



运动营养食品“小巨人”，军粮订单高增拉动业绩增长

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 实控人行业经验丰富，研发水平行业领先。公司董事长曾参与多项运动食品行业标准的制定，具备长远战略眼光；至2022年，公司研发投入持续增长，专利数量达163项，技术研发优势凸显；2) 运动营养食品头部企业，行业规模快速扩张。2020年，公司在国内运动营养食品市场占有率属于第一梯队；我国运动营养食品市场2018-2023年CAGR达26.2%；3) 募投扩产突破产能限制，着力加强品牌建设。公司募投项目达产后将形成年产392吨液体饮料、200吨凝胶糖果、220吨软胶囊的生产规模，品牌推广建设投资额达5000万元，有效提升公司订单承接能力及其品牌效应。
- 实控人行业经验丰富，研发水平行业领先。** 公司董事长白厚增先生先后参与多项运动食品行业标准、国家标准的制定，具备雄厚行业背景与长远战略眼光。同时，公司研发属性突出，持续保持高研发投入，2023年Q1-Q3研发投入同比增长47.8%，达2422.2万元。截至2022年，公司拥有专利163项，包括101项发明专利，自有技术提升有利于提高公司把握市场需求与打造高端产品的能力。
- 运动营养食品头部企业，行业规模快速扩张。** 截至2020年，公司在国内运动营养食品市场市占率为18%，位居第二，考虑到国内市场集中度较高与本土厂商崛起的行业发展趋势，公司市场占有率预期进一步提升。受健康中国建设影响，中国健身人群渗透率与整体数量持续上升，2022年分别为26.5%与3.7亿人，预计2027年将分别达32.9%与4.6亿人，下游需求高涨将持续拉动行业规模扩张。
- 募投扩产突破产能限制，着力加强品牌建设。** 公司拟通过募投项目达成产能扩张与品牌建设两大目标。募投项目达产后将形成年产392吨液体饮料、200吨凝胶糖果、220吨软胶囊的生产规模，并加强产品营销投入，有助于公司进一步加强产品与销售渠道布局，打破液体饮料产能瓶颈，驱动公司业绩增长。
- 投资建议:** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为75.0/92.4/113.2百万元，CAGR为25.3%，对应PE为16/13/11倍。考虑到公司在国内运动营养市场占有率居前、行业规模快速扩张，考虑到公司军粮收入高增、品牌认可度高，业绩有望进一步高增。鉴于2024年可比公司平均估值为18倍，我们给予公司2024年18倍PE，对应目标价为13.32元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 存货跌价风险、核心技术失密风险、公司向非法人客户销售可持续性的风险、实际控制人控制的风险。

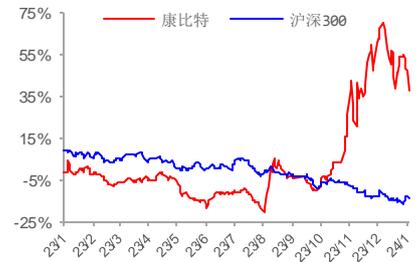
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	635.06	808.38	968.68	1122.93
增长率	29.72%	27.29%	19.83%	15.92%
归属母公司净利润(百万元)	57.61	75.02	92.42	113.20
增长率	26.90%	30.20%	23.20%	22.48%
每股收益EPS(元)	0.46	0.60	0.74	0.91
净资产收益率ROE	7.78%	9.46%	10.80%	12.12%
PE	21	16	13	11
PB	1.65	1.54	1.43	1.31

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(万股)	12450.00
流通A股(万股)	4967.88
总市值(亿元)	12.52
总资产(亿元)	11.08
每股净资产(元)	6.19

相关研究

目 录

1 深耕运动营养食品二十载，打造行业标杆企业	1
1.1 股权结构健康稳定，实控人行业经验丰富.....	1
1.2 专注运动及健康营养食品，布局体育科技服务.....	2
1.3 生产经营快速恢复，军粮订单快速增长.....	3
2 居民健康需求日益高涨，运动健康食品市场快速扩张	5
2.1 下游需求覆盖面广，体育科技服务领域预期拓宽.....	5
2.2 国民健康意识日渐觉醒，运动营养市场厚积薄发.....	6
2.3 国内市场集中度较高，以本土企业线上销售为主.....	8
3 国家采购订单行业领先，募投扩产助长品牌效应	9
3.1 研发水平行业领先，国家合作彰显品牌认可.....	9
3.2 国家集采入围数量位居第一，to C 线上销售稳定增长.....	11
3.3 募投扩产满足多样化需求，着力品牌建设与推广.....	12
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测.....	13
4.2 相对估值.....	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 1 月 30 日)	2
图 3: 营业总收入及增速	3
图 4: 扣非后归母净利润及增速	3
图 5: 公司主营业务收入按产品分类情况	4
图 6: 公司大众营养食品收入情况	4
图 7: 公司主营业务收入按地区拆分情况	4
图 8: 公司主营业务收入按销售拆分情况	4
图 9: 公司毛利率及净利率情况	5
图 10: 公司期间费用率情况	5
图 11: 公司所处产业链	5
图 12: 国民健康关注度	7
图 13: 中国健身人群数量	7
图 14: 全球运动营养食品市场规模	7
图 15: 2018 年全球运动营养市场规模 (亿美元) 与增速	7
图 16: 中国运动营养食品市场规模	8
图 17: 中国运动营养食品企业市场占有率	8
图 18: 公司研发费用 (万元)	10
图 19: 公司发明专利情况	10
图 20: 公司研发人员构成 (人)	10
图 21: 公司在电商平台的收入情况 (万元)	12
图 22: 公司线上销售收入情况 (万元)	12
图 23: 公司各产品产能	12
图 24: 公司产能利用率	12

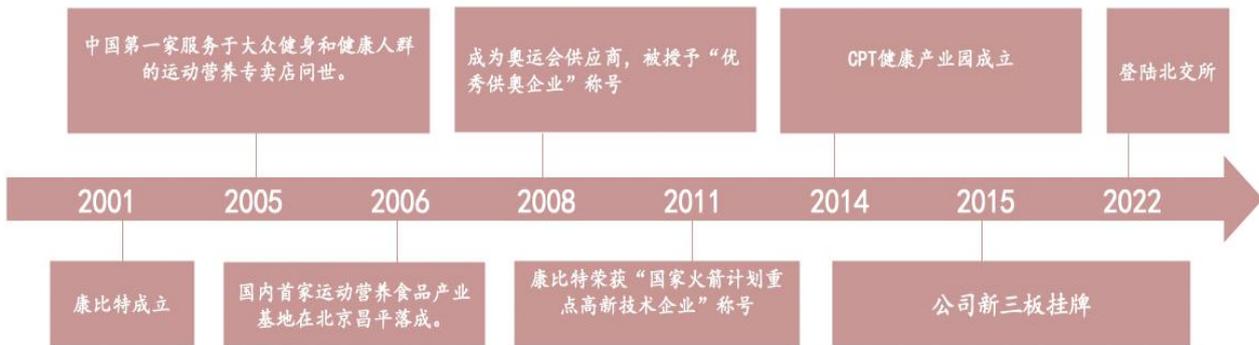
表 目 录

表 1: 公司主要产品类型	2
表 2: 运动营养食品及健康产业相关政策	6
表 3: 公司产品细分领域主要竞争对手与公司对比	9
表 4: 公司荣誉认证 (部分)	10
表 5: 公司入围国家体育总局国家队集采营养食品目录的具体情况	11
表 6: 公司募投项目情况	13
表 7: 分业务收入及毛利率	13
表 8: 可比公司估值	14
附表: 财务预测与估值	16

