

康比特 (833429.BJ)
运动营养科技龙头，发力军需食品和健身跑步人群

2024年01月08日

——北交所首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/1/8
当前股价(元)	11.97
一年最高最低(元)	14.48/6.26
总市值(亿元)	14.90
流通市值(亿元)	5.95
总股本(亿股)	1.25
流通股本(亿股)	0.50
近3个月换手率(%)	351.78

北交所研究团队
● 深耕体育科技领域，打造爆品乳清蛋白，2023年Q1-Q3营收同比增长31.37%

康比特致力于为竞技运动人群、大众健身健康人群、军需人群提供运动营养、健康营养食品及科学化、智能化运动健身解决方案。核心产品与服务分为4大类：运动营养产品、健康营养食品、数字化体育科技服务、受托加工业务。运动营养食品收入占比最高，超过6成。2022年的营收达6.35亿元，2021年-2023年Q1-Q3同比增长率在30%上下。考虑到康比特近年研发属性突出，募投项目增强生产能力，产品种类愈发丰富，扩大产品市场覆盖范围，提升市场占有率和盈利能力，品牌知名度、美誉度和消费者粘性构筑更深的技术壁垒，从而推动业绩增长。我们预计2023年-2025年的归母净利润为0.78/0.93/1.13亿元，EPS为0.63/0.75/0.91元/股，对应当前股价PE为21.7/18.2/14.9倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 中国运动营养行业渗透率低，发展快，数字智能化服务为未来趋势

我国运动营养食品行业起步晚于美洲与欧洲市场，如今的渗透率仍然低于美国等发达国家，有较大提升空间。受到政策支持体育强国与大健康产业的促进与后疫情时代和社会经济水平提升的影响，大众对于健身的关注度持续提高，运动营养行业市场呈现快速发展态势，预计增速高于全球平均值5%。由于发展背景差异，我国运动营养食品行业具有线上销售为主、市场集中度高、本土企业为主的特点。未来发展趋势上，产品功能细分发展、行业集中度进一步提高、跨界融合其他大健康学科与整体服务于产品的数字化智能化是运动营养行业未来发展方向。

● 康比特具有客户渠道优势，北京市专精特新企业，获自主知识产权220项

康比特重视产品的研发及技术创新，研发投入金额逐年增加，开发相应生产技术，提升生产工艺水平，在可比公司中研发投入位列第一。2004年以来，参与20多项运动营养研发课题，截至2022年已获专利权163项；为百余支国家运动队提供运动营养食品、科研攻关及科技服务；为多支军队客户供应军用食品。2016-2017、2019-2020国家队集采中公司入围产品品类数量达27%，位居第一。

● 风险提示：乳清蛋白等原材料进口风险、线上销售风险、行业政策风险等。
财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	490	635	817	993	1,153
YOY(%)	37.2	29.7	28.6	21.6	16.1
归母净利润(百万元)	45	58	78	93	113
YOY(%)	172.4	26.9	35.3	19.5	21.8
毛利率(%)	42.9	43.1	42.6	42.2	42.8
净利率(%)	9.3	9.1	9.5	9.4	9.8
ROE(%)	8.1	7.8	9.9	10.8	11.9
EPS(摊薄/元)	0.36	0.46	0.63	0.75	0.91
P/E(倍)	37.3	29.4	21.7	18.2	14.9
P/B(倍)	3.1	2.3	2.1	2.0	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司：深耕创新型体育科技，2023 年前三季度净利润+45%.....	5
1.1、 产品梳理：运动营养食品营收占比 64%，军需食品营收提升较快.....	5
1.1.1、 运动营养食品：特征营养素类+运动项目类，2022 年营收同比增加 28%.....	5
1.1.2、 健康营养食品：2023H1 营收同比+106%，2022H1 军需食品占比提升至 74%.....	7
1.1.3、 数字化体育科技服务：2023 年 H1 营收同比提升 65.20%，毛利率 45.50%.....	9
1.1.4、 受托加工业务：客户主要包括幸福能量、青岛菲比，来料加工毛利率较高.....	10
1.2、 发展历程：专注运动营养研发制造，入围国家体育总局国家队集采.....	12
1.3、 商业模式：进口原材料乳清蛋白，产线分为粉剂、液体、压缩饼干.....	15
1.4、 财务情况：2023 年三季度营收增长 31.37%，2022 年毛利率 43.13%.....	19
2、 行业：运动营养行业空间广阔，数字智能服务为未来趋势.....	22
2.1、 概念解析：我国运动营养食品行业起步晚，呈现快速发展态势.....	22
2.2、 产业现状：行业服务范围扩大，中外行业特点不同.....	23
2.3、 市场空间：政策支持体育强国，运动营养食品市场空间广阔.....	24
2.4、 发展趋势：功能细分化，行业集中化，跨界融合与数字智能化.....	27
2.5、 行业壁垒：资质、营销、规模化、研发与品控、技术构成六大壁垒.....	28
2.6、 竞争格局：完全市场化竞争行业，康比特毛利率与研发优势明显.....	29
3、 亮点探寻：北京市专精特新企业，获自主知识产权 220 项.....	33
3.1、 研发与技术优势：研发投入稳定增加，获专利权 163 项.....	33
3.2、 品牌优势：国家队集采目录入围数第一，北京市专精特新企业.....	36
3.3、 募投项目：运动营养食品生产基地建设，加大品牌推广力度.....	37
4、 估值对比：可比公司 PE TTM 均值 37X.....	38
5、 风险提示.....	38
附：财务预测摘要.....	39

图表目录

图 1： 2022 年运动营养食品营收占比 63.51%.....	5
图 2： 运动、健康营养食品三年营收 CAGR 24%、25%.....	5
图 3： 运动营养食品分为特征营养素类、运动项目类.....	5
图 4： 康比特运动营养食品包括乳清蛋白粉、3D 左旋肉碱等.....	6
图 5： 2022 年运动营养食品营收为 4.03 亿元.....	6
图 6： 2022 年 H1 运动营养食品营收 63.91%为能量蛋白.....	6
图 7： 2023 年 H1 运动营养食品毛利率为 47.57%.....	7
图 8： 健康营养食品主要分为健康食品和军需食品两个大类.....	7
图 9： 2023 年 H1 健康营养食品营收同比增加 106.18%.....	8
图 10： 2022 年 H1 军需食品营收占比提升至 74.08%.....	8
图 11： 健康食品 2021 年营收规模 3,753.02 万元（万元）.....	8
图 12： 2022 年 H1 军需食品营收 5126.44 万元（万元）.....	8
图 13： 2023 年 H1 健康营养食品的毛利率 32.69%.....	9
图 14： 公司开发了科学训练管理系统、智慧营养平台、智能健身平台等产品和服务体系.....	9
图 15： 数字化体育科技服务 2023 年 H1 营收同比提升 65.20%.....	10
图 16： 数字化体育科技服务 2023 年 H1 毛利率为 45.50%.....	10

图 17: 康比特代工各类固体棒、液体左旋肉碱、压片糖果等.....	11
图 18: 康比特 2022 年受托加工业务营收规模 5,939.60 万元.....	11
图 19: 2023 年 H1 受托加工业务毛利率 18.20%.....	12
图 20: 来料加工毛利率一般高于自采加工.....	12
图 21: 康比特成立于 2001 年, 2015 年新三板挂牌, 2022 年上市北交所.....	13
图 22: 北京惠力康信息咨询中心为公司第一大股东、控股股东.....	13
图 23: 2020-2022H1 粉剂类产能利用率高于 80%.....	16
图 24: 2021 年粉剂类销量为 2,884.10 吨.....	16
图 25: 液体类产能利用率高于 80%.....	16
图 26: 2021 年液体类销量为 763.76 千升.....	16
图 27: 棒类产销率高于 90%.....	17
图 28: 棒类销量有下滑趋势.....	17
图 29: 压缩饼干类 2022 年 H1 军需客户存货供货完成.....	17
图 30: 压缩饼干类 2022 年 H1 销售 936.79 千克.....	17
图 31: 2022 年 H1 线上渠道的营收占比 35.07%.....	18
图 32: 经销和线下直营为公司主要的销售渠道.....	18
图 33: 2023 年 Q1-Q3 营收规模 5.96 亿元, 增长 31.37%.....	19
图 34: 2022 年后主营收入都来自大陆地区.....	19
图 35: 华北、华东为康比特主要的收入来源地区.....	19
图 36: 2022 年第二季度营收占比 28.32%, 第四季度营收占比 28.54%.....	20
图 37: 2023 年前三季度归母净利润 6423.60 万元.....	20
图 38: 2023 年 Q1-Q3 毛利率 40.41%.....	20
图 39: 存量客户营业收入占比高, 新增客户毛利率低于存量客户毛利率 (万元、%).....	21
图 40: 2023 年前三季度期间费用率为 28.59%.....	21
图 41: 2023 年 Q1-Q3 销售费用率为 19.34%.....	22
图 42: 近年来, 康比特的研发费用逐渐增高.....	22
图 43: 国外运动营养食品发展起步较早, 发展速度较快.....	22
图 44: 2017 年, 中国的运动营养行业法律建设初步完成.....	23
图 45: 中国运动营养食品的销售以线上为主.....	24
图 46: 中国运动营养食品的市场集中度较高.....	24
图 47: 中国健身参与人群提升很快(万人).....	26
图 48: 后疫情时代, 更多人愈加重视自身的身体健康.....	26
图 49: 在体育方面有花销的人群样本占比 96%.....	26
图 50: 2026 年, 全球运动营养市场规模预计达到 228.57 亿美元.....	27
图 51: 中国运动营养食品产业虽然起步较晚, 但是发展迅速, 市场前景十分乐观.....	27
图 52: 运动营养食品行业营销渠道主要有线下和线上渠道.....	29
图 53: 康比特可比公司为西王食品、汤臣倍健、仙乐健康、金达威、东鹏饮料.....	30
图 54: 康比特 2023 年 Q1-Q3 营收同比增长率高于可比公司均值.....	31
图 55: 康比特 2023 年 Q1-Q3 归母净利润同比增长率高于可比公司均值.....	31
图 56: 康比特毛利率与可比公司平均值基本持平.....	32
图 57: 康比特研发费用率位列第一.....	32
图 58: 康比特拥有专利权 164 项.....	32
图 59: 期间费用与可比公司均值差异逐渐减小.....	33
图 60: 销售费用趋近可比公司平均值.....	33
图 61: 管理费用率趋近可比公司平均值.....	33

图 62: 财务费用率与可比公司平均水平基本一致.....	33
图 63: 截止 2022 年底康比特获得发明专利 101 项.....	34
表 1: 公司高管从事运动医学、生物领域多年.....	14
表 2: 康比特运动营养食品、军用食品获得多项荣誉.....	14
表 3: 康比特主要参与起草与制定多项行业、国家标准.....	14
表 4: 康比特所采购的原材料主要为乳清蛋白、左旋肉碱、低聚糖等.....	15
表 5: 线上线下相结合, 直营、经销相结合的销售服务模式.....	17
表 6: 对于不同特点的业务市场, 采取不同销售模式.....	18
表 7: “大健康”已上升为国家级战略.....	24
表 8: 近年来, 国家出台了多项政策促进发展全民健身.....	25
表 9: 近 3 年来, 先后参与 8 项国家体育总局等部门的运动营养研发课题.....	34
表 10: 康比特不断针对性开发相应的生产技术, 提升生产工艺水平.....	34
表 11: 截至 2022 年 11 月, 康比特有 16 个在研项目.....	35
表 12: 康比特近年国家队集采入围与产品销售情况.....	37
表 13: 康比特在运动营养食品行业积累了较强的品牌优势.....	37
表 14: 本次公开发行股票募集资金拟用于运动营养食品生产基地建设项目和品牌建设推广项目 (万元).....	37
表 15: 可比公司 PE TTM 均值为 37X.....	38

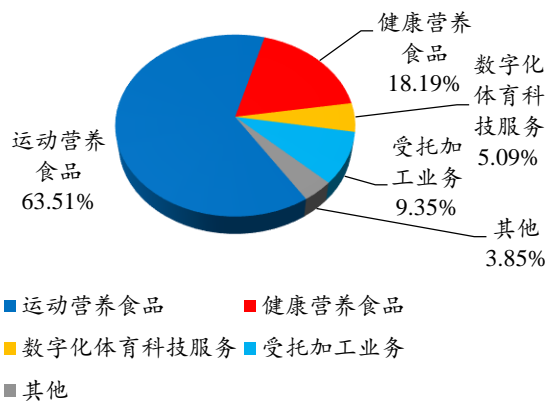
1、公司：深耕创新型体育科技，2023 年前三季度净利润+45%

1.1、产品梳理：运动营养食品营收占比 64%，军需食品营收提升较快

北京康比特体育科技股份有限公司是一家集运动营养、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，自成立以来致力于为竞技运动人群、大众健身健康人群、军需人群提供运动营养、健康营养食品及科学化、智能化运动健身解决方案。

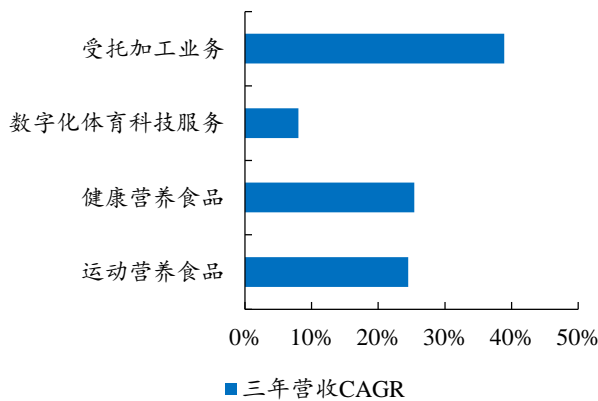
康比特的核心产品与服务分为 4 大类：运动营养产品、健康营养食品、数字化体育科技服务、受托加工业务。产品“高能补充能量运动营养粉”产品被国家体育总局指定为第 32 届东京奥运会允许使用的运动营养食品。

图1：2022 年运动营养食品营收占比 63.51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：运动、健康营养食品三年营收 CAGR 24%、25%

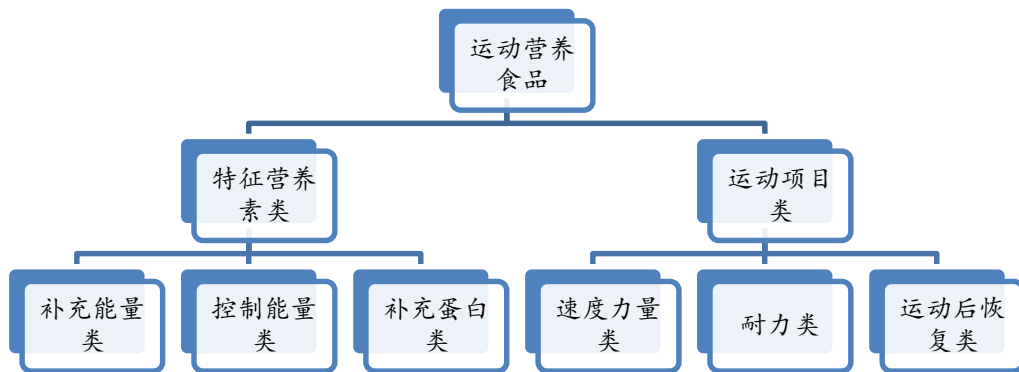


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.1、运动营养食品：特征营养素类+运动项目类，2022 年营收同比增加 28%

运动营养食品是为满足运动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而专门加工的食品。《食品安全国家标准运动营养食品通则》(GB 24154-2015) 将运动营养食品分为两大类：特征营养素类、运动项目类。

