



# 产品不断创新发展，深耕运动营养行业蓝海

## ——康比特首次覆盖报告

2024年07月17日

### 核心观点

- 公司深耕运动营养食品领域，处于行业领先地位。**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。经过多年发展，公司拥有核心技术以及领先的产业规模，并参与部分运动营养食品法规的制定。公司股权结构相对集中，董事长白厚增直接持有公司5.72%的股份，同时通过惠力康、天津康维这两家合伙企业间接控制公司24.70%的股份，共计持股30.42%，为公司实际控制人。
- 公司营业收入&归母净利润均保持高速增长。**公司主营业务可分为四大类，运动营养食品业务、健康营养食品业务、数字化体育科技服务、受托加工业务。近五年，公司营收和归母净利润的复合增长率分别为23.73%和17.56%。公司凭借产品核心竞争力，把握行业发展趋势，不断扩大销售渠道，同时军需业务增长迅速，多重因素推动下公司实现营收与归母净利双双高速发展。2023年，公司营业收入和归母净利润分别为8.43亿元和0.88亿元，分别同比增长32.78%和52.92%。
- 运动营养和大众营养食品毛利率较高，军需食品类业务高速扩张。**公司运动营养食品的毛利率较高。2020年，因线上部分电商业务转为经销商分销运营，主营产品的毛利率出现短期下滑；从2021年至2023年，运动营养食品的毛利率持续上升。2023年，公司军需食品收入达到2.4亿元，同比增长209.46%，近五年该业务营收的复合增长率达89.45%，呈现出高速发展的态势。随着公司技术实力的持续提升和市场拓展的不断深入，公司有望在军需产品市场中继续保持快速增长。
- 市场规模不断扩大，行业政策利好。**全球运动营养食品市场规模由2017年的163.14亿美元增长到2022年的185.6亿美元，预计到2027年，全球运动营养市场规模将达到251.91亿美元并保持增长。国内运动营养食品发展更为迅速，市场规模由2016年的9亿元增长到2022年的48亿元，CAGR为32.18%。在“十四五”规划的推动下，健康中国的观念深入人心，运动人群不断增多，预计运动营养食品市场规模稳步增长，对于公司业务起到积极的促进作用。
- 投资建议：**我们预计公司2024-2026年营收分别为10.12/12.02/14.22亿元，同比分别增长+20.02%/+18.77%/+18.30%。归母净利润分别为1.00/1.21/1.35亿元，同比分别增长13.43%/21.44%/11.07%；对应EPS分别为0.80元/股、0.97元/股、1.08元/股，对应当前股价的PE分别为13.34倍、10.99倍、9.89倍。我们认为，国内运动营养行业未来景气度较高，公司作为行业领头者，产品具有核心竞争力，同时布局线上线下销售渠道，未来业绩有望稳步增长，我们首次给予“推荐”的评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险，运动营养行业发展不及预期的风险，线上销售推广不及预期的风险。

康比特 (833429.BJ)

推荐 首次评级

### 分析师

范想想

☎: 010-8092-7663

✉: fanxiangxiang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130518090002

### 市场数据

2024-07-17

股票代码	833429.BJ
A股收盘价(元)	11.14
上证指数	2,962.85
总股本(万股)	12,450.00
实际流通A股(万股)	8,015.75
流通A股市值(亿元)	8.93

### 相对沪深300表现图

2024-07-17



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河北交所】2024年展望: 政策助力北交所加快发展, 市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024 中期策略\_新质生产力赋能北证, 关注央企投资价值

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	8.43	10.12	12.02	14.22
收入增长率	32.78%	20.02%	18.77%	18.30%
归母净利润(亿元)	0.88	1.00	1.21	1.35
增速	52.92%	13.43%	21.44%	11.07%
EPS(元)	0.71	0.80	0.97	1.08
PE(倍)	15.13	13.34	10.99	9.89