1 深耕运动营养食品二十载，打造行业标杆企业

专注运动营养食品二十载，产销规模居行业前列。公司成立于 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。公司的主要核心产品为运动营养食品，产品连续多年入围国家体育总局国家队集中采购营养食品目录，是国家队、奥运会以及残奥会的运动营养食品供应商，且长期为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。2022 年 2 月 10 日，公司入选 2021 年度第二批拟认定北京市专精特新“小巨人”企业名单。目前公司研发中心已通过 CNAS 认证，拥有专利技术 163 项，包括 101 项发明专利，参与起草并制定 QB/T2831-2006（运动营养食品能量补充食品）、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）等多项行业标准。

图 1：公司历史沿革

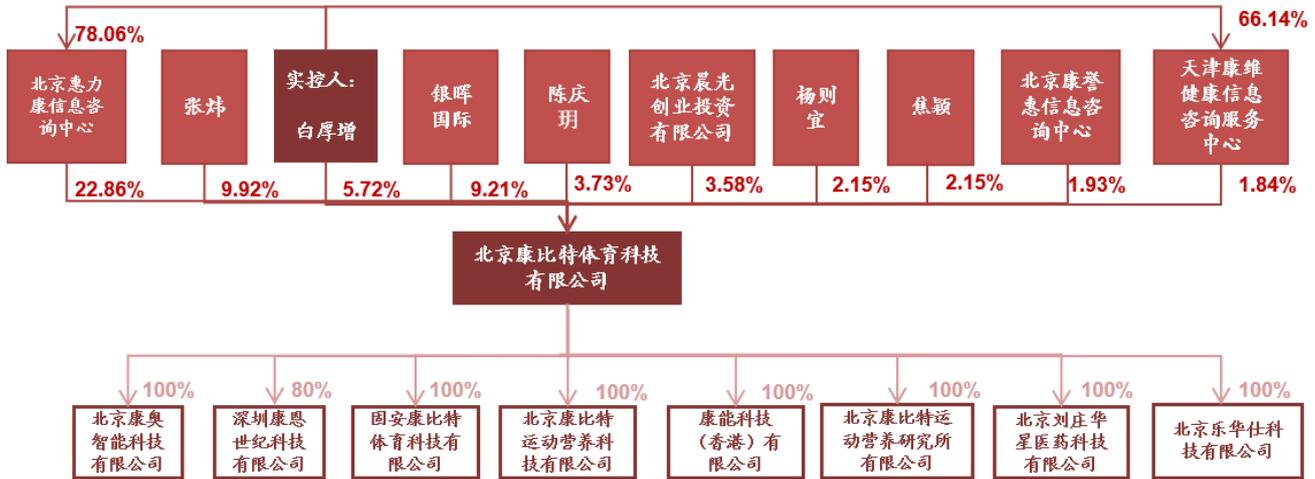


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.1 股权结构健康稳定，实控人行业经验丰富

董事长实控公司，具有多年管理经验。截至 2024 年 1 月 30 日，董事长白厚增先生直接持有公司 5.7% 的股份，并间接控制公司 17.8% 的股份，合计控股 23.6%，为公司实际控制人。白厚增先生具有丰富的管理经验，曾参与多项运动食品行业标准、国家标准的制定。张炜、陈庆玥夫妇共同持有 13.7% 的股份，投资机构银晖国际持有 9.2% 的股份。此外，焦颖、杨则宜夫妇共持有公司 4.3% 的股份，并分别出任公司副总经理及首席技术顾问。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 1 月 30 日）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

1.2 专注运动及健康营养食品，布局体育科技服务

公司主要产品为运动营养食品和健康营养食品。运动营养食品包括分为能量蛋白类以及运动功能类，分别用于补充、控制能量和蛋白质以及提高运动力量。健康营养食品亦可分为用于满足大众健康需求的健康食品 and 满足部队作训军官训练的军需食品。除运动营养食品和健康营养食品，公司还广泛布局于体育科技服务，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服务体系。

表 1：公司主要产品类型

产品名称	图例	产品特点及用途
运动营养食品		补充能量、控制能量和补充蛋白质
		提高速度力量、耐力类和运动后恢复
健康营养食品		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

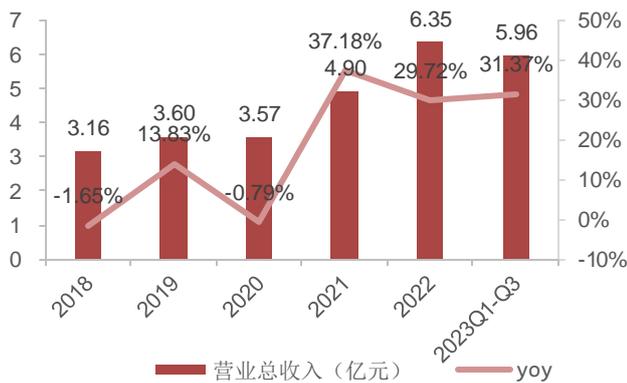
产品名称	图例	产品特点及用途
数字化体育科技服务		满足竞技运动人群的科学训练、大众健身与健康人群的科学健身需求提供的科学训练指导、营养咨询的软硬件系统产品和服务。
受托加工服务		为客户代工各类固体棒、液体左旋肉碱、压片糖果等产品

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.3 生产经营快速恢复，军粮订单快速增长

摆脱疫情困境，营收进入稳定增长通道。2020年，受新冠疫情影响，公司营收下滑至3.6亿元，扣非后归母净利润下滑至12.8百万元，同比降低63.9%。2021年后，疫情进入正常防控阶段，物流仓储恢复正常，公司加大促销力度、逐步降单价实现了业务快速恢复。2022年，公司收入和扣非后归母净利润分别达6.4亿元与55.2百万元。随着疫情常态化防控以及军需食品收入的增长，2023年前三季度，公司营收同比增长31.4%，达6.0亿元，扣非后归母净利润迅速修复至51.0百万元，同比增长近45.3%。

图 3：营业总收入及增速



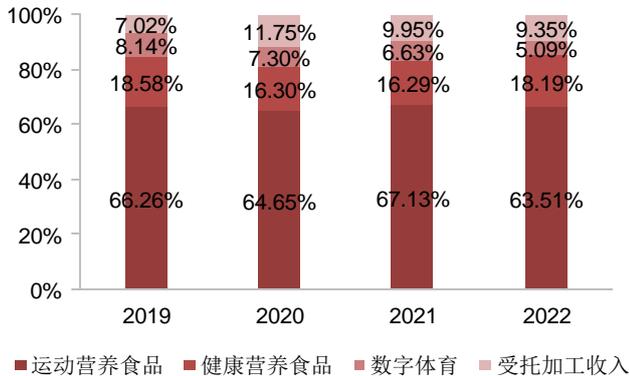
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 4：扣非后归母净利润及增速