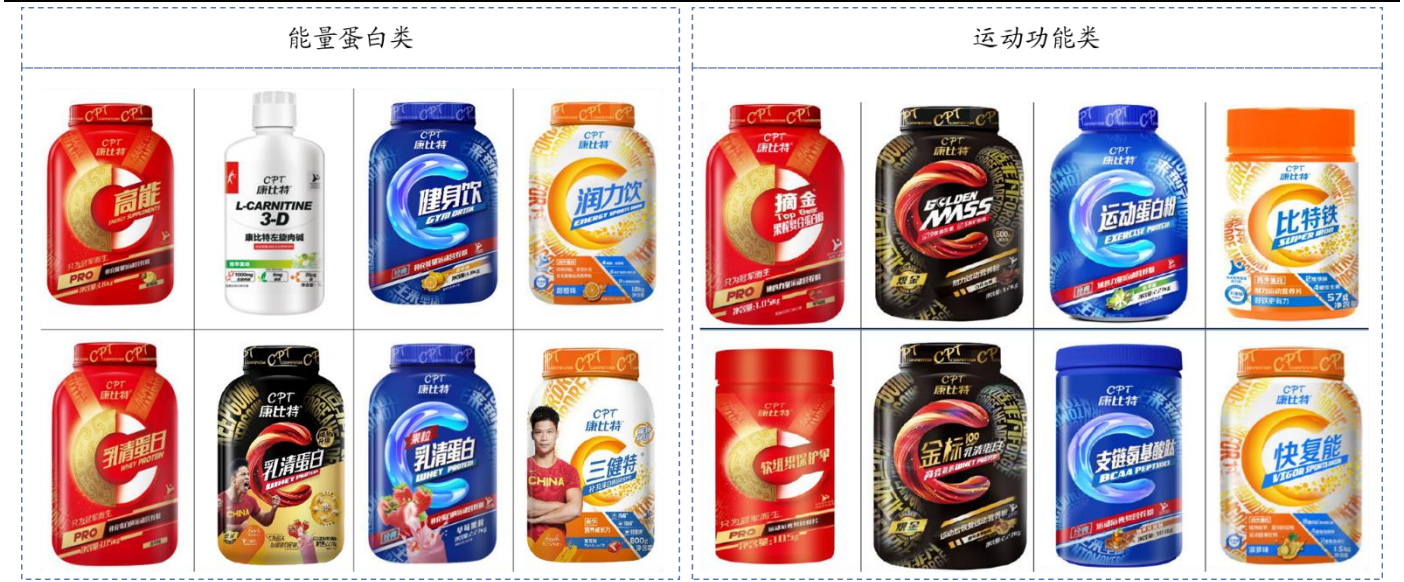
图3：运动营养食品分为特征营养素类、运动项目类



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

“特征营养素类”和“运动项目类”相关产品分别对应康比特的“能量蛋白类”和“运动功能类”产品。能量蛋白类的主要产品有针对竞技运动人群、健美健身人群、青少年运动人群、大众运动健康人群等适用各类人群的乳清蛋白类产品及3D左旋肉碱等。

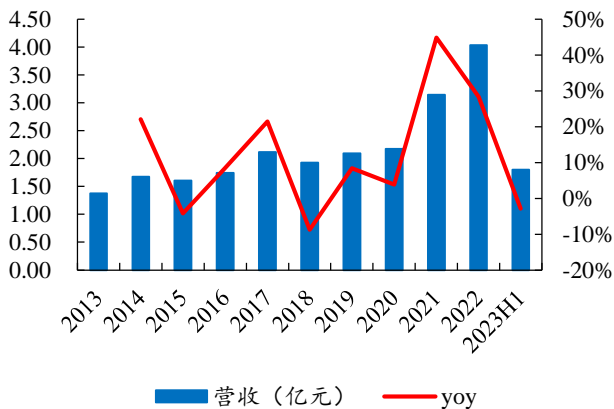
图4：康比特运动营养食品包括乳清蛋白粉、3D左旋肉碱等



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

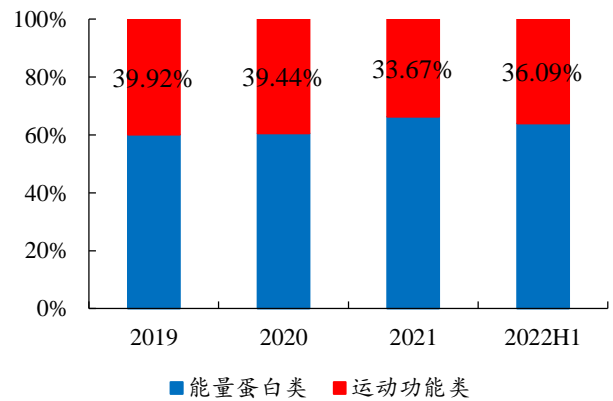
从营收来看，运动营养食品 2018-2022 年的营收保持上涨态势，2022 年营收规模首次突破 4 个亿，2023 年 H1 实现营收 1.80 亿元。2019 年-2022 年 H1 期间，两类占比变化较小，能量蛋白类营收占比在 60-67% 之间波动。

图5：2022 年运动营养食品营收为 4.03 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

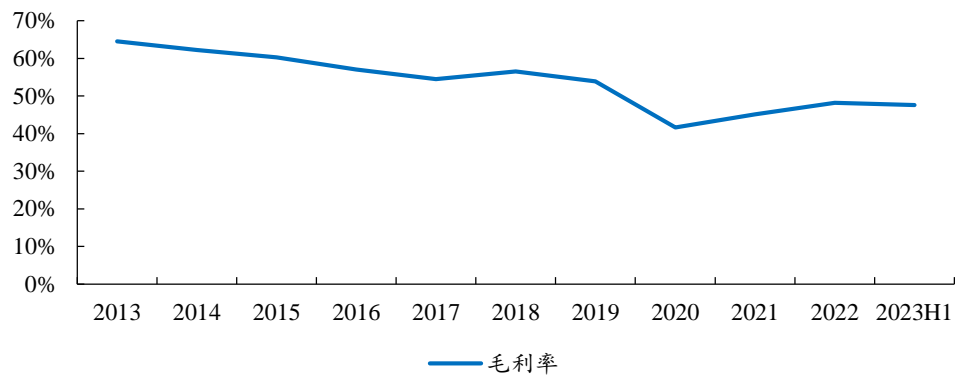
图6：2022 年 H1 运动营养食品营收 63.91% 为能量蛋白



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

盈利能力上，2020 年运动营养食品毛利率有所下滑，此后回升，2023 年上半年的毛利率水平为 47.57%，与 2022 年水平基本持平。运动营养食品的 2020 年度毛利率同比下降 12.27 个百分点，主要原因是 2020 年初疫情影响了销售价格，运费首年计入主营业务成本核算、子公司固安康比特当年处于投产初期。2022 年上半年毛利率提升至 49.43%，主要是蛋白材料成本上升，康比特调高了能量蛋白类产品销售产品的单价引起的。

图7：2023年H1运动营养食品毛利率为47.57%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.2、健康营养食品：2023H1 营收同比+106%，2022H1 军需食品占比提升至 74%

健康营养食品具有一般食品的共性，原材料主要取自天然的动植物，经先进生产工艺，发挥其所含的成分功效，给人体补充营养的食品。

康比特的健康营养食品类产品主要分为健康食品和军需食品两个大类。其中健康食品是指满足大众人群健康营养需求的食品，主要包括棒类产品、固体饮料、压片糖果等；军需食品是指为满足部队作训官兵特定需求的食品，主要包括战斗口粮、特种作战食品、能量棒等。

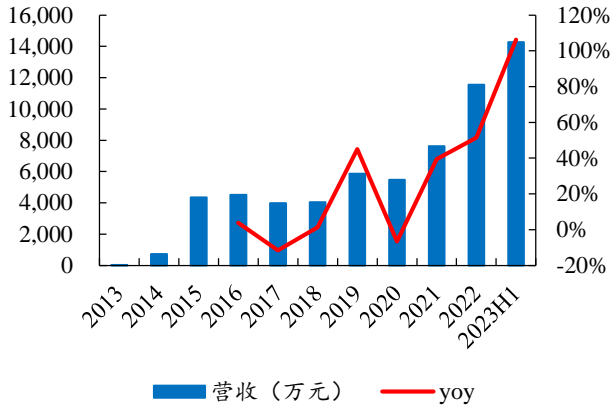
图8：健康营养食品主要分为健康食品和军需食品两个大类



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

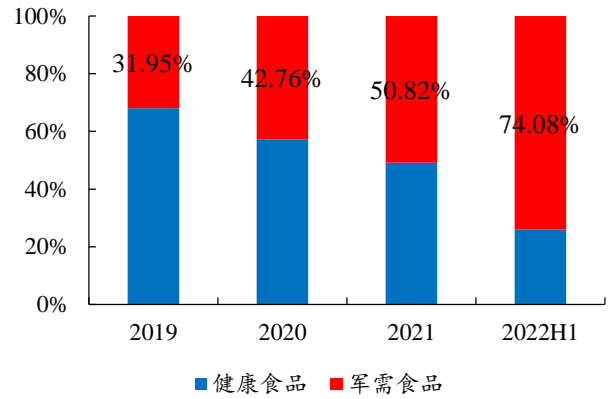
营收端来看，健康营养食品营收规模 2023 年 H1 达到 1.43 亿元，对比 2022 年同期营收 6,920.47 万元，增长率达到 106.18%。其中军需食品营收提升较快，军需食品营收占比由 2019 年的 31.95% 提升至 2022 年 H1 的 74.08%。

图9：2023年H1健康营养食品营收同比增加106.18%



数据来源：Wind、开源证券研究所

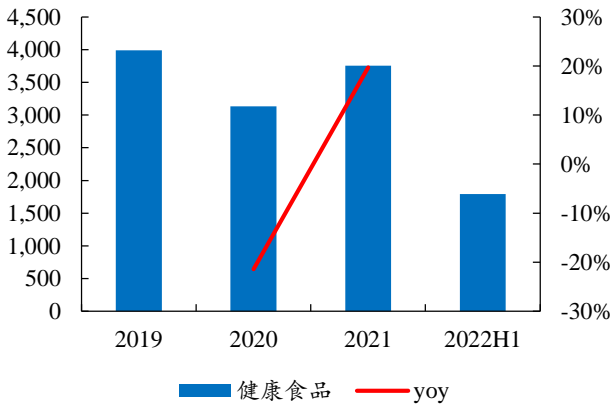
图10：2022年H1军需食品营收占比提升至74.08%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

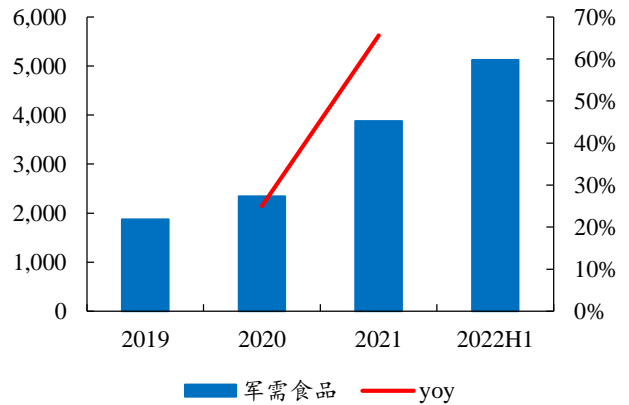
分项上，健康食品营收规模近三年在 3000-4000 万波动，2022 年 H1 实现营收 1,794.03 万元；军需产品营收增长较快，2022 年 H1 达到 5126.44 万元。超越 2021 年全年水平。

图11：健康食品 2021 年营收规模 3,753.02 万元（万元）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图12：2022年H1军需食品营收5126.44万元（万元）

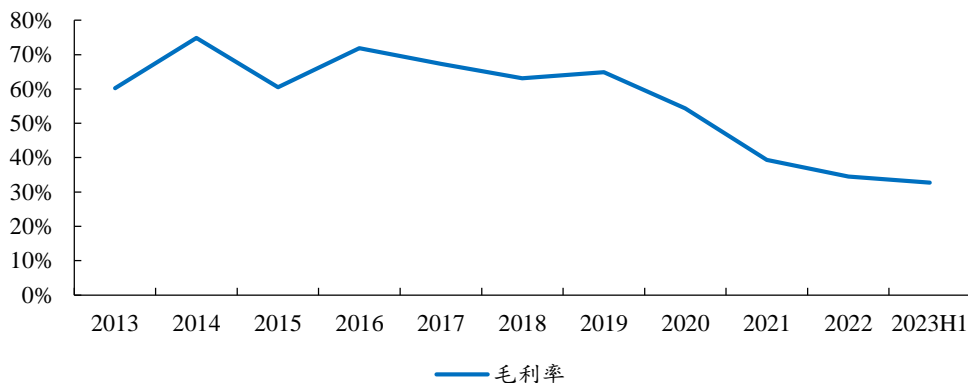


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

盈利能力上，健康营养食品的毛利率缓慢下降，主要是因为军需食品的销售占比上升且毛利率持续下降：2019 年、2020 年、2021 年、2022 年 H1 公司军需食品在健康营养食品中的销售占比分别为 31.95%、42.76%和 50.82%、74.08%，呈逐年上升趋势。

康比特的军需食品主要销售压缩饼干和特战食品等，2019-2021 年军需食品的毛利率分别为 53.08%、47.92%和 24.87%，持续下降，因为 2020 年和 2021 年度公司军需产品中标的压缩饼干类产品增加，市场竞争较为激烈，销售毛利率较低。

图13: 2023年H1健康营养食品的毛利率32.69%



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.1.3、数字化体育科技服务: 2023年H1营收同比提升65.20%, 毛利率45.50%

康比特的数字化体育科技服务是指为满足竞技运动人群的科学训练、大众健身与健康人群的科学健身需求提供的科学训练指导、营养咨询的软硬件系统产品和服务。

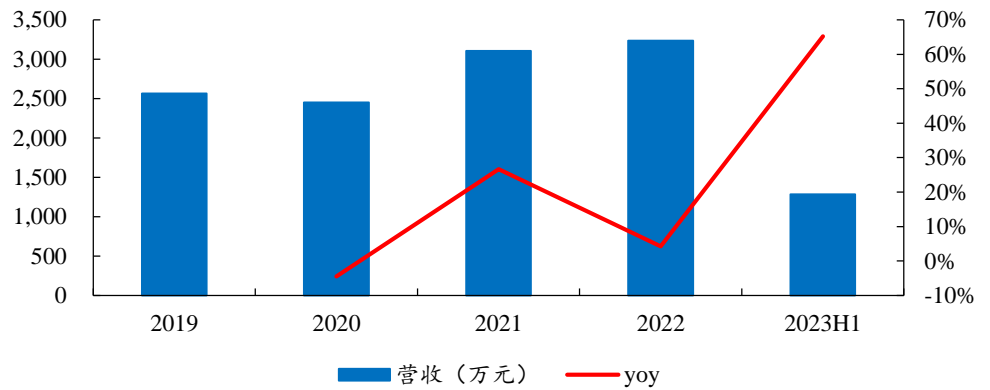
目前, 公司开发了科学训练管理系统、智慧营养平台、智能健身平台等产品和服务体系。同时, 公司作为全国体育运动领域中首家获批教育部“1+X项目”的企业, 不断为运动营养行业输送复合型专业人才。

图14: 公司开发了科学训练管理系统、智慧营养平台、智能健身平台等产品和服务体系



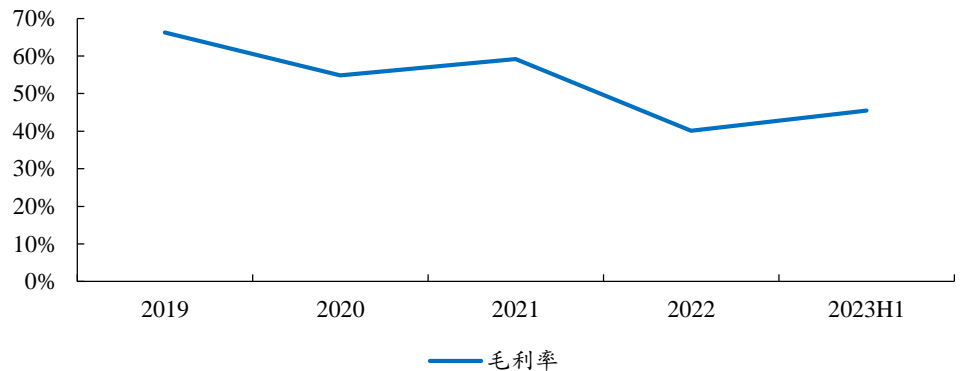
资料来源: 公司招股说明书

从营收端看, 数字化体育科技服务营收稳中有升, 2022年营收规模3,235.34万元, 2023年H1创造营收1,285万元, 同比提升65.20%。

图15：数字化体育科技服务 2023 年 H1 营收同比提升 65.20%


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力上，数字化体育科技服务毛利率有所波动。2020年，受疫情影响，有关的健康咨询、科学训练指导、体质监测等服务无法开展，因此毛利率较低的运动健身仪器设备销售占比较高，拖累整体毛利率。2022年H1公司数字化体育科技服务毛利率为46.81%，较2021年度下降12.36个百分点，主要由于毛利率较高的体育科学综合服务收入占比及毛利率有所下降。