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

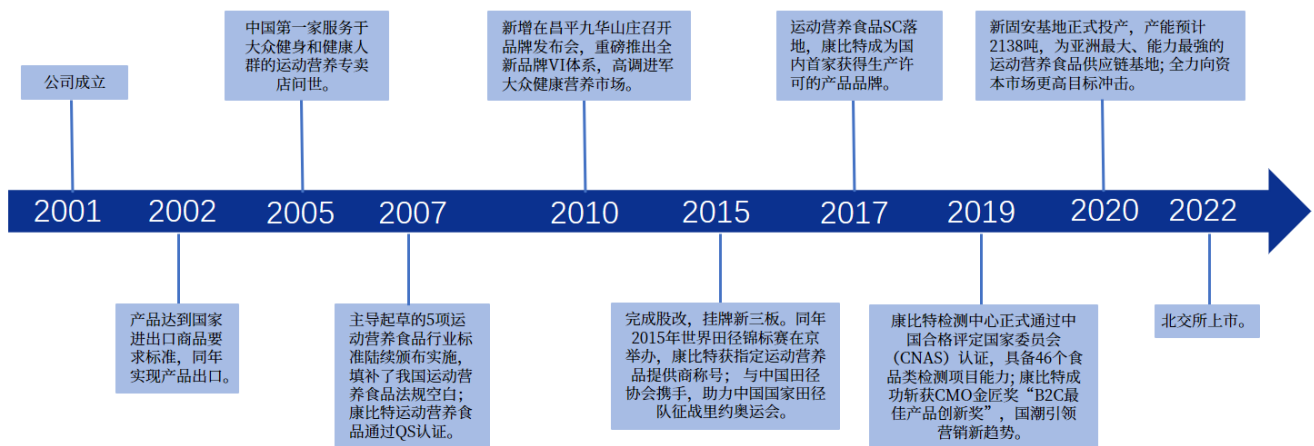
一、 运动营养行业领先企业.....	4
(一) 深耕运动营养食品，处于行业领先地位.....	4
(二) 主营业务分为四大类.....	6
二、 盈利能力稳步向好，军需业务发展迅速.....	7
(一) 营业收入、归母净利润高速增长.....	7
(二) 运动营养食品毛利较高，军需食品业务高速扩张.....	7
(三) 毛利率小幅震荡、费用率逐步下降.....	8
(四) 销售模式多元化，线上销售突破较大.....	9
三、 行业规模稳步上行，蛋白食品需求日益增多.....	10
(一) 市场规模不断扩大，行业景气度持续上行.....	10
(二) 行业集中度较高、政策持续利好.....	11
四、 盈利预测.....	12
五、 风险提示.....	13

## 一、运动营养行业领先企业

### (一) 深耕运动营养食品，处于行业领先地位

公司深耕运动营养食品领域，处于行业领先地位。康比特公司成立于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。经二十余年的发展，公司拥有强势的技术以及领先的产业规模，曾多次担任体育赛事营养产品的供应商，并参与部分运动营养食品法规的制定。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司自设立以来一直致力于推动中国运动营养食品行业的规范运营与健康发展。公司曾参与起草并制定多项行业标准和国家标准，包括：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）、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）等。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，公司作为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，树立了运动营养食品行业标杆和典型示范。

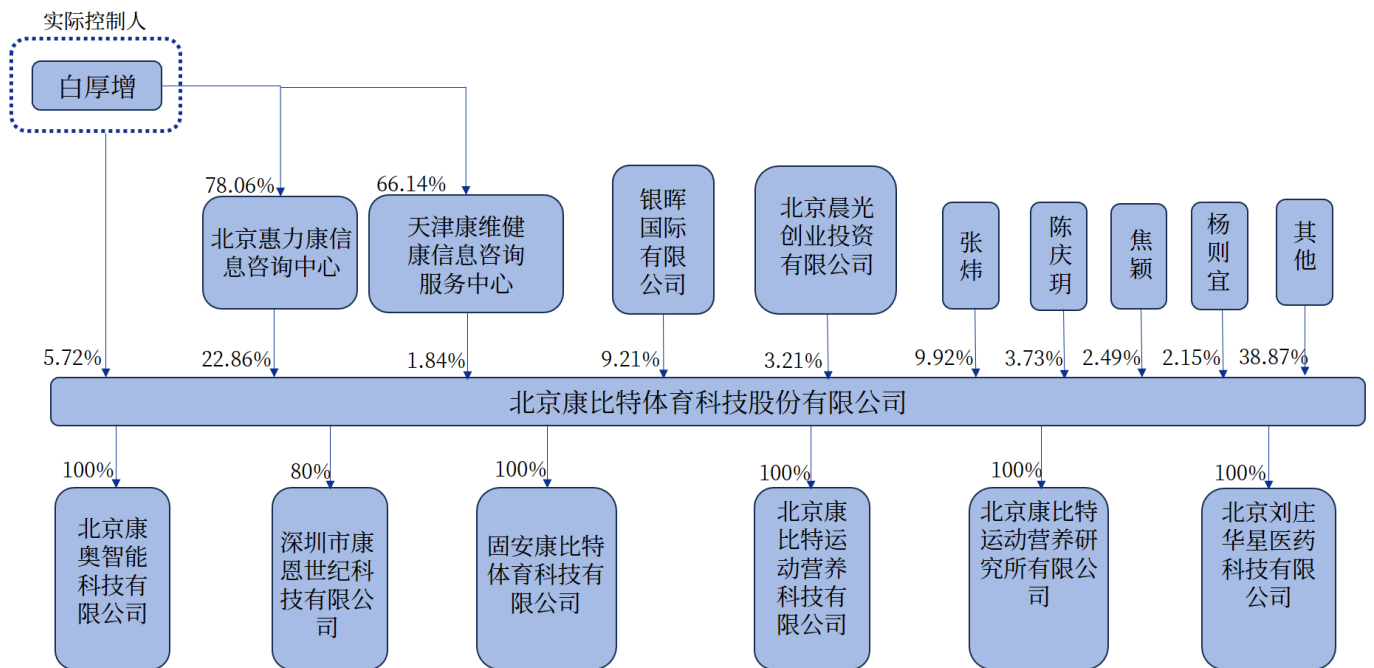
图2：公司参与制定的行业法规



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司股权结构相对集中。董事长白厚增直接持有公司 5.72% 的股份，同时通过惠力康、天津康维这两家合伙企业间接控制公司 24.70% 的股份，共计持股 30.42%，为公司实际控制人。其他大股东中，焦颖和杨则宜夫妻共计持股 13.65%；张炜和陈庆玥夫妻共计持股 4.64%。