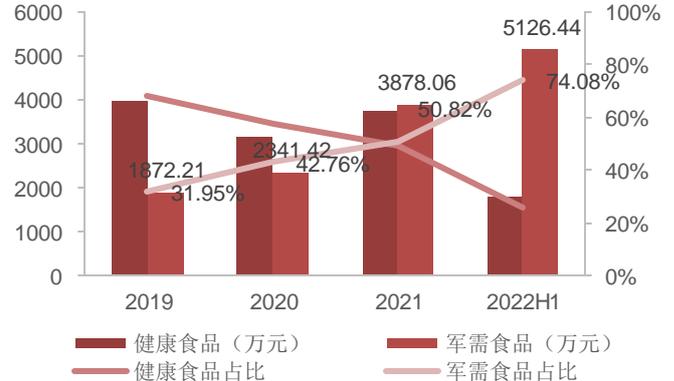


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

运动营养食品以及健康营养食品为销售收入的主要来源，军粮业务快速扩张。2019-2021年，运动营养食品的收入占总营收的60%以上，健康营养食品占比为16%-19%。2022年，受益于下属细分的军需食品业务高增，公司健康营养食品收入占比较2020-2021年小幅提升，达18.2%。仅2022年H1，公司军粮业务收入达5126.5万元，超2021年全年军粮收入，占当期公司健康营养食品收入的74.1%。

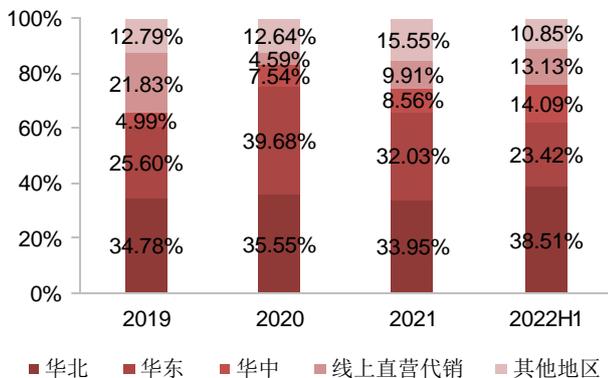
图 5：公司主营业务收入按产品分类情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

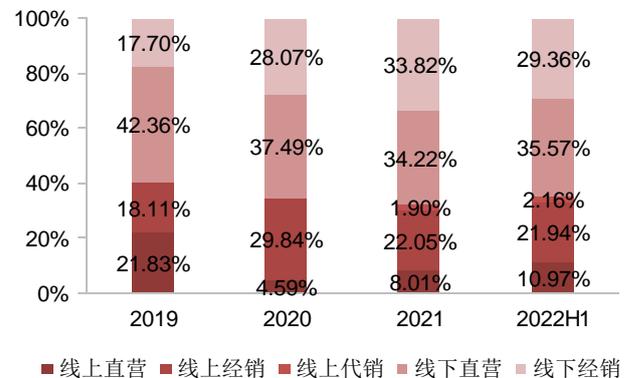
图 6：公司大众营养食品收入情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

华北、华东地区为主要销售地区，线下销售渠道占主导。华北地区与华东地区为公司长期的主要销售区域，2019-2021 年收入合计占比分别为 60.4%、75.2%、66.0%。此外，华中地区的增速较快，2022 年上半年销售收入 4168.1 万元，占比由 2019 年的 5% 提升至 2022 年上半年的 14.1%。从销售模式上看，线下销售渠道依旧占主导，2019-2022 年 H1 均占营业收入的 60% 以上。2022 年开始公司加大在抖音等平台的推广力度，线上直营及代销收入同比增长 116.6%，同时公司对京东自营等线上经销客户销售也有所增加。

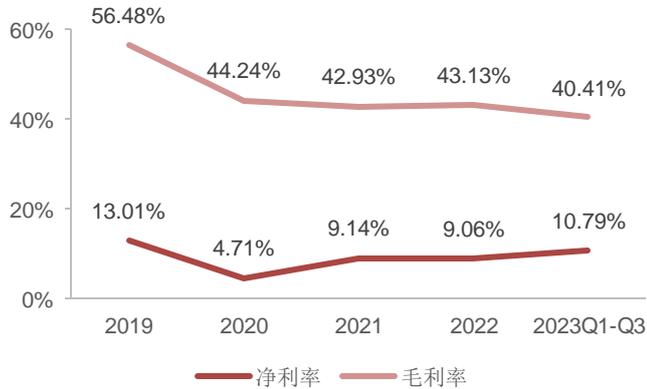
图 7：公司主营业务收入按地区拆分情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

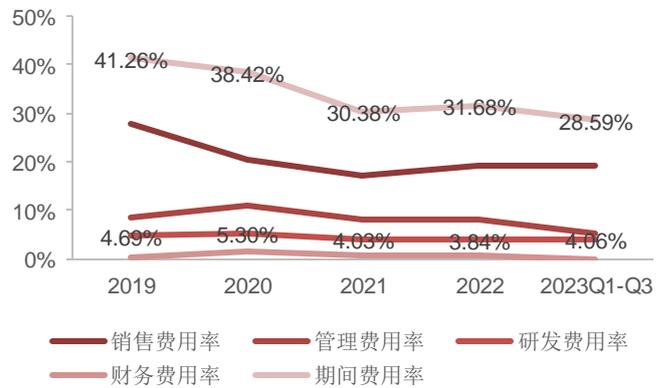
图 8：公司主营业务收入按销售拆分情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司净利率逐步回升，期间费用率整体降低。受疫情影响，2020 年净利率大幅下降至 4.7%。随着疫情防控正常化，公司营业收入增长，2021-2023 年前三季度，净利率呈现上升趋势，2023 年 Q1-Q3 达 10.8%。受毛利率较低的军需食品销售占比增加影响，公司毛利呈下滑趋势，2023 年 Q1-Q3 的毛利率为 40.4%。从费用率来看，公司期间费用率呈现持续下降趋势，主要系销售费用下降影响。2022 年公司期间费用率为 31.7%，较 2019 年下降 9.6pp。由于公司减少贷款使用额度、利息减少，2023 年 Q1-Q3 财务费用率与同期比大幅下降 0.7pp。公司研发费用保持稳定，均保持于 4.0% 左右。

图 9：公司毛利率及净利率情况


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

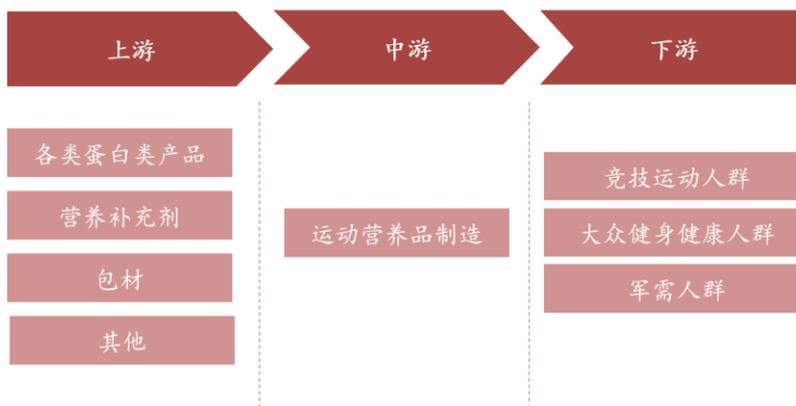
图 10：公司期间费用率情况


数据来源：公司公告，同花顺 iFinD，西南证券整理

2 居民健康需求日益高涨，运动健康食品市场快速扩张

2.1 下游需求覆盖面广，体育科技服务领域预期拓宽

下游涵盖 to B 与 to C 渠道，主要覆盖健身运动与军队人群。公司属于运动营养品制造产业，行业上游主要为膳食补充剂、运动营养补充剂、蛋白类产品与相关生产设备。运动营养食品是指为满足运动人群（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。行业下游需求主要覆盖运动人群，销售渠道同时覆盖 to B 与 to C 渠道，to B 渠道主要包括运动队、运动俱乐部、体育院校、部队（军需），涉及与电商平台合作直销消费者；to C 渠道主要指向竞技运动人群、大众健身健康人群。