图16：数字化体育科技服务 2023 年 H1 毛利率为 45.50%


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.4、受托加工业务：客户主要包括幸福能量、青岛菲比，来料加工毛利率较高

康比特的受托加工业务主要为代工各类固体棒、液体左旋肉碱、压片糖果等产品，客户主要包括幸福能量、青岛菲比等。

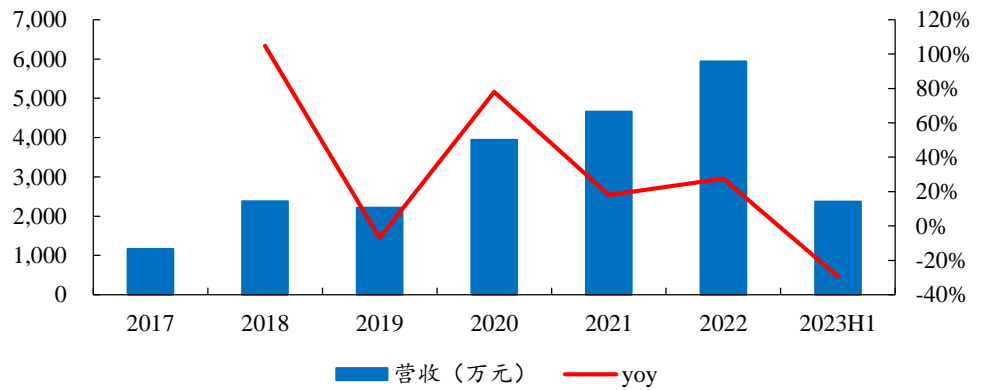
图17：康比特代工各类固体棒、液体左旋肉碱、压片糖果等



资料来源：公司招股说明书

营收规模上，2022 年受托加工业务营收规模为 5,939.60 万元，2023 年 H1 公司产能用于生产公司产品，因此富余产能降低，受托加工业务收入有所降低，营收为 2,369.06 万元，同比下降 29.45%。

图18：康比特 2022 年受托加工业务营收规模 5,939.60 万元



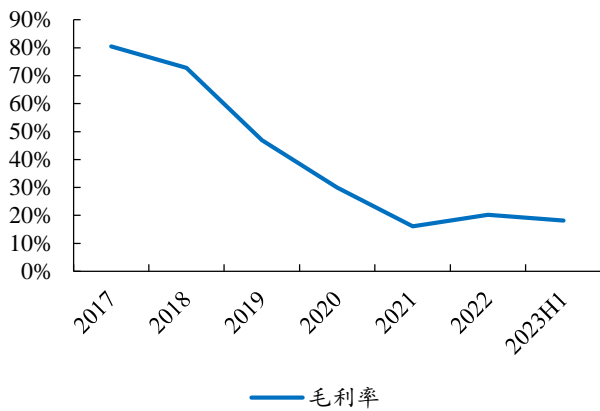
数据来源：Wind、开源证券研究所

康比特的受托加工业务可以分为来料加工、自采加工模式。一般而言，自采加工模式因自采原料或辅料，毛利率与仅收加工费的来料加工模式相比较低。

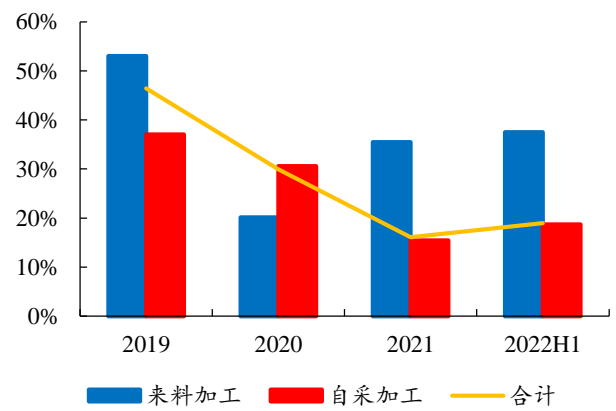
2019 至 2021 年，公司受托加工业务的毛利率逐年下降，主要是受到自采加工和来料加工业务规模和毛利率变动的综合影响。公司自采加工业务规模不断增加，受托加工业务整体毛利率逐年下降。2023 年 H1 毛利率为 18.20%，与 2022 年情况基本持平。

来料加工 2020 年毛利率下降较多且低于当年自采加工毛利率，主要由于 2020 年来料加工业务规模下降较大导致单位产品加工分摊制造费用等成本增加；2021 年和 2022 年 1-6 月来料加工毛利率有所增加，主要由于加工费单价提高。

自采加工 2020 年毛利率较下降主要由于 2020 年公司大力拓展自采加工类受托加工业务，部分让利给自采加工业务客户；2021 年毛利率较 2020 年进一步下降，主要由于 2021 年公司首次承接液体线代工业务，产品工艺的不断调整和加工产量较低使得其分摊的制造费用较高，因此 2021 年毛利率较低；2022 年 1-6 月，公司部分客户如和优良品等业务规模逐步提升，新客户保持较高的毛利率水平，同时青岛菲比的毛利率也有所提升，因此整体提升公司 2022 年 1-6 月自采加工模式毛利率水平。

图19：2023 年 H1 受托加工业务毛利率 18.20%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：来料加工毛利率一般高于自采加工


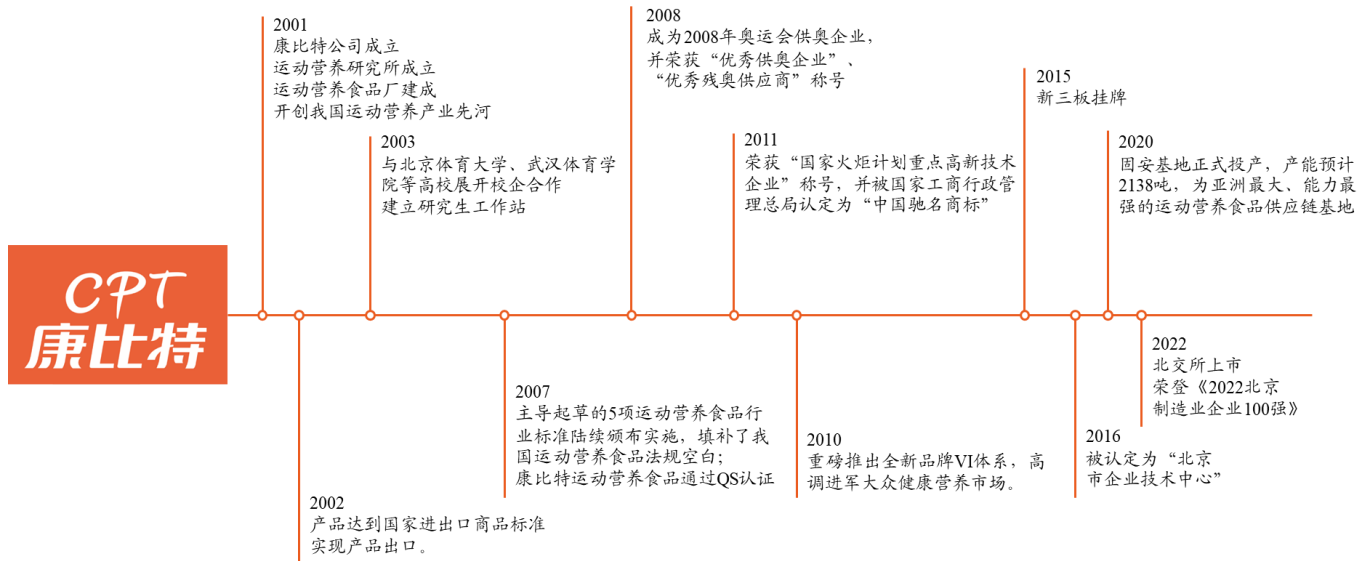
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、发展历程：专注运动营养研发制造，入围国家体育总局国家队集采

康比特成立于 2001 年，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。

作为中国运动营养食品行业主要推动者，康比特较早地将科学运动营养概念引入中国竞技体育领域，自成立以来，连续入围国家体育总局国家队集中采购营养食品目录，入围产品的品类、数量、销售额多年位居前列。

图21: 康比特成立于2001年, 2015年新三板挂牌, 2022年上市北交所

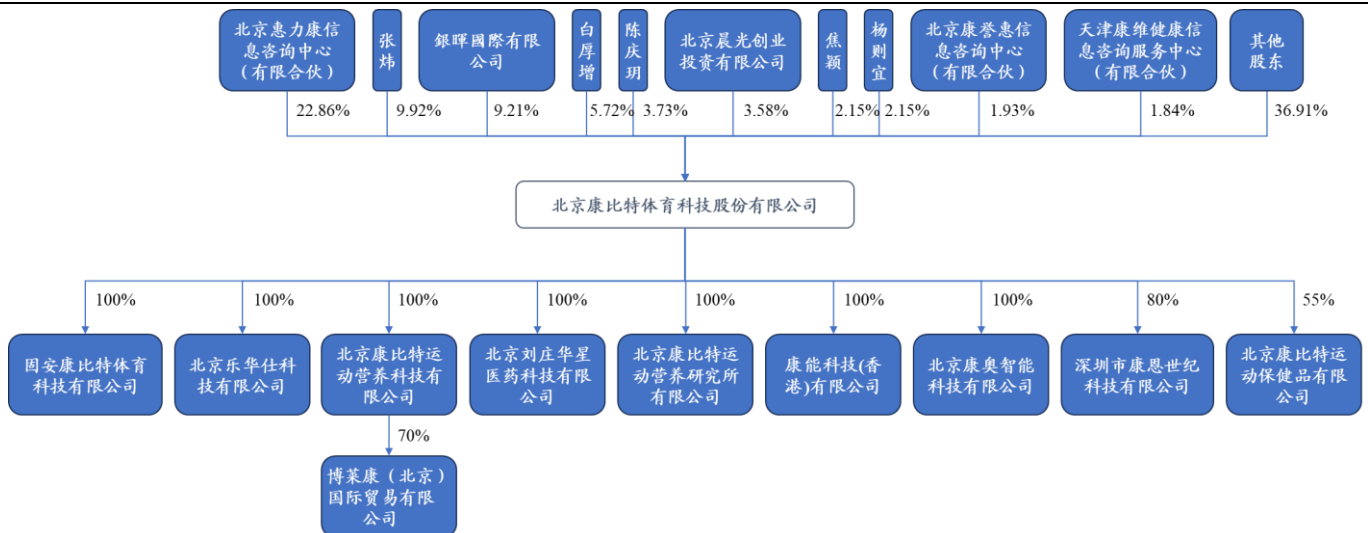


资料来源: 公司官网、开源证券研究所

截至2023Q3, 康比特的第一大股东、控股股东为直接持有公司22.86%股份的北京惠力康信息咨询中心(有限合伙), 董事长白厚增直接持有公司5.72%的股份, 同时持有控股股东惠力康78.06%的出资份额、持有康比特股东天津康维66.14%的出资份额, 并担任惠力康及天津康维的执行事务合伙人, 为公司实际控制人。

康比特共拥有7家全资子公司, 2家控股子公司。

图22: 北京惠力康信息咨询中心为公司第一大股东、控股股东



资料来源: Wind、开源证券研究所(注: 截至2023年三季报数据)

康比特的总经理为李奇庚, 副总经理焦颖深耕运动营养行业, 吕立甫兼任财务总监和董事会秘书, 高管团队在运动营养、生物领域深耕多年。

表1: 公司高管从事运动医学、生物领域多年

职位	姓名	履历
总经理	李奇庚	1965年出生，硕士学历。 主要工作经历：1988年7月至1992年8月，就职于河北石家庄酒厂，担任白酒技术员；1995年4月至2001年8月于核工业部第二研究设计院担任生物农药技术部部长；2001年8月至今历任康比特董事、总经理。
副总经理	焦颖	1955年出生，硕士学历。 主要工作经历：1979年9月至1986年12月，担任北京医科大学运动医学研究所运动营养生化研究室实习研究员；1986年12月至1990年4月，担任国家体育总局训练局医务处运动营养研究室主治医师；1990年4月至1998年12月，担任国家体育总局运动医学研究所运动营养生化研究室主任、副研究员；2001年5月至今，历任康比特副总经理、董事。
财务总监	吕立甫	1981年出生，本科学历。 主要工作经历：2004年7月至2005年10月于北京方圆华信会计师事务所任助理；2005年10月至2007年10月于岳华会计师事务所有限责任公司担任审计师；2007年10月至2010年4月于信永中和会计师事务所担任高级审计师；2010年10月至2014年8月于昊天节能装备股份有限公司担任财务总监兼董事会秘书；2015年3月至2016年5月于金色家园科技有限公司担任监察审计总监；2016年6月至今历任康比特财务总监、董事会秘书

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

康比特为百余支国家运动队提供运动营养食品、科研攻关及科技服务；为中国人民解放军总后勤部、联勤保障部队、中国人民武装警察部队等多支军队客户供应战斗口粮、特种作战食品、能量棒等军用食品。2020年6月固安压缩饼干线投产后，康比特成为当年“单兵战斗口粮”中标供应企业。

公司先后被评为中关村国家自主创新示范区创新型企业、中关村国家高新技术产业标准化示范区建设标准创制先进单位、全国企事业知识产权试点单位、国家体育产业示范单位、北京市高新技术成果转化示范企业、北京市专精特新“小巨人”企业等。

表2: 康比特运动营养食品、军用食品获得多项荣誉

年份	荣誉	项目
2021	2021年度中国商业联合会科学技术奖一等奖	多系列食物棒设计制造关键技术与产业化
2020	2020年度中国商业联合会科学技术奖一等奖	应急即食食品制造关键技术及产业化应用

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

在推动运动营养食品行业规范发展方面，2017年，我国首部运动营养食品生产审查规范性文件《北京市运动营养食品生产审查方案（试行）》颁布，运动营养食品生产审查标准更加严苛，康比特是审查方案颁布后全国第一家获得运动营养食品生产许可的企业。除此之外，康比特还主要参与起草并制定多项行业标准和国家标准。

表3: 康比特主要参与起草与制定多项行业、国家标准

备案号	行业标准
QB/T2831-2006	运动营养食品能量补充食品

备案号	行业标准
QB/T2832-2006	运动营养食品蛋白质补充食品
QB/T2833-2006	运动营养食品能量控制食品
QB/T2834-2006	运动营养食品食用肌酸
QB/T2895-2007	运动营养食品运动人群营养素
GB/T24154-2009	运动营养食品通则
GB24154-2015	食品安全国家标准运动营养食品通则
-	《09 特种作战食品规范》

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.3、商业模式：进口原材料乳清蛋白，产线分为粉剂、液体、压缩饼干

研发模式：康比特主要采取自主研发的模式。研发设计阶段主要包括：项目立项、产品小试、产品中试。

采购模式：康比特主要产品为运动营养食品，所采购的原材料主要为乳清蛋白、左旋肉碱、低聚糖等，形成了国际、国内直接采购和国外代理采购的双重模式。主要进口原材料为乳清蛋白，包括 80 乳清蛋白、90 乳清蛋白等，产地包括美国、加拿大、欧洲和澳大利亚等。

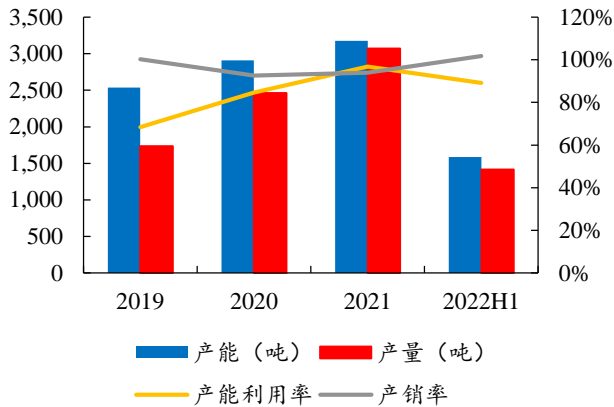
表4：康比特所采购的原材料主要为乳清蛋白、左旋肉碱、低聚糖等

产品类型	主要原材料
粉剂类	80 乳清蛋白、90 乳清蛋白、大豆蛋白、牛磺酸、低聚麦芽糖、大豆肽粉、肌酸等
液体类	左旋肉碱、低聚糖、牛磺酸、低聚麦芽糖液、维生素 B1 族等
棒类	90 乳清蛋白、牛奶蛋白、水解乳清蛋白、低聚异麦芽糖浆等
压缩饼干类	小麦粉、肉松、大豆蛋白、乳清蛋白等

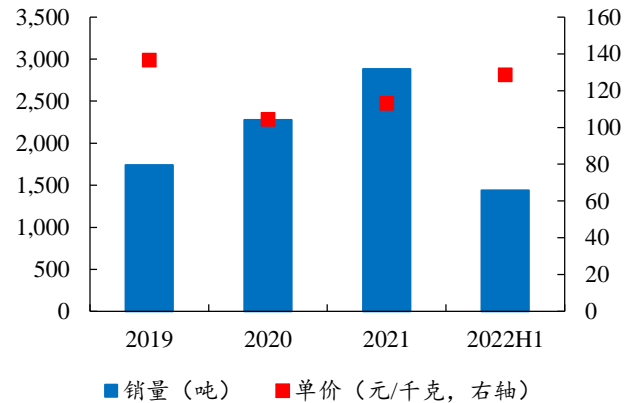
资料来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

生产模式：康比特产品种类、规格较多，根据生产线及生产工艺的不同，可以将公司产品分为粉剂类、液体类、棒类、压缩饼干类等 4 大类。总体上，康比特采用以销定产、主要产品自主生产、少量产品委外加工模式。根据招股说明书披露，公司不同类型产品的主要生产线及数量为粉剂生产线 12 条、棒类生产线 2 条、压缩饼干生产线 1 条、液体生产线 1 条。

2021 年，市场需求较为旺盛，公司加班生产，因此粉剂类、液体类、压缩饼干类的产能利用率较高。

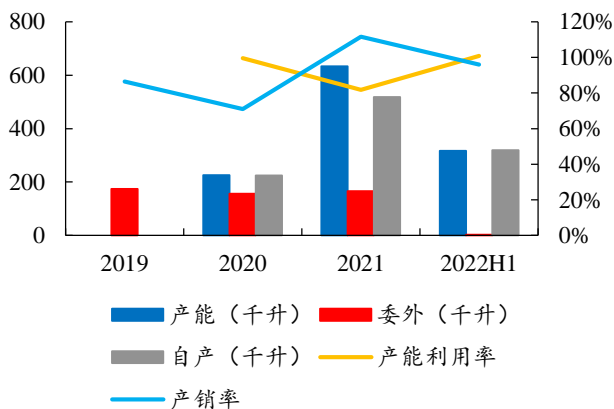
图23：2020-2022H1 粉剂类产能利用率高于 80%


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

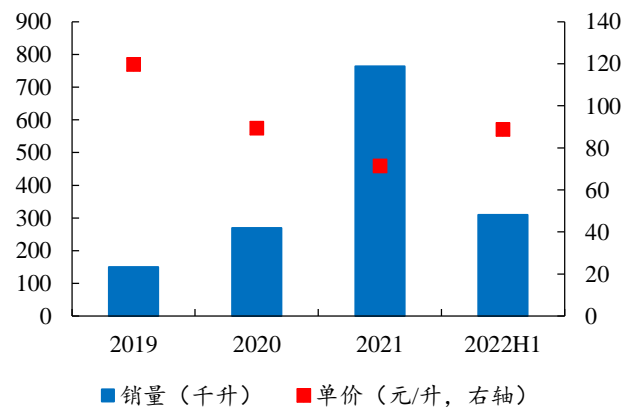
图24：2021 年粉剂类销量为 2,884.10 吨


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司的液体类生产分为自产和委外两种模式，2021 年液体类产能提升较多，达到 633.6 千升，销量达到 763.76 千升，平均单价为 71.45 元/升。2020 年度液体类产品的产销率相对较低，主要是受到疫情的影响，销售受到一定冲击。

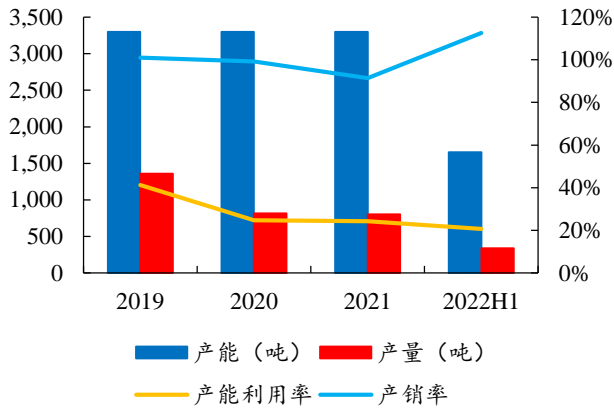
图25：液体类产能利用率高于 80%


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

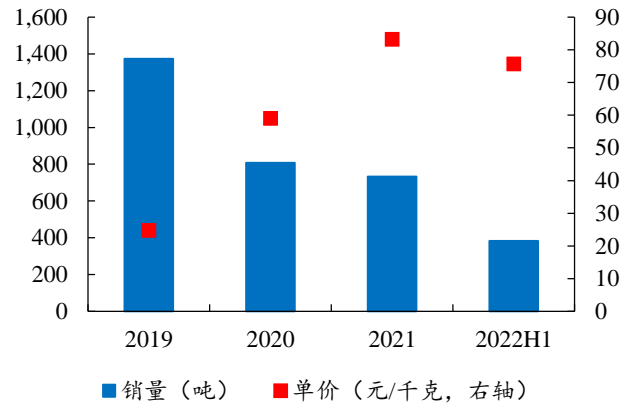
图26：2021 年液体类销量为 763.76 千升


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

棒类产品的产能利用率较低，主要是由于公司设计棒线产能时对受托加工业务的市场需求预期较为乐观，但实际市场需求不及预期。2021 年度公司棒类产品的产销率相对较低，主要是受到疫情的影响，销售受到一定冲击。

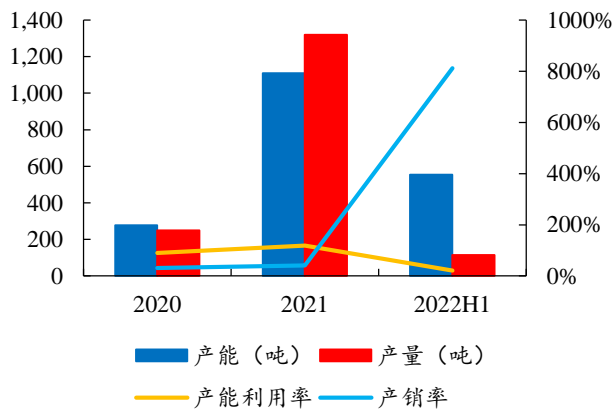
图27：棒类产销率高于90%


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

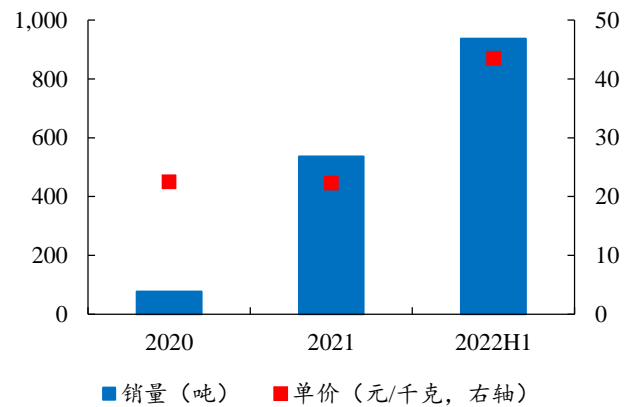
图28：棒类销量有下滑趋势


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2022年1-6月压缩饼干类产能利用率较低，主要是因为公司订单较少。2020-2021年度，公司压缩饼干类产品主要供应军需客户，公司按照其要求安排生产后，因军需客户自身原因未按照进度收货，导致产销率较低。2022年1-6月压缩饼干类产品产销率高主要是因为2021年下半年生产的军需客户存货于2022年上半年完成供货。

图29：压缩饼干类2022年H1军需客户存货供货完成


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图30：压缩饼干类2022年H1销售936.79千克


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

销售和服务模式：采取线上线下相结合，经销为主，直营为辅的销售和服务模式。

表5：线上线下相结合，直营、经销相结合的销售服务模式

销售模式	模式简介	代表性客户
线上直营	线上直营主要系在第三方平台开设店铺直接向终端消费者销售商品，并提供配送及退换货等服务	淘宝、京东、抖音、拼多多等
直营	线下直营主要系为竞技体育客户、军需客户、受托加工客户和偶发性团购客户等提供运动营养、健康营养食品和数字化体育科技服务	国家级或省市级体育运动队、联勤保障部队第五采购服务站、幸福能量公司等
经销	公司将产品以买断式销售给经销商，经销商将产品销售给竞技运动人群和大众健身健康人群	线上：京东自营、福州富月辉、长沙永义诚等

销售模式	模式简介	代表性客户
		线下：扬州健乐

资料来源：公司 2022 年度报告、开源证券研究所

按照市场分类来看，针对竞技体育市场，康比特采取线下销售为主，直营与经销相结合的模式。军需市场采取线下直营模式；针对需求增长迅速且竞争激烈的大众健身健康市场，公司投入更多的精力，专注于产品研发与创新、品牌推广、供应链管理体系建设，充分发挥经销商专业化营销推广能力和各地产业化资源聚焦、政策优势。

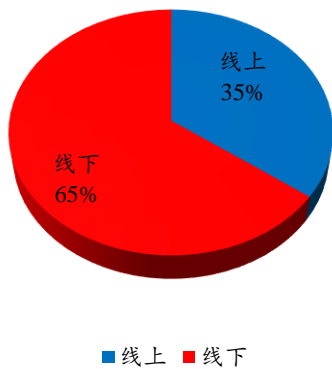
表6：对于不同特点的业务市场，采取不同销售模式

市场	特点	销售模式	客户
竞技体育市场	需要根据各地采购招标要求进行推广销售	直营	国家队
		经销	省市级运动队、俱乐部和体育院校
军需市场	对产品质量、安全、创新以及供应体系有较高要求	线下直营	军队
大众健身健康市场	需求增长迅速且竞争激烈	线上线下相结合，经销为主，直营、代销为辅	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

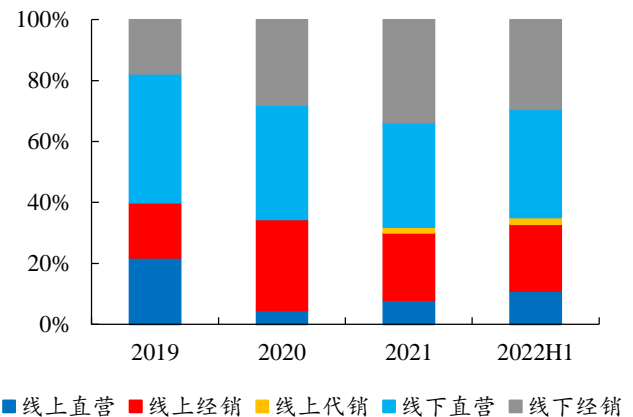
营收占比来看，康比特的主营业务销售收入中线下渠道的销售收入占主导，且比例有所提升。2022 年 H1 线上渠道的营收占比为 35.07%。线下销售中线下直营和经销比例由 2:1 逐渐趋近相等。经销收入逐年增长，直销收入在 2020 年有一定程度的下滑。

图31：2022 年 H1 线上渠道的营收占比 35.07%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：经销和线下直营为公司主要的销售渠道



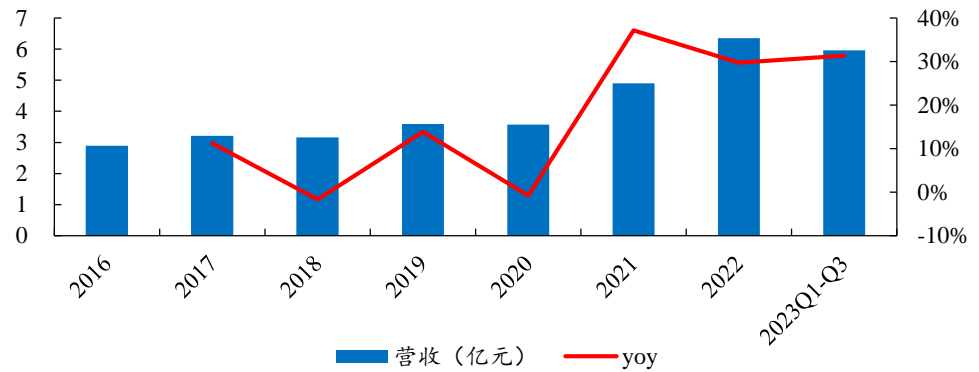
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

盈利模式：创立初期主要致力于服务竞技运动人群，凭借多年的专业技术和服务优势，不断加大数字化体育科技服务的推广力度，将多年累积的专业运动营养技术，转化为可复制、科学安全、个性化的运动营养解决方案，满足日益增长的大众健身健康需求。

1.4、财务情况：2023 年三季度营收增长 31.37%，2022 年毛利率 43.13%

营收能力：康比特营业收入增长，主营业务突出。2021 年营业收入较 2020 年增长 37.18%；2023 年 Q1-Q3 营收规模 5.96 亿元，同比增加 31.37%。其他业务收入主要为自有房产的房屋租赁收入、物业及代收水电费收入以及健身步道收入等。

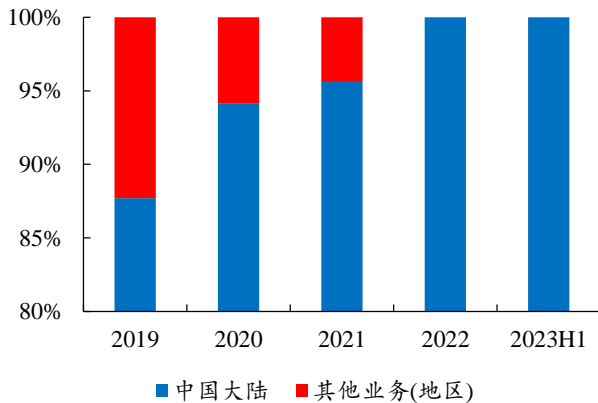
图33：2023 年 Q1-Q3 营收规模 5.96 亿元，增长 31.37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

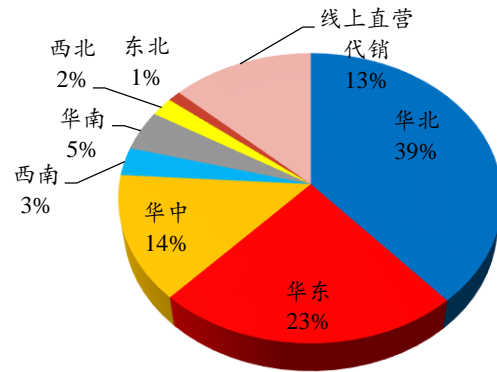
从销售收入来源地区看，2022 年开始康比特的主营收入都来自大陆地区，其中，华北、华东为主要销售收入来源地，2022 年 H1 两地收入分别占比 39%、23%。华中地区的收入占比逐年增加，在 2022 年上半年的数据中位列第三，占比 14.09%。

图34：2022 年后主营收入都来自大陆地区



数据来源：Wind、开源证券研究所

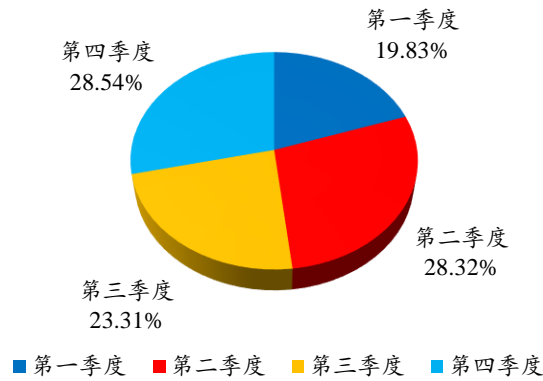
图35：华北、华东为康比特主要的收入来源地区



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

时间上来看，康比特的销售旺季为第二季度和第四季度。运动营养食品和健康营养食品的生产及销售会受节假日、促销活动、天气气候等因素的影响。第一季度由于春节假期因素影响，销售规模相对较低，属于淡季，其中 2020 年第一季度收入规模较 2019 年出现比较大的下滑，主要是由于 2020 年第一季度受国内新冠肺炎疫情因素影响较大；第二季度和第四季度，由于线上销售市场“618”、“双十一”、“双十二”等促销活动影响，销售规模占比略高。