图3：公司股权结构（截至 2024.7.9）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

## (二) 主营业务分为四大类

**公司主营业务分为四类。**公司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。公司业务结构主要包括：运动营养食品业务、健康营养食品业务、数字化体育科技服务、受托加工业务。

表1：公司主要业务介绍

名称	内容	图片展示
运动营养食品业务	康比特自主研发和生产各种运动营养食品，包括蛋白粉，能量胶，压缩饼干等。运动营养食品包括两大类：能量蛋白类和运动功能类	
健康营养食品业务	康比特致力于开发健康营养食品来满足大众健身健康需求并为大众健身健康问题提供安全的帮助。康比特公司的健康营养食品可以分为健康食品 and 军需食品。	
数字化体育科技服务	包括健身运动的解决方案的研发和推广。目前，康比特开发了科学训练管理平台、智慧营养管理平台、运动健康管理平台三大数字化产品体系。	
受托加工业务	康比特利用自身新兴的研发技术和生产能力为客户定制加工各类营养产品。受托加工产品主要分为功能营养棒，固体饮料，液体饮料，片剂，饼干类和胶囊。	

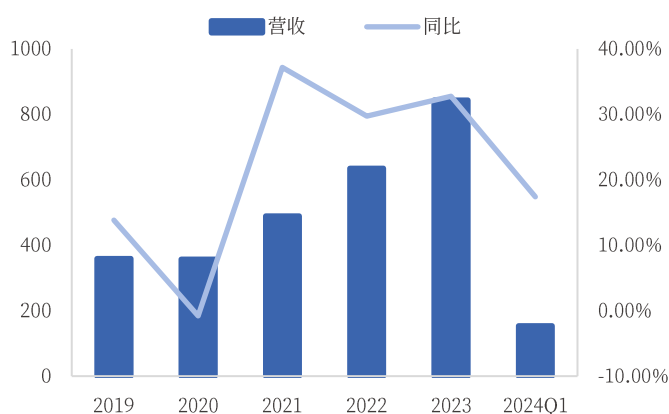
资料来源：招股说明书、中国银河证券研究院

## 二、盈利能力稳步向好，军需业务发展迅速

### （一）营业收入、归母净利润高速增长

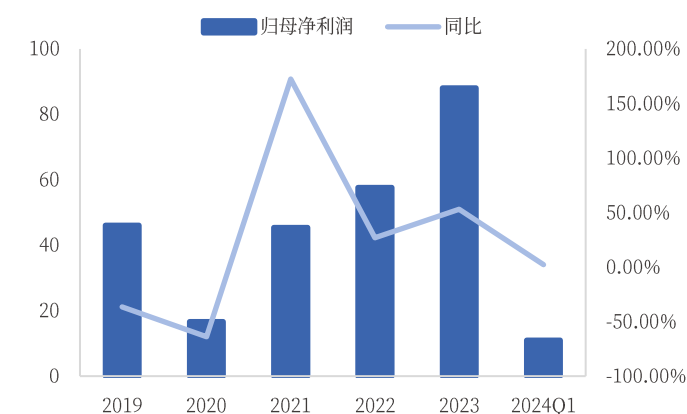
**公司营收、归母净利润均保持高速增长。**近五年，公司营业收入和归母净利润的复合增长率分别为 23.73% 和 17.56%。2021 年到 2024 年一季度，公司凭借产品核心竞争力，把握行业发展趋势，不断扩大销售渠道，同时军需业务增长迅速，多重因素推动下公司实现营收与归母净利双双高速发展。2023 年，公司营业收入和归母净利润分别为 8.43/0.88 亿元，分别同比增长 32.78% 和 52.92%。

图4：近 5 年营收及同比(百万元)



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

图5：近 5 年归母净利润及同比 (百万元)



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

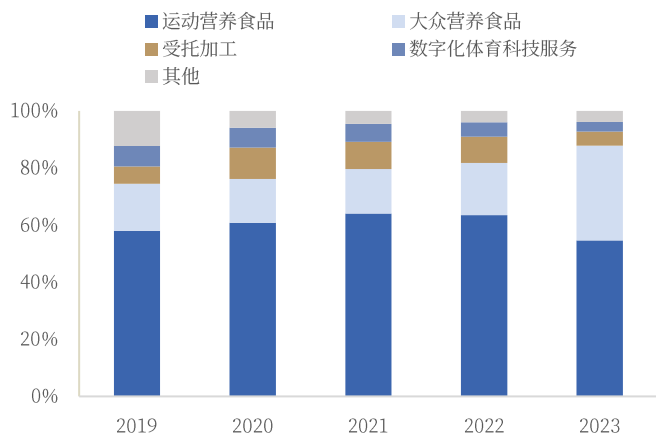
### （二）运动营养食品毛利较高，军需食品业务高速扩张

**公司业务集中于运动营养食品和大众营养食品。**近 5 年，运动营养食品的营收占比均在 50% 以上；得益于军需业务增长，大众营养食品的收入占比不断提升；数字化体育科技服务和委托加工的收入占比持续下降。2023 年，运动营养食品/大众营养食品/受托加工/数字化体育科技服务的收入分别为 4.61/2.79/0.42/0.28 亿元，占比分别为 54.69%/33.10%/4.98%/3.32%。

**运动营养食品的毛利率较高。**2020 年，因线上部分电商业务转为经销商分销运营，且 2020H2 为抢占市场份额增加经销商供货支持，主营产品的毛利率均出现一定程度下滑。从 2021 年至 2023 年，运动营养食品的毛利率持续上升。大众营养食品毛利率持续下滑主要系军需业务的扩张，但该业务的毛利率较低。2023 年，运动营养食品/大众营养食品/受托加工/数字化体育科技服务的毛利率分别为 50.72%/25.99%/15.63%/34.39%。

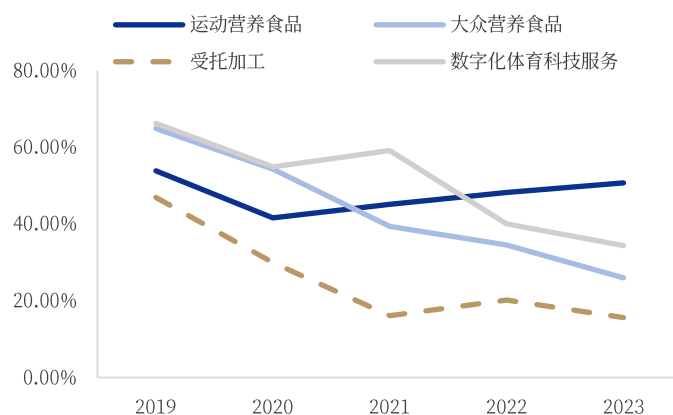


图6: 近5年不同业务营收占比



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

图7: 近5年主营业务毛利率变化



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

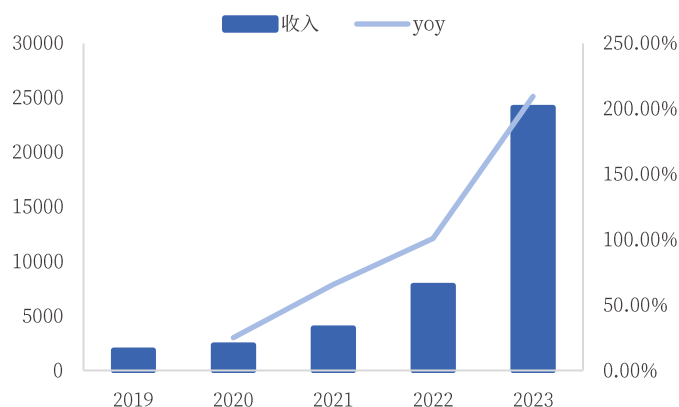
**军需食品类业务高速扩张:** 公司提供给军需市场的产品有能量棒、压缩干粮、自热食品等。根据公司2023年年报, 公司当年军需食品收入达到2.4亿元, 同比增长209.46%, 因此近五年, 该业务营收的复合增长率达89.45%, 呈现出高速发展的态势。随着公司技术实力的持续提升和市场拓展的不断深入, 公司有望在军需产品市场中继续保持快速增长。

图8: 军需食品类别



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

图9: 军需食品收入及同比年(万元)



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

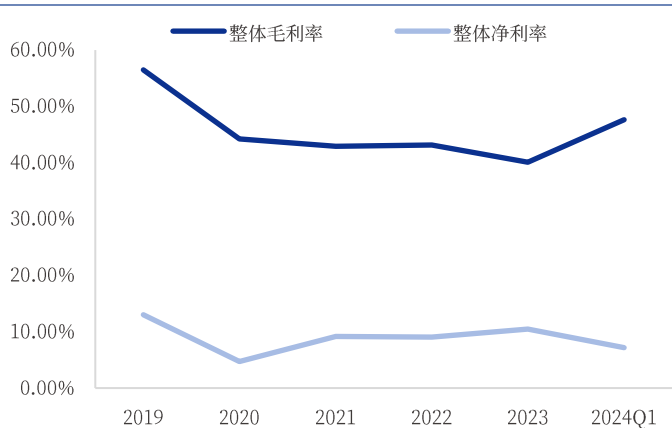
### (三) 毛利率小幅震荡、费用率逐步下降

**公司毛利率、净利率呈现小幅震荡。**2020年公司毛利率、净利率的滑落主要系疫情原因。2021年至今, 公司毛利率始终维持在40%以上的较高水平, 净利率也保持着小幅增长。2023年, 公司的整体毛利率/净利率分别为40.09%/10.45%。

**费用率总体呈下降趋势, 费用主要来源于销售。**近5年, 公司的费用率从2019年的41.26%下降到2023年的28.94%, 主要系公司管理和运营水平的提升以及产品销售渠道的完善与优化。销售费用率在总费用率的占比较大, 近5年, 销售费用不断上涨, 主要系公司不断加大市场推广, 在电商平台的投入逐渐变大。2023年, 公司的销售费用率为19.51%, 在总费用中占比67.43%。

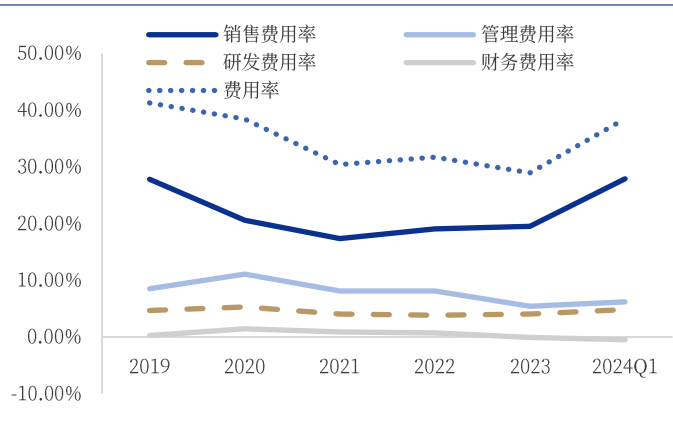


图10: 近5年整体毛利率、净利率



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

图11: 近5年费用率



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

#### (四) 销售模式多元化, 线上销售突破较大

公司销售模式呈现多渠道立体化, 线上与线下相结合, 直营与经销互补充。近年, 公司不断加大在抖音、京东平台的推广销售, 使得线上收入稳步提升。2023年带动运动营养食品同比增长0.89亿元, 同比+28.28%。在2024年“618”购物大促期间, 公司充分利用短视频、直播等新媒体形式, 通过多渠道、多触点的营销手段, 精准触达目标消费群体, 直播带货等形式的营销手段有效提升了销售转化率和品牌曝光度。

表2: 公司拥有多种销售模式

销售模式	具体情况	主要面向客户
线下直营	竞技体育市场/军需市场/大众健身健康市场	以国家队为主/联勤保障部队第五采购服务站/幸福能量公司
线下经销	竞技体育市场/大众健身健康市场	大部分省市级运动队、俱乐部和体育院校/扬州健乐
线上直营	大众健身健康市场	在淘宝、京东、抖音、拼多多等电商平台销售
线上经销	大众健身健康市场	包括京东自营、福州富月辉、长沙永义诚

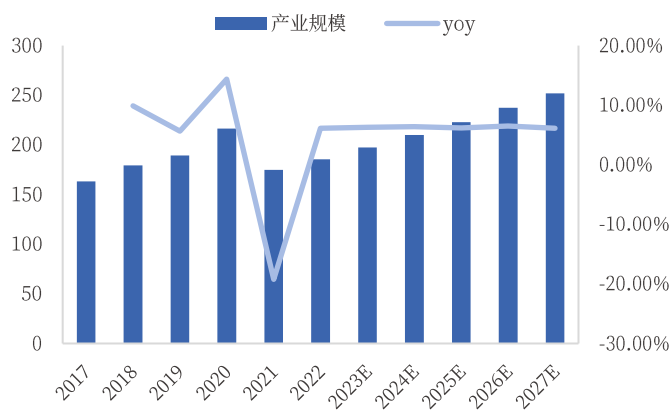
资料来源: 招股说明书、中国银河证券研究院

### 三、行业规模稳步上行，蛋白食品需求日益增多

#### (一) 市场规模不断扩大，行业景气度持续上行

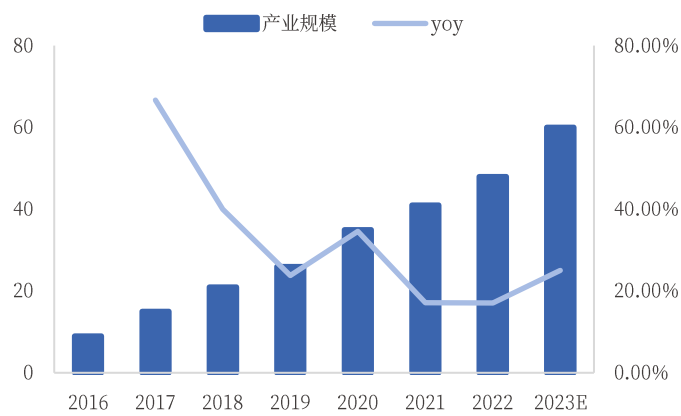
**运动营养食品市场规模稳步增长。**全球运动营养食品市场规模由2017年的163.14亿美元增长到2022年的185.6亿美元，CAGR为2.61%。预计到2027年，全球运动营养食品市场规模将达到251.91亿美元并保持增长。国内运动营养食品发展更为迅速，市场规模由2016年的9亿元增长到2022年的48亿元，CAGR为32.18%。公司过半营收来自于运动营养食品，随着市场规模的进一步扩大，公司有望实现在营收上的进一步突破。

图12：2017-2027E 全球运动营养食品市场规模及同比（亿美元）



资料来源：欧睿国际、中国银河证券研究院

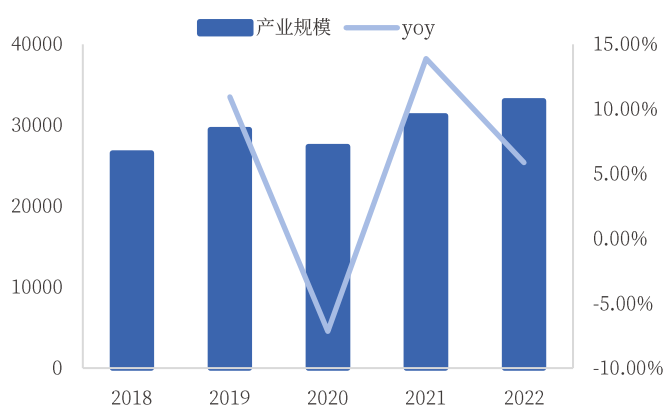
图13：2016-2023E 中国运动营养食品市场规模及同比（亿元）



资料来源：欧睿国际、中国银河证券研究院

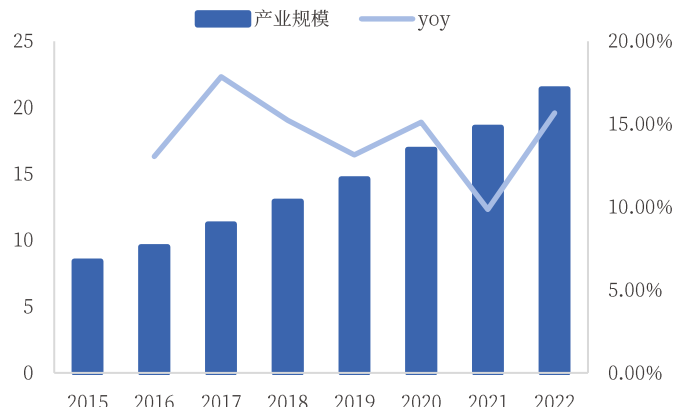
**体育产业健康发展，蛋白粉需求日益增多。**受健康中国建设影响，体育产业规模稳步扩张，2022年，国内体育产业规模达到33008亿元。中国健身人群渗透率与整体数量持续上升，对蛋白粉等产品的需求不断增加。2022年，国内蛋白粉市场规模达到21.4亿元。公司蛋白类产品丰富，具有较高的创新性和较强的竞争力，处于优势地位。

图14：2018-2022 中国体育产业总规模及同比（亿元）



资料来源：国家统计局、中国银河证券研究院

图15：2015-2022 中国蛋白粉市场规模及同比（亿元）

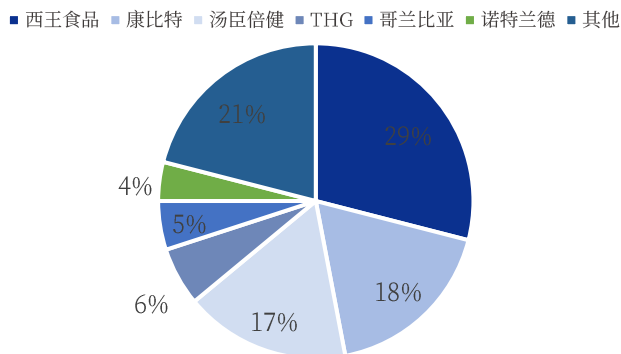


资料来源：华经产业研究院、中国银河证券研究院

## (二) 行业集中度较高、政策持续利好

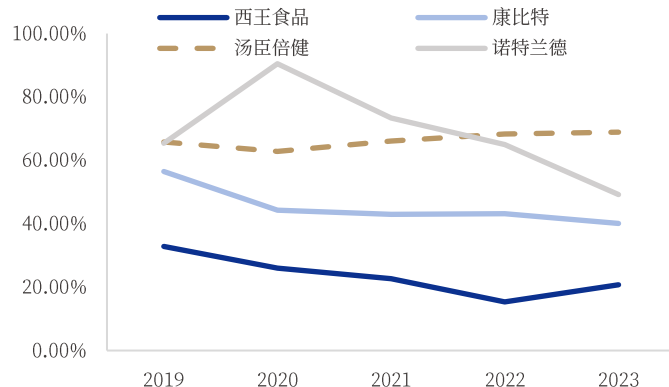
运动营养食品行业的集中度较高。前 6 名企业占据近 80% 的市场份额，其中西王食品占比为 29%，康比特占比为 18%，汤臣倍健占比为 17%。三家占比超过 50%。该行业中主要公司的毛利率之间有较大差距，2020 年，诺特兰德毛利率为 90.48%，同年西王食品毛利率仅为 26.01%。近 5 年，这几家公司的毛利率趋于平稳，其中康比特毛利率维持在 40% 以上，盈利能力较好。

图16: 运动营养食品行业集中度情况



资料来源: 华经产业研究院、中国银河证券研究院

图17: 2019-2023 年与可比公司毛利率情况



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

国家政策较为利好。在“十四五”规划的推动下，健康中国的观念深入人心，运动人群不断增多。对于公司业务起到积极的促进作用。2022 年，中办、国办印发的《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》指出：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，与社会主义现代化国家相适应的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，体育健身和运动休闲成为普遍生活方式，人民身体素养和健康水平居于世界前列。

表3: 近期运动营养相关政策

名称	时间	内容
《健康中国行动(2019-2030 年)》	2019 年	健康中国行动推进委员会建立健全健康教育体系，引导群众建立正确健康观，形成有利于健康的生活方式、生态环境和社会环境，促进以治病为中心向以健康为中心转变，提高人民健康水平。针对《国务院关于实施健康中国行动的意见》做出具体行动计划。
《中共中央国务院关于深化改革加强食品安全工作的意见》	2019 年	推动产品高质量的发展，加大科技支撑力度。将食品安全纳入国家科技计划，加强食品安全领域的科技创新，引导食品企业加大科研投入，完善科技成果转化应用机制。建设一批国际一流的食品安全技术支撑机构和重点实验室，加快引进培养高层次人才和高水平创新团队，重点突破“卡脖子”关键技术。依托国家级专业技术机构，开展基础科学和前沿科学研究，提高食品安全风险发现和防范能力。
《全民健身计划(2021-2025 年)》	2021 年	到 2025 年，全民健身公共服务体系更加完善，人民群众体育健身更加便利，健身热情进一步提高，各运动项目参与人数持续提升，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，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。
《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》	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%，政府提供的全民健身基本公共服务体系更加完善、标准更加健全、品质明显提升，社会力量提供的普惠性公共服务实现付费可享有、价格可承受、质量有保障、安全有监管，群众健身热情进一步提高。到 2035 年，与社会主义现代化国家相适应的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，体育健身和运动休闲成为普遍生活方式，人民身体素养和健康水平居于世界前列。

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院

## 四、盈利预测

根据公司现有的运动营养业务情况，结合公司线上线下、以及直销经销的情况，同时伴随运动影响行业的蓬勃发展，我们认为公司基于现有产品的核心竞争力，以及未来的新产品和业务布局，业绩有望不断稳步增长。

1.运动营养食品：公司对蛋白类产品投入较多研发精力，提升爆品品质；同时不断加大线上销售渠道的推广，因此我们预测 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 5.76/7.03/8.44 亿元。

2.健康营养食品：健康食品发展稳定，军需食品板块的收入高速发展，预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 3.29/3.79/4.35 亿元。

3.受托加工：占比较小，预计 2024-2026 年营收分别为 0.44/0.46/0.49 亿元。

4.数字化体育科技服务：国内运动健身人群数量增长迅猛，体育科技面向的服务群体基数庞大，预计 2024-2026 年该业务的营收分别为 0.31/0.34/0.40 亿元

5.其他：占比较小，预计 2024-2026 年营收分别为 0.32/0.39/0.54 亿元。

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 10.12/12.02/14.22 亿元，同比分别增长 +20.02%/+18.77%/+18.30%。归母净利润分别为 1.00/1.21/1.35 亿元，同比分别增长 13.43%/21.44%/11.07%；对应 EPS 分别为 0.80 元/股、0.97 元/股、1.08 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 13.34 倍、10.99 倍、9.89 倍。我们认为，国内运动营养行业未来景气度较高，公司作为行业领头者，产品具有核心竞争力，同时布局线上线下销售渠道，未来业绩有望稳步增长，我们首次给予“推荐”的投资评级。

表4：公司盈利预测

	2023A	2024E	2024E	2026E
运动营养食品 (亿元)	4.61	5.76	7.03	8.44
yoy(%)	14.19%	25.00%	22.00%	20.00%
健康营养食品 (亿元)	2.79	3.29	3.79	4.35
yoy(%)	141.39%	18.00%	15.00%	15.00%
营业收入 (分产品)				
数字化体育科技服务 (亿元)	0.28	0.31	0.34	0.40
yoy(%)	-11.95%	10.00%	12.00%	15.00%
受托加工 (亿元)	0.42	0.44	0.46	0.49
yoy(%)	-29.66%	5.00%	5.00%	5.00%
其他 (亿元)	0.34	0.31	0.39	0.54
yoy(%)	37.09	-7.75%	25.16%	38.36%
营业收入合计 (亿元)	8.43	10.12	12.02	14.22
yoy(%)	32.78%	20.02%	18.77%	18.30%
归母净利润合计 (亿元)	0.88	1.00	1.21	1.35
yoy(%)	52.92%	13.43%	21.44%	11.07%
EPS (元)	0.71	0.80	0.97	1.08
PE (倍)	15.13	13.34	10.99	9.89