图 11：公司所处产业链


数据来源：西南证券整理

国家政策支持催生下游需求，数字化体育科技应用场景预期拓宽。在“健康中国”建设的指引下，“十三五”计划到“十四五”期间国家出台多项政策以支持体育产业发展，使体育产业规模显著扩张。此前，国务院分别于 2014 年与 2016 年强调并鼓励发展营养健康产品，为运动营养产业发展奠定基础。《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》

等多项政策计划到 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，为运动营养食品带来庞大的市场需求。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，结合运动人群的不断扩张，数字化体育科技进一步深入大众健身，运用场景预期拓宽。

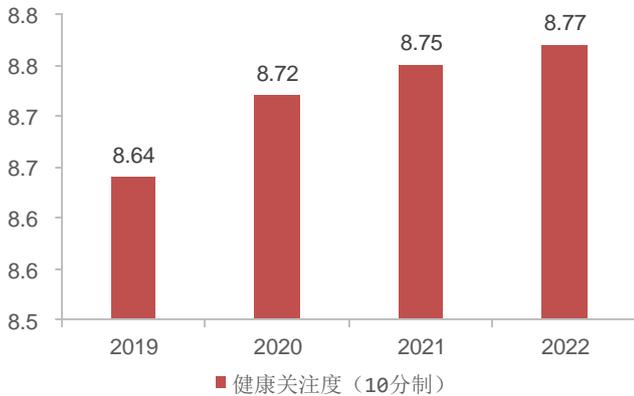
表 2：运动营养食品及健康产业相关政策

政策及法规	发布部门	发布时间	主要内容
《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》	中共中央办公厅、国务院	2022 年	到 2025 年，更高水平的全民健身公共服务体系基本建立，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%；到 2035 年，全民健身公共服务体系全面建立，经常参加体育锻炼人数比例达 45%以上。
《全民健身计划（2021-2025 年）》	国务院	2021 年	到 2025 年，县（市、区）、乡镇（街道）、行政村（社区）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。
《国务院办公厅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》	国务院	2019 年	强化体育产业要素保障，激发市场活力和消费热情，推动体育产业成为国民经济支柱性产业。
《中共中央国务院关于深化改革加强食品安全工作的意见》	国务院	2019 年	加强食品安全领域的科技创新，引导食品企业加大研发投入，完善科技成果转化应用机制。
“十三五”国家食品安全规划	国务院	2017 年	鼓励食品生产经营企业建设规模化原辅材料和食品加工基地；推动特色食品加工示范基地建设，以知名品牌和龙头企业为引领，发挥示范作用。
《国民营养计划（2017-2030 年）》	国务院办公厅	2017 年	针对不同人群的健康需求，着力发展保健食品、营养强化食品、双蛋白食物等新型营养健康食品。
《健康中国 2030 规划纲要》	中共中央、国务院	2016 年	优化健康产业体系，2030 年健康服务业总规模达到 16 万亿元的指标。同时展望 2050 年，提出“建成与社会主义现代化国家相适应的健康国家”的长远目标。
《中国食物与营养发展纲要（2014-2020 年）》	国务院	2014 年	不断增加膳食制品供应种类；重点发展营养强化食品；引导企业加大食物与营养科技投入，加强对食物与营养重点领域和关键环节的研究。

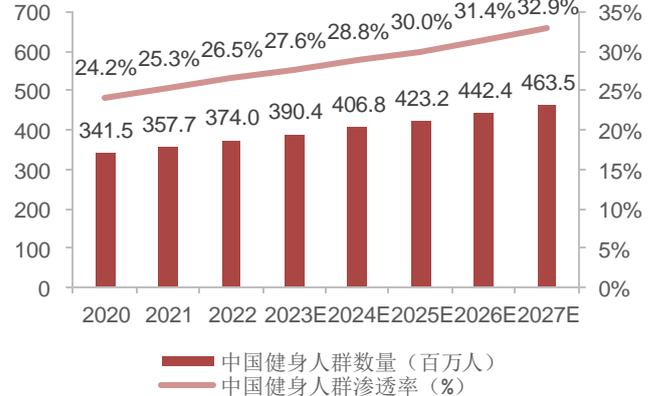
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 国民健康意识日渐觉醒，运动营养市场厚积薄发

国民健康关注度日渐攀升，行业渗透率持续提高。在后疫情时代，全民的健康意识、健康补充需求发生了重大转变，更为重视自身的身体健康。根据 Ipsos《2022 年健康洞察报告》，国民健康关注度自 2019 年至 2022 年持续攀升，由 8.6 分上升至 8.8 分，且 81% 的受访人表示自己相比于之前更关注健康。在健康意识深入人心的背景下，结合“健康中国”相关的政策效应驱动，中国健身人群数量持续提高。根据灼识咨询数据，2022 年中国健身人群数量达 3.7 亿人，健身人群渗透率达 26.5%，相比 2020 年分别上升 9.5% 与 2.3pp。预计至 2027 年，中国健身人群数量将上升至 4.6 亿人，渗透率达 32.9%，运动营养食品需求进一步提高。

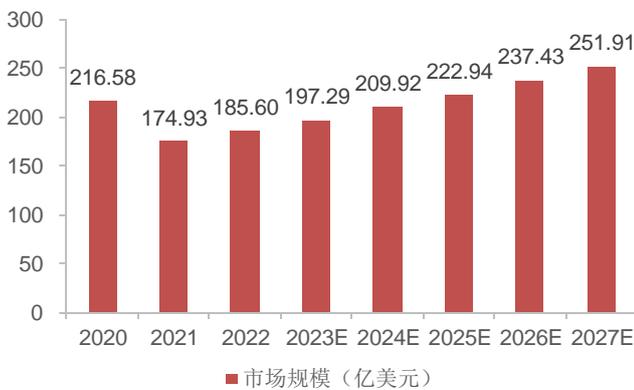
图 12: 国民健康关注度


数据来源: Ipsos, 西南证券整理

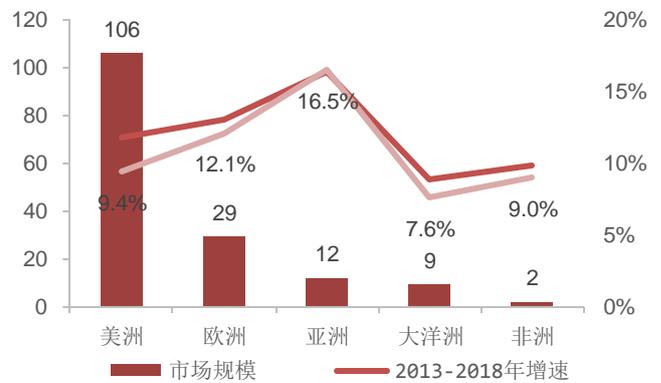
图 13: 中国健身人群数量


数据来源: 灼识咨询, Keep 招股说明书, 西南证券整理

全球运动营养食品市场稳健发展, 亚洲市场增长亮眼。国外市场于 20 世纪 50 年代开始发展, 根据欧睿国际数据, 截至 2022 年, 全球运动营养食品市场规模已达到 185.6 亿美元, 已经成为食品行业中的重要组成部分, 预期该市场将保持持续增长趋势, 预计于 2027 年达到 251.9 亿美元。全球运动营养食品市场主要集中于北美和欧洲市场。根据 Foodaily 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%, 亚洲仅占 7.6%, 但预计亚洲 2013-2018 年及 2018-2023 年的 CAGR 均达到 16% 以上, 扩张速度为各大洲第一。

图 14: 全球运动营养食品市场规模


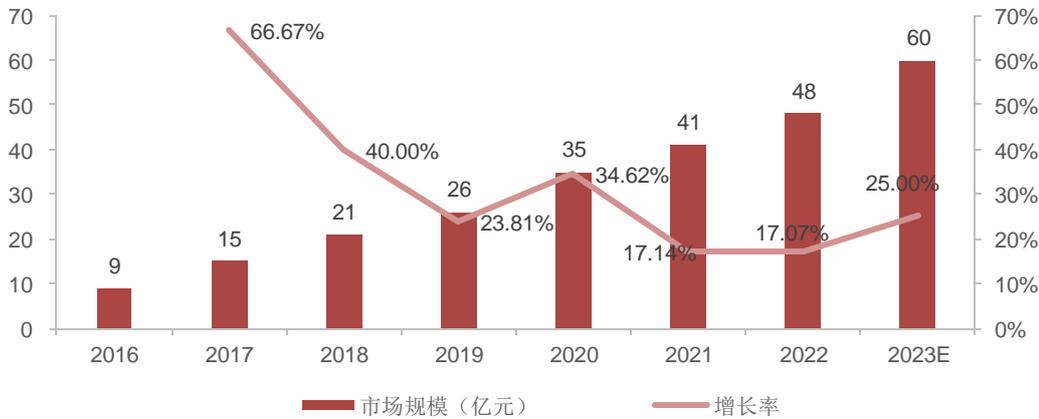
数据来源: 欧睿国际, 立鼎产业研究, 西南证券整理

图 15: 2018 年全球运动营养市场规模 (亿美元) 与增速


数据来源: Foodaily, 公司招股说明书, 西南证券整理

中国运动营养食品市场厚积薄发, 扩张速度全球领先。我国运动营养食品市场相比于国外起步较晚, 于 20 世纪 90 年代初由国外引入相关产品而开始发展, 其发展呈厚积薄发趋势, 于 2015 年后陆续印发相关文件以促进其发展, 2017 年后增速加快, 2022 年市场规模已增加至 48 亿元, 2018-2022 年年均复合增长率达 26.2%, 预计 2023 年市场规模将达到 60 亿元。

图 16：中国运动营养食品市场规模

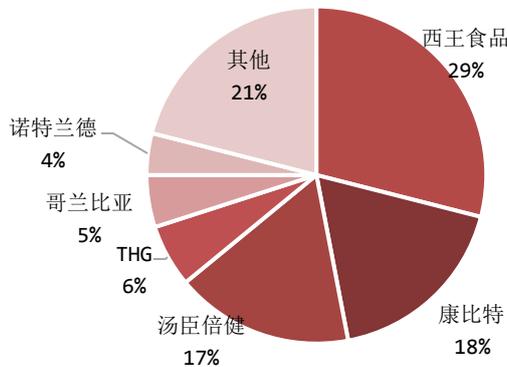


数据来源：欧睿国际，立鼎产业研究，西南证券整理

2.3 国内市场集中度较高，以本土企业线上销售为主

国内市场集中度较高，以本土企业为主导。从竞争格局来看，中国的运动营养食品市场集中度持续提高。根据华经产业研究院数据，2020 年，中国运动营养食品企业前三均为本土企业，分别为西王食品、康比特与汤臣倍健，三者市场占有率分别为 29%、18%、17%，前 3 大企业合计市场占有率为 64%，前六大企业合计占比为 79%，市场集中程度较高。

图 17：中国运动营养食品企业市场占有率



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

中国运动营养食品的销售以线上为主。欧睿国际的数据显示，2018 年，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，中国运动营养食品销售中通过互联网购买的占比达到 84%，而在线下商超等实体店购买的不足 20%。

公司竞争对手主要包括西王科技、汤臣倍健、诺特兰德、THG、哥兰比亚。我国运动营养食品起步较晚，最初主要品牌为欧美厂商控制。随着公司等本土厂商的崛起、国家相关政策的支持，我国运动营养食品市场逐步由本土企业所主导。除公司之外，目前国内本土的运动营养食品代表企业为西王科技与汤臣倍健，公司处于行业第一梯队。

表 3：公司产品细分领域主要竞争对手与公司对比

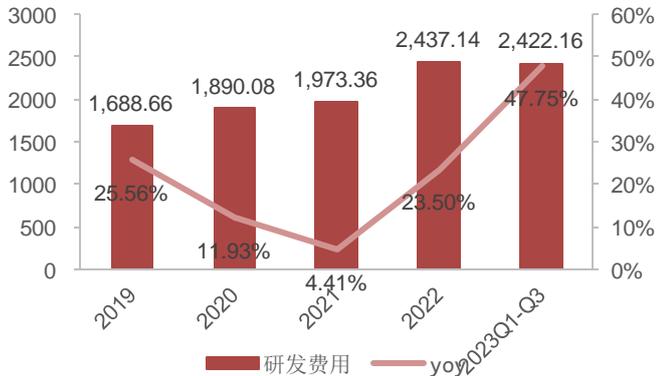
同行业公司	基本情况	主要产品
西王科技	肌肉科技创立于 1995 年，致力于专业运动营养领域，产品销往全球。2009 年进入中国采购目录。2019 年正式入选国家竞技产品。2016 年，西王食品收购肌肉科技 80% 股权，此后在国内进行积极开拓，目前已成为国内运动营养食品领先品牌。	以蛋白粉为主，包括：白金系列、高性能系列和线下专属 PRO 系列产品。
汤臣倍健	设立于 2005 年，2010 年于创业板上市。公司为健康干预的综合解决方案提供商，成为膳食补充剂行业的领导企业。目前旗下运动营养食品品牌主要包括：“健力多”、“汤臣倍健”、“美瑞克斯 Met-RX”等。	蛋白质、维生素、天然动植物提取物及其它功能性膳食营养补充食品。
诺特兰德	1993 年成立于捷克，是欧洲顶级运动营养食品及膳食纤维补充剂生产商，旗下拥有 600 余款产品。2017 年，济南斯伯特商贸公司取得代理权，在国内主推“诺特兰德”品牌运动营养食品，亦代销进口产品。	乳清蛋白粉、特级/分离/缓释/酪蛋白粉、左旋肉碱、增肌粉、肌酸粉、谷氨酰胺粉、强化支链氨基酸粉、高蛋白薯片、果仁棒、蛋白棒等。
美妆电商集团 (THG)	总部位于英国，成立于 2004 年，推出了第一个专注于生活方式和健康美容产品的电商网站。旗下专业运动健身营养品销售网站主要经营“MyProtein”品牌蛋白产品系列。	增肌粉、蛋白粉、蛋白饼、蛋白威化、全能早餐粉等。
哥兰比亚	为全球最大的运动营养食品公司，其主要生产基地在爱尔兰、美国、英国、德国和中国。功能性保健品作为核心业务营收占比 49%。旗下品牌包括欧普特蒙 (Optimun)、BSN、爱素纯 (Isopure)、think! 等。	增肌粉、蛋白粉、肌酸粉、能量棒、蛋白奶昔、复合维生素等。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

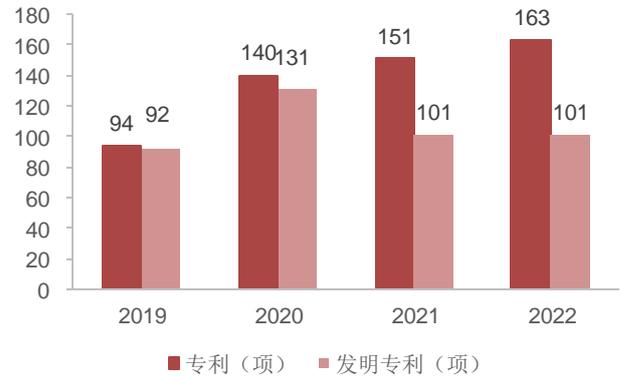
3 国家采购订单行业领先，募投扩产助长品牌效应

3.1 研发水平行业领先，国家合作彰显品牌认可

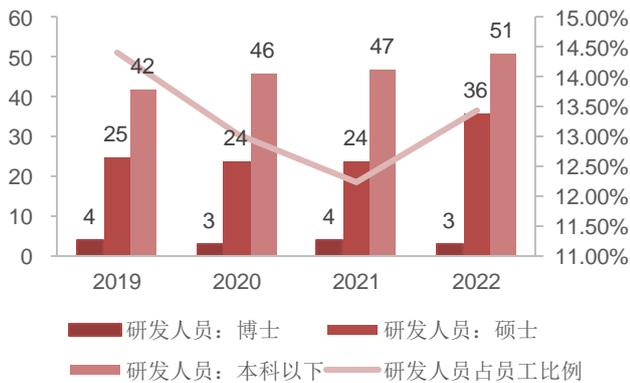
高水平人才集聚，研发投入持续提高。公司长期重视运动营养产品及数字化体育科技服务的研发和创新，研发力量与科研能力处于国内同行业领先水平。自 2021 年以来，公司研发投入逐年增加，2023 年 Q1-Q3 研发投入接近 2022 年全年水平，达 2422.2 万元，同比增长 47.8%。在高研发投入的支撑下，截至 2022 年年底，公司共拥有专利合计 163 项，包括授权的发明专利 101 项、实用新型专利 55 项、外观设计专利 7 项、软件著作权 51 项。在技术之外，公司关注长期科研能力积累，截至 2022 年，硕士及以上学历的研发人员人数达 39 人，相比 2021 年增加 11 人，集聚了一批毕业于北京大学、清华大学、北京体育大学、中国农业大学、协和医科大学等名牌大学的高学历、高素质优秀人才，整体研发能力突出。

图 18: 公司研发费用 (万元)


数据来源: iFind, 西南证券整理

图 19: 公司发明专利情况


数据来源: 公司年度报告, 西南证券整理

图 20: 公司研发人员构成 (人)


数据来源: 公司年度报告, 西南证券整理

国家部门合作课题达 20 余项, 品牌认可溢出大众健身与军需市场。公司先后参与 20 余项国家科技部、国家体育总局、中国残疾人体育运动管理中心、北京市科委等省部级课题, 课题项目主要为竞技体育类大数据服务、产品研发, 包括《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》、十三五国家重点研发计划“现代食品加工及粮食收储运技术与装备重点专项——营养功能性食品制造关键技术研究与新产品创制”项目-提高肌肉功能因子和营养健康食品创制及产业化”等。当前公司研发中心已获得 CNAS 实验室、北京市工程实验室、北京市企业技术中心、中关村国家自主创新示范区创新型企业等认证, 在彰显品牌认可度之外, 公司在行业内积累了较强的品牌效应, 助力公司在竞技体育领域外进行市场开拓。

表 4: 公司荣誉认证 (部分)

荣誉	时间	颁发机构
北京市专精特新“小巨人”企业	2022 年	北京市经济和信息化局
中关村高新技术企业	2021 年	中关村科技园区管委会
高新技术企业	2020 年	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
检测中心通过 CNAS 认证	2019 年	中国合格评定国家认可委员会
国家体育产业示范单位	2019 年	国家体育总局

荣誉	时间	颁发机构
北京市企业技术中心	2016年	北京市经济和信息化委员会
北京市高新技术成果转化示范企业	2015年	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
2014年北京市工程实验室	2014年	北京市发展和改革委员会
第30届奥运会科研攻关与科技服务项目贡献三等奖	2013年	国家体育总局

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.2 国家集采入围数量位居第一，to C 线上销售稳定增长

国家集采入围占比位居前列，产品备受国家认可。公司自成立以来，连续入围国家队集采目录，其中，国家体育总局国家队集采营养食品招标工作通常在奥运会前1年进行，在新一轮招标未开始前，以后年度可延续上一轮国家队集采营养食品目录。2016-2017年国家队集采目录共8大类124款产品，22家公司入围目录，发行人8大类均入围，共入围33款产品，占整体产品品类数量的27%；2019-2020年国家队集采目录共8大类96款产品，17家公司入围，其中发行人8大类均入围，共入围27款产品，占整体产品品类数量的28%。公司入围国家队集采目录的产品品类数量位居第一，彰显品牌的国家认可。

表5：公司入围国家体育总局国家队集采营养食品目录的具体情况

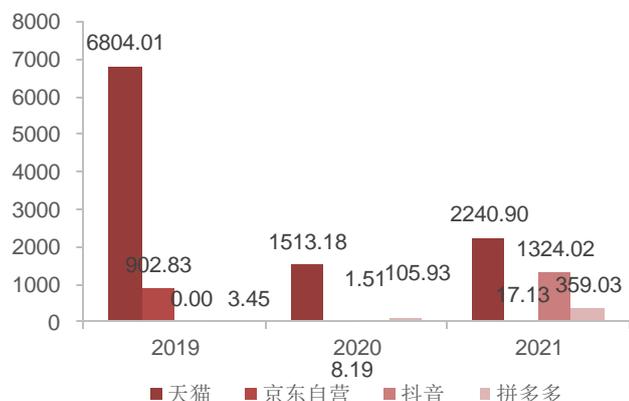
入围年度	入围品类数量	入围品类	入围产品	公司入围占比
2016-2017	8大类	1) 补充维生素及矿物质； 2) 预防关节及软骨损伤； 3) 补充能量； 4) 运动后回复； 5) 预防运动性贫血； 6) 控制能量； 7) 抗氧化及增强免疫力； 8) 速度力量类	压片糖果、固体饮料、蛋白片、营养液、胶囊、果冻、即食谷物方便食品等	27%
2019-2020	8大类	1) 补充维生素及矿物质； 2) 保护关节及软骨； 3) 补充运动能量； 4) 促体能恢复； 5) 预防运动性贫血； 6) 控制体重； 7) 抗氧化及增强免疫力； 8) 神经内分泌营养	压片糖果、固体饮料、营养片、营养粉、胶囊、即食谷物方便食品等等	28%

数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

线上销售以线上经销运动营养食品为主，to C销售稳定增长。公司合作的电商平台主要为京东自营、京东直营、天猫、抖音。受疫情影响，2020年线上销售整体下降，2021年有所修复。从电商平台的销售收入来看，2021年公司电商平台收入整体回升，公司电商渠道以天猫为主，2021年收入达2240.9万元；在抖音的销售收入呈爆发式增长，2021年收入达到1324.0万元。从线上销售整体情况来看，公司运动营养食品线上经销收入稳定上升，

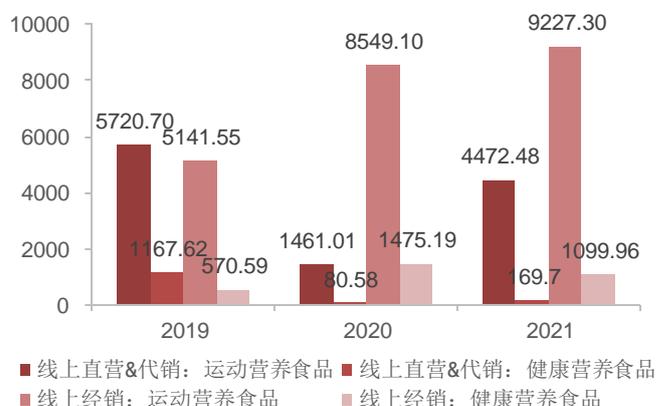
2021年运动营养食品线上经销收入相比2019年上升79.5%。排除疫情影响,公司线上销售渠道拓展情况良好,顺应销售模式变革,为进一步打响品牌知名度奠定坚实基础。

图 21: 公司在电商平台的收入情况 (万元)



数据来源: 公司问询函回复, 西南证券整理

图 22: 公司线上销售收入情况 (万元)

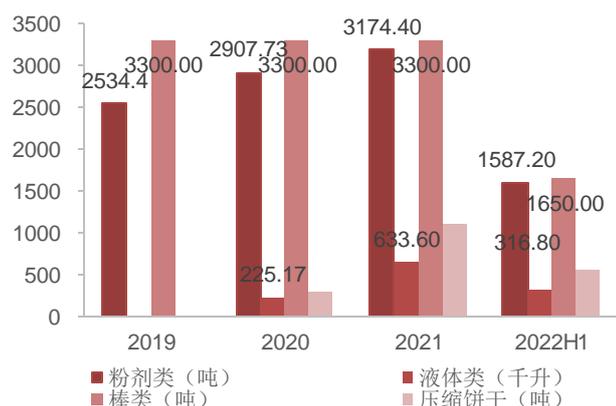


数据来源: 公司问询函回复, 西南证券整理

3.3 募投扩产满足多样化需求, 着力品牌建设与推广

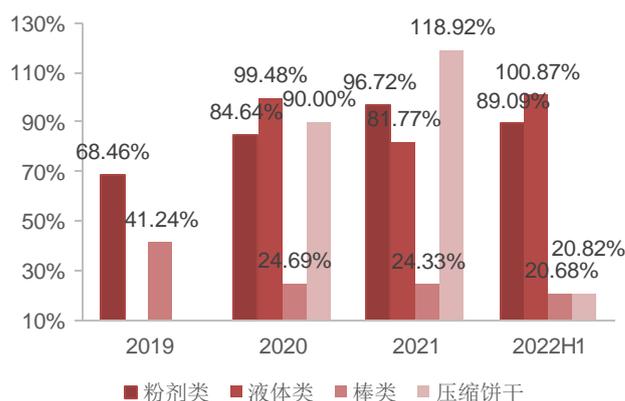
液体类产品产能利用率遇瓶颈, 产品布局优化。公司粉剂类产能持续扩张, 但截至2022年H1, 公司液体类产品产能利用率达100.9%, 且多年保持于80%以上, 随着公司下游销售渠道拓展、订单量持续提升, 公司重点产品亟需进行新生产线建设。此前公司市场开拓重心倾向压缩饼干与液体产品, 后续将持续加大对棒类产品的营销以改善产能利用率。当前公司着力打造能量胶爆品与乳清蛋白核心产品, 持续丰富公式产品矩阵, 以满足消费者多样化需求。

图 23: 公司各产品产能



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 24: 公司产能利用率



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

募投扩产提高公司盈利能力, 加大品牌建设力度。为进一步扩大公司市场占有率与盈利能力, 公司主要在“运动营养食品与生产基地建设项目”中投入资金。该项目主要围绕公司产能扩张与新产品生产开展, 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。品牌建设与推广项目主要通过品牌代言、广告投放、主题活动、新品发



布等方式，促进公司品牌建设，提升公司旗下品牌的知名度、美誉度和消费者忠诚度，有助于持续提升品牌影响力，顺应新媒体营销方式变化。

表 6：公司募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资额（万元）	拟使用募集资金投资额（万元）	建设期
1	运动营养食品生产基地建设项目	12599.57	12599.57	2 年
2	品牌建设与推广项目	5000.00	5000.00	3 年
	合计	17599.57	17599.57	/

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：伴随着国民健康关注度日益提升，中国健身人群数量持续提高，带动运动营养食品需求持续提高。由于公司产品形态丰富，产能与分业务收入披露口径不同，难以拆分量价情况。我们预计 2023-2025 年，伴随着公司募投项目产能逐步释放，公司运动营养食品销售收入增速约为 30%/20%/15%，毛利率保持稳定。

假设 2：受益于军粮需求提升及新产能释放，公司大众营养食品销售收入有望显著增长。我们预计 2023-2025 年，公司大众营养食品销售收入增速约 55%/15%/10%，由于毛利率水平较低的军粮业务占比提升，大众营养食品整体毛利率下滑至 22%/21%/20%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
运动营养食品	收入	403.3	524.3	629.2	723.6
	增速	28.3%	30.0%	20.0%	15.0%
	成本	208.8	272.7	327.2	376.3
	毛利率	48.2%	48.0%	48.0%	48.0%
大众营养食品	收入	115.5	179.1	205.9	226.5
	增速	51.4%	55.0%	15.0%	10.0%
	成本	75.7	139.7	162.7	181.2
	毛利率	34.5%	22.0%	21.0%	20.0%
受托加工收入	收入	59.40	68.3	78.6	90.3
	增速	27.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	47.4	54.6	62.8	72.3
	毛利率	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
数字体育	收入	32.35	34.0	35.7	37.4
	增速	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	19.4	20.4	21.4	22.5

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	毛利率	40.1%	40.0%	40.0%	40.0%
其他	收入	24.4	36.7	55.0	82.5
	增速	15.3%	50.0%	50.0%	50.0%
	成本	9.9	14.7	22.0	33.0
	毛利率	59.6%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	635.1	808.4	968.7	1122.9
	增速	29.7%	27.3%	19.8%	15.9%
	成本	361.1	481.6	574.7	662.7
	毛利率	43.1%	40.4%	40.7%	41.0%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取了与公司产品与下游行业存在相似性的汤臣倍健、仙乐健康、东鹏饮料作为可比公司，从 PE 的角度看，23-25 年，三家公司平均估值为 23/18/14 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 8.1/9.7/11.2 亿元，归母净利润分别为 75.0/92.4/113.2 百万元，CAGR 为 25.3%，对应 PE 为 16/13/11 倍。考虑到公司在国内运动营养市场占有率居前、行业规模快速扩张，考虑到公司军粮收入高增、品牌认可度高，业绩有望进一步高增。鉴于 2024 年可比公司平均估值为 18 倍，我们给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价为 13.32 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300146.SZ	汤臣倍健	258.00	15.17	0.81	1.05	1.24	1.45	28	14.88	12.56	10.77
300791.SZ	仙乐健康	51.07	28.13	1.18	1.46	2.1	2.59	31.26	20.1	14.01	11.35
605499.SH	东鹏饮料	652.66	163.16	3.6	5.03	6.5	8.06	49.4	34.2	26.48	21.35
平均值								36.22	23.06	17.68	14.49
833429.BJ	康比特	12.20	9.80	0.46	0.60	0.74	0.91	21	16	13	11

数据来源: wind, 西南证券整理 (数据截止日期 2024.1.30)

5 风险提示

存货跌价风险。公司主要产品为运动营养食品，主要原材料包括各类蛋白类产品、营养补充剂等，均具有一定的保质期。公司存货占流动资产的比例较大，如因客户产品质量纠纷、市场需求发生变化、宏观经济情况变动等综合因素影响，导致存货积压、难以销售，则会造成较大的存货跌价风险，进而对公司经营业绩造成不利的影响。

核心技术失密风险。公司作为生产、研发和销售运动营养食品并提供全方位科学健身方案的高新技术企业，拥有多项自主研发核心技术。为保护核心技术机密，公司通过签订相关保密协议以及申请专利权保护等措施以防止核心技术外泄。如若公司保密措施未能得到严格有效执行，则面临核心技术失密，产品竞争力减弱的风险。

公司向非法人客户销售可持续性的风险。目前公司非法人客户在手订单充裕，复购率较高，但是非法人客户的抗风险能力相对较低，业绩不稳定，若国家宏观调控政策、新冠疫情防控政策、终端客户购买偏好渠道等发生重大变化，使得终端客户产品需求下降或下游行业发展放缓，进而可能影响非法人客户销售的持续性或导致收入增速下降，从而造成公司业绩下滑的风险。

实际控制人控制的风险。存在实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权对公司发展战略、生产经营决策、人事安排和利润分配等重大事项实施重大影响，进而损害公司及其他中小股东的利益的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	635.06	808.38	968.68	1122.93	净利润	57.54	74.93	92.31	113.07
营业成本	361.13	481.64	574.71	662.75	折旧与摊销	23.35	23.38	23.53	23.53
营业税金及附加	6.34	8.95	10.27	7.75	财务费用	4.44	3.94	3.92	3.79
销售费用	120.96	151.48	180.27	210.28	资产减值损失	-1.91	-3.00	-1.50	-1.50
管理费用	51.38	76.80	92.02	106.68	经营营运资本变动	-35.95	-59.02	-29.69	-33.94
财务费用	4.44	3.94	3.92	3.79	其他	3.85	1.14	1.64	0.91
资产减值损失	-1.91	-3.00	-1.50	-1.50	经营活动现金流净额	51.33	41.37	90.22	105.85
投资收益	0.25	0.50	0.50	0.50	资本支出	14.21	-7.50	-3.00	-3.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-25.29	-7.50	-4.50	-2.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11.07	-15.00	-7.50	-5.50
营业利润	65.03	89.07	109.47	133.68	短期借款	-17.22	0.27	0.00	0.00
其他非经营损益	0.53	-0.92	-0.87	-0.66	长期借款	-14.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.56	88.15	108.60	133.02	股权融资	138.39	0.00	0.00	0.00
所得税	8.02	13.22	16.29	19.95	支付股利	-10.40	-22.50	-29.33	-35.15
净利润	57.54	74.93	92.31	113.07	其他	-0.59	-16.06	-1.92	-2.79
少数股东损益	-0.07	-0.09	-0.11	-0.13	筹资活动现金流净额	96.18	-38.29	-31.25	-37.94
归属母公司股东净利润	57.61	75.02	92.42	113.20	现金流量净额	136.50	-11.92	51.47	62.41
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	304.28	292.36	343.83	406.24	成长能力				
应收和预付款项	84.32	103.98	124.43	145.56	销售收入增长率	29.72%	27.29%	19.83%	15.92%
存货	173.94	234.25	279.14	322.30	营业利润增长率	16.91%	36.96%	22.91%	22.12%
其他流动资产	4.45	5.66	6.78	7.86	净利润增长率	28.63%	30.20%	23.20%	22.48%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.79%	25.39%	17.64%	17.59%
投资性房地产	28.91	28.91	28.91	28.91	获利能力				
固定资产和在建工程	335.40	321.92	303.78	285.65	毛利率	43.13%	40.42%	40.67%	40.98%
无形资产和开发支出	28.10	27.16	26.21	25.26	三费率	27.84%	28.73%	28.52%	28.56%
其他非流动资产	38.06	44.61	48.16	49.71	净利率	9.06%	9.27%	9.53%	10.07%
资产总计	997.47	1058.84	1161.24	1271.49	ROE	7.78%	9.46%	10.80%	12.12%
短期借款	19.73	20.00	20.00	20.00	ROA	5.77%	7.08%	7.95%	8.89%
应付和预收款项	116.51	155.06	188.03	215.17	ROIC	12.03%	14.19%	16.09%	18.67%
长期借款	36.00	36.00	36.00	36.00	EBITDA/销售收入	14.62%	14.40%	14.14%	14.34%
其他负债	85.98	56.10	62.54	67.74	营运能力				
负债合计	258.21	267.16	306.58	338.91	总资产周转率	0.70	0.79	0.87	0.92
股本	124.50	124.50	124.50	124.50	固定资产周转率	1.88	2.49	3.15	3.93
资本公积	278.85	278.85	278.85	278.85	应收账款周转率	10.93	10.57	10.58	10.32
留存收益	336.14	388.66	451.75	529.80	存货周转率	2.35	2.34	2.22	2.19
归属母公司股东权益	739.50	792.01	855.11	933.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.21%	—	—	—
少数股东权益	-0.24	-0.33	-0.44	-0.58	资本结构				
股东权益合计	739.26	791.68	854.67	932.58	资产负债率	25.89%	25.23%	26.40%	26.65%
负债和股东权益合计	997.47	1058.84	1161.24	1271.49	带息债务/总负债	21.58%	20.96%	18.27%	16.52%
					流动比率	2.81	3.06	3.07	3.19
					速动比率	1.94	1.93	1.94	2.02
					股利支付率	18.05%	30.00%	31.73%	31.05%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	92.82	116.39	136.92	161.01	每股收益	0.46	0.60	0.74	0.91
PE	21.18	16.26	13.20	10.78	每股净资产	5.94	6.36	6.87	7.50
PB	1.65	1.54	1.43	1.31	每股经营现金	0.41	0.33	0.72	0.85
PS	1.92	1.51	1.26	1.09	每股股利	0.08	0.18	0.24	0.28
EV/EBITDA	9.55	7.52	5.98	4.68					
股息率	0.85%	1.84%	2.40%	2.88%					

数据来源: Wind, 西南证券



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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn