



室内运动服饰领导者，打造运动健康生态圈

中信证券研究部

2015年4月24日

鞠兴海

电话: 021-20262106

邮件: juxh@citics.com

执业证书编号: S1010510120059

薛缘

电话: 021-20262134

邮件: xueyuan@citics.com

执业证书编号: S1010514080007

事项

2015年4月23日，我们邀请浩沙国际执行董事赵焰先生和财务总监黎浩文先生，召开投资者电话会议，主要介绍公司经营情况及发展战略，具体纪要如下：

公司经营情况介绍

浩沙最初从上世纪80年代做健美裤起家，90年代起陆续推出泳装、健身瑜伽服饰、运动内衣系列，之后专注于这三条产品线，且在细分市场占有率均稳居第一。1998年在推广瑜伽健身服饰时开始经营浩沙健身房（此块业务目前不包含在上市公司内，上市公司主要为服饰板块）。

公司目前拥有两大品牌：1.浩沙，中高端，定位于25-35岁都市白领；2.水立方，中低端，定位青少年（获得国家游泳中心的独家授权）。

浩沙品牌影响力：1.公司是国际泳联的合作伙伴，也是国内唯一通过国际泳联泳装认证的企业；2.世界品牌实验室评估浩沙品牌价值为35亿元，在健身和游泳类排名第一；3.2014年被评为福布斯中国潜力企业，上市公司类排名第四。

渠道

公司产品品类小而专业，因此渠道种类较多，如：室内运动店、商场专柜、瑜伽健身房专业店、签约教练直销（约600名）、电商及微商城等。目前以商场网点为主（占比约60%），通过全国24家分销商进行销售（分销商进入商场需要公司授权），分销商拿货折扣3.5折。

电商方面，此前公司一直实行线上线下同款同价，没有做完整的产品结构规划，电商及微商城销售占比较低（2014年占比3%）。2015年将开发20%的电商专供款，预计2015年电商占比约为6%-8%，希望未来可达到20%-30%。

市场推广

公司目标用户群体偏小众且较为清晰（健身爱好者、游泳爱好者等），因此市场推广以活动为主，较少做大规模的电视广告，市场推广费用较低（占比约4%）。活动形式包括健身公益活动，健身文化推广活动、健身教育培训，以及和中国设计师协会合作的泳装流行趋势发布、瑜伽健身流行趋势发布等。泳装方面从2014年开始着重赞助国际泳联跳水系列赛、游泳马拉松赛等国际泳联赛事。

研发

公司目前拥有包含北京设计中心，福建技术中心（负责版型、功能技术开发等）、法国合作工作室、日本技术合作工作室、亚洲健身教练培训体系等在内的全球研发体系，研发费用占比约4%。

生产

公司以自产为主（福建晋江、大田两个自有生产厂），另30%产品（内衣常规品类、配件）外包生产。

公司 2014 年财务数据

- ❖ **收入。**2014 年公司实现收入人民币 12.17 亿元，同增 19.1%，总利润 4.05 亿元，同增 11.7%。其中：1.水运动产品（包含浩沙和水立方）占比约 42%，水立方品牌泳装 2013/2014 年销售收入为 0.4/1.4 亿，总收入占比分别为 4.1%/12%，增长迅速；2.健身瑜伽 2014 年收入增长超过 30%，且根据咨询公司调研中国瑜伽健身服饰市场至 2018 年仍将保持约每年 30%的增速。公司认为水运动及瑜伽健身服饰未来仍将是公司业务增长的主要亮点。
- ❖ **毛利率。**公司 2014 年毛利率 52.6%，跟 2013 年 57%的水平相比略有下滑，主要原因为：1.浩沙品牌定位中高端，而新推出水立方品牌定位较低（平均单价 100 多元，毛利率定位 40%），使得整体毛利率有所下降；2.健身瑜伽服中推出带有健身瑜伽风格的外套系列，其用料多、竞争较激烈，毛利率较低。
- ❖ **销售成本。**2014 年总利润率 33.3%，销售成本中原材料成本占比超 70%，费用率维持在 18%：市场推广费用 4%，分销商拓展费用 3%-4%，研发费用 3%-4%。
- ❖ **周转。**公司 2014 年存货周转天数为 102 天，包含两个月的原材料和一个月的产成品；应收款周转天数维持在 80 天左右，和提供给客户的 90 天信用期和以及供应商提供的 90 天信贷期吻合。
- ❖ **分红。**公司上市时承诺年分红率 30%，实际每年分红率均达到 40%，2014 年达到 48%。

公司未来战略规划

现有室内运动服饰业务线

根据公司 2015 年春夏及秋冬两次订货会情况来看，预计服饰业务可维持两位数增长，主要从以下方面重点推进：1.围绕电商渠道开发 20%针对线上销售的深度产品，规模化带来的成本降低可让利给消费者；2.线下加大俱乐部、游泳馆等专业场所的销售占比，此类渠道 2013 年约 70 家，2014 年达到 280 多家，且预计占比将进一步提升；3.商场店减少网点、做大面积，以运动健康生活馆形式开展试点并逐步推广；4.产品结构方面，水立方 2015 年料将有较高增长，瑜伽健身服饰将加强可外穿健美裤品类开发，渗透外穿服饰领域。

毛利率有望止跌或略有上升：1.常规内衣占比将下降；2.瑜伽健身服饰可维持 30%增长；3.泳装继 2014 年拿到国际泳联泳装认证后将加大专业泳装（毛利高）的比例，从而提升毛利水平。

运动健康生态圈

公司将围绕以下 4 条主线推进运动健康生态圈战略：

- ❖ **运动健康社区。**开发健康管理移动 APP，主要目的在于引流，并建立用户、教练、场馆之间的连接，以尝试新的健康服务模式。
- ❖ **数据采集。**开发智能设备：1.智能运动文胸将于 9 月上市，其他智能穿戴设备研发也在进行；2.开发场馆和设备的智能数据采集，功能模型及数据调通将于 8-9 月完成。
- ❖ **用户价值转化。**公司刚成立项目组开发运动健康 O2O 平台，将线上用户需求延伸到线下产品销售和健身服务中。
- ❖ **掌控健身行业上游资源。**教练及课程是健身行业的核心，公司未来将整合国内优秀的健身培训及课程开发机构，以开发教练培训、课程开发、在线健身教育平台等项目。公司

将先在集团层面进行模式的孵化，待模式成熟需扩张时再装入上市公司，以带给投资者实质性的回报。

运动健康生态圈的基础是大数据平台，但围绕其进行需求转化时也需要运动处方、营养处方等解决方案，因此公司也在同步建立浩沙运动健康研究院。

公司希望至 2016 年底运动健康生态圈用户总量达到 300 万-500 万，周活跃达到 30%；2017 年用户数达到 1000 万。

Q&A

Q1：怎样看待公司业务三大细分板块未来的发展前景和业绩增速？

A：我们认为瑜伽健身服饰及泳装业务仍将保持稳定增长：

1.目前健身场馆穿着健身服饰的运动者比例还不小，而随着未来健身运动服饰的普及，瑜伽健身服饰仍有较大的增长空间，如 Lululemon 在北美有十几亿的销售额。

2.泳装销售随着游泳爱好者的增加将保持每年约 10%的稳定增速，体育考试中增加游泳科目也会带动青少年泳衣的销售。

Q2：公司未来两年有无向海外市场扩张的计划？

A：海外市场有贸易商在做，但目前不是发展重点，近期没有海外扩张计划。因为拓展海外市场需要较长的用户培育过程，而国内市场增长空间更大，短期内在国内市场的投入会更有效。

Q3：公司 APP 开发的具体进展如何？

A：目前公司已推出“宅不住”和“嗨客”两款手机应用，但功能仍需完善。

“宅不住”的功能定位是实现运动健身爱好者和运动场馆、教练、活动的连接，目前只做到为用户提供运动场馆位置及活动信息的地图功能（现有用户数 5 万人，周活跃用户 4000-5000 人），后续将加入社交平台和支付系统，预计今年 6-7 月份将推出新版应用。

“嗨客”主要是连接教练和健身爱好者，服务专业渠道销售。

Q4：2016 年底生态圈 300 万-500 万的用户目标是指通过 APP 发展吗？目前集团现有业务有多少用户积累？

A：会通过多种渠道发展用户。公司会推出多款 APP，用大数据系统进行统一管理，并实现线上用户及线下健身俱乐部会员的双向引流。公司并不担心客户量指标的完成，主要的挑战是使客户活跃度达到 20%-30%，这是我们后续将着力解决的问题。

目前俱乐部会员约有 70 万人的历史累积量，在练会员约 20 万，VIP 会员约 20 万。

Q5：介绍下运动健康管理业务的战略？

A：公司生态圈将包括运动健康产品、运动健康服务和运动健康管理三大块，其中运动健康管理主要包括：运动干预、营养干预、心理干预和医疗干预。我们主要是开发运动干预和营养干预，最终的目的还是让客户产生消费行为，有价值转化的过程。医疗干预我们不会参与，因为这方面公司不具备优势。

Q6: 公司未来可能会遇到像 Lululemon 等国外品牌的挑战, 公司的核心竞争力是什么?

A: 公司最初的定位就是做中国的 Lululemon。公司有 20 多年的业务经验, 对中国健身市场非常了解, 拥有对消费者有影响力的教练资源, 客户粘性大。此外, 我们对线上线下的健身资源整合起来更有优势, 对消费群体更有控制力。

Q7: 公司在未来的运动健身 O2O、在线健身教育等业务领域面临的竞争情况如何?

A: 如果单一切分则每个领域都有竞争对手, 但是在生态圈业务整合方面国内还没有竞争对手。我们在产品和健身服务领域有 20 多年的经验积累, 其他做 APP 的公司可能并不具备线上线下资源整合的优势。此外, 公司未来也可能通过并购的方式对其他细分领域有能力的竞争对手进行整合。

Q8: 公司现有健身房主要分布在哪些地区?

A: 公司拥有健身房自营店 66 家, 主要分布在一、二线城市: 北京最多 (约 40 家), 还有上海、南京、郑州、成都、福州、厦门、天津等。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%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

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。