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院整理

## 五、风险提示

---

市场竞争加剧的风险，运动营养行业发展不及预期的风险，线上销售推广不及预期的风险。

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司参与制定的行业法规 .....	5
图 3: 公司股权结构 (截至 2024.7.9) .....	5
图 4: 近 5 年营收及同比(百万元, %).....	7
图 5: 近 5 年归母净利润及同比 (百万元, %) .....	7
图 6: 近 5 年不同业务营收占比 (%) .....	8
图 7: 近 5 年主营业务毛利率变化 (%) .....	8
图 8: 军需食品类别.....	8
图 9: 军需食品收入及同比年 (万元, %) .....	8
图 10: 近 5 年整体毛利率、净利率(%) .....	9
图 11: 近 5 年费用率 (%) .....	9
图 12: 2017-2027E 全球运动营养食品市场规模及同比 (亿美元, %) .....	10
图 13: 2016-2023E 中国运动营养食品市场规模及同比 (亿元, %) .....	10
图 14: 2018-2025E 中国体育产业总规模及同比 (亿元, %) .....	10
图 15: 2015-2022 中国蛋白粉市场规模及同比 (亿元, %) .....	10
图 16: 运动营养食品行业集中度情况 (%) .....	11
图 17: 2019-2023 年与可比公司毛利率情况 (%) .....	11
表 1: 公司主要业务介绍.....	6
表 2: 公司拥有多种销售模式 .....	9
表 3: 近期运动营养相关政策 .....	11
表 4: 公司盈利预测.....	12

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	654.96	762.92	913.68	1070.04
现金	406.57	483.16	601.58	730.91
应收账款	58.05	84.33	100.17	118.50
其它应收款	3.70	5.62	10.02	3.95
预付账款	8.35	8.41	9.94	11.93
存货	177.54	183.64	197.22	213.00
其他	0.75	-2.25	-5.25	-8.25
非流动资产	414.00	403.37	386.59	372.18
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	318.29	306.02	293.23	280.83
无形资产	27.90	28.60	29.30	30.00
其他	67.82	68.76	64.06	61.36
资产总计	1068.96	1166.29	1300.27	1442.22
流动负债	239.24	236.94	256.44	270.47
短期借款	0.00	20.00	30.00	35.00
应付账款	70.83	66.78	59.17	47.33
其他	168.41	150.17	167.27	188.14
非流动负债	32.01	31.60	23.60	15.60
长期借款	18.50	8.50	3.50	0.50
其他	13.51	23.10	20.10	15.10
负债合计	271.25	268.55	280.04	286.08
少数股东权益	-0.20	-0.10	0.02	0.16
归属母公司股东权益	797.91	897.84	1020.20	1155.99
负债和股东权益	1068.96	1166.29	1300.27	1442.22

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	148.21	130.62	159.81	176.36
净利润	88.15	100.03	121.48	134.92
折旧摊销	29.46	19.58	20.08	19.70
财务费用	5.04	1.37	2.29	2.58
投资损失	0.00	-1.01	-1.20	-2.84
营运资金变动	21.25	10.74	17.16	22.00
其它	4.31	-0.09	0.00	0.00
投资活动现金流	-16.88	-47.84	-42.10	-42.46
资本支出	-16.88	-6.00	-3.00	-5.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-41.84	-39.10	-37.46
筹资活动现金流	-29.02	-6.19	-0.29	-5.58
短期借款	-19.73	20.00	10.00	5.00
长期借款	-17.50	-10.00	-5.00	-3.00
其他	8.21	-16.19	-5.29	-7.58
现金净增加额	102.31	76.59	118.42	129.33

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	843.22	1012.00	1202.00	1422.00
营业成本	505.13	601.00	710.00	852.00
营业税金及附加	8.01	8.60	10.22	12.09
营业费用	164.53	202.40	240.40	284.40
管理费用	45.72	50.60	60.10	71.10
财务费用	-0.52	0.96	1.81	1.97
资产减值损失	-2.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.01	1.20	2.84
营业利润	90.07	119.09	144.62	160.62
营业外收入	13.88	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.20	1.00	1.00	1.00
利润总额	103.76	119.09	144.62	160.62
所得税	15.61	19.05	23.14	25.70
净利润	88.15	100.03	121.48	134.92
少数股东损益	0.04	0.10	0.12	0.13
归属母公司净利润	88.10	99.93	121.36	134.79
EBITDA	119.01	139.63	166.51	182.30
EPS(元)	0.71	0.80	0.97	1.08

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	32.78%	20.02%	18.77%	18.30%
营业利润增速	38.50%	32.21%	21.44%	11.07%
归属母公司净利润增	52.92%	13.43%	21.44%	11.07%
毛利率	47.86%	47.57%	47.90%	48.20%
净利率	10.45%	9.87%	10.10%	9.48%
ROE	11.04%	11.13%	11.90%	11.66%
ROIC	8.42%	10.09%	10.94%	10.87%
资产负债率	25.38%	23.03%	21.54%	19.84%
净负债比率	-37.66%	-42.49%	-48.80%	-54.51%
流动比率	2.74	3.22	3.56	3.96
速动比率	1.96	2.42	2.78	3.16
总资产周转率	0.82	0.91	0.97	1.04
应收帐款周转率	13.13	14.22	13.03	13.01
应付帐款周转率	6.73	8.73	11.27	16.00
每股收益	0.71	0.80	0.97	1.08
每股经营现金	1.19	1.05	1.28	1.42
每股净资产	6.41	7.21	8.19	9.29
P/E	15.13	13.34	10.99	9.89
P/B	1.67	1.49	1.31	1.15
EV/EBITDA	12.00	6.82	5.02	3.86
P/S	1.58	1.32	1.11	0.94



## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

范想想 北交所分析师。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018 年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第 14 届机器人大赛团体第一名，FPM 学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn