

力盛赛车 (002858) 深度研究

数字体育，悦动天下

2022 年 02 月 08 日

【投资要点】

- ◆ 公司是国内领先汽车运动运营服务商，全面布局全民健身数字化服务。传统主业是赛事运营及服务，2021 年以来先后“聘任原阿里体育 COO 余总作为公司总经理”、“参股明星运动健身 APP 公司悦动天下”，标志着全民健身业务开启。公司将以“悦动圈”为载体，通过“运动积分兑换激励模式”搭建全民健身数字化平台——“运动银行”。我们认为公司未来增长主要来自于三方面：1) 疫情控制，2022 年传统业务如赛事运营等逐步复苏；2) “赛卡联盟连锁场馆”等募投项目投入运营；3) “运动银行”等全民健身新业务逐步开始商业化。
- ◆ 体育产业是国家重点支持方向，社会经济性和素质教育价值凸显。体育产业在国民经济中的地位和作用显著提升，2015—2019 年全国体育产业总规模从 1.71 万亿元跃升至 2.95 万亿元，年均增长率达 14.6%。“十四五”时期，我国体育发展仍然处于重要战略机遇期。全民健身有助于减轻社（医）保负担，研究表明在运动健身中多投入 1 元钱，就可以在医疗中减少 7-8 元的投入。体育总局在《“十四五”体育发展规划》中提到“积极促进体育资源和生产要素向优质企业集中，力争培育 100 家营业收入超过百亿元、品牌知名度高、国际竞争力强、行业带动性大的体育企业”，体育企业迎来黄金发展期。
- ◆ 传统主业短期受疫情影响明显，定增加码“竞技+娱乐”，积极布局 C 端市场。新冠肺炎疫情疫情影响线下赛事，收入和利润率双双承压，2021 年恢复至正常水平的 50%-60%。受全球新冠肺炎疫情疫情影响，公司运营的国际赛事 2020 年后三个季度均停赛，国内房车锦标赛直到 2020 年 8 月份才开始举办，但赛事规模和观众人数方面都受到较大限制。公司现有业务主要聚焦于 B 端客户市场，客户主要为汽车厂商或者与汽车行业有着较强关联的企业。近年来，公司顺应我国汽车运动向平民化、大众化发展的趋势，通过探索打造“竞技+娱乐”全新品类的汽车运动赛事、开设卡丁车场馆等方式积极针对 C 端客户市场进行布局。
- ◆ “悦动圈”构建新业务载体的重要组成部分，运动银行整合数据与用户。“运动银行”是公司全民健身业务的核心，公司总经理余总是“运动银行”概念的发起人，并最早在阿里体系得以实践，受到社会各界广泛认可。“运动银行”解决了运动健身 APP 两大痛点：用户增长和商业化。其中用户增长方面，公司采取“2G/2B”的获客模式，规避重投入的买量模式，“农村”包围城市，从青少年和中老年出发。商业化方面，对于 B 端，为政府、学校等机构提供体育大数据、赛事与培训 IP 以及 AI 体育课等服务；对于 C 端，积分兑换本质上是基于 CPS 的电商导流业务；未来诸如“运动保险”等变现模式也非常值得期待。



挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

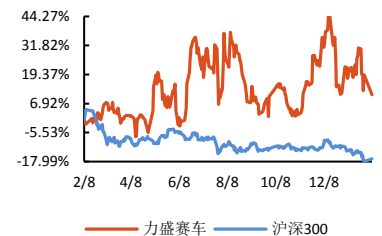
证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

联系人：陈子怡

电话：021-23586305

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	2427.67
流通市值 (百万元)	1476.00
52 周最高/最低 (元)	20.41/12.60
52 周最高/最低 (PE)	2403.63/-94.29
52 周最高/最低 (PB)	8.93/4.53
52 周涨幅 (%)	10.72
52 周换手率 (%)	937.26

相关研究

【投资建议】

- ◆ 我们从两个方面关注公司未来的发展，分别是传统业务复苏和“运动银行”业务快速成长。基于传统赛车赛事业务，我们预计 2021-2023 年公司收入 2.75/4.21/6.15 亿，归母净利润 0.05/0.33/0.65 亿，每股收益 2021-2023 年分别为 0.03/0.20/0.41 元，PE 对应 502/80/40 倍，谨慎看好，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	200.10	274.88	421.32	614.71
增长率(%)	-54.54%	37.38%	53.27%	45.90%
EBITDA（百万元）	12.22	8.46	46.07	88.16
归属母公司净利润（百万元）	-50.98	5.21	32.52	64.96
增长率(%)	-307.87%	110.21%	524.61%	99.73%
EPS(元/股)	-0.41	0.03	0.20	0.41
市盈率(P/E)	—	502.17	80.40	40.25
市净率(P/B)	4.82	3.41	3.27	3.02
EV/EBITDA	106.42	269.38	49.25	25.35

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 传统业务恢复不及预期
- ◆ 新业务拓展不及预期
- ◆ 限售股解禁

1、关键假设

我们预计公司未来增长主要来自于三方面：1) 疫情控制，2022 年传统业务如赛事运营等逐步复苏；2) “赛卡联盟连锁场馆”等募投项目投入运营；3) “运动银行”等全民健身新业务逐步开始商业化。其中，2021-2023 年传统赛车赛事业务恢复至疫情前（即 2019 年）正常水平的 53%/80%/100%；募投项目按照公司经济效益预测情况，建设期 1 年，自 2022 年第四季度开始正式运营；由于“运动银行”业务于 2022 年开始有财务数据，定价情况、与悦动天下分成情况等暂不可知，故此处预测暂不考虑。随着线下活动正常化，我们预计赛车赛事业务毛利率逐步恢复到疫情前水平。我们预计 2021-2023 年综合毛利率 31.3%/29.0%/28.2%，其中赛车赛事业务毛利率 27.1%/27.1%/28.8%；募投项目毛利率-14.1%/17.9%；其他业务毛利率 55.0%/55.0%/55.0%。

图表：公司盈利测算主要假设

单位：百万	2020	2021E	2022E	2023E
赛车赛事业务	179	233	352	440
yoy	-59.3%	30.0%	40.5%	25.0%
毛利率	14.5%	27.1%	27.1%	28.8%
募投项目			27	132
yoy				389.5%
毛利率			14.1%	17.9%
其他业务	21	42	42	42
yoy		100.0%	0.0%	0.0%
毛利率	52.6%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	200	275	421	615
yoy	-54.5%	37.4%	43.9%	45.9%
毛利率	18.5%	31.3%	29.0%	28.2%

资料来源：东方财富证券研究所预测

2、创新之处

本文的创新之处在于：1) 对于公司传统业务进行拆解，分析疫情对其影响程度；2) 全面分析“运动银行”业务的用户增长和商业化，解决传统运动健身 APP 的痛点；3) 对于全民健身政策进行梳理，分析重点人群、发展目标、支持举措和发展方式等。此前，赛车赛事业务作为小众体育项目，被市场所忽略，公司积极加码全民健身业务，迎来业务增长新起点。

3、要事前瞻

“运动银行”快速拓展：全民健身业务依赖于 B 端和 G 端的开拓，一方面，与地方政府、企事业单位和学校合作，有助于用户数和数据体量提升；另一方面，也将加快公司收入增长。

疫情有效控制：疫情对公司传统业务造成较大影响，随着线下活动恢复，有望推动公司收入恢复至正常水平。

Keep 等竞争对手上市：市场上缺乏可对标公司，最新一级市场估值 Keep 超 20 亿美金、咕咚超 5 亿美金，均大幅高于悦动天下。随着 Keep 等竞争对手上市，有望推动公司的价值重估。

与悦动天下合作加深：公司参股悦动天下 25%，并且在业务和技术上深度合作。悦动圈是公司“运动银行”业务的重要载体，双方相互推动业务发展，如果未来合作进一步加深，将更加有利于新业务发展。

正文目录

1. 公司简介	6
1.1. 发展历程：赛车龙头重新启航，驰骋全民健身蓝海	6
1.2. 股权及管理：原阿里体育 COO 掌舵，原 QQ 游戏大厅负责人助力	7
1.3. 财务表现：疫情影响传统主业收入，承诺业绩彰显高增信心	8
2. 行业概览	10
2.1. 政策梳理：全民体育日趋重视，社会经济性和素质教育价值凸显	10
2.2. 行业痛点：体育产业商业化难，精英体育难满足大众需求	12
3. 传统主业	14
3.1. 发展现状：赛事 IP+场馆运营布局，短期疫情影响明显	14
3.2. 未来布局：定增加码“竞技+娱乐”，积极布局 C 端市场	17
4. 新型业务	20
4.1. 商业模式：参股悦动天下深度合作，运动银行整合数据与用户	20
4.2. 用户增长：乘全民体育之风，社交与激励并行	22
4.3. 商业化：前期 2G/2B 提供 SaaS 服务，中后期 C 端变现可期	23
5. 投资建议	25
5.1. 盈利预测：传统业务逐步恢复，募投业务贡献增长	25
5.2. 相对估值：选取 A 股体育上市公司作为可比公司	26
6. 风险提示	27

图表目录

图表 1：公司发展历程——从赛车赛事到全民健身	6
图表 2：公司“运动银行”商业逻辑	6
图表 3：公司股权结构分散	7
图表 4：公司营业收入及增速（单位：亿）	8
图表 5：公司归母净利润及增速（单位：亿）	8
图表 6：公司毛利率及净利率（单位：%）	8
图表 7：公司销售、管理及研发费用率（单位：%）	8
图表 8：公司各业务营收占比（2020 年）	9
图表 9：公司各业务营收增速（2020 年）	9
图表 10：公司股权激励业绩考核要求（二选一）	9
图表 11：近年来国家体育产业政策汇总	10
图表 12：全民健身计划（2021-2025 年）主要任务	11
图表 13：我国人口老龄化持续加速	11
图表 14：我国居民医保基金结余率下降（单位：亿）	11
图表 15：北上深中考体育现行方案	12
图表 16：中国体育产业结构（2014 年）	13
图表 17：美国体育产业结构（2014 年）	13
图表 18：A 股体育概念公司体育业务收入及构成	13
图表 19：运动健身头部 APP 日活跃用户规模（单位：万）	14
图表 20：运动健身头部 APP 用户年龄分布	14
图表 21：运动健身头部 APP 用户地域分布	14
图表 22：赛车赛事与运营模式	15
图表 23：公司独家运营及自创赛事	15
图表 24：公司运营赛车场一览	16

图表 25: 公司管理和运营车队——NI0333 FE 车队.....	17
图表 26: 公司部分合作品牌	17
图表 27: 公司赛车赛事业务营业收入（单位：百万）	17
图表 28: 公司赛车赛事业务毛利率（单位：%）	17
图表 29: 公司非公开发行募投项目情况	18
图表 30: Xracing（汽车跨界赛）项目经济效益测算（单位：万）	19
图表 31: 赛卡联盟连锁场馆项目经济效益测算（单位：万）	19
图表 32: 精英系列赛项目经济效益测算（单位：万）	20
图表 33: 募投项目经济效益测算	20
图表 34: 国内 TOP 运动健身 APP 对比.....	21
图表 35: 悦动天下财务数据（单位：万）	21
图表 36: 悦动天下业绩承诺（单位：万）	21
图表 37: 运动银行——全民运动激励平台	22
图表 38: 政策支持“运动银行”制度	23
图表 39: 天津“运动银行”落地	23
图表 40: 运动健身领域的“拼多多”打法	23
图表 41: 公司“运动银行”业务变现模式一览	24
图表 42: 运动银行全民健身大数据指挥舱	24
图表 43: 悦动圈 AI 体育中考	24
图表 44: 悦动圈商城卡币兑换	25
图表 45: 水滴“公益导流，保险变现”	25
图表 46: 公司盈利测算主要假设	26
图表 47: 可比公司盈利及估值一览	26

1. 公司简介

1.1. 发展历程：赛车龙头重新启航，驰骋全民健身蓝海

公司成立于 2002 年，传统主业是以赛事运营及服务为核心、赛车场馆经营、赛车队经营及运营服务为载体、赛车培训等为补充的国内领先汽车运动运营服务商。2021 年的“聘任原阿里体育 COO 余总作为公司总经理”（2021/9）、“参股明星运动 APP 公司悦动天下”（2021/12），标志着公司全面布局全民健身数字化服务。

图表 1：公司发展历程——从赛车赛事到全民健身



资料来源：Choice，东方财富证券研究所绘制

公司将以“悦动圈”为载体，通过“运动积分兑换激励模式”搭建全民健身数字化平台——“运动银行”。商业模式方面，对于 B 端，公司为政府、学校等机构提供体育大数据、赛事与培训 IP 以及 AI 体育课等服务；对于 C 端，积分兑换本质上是基于 CPS（Cost Per Sales，以实际销售产品数量来计算广告费用）的电商导流业务；此外，公司在未来诸如“运动保险”等变现模式也非常值得期待。

图表 2：公司“运动银行”商业逻辑

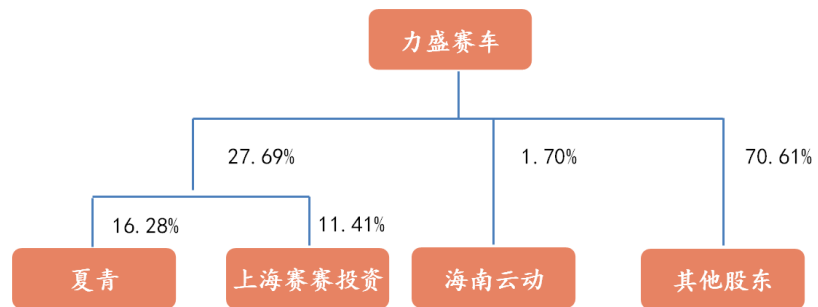


资料来源：东方财富证券研究所绘制

1.2. 股权及管理：原阿里体育 COO 掌舵，原 QQ 游戏大厅负责人助力

公司股权结构分散，机构持股比例低。截至 2021 年第三季度，公司前十大股东持股 43.02%，股权结构分散。其中公司实际控制人夏总持股 27.69%（直接持股 16.28%、通过上海赛赛投资有限公司间接持股 11.41%）；公司总经理余总持股 1.70%（通过海南云动加体育科技投资合伙企业间接持股 1.0%）。

图表 3：公司股权结构分散



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

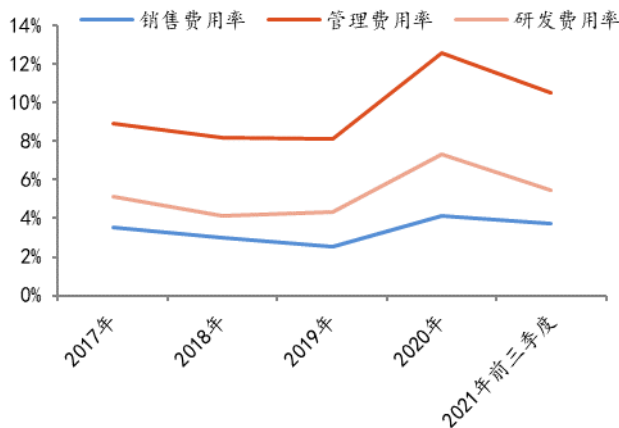
公司管理层及参股公司创始人具有丰富的赛事运营、全民体育以及互联网产品经验，合理激励推动管理层协力共赢：

- **夏青**：公司董事长，深耕赛车领域。自 2000 年 8 月至 2011 年 11 月，任上海赛赛赛车俱乐部有限公司董事长；自 2002 年 10 月至 2011 年 10 月任上海天马山赛车场有限公司董事长；自 2012 年 8 月至今任上海力盛赛车文化股份有限公司董事长，同时担任中国汽车摩托车运动联合会副主席、上海市汽车摩托车运动协会会长等社会职务。
- **余星宇**：公司总经理，原阿里体育 COO（首席运营官），复旦大学媒介管理博士，致力于“互联网+体育”产业发展研究与管理。曾任中国天翼视讯传媒有限公司总编辑、百视通新媒体高级副总裁等；自 2015 年 8 月至 2020 年 7 月任阿里体育创始人、首席运用官；自 2021 年 9 月至今任上海力盛赛车文化股份有限公司总经理。**作为公司全民健身业务的掌舵人，余总具有丰富的实践经验和产业资源。**除上文所述持股外，余总获授 590 万份股票期权，行权价格 13.69 元，良好的激励制度有助于新业务快速发展。
- **胡茂伟**：参股公司悦动天下创始人，为力盛赛车新业务提供产品和技术支持。曾于腾讯就职，担任 QQ 游戏大厅产品负责人，腾讯第 133 号员工；2014 年成立悦动天下，专注于运动健康生态链软硬件产品开发。悦动圈 APP 是公司全民健身业务的重要载体，**胡总深耕技术和产品领域，与上市公司优势互补。**自公司参股悦动天下后，力盛赛车持股 25.0%，胡总持股 24.2%，其他投资机构包括腾讯、小米等；我们认为二者不仅是参股关系，而是基于业务的深度战略合作，实现互惠共赢。

1.3. 财务表现：疫情影响传统主业收入，承诺业绩彰显高增信心

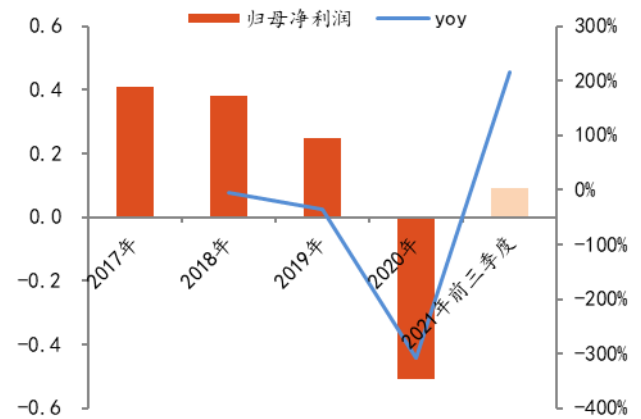
受新冠肺炎疫情影响，公司四大传统业务板块中赛事运营及服务、赛车队经营、赛车场馆经营等业务板块 2020 年上半年未正常开展，自 2020 年下半年至 2021 年开始逐步恢复，但负面影响仍在。2021 年前三季度，公司实现营业收入 1.78 亿，同比增长 46.1%；实现归母净利润 0.09 亿，同比增长 216.7%，各项财务指标在疫情控制后逐步恢复正常。

图表 4：公司营业收入及增速（单位：亿）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

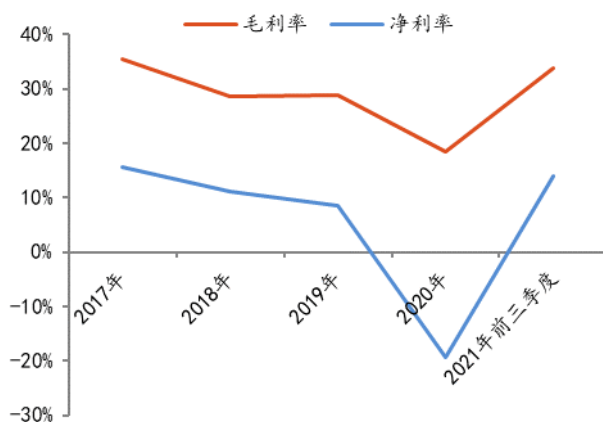
图表 5：公司归母净利润及增速（单位：亿）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

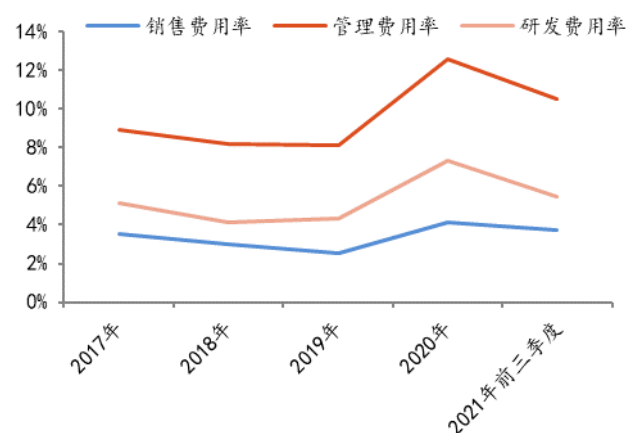
传统业务经营杠杆明显，利润率随收入恢复逐步提升。2021 年前三季度，公司毛利率 33.7%，较去年同期增长 13.6pct；净利率 14.1%，较去年同期增长 13.5pct。费用率出现改善，销售费用率 3.7%，较去年同期下降 1.2pct；管理费用率 10.5%，较去年同期下降 8.2pct；研发费用率 5.4%，较去年同期下降 2.9pct。

图表 6：公司毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 7：公司销售、管理及研发费用率（单位：%）

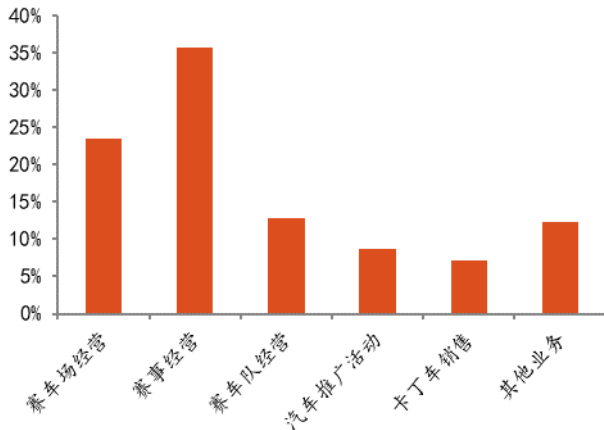


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

传统业务中赛车场经营和赛事经营占比高，受疫情影响较大。以 2020 年

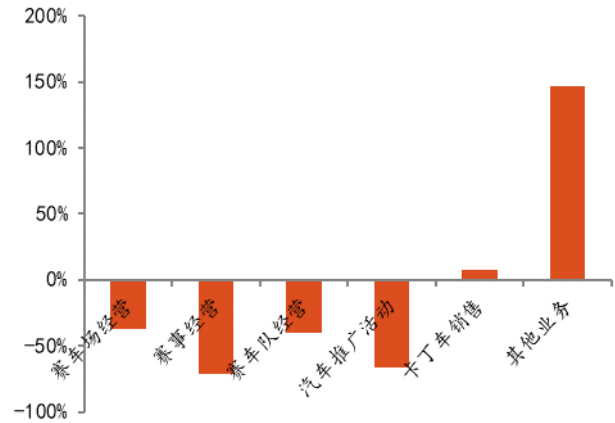
财务数据来看，传统业务中各项业务营收占比：赛车场经营（23.5%）、赛事经营（35.7%）、赛车队经营（12.7%）、汽车推广活动（8.7%）、卡丁车销售（7.1%）、其他业务（12.2%）；各项业务增速：赛车场经营（-36.9%）、赛事经营（-71.2%）、赛车队经营（-40.5%）、汽车推广活动（-66.5%）、卡丁车销售（7.7%）、其他业务（146.5%）。

图表 8：公司各业务营收占比（2020 年）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 9：公司各业务营收增速（2020 年）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

股权激励彰显高增长信心，未来两年营收复合增速超 49%。根据公司 2021 年股票期权激励计划业绩考核要求，2021-2023 年度需满足营业收入或净利润要求（满足下列两条件之一）：营业收入不低于 2.7 亿/4.0 亿/6.0 亿，未来 2 年营业收入复合增速超 49%；净利润不低于 1,000 万/3,000 万/6,000 万，未来 2 年净利润复合增速超 145%。我们认为财务增长主要来自于三方面：1) 疫情控制，2022 年传统业务如赛事运营等逐步复苏；2) “赛卡联盟连锁场馆”等募投项目投入运营（公司预计每年新增收入 2.85 亿，新增净利润 0.40 亿）；3) 运动银行等全民健身新业务逐步开始商业化。

图表 10：公司股权激励业绩考核要求（二选一）

年份	营业收入	净利润
2021 年	不低于 2.7 亿	不低于 1,000 万
2022 年	不低于 4.0 亿	不低于 3,000 万
2023 年	不低于 6.0 亿	不低于 6,000 万

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（净利润是指经审计的归属于上市公司股东的净利润，但剔除本次及其他股权激励计划或员工持股计划的股份支付费用影响的数值为计算依据）

2. 行业概览

2.1. 政策梳理：全民体育日趋重视，社会经济性和素质教育价值凸显

体育产业是国家重点支持方向，我国计划 2035 年成为体育强国。2020 年底，我国人均体育场地面积达到 2.2 平方米，每千人拥有社会体育指导员数超过 1.86 名，经常参加体育锻炼人数比例达到 37.2%。体育产业在国民经济中的地位和作用显著提升，2015—2019 年全国体育产业总规模从 1.71 万亿元跃升至 2.95 万亿元，年均增长率达 14.6%。“十四五”时期，我国体育发展仍然处于重要战略机遇期，机遇和挑战都有新的变化。党的十九届五中全会确定 2035 年建成体育强国的远景目标鼓舞人心，体育在迈向全面建成社会主义现代化强国新征程中的地位更加凸显。

图表 11：近年来国家体育产业政策汇总

政策名称	发文机关	发布时间	主要内容
《进一步促进体育消费的行动计划（2019—2020 年）》	体育总局	2019 年 1 月	全国体育消费总规模达到 1.5 万亿元，人均体育消费支出占消费总支出的比重显著上升，体育消费结构更为合理。
《健康中国行动（2019—2030 年）》	卫健委	2019 年 7 月	到 2022 年和 2030 年，经常参加体育锻炼（每周参加体育锻炼频度 3 次及以上，每次体育锻炼持续时间 30 分钟及以上，每次体育锻炼的运动强度达到中等及以上）人数比例达到 37%及以上和 40%及以上；学校体育场地设施开放率超过 70%和 90%；人均体育场地面积分别达到 1.9m ² 及以上和 2.3 m ² 及以上；城市慢跑步行道绿道的人均长度持续提升；每千人拥有社会体育指导员不少于 1.9 名和 2.3 名；农村行政村体育设施覆盖率基本实现全覆盖和覆盖率 100%。
《全民健身计划（2021—2025）》	国务院	2021 年 7 月	到 2025 年，全民健身公共服务体系更加完善，人民群众体育健身更加便利，健身热情进一步提高，各运动项目参与人数持续提升，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，县、乡镇、行政村三级公共健身设施和社区 15 分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员 2.16 名，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。
《“十四五”体育发展规划》	体育总局	2021 年 10 月	人均体育场地面积达到 2.6 平方米，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，每千人拥有社会体育指导员 2.16 名。体育产业总规模达到 5 万亿元，增加值占国内生产总值比重达到 2%，居民体育消费总规模超过 2.8 万亿元，从业人员超过 800 万。

资料来源：体育总局，卫健委，国务院，东方财富证券研究所

我们以国务院 2021 年 7 月发布的《全民健身计划（2021—2025）》主要任务来分析一下重点人群、发展目标、支持举措和发展方式等。1) **重点人群**：全民健身涉及全部居民，促进青少年、老年人等重点人群健康活动开展；2) **发展方式**：包括开展全国运动会群众赛事活动、完善学校体育教学模式（保障学生每天校内、校外各 1 小时体育活动时间）；3) **支持举措**：新建体育公园、全民健身中心，加大政府购买体育社会组织服务力度，探索建立全国统一的“运动银行”制度和个人运动码；4) **发展目标**：推动体育产业高质量发展，推进体育产业数字化转型。

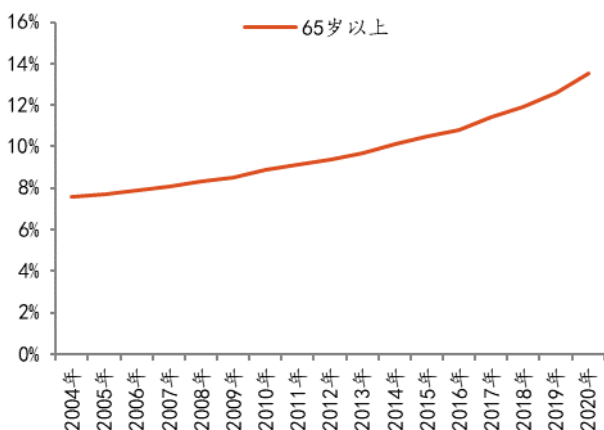
图表 12：全民健身计划（2021-2025 年）主要任务

任务	细则中重点内容
加大全民健身场地设施供给	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
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。
提升科学健身指导服务水平	落实国民体质监测、国家体育锻炼标准和全民健身活动状况调查制度。开设线上科学健身大讲堂。
激发体育社会组织活力	加大政府购买体育社会组织服务力度 ，引导体育社会组织参与承接政府购买全民健身公共服务。
促进重点人群健身活动开展	实施青少年体育活动促进计划 ，推进青少年体育“健康包”工程， 研究推广适合老年人的体育健身休闲项目 ，组织开展适合老年人的赛事活动。
推动体育产业高质量发展	推进体育产业数字化转型 ，鼓励体育企业“上云用数赋智”，推动数据赋能全产业链协同转型。
推进全民健身融合发展	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。
营造全民健身社会氛围	强化全民健身激励， 探索建立全国统一的“运动银行”制度和个人运动码 ， 开发标准统一的科学运动积分体系 ，向国家体育锻炼标准和体育运动水平等级标准达标者颁发证书，鼓励向群众发放体育消费券。

资料来源：国务院，东方财富证券研究所

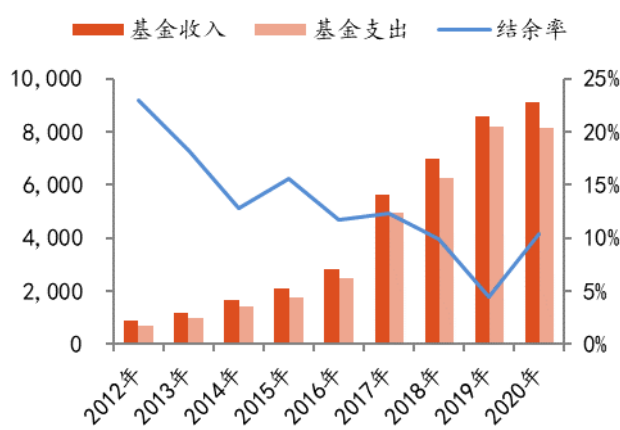
全民健身有助于减轻社（医）保负担。在《社会科学报》的“倡导老年人主动运动减轻社保负担”一文中提到：老年人群中慢性病患者率约为 76-89%，65 岁以上老年人群中同时患有 3 种以上疾病的人群占 31%。研究表明，老年健康问题与运动不足、缺少科学健身指导直接相关。长期坚持体育锻炼、心肺功能保持良好的人，不仅衰老的过程可能推迟 10-20 年甚至更多，而且不同强度体育锻炼对维持和提高老年人的体质健康水平具有积极作用。医疗资源消耗总体以老年人口为主，老年人相应的门急诊费用占总量的 63.2%，住院费用占 52.8%，65 岁及以上老年医疗费用占终身费用的 68.6%。老龄人口及老年慢性病人群的增多，必然会增加国民收入中老年社会保障的支出。美国的一项研究显示：**在运动健身中多投入 1 元钱，就可以在医疗中减少 7-8 元的投入。**通过运动进行预防及主动康复是非常有效、成本低效益高的老年健康促进途径。结合我国人口老龄化趋势和医保压力，全民健身的重要性不言而喻。

图表 13：我国人口老龄化持续加速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 14：我国居民医保基金结余率下降（单位：亿）



资料来源：国家医疗保障局，东方财富证券研究所

双减政策让学生摆脱作业和补课的压力，素质教育走进校园，体育无疑是其中重要的一环。目前已经有多个省市开展美育中考计分，到 2022 年国内力争全覆盖、全面实行美育中考。我们以北上深为例，体育考试的重要性凸显，并且从以往的“形式主义”变成“实用主义”：1) 北京：对于 2021 年的初一新生开启中考体育改革，分数由 30 分提高至 70 分，增加过程性考核，包括体重指数、肺活量等体质健康考核（共 30 分，分三个年级考试）和体育与健康知识考核（共 40 分）。2) 上海：对于 2021 年参加中考学生，分数仍为 30 分，包括日常考核（共 15 分，分三个年级考试）和体育统一考试（共 15 分，分四类科目考试）。3) 深圳：对于 2021 年参加中考学生，分数由 30 分提高至 50 分，包括必考科目与选考科目（共 50 分，二者平均分计）。

图表 15：北上深中考体育现行方案

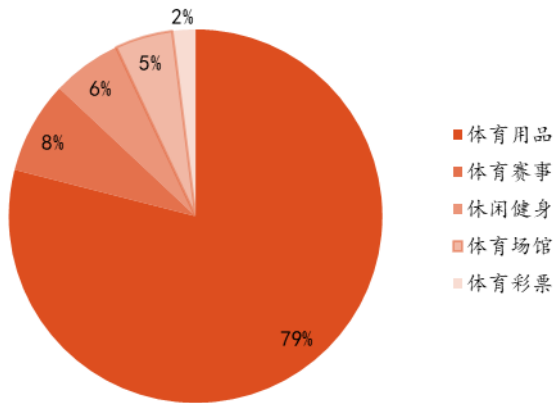
省市	实施年级	成绩	改革方向	考试细则
北京	2021 年初一新生为起点	由 30 分提高至 70 分	增加过程性考核，过程性考核包括体质健康考核和体育与健康知识考核两部分	1) 体质健康考核内容包括体重指数、肺活量、50 米跑、一分钟跳绳等，考核时间是四年级、六年级、八年级的第一学期，共 30 分，每次 10 分；2) 体育与健康知识考核，通过机考完成，考核时间是八年级的第二学期。
上海	2021 年中考学生为起点	15 分日常+15 分统一考试	增加考试项目多样性的同时，不增加学生实际测试项目，控制学生负担	1) 日常考核分数包括《体育与健身》满分 6 分（七、八、九年级各 2 分），《国家学生体质健康标准》满分 9 分（七、八、九年级各 2 分）；2) 体育统一考试包括第一类（6 分）跑步、游泳、跳绳三选一，第二类（3 分）50 米跑、立定跳远等五选一，第三类（3 分）乒乓球、羽毛球等五选一，第四类（3 分）足球、篮球、排球等三选一。
深圳	2021 年中考学生为起点	由 30 分提高至 50 分	继续采取“1+1”模式	1) 必考科目包括 200 米跑、中长跑中选择一项；2) 选考科目包括立定跳远、仰卧起坐、引体向上、运球上篮、游泳等任选一项。

资料来源：教育部，中考网，东方财富证券研究所

2.2. 行业痛点：体育产业化难，精英体育难满足大众需求

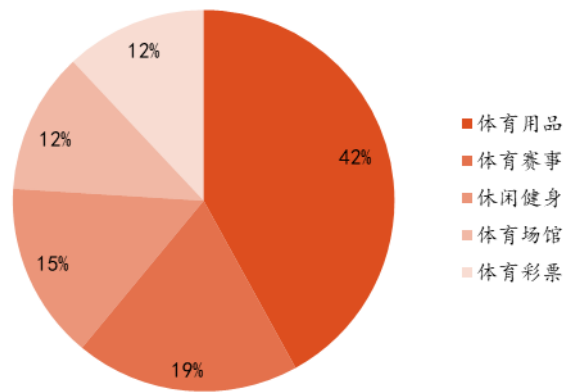
体育总局在《“十四五”体育发展规划》中提到“积极促进体育资源和生产要素向优质企业集中，力争培育 100 家营业收入超过百亿元、品牌知名度高、国际竞争力强、行业带动性大的体育企业”。然而除了安踏、李宁这样的体育用品公司，我们好像很难找到高营收的体育公司？其一，**产业结构不均衡**：根据《中国体育产业发展报告（2016-2017）》数据显示，2014 年中美体育产业结构差异较大，其中体育用品（79% VS 42%），体育赛事（8% VS 19%）、体育健身（6% VS 15%）、体育场馆（5% VS 12%）、体育彩票（2% VS 12%）。中国体育产业呈现基础产业（体育用品、装备行业等）占比相对过高，而体育服务业（体育赛事等）占比相对较低，未来提升空间较大。其二，**体育产业化难**：对于体育用品，商业模式成熟、稳步增长；对于体育赛事，版权费用高企、国内受众有限；对于休闲健身和体育场馆，连锁化比例低，管理难度大。

图表 16：中国体育产业结构（2014 年）



资料来源：中国体育产业发展报告（2016-2017），东方财富证券研究所

图表 17：美国体育产业结构（2014 年）



资料来源：中国体育产业发展报告（2016-2017），东方财富证券研究所

以 A 股体育概念公司为例，普遍营收和利润规模较小，业务也分别聚焦在彩票、器械、版权和赛事管理及运营等业务。其中中体产业以彩票、赛事管理等为主要业务，金陵体育聚焦体育器械，当代文体专注体育版权，而力盛赛车从赛车赛事运营向全民健身发展。商业化上的突破无疑是体育产业发展的关键。

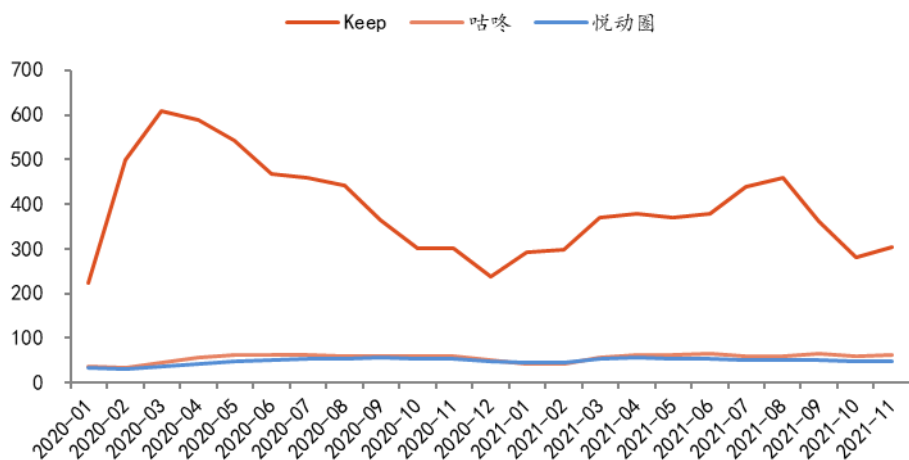
图表 18：A 股体育概念公司体育业务收入及构成

	中体产业	金陵体育	当代文体	力盛赛车
主营业务	彩票、赛事管理、场馆运营等	体育器械	体育版权	赛车赛事运营、全民健身
体育类业务收入	11.8 亿	4.5 亿	6.6 亿	1.8 亿
其中：彩票	64%	-	-	-
体育版权	-	-	81%	-
赛事管理及运营	15%	-	-	40%
体育场馆运营管理	8%	-	-	26%
体育器械	-	100%	-	-
其他	13%	-	19%	34%
归母净利润	0.54 亿	0.30 亿	-19.3 亿	-0.51 亿

资料来源：公司财报，东方财富证券研究所（收入及结构为 2020 年数据）

随着居民健康意识提升，全民运动健身成为大趋势，运动数字化顺势而起。我国运动健身 APP 渗透率相对较低，增长潜力大。根据 Questmobile 数据，截至 2021 年底，头部应用 Keep 日活跃用户仅 300 万左右，咕咚和悦动圈均不足百万。（不包括小程序用户）

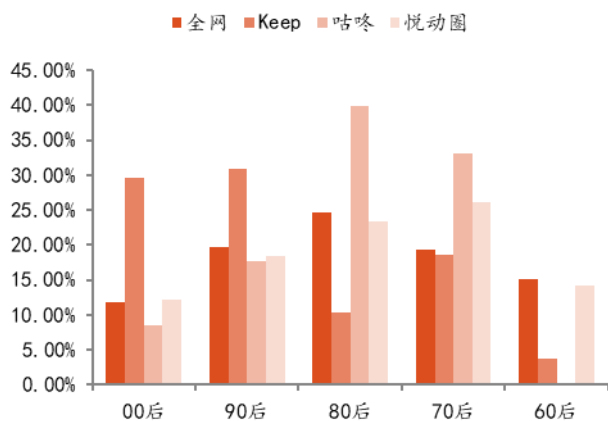
图表 19：运动健身头部 APP 日活跃用户规模（单位：万）



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所

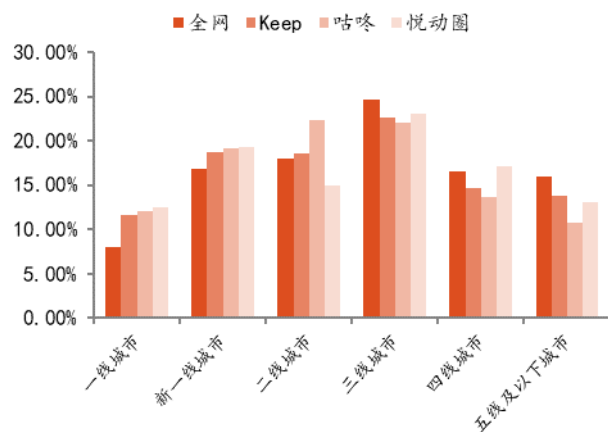
运动数字化需要满足全民需求。从用户年龄分布来看，00 后、90 后、80 后、70 后、60 后，全网分布约 12:19:25:19:15，而 Keep 00 后、90 后占比均超过 30%，咕咚 80 后占比达 40%，悦动圈较为均衡。从用户地域分布来看，一线、新一线、二线、三线、四线、五线及以下，全网分布约 8: 17: 18: 25: 16: 16，Keep、咕咚和运动圈一线及新一线城市占比均在 30%左右，略高于全网平均。运动健身 APP 将越来越全年龄段化、全地域化。

图表 20：运动健身头部 APP 用户年龄分布



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所

图表 21：运动健身头部 APP 用户地域分布



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所

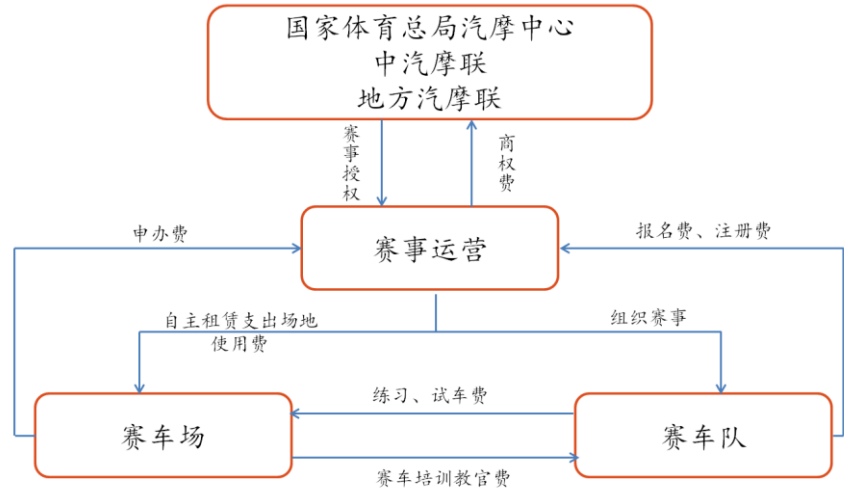
3. 传统主业

3.1. 发展现状：赛事 IP+场馆运营布局，短期疫情影响明显

公司拥有丰富的赛车赛事运营经验，构建“赛事+赛车场+赛车队”运营的

业务体系。2020 年公司赛事运营、赛车场经营、赛车队经营、汽车推动及其他业务占比分别为 35.7%、23.5%、12.7%和 28.1%。其中赛事运营的主要收入来自于比赛收入（包括赞助收入、参赛服务收入、合作赛事收入及门票、转播收入及商品销售收入）等，赛车场的收入来源于租赁场地使用费、赛车队的练习费用等，赛车队的收入来自于组织赛事和商业赞助等。

图表 22：赛车赛事与运营模式



资料来源：东方财富证券研究所绘制

全国性赛事 IP 是公司赛车业务的核心。一方面，公司拥有国内头部赛车赛事独家运营权。公司通过与中汽摩联签订协议，取得中国房车锦标赛、中国卡丁车锦标赛以及华夏赛车三项赛事的商业推广权利，并且与 TCR 国际合作，获得 TCR Chian 的运营权利。其中 CTCC 中国房车锦标赛是中国赛车运动第一品牌，国际汽联唯一支持国家级房车赛事，是被纳入国家体育总局年度比赛计划的 A 类体育赛事，也是公司赛事 IP 的顶流。另一方面，公司自创赛事 IP，全国性与地区性结合。公司创建了 SEC 超耐力赛、天马论驾、力盛超级赛道节等赛事，结合已有的赛车培训体系，为广大汽车运动爱好者和发烧友提供丰富的赛事内容，作为官方赛事的补充。其中天马论驾创办于 2007 年，上海天马赛车场定点赛事，是长三角地区知名赛车文化节庆活动，经过上海市汽车摩托车运动协会批准的，由 STC-上海天马赛车场负责推广、组织和实施的地区性的民间综合赛事活动，也是公司最早的自创赛事之一。

图表 23：公司独家运营及自创赛事

赛事名称	授权方	分站	简介
CTCC 中国房车锦标赛	中汽摩联	8	中国赛车运动第一品牌，国际汽联唯一支持国家级房车赛事，是被纳入国家体育总局年度比赛计划的 A 类体育赛事
CKC 中国卡丁车锦标赛	中汽摩联	6	中国汽联于 1997 年创立的全国卡丁车锦标赛，每年一届，分为 3 个组别进行比赛。首届全国性的卡丁车锦标赛
华夏赛车大奖赛	中汽摩联	4	由国家体育总局、香港特别行政区政府、澳门

特别行政区政府、FIA-国际汽车运动联合会认证支持，中国汽车运动联合会-FASC、香港汽车会-HKA、澳门汽车总会-AAMC、中华台北赛车会-CTMSA 联合主办，旨在打造华人第一赛车品牌

TCR China	TCR 国际	5、6	是在中国举办的世界级系列赛事。TCR 国际系列赛是汽车世界杯的雏形，是世界高端运动轿车的竞技场，是世界房车锦标赛的延伸与发展
SEC 超耐力赛	自创赛事	12+	赛事目前于 FIA 国际汽联注册，同时为国内唯一一项举行夜赛，也是唯一一项举办 12 小时耐力赛的赛事
天马论驾	自创赛事	3	经过上海市汽车摩托车运动协会、江苏省汽车摩托车运动联合会批准的，由上海市松江汽车摩托车运动协会承办的，由 STC-上海天马赛车场负责推广、组织和实施的地区性的民间综合赛事活动
力盛超级赛道节	自创赛事	14	由广东国际赛车场、专业车志和赛道饭联手打造，是一个官方指定的民间赛道节

资料来源：公司财报，公司官网，东方财富证券研究所

公司在赛车场方面有着丰富的层次布局，采取轻资产运营。既有符合 FIA 国际标准的专业赛车场，也有满足试驾和爱好者需求的赛车体验中心和驾驶体验中心，还有满足大众娱乐需求的卡丁车馆。其中株洲国际赛车场按照 FIA 国际 2 级赛道标准打造，上海天马赛车场获得 FIA 国际 4 级赛道认证。

图表 24：公司运营赛车场一览

赛车场	运营时间	赛道全长	面积	简介
上海天马赛车场	2004 年	2.063 公里	12 万平米	长三角地区的国际赛车场之一，国际汽联认证的赛道
北京中汽联赛车场	2015 年	1.78 公里	8.6 万平米	国家体育总局汽车摩托车运动管理培训基地
株洲国际赛车场	2019 年	3.77 公里	52.89 公顷	湖南首家具备国际汽车运动联合会资质的国际赛车场
BMW 驾驶中心	2017 年	-	4.5 万平米	BMW 上海体验中心的重要组成部分，配备了 BMW 全车系和经典的车型
路虎湖州体验中心	2017 年	-	1000 余亩	全系路虎车型体验
力盛赛车体验中心. 武汉	2017 年	1.4 公里	7 万平米	力盛集团全国区域布局的华中首站
赛卡联盟松江体验店	2018 年	400 米	5000 平	力盛赛车旗下赛卡联盟第一家卡丁车运动体验店

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

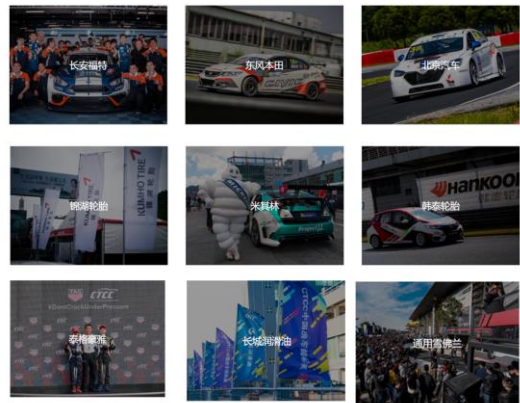
此外，公司传统业务还包括赛车管理和运营，品牌宣传。蔚来 333 FE 车队由公司负责全面管理和运营，蔚来作为冠名赞助商支持，欧洲团队负责研发和技术支持。公司依托于自身丰富的赛事资源、赛车场地以及赛车队，为国内主要汽车厂商及汽车零部件相关品牌提供从活动策划、创意策划到执行管理的“一站式”营销服务。

图表 25：公司管理和运营车队——NI0333 FE 车队



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

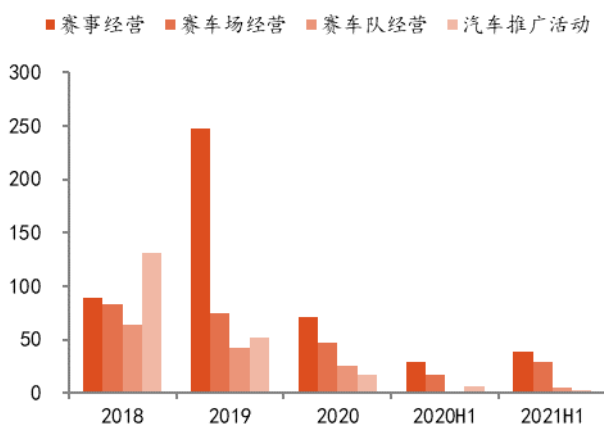
图表 26：公司部分合作品牌



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

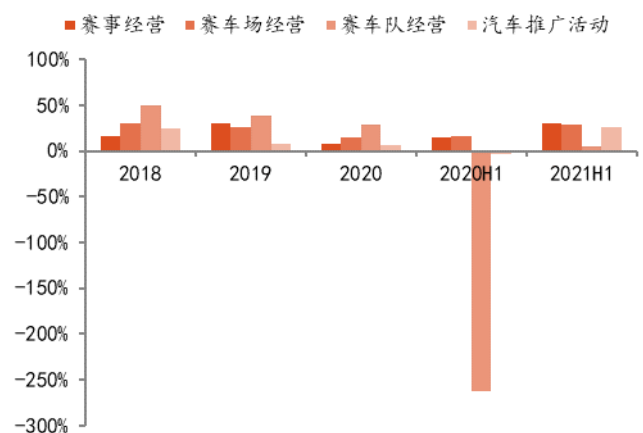
新冠肺炎疫情影响线下赛事，收入和利润率双双承压，2021 年恢复至正常水平的 50%-60%。受全球新冠肺炎疫情影响，公司运营的国际赛事 2020 年后三个季度均停赛，国内房车锦标赛直到 2020 年 8 月份才开始举办，但赛事规模和观众人数方面都受到较大限制，导致 2020 年公司赛车赛事业务收入仅为 2019 年的 40%左右。并且由于经营杠杆明显，公司毛利率也出现较大幅度下降。2021 年赛事逐步恢复，但赛事规模和观众人数方面仍受到较大影响，2021 年上半年比 2020 年上半年传统赛车业务同比增长接近 50%，但仍未达到疫情前水平，约为 50%-60%。我们预计随着新冠肺炎疫情影响减弱，2022 年公司传统业务有望回归疫情前水平。

图表 27：公司赛车赛事业务营业收入（单位：百万）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 28：公司赛车赛事业务毛利率（单位：%）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

3.2. 未来布局：定增加码“竞技+娱乐”，积极布局 C 端市场

2021 年 8 月，公司非公开发行募资 3.9 亿（共 3360 万股，发行价格 11.62

元/股），拟投入 Xracing（汽车跨界赛）项目、赛卡联盟连锁场馆项目、精英系列赛项目等。公司现有业务主要聚焦于 B 端客户市场，客户主要为汽车厂商或者与汽车行业有着较强关联的企业。近年来，公司顺应我国汽车运动向平民化、大众化发展的趋势，通过探索打造“竞技+娱乐”全新品类的汽车运动赛事、开设卡丁车场馆等方式积极针对 C 端客户市场进行布局。1) 通过打造“竞技+娱乐”全新品类的 Xracing 赛事，向公众普及汽车运动，提升公众参与度，在深化公司 C 端市场开拓的同时巩固和提升公司行业地位。2) 赛卡联盟连锁场馆项目的战略目标在于树立公司在卡丁车运动领域的品牌形象，并且让卡丁车运动成为易获取的“亲民”运动，向社会输出汽车运动文化，从而为公司的其他业务培养客户基础。3) 精英系列赛项目的实施将强化公司在赛车培训领域的布局，为汽车运动行业培养大量的初级赛车运动员，此外，通过举办基础性比赛满足汽车运动爱好者亲身体会赛车运动的需求，增强公司各业务条线间的协同效应。

图表 29：公司非公开发行募投项目情况

项目	投入总额	简介
Xracing（汽车跨界赛）项目	9,012 万	赛事内容丰富，融合竞赛、演艺、音乐、美食等元素更具观赏性且参与门槛低，受众面较广，符合国内一般消费者的消费习惯 C 端客户门票收入占比较高。
赛卡联盟连锁场馆项目	19,736 万	赛卡联盟连锁场馆项目拟开设在全国一二线城市商业综合体、城区工商业厂房等场所内，并且拟采用电动卡丁车。本项目将改变现有卡丁车馆单一的运营模式，建立玩家社群，打造全国性卡丁车运动娱乐生态体系。
精英系列赛项目	2,455 万	赛照培训和一年 5 站的基础性赛事，参与门槛较低，更好地满足汽车运动爱好者接受培训并参与比赛的需求。
补充流动资金项目	13,000 万	

资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

公司在《非公开发行股票申请文件反馈的回复》中对募投项目的经济效益进行了测算。Xracing（汽车跨界赛）项目总投资 0.90 亿，建设期 12 个月，计算期（不含建设期）为 5 年。项目收入主要来自：申办费（举办地申办费，每年每站 220 万）、指定合作（轮胎品牌、油品等赞助，每年每站 35 万）、赛事赞助（赛事总冠名，每年 1000 万；战略合作，每站 120 万；区域合作，每站 80 万）、参赛服务（厂商车队注册费 150 万/年，厂商推广费 200 万/年/队）、车队服务（超级组赛车使用费 648 万，中国组赛车使用费 432 万）、观众服务（普通门票 100 元/天，观众人数 2.5 万/天）等。公司预计达成后第一年项目收入 4282 万，毛利率-5.3%，净利润率-13.9%；稳定期后收入 8665 万，毛利率 28.1%，净利润率 19.9%。

图表 30: Xracing（汽车跨界赛）项目经济效益测算（单位：万）

	T+12	T+24	T+36	T+48
赛事站数	4	5	5	5
申办费	440	1,100	1,100	1,100
单一指定合作	32	175	175	175
赛事赞助	1,080	1,700	2,000	2,000
参赛服务	350	600	600	850
车队服务	1,080	1,080	1,080	1,080
观众服务	1,020	1,980	2,460	3,010
资源售卖	280	375	400	450
营业收入	4,282	7,010	7,815	8,665
毛利率	-5.3%	21.4%	28.2%	28.1%
净利润率	-13.9%	14.6%	19.6%	19.9%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（非公开发行股票申请文件反馈的回复）

赛卡联盟连锁场馆项目总投入 1.97 亿，建设期 36 个月，计划建设运营 40 家卡丁车运动馆，计算期（不含首批场馆建设期）7 年。项目收入主要来自：商业租场（机关及企事业单位团建活动，单店 80 万/年）、散客业务（一节 7 分钟，每人 105 元/节，每店每天约 100 人次）等。公司预计达成后第一年项目收入 4633 万，毛利率 22.7%，净利润率 11.5%；稳定期后收入 1.85 亿，毛利率 23.5%，净利润率 12.1%。

图表 31: 赛卡联盟连锁场馆项目经济效益测算（单位：万）

	T+12	T+24	T+36	T+48
达产门店数量	10	25	40	40
商业租场	755	1,887	3,019	3,019
散客业务	3,615	9,039	14,462	14,462
餐饮娱乐业务	75	189	302	302
赛事用品销售	75	189	302	302
卡丁车培训	113	283	453	453
营业收入	4,633	11,587	18,538	18,538
毛利率	22.7%	23.5%	23.5%	23.5%
净利润率	11.5%	12.1%	12.1%	12.1%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（非公开发行股票申请文件反馈的回复）

精英系列赛项目总投入 2455 万，建设期 12 个月，计算期（不含建设期）5 年。项目收入主要来自：培训报名费（4 个培训基地开办 12 期 16 人制的培训班，每场培训班报名费 1.68 万元）、赛事报名费（4 个培训基地内每年举办 5 场精英系列赛，3 万/场，每年 25 人次报名）等。公司预计达成后项目收入 1290 万，毛利率 36.4%，净利润率 20.3%。

图表 32：精英系列赛项目经济效益测算（单位：万）

	T+12	T+24	T+36	T+48
培训报名费	1,290	1,290	1,290	1,290
赛事报名费	375	375	375	375
装备用品	100	100	100	100
赛事赞助	100	100	100	100
配件	40	40	40	40
营业收入	1,905	1,905	1,905	1,905
毛利率	36.4%	36.4%	36.4%	36.4%
净利润率	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（非公开发行股票申请文件反馈的回复）

综合 Xracing（汽车跨界赛）项目、赛卡联盟连锁场馆项目、精英系列赛项目经济效益预测。我们预计项目建设期后 1-4 年营业收入 1.08 亿/2.05 亿/2.83 亿/2.91 亿，净利润 326 万/2814 万/4160 万/4358 万。布局 C 端业务，有望提升传统业务规模和盈利。

图表 33：募投项目经济效益测算

单位：万	T+12	T+24	T+36	T+48
营业收入	10,820	20,502	28,258	29,108
营业成本	9,300	15,587	21,013	21,630
毛利	1,520	4,915	7,245	7,478
毛利率	14.1%	24.0%	25.6%	25.7%
净利润	326	2,814	4,160	4,358
净利率	3.0%	13.7%	14.7%	15.0%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（非公开发行股票申请文件反馈的回复）

4. 新型业务

4.1. 商业模式：参股悦动天下深度合作，运动银行整合数据与用户

2021 年 12 月，公司斥资 1.77 亿参股悦动天下，持股 25%；以悦动圈 APP 为数据载体搭建“运动银行”，开拓全民健身业务。悦动天下旗下悦动圈 APP 是国内 TOP 运动健身 APP，集计步、跑步、健身、骑行及社交于一体，用户数仅次于 Keep 和咕咚。与 Keep 和咕咚相比之下，悦动圈的用户结构（年龄和地域）更均衡，Keep 聚焦 90 后、00 后的一二线用户，咕咚优势在 80 后的三线用户。此外，商业化一直是运动健身 APP 的痛点，Keep 和咕咚选择体育商品、会员服务作为变现手段，而悦动圈通过 AI 运动 SaaS 服务模式，与地方企事业单位达成年度企业服务合作、与腾讯教育联合推进学校体育服务，实现 B 端和

G 端的突破。本次参股是公司和悦动天下基于业务和技术的深度合作（采取业务分成），估值水平显著低于同行水平，进一步加深合作可期。

图表 34：国内 TOP 运动健身 APP 对比

	悦动圈	Keep	咕咚
基础资料			
定位	集计步、跑步、健身、骑行及社交于一体	一站式运动解决方案	软硬件结合运动健康服务商
上线时间	2014 年 5 月	2015 年 4 月	2012 年 10 月
用户特征			
日活跃用户	不足百万	300 万	不足百万
华为商店安装	2 亿	18 亿	3 亿
用户特征	均衡	00 后、一二线	80 后、三线
商业化			
变现模式	广告、电商、赛事等	商品、会员、线下健身等	广告、课程、硬件等
投融资			
轮数及时间	战略投资（2021-12）	F 轮（2021-1）	战略投资（2021-12）
投后估值	7 亿人民币	20 亿美金	5.2 亿美金
投资方	力盛赛车、腾讯等	腾讯、高盛、GGV	深创投、软银中国等

资料来源：Questmobile，华为应用商店，IT 橘子，东方财富证券研究所

公司与悦动天下强强结合，商业化逐步加速。2021 年前三季度，悦动天下实现收入 2,694 万，净利润 809 万，经营性现金流净额-884 万。经双方协议，悦动天下在业绩承诺期（即 2022-2024 年度）净利润（以扣除非经常性损益前后孰低者为准）分别不低于 1,850 万元、2,850 万元、5,300 万元。

图表 35：悦动天下财务数据（单位：万）

	2020 年 12 月 31 日	2021 年 9 月 30 日
营业收入	3,842	2,694
营业利润	-120	820
净利润	-153	809
经营性现金流净额	-62	-884

资料来源：公司财报，东方财富证券研究所（《关于购买悦动天下部分股份的公告》）

图表 36：悦动天下业绩承诺（单位：万）

	2022 年度	2023 年度	2024 年度
净利润	1,850	2,850	5,300

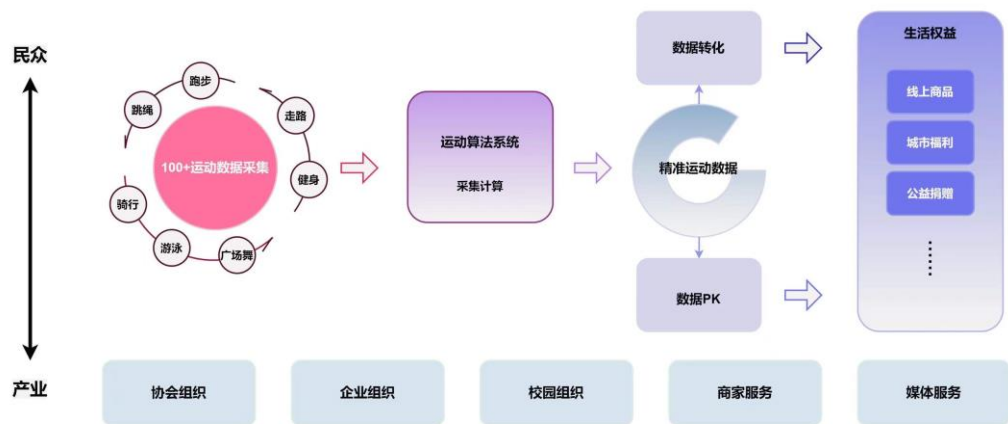
资料来源：公司财报，东方财富证券研究所（《关于购买悦动天下部分股份的公告》）

“运动银行”是公司全民健身业务的核心，公司总经理余总是“运动银行”概念的发起人，并最早在阿里体系得以实践，受到社会各界广泛认可。在国务院印发的《全民健身计划（2021-2025 年）》中提到“强化全民健身激励，探索

建立全国统一的“运动银行”制度和个人运动码，开发标准统一的科学运动积分体系，向国家体育锻炼标准和体育运动水平等级标准达标者颁发证书，鼓励向群众发放体育消费券”，足见对“运动银行”的重视程度。

“运动银行”旨在激励全民健身的参与度、持续度，使市民越运动越健康、促进共同富裕。利用智能技术手段，对市民的运动行为进行数据采集、存储，为市民开设“运动账户”、提供“线上赛事”服务，并通过权益平台实现行业产业资源整合、为市民实现运动激励。对于政府，“运动银行”推进全民健身政策，通过权益有效引导运动，深度挖掘体育消费；对于市民，实现运动激励，运动形式多样化；对于企业，帮助政府落实推进全民健身政策，企业运动化举办；对于学校，数字化体育助力学生体育锻炼。

图表 37：运动银行——全民运动激励平台



资料来源：东方财富证券研究所绘制

4.2. 用户增长：乘全民体育之风，社交与激励并行

正如在“行业概览”章节中所说，运动健身应用的一大难点是用户数量和黏性。健身行业“入门容易留存难，买量容易变现难”。以Keep为例，自2015年以来累计融资额超过6亿美金，持续买量，用户总量约3亿，日活跃用户超600万（公司披露，非Questmobile口径），足见增长瓶颈。毫无疑问，对于健身课程，一二线城市、90后是最具有商业价值的；但对于全民健身来说，青少年和老年的社会价值更大。公司采取“2G/2B”的获客模式，规避重投入的买量模式，“农村”包围城市，从青少年和中老年出发，开拓崭新的全民健身增长之路。

“运动银行”乘政策东风。公司陆续与各地方签约，共同打造“运动银行”。2022年1月，悦动天下和天津健康产业国际合作示范区管委会将共同推进天津全民健身智慧化平台（即“天津运动银行”）在天津全市范围内的落地和推广，促进天津运动银行样板打造，推动天津全民健身发展数字化升级。双方还将携手聚焦天津体育教育发展，在全市范围内积极推动AI体育课，促进天津体教融合数字化升级。同时，也将积极为天津引入国内外知名体育IP赛事和IP资源。

图表 38：政策支持“运动银行”制度

（九）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。加大体育传统特色学校、各级各类体校和高校高水平运动队建设力度，大力培养体育教师和教练员队伍。规范青少年体育社会组织建设，鼓励支持青少年体育俱乐部发展。

推动体卫融合。探索建立体育和卫生健康等部门协同、全社会共同参与的运动促进健康模式。推动体卫融合服务机构向基层覆盖延伸，支持在社区医疗卫生机构中设立科学健身门诊。推进体卫融合理论、科技和实践创新，推广常见慢性病运动干预项目和方法。推广体卫融合发展典型经验。

促进体旅融合。通过普及推广冰雪、山地户外、航空、水上、马拉松、自行车、汽车摩托车等户外运动项目，建设完善相关设施，拓展体育旅游产品和服务供给。打造一批有影响力的体育旅游精品线路、精品赛事和示范基地，引导国家体育旅游示范区建设，助力乡村振兴。

（十）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。强化全民健身激励，探索建立全国统一的“运动银行”制度和科学运动积分体系，向国家体育锻炼标准达标者和体育消费水平等级标准达标者颁发证书，鼓励向群众发放体育消费券。开展全民运动健身模范市和模范县（市、区）创建。加强全民健身国际交流，与共建“一带一路”国家共同举办全民健身赛事活动，推动武术、龙舟、围棋、健身气功等中华传统体育项目“走出去”，鼓励支持各地与国外友好城市进行全民健身交流。

资料来源：《全民健身计划（2021—2025年）》，东方财富证券研究所

图表 39：天津“运动银行”落地

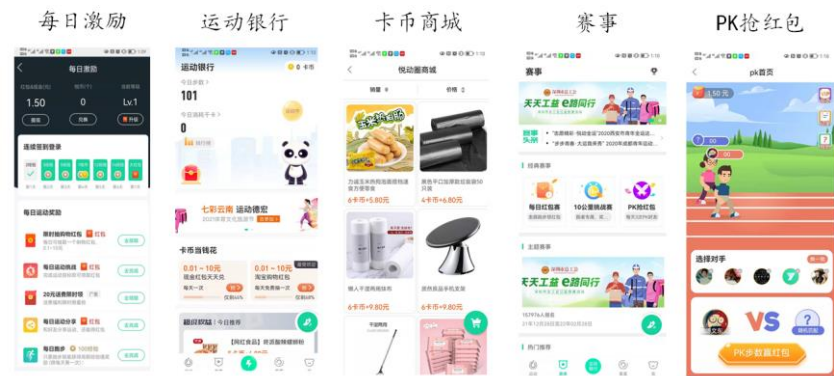


近日，力盛赛车参股企业深圳市悦动天下科技有限公司（以下简称“悦动天下”）与天津健康产业国际合作示范区管委会签署战略合作框架协议，双方将秉持“平等协商、合作共赢、资源共享、优势互补”的原则，充分发挥各自优势，在推动天津市全民健身、数字体育、体育教育等方面，开展长期、稳定、紧密的深度合作。同时，这也意味着，悦动天下华北运营总部落地天津，以数字体育辐射北方各省市。

资料来源：公司公众号，东方财富证券研究所

运动健身非常需要自律，也非常难以保持，“运动银行”通过每日激励、积分兑换、社交赛事等方式提升用户的参与度和黏性。1) 每日激励：连续签到登录领红包、邀请好友获得红包和“悦币”。用户还可以参加习惯养成赛，报名需要缴纳一定金额的保证金，每日完成运动目标即可拿回全部本金，并平分失败者的剩余本金。2) 运动银行：记录每天运动情况，并获得卡币。3) 卡币商城：通过卡币兑换商品，可以获得相当折扣，激励用户运动健身获得卡币。4) 赛事：联合地方政府、体育局组织全民赛事。

图表 40：运动健身领域的“拼多多”打法



资料来源：悦动圈，东方财富证券研究所

4.3. 商业化：前期 2G/2B 提供 SaaS 服务，中后期 C 端变现可期

运动健身应用的另一大难点就是变现。以健身商品、会员服务变现服务过重，众多健身应用尚难实现盈亏平衡。公司“运动银行”的商业化从 B 端出发，

再逐步向 C 端渗透，具有较强的可实现性。对于 B 端，为政府、学校等机构提供体育大数据、赛事与培训 IP 以及 AI 体育课等服务；对于 C 端，积分兑换本质上是基于 CPS（Cost Per Sales，以实际销售产品数量来计算广告费用）的电商导流业务；未来诸如“运动保险”等变现模式也非常值得期待。

图表 41：公司“运动银行”业务变现模式一览

变现类型	客户类型	提供服务	收费模式	进展
2B	地方政府、体育部门	体育大数据	SaaS 年费	天津等省市
	学校	评测工具+智能硬件	硬件采购+年费	山东大学等高校、深圳市罗湖区教育科学研究等
2C	商家	流量入口	CPS（按 GMV 抽佣）	覆盖户外健身、休闲食品等品类
	保险公司等	流量入口	广告费等	尚未开展

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

针对 2G/2B 业务：既可以借助地方政府、企事业单位和学校推广“运动银行”，又可以提供类 SaaS 服务和软硬件实现商业化。1) 全民健身大数据指挥舱：可以实时了解全民健身数据、纵览运动人群行为数据、运动场馆使用情况实时监测。通过数据分析，直观了解地区市民的体育行为和习惯，在设施及场馆的管理上符合市民需求，为当地市民提供更好的公共体育服务。2) AI 智慧运动健康：超过 70 项 AI 全动作识别、实时智能纠错系统、不断升级的防作弊体系。“记录工具+赛事系统+评测工具+作业系统+智能硬件”五位一体产品，实现以学生体质健康提升为核心，科学全面的锻炼方案，彻底解决了校内学生运动的有效闭环，从而实现校园体育“教会”、“勤练”、“常赛”、“评测”的目的。

图表 42：运动银行全民健身大数据指挥舱



资料来源：悦动天下，东方财富证券研究所

图表 43：悦动圈 AI 体育中考

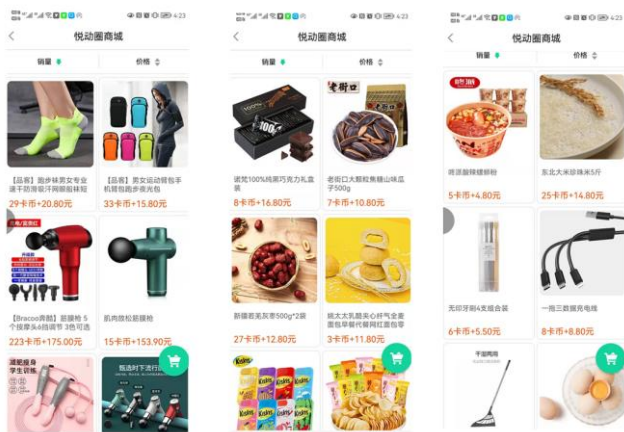


资料来源：悦动天下，东方财富证券研究所

针对 2C 业务：随着用户数增长，C 端的变现潜力提升，既包括通过“运动银行”积分兑换实现电商导流，也包括未来拓展到运动保险等领域。1) 悦动

商城卡币兑换：用户可以通过运动获得卡币，并通过“卡币+现金”的方式购买商品，由于悦动圈 APP 汇集大量用户，用户购买商品时可以获得较大折扣，从而吸引用户运动。此外，地方政府还可以定向提供地方特产等。2) **运动保险：**流量变现应该与场景相匹配才能实现价值的最大化，运动意外险等产品非常适合运动健身类 APP，可能成为未来 C 端变现的重要方式之一。我们可以看到像水滴筹这样的产品，也是采取“公益导流，保险变现”的模式。

图表 44：悦动圈商城卡币兑换



资料来源：悦动圈，东方财富证券研究所

图表 45：水滴“公益导流，保险变现”



资料来源：水滴保，东方财富证券研究所

综合来看，前期 2G/2B 提供 SaaS 服务，中后期 C 端变现，具有非常强的可实现性。相比于其他运动健身 APP 来说，降低用户增长投入，又多元化商业化变现路径，公司有望探索出“全民健身”的新模式。

5. 投资建议

5.1. 盈利预测：传统业务逐步恢复，募投业务贡献增长

我们的盈利预测基于如下假设：

由于“运动银行”业务于 2022 年开始有财务数据，定价情况、与悦动天下分成情况等暂不可知，故此处预测暂不考虑新业务影响。我们预计 2021-2023 年收入增速 37.4%/53.3%/45.9%，其中赛车赛事业务收入增速 30.0%/51.3%/25.0%（分别达到疫情前即 2019 年收入的 53%/80%/100%）；募投项目（Xracing 项目、赛卡联盟连锁场馆项目、精英系列赛项目）收入 0/27/132 百万（假设 2022 年 10 月份各业务建设期结束，开始正式营业，数据参考“图表 33”）；其他业务（主要为防疫物资销售）收入增速 100.0%/0.0%/0.0%。

随着线下活动正常化，我们预计赛车赛事业务毛利率逐步恢复到疫情前水平。我们预计 2021-2023 年综合毛利率 31.3%/29.0%/28.2%，其中赛车赛事业务毛利率 27.1%/27.1%/28.8%；募投项目毛利率-14.1%/17.9%；其他业务毛利率 55.0%/55.0%/55.0%。

随着业务收入增长，预计各项费用率小幅改善。我们预计 2021-2023 年销售费用率 4.0%/2.5%/2.0%，管理费用率 10.5%/8.0%/6.0%，研发费用率 5.5%/4.3%/3.3%。

图表 46：公司盈利测算主要假设（单位：百万）

单位：百万	2020	2021E	2022E	2023E
赛车赛事业务	179	233	352	440
yoy	-59.3%	30.0%	40.5%	25.0%
毛利率	14.5%	27.1%	27.1%	28.8%
募投项目			27	132
yoy				389.5%
毛利率			14.1%	17.9%
其他业务	21	42	42	42
yoy		100.0%	0.0%	0.0%
毛利率	52.6%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	200	275	421	615
yoy	-54.5%	37.4%	43.9%	45.9%
毛利率	18.5%	31.3%	29.0%	28.2%

资料来源：东方财富证券研究所预测

5.2. 相对估值：选取 A 股体育上市公司作为可比公司

我们从两个方面关注公司未来的发展，分别是传统业务复苏和“运动银行”业务快速成长。基于传统赛车赛事业务，我们预计 2021-2023 年公司收入 2.75/4.21/6.15 亿，归母净利润 0.05/0.33/0.65 亿，每股收益 2021-2023 年分别为 0.03/0.20/0.41 元，PE 对应 502/80/40 倍，谨慎看好，给予“增持”评级。

图表 47：可比公司盈利及估值一览

代码	简称	总市值 (亿人民币)	PE(倍)			股价 (元)	评级
			2020	2021E	2022E		
600158.SH	中体产业	105	218.0	174.5	91.0	10.94	未评级
300651.SZ	金陵体育	43	191.4	-	-	33.5	未评级
600136.SH	当代文体	37	-2.1	31.4	19.2	6.39	未评级
000558.SZ	莱茵体育	47	-50.0	-	-	3.61	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（未评级股票盈利及估值来自 Choice 一致预期，股价截至日期 2022-01-28）

6. 风险提示

传统业务恢复不及预期：2020-2021 年受新冠肺炎疫情影响，公司赛车赛事业务观众减少、赞助减少。若线下恢复不及预期，仍将对公司业务造成负面影响。

新业务拓展不及预期：“运动银行”是公司全民健身业务的核心，需要向各省市、事业单位以及学校开拓，同时贡献新用户和收入。若拓展不及预期，将对公司业务增长造成负面影响。

限售股解禁：2022 年 2 月 21 日，限售股解禁 3361 万股，占总股本的 21.0%。若相关股份解禁后减持比例较大，可能对短期股价造成负面影响。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	299.64	671.79	773.47	927.42
货币资金	112.23	360.53	370.80	405.41
应收及预付	104.62	94.18	145.34	212.52
存货	47.06	51.71	81.94	120.85
其他流动资产	35.72	165.36	175.39	188.64
非流动资产	293.81	291.47	291.47	291.47
长期股权投资	1.03	1.03	1.03	1.03
固定资产	102.79	102.79	102.79	102.79
在建工程	3.26	3.26	3.26	3.26
无形资产	18.20	18.20	18.20	18.20
其他长期资产	168.53	166.19	166.19	166.19
资产总计	593.45	963.26	1064.94	1218.89
流动负债	157.78	107.07	154.54	215.70
短期借款	38.05	0.00	0.00	0.00
应付及预收	48.36	25.85	40.97	60.42
其他流动负债	71.38	81.22	113.58	155.27
非流动负债	4.46	4.46	4.46	4.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4.46	4.46	4.46	4.46
负债合计	162.24	111.53	159.01	220.16
实收资本	126.32	159.93	159.93	159.93
资本公积	107.83	464.72	464.72	464.72
留存收益	158.82	181.02	213.55	278.50
归属母公司股东权益	354.36	767.07	799.59	864.55
少数股东权益	76.85	84.66	106.34	134.18
负债和股东权益	593.45	963.26	1064.94	1218.89

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	200.10	274.88	421.32	614.71
营业成本	163.15	188.74	299.07	441.09
税金及附加	0.87	1.19	1.83	2.67
销售费用	8.20	11.00	10.53	12.29
管理费用	25.16	28.86	33.71	36.88
研发费用	14.61	15.12	18.12	20.29
财务费用	-1.04	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-23.96	-10.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.15	0.00	4.63	7.13
资产处置收益	1.79	0.00	0.00	0.00
其他收益	7.45	3.30	5.06	7.38
营业利润	-41.23	16.27	67.76	116.00
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	-41.92	16.27	67.76	116.00
所得税	-3.01	3.25	13.55	23.20
净利润	-38.91	13.02	54.21	92.80
少数股东损益	12.07	7.81	21.68	27.84
归属母公司净利润	-50.98	5.21	32.52	64.96
EBITDA	12.22	8.46	46.07	88.16

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	71.92	25.21	5.63	27.48
净利润	-38.91	13.02	54.21	92.80
折旧摊销	19.58	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	59.89	-4.81	-43.94	-58.18
其它	31.38	17.00	-4.63	-7.13
投资活动现金流	-14.22	-129.36	4.63	7.13
资本支出	-24.64	0.00	0.00	0.00
投资变动	-8.86	-131.70	0.00	0.00
其他	19.28	2.34	4.63	7.13
筹资活动现金流	-65.02	352.45	0.00	0.00
银行借款	47.00	-38.05	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	390.50	0.00	0.00
其他	-112.02	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-6.53	248.30	10.26	34.61
期初现金余额	118.44	112.23	360.53	370.80
期末现金余额	111.91	360.53	370.80	405.41

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-54.54%	37.38%	53.27%	45.90%
营业利润增长	-184.04%	139.46%	316.41%	71.19%
归属母公司净利润增长	-307.87%	110.21%	524.61%	99.73%
获利能力 (%)				
毛利率	18.46%	31.34%	29.02%	28.24%
净利率	-19.45%	4.74%	12.87%	15.10%
ROE	-14.39%	0.68%	4.07%	7.51%
ROIC	-1.38%	0.77%	3.96%	6.89%
偿债能力				
资产负债率 (%)	27.34%	11.58%	14.93%	18.06%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.90	6.27	5.00	4.30
速动比率	1.56	5.61	4.27	3.53
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.29	0.40	0.50
应收账款周转率	2.03	3.65	3.65	3.65
存货周转率	4.25	5.32	5.14	5.09
每股指标 (元)				
每股收益	-0.41	0.03	0.20	0.41
每股经营现金流	0.45	0.16	0.04	0.17
每股净资产	2.22	4.80	5.00	5.41
估值比率				
P/E	—	502.17	80.40	40.25
P/B	4.82	3.41	3.27	3.02
EV/EBITDA	106.42	269.38	49.25	25.35

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。