

深耕运动营养品二十年，国内运动健康龙头

风险评级：中高风险

大消费新三板系列研究第 14 期-康比特（833429.NQ）

2021 年 6 月 28 日

投资要点：

魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

- **公司是国内运动营养品供应商。**公司主营业务为运动营养食品的研发、生产与销售，以公司长期积累的运动营养食品技术成果与经验为竞技运动人群、健身健美人群、学校体育人群和追求健康生活方式的目标人群提供运动营养食品解决方案和科学健身服务。公司提供的运动营养食品主要包括运动营养食品、部分大众健康营养食品两大类，通过线下直销、经销与线上自营相结合拓展多渠道销售模式。
- **运动营养食品收入是公司的主要收入来源。**公司致力于提供一体化的科学运动营养食品方案，研发、生产、销售运动营养品及科学运动、膳食监测分析设备。运动营养品收入一直是公司最主要的收入来源，占比多年维持在60%以上。2020年公司实现收入3.57亿元，其中运动营养收入实现收入2.42亿元，收入占比为67.74%；健康营养食品实现收入0.66亿元，收入占比为18.64%；仪器设备实现收入0.17亿元，收入占比为4.74%；受托加工实现收入0.03亿元，收入占比为0.85%；其他业务实现收入0.29亿元，收入占比8.04%。2015-2019年运动营养食品收入和健康营养食品收入年均复合增速分别约为6.49%和3.42%。公司运动营养品收入较为稳定，努力拓宽多产品线增加营收。
- **中国运动营养市场规模高速增长，但目前渗透率还很低。**随着全球健康观念的逐渐加深，运动营养食品市场持续增长，在2011年至2016年全球运动营养食品销售额复合增长率为8.49%，其中占比约80%的运动蛋白产品市场年均复合增长率为12.5%，2016年达到97亿美元。2015年-2019年，中国蛋白粉市场销售额从8.4亿元增长至14.6亿元，CAGR为14.7%，2015年中国运动营养类蛋白粉市场规模约为北美的3%，相当于全球市场的2%。2019年我国18大城市健身房数量达到2.8万间，但健身会员渗透率仅3.9%，远低于美国的20%和英国的15%。与同为亚洲国家、人种的日本对比，我国健身会员渗透率较日本低约4.1个百分点，国民健身意识仍较低，健身人群潜力较大。随着中国经济的逐步发展，居民运动消费水平有望逐渐提高，运动营养市场规模有望持续扩大。
- **公司竞争优势较为明显。**公司深耕运动营养市场，针对国家运动队、各省市级运动队等专业竞技体育细分市场取得了优异成绩，培养了一批优质客户。2017年来研发投入持续增加，研发支出占营业收入比重逐步上升。公司产品已先后通过了GMP、QS、ISO9001、HACCP、食品出口等质量体系认证，多年入围国家队营养食品集中采购，入围产品数量最多。
- **风险提示：**市场竞争加剧，食品安全风险，行业政策风险，原料价格波动风险等。

目 录

1、国内运动营养食品供应商.....	3
1.1 产品结构.....	3
1.2 发展历程.....	4
1.3 收入结构.....	4
1.4 营销结构.....	5
1.5 业绩.....	5
1.6 研发支出持续提升.....	6
1.7 股权结构.....	7
2、运动健身之风盛行，健康营养大潜力.....	8
2.1 全球运动营养食品市场规模稳步增长.....	8
2.2 我国运动营养起步较晚，市场正处于高速成长期.....	8
2.3 国内健身渗透率低，运动营养市场渗透率还有巨大提升空间.....	9
2.4 竞争格局、集中度.....	10
3、公司竞争优势较为明显.....	11
3.1 深耕运动营养，积极拓展产品线.....	11
3.2 重视研发创新.....	11
3.3 与可比公司对比.....	11
4、风险提示.....	12

插图目录

图 1：康比特运动营养食品产品系列.....	3
图 2：康比特其他大众健康营养食品产品系列.....	4
图 3：康比特发展历程.....	4
图 4：公司分业务收入（百万元）.....	5
图 5：公司分业务收入占比（%）.....	5
图 6：公司营收变化趋势及同比.....	5
图 7：公司净利润变化趋势及同比.....	5
图 8：公司盈利能力指标.....	6
图 9：公司现金流净额（亿元）.....	6
图 10：公司研发支出及其占比（百万元，%）.....	6
图 11：公司研发人员数量及其占比（人，%）.....	6
图 12：美国健身用户数量.....	8
图 13：中国蛋白粉市场规模逐步增长.....	9
图 14：中国休闲健身固定资产投资额（万元）.....	9
图 15：中国运动类用品销售额（万元）.....	9
图 16：中美不同年龄段保健渗透率（%）.....	10
图 17：中国保健品行业结构图.....	10
图 18：可比公司毛利率对比（%）.....	12

表格目录

表 1：公司主要提供的产品分类.....	3
表 2：公司 2020 年末前十大股东.....	7
表 3：行业内可比上市公司.....	11
表 4：行业内可比上市公司.....	12

1、国内运动营养食品供应商

1.1 产品结构

公司主要提供运动营养食品。公司主营业务为运动营养食品的研发、生产与销售，以公司长期积累的运动营养食品技术成果与经验为竞技运动人群、健身健美人群、学校体育人群和追求健康生活方式的人群提供运动营养食品解决方案和科学健身服务。提供的运动营养食品主要包括蛋白粉、营养棒等运动补剂、军需野战食品和左旋肉碱等减肥保健品，覆盖运动营养食品、部分大众健康营养食品两大类。

表 1：公司主要提供的产品分类

	分类特征	细分类别	用途
运动营养食品	针对能量或蛋白质	补充能量类	通过补充碳水化合物以快速或持续提供能量。
		控制能量类	满足运动控制体重需求的运动营养食品，（促进能量消耗/能量替代）
		补充蛋白质类	满足机体组织生长和修复所需的运动营养物质，以蛋白质和蛋白质水解物为主要成分。
	针对不同运动项目	速度力量类	以肌酸为特征成分，适用于短跑、跳高、球类、举重、摔跤、柔道、跆拳道、健美及力量等速度力量类运动人群使用的运动营养食品
		耐力类	以维生素 B1 和维生素 B2 为特征成分，适用于中长跑、慢跑、快走、自行车、游泳、划健身操、舞蹈、户外运动等人群使用的运动营养食品。
		运动后恢复类	以肽类为特征成分，适用于中、高强度或长时间运动后恢复的人群使用的运动营养食品
大众健康营养食品	减肥类		以左旋肉碱、酵素粉等特征成分帮助减脂。
	其他		补充人体所需的各种营养的保健营养食品。

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

其中运动营养食品提供的产品主要包括竞技系列、炽金系列及经典系列营养蛋白粉和加速系列能量、电解质补品等，主打专业竞技、大学体育和健身健美等运动群体细分市场。

图 1：康比特运动营养食品产品系列



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

大众健康营养食品提供的产品品类较多，以帮助燃脂减肥、补充人体所需营养素为主要功效，主要包括营养棒、左旋肉碱胶囊、代餐食品等。

图 2：康比特其他大众健康营养食品产品系列



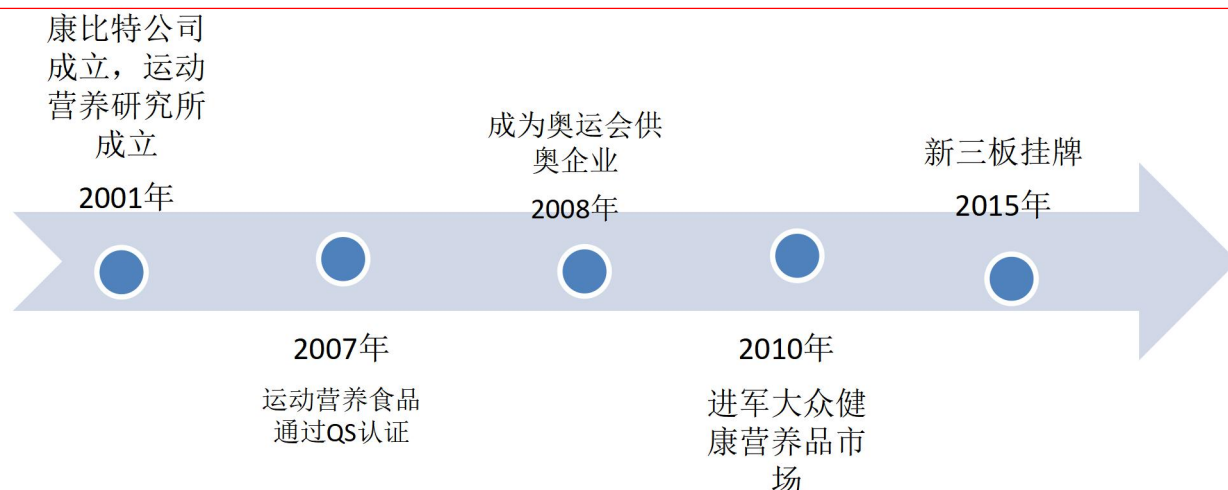
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

国内运动营养食品相较于常见的营养保健食品起步较晚，居民尚未完全形成使用营养补充剂的习惯，产品的消费率远低于发达国家水平。近年来《“健康中国 2030”规划纲要》等健康产业文件陆续出台，国家大力扶持健康产业，全民健身风潮逐渐兴起，对运动营养食品的认知与需求有望不断加深，未来市场空间有望持续提高。

1.2 发展历程

深耕运动营养食品二十年，研发实力强劲。康比特成立于 2001 年，距今已有 20 年历史。康比特在公司成立之初就设立了运动营养研究所，致力于开发针对不同需求的运动人群的运动营养食品 and 科学健身方案。创立以来 20 年间，公司曾多次成为奥运会和国家、省市运动队供应商，主导起草了国内多项运动营养食品行业标准，于 2007 年通过 QS 运动营养食品认证、2011 年被认定为“中国驰名商标”。公司拥有长久的运动营养食品研发经验，建立了完善的销售渠道，产品完全覆盖运动营养补充市场并部分覆盖大众健康营养市场，能够较好的满足国内外运动健身人群的需求。

图 3：康比特发展历程



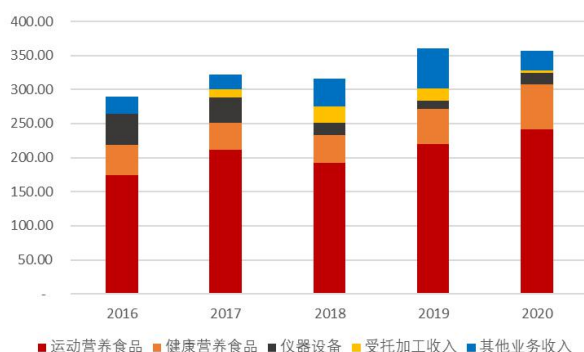
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.3 收入结构

公司收入结构相对多元，运动营养食品为公司贡献了主要收益。运动营养食品收入一直是公司最主要的收入来源，2020 年实现收入 2.42 亿元，同比上升 9.88%，收入占比为

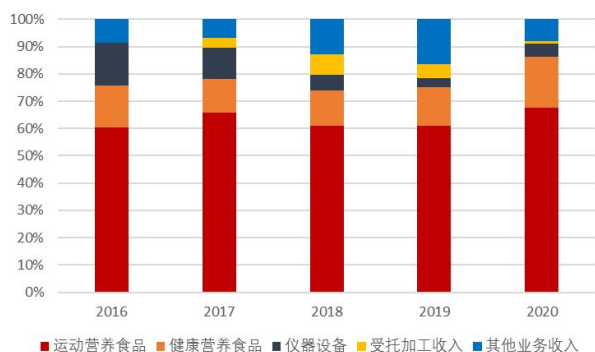
67.74%；健康营养食品实现收入 0.66 亿元，同比上升 29.19%，收入占比为 18.64%；仪器设备实现收入 0.17 亿元，同比上升 43.99%，收入占比为 4.74%；受托加工实现收入 0.03 亿元，同比下降 84.12%，收入占比为 0.85%；其他业务实现收入 0.29 亿元，同比下降 51%，收入占比 8.04%。2015-2019 年运动营养食品收入和健康营养食品收入年均复合增速约为 6.49%和 3.42%。公司运动营养品收入较为稳定，努力拓宽多产品线增加营收。

图 4：公司分业务收入（百万元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 5：公司分业务收入占比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.4 营销结构

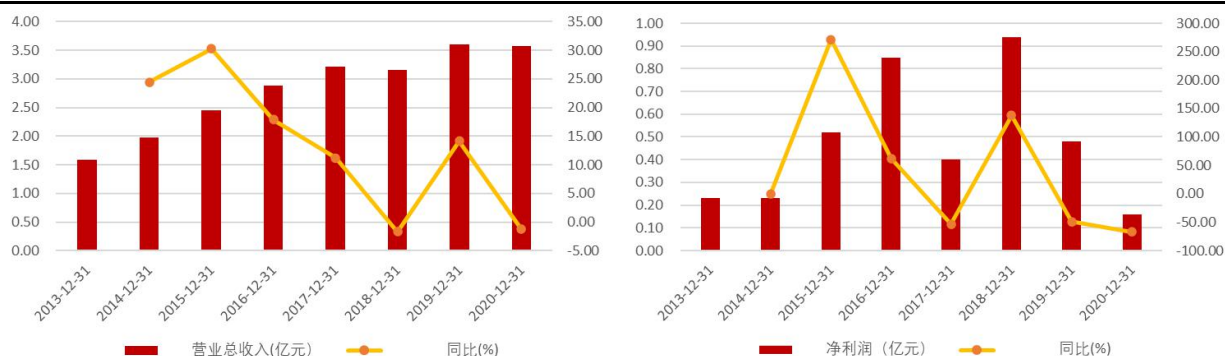
公司收入主要来自经销收入。公司构建了自营、经销与直销等模式结合、线上线下互补的多渠道营销结构，销售区域较广，销售客户较为分散，线上销售是主要销售方式之一。公司针对国家级各省市及运动队、俱乐部等，主要采用直接销售方式，多年中标国家队运动营养食品集采；针对健身健美人群和学校体育人群，公司主要采取线下经销模式，辅以线上自营与经销。2015 年至 2020 年公司前五大客户累计年度销售占比分别为 23.5%、19.6%、18.23%、18.92%、18.78%、28.81%。其中，京东线上销售与经销商占比较高、体育学校与部队采购占比略低。

1.5 业绩

公司业绩增速趋缓，净利润波动较大。营收方面增速相对稳定，公司从 2015 年新三板挂牌后的 2.45 亿元增长至 2020 年的 3.57 亿元，年均复合增长率为 7.82%，2017 年起业绩增速有所放缓。净利润方面，2015 年至 2020 年公司净利润分别为 0.52 亿元、0.85 亿元、0.4 亿元、0.94 亿元、0.48 亿元、0.16 亿元，波动相对较大，主要受公司非经常性损益变化所致。2018 年公司资产处置收益同比大幅增长，导致公司在营收下降的同时净利润大幅上升。公司 2015 年至 2019 年扣非归母净利润从 0.17 亿元增加至 0.42 亿元，复合增长率为 25.37%，成长性较为良好。

图 6：公司营收变化趋势及同比

图 7：公司净利润变化趋势及同比

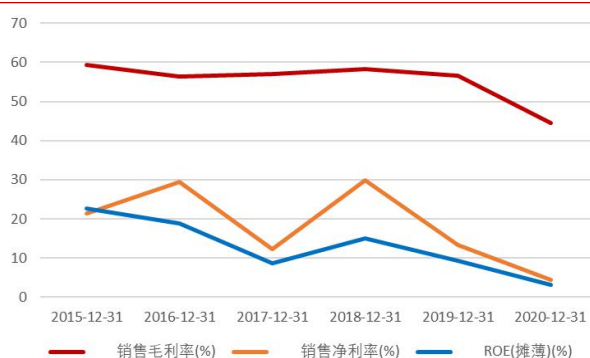


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

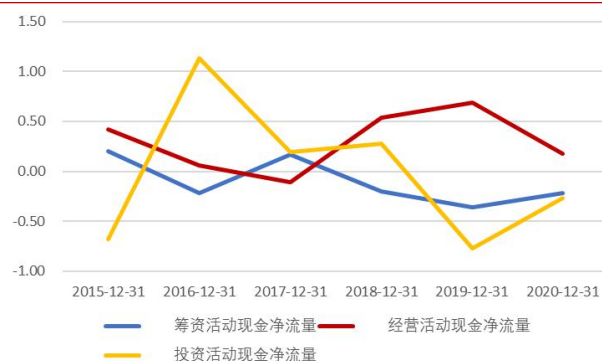
公司毛利率较为稳定。公司的毛利率多年维持在 57%左右,但净利率与 ROE 呈波动下行趋势,主要受到公司 2016 年、2018 年资产处置收益影响。随着公司线上销售推广等费用增加,销售费用率呈上升趋势。公司经营性现金流净额波动较大,2016 年至 2020 年经营性现金净流量分别为 0.06 亿元、-0.11 亿元、0.54 亿元、0.69 亿元、0.18 亿元。

图 8: 公司盈利能力指标



资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图 9: 公司现金流净额 (亿元)



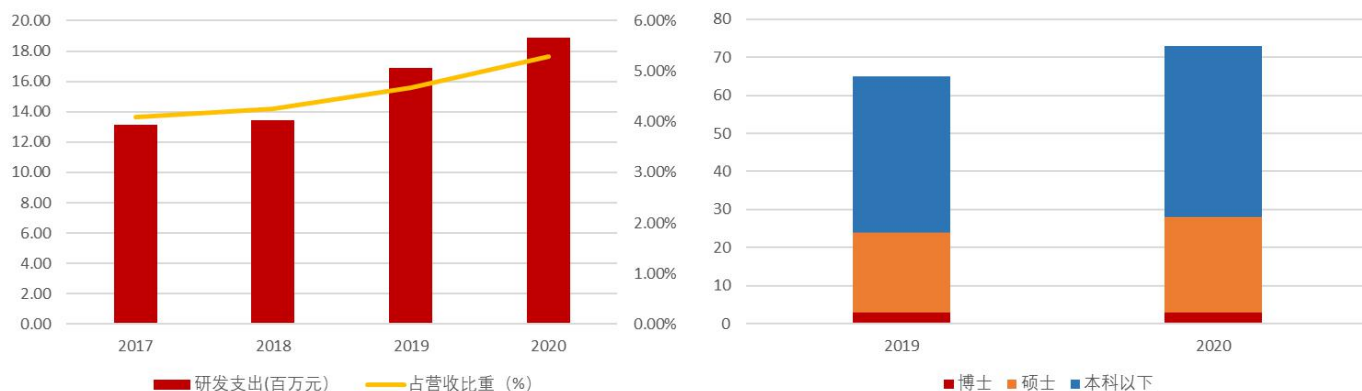
资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

1.6 研发支出持续提升

公司近三年研发支出不断上升。公司 2018-2020 年研发支出由 1344.9 万元增长至 1890 万元,年均复合增速约为 9.3%;研发支出占营业收入的比重由 4.26%上升至 5.30%。近两年研发人员数量相对稳定,2020 年末研发人员数量达到 73 人,占比约为 13.13%。研发人员中博士、硕士人数占比分别为 4.11%和 34.25%,本科及以下人数占比 61.64%。研发项目方面,2020 年公司投入运动员自助式体重管理系统的研发、代餐产品及产业化的研发、植物提取技术及提取物提高运动员睾酮的研发等 13 个项目研发。

图 10: 公司研发支出及其占比 (百万元, %)

图 11: 公司研发人员数量及其占比 (人, %)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.7 股权结构

公司股权结构较为集中。截至 2020 年末，白厚增直接持有公司 6.92%股份，并通过北京惠力康信息咨询中心（有限合伙）及天津康维健康信息咨询服务中心（有限合伙）分别持有公司 21.55%股份、1.37%股份，共计持有公司 29.84%股份，系公司的控股股东、实际控制人。白厚增于 1998 年 12 月至 2001 年 5 月，就职于北京康比特运动保健品公司，担任总经理。2001 年 5 月至今，就职于北京康比特体育科技股份有限公司，现任北京康比特体育科技股份有限公司董事长。

表 2：公司 2020 年末前十大股东

排名	股东名称	期末参考市值(亿元)	持股数量(万股)	占总股本比例 (%)	股本性质
1	北京惠力康信息咨询中心（有限合伙）	28,055,482	27.61%	0	28,055,482
2	张炜	12,345,210	12.15%	9,258,908	
3	银晖国际有限公司	11,471,286	11.29%	0	11,471,286
4	白厚增	7,026,472	6.92%	5,269,854	1,756,618
5	陈庆玥	4,644,000	4.57%	0	4,644,000
6	北京晨光创业投资有限公司	4,460,045	4.39%	0	4,460,045
7	上海赛领紫麓创业投资中心（有限合伙）	3,960,000	3.90%	0	3,960,000
8	杨则宜	2,672,655	2.63%	2,004,491	668,164
9	焦颖	2,672,655	2.63%	2,004,491	668,164
10	天津康维健康信息咨询服务中心（有限合伙）	2,287,000	2.25%	0	2,287,000
	合计	79,594,805	78.33%	18,537,744	61,057,061

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2、运动健身之风盛行，健康营养大潜力

2.1 全球运动营养食品市场规模稳步增长

运动健康观念兴起，全球运动营养食品市场规模持续增长。运动营养食品能够帮助提高运动效果及运动员的健康，随着全球健康观念的逐渐加深，运动营养食品市场持续增长，在 2011 年、2016 年全球运动营养食品销售额分别为 73 亿美元、119 亿美元，复合增长率为 8.49%。全球运动营养食品市场结构较为单一，蛋白质类产品占据了运动营养食品的 81.5%。2011 至 2016 年，全球运动蛋白产品市场年均复合增长率为 12.5%，达到 97 亿美元。

美国运动营养市场最为庞大，增长最快。2016 年，全球运动营养食品市场规模为 119 亿美元，美国作为最大的消费市场，占据了全球运动营养品三分之二的销售额。长期来看美国健身人数持续增长，2010 年至 2019 年美国健身俱乐部用户数从 58.1 百万人增长至 73.6 百万人，十年复合增长率为 2.66%。其中 00 后占美国健身房会员的 16%，而该群体在 2010 年至 2019 年间增长最快，涨幅达 69.81%，美国未来运动营养需求有望继续增长。

图 12：美国健身用户数量



资料来源：IHRSA，东莞证券研究所

发达国家间运动营养市场差异较大。同为发达国家的日本也拥有较长的运动营养历史，但人均市场远低于美国。2016 年日本的运动营养市场约为 4 亿美元，相当于 390 亿日元，对应日本 1.27 亿人口相当于人均运动营养支出仅 3.15 美元，而美国的运动营养市场为 75 亿美元，对应美国 3.2 亿人口相当于人均运动营养支出 23.44 美元。

疫情冲击健身意愿，运动健康需求长期仍向好。2020 年新冠疫情导致大量健身房因为防疫措施和支出增加而关闭。根据 IHRSA 的调查显示，2020 年美国约 17% 的健身俱乐部永久关闭，约 50% 的居民表示运动水平下降，约 10% 的居民彻底停止了运动计划。但居民对运动健康追求并未出现明显下降。目前 20% 的美国人转向通过在线健身服务维持运动水平，而 94% 的美国人表示有计划在疫情后回归健身房。回顾国内，由于疫情得到有效控制，超 90% 的健身房在 2020 年 6 月恢复营业，运动健身意愿较早恢复。

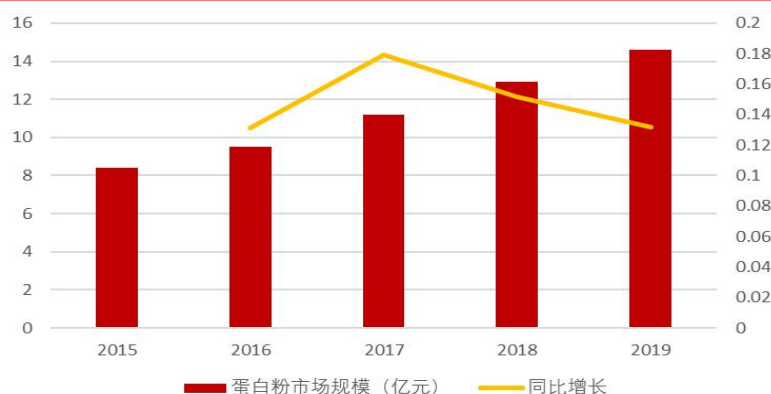
2.2 我国运动营养起步较晚，市场正处于高速成长期

美国品牌最早进入国内市场，国产蛋白粉品牌起步较晚。国内销售的蛋白粉主要来自肌肉科技、欧普特蒙、美瑞克斯、自然之宝等美国品牌和康比特、汤臣倍健等国产品牌。美国运动健康意识觉醒较早，运动健康食品品牌普遍拥有深厚的历史积累，品质经过考

验，品牌形象更受信赖。国产品牌起步较晚，但康比特、汤臣倍健至今也有 20 年历史，积累了足够的技术经验。其中，康比特通过重点服务国家级及省市级运动队，培养了一批固定客户，巩固了专业竞技的品牌形象。

中国运动营养市场规模稳定增长。2015 年-2019 年，中国蛋白粉市场销售额从 8.4 亿元增长至 14.6 亿元，CAGR 为 14.7%；而美国 2015 年至 2020 年蛋白粉国内消费量分别为 3.02 亿吨、3.15 亿吨、3.26 亿吨、3.28 亿吨、3.41 亿吨、3.49 亿吨，CAGR 仅为 2.47%。2015 年中国运动营养类蛋白粉市场规模约为北美的 3%，相当于全球市场的 2%。

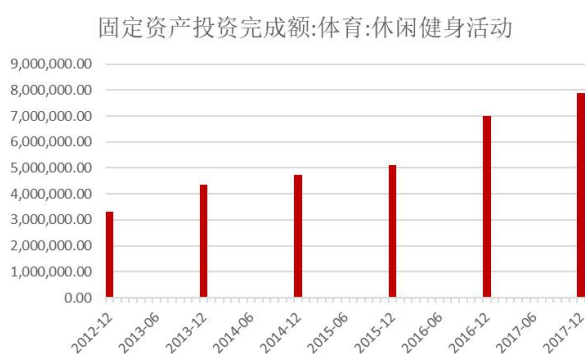
图 13：中国蛋白粉市场规模逐步增长



资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

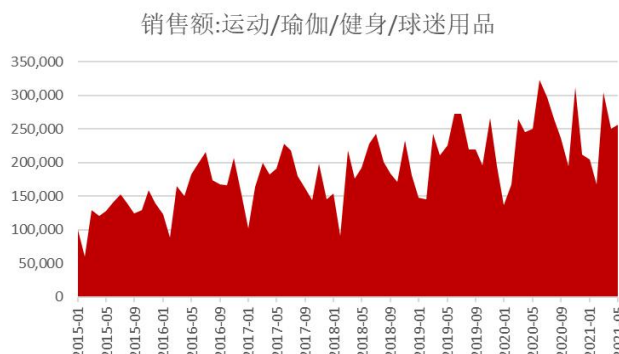
健康意识与消费升级双轮驱动。近年来，中国政府逐渐推出《“健康中国 2030”规划纲要》、《健康中国行动（2019-2030）》等文件，持续加大对健康产业的支持力度，2012 年到 2017 年社会休闲健身活动固定资产投资额从 332.77 亿元增加至 787 亿元，复合增长率为 18.79%。居民的运动健康意识随着收入水平提高而逐渐提高，2013 年至 2020 年国民人均可支配收入复合增长率为 8.39%，而 2015 年 5 月到 2021 年 5 月运动类用品销售额从 12.86 亿元增长至 25.72 亿元，复合增长率为 12.25%。

图 14：中国休闲健身固定资产投资额（万元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 15：中国运动类用品销售额（万元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

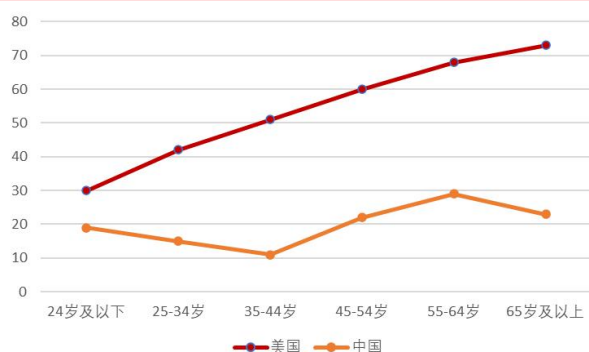
2.3 国内健身渗透率低，运动营养市场渗透率还有巨大提升空间

运动营养市场即带有运动属性，本质上又属于保健食品。从运动人群方面看，我国健身人群较少，对比欧美有巨大的提升潜力。根据德勤《2019-2020 中国健身房市场白皮书》

显示, 2019 年我国 18 大城市健身房数量达到 2.8 万间, 但健身会员渗透率仅 3.9%, 远低于美国的 20% 和英国的 15%。与同为亚洲国家、人种的日本对比, 我国健身会员渗透率较日本低约 4.1 个百分点, 国民健身意识仍较低。对比国内不同城市, 健身渗透率或与经济水平有相关性。一线城市的渗透率接近 6%, 而其他经济发达地区的二线城市约为 3.5%, 高于华北、华中地区省会城市 3% 的渗透率。我们认为经济发达地区整体运动健康意识较好, 即使经济水平低于其他地区的省会城市, 整体健身渗透率仍略高。

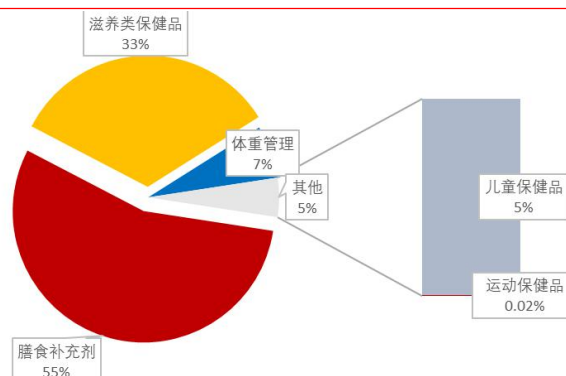
从保健品消费群体看, 我国保健消费意识刚刚觉醒。美国保健品渗透率随着年龄段增加而增长, 在 65 岁及以上群体突破了 70%, 整体上年龄越高对保健品消费越高。但国内保健品渗透率与年龄增长并没有表现出相关趋势, 24 岁及以下群体保健渗透率与 65 岁及以上群体保健渗透率都在 20% 左右; 35 至 44 岁群体渗透率最低, 约 11%; 而 55 至 64 岁群体保健品渗透率最高, 可达 29%。2018 年我国居民人均保健品消费额为 117 元, 其中运动保健品约占保健消费的 0.02%, 而美国、日本的人均消费额分别为 924 元、662 元, 长期来看保健消费额仍有较大提升空间, 运动保健消费占比有望随着健身渗透率的提高而逐步提高。

图 16: 中美不同年龄段保健渗透率 (%)



资料来源: 智研咨询, 东莞证券研究所

图 17: 中国保健品行业结构图



资料来源: 智研咨询, 东莞证券研究所

2.4 竞争格局、集中度

行业集中度较高, 竞争格局较为稳定。2018 年国内运动营养市场前三大企业分别为西王食品、康比特、汤臣倍健, 市占率分别为 29%、18%、17%, CR3 约为 64%, CR5 约为 75%, 行业集中度较高。其中, 西王食品 2016 年收购的 kerr 公司旗下的 MuscleTech 肌肉科技品牌在国内市场份额迅速提升, 被收购仅一年后就超越康比特成为国内运动营养行业龙头。运动营养食品的核心产品竞争激烈。运动营养食品的主要产品为蛋白粉, 主要分为以牛奶为主要来源的动物蛋白粉和以大豆、米面为主的植物蛋白粉, 目前市场上的蛋白粉多是由不同蛋白粉混合而成, 产品高度同质化。运动营养品公司主要依靠对蛋白粉的配比进行调整及添加不同的添加剂生产针对不同运动群体的运动营养产品。目前肌肉科技的产品线最为丰富, 康比特次之, 而汤臣倍健等公司主要生产针对大众群体的保健营养食品, 运动营养产品较少。

3、公司竞争优势较为明显

3.1 深耕运动营养，积极拓展产品线

公司产品线明确，以运动营养食品为主，长期服务国家队。公司主营业务为运动营养食品，深耕运动健康细分市场。公司大力研发运动健康监测、分析设备，致力于为国家运动队、各省市级运动队和运动俱乐部提供从身体状况分析到运动后恢复的一体化服务，力求通过直销模式提供更科学的运动营养食品方案，培养一批优质、稳定的客户。运动营养食品多年入围国家队营养食品集中采购，《2019-2020 年度国家队集中采购运动营养食品入围采购目录》显示，北京康比特运动营养品有 27 样入围，产品入围数量最高。此外，公司塑造品牌运动形象的同时也大力扩展大众健康营养产品线，积极探索大众健康营养市场。2020 年，公司健康营养品销售收入 6645 万元，同比提高 29.19%，主要受疫情冲击下居民健康意识迅速崛起影响。

3.2 重视研发创新

公司重视体育健康产业发展，大力推进研发创新。公司自设立以来就一同建立了运动营养研究所，大力研究运动营养与健康监测设备。2017 年来研发投入持续增加，研发支出占营业收入比重逐步上升。公司产品已先后通过了 GMP、QS、ISO9001、HACCP、食品出口等质量体系认证，研发产品质量得到肯定。目前公司已取得了 131 项专利成果，拥有的发明专利数量达 90 项，并积极推动运动营养食品标准化体系建立和运动营养食品生产许可实施，参与起草了国家标准《运动营养食品通则》等运动营养食品领域的标准。

3.3 与可比公司对比

我们主要选取行业可比上市公司西王食品（运动健康业务）和汤臣倍健（粉剂类业务）与康比特进行对比。

表 3：行业内可比上市公司

证券代码	证券简称	公司简介
002612.SZ	西王食品	公司 2016 年成功收购了北美地区知名运动营养与体重管理健康食品 Kerr 公司，拥有 Hydroxycut 等 4 个主要体重管理产品品牌和 MuscleTech 等 7 个主要运动营养产品品牌。
300146.sz	汤臣倍健	公司成立于 1995 年，布局膳食补充剂，建立了全面、科学的膳食补充体系，包括：蛋白质、维生素、矿物质、天然动植物提取物及其它功能性膳食补充食品。
833429.NQ	康比特	公司成立于 2001 年，2015 年正式挂牌上市，是中国第一家集研发、生产、销售运动营养食品于一体，并提供运动营养技术服务的高新技术企业。

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

从产品线来看。康比特的运动营养产品线最广，目前天猫自营店铺中，康比特运动营养产品线约 63 个 SKU，肌肉科技约 46 个 SKU，而汤臣倍健仅 6 个 SKU。其中，肌肉科技的产品主要针对健身人群和体重管理人群，而康比特在健身减脂人群的基础上增加了针对体育院校等长期高强度人群的产品线，在国内市场细分情况较为完善。

业绩规模对比。三家公司健康营养食品业务中，2020 年业绩规模排序为西王食品>汤臣倍健>康比特；其中业绩规模最大的是西王食品，主要原因在于其旗下肌肉科技品牌在全球知名度最广，进入国内较早。康比特业务规模相对较小，增长较慢，但在专业竞技

运动市场份额最大，直销模式客户稳定，业绩确定性较高。

表 4：行业内可比上市公司

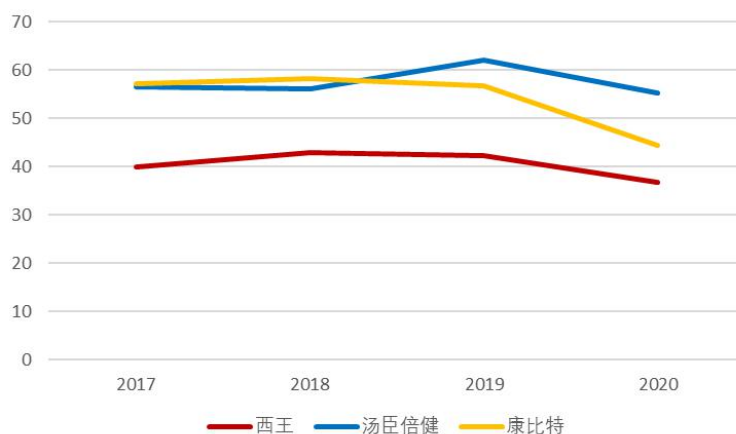
证券代码	证券简称	2020 年营收（亿元）	2020 年营业成本（亿元）	2020 年营收同比（%）	2020 年营业成本同比（%）
000639.SZ	西王食品	23.48	14.88	-13	-4.41
300146.SZ	汤臣倍健	12.75	5.72	15.57	36.24
833429.NQ	康比特	3.57	1.98	-1.2	26.6

数据来源：Wind，东莞证券研究所

备注：表格中西王食品业绩仅为运动营养业务业绩，汤臣倍健业绩仅为粉剂类业务业绩。

盈利能力对比。纵向对比来看，2020 年可比公司毛利率都有所下降，其中康比特毛利率降幅最大，同比下降 12.21 个百分点，西王食品同比下降 5.69 个百分点，汤臣倍健同比下降 6.81 个百分点。与可比公司相比，公司 2020 年毛利率低于可比公司汤臣倍健 10.72 个百分点，高于西王食品 7.76 个百分点。

图 18：可比公司毛利率对比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

4、风险提示

- 市场竞争加剧。**国家加大对健康产业扶持力度，可能加剧运动营养市场竞争竞争。
- 监管风险。**蛋白粉添加剂被纳入药品监管风险。。
- 疫情反复。**疫情明显降低居民整体运动水平，减少运动健身人数。
- 原材料价格波动风险。**蛋白粉主要原材料为牛奶和大豆，受原材料、汇率、进口价格波动影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间