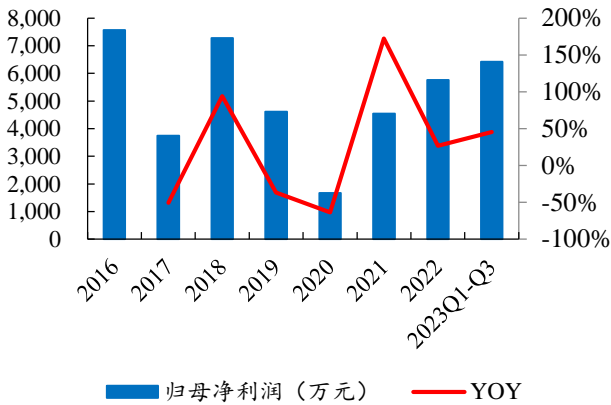
图36：2022年第二季度营收占比28.32%，第四季度营收占比28.54%



数据来源：Wind、开源证券研究所

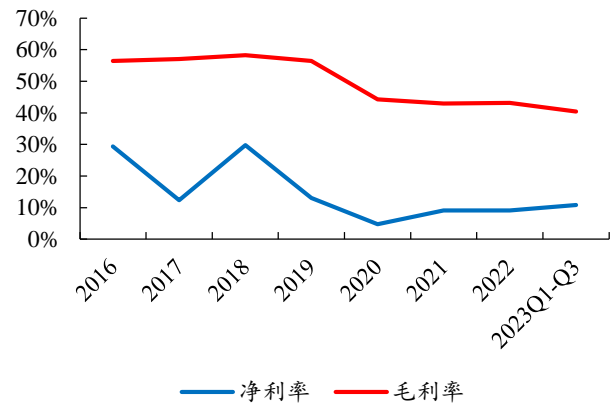
盈利能力：康比特主营业务综合毛利率自2020年来，基本稳定维持在42%左右。归母净利润2020年受疫情影响较大，大幅下滑，2021年已经开始稳步回升，2023年Q1-Q3归母净利润6423.60万元，同比增长45.29%。

图37：2023年前三季度归母净利润6423.60万元



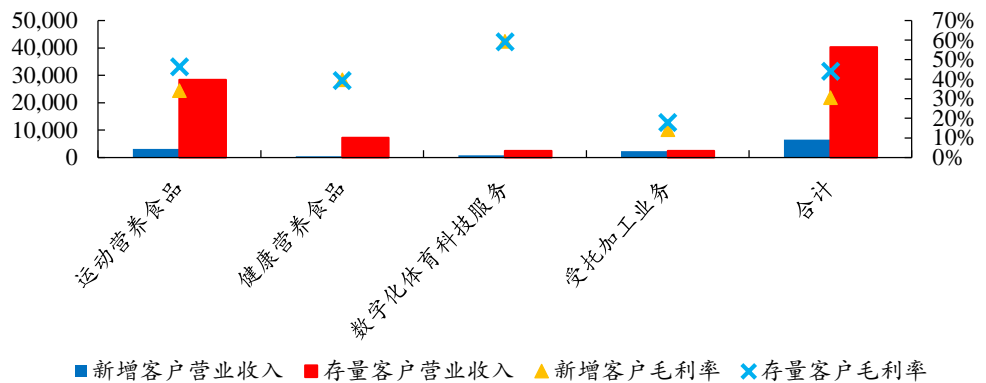
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2023年Q1-Q3毛利率40.41%



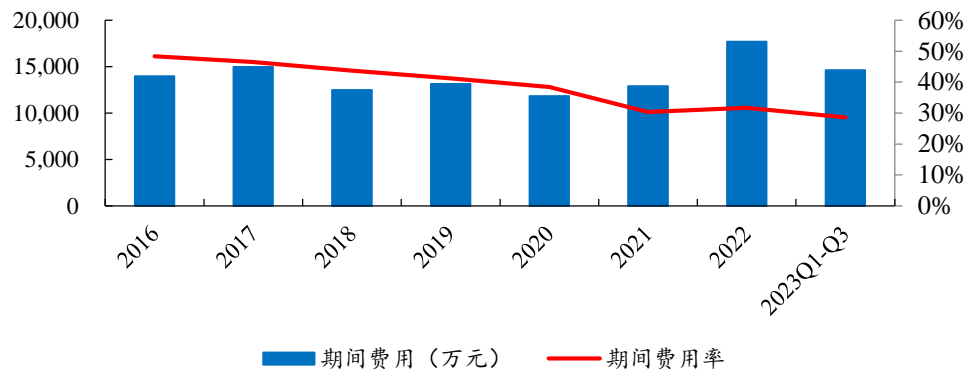
数据来源：Wind、开源证券研究所

康比特2021年度新增客户、存量客户毛利率分别为30.56%、44.13%，新增客户毛利率略低于存量客户毛利率，其中，运动营养食品及受托加工业务新增客户毛利率偏低，健康营养食品及数字化体育科技服务新增客户、存量客户毛利率基本稳定。

图39：存量客户营业收入占比高，新增客户毛利率低于存量客户毛利率（万元、%）


数据来源：公司二轮问询的回复、开源证券研究所

期间费用：康比特的期间费用率略有下降，2023年Q1-Q3达到28.59%。期间费用中，管理费用率和财务费用率保持平稳，销售费用率呈现下降趋势。期间费用的下降主要由销售费用的降低引起。2020年管理费用有所上涨，管理人员薪酬支出总额分别上涨15.26%和11.53%。2020年管理费用人员薪酬增幅较大的主要原因是康比特固安工厂投入使用，增加了管理人员人数。

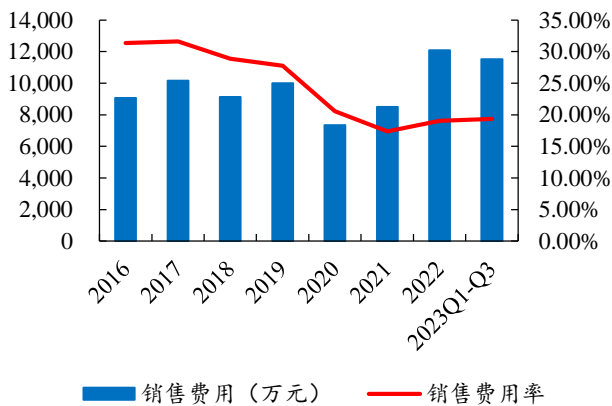
图40：2023年前三季度期间费用率为28.59%


数据来源：Wind、开源证券研究所

康比特的期间费用中销售费用占比最高，2017-2021年的销售费用率有下降趋势。此后基本维持稳定，2023年Q1-Q3销售费用率为19.34%。

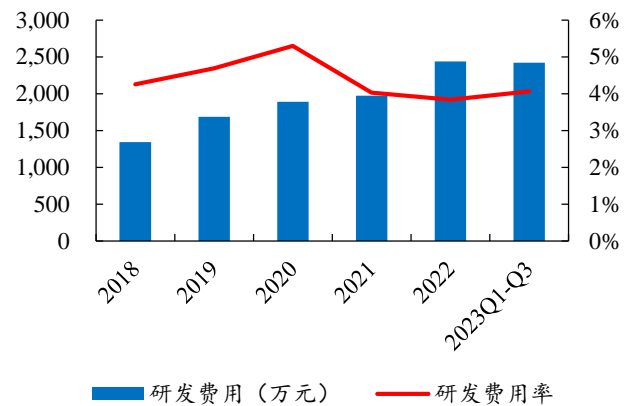
近年来，康比特的研发费用逐年提高，研发费用率基本在4%上下浮动。2023年Q1-Q3研发费用规模达到2422.16万元，研发费用率4.06%。

图41：2023年Q1-Q3销售费用率为19.34%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：近年来，康比特的研发费用逐渐增高



数据来源：Wind、开源证券研究所

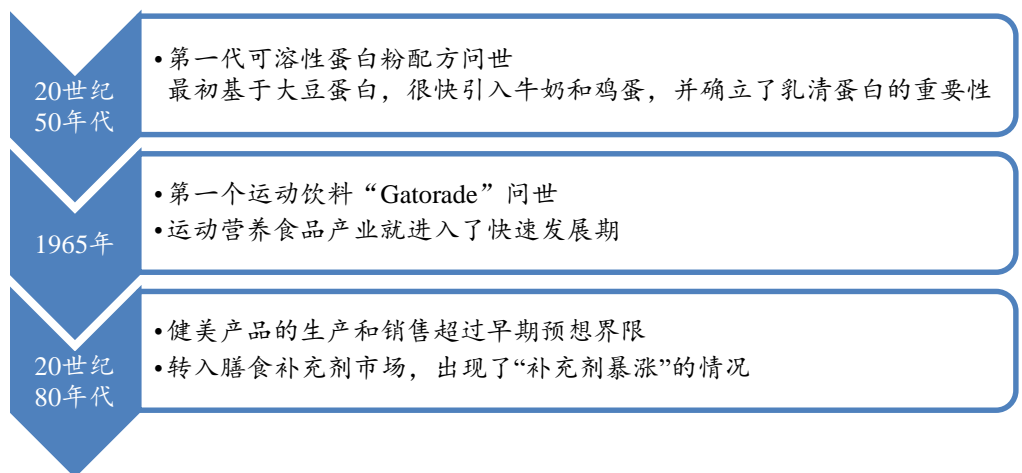
2、行业：运动营养行业空间广阔，数字智能服务为未来趋势

2.1、概念解析：我国运动营养食品行业起步晚，呈现快速发展态势

根据我国发布的《食品安全国家标准运动营养食品通则》(GB24154—2015)，运动营养食品具体定义是为满足运动人群（指每周参加体育锻炼3次及以上、每次持续时间30分钟及以上、每次运动强度达到中等及以上的人群）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。

国外运动营养食品发展起步较早，发展速度较快。与欧美等发达国家相比，我国运动营养食品行业起步较晚，于20世纪80年代才开始发展，但我国人口基数庞大，随着我国经济持续发展，以及居民消费观念改变，我国运动营养食品市场发展速度较快。2019年，我国运动营养食品市场规模接近26.4亿元，国内规模较大的运动营养食品企业有西王食品集团、康比特、汤臣倍健等。

图43：国外运动营养食品发展起步较早，发展速度较快



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

全球社会经济的快速发展、城市化率的上升和健康生活方式的普及，促进了消费者对健康营养饮食加深认识；专业运动员、健身健美人群及大众体育爱好者数量的增加也推动了运动营养食品市场需求的快速增长。

2.2、产业现状：行业服务范围扩大，中外行业特点不同

目前运动营养食品已经是食品行业中的重要组成部分，由最开始的十几种发展为现在的上千种，由最开始的专注于服务专业体育人群发展为现在的服务更广泛范围的大众体育人群。全球范围内，**运动营养食品市场主要集中在北美、西欧等地区**。根据 Foodaily 每日食品数据显示，2018 年全球运动营养食品市场中，美洲市场规模达到 106 亿美元，占比达到 67.5%。2019 年，两地合计市场占比达到 74% 左右。

美洲市场在全球运动营养食品市场中占据主导地位，其中美国是这一地区最大的市场。美国运动营养食品产业起步最早，发展和推进速度也最快。美国对运动营养食品没有专门的归类，而是被归属到膳食补充剂。1994 年美国颁布的《膳食补充剂健康教育法》为运动营养食品的创新发展和市场推广提供了良好的环境。

运动营养食品在欧洲市场有近 30 年历史，应用比较普遍，其市场发展仅次于美国。最初，欧洲将运动营养食品纳入“特殊营养目的用食品”类管理。**欧洲运动营养食品市场是一个稳步增长的市场，其中英国占据主导地位**。

我国运动营养学的研究始于 20 世纪 50 年代后期，北京大学运动医学研究所营养生化研究室是我国最早的运动营养研究机构。

图44：2017 年，中国的运动营养行业法律建设初步完成

1987	<ul style="list-style-type: none"> 成立国家体委运动营养研究中心，即如今的国家体育总局运动医学研究所运动营养研究中心，成为我国体育系统内专门从事运动营养工作的代表机构
1991	<ul style="list-style-type: none"> 我国体育系统开始正式进行运动营养食品的研制和功能评价工作
20世纪90年代初	<ul style="list-style-type: none"> 健美爱好者从国外带回部分具有增强肌肉效果的运动营养补剂，德国英豪（Inkospor）最早被引入国内，运动营养食品的市场因此应运而生
21世纪初	<ul style="list-style-type: none"> 国外的Optimum、GNC、Muscletech、BSN、MET-RX 等进入中国健身市场 本土企业康比特等成立
2007-2009	<ul style="list-style-type: none"> 《运动营养食品能量补充食品》《运动营养食品蛋白质补充食品》《运动营养食品能量控制食品》《运动营养食品食用肌酸》《运动营养食品运动人群营养素》国家标准《运动营养食品通则》 引导我国运动营养食品行业规范发展
2015.12.30	<ul style="list-style-type: none"> 《食品安全国家标准运动营养食品通则》正式颁布，为进一步规范我国运动营养食品产品市场提供了法律依据
2017.7.12	<ul style="list-style-type: none"> 《运动营养食品生产审查方案（试行）》标志着运动营养行业的法规建设初步完成，并已进入实施阶段，强有力的监管推动行业进入更加规范化的发展轨道

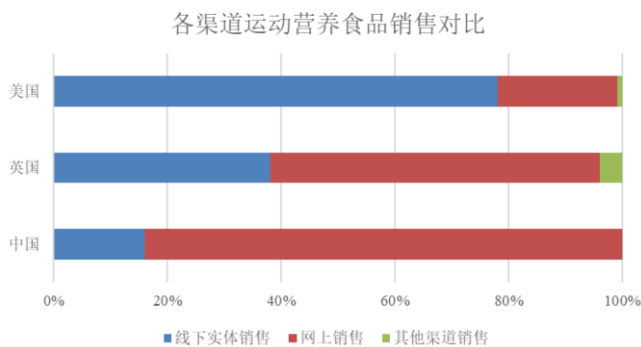
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

亚洲运动营养食品市场作为新兴市场，呈现快速发展态势。持续多年的快速发展使得可支配收入持续增加，推动了生活方式快速转变。近年来，随着亚太地区经济快速增长，虽然2018年亚洲占比仅7.6%，但在年均增速上亚洲的表现十分抢眼。亚洲新兴经济体总体仍保持了6.5%的高增长率，位居世界前列。亚洲已经成为了全球运动营养食品市场增长最快的地区，Foodaily每日食品预计2018年-2023年的增速达到16%以上。

由于发展时间与科技背景等差异，中国的营养食品市场与英美市场具有不同的特点。

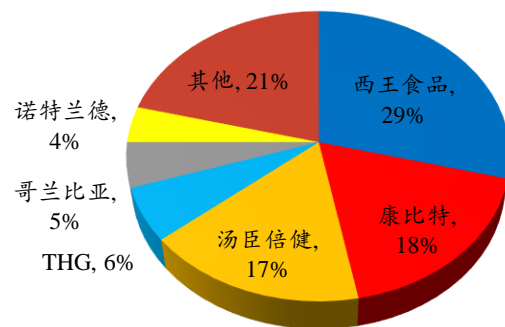
销售方式上，中国运动营养食品的销售以线上为主。2018年的销售中，通过互联网购买的占比达到84%，而线下商超等实体店购买的仅16%。同期，美国运动营养食品市场则主要以线下实体店等渠道销售为主，占比超过70%。

图45：中国运动营养食品的销售以线上为主



数据来源：公司招股说明书

图46：中国运动营养食品的市场集中度较高



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

中国运动营养食品的品牌商相对较少，以本土企业为主，市场集中度较高。目前，西王食品、康比特和汤臣倍健三家行业内占比最高的企业，合并市场份额占比达到64%。其中，西王食品自2016年底收购肌肉科技以来，发展迅速，已在海外市场推出功能性饮料，国内未来亦有计划推出此类产品，行业龙头地位凸显，国内市场占比达到29%；康比特作为中国最早建立的运动营养品牌和中国运动营养领域的领导名牌，占比约18%；汤臣倍健占比约为17%。除了前六大品牌以外的企业市场占比合计仅21%。

2.3、市场空间：政策支持体育强国，运动营养食品市场空间广阔

中国运动营养食品行业渗透率低，未来提升空间大。运动营养食品行业经过几十年的发展，各地区的行业渗透率有所提升，但仍存在较大差异。其中，北美市场渗透率已处于较高水平，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，未来具有较大的提升空间。

表7：“大健康”已上升为国家级战略

相关政策	相关内容
	积极促进健康与养老、旅游、互联网、健身休闲、食品融合，催生《“健康中国2030”规划纲要》健康新产业、新业态、新模式。发展基于互联网的健康服务，鼓励发展健康体检、咨询等健康服务，促进个性化健康管理服务发展，

相关政策	相关内容
	培育一批有特色的健康管理服务产业。
《国民营养计划(2017-2030)》	完善营养法规政策标准体系，加快修订预包装食品营养标签通则、食品营养强化剂使用标准、婴儿配方食品等重要食品安全国家标准。加强营养能力建设，加强国家级营养与健康科研机构建设。

资料来源：中共中央国务院官网、开源证券研究所

近年政策中对大健康产业的关注也在持续加码。《“健康中国 2030”规划纲要》明确指出，到 2023 年，我国健康服务业总规模达到 16 万亿元。据世界卫生组织针对全球人均健康支出数据显示，中国人均健康支出仅占全球人均健康支出的 1/5，所以对于我国而言，大健康产业发展的潜力是巨大的。先后发布了《“健康中国 2030”规划纲要》、《国民营养计划(2017-2030)》、《中国防治慢性病中长期规划(2017-2025 年)》等相关政策，“大健康”已上升为国家级战略。

国家出台多项政策支持体育产业发展，促进了运动人群不断扩大，体育产业的市场规模和基础设施建设等方面有了长足的发展，间接促进食用运动营养食品的运动人群数量规模增加。

表8：近年来，国家出台了多项政策促进发展全民健身

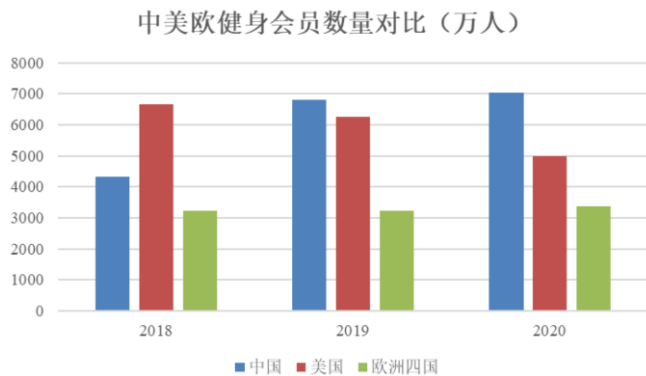
时间	相关政策
2019 年 9 月 17 日	关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见
2020 年 10 月 10 日	关于加强全民健身场地设施建设发展群众体育的意见
2021 年 8 月 3 日	《全民健身计划（2021—2025 年）》
2022 年 3 月 23 日	《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》
2022 年 4 月 27 日	《“十四五”国民健康规划》

资料来源：中共中央国务院官网、开源证券研究所

国务院发布的《全民健身计划（2021—2025 年）》计划到 2025 年经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。《体育强国建设纲要》提出目标到 2035 年，体育治理体系和治理能力实现现代化，体育产业更大更活更优，成为国民经济支柱性产业。到 2050 年，全面建成社会主义现代化体育强国，人民身体素养和健康水平、体育综合实力和国际影响力居于世界前列。在国家产业政策支持的大背景下，全民健身和健康中国理念将催生运动人群不断扩大，为运动营养食品带来庞大的市场需求。

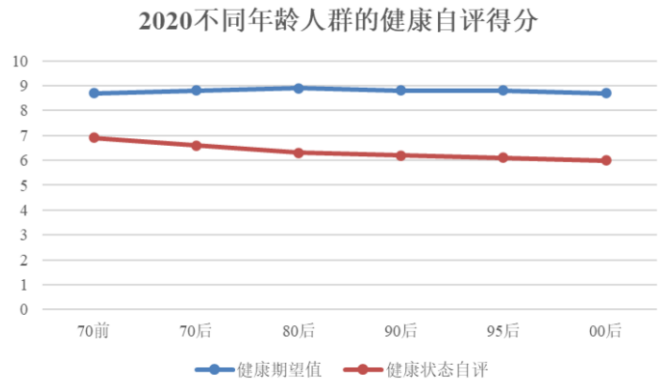
中国健身人群的渗透率仍然具有较大提升空间。2020 年，中国健身人群的渗透率达到 5%，与其他发达国家超过 15% 相比，具有较大的增长空间。根据三体云动数据，中国健身会员人数从 2018 年底的 4,327 万增长到 2020 年底的 7,029 万，呈快速增长趋势，进而推动运动营养食品市场需求的不断提升。

图47：中国健身参与人群提升很快(万人)



数据来源：公司招股说明书、三体云动

图48：后疫情时代，更多人愈加重视自身的身体健康

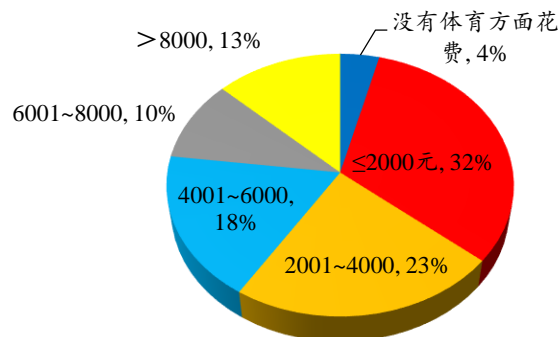


数据来源：公司招股说明书、《2020 国民健康观察报告》

后疫情时代，全民的健康意识也在发生重大转变。更多人愈加重视自身的身体健康，为行业带来了更多的潜在市场需求。从《2020 国民健康观察报告》公布的数据来看，我国整体国民对自己的健康期望值都在 8.7 分以上，每个年龄段的健康期望值都明显高于健康状态自评值。

大众体育消费意愿加强。中国体育用品业联合会发布的《2021 年大众健身行为和消费研究报告》显示，2021 年大众健身年平均总消费为 5,670 元，相比 2020 年提升 35%。

图49：在体育方面有花销的人群样本占比 96%

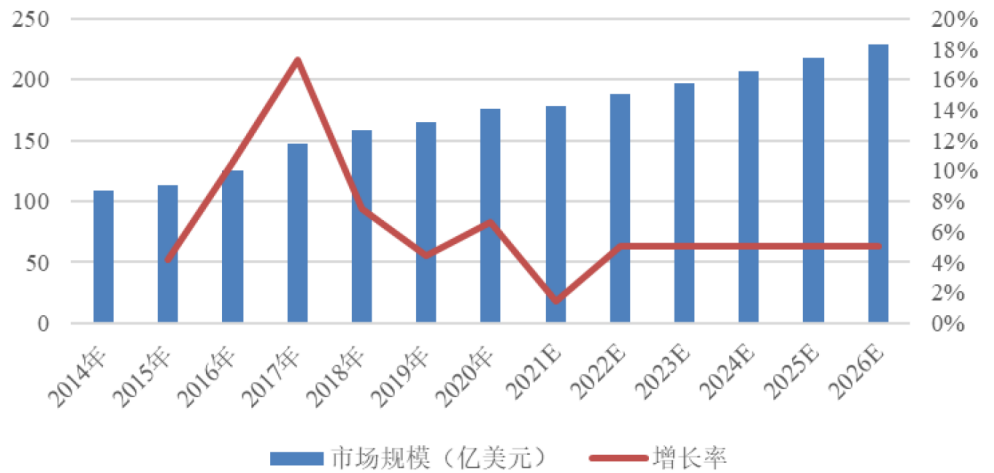


数据来源：《2020 年大众健身行为和消费研究报告》、开源证券研究所

大众体育的兴起和人们健康意识的改善促使越来越多的运动人群开始食用运动营养食品，为身体提供充足的能量并增强体质。运动营养行业逐渐从专业小众拓展到大众健康市场，行业增长潜力较大。

图50：2026年，全球运动营养市场规模预计达到228.57亿美元

2014-2026年全球运动营养市场规模及增长



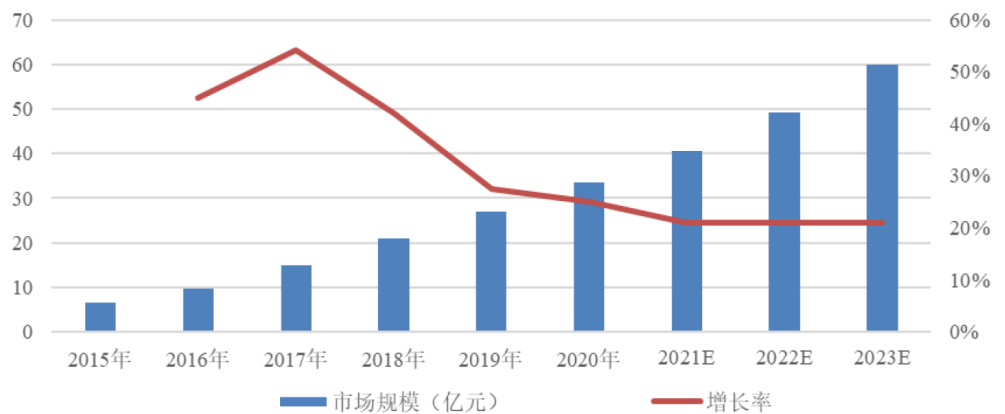
数据来源：公司招股说明书、华经产业研究院、欧睿国际

2017年是近十年来，全球运动营养食品市场增速最快的一年，为17.60%。2026年，全球运动营养市场规模预计达到228.57亿美元，持续保持5%左右较快增长。

中国运动营养食品产业虽然起步较晚，但是发展迅速，市场前景十分乐观。市场规模方面，欧睿国际的报告显示，2015-2020年，中国运动营养市场的复合年均增长率高达40%，是全球增速最快的市场之一；2021-2023年增长率达到21%，预计2023年，中国运动营养食品市场规模可达60亿元人民币，未来三年的增速远高于同期全球运动营养行业5%的增速水平。

图51：中国运动营养食品产业虽然起步较晚，但是发展迅速，市场前景十分乐观

2015-2023年中国运动营养市场规模及增长



数据来源：欧睿国际、公司招股说明书

2.4、发展趋势：功能细分化，行业集中化，跨界融合与数字智能化

产品功能细分化发展，满足需求多元化趋势。随着经济社会的发展，专业运动人群以及追求健康人群规模不断提升，其对于运动营养食品的需求呈现多元化发展

趋势。运动营养食品生产企业为满足消费者日趋多样化及专业化的内生需求，不断创新产品类型，行业正呈现功能逐步细分化发展，由粗放式发展进入精细化发展的趋势。对于竞技运动人群，其主要诉求包括提升和改善运动速度、力量、耐力、协调、柔韧、灵敏，以及运动后恢复等，运动营养食品制造企业需要从营养配方、功效实验、解决方案上体现产品专业性，比如设计不同的配方、用量、服用方法，并与运动训练相结合等；对于大众健身健康人群，除了满足最基本的运动营养和提高运动机能需求，企业更多会关注原料来源、包装、风味、便携性等特性，以及纤体、代餐等个性化诉求。

行业集中度持续提高。中国的运动营养食品市场集中度持续提高。欧睿国际的数据显示，2018年，行业排名前十的厂商的市场占有率达到88%，合计产值18.5亿元。近年来，随着国内厂商对外资品牌的不断兼并和收购，中国的运动营养食品市场前十的销售中，75%的零售收入来自国内厂商。

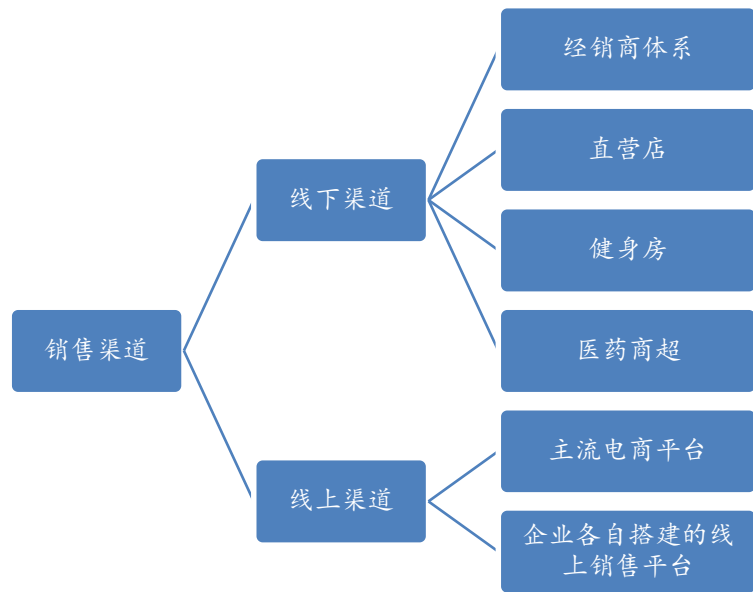
跨界融合成为运动营养产业新趋势。运动营养食品产业是运动训练学、营养学与食品科学这三大学科的交叉和融合的产物。《国家食品安全标准运动营养食品通则》的颁布实施为中国运动营养食品行业带来了全新的发展机遇，促进了市场逐步发展成熟，走上良性发展轨道。近年来，运动营养食品及健康服务行业保持持续快速增长趋势，经历了从1.0“有的吃”到2.0“吃得好”的跨越，目前达到了“追求品质、追求品牌”的3.0时代。随着国务院印发《国务院关于实施健康中国行动的意见》与《健康中国行动（2019—2030年）》等系列相关文件，医体结合的疾病管理与健康服务模式正在全速推进中。**医体结合成为大健康产业与大体育产业交叉融合的新趋势**，也将催生出中国运动营养产业的新形态，中国运动营养产业有望突破原有的产业界限，与更多大健康领域相融合，从而更好地走向大众、服务大众。

数字化体育科技带动下的大众健身智能化是未来趋势。随着移动互联网、数字化及智能技术的发展，通过硬件、内容和场景的结合，健身服务智能化、精细化、多样化、个性化已经逐步成为现代科学化运动健身方案的最新趋势。《2021年大众健身行为和消费研究报告》中，89%的受访者认为体育健身智能化是必要的，近1/3的受访者购买过智能运动设备，智能运动设备已成为体育实物类消费第五大细分品类，而在健身器材购买或升级决策中，智能类功能已上升为主要因素。目前，数字化体育科技服务仍集中于竞技体育领域，未来随着体育科技的不断进步和大众健身智能化方案的广泛运用，运动营养产业将迎来革新时代，创造出更为广阔的市场需求空间。

2.5、行业壁垒：资质、营销、规模化、研发与品控、技术构成六大壁垒

相关法律法规对运动营养食品质量提出了较高的资质要求。《中华人民共和国食品安全法》、国家标准《运动营养食品通则》和各地区《运动营养食品生产审查方案（试行）》等相关法律法规的逐步出台，政府对运动营养食品安全风险分析与控制能力、检测技术和控制方式等方面加强了监管，对运动营养食品企业的工作环境、生产过程、质量检测等环节提出更高的标准。新进企业较难在短期内达到较高的质量标准并通过运动营养食品生产审查方案，取得运动营养食品生产相关资质，运动营养食品行业具有较高的资质壁垒。

图52：运动营养食品行业营销渠道主要有线下和线上渠道



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

营销渠道对于运动营养食品企业的发展至关重要。目前，大型运动营养食品企业在营销渠道建设方面都经历了较长时间的积累，已在线上、线下建立了各自的直营和经销渠道，并拥有长期合作的客户和稳定的消费群体。新进企业面临较高的营销渠道壁垒。

在运动营养食品行业，规模较大的企业具有显著的优势。首先，较大规模的企业有充裕的生产能力，可以同时满足多个客户的开发、试制新产品的需求；其次，较大规模的企业能够快速响应大规模订单，同时在生产效率、采购成本、管理费用上能获得规模优势。而要形成规模化生产，必须要以雄厚的资金实力为支撑，新进企业短期内无法形成规模、成本、效率等多方面协同效应，面临较高的规模化及资金壁垒。

强大的产品研发体系和严格的产品质量控制体系，形成了较高的品牌知名度壁垒。随着健康生活方式和消费升级的转变，人们在生活中日趋重视运动和健身锻炼，并更加关注运动营养食品的质量、功效和品牌。新进企业难以在短时间内塑造全新知名品牌，时间和投入的积累系运动营养食品行业品牌壁垒的重要影响因素。

技术壁垒。运动营养食品行业的技术壁垒主要体现在产品配方和完整的运动营养技术体系两方面。一方面，在配方上，不同原辅料选择和具体配比会影响运动营养食品的功效、口感和品质；另一方面，在研发体系上，运动营养食品行业是运动训练学、营养学与食品科学三大学科交叉融合的产物，企业需要长时间的理论研究、效果观察和实践应用建立才能形成完整的运动营养技术体系。新进企业难以在短期内形成有效的产品配方和完整的运动营养技术体系，从而形成了较高的技术壁垒。

2.6、竞争格局：完全市场化竞争行业，康比特毛利率与研发优势明显

我国运动营养食品企业在产品质量、产品功效、品牌口碑等方面展开充分竞争，市场化程度较高。我国运动营养食品行业企业数量不多，主要集中在北京、山东、广东、浙江、江苏等地区，国外企业以欧美运动营养品牌为主，产业集群效应明显，行业集中度较高，属于完全市场化竞争行业。

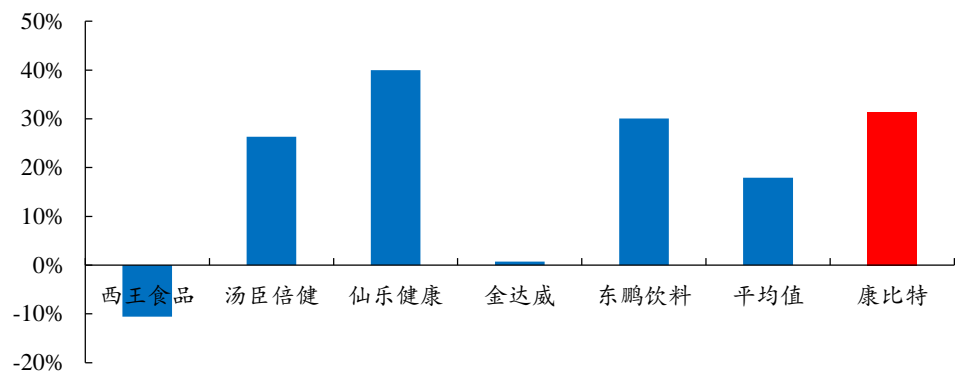
20世纪90年代我国运动营养食品行业基本为国外品牌所占据,但随着以康比特为代表的本土品牌逐步发展壮大以及国内企业的收购兼并,目前国内运动营养食品市场逐渐由我国本土企业占据主导,但尚未出现个别或多家企业完全主导的情形,尚未形成行业龙头。

图53: 康比特可比公司为西王食品、汤臣倍健、仙乐健康、金达威、东鹏饮料

 <p>西王食品 XIWANG FOOD</p>	<p>西王食品/肌肉科技 (000639.SZ)</p> <ul style="list-style-type: none"> 肌肉科技(MuscleTech) 创立于1995年。2009年进入中国, 2019年正式入选国家竞技产品采购目录 食用油、运动营养双主业, 以蛋白粉为主, 包括:白金系列、高性能系列和线下专属PRO系列产品 主营北美市场、中国市场
 <p>汤臣倍健</p>	<p>汤臣倍健 (300146.SZ)</p> <ul style="list-style-type: none"> 设立于2005年,2010年于创业板上市 旗下运动营养食品品牌主要包括:“健力多”、“汤臣倍健”、“美瑞克斯Met-RX”等 主要生产销售蛋白质、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, 与康比特产品结构类似 主营国内市场
 <p>SIRIO</p>	<p>仙乐健康 (300791.SZ)</p> <ul style="list-style-type: none"> 成立于1993年 涵盖保健食品、女性系列、体重管理与运动营养、基础营养、益生菌与肠道呵护等; 以合同研发生产模式 (CDMO) 为客户提供有科学依据的营养健康食品 主要市场为中国、欧洲、北美
 <p>金达威集团 KINGDOMWAY</p>	<p>金达威 (002626.SZ)</p> <ul style="list-style-type: none"> 成立于1997年11月。2011年10月28日在深圳证券交易所挂牌上市, 是国家火炬计划重点高新技术企业和创新型试点企业 五大系列产品: 辅酶Q10、维生素D3、维生素A、DHA、ARA 线上、线下经销方式在海外进行销售
 <p>东鹏饮料</p>	<p>东鹏饮料 (605499.SH)</p> <ul style="list-style-type: none"> 成立于1994年, 2021年5月上交所上市。 主要产品: 东鹏特饮、东鹏0糖、东鹏大咖、东鹏加气、由柑柠檬茶、陈皮特饮、东鹏水 主营市场为广东、华东、华中

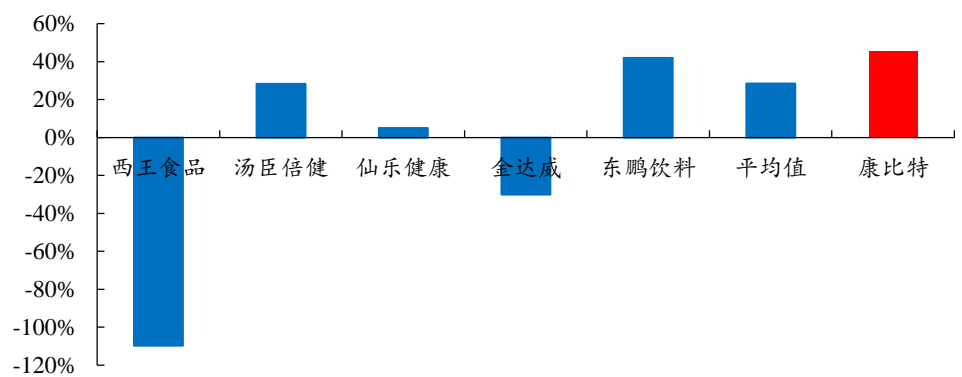
资料来源: 公司招股说明书、各公司官网、开源证券研究所

营运能力: 康比特营收规模相对可比公司较小, 但成长性表现较好。2023年Q1-Q3康比特营收同比增长率为31.37%, 高于可比公司均值, 仅次于增长39.96%的仙乐健康。

图54：康比特 2023 年 Q1-Q3 营收同比增长率高于可比公司均值


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力：康比特的 2023 年 Q1-Q3 归母净利润增长速度在可比公司中位列第一，达到 45.29%，可比公司均值为 28.42%，第二位为东鹏饮料的 42.05%。

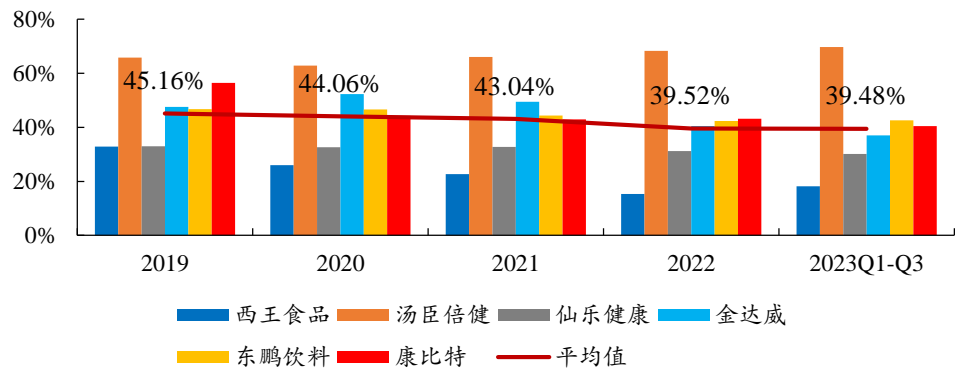
图55：康比特 2023 年 Q1-Q3 归母净利润同比增长率高于可比公司均值


数据来源：Wind、开源证券研究所

在毛利率的表现上，康比特的**主营业务毛利率与可比公司平均值基本持平，与东鹏饮料相近。**

汤臣倍健在行业中拥有较高的知名度，主要采取直营模式，毛利率高于其他可比公司；西王食品的运动营养补给品主要生产地在海外导致生产及运输成本较高，同时主要采取线上线下经销模式销售，毛利率相对较低；仙乐健康销售模式与受托加工业务类似，毛利率相对略低；金达威产品主要通过线上线下经销方式在海外进行销售，与康比特销售渠道差异造成了毛利率差异。

图56：康比特毛利率与可比公司平均值基本持平

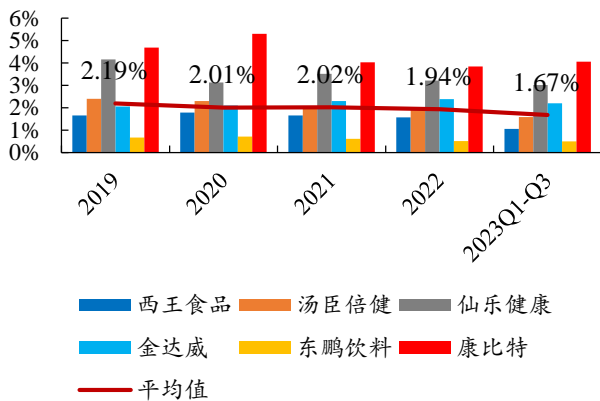


数据来源：Wind、开源证券研究所

康比特研发费用率在可比公司中占比最高，明显高于可比公司平均值。近年来，康比特持续加大运动营养及健康食品和数字化体育科技服务的研发，保持较高的研发投入，推动公司生产技术水平不断提升。

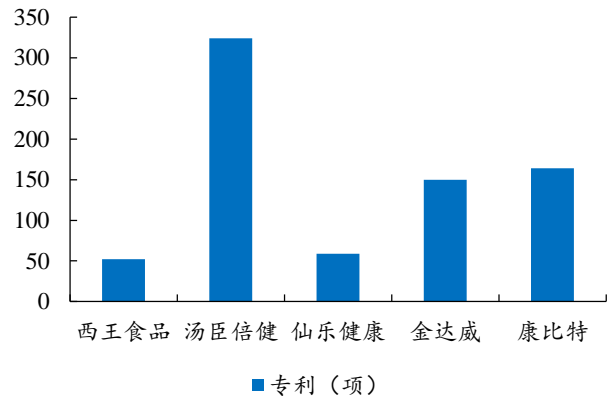
根据公司 2022 半年报，截至 2022 年 6 月 30 日，康比特拥有 164 项专利授权，其中授权的发明专利 101 项。专利数量位列第二，仅次于可比公司中的汤臣倍健。

图57：康比特研发费用率位列第一



数据来源：Wind、开源证券研究所

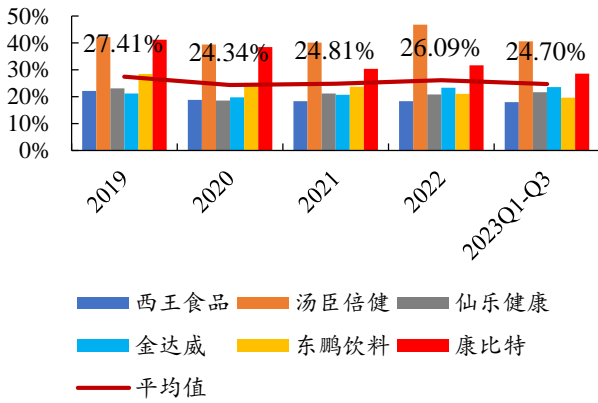
图58：康比特拥有专利权 164 项



数据来源：公司一轮问询的回复、公司 2022 半年报、开源证券研究所

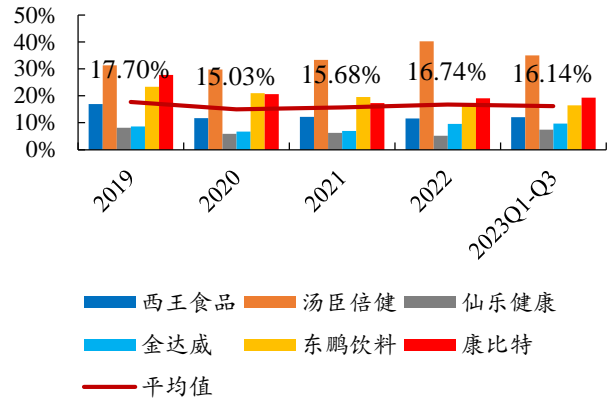
期间费用率方面，康比特数据略高于可比公司平均值，销售费用率基本与可比公司均值持平。

图59：期间费用与可比公司均值差异逐渐减小



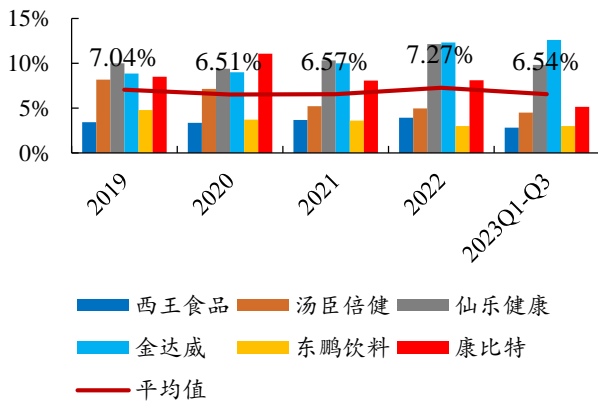
数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：销售费用趋近可比公司平均值



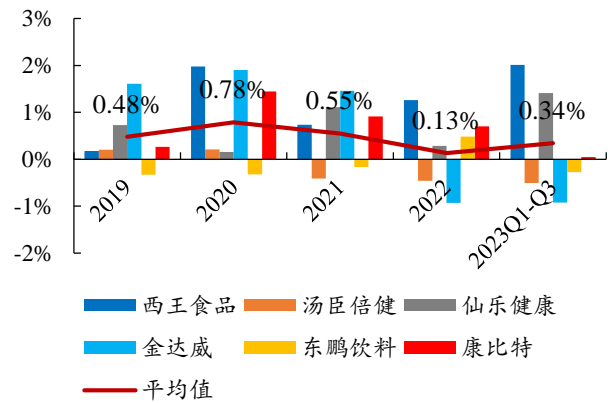
数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：管理费用率趋近可比公司平均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：财务费用率与可比公司平均水平基本一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、亮点探寻：北京市专精特新企业，获自主知识产权 220 项

3.1、研发与技术优势：研发投入稳定增加，获专利权 163 项

康比特重视产品的研发及技术创新，公司研发投入金额逐年增加，自 2004 年以来，先后参与 20 多项国家科技部、国家体育总局、中国残疾人体育运动管理中心、北京市科委等部门发布的运动营养研发课题。公司研发中心先后获得 CNAS 实验室、北京市工程实验室、北京市企业技术中心、北京科技研究开发机构、北京市职工创新工作室等认证。

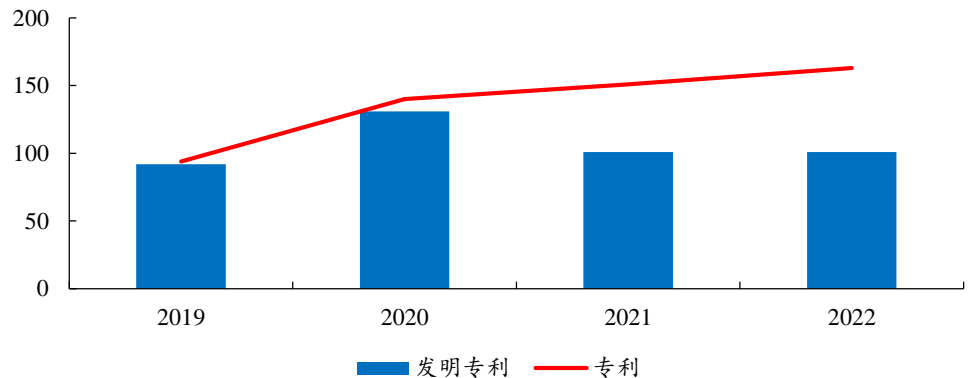
针对乳清蛋白爆品，公司引入高品质原料，添加专利成分，主打清洁配方，以更高品质原料+CPTpro 专有营养配方+专利成分+清洁标签，全面焕新升级，夯实卖点壁垒，提升品质，打造热门产品乳清。

表9：近3年来，先后参与8项国家体育总局等部门的运动营养研发课题

时间	项目	课题部门
2021	《国家网球队备战东京奥运会运动员科学化训练管理系统及数据库建设服务》	国家体育总局
2021	《钢架雪车国家集训队重点运动员备战2022年北京冬奥会运动营养保障科技攻关服务》	上海体育学院
2020	《国家男子自由式摔跤队备战奥运会体能训练及信息化管理系统的科技服务》	中国摔跤协会
2020	《国家网球队备战2020年东京奥运会运动员科学化训练管理系统及数据库建设服务》	国家体育总局
2019	《铁人三项运动员数据库建设及科学化训练管理系统开发》	国家体育总局
2019	《现代五项运动员疲劳恢复综合服务》	国家体育总局
2019	《游泳国家集训队综合科研攻关与服务研究》	中国残疾人体育运动管理中心
2019	《运动员体能训练与信息化管理系统的科研服务》(国家男子摔跤队)	国家体育总局

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

截至2022年12月31日，康比特获得专利163项。

图63：截止2022年底康比特获得发明专利101项


数据来源：公司年度报告、开源证券研究所

表10：康比特不断针对性开发相应的生产技术，提升生产工艺水平

技术	参与环节	概述效果
运动营养食品开发和功效研究技术	产品配方开发环节/产品组合应用环节	涵盖补充能量、增加速度与力量、提高耐力、运动后恢复以及改善睾酮水平等多方面，验证了各类产品在补充能量，增加肌肉力量和质量，缓解运动后疲劳，改善运动状态方面的效果，为运动营养食品的研发提供了新的思路。
高效运动营养功能因子研究和营养健康食品制造技术	产品配方开发环节/工艺制造环节/产品组合应用环节	筛选了28种运动营养功能因子，创制了具有改善代谢、减轻运动应激（损伤、炎症、自由基生成等）反应、提升运动耐力和增肌、促进运动后恢复、改善肠道屏障等功能的运动营养食品。

技术	参与环节	概述效果
时相增肌技术	产品配方开发环节/产品组合应用环节	运动后增肌效果最快的营养补充方法
减脂代餐技术	产品配方开发环节/产品组合应用环节	为具有各类减控体重需求的运动员及健身人群，增加肌肉、减少脂肪，实现减重减脂，促进体质健康的提升
即食棒开发关键技术	产品配方开发环节/工艺制造环节	包括棒剂型的工艺问题、口感问题、功能问题
运动性低血睾酮改善技术	产品配方开发环节	精准开发提睾酮产品技术，使产品功效开发成功率达到 90%以上
运动性低血色素改善技术	产品配方开发环节/产品组合应用环节	主要用于运动员的有氧耐力提升，属于运动前及运动后的营养需求核心技术
运动性关节保护技术	产品配方开发环节/产品组合应用环节	360 度关节营养作用骨关节靶点上，起到全面保护骨关节的作用，安全性高，服用方便，功效验证可靠
乳酸清除技术	产品配方开发环节	促进细胞器线粒体乳酸转化功能，减少乳酸生成，促进乳酸清除，通过该靶点清除技术减少运动后乳酸堆积，消除疲劳，促进恢复
运动性高血清肌酸激酶（CK）清除技术	产品配方开发环节	CK 靶点清除技术，使产品功效开发成功率达到 95% 以上，产品功效确切，提高了运动负荷强度和量度，持续提升运动员的运动表现
充碳技术	产品组合应用环节	结合健身健美项目训练特征，根据运动时相，优化竞技状态，选择精准的充碳时间到比赛之间的时间和最佳充碳方案
运动性脱水及电解质补充技术	产品配方开发环节/产品组合应用环节	维持良好的细胞功能、调节体温、获得最大的体力能力
压缩饼干制备技术	生产制造环节	研究并解决压缩饼干类产品在产业化过程中基料的糖油混合工艺、烘烤工艺、维矿精准混合工艺、压制工艺、产能提升创新方案
物料混合均化技术	生产制造环节	粉剂和颗粒料混合均匀度合格，营养素混合均匀度合格
粉剂脉冲分散技术	生产制造环节	粉剂脉冲分散技术是在粉剂中痕量营养元素在实际生产中的下料环节，采用脉冲变频充填、立柱 360 度紊流混合技术及科学统计学方法，解决混合均匀度不合格的问题
造粒分散技术	生产制造环节	通过造粒方式可以增加物料的比表面积至先前两倍左右，加速溶解速度

资料来源：公司招股说明书、公司一轮问询的回复、开源证券研究所

康比特一直紧跟市场变化，调整产品结构，针对性开发相应的生产技术，提升生产工艺水平。

表11：截至 2022 年 11 月，康比特有 16 个在研项目

技术	概述效果
增肌因子创新技术	通过工艺条件的改善，使几种有协同增效的因子有效的形成合力，具有靶向作用，及时有效的到达应力点，从而更加有效的增加肌肉含量，提高运动表现

技术	概述效果
高蛋白饮料开发技术	蛋白含量达到 10% 以上
控制体重产品剂型和工艺创新技术	研究并解决液体控制体重类产品在产业化过程中的能量问题、口感问题、营养问题、货架期内稳定问题、包装问题、设备工艺问题等。
糖矩阵复配技术对人体耐力能力影响的研究	为日后运动营养领域的后续研究与应用提供更多参考依据与理论支持
片剂微泡腾技术	常温放置稳定，口中适当轻微泡腾的微泡腾片
凝胶糖果的技术开发及产业化研究	研究并解决功能性凝胶糖果类产品在产业化过程中的功能方向、口感、营养、褐变、包装、设备工艺等问题
藏山药可吸果冻技术研究	高纯天然植物成分提睾酮效果好，见效快，同时满足目前市场上功效成分食品化的大趋势
康比特牌熟地枸杞口服液技术研究	产品的安全性、稳定性等均符合国家保健食品规范要求，可以达到预期的保健功能，使产品达到国内同类产品水平
粉剂颗粒料下料产业化研究	实现食品饮料生产企业粉体物料连续平稳下料
自热食品技术及工艺研究	建立更加完善、安全、健康的自热食品生产执行标准体系
运动员数字化体能管理系统	提升体能管理工作科学化、规范化、信息化水平，保障重点，加大常规教育
代餐减控产品的开发及产业化研究	解决在产业化过程中的能量问题、口感问题、营养问题、货架期内稳定问题、包装问题、设备工艺问题。
液体饮料的技术开发及产业化研究	果蔬汁类饮料、茶味饮料、促进能量消耗的运动饮料、补充蛋白质的运动饮料，耐力类运动饮料、促进运动后恢复类运动饮料等针对青少年运动人群、专业运动人群以及大众健康人群的饮料，口味很好，成本相对较低
运动员自助式体重管理系统	帮助运动员体重管理更加科学化、系统化、常态化
乳酸清除技术研究及产品开发	降低运动中的血乳酸，使运动在乳酸阈以下做功，达到提高运动能力的目的
饼干的技术开发及产业化研究	解决饼干类产品在产业化过程中的功能方向问题、口感问题、营养问题、破碎问题、包装问题、设备工艺问题

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.2、品牌优势：国家队集采目录入围数第一，北京市专精特新企业

2020 年 1 月 22 日，康比特成为全国第一家正式获批教育部“1+X 证书”体育运动领域企业，《运动营养咨询与指导职业技能等级证书》也成为第一个、也是目前唯一获批的体育运动领域职业技能等级证书，开创了我国运动营养行业复合型专业人才培养的新模式。

同时，公司重视营销赋能，在内容端深度挖掘产品的核心技术和核心卖点，持续输出优质传播内容；在营销投放端，扩大抖音、快手等平台投放，借力垂直达人影响力进行新品优质种草。目前，康比特在大众健身健康领域的品牌知名度正不断提升，行业地位日益增长。

近年来，康比特入围国家队集采目录的产品品类数量位居第一。

表12：康比特近年国家队集采入围与产品销售情况

年度	集采目录	入围公司数	康比特入围	康比特入围占比
2016-2017	8 大类 124 款产品	22	8 大类 33 款产品	27%
2019-2020	8 大类 96 款产品	17	8 大类 27 款产品	28%

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

依托竞技体育领域多年的科研成果积累、强大的产品创新能力以及高效的综合服务能力，康比特将竞技体育领域的竞争优势不断引入大众健身健康领域和军需食品领域，围绕客户需求展开多类业务活动和品牌推广，品牌营销和日常运营的相互促进融合，在运动营养食品行业积累了较强的品牌优势。

表13：康比特在运动营养食品行业积累了较强的品牌优势

年份	荣誉	授予单位或项目
2022	北京市专精特新“小巨人”企业	北京市经济和信息化局
2021	中关村高新技术企业	中关村科技园区管委会
2020	高新技术企业证书	北京市科学技术委员会
2019	检测中心通过 CNAS 认证	中国合格评定国家认可委员会
2016	北京市企业技术中心	北京市科学委员会、北京市财政局、北京市国家税务局、北京市地方税务局
2015	北京市高新技术成果转化示范单位	北京市科学技术委员会、北京市发展和改革委员会、北京市财政局、北京市经济和信息化委员会、中关村科技园区管理委员会
2012	第 30 届奥运会科研攻关与科技服务项目贡献三等奖	国家体育总局
2011	国家火炬计划重点高新技术企业	科技部火炬高新技术产业中心

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.3、募投项目：运动营养食品生产基地建设，加大品牌推广力度

康比特在北交所上市募集资金扣除发行费用后的净额为 1.38 亿元，主要用于运动营养食品生产基地建设项目、品牌建设与推广项目。

表14：本次公开发行股票募集资金拟用于运动营养食品生产基地建设项目和品牌建设与推广项目（万元）

项目	实施主体	募集资金计划投资总额（调整后） （万元）	累计投入募集资金金额 （万元）	投入进度
运动营养食品生产基地建设项目	固安康比特体育科技有限公司	10,000	-	
品牌建设与推广项目	北京康比特体育科技股份有限公司	3838.94	1,553.05	40.46%
合计		13,838.94	1,553.05	-

资料来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所（数据截至 2023 年 6 月 30 日）

固安康比特自 2017 年起在河北省廊坊市固安县投资建设“运动营养食品项目”，固安康比特工厂第一期工程已建成投产。本次募投的运动营养食品生产基地建设项目拟在预留地基础上，由固安康比特新建四层合计 26,000 平方米的生产厂房，并购置安装液体生产线扩产、软胶囊生产线和凝胶糖果生产线。

该项目主要围绕现有公司产品产能扩张和新产品的生产而实施。项目建成后将形成年产 392 吨液体饮料、200 吨凝胶糖果、220 吨软胶囊的生产规模。本次募投项目的实施有利于增强生产能力，丰富产品种类，扩大产品市场覆盖范围，更好地提升康比特市场占有率和盈利能力。

项目建成投产后，项目达产年营业收入 1.54 亿元，内部收益率为 20.35%(税后)，投资回收期为 6.18 年（静态、含建设期）。

募投项目中的品牌建设与推广项目建设期 3 年，计划投资 3838.94 万元用于品牌建设与推广项目。项目主要用于进一步加大公司品牌推广力度，通过品牌代言、广告投放、主题活动、新品发布等方式，促进康比特品牌建设，提升公司旗下品牌的知名度、美誉度和消费者忠诚度。

4、估值对比：可比公司 PE TTM 均值 37X

康比特专注运动营养、健康营养食品，近三年营收 CAGR 达到 20.86%，略高于行业可比上市公司均值。估值对比方面，主要选取西王食品、汤臣倍健、仙乐健康、金达威、东鹏饮料作为估值对比标的。

康比特近年研发属性突出，在可比公司中研发投入位列第一，随着募投项目顺利推进，康比特生产能力得到增强，产品种类愈发丰富，有利于康比特扩大产品市场覆盖范围，提升市场占有率和盈利能力，提高品牌知名度、美誉度和消费者粘性构筑更深的技术壁垒，从而推动业绩增长。我们预计 2023 年-2025 年的归母净利润为 0.78/0.93/1.13 亿元，EPS 为 0.63/0.75/0.91 元/股，对应当前股价 PE 为 21.7/18.2/14.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表15：可比公司 PE TTM 均值为 37X

公司名称	股票代码	收盘价	市值(亿元)	PE(TTM)	EPS				PE		
					2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
西王食品	000639.SZ	4.42	47.71	-	-	-	-	-	-	-	-
汤臣倍健	300146.SZ	16.63	282.84	15.7	0.81	1.05	1.25	1.46	15.9	13.3	11.4
仙乐健康	300791.SZ	33.26	60.39	27.3	1.18	1.47	2.1	2.59	22.7	15.9	12.9
金达威	002626.SZ	16.30	99.42	65.6	0.42	-	-	-	-	-	-
东鹏饮料	605499.SH	182.46	729.86	37.8	3.60	4.97	6.27	7.7	36.6	29.0	23.7
均值				36.6	1.50	2.50	3.21	3.90	25.0	19.4	16.0
中值				32.5	1.00	1.47	2.10	2.59	22.7	15.9	12.9
康比特	833429.BJ	13.61	16.94	21.8	0.46	0.63	0.75	0.91	21.7	18.2	14.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：市值、收盘价截至 2023 年 1 月 4 日，汤臣倍健、仙乐健康估值来自 Wind 一致预测，东鹏饮料估值来自开源证券）

5、风险提示

乳清蛋白等原材料进口风险、线上销售风险、行业政策风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	368	567	688	808	957
现金	168	304	366	420	519
应收票据及应收账款	46	70	70	95	102
其他应收款	4	6	7	9	9
预付账款	11	8	17	13	22
存货	130	174	221	262	294
其他流动资产	9	4	7	9	10
非流动资产	447	430	485	543	590
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	342	332	391	453	504
无形资产	29	28	25	22	19
其他非流动资产	76	70	69	68	67
资产总计	814	997	1173	1351	1547
流动负债	187	202	323	428	532
短期借款	37	20	135	224	288
应付票据及应付账款	76	89	98	119	146
其他流动负债	74	93	90	84	98
非流动负债	74	56	57	55	49
长期借款	50	36	37	35	29
其他非流动负债	24	20	20	20	20
负债合计	261	258	379	483	581
少数股东权益	-0	-0	1	1	2
股本	104	125	125	125	125
资本公积	161	279	279	279	279
留存收益	289	336	381	435	506
归属母公司股东权益	554	739	793	867	963
负债和股东权益	814	997	1173	1351	1547

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	57	51	69	76	145
净利润	45	58	79	94	115
折旧摊销	21	23	20	23	27
财务费用	4	4	8	12	16
投资损失	-0	-0	-1	-0	-1
营运资金变动	-24	-46	-34	-48	-7
其他经营现金流	11	13	-3	-4	-4
投资活动现金流	-33	-11	-74	-81	-73
资本支出	34	11	74	81	74
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	0	0	0	0
筹资活动现金流	-43	96	-47	-31	-37
短期借款	-19	-17	115	90	64
长期借款	-18	-14	1	-2	-5
普通股增加	2	20	0	0	0
资本公积增加	12	118	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-11	-163	-119	-95
现金净增加额	-19	137	-53	-35	35

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	490	635	817	993	1153
营业成本	279	361	469	574	660
营业税金及附加	5	6	10	12	13
营业费用	85	121	143	169	190
管理费用	40	51	69	80	100
研发费用	20	24	33	45	48
财务费用	4	4	8	12	16
资产减值损失	-2	-2	0	0	0
其他收益	3	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	0	1
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	56	65	91	109	133
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	3	0	1	1	1
利润总额	52	66	91	108	132
所得税	8	8	12	14	17
净利润	45	58	79	94	115
少数股东损益	-1	-0	1	0	1
归属母公司净利润	45	58	78	93	113
EBITDA	70	78	100	122	150
EPS(元)	0.36	0.46	0.63	0.75	0.91

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	37.2	29.7	28.6	21.6	16.1
营业利润(%)	226.0	16.9	40.4	18.9	22.3
归属于母公司净利润(%)	172.4	26.9	35.3	19.5	21.8
获利能力					
毛利率(%)	42.9	43.1	42.6	42.2	42.8
净利率(%)	9.3	9.1	9.5	9.4	9.8
ROE(%)	8.1	7.8	9.9	10.8	11.9
ROIC(%)	6.2	5.8	7.1	7.5	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	32.0	25.9	32.4	35.8	37.6
净负债比率(%)	-8.9	-29.1	-22.4	-16.3	-18.8
流动比率	2.0	2.8	2.1	1.9	1.8
速动比率	1.2	1.9	1.4	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	12.3	10.9	11.7	12.1	11.7
应付账款周转率	5.0	4.6	6.0	5.9	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.46	0.63	0.75	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.41	0.55	0.61	1.17
每股净资产(最新摊薄)	4.45	5.94	6.37	6.96	7.74
估值比率					
P/E	37.3	29.4	21.7	18.2	14.9
P/B	3.1	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	23.7	19.0	15.2	12.7	10.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn