

康比特—国内运动营养食品先行者

—北交所新股申购策略报告之三十七

相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818
15921910289
wangyq@swsresearch.com

本期投资提示：

- **基本面：国内运动营养食品先行者，致力推进行业规范。**公司 2001 年成立于北京昌平，是一家集运动营养、健康营养食品研发与制造、数字化体育科技服务为一体的创新型体育科技公司。主要产品和服务包括运动营养食品、健康营养食品、数字化体育科技服务和受托加工业务等。**公司产品能力覆盖运动前、中、后营养需求，以先进工艺保证高品质消费体验。**在生产制造环节，公司在北京和河北固安设有现代化生产基地，拥有建筑面积约 6 万平方米厂房和 10 万级净化车间，同时具备多条先进自动化生产线，可实现粉剂类、液体类、棒类和压缩饼干等多种形态产品的生产。**品牌与渠道互促，进入良性发展阶段。**公司在竞技体育和军需食品领域形成较强品牌影响力，在全民健身领域确立品牌领先优势，报告期持续加大渠道铺设，线下已覆盖全国二十多个省份，线上覆盖淘宝、天猫、京东、拼多多、抖音等主要平台。**疫后需求修复，业绩基本恢复至 19 年水平。**2021 年实现营收 4.90 亿，近 3 年 CAGR 为+16.66%；2021 年实现归母净利润 0.45 亿，近 3 年 CAGR 为-0.79%。2021 年毛利率 42.93%，净利率 9.14%。22Q1-Q3 营收同比+41.32%，归母净利同比+46.32%。
- **发行方案：**本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2022 年 12 月 2 日，申购代码“889686”。初始发行规模 2049 万股，占发行后公司总股本的 16.46%（超配行使前），预计募资 1.64 亿元，发行后公司总市值 9.96 亿。新股发行价格 8 元/股，与底价相同，发行 PE(TTM)为 16.8 倍，可比上市公司 PE (TTM) 中值为 25.3 倍。网上顶格申购需冻结资金 778.56 万元，网下共引入 3 名战投。
- **行业情况：国内运动营养食品渗透率低、市场空间大。**国外运动营养食品产业起步早，健身人群比例高，运动营养食品行业发展成熟，2015 年人均运动营养支出占健康支出的比例约 10%，而亚洲市场特别是国内市场仍处于较低水平。**国内健身人群不断扩大，运动消费意愿提升，带动运动营养食品多元化需求。**随着人们健康意识的增强，中国健身人群数量迅速增长，中国健身会员从 2018 年底的 4327 万增长到 2020 年底的 7029 万；2021 年大众健身年平均总消费为 5670 元，相比 2020 年提升 35%。随着大众体育消费意愿增强，对产品多元化形态的要求同步提升。目前，粉剂（蛋白粉）依然是核心的产品形态。但整个运动营养产品范畴正在快速扩张至蛋白粉、蛋白棒、凝胶糖果、液态饮料和其他补充剂等多元化形态，不断被消费者所接受和认可。
- **申购分析意见：参与。**公司专注运动营养 19 年，“康比特”已成为国内知名的运动营养品牌。相较欧美等成熟市场，国内运动营养食品正处快速发展阶段，消费群体从竞技运动人群向大众人群扩张，市场前景广阔。公司首发市盈率较可比折价，发行后可流通比及老股占可流通比均较高，需注意抛压。
- **风险因素：**1) 食品安全风险；2) 线上销售跌价风险；3) 存货跌价风险；4) 核心技术失密风险。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 国内运动营养食品先行者	4
2. 发行方案： 发行后可流通比例偏高， 顶格申购门槛偏低	5
3. 行业情况： 行业渗透率低， 需求趋向多样化	6
4. 竞争优势： 技术研发、 客户品牌、 产品服务	6
5. 主要风险： 食品安全、 线上销售跌价、 存货跌价、 核心技术失密风险等	7
6. 可比公司： 体量小， 研发强度大	7
7. 申购分析意见： 参与	8

图表目录

图 1: 公司 2021 年主营构成 (按产品)	4
图 2: 公司 2021 年主营构成 (按渠道)	4
表 1: 募投 100%达产的产能及产值情况.....	5
表 2: 康比特重要发行要素一览.....	5
表 3: 康比特可比公司收入结构.....	7
表 4: 康比特可比公司财务对比.....	7
表 5: 康比特可比上市公司情况	8

1. 国内运动营养食品先行者

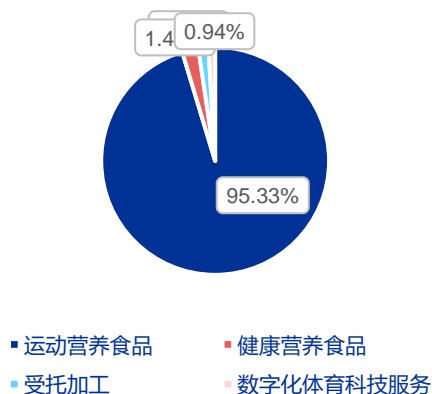
国内运动营养食品行业主要推动者，致力推进行业规范。公司 2001 年成立于北京昌平，是一家集运动营养、健康营养食品研发与制造、数字化体育科技服务为一体的创新型体育科技公司。主要产品和服务包括运动营养食品、健康营养食品、数字化体育科技服务和受托加工业务等。公司较早进入运动营养食品行业，为竞技运动、健身、军需人群提供科学化和智能化运动健身解决方案，并致力于推动行业规范运营，参与起草并制定多项行业和国家标准，是国内运动营养食品生产审查方案颁布后第一家获得生产许可的企业，树立了行业标杆形象。

产品能力覆盖运动前、中、后营养需求，先进工艺保证高品质消费体验。公司针对运动前中后的营养需求开发多项核心技术，包括运动前的前充能、充碳等激发运动状态的技术，运动中的持续充能、防脱水等提升运动能力技术，运动后的降低血清肌酸激酶技术、促进乳酸消除技术等消除疲劳技术，为运动健身人群提升全方位营养供给。在生产制造环节，公司在北京和河北固安设有现代化生产基地，拥有建筑面积约 6 万平方米厂房和 10 万级净化车间，同时具备多条先进自动化生产线，可实现粉剂类、液体类、棒类和压缩饼干类等多种形态产品的生产。

品牌与渠道互促，进入良性发展阶段。以高品质产品及服务为基础，公司在竞技体育和军需食品领域形成较强品牌影响力，在全民健身领域确立品牌领先优势。报告期持续加大渠道铺设，线下已覆盖全国二十多个省份，线上覆盖淘宝、天猫、京东、拼多多、抖音等主要平台。

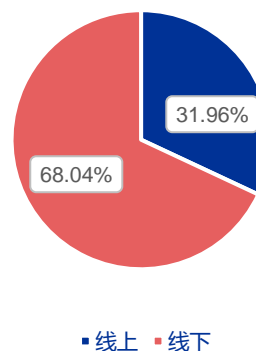
疫后需求修复，业绩基本恢复至 19 年水平。2021 年实现营收 4.90 亿，近 3 年 CAGR 为+16.66%；2021 年实现归母净利润 0.45 亿，近 3 年 CAGR 为-0.79%。2021 年毛利率 42.93%，较 2020 年下降 1.31pct；净利率 9.14%，较 2020 年增加 4.43pct。

图 1：公司 2021 年主营构成（按产品）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

图 2：公司 2021 年主营构成（按渠道）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

募投新建生产基地+品牌推广。

表 1: 募投 100%达产的产能及产值情况

实施项目	建设期	100%达产预计产值 (万元)
运动营养食品生产基地建设	24 个月	15,406.67

资料来源: 招股说明书 (注册稿), 申万宏源研究

2. 发行方案: 发行后可流通比例偏高, 顶格申购门槛偏低

发行方案关注要点:

(1) 本次新股发行采用直接定价, 发行价格 8 元/股, 与底价相同。初始发行规模 2049 万股, 占发行后总股份的 16.46%。发行后预计可流通比例为 42.5%, 老股占可流通比例为 63.2%, 老股占比较高。

(2) 3 家机构投资者参与战略配售, 包括 1 家产业资本, 2 家投资公司。网上顶格申购量 97.32 万股, 需冻结资金 778.56 万元, 顶格门槛偏低。

表 2: 康比特重要发行要素一览

基本信息	股票代码	833429.BJ	所属申万一级行业	食品饮料
	股票简称	康比特	发行代码	889686
	定价方式	直接定价	发行价格 (元/股)	8
	募集金额 (万元)	16,392	主承销商	太平洋证券
	初始发行股份数量 (万股)	2049.00	占发行后总股本比例	16.46%
	战略配售比例	20.0%	超额配售比例	15.0%
日期与申购	路演日	2022.12.01	申购日	2022/12/2
限制	申购款退回日	2022.12.07	网上最高申购量 (万股)	97.32
基本面信息	2021 年收入 (万元)	48,957.15	2021 年净利润 (万元)	4,540.02
	2021 年综合毛利率%	42.9298	2021 年加权 ROE%	8.66
	2021 年收入增长率%	37.18	2021 年归母净利润增长率%	172.40
股本信息	发行前总股本 (万股)	10,401.0	发行前限售股 (万股)	7,060
	发行后预计可流通比例	42.5%	老股占可流通股本比例	63.2%
价格信息	发行 PE (TTM) (倍)	16.8	发行底价/PE 水平	8 元/16.8 倍
	发行后 2021EPS (元)	0.36	发行 PE (LYR) (倍)	21.94
	停牌前 60 天交易均价	11.80	停牌收盘价 (元)	10.40

资料来源: wind,公司公告,申万宏源研究

注: 1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他; 2.发行 PE (TTM) 按发行后股本计算, 不考虑超额配售股份数; 3.发行 PE (LYR) 按 2021 年归母净利润计算发行后每股收益, 不考虑超额配售股份数。

3. 行业情况：行业渗透率低，需求趋向多样化

运动营养食品是为特定运动强度人群的生理代谢状态、运动能力及对某些营养成分的特殊需求专门加工的食品。**产业链上游**包括各类蛋白类产品、营养补充剂等，**下游**主要服务对营养健康有需求的消费群体，如专业运动员、运动健身人群、青少年、中老年等。

国内运动营养食品渗透率低、市场空间大。国外运动营养食品产业起步早，健身人群比例高，运动营养食品行业发展成熟，2015 年人均运动营养支出占健康支出的比例约 10%，而亚洲市场特别是国内市场仍处于较低水平。

国内健身人群不断扩大，运动消费意愿提升，带动运动营养食品多元化需求。随着人们健康意识的增强，中国健身人群数量迅速增长，中国健身会员从 2018 年底的 4327 万增长到 2020 年底的 7029 万；2021 年大众健身年平均总消费为 5670 元，相比 2020 年提升 35%。随着大众体育消费意愿增强，对产品多元化形态的要求同步提升。目前，粉剂（蛋白粉）依然是核心的产品形态。但整个运动营养产品范畴正在快速扩张至蛋白粉、蛋白棒、凝胶糖果、液态饮料和其他补充剂等多元化形态，不断被消费者所接受和认可。

4. 竞争优势：技术研发、客户品牌、产品服务

(1) 技术研发优势。公司重视运动营养产品及数字化体育科技服务的研发和创新，集聚了一批毕业于北京大学、清华大学等名校的优秀研发人才。公司研发投入金额逐年增加，建设了理化实验室、原子吸收光谱室、前处理实验室、液相色谱室等研发场所；并紧跟市场需求更新技术，以靶向包埋技术保证产品的功效和风味并存，利用乳化技术解决口感和功能问题。

(2) 客户与品牌优势。公司专注于细分领域的深入研究，与各国家体育队、省市级运动队、体育院校等客户保持长期稳定的合作关系；并在专业运动领域积累丰富的营销策划经验，结合大众健身健康市场行业需求及发展趋势，利用新媒体营销方式进行精准的营销推广，包括赞助线下赛事活动、新品推荐发布会、聘请体育明星代言人、电商平台营销投入等，覆盖微信、微博、论坛、达人、直播以及线下等多种传播渠道。

(3) 产品服务优势。公司自主开发的“运动员智慧营养平台”将运动营养体育科研技术与最新信息化物联网智能技术结合，建立了高水平运动员能量与营养数据库、体能与机能数据库、菜品数据库，实现就餐体验舒适化、营养监控数字化、方案制定智能化等功能；建立运动营养研究所，集技术研发、技术服务、技术咨询等专业于一体，为百余支国家队专业运动队提供机能监控、科学训练、合理膳食、体能康复、提升竞技表现提供了有力保障。

5. 主要风险：食品安全、线上销售跌价、存货跌价、核心技术失密风险等

- (1) 食品安全风险;
- (2) 线上销售跌价风险;
- (3) 存货跌价风险;
- (4) 核心技术失密风险。

6. 可比公司：体量小，研发强度大

表 3：康比特可比公司收入结构

代码	简称	2021 年收入结构
000639.SZ	西王食品	植物油:49.64%,,营养补给品:38.95%,,其他:11.41%
300146.SZ	汤臣倍健	片剂:35.33%,,其他:27.35%,,胶囊:19.48%,,粉剂:17.84%
300791.SZ	仙乐健康	软胶囊:38.74%,,软糖:20.25%,,粉剂:14.13%,,片剂:13.74%,,功能饮品:10.71%,,其他:2.43%
002626.SZ	金达威	保健品:50.38%,,辅酶 Q10:24.65%,,维生素 A 系列:18.1%,,其他:6.87%
833429.BJ	康比特	运动营养食品:67.13%,,健康营养食品:16.29%,,受托加工收入:9.95%,,数字化体育科技服务:6.63%

资料来源：wind,申万宏源研究

表 4：康比特可比公司财务对比

代码	简称	2021 收入 (百万元)	2021 归 母净利润 (百万 元)	2021 年 收入增长 率 (%)	2021 年 扣非归母 净利润增 长率 (%)	毛利率 (%)	研发支出 占比 (%)	应收账款周转 天数
000639.SZ	西王食品	6,354.73	183.56	9.95	-44.63	22.67	1.66%	14.29
300146.SZ	汤臣倍健	7,431.28	1753.98	21.93	34.59	66.07	2.02%	11.01
300791.SZ	仙乐健康	2,368.95	231.83	14.62	-5.61	32.72	3.51%	45.83
002626.SZ	金达威	3,616.16	788.86	3.19	-12.07	49.38	2.29%	38.69
833429.BJ	康比特	489.57	45.40	37.18	277.26	42.93	4.03%	29.19

资料来源：wind,申万宏源研究

7. 申购分析意见：参与

公司专注运动营养 19 年，“康比特”已成为国内知名的运动营养品牌。相较欧美等成熟市场，国内运动营养食品正处快速发展阶段，消费群体从竞技运动人群向大众人群扩张，市场前景广阔。公司首发市盈率较可比折价，发行后可流通比及老股占可流通比均较高，需注意抛压。

表 5：康比特可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿)	PE (TTM)
300146.SZ	汤臣倍健	343.8	21.86
300791.SZ	仙乐健康	55.5	26.72
002626.SZ	金达威	112.8	23.88
605499.SH	东鹏饮料	686.3	50.37
中值 (剔除西王)			25.30
均值 (剔除西王)			30.71
833429.BJ	康比特	9.96	16.8

资料来源：wind, 申万宏源研究

注：市场数据截至 2022/11/30

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。