。

智能可穿戴设备在全球的高速发展也将带动其代工企业的发展，如代工 Fitbit 的伟创力（总部新加坡，深圳分公司）、英业达（台湾），代工 Apple watch 的广达（台湾），代工小米手环的华米科技（目前已推出自己的运动手环品牌 Amazfit）、卓翼科技（002369.SZ）等。



图表 89：全球智能可穿戴装备销量前三名

排名	产品	市场占有率	估计销量	代工厂
1	Fitbit	22.20%	470万台	伟创力（总部新加坡，我国深圳等地有分公司）、英业达（台湾）
2	Apple Watch	18.60%	390万台	广达（台湾）
3	小米手环	17.40%	370万台	华米科技（目前已推出自己的运动手环品牌Amazfit），卓翼科技（002369.SZ）

资料来源：IDC，中金公司研究部

另外将随之受益的运动手环供应链的其他相关企业还包括恒泰电池、顺络电子、贝禹电子、信利、创杰、北高智、欧孚等。

投资机会：市场占有率高的公司及相关供应链厂商

随着体育产业的爆发，运动人口将会越来越多，作为“运动标配”的智能手环有可观的市场空间。建议关注市场占有率高、用户粘性强的龙头公司及相关供应链的厂商，如我国运动手环市场占有率最高的小米，为其代工的华米科技、卓翼科技（002369.SZ），以及其他运动手环产业链上游供应商如昆天科、恒泰电池、顺络电子、贝禹电子、信利、创杰、北高智、欧孚等。



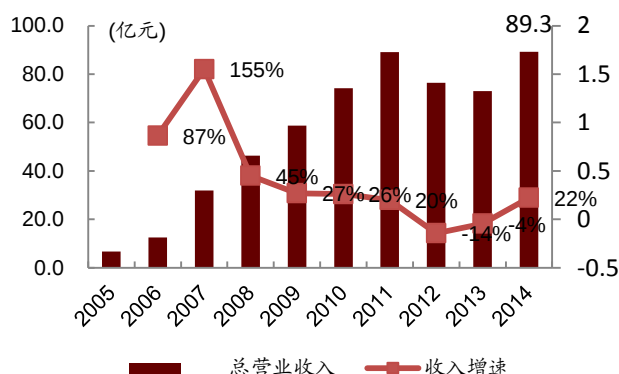
国内优秀体育装备公司列举

安踏体育 (2020.HK): 规模效应显著, 研发实力强的国内运动品牌龙头

安踏体育装备有限公司 (2020.HK), 成立于 1994 年, 安踏依靠平价定位占据了国内低端和中端市场, 规模效应显现。目前已经发展成为我国运动市场份额排名第三的龙头企业。目前安踏体育旗下拥有的品牌包括, 主品牌“安踏”、“安踏 kids”及 2009 年收购的品牌“FILA”。

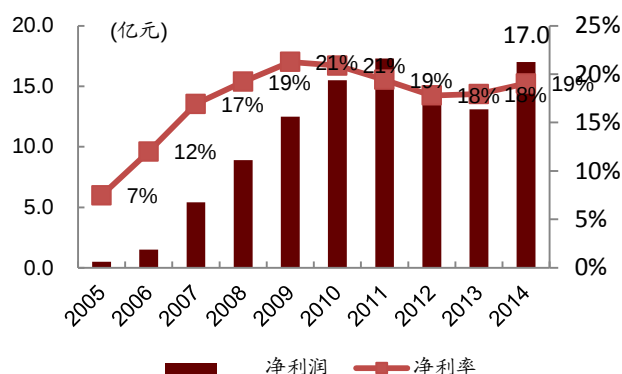
安踏 2014 年开始已经实现收入拐点重回增长通道, 2014 年收入 89 亿元。相对于小品牌, 安踏采购规模优势带来的成本摊薄优势明显, 安踏的盈利水平维持在较高水平, 约为 18%。

图表 90: 安踏历年收入及收入增速



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

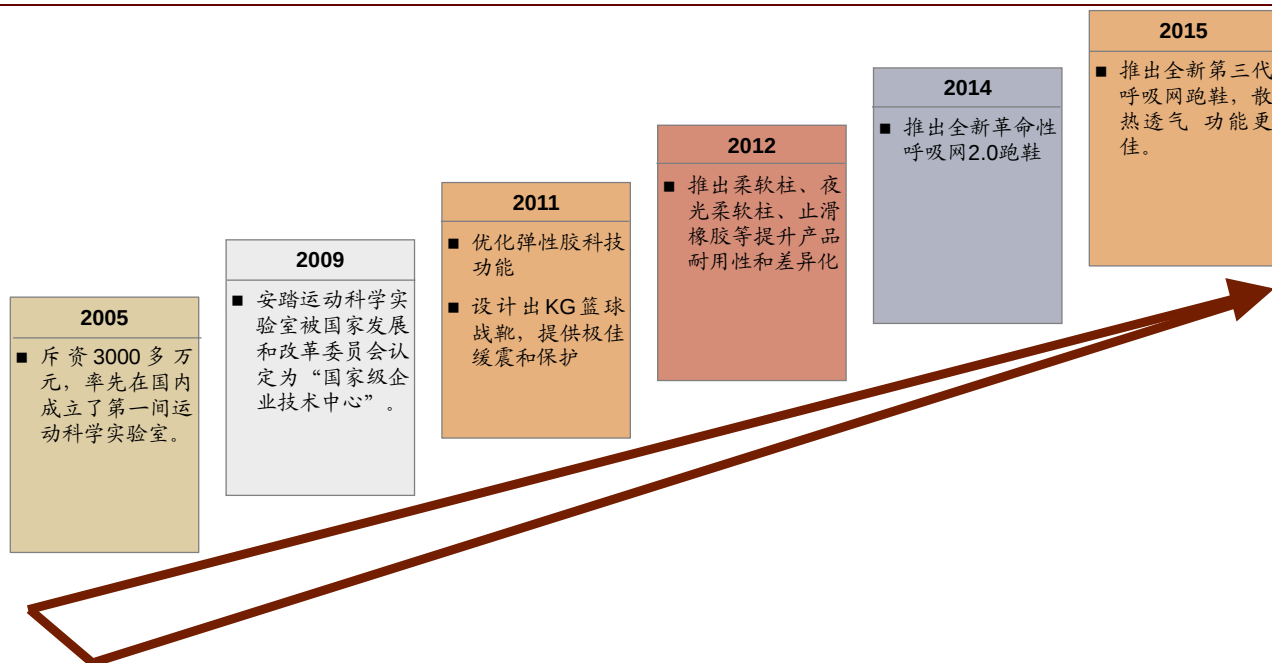
图表 91: 安踏历年净利润及利润率



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

历年来, 安踏注重研发与创新能力, 在国内研发实力领先。安踏的研发投入在国内运动鞋服品牌中处于最高水平 (2014 年为 2.1 亿元, 收入占比 2.4%)。

图表 92: 安踏的产品研发



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



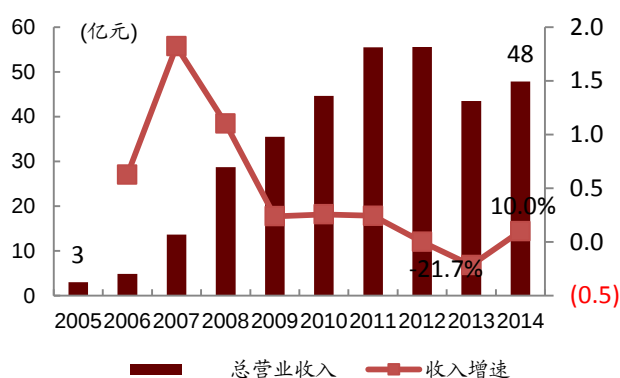
特步国际 (1368.HK)：国内著名时尚运动品牌

特步成立于 2001 年，2008 年于香港上市。是一家集综合开发、生产和销售运动鞋、服、包、帽、球、袜为一体的大型体育用品品牌企业。2014 年特步在我国运动鞋服市场的占有率排名国内品牌第三名。

特步倡导前卫、时尚、个性与自由的品牌文化，强调体验式的运动和不为运动所累的玩运动态度。特步定位于时尚运动，其设计多以休闲生活化为主，体育运动系列多元跑步、足球为主。

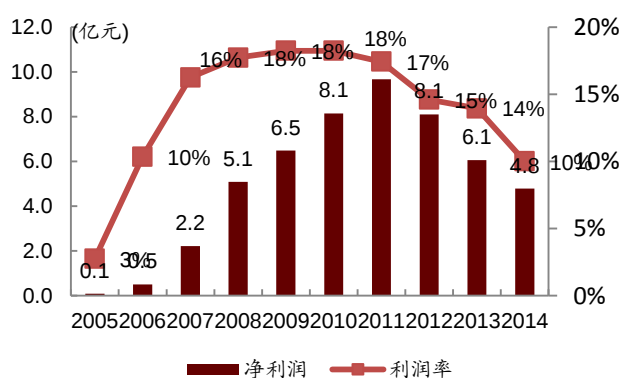
目前，特步的公司库存消化已基本完成，2014 年收入已经实现拐点，同比增长 10%，达到 48 亿元。2014 年，特步的净利润为 4.8 亿元，净利润率进一步下降，这主要是由于公司销售和推广开支较大及税率上升导致，其广告推广支出占营业额的比例从 2013 年的 11.2% 增加到 2014 年的 13.1%，预计未来将逐渐趋稳。

图表 93：特步历年收入及收入增速



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 94：特步历年净利润及利润率



资料来源：公司年报，中金公司研究部

特步专注于跑步和足球产品，公司通过赞助马拉松和足球比赛的方式进行营销。2014 年特步一共赞助了 13 个国际马拉松赛事、3 个足球赛事和 6 家足球俱乐部，有针对性地进行专业性营销。同时特步任用谢霆锋、韩庚、李易峰等优质偶像做代言人，增强特步品牌时尚性的品牌。

图表 95：特步赞助的马拉松和足球赛事

特步赞助的马拉松赛事	特步赞助的足球俱乐部	特步赞助的足球比赛
厦门国际马拉松	西甲维拉利尔足球俱乐部	特步中国大学生足球联赛
渣打银行香港国际马拉松	中国明星足球队	特步中国大学生五人制足球联赛
重庆国际马拉松	中国足球记者连队	LFP 世界挑战杯
中国郑开马拉松	北京理工大学足球俱乐部	
扬州建镇半程马拉松	刚甲标准流浪足球队	
太原国际马拉松	香港明星足球队	
常熟尚湖半程马拉松		
天津国际马拉松		
The pink run		
杭州国际马拉松		
贵州环雷公山超 100 公里跑国际挑战		
合肥国际马拉松		
广州马拉松		

资料来源：公开资料，中金公司研究部



乐视体育：乐视超级自行车

2014 年 3 月，乐视体育文化产业发展（北京）有限公司（简称“乐视体育”）在乐视网体育频道的基础上正式成立，是由母公司乐视网（300104.SZ）拆分体育类资产及运营团队所形成的公司。

乐视体育由单一的视频媒体网站的业务形态，发展为基于“赛事运营+内容平台+智能化+增值服务”的全产业链体育生态型公司。以优质内容为核心竞争力，围绕赛事，乐视体育将推出彩票、游戏、培训、赛事、电商以及旅游等多种周边生态产品。从收入模式来看，除了传统的广告，乐视体育也将推出一系列付费产品和增值服务，包括游戏、电商等。凭借领先的互联网思维和优秀的运营团队，乐视体育成为打造基于体育的垂直生态链领军者。

2015 年 4 月，乐视体育与飞鸽公司共同成立合资公司。

2015 年 8 月，乐视超级自行车“狂鸟”正式发布，售价 3,999 元至 39,999 元。乐视超级自行车保留了自行车最原始的机械美感，引入汽车中央通道的概念。除了基本的音乐、急救、定时等功能外，还有智能控制、智能防盗、物联社交、骑行数据四大功能。

图表 96：乐视超级自行车



资料来源：公开资料，中金公司研究部

乐视体育的这款智能化设计的自行车不仅仅是一个交通工具，而是一个运动健身的工具，社交的工具，健康的工具，是一整套基于骑行科技的生态系统。

乐视超级自行车是乐视体育四大硬件产品线当中的第一款产品，是乐视体育生态系统中重要的一环。



姚记扑克 (002605.SZ): 收购中德索罗门, 涉足高档自行车业务

上海姚记扑克股份有限公司 (简称: 姚记扑克, 002605.SZ) 创建于 1994 年, 主要从事各类扑克牌的设计、生产和销售, 是中国主要的扑克牌生产销售企业之一。

近年来姚记扑克积极谋求转型, 先后与联众游戏、500 彩票网等合作, 并成立网络公司。另外, 姚记扑克还参股了上海细胞治疗工程技术研究中心有限公司 (占 22% 股份), 布局大健康行业。

2014 年底, 姚记扑克以 1.25 亿元收购中德索罗门自行车 51% 股权, 并以索罗门为平台开展中高端自行车和智能自行车的研发、生产和销售。

中德索罗门是一家定位中高端的电商自行车品牌, 拥有近 20 家线上专营店, 销售包括索罗门、ICOLOUR、洛克菲勒、左拉等近 20 多个品牌。索罗门向姚记扑克承诺, 未来 3 年的净利润不低于 2,000 万元、2,500 万元、3,000 万元。

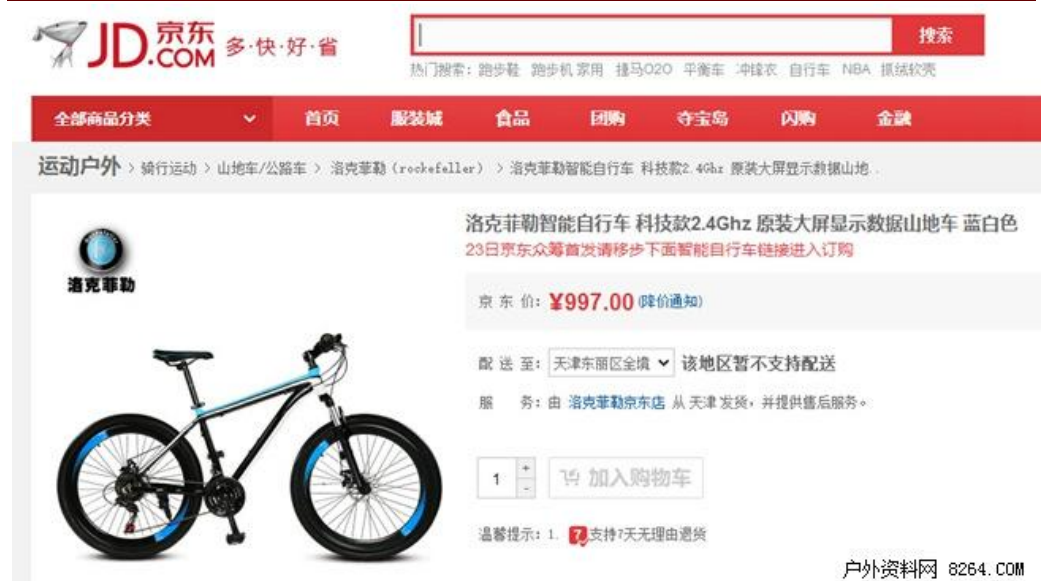
2015 年 3 月 23 日, 获得中德索罗门旗下品牌洛克菲勒一代智能自行车, 于京东商城通过众筹方式首发。

智能方面, 洛克菲勒智能一代实现了社交分享、健康辅助、GPS 导航方面等进阶智能骑行的重要功能。

配置方面洛克菲勒智能自行车的配置包括全套 Shimano 变速系统、50mm 高刀车圈、碟盘式刹车系统、汽车级先进烤漆工艺和 R 胶截色技术。

设计方面, 洛克菲勒智能一代设计灵感来自于 BMW i8, 兼具其绿色低碳出行与行业变革之意。洛克菲勒智能一代少了外观噱头, 更为务实, 更注重自行车本质, 也更适合骑行。

图表 97: 洛克菲勒新一代智能自行车众筹



资料来源: 公开资料, 中金公司研究部

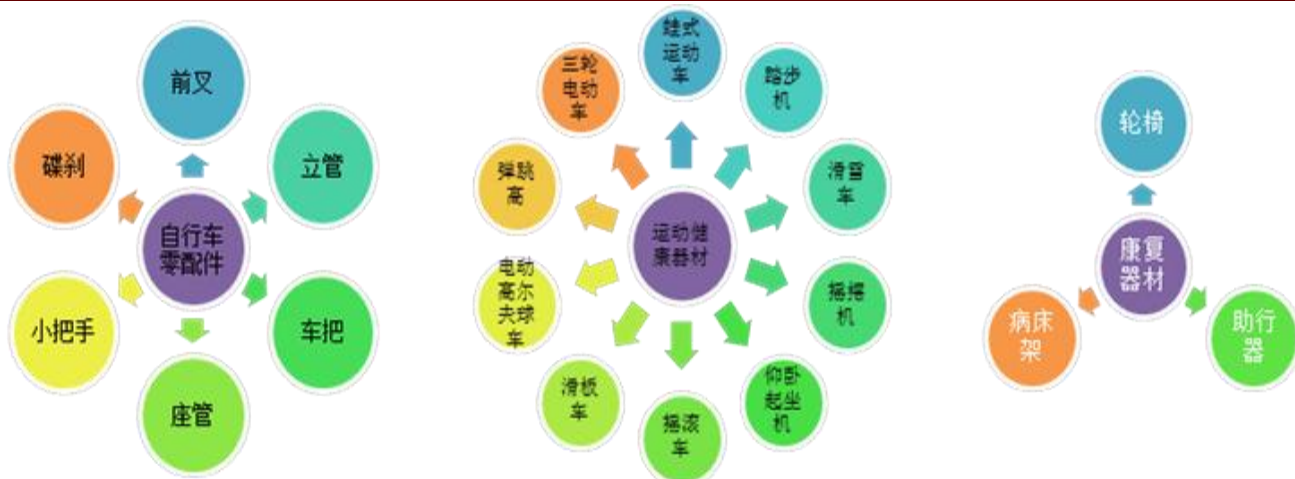


信隆实业（002105.SZ）：全球最大的自行车零配件生产厂商

深圳信隆实业股份有限公司（简称：信隆实业，002105.SZ）设立于 2003 年，前身是由香港利田投资于 1991 年设立的信隆车料有限公司，是最早一批来中国大陆投资的台商企业之一，信隆实业一直是全球最大的自行车零配件生产厂商。

公司以自行车零配件起家，主营自行车配件、体育器械、康复器械，主要为国外品牌商代工。

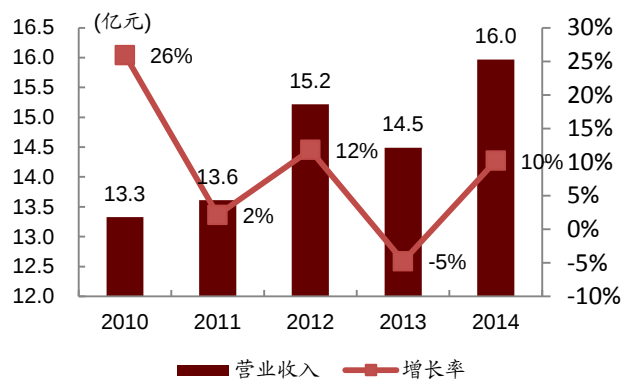
图表 98：信隆实业主要产品



资料来源：公司资料，中金公司研究部

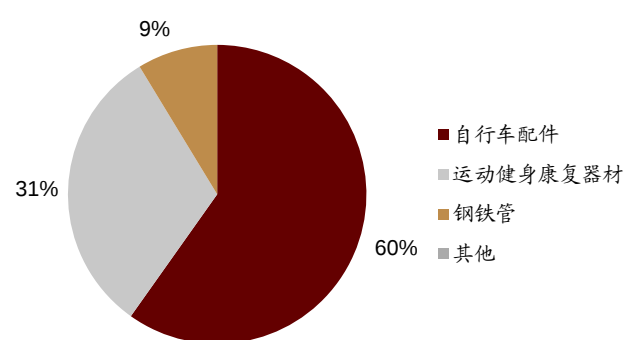
信隆实业收入受国际市场影响出现波动，2014 年实现营业收入 16 亿元，同比增长 10%，归属母公司净利润 519 万元，同比增长 23%。2014 年信隆实业的收入结构中，自行车配件占主要部分，约占 60%，而运动健身康复器材占 31%。

图表 99：信隆实业历年收入及收入增速



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 100：信隆实业 2014 年收入分布



资料来源：公司年报，中金公司研究部

近年来，信隆实业在保证公司自行车零配件产品在全球市场份额同时，不断提升产品质量和附加价值，凭借公司强大的研发设计与制造能力、覆盖全球的营销网络开拓国内外市场，稳步提升运动健身康复器材产品在公司主营业务总收入中的比重。



维珍妮 (2199.HK)：知名品牌的 IDM 合作商

维珍妮是全球领先的贴身内衣公司，透过创新设计制造商（Innovative design manufacturer，即 IDM）业务模式，为全球领先的品牌创新、设计与制造一系列的贴身内衣类产品。IDM 模式使维珍妮迅速发展成为首屈一指的胸围制造商，按 2014 年的产量统计占市场份额 1%。

不同于传统的 ODM 代工服务，维珍妮采取 IDM 模式的业务还包括为客户提供概念构想、产品研发等方面的服务。维珍妮的客户多为世界知名品牌，在运动类产品方面，其主要客户包括 Under Amour, ADIDIS, VSX, Champion 等。维珍妮与大部分客户有超过十年的合作关系，产品已经从内衣行业拓展到了功能性运动类产品，包括运动鞋、无缝年和功能性运动服装以及可穿戴相关运动产品。

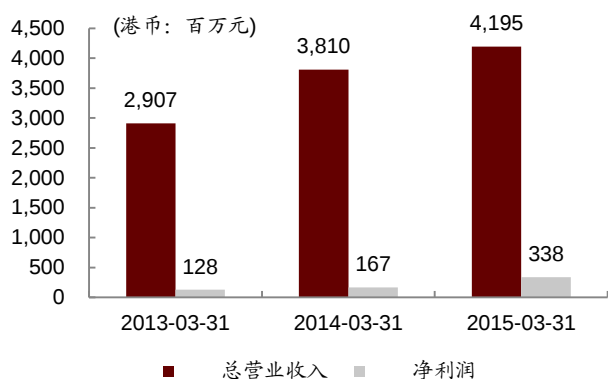
图表 101：维珍妮的客户列举



资料来源：公司资料，中金公司研究部

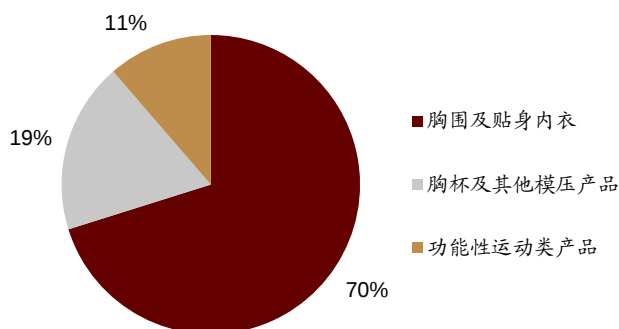
维珍妮的收入稳步增长，由 2013 财年的 29.07 亿港元至 2015 年 41.2 亿港元，复合年增长率为 20.2%。利润由 2013 财年的 1.28 亿港元到 2015 年的 3.38 亿港元，复合年增长率为 62.4%。从 2015 财年的收入构成来看，功能性运动产品占比 11%，已成为维珍妮的重要业务之一，预计未来此版块收入比例将进一步扩大。

图表 102：维珍妮的历年收入及净利润



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 103：维珍妮 2015 财年收入分布



资料来源：公司年报，中金公司研究部

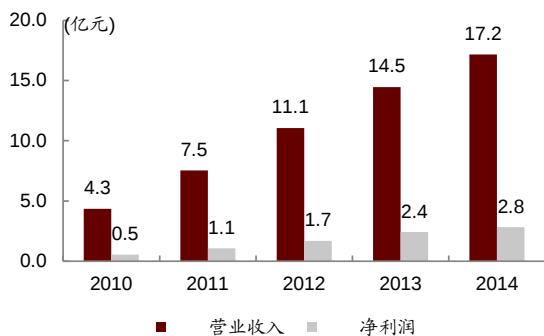


探路者（300005.SZ）：借助冬奥会契机，积极布局冰雪项目

北京探路者户外用品股份有限公司（简称：探路者，300005.SZ）成立于 1999 年，是中国最大的户外用品企业，产品涵盖户外服装、户外功能鞋和户外装备三大系列。

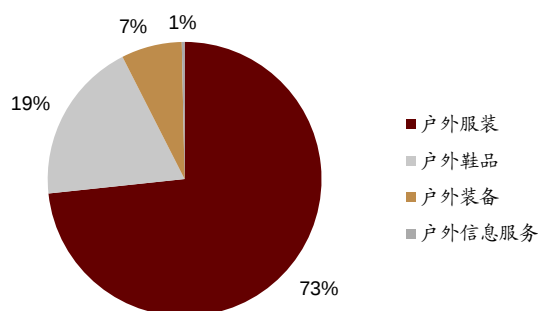
近年来，探路者的收入和利润高速增长，平均增长率分别达到 42% 和 54%，2014 年探路者收入为 17.2 亿元，其中最主要的构成是户外服装收入，占比约为 73%。

图表 104：探路者历年收入及利润



资料来源：公司年报，中金公司研究部

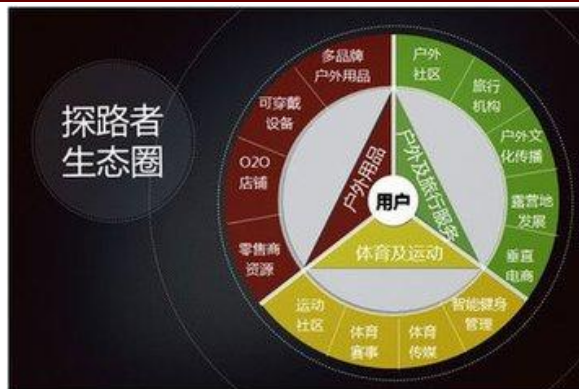
图表 105：信隆实业 2014 年收入分布



资料来源：公司年报，中金公司研究部

探路者围绕大众健康生活方式，以用户为核心，致力于构建“户外用品+旅行服务+大体育”三大板块协同发展的生态圈，通过投资并购、资源整合等多种方式推动公司互联网化变革与转型，巩固公司中长期持续发展的核心竞争力。

图表 106：探路者生态圈



资料来源：公开资料，中金公司研究部

探路者重视北京申办 2022 年冬奥会给冰雪产业所带来的发展机遇，将冰雪项目相关产品规划作为公司未来重要产品线，并将通过投资及整合资源等多种方式努力把握未来行业发展机遇。2015 年 8 月，探路者公告与孙波先生共同设立北京探路者冰雪控股发展有限公司，正式布局冰雪产业。

图表 107：探路者冰雪用品广告



资料来源：公开资料，中金公司研究部



钢宇集团：ICON 代工企业，发展自主品牌转型

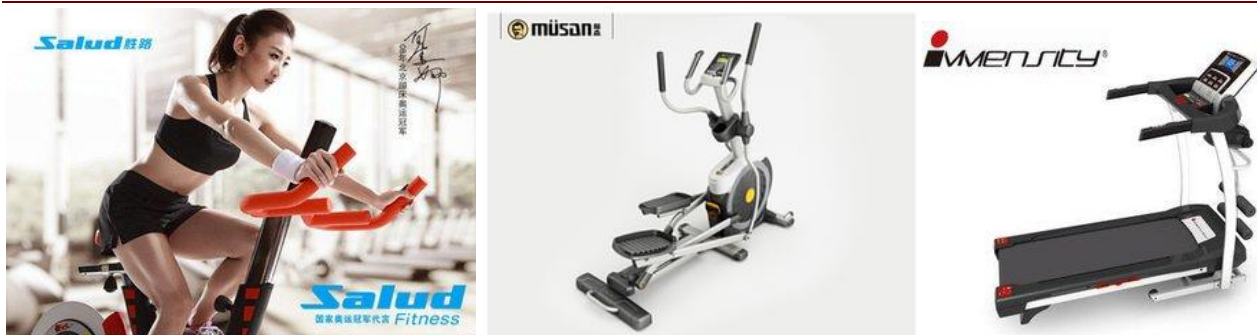
钢宇集团源于 1976 年台北。1979 年销售区域拓展至欧美及日本，开始国际化的历程。1992 年在广东省设立惠阳国威运动器材有限公司。2003 年成立厦门钢宇工业有限公司，钢宇集团由世界最大健身运动器材生产商—美国爱康（ICON）公司投资兴建，是亚洲最大的健身运动器材企业，生产加工各种健身运动器材、室内外家具、老人电动车及其零配件等。

多年以来钢宇集团为 ICON 代工（OEM），生产力量训练器、椭圆车、跑步机、脚踏车等运动健身器材及其零配件。

钢宇集团不断致力于产品的研发，产品性能优越，质量可靠，销售遍及美国、英国、加拿大、澳大利亚、法国、德国、意大利、日本等二十多个国家，客户包括 Wal-mart、Kmart、Sears、Costco 等世界著名零售巨头。

近年来，钢宇集团从 OEM 代工业务转型，自主研发品牌，目前钢宇集团旗下拥有“胜路、慕森、因美斯”等国内系列自主品牌，部分自主品牌凭通过 ICON 公司的销售渠道进行销售。

图表 108：钢宇集团自主品牌



资料来源：公司资料，中金公司研究部

2006 年钢宇集团增设厦门信义科技电子有限公司；2007 年增设漳州福钢科技公司；2009 年增设厦门钢宇管理咨询有限公司；2010 年成立 CHIC 健身连锁机构，引进了欧美全新的循环教育训练体系，致立于创建亚洲最大的健身连锁机构。钢宇集团也在尝试在智能电视内嵌运动模块，为用户提供更私人化的专业服务。

目前钢宇集团旗下产业涉及运动器材、电子行业、健身连锁机构、管理咨询、国际贸易等多个行业，整个集团年产值约 20 亿人民币。



图表 109：国内体育装备公司列表

简称	是否上市	股票代码	体育用品业务
安踏体育	港股上市	2020.HK	运动鞋服著名品牌。
李宁	港股上市	2331.HK	运动鞋服著名品牌。
特步国际	港股上市	1368.HK	运动鞋服著名品牌。
匹克	港股上市	1968.HK	运动鞋服著名品牌。
361度	港股上市	1361.HK	运动鞋服著名品牌。
中国动向	港股上市	3818.HK	运动鞋服著名品牌。
中洲国际	港股上市	2313.HK	NIKE 和 ADIDAS 代工
互太纺织	港股上市	1382.HK	NIKE 和 ADIDAS 代工
维珍妮	港股上市	2199.HK	Under Armour 代工
贵人鸟	A股上市	603555.SH	运动鞋服生产商，并拟与虎扑体育合作成立体育产业基金，目标规模20亿元。
探路者	A股上市	300005.SZ	户外用户生产商，并拟与江西和同资产管理公司发起设立探路者和同体育产业并购基金。
信隆实业	A股上市	002105.SZ	运动健身器材生产商。
嘉麟杰	A股上市	002486.SZ	高端户外用品功能性面料供应商，同时也经营户外体育用品。
姚记扑克	A股上市	002605.SZ	除生产扑克外，现已进入户外自行车生产领域；收购自行车品牌索罗门，进军高端自行车行业。
双象股份	A股上市	002395.SZ	足球用革生产商，中高端足球革市场占有率超过七成。并拟与无锡市产业引导股权投资基金共同设立体育产业投资基金。
金山开发	A股上市	600679.SH	老牌传统自行车企业，拥有“凤凰”品牌
深中华A	A股上市	000017.SZ	老牌传统自行车企业，拥有“阿米尼”品牌
三利达	新三板挂牌	831326.OC	弓箭弩生产商。
中源欧佳	新三板挂牌	832604.OC	渔具生产商
巨大	台湾上市	9921.TW	自行车龙头，拥有“捷安特”品牌
乔山	台湾上市	1736.TW	亚洲第一，世界第三的健身器材龙头企业
美利达	台湾上市	9914.TW	自行车龙头，拥有“美利达”品牌
乐视体育			乐视超级自行车
钢宇集团			与ICON长期合作为其代工，目前钢宇集团已经成为全球最大的健身器材代工企业。
英派斯			健身俱乐部和培训、健身器材设计、生产和销售的全产业链模式，拥有300余项专利
百度			百度智能自行车
小米			小米手环，投资洛克菲勒智能自行车
天津富士达集团			优秀自行车代工企业，为多个国际品牌代工，产量约占中国自行车行业的12-15%，全世界产量的8-10%。
飞鸽车业			老牌传统自行车企业，与乐视体育成立合资公司开发智能自行车
舒华			中国奥委会战略合作伙伴，产品线主要包括有氧运动器械和运动按摩器械等

资料来源：公开资料，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：杨梦雪、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

