

康比特 (833429)

国内运动健康产业先锋，深耕运动营养品二十年

买入 (首次)

2024年09月01日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	635.06	843.22	1,020.55	1,222.41	1,404.06
同比	29.72	32.78	21.03	19.78	14.86
归母净利润 (百万元)	57.61	88.10	103.51	122.70	143.85
同比	26.90	52.92	17.49	18.53	17.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.46	0.71	0.83	0.99	1.16
P/E (现价&最新摊薄)	19.95	13.04	11.10	9.37	7.99

投资要点

- 公司深耕运动健康行业多年:** (1) 公司以雄厚的运动健康研发技术为驱动,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。公司通过加大研发投入、拓展多元化业务及严控销售价格来保证毛利率的稳定,促进多板块业务协同发展。(2) 公司经营稳健,业绩持续高增长。2023年,公司营收、利润双创新高并快速增长,营收8.43亿元,同比增长32.78%,归母净利润0.88亿元,同比增长52.92%,2021-2023年CAGR达31.24%。
- 运动营养市场持续扩容,中国市场渗透率低:** (1) 我国国民健康意识改善叠加健身人群扩大,行业不断扩张。据Ipsos统计,2019-2022年国民健康关注度从8.64分上升至8.77分;据灼识咨询统计,我国健身人群数量从2019年的3.41亿增长至2022年的3.74亿。(2) 全球运动营养市场持续扩容。根据Euromonitor、华经产业研究院数据,全球运动营养市场规模2022年达到185.6亿美元,仍将持续扩容。(3) 中国市场前景好,集中度高,渗透率低。近年中国运动营养市场规模稳步增长,预计于2023年突破60亿元;中国市场前六名的企业占据近80%的市场份额,集中度高;2022年中国健身行业渗透率为26.5%,仍有较大提升空间。
- 多渠道立体销售与研发能力双轮驱动是公司发展的原生动力:** (1) 不断加大研发投入,构建行业壁垒。公司发挥自身技术优势参与国家部门的运动营养研发课题,同时逐年加大研发投入,根据公司年报,2019-2023年公司研发费用投入持续增加,CAGR为19.37%。预计公司研发投入将会进一步增加,技术竞争力持续提升,进一步支撑未来业务扩张,有望打开业绩发展新空间。(2) 公司在线上线下共同推进扩张市场。公司采取多渠道立体营销的销售和服务模式,我们预计公司未来将会进一步完善线上销售平台与品类的布局,进一步顺应销售方式变革,提升品牌影响力与市占率。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为1.04/1.23/1.44亿元,对应EPS分别为0.83/0.99/1.16元/股,对应当前股价的PE分别为11/9/8倍;我们选择业务类似的公司仙乐健康、汤臣倍健和东鹏饮料作为可比公司,公司产品均涉及运动、健康营养保健品的生产和销售。2024年可比公司平均PE为20倍,基于国内运动营养市场行业规模迅速扩张,康比特在行业的占有率居前、品牌认可度高,且公司持续扩张市场,线上线下结合提升品牌知名度,我们预计公司业绩有望进一步高增,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:** (1) 公司内部控制风险; (2) 行业政策风险; (3) 市场竞争风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.23
一年最低/最高价	6.81/14.48
市净率(倍)	1.40
流通A股市值(百万元)	740.83
总市值(百万元)	1,149.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.59
资产负债率(%,LF)	28.41
总股本(百万股)	124.50
流通A股(百万股)	80.26

相关研究

内容目录

1. 深耕体育科技领域，培育运动营养行业龙头	4
1.1. 四大领域专业化研发生产，运动健康行业“专精特新”	4
1.2. 股权结构稳定集中，管理层经验丰富	4
1.3. 公司财务结构稳定，后疫情需求带动高增长	6
1.4. 四大业务领域共同发力，业务体系成熟	7
2. 运动营养市场稳步扩容，潜在增长空间巨大	8
2.1. 国民健康意识改善，运动营养市场空间广阔	8
2.2. 法规加强监管力度规范发展，政策支持体育强国扩大市场	9
2.3. 中国运动营养需求增长潜力较大，蛋白粉与功能性食品市场空间广阔	10
3. 创新研发构建行业壁垒，线上线下加强品牌建设	12
3.1. 不断加大研发创新投入，构建坚实行业壁垒	12
3.2. 线上线下共同推进扩张市场，持续提高品牌影响力和市占率	13
4. 盈利预测	14
4.1. 盈利预测拆分	14
4.2. 投资建议及估值	15
5. 风险提示	15

图表目录

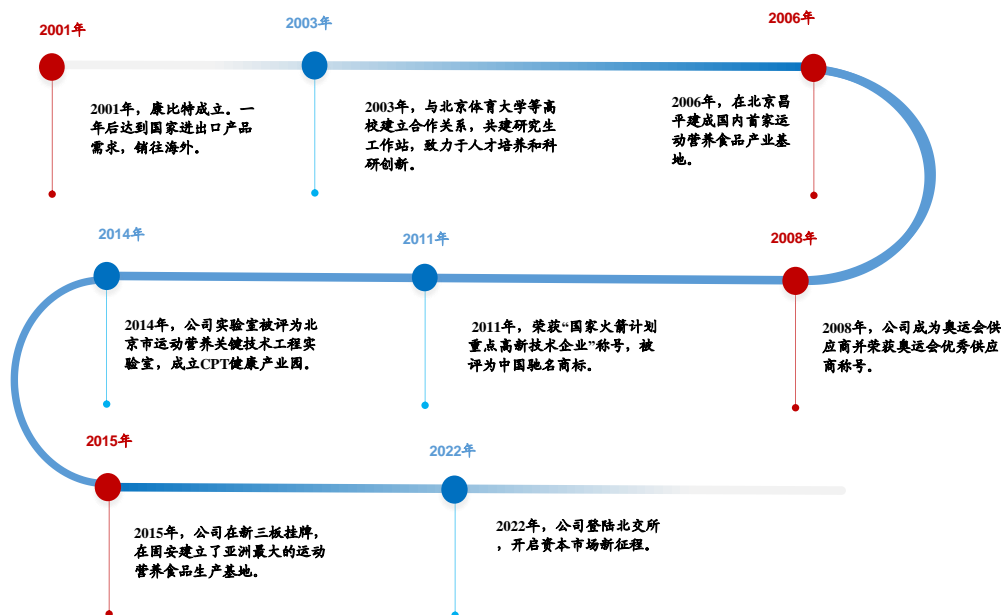
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 股权结构 (截至 2024 年 4 月 27 日)	5
图 3: 公司高管介绍 (截至 2024 年 4 月 27 日)	5
图 4: 公司营收和归母净利润变化.....	6
图 5: 毛利率及净利润率变化.....	7
图 6: 分业务毛利率变化.....	7
图 7: 国内各地区销售占比.....	7
图 8: 国内主营业务销售方式情况.....	7
图 9: 各产品板块营收比例变化 (单位: %)	8
图 10: 国民健康关注度.....	9
图 11: 我国健身人群规模与渗透率.....	9
图 12: 运动健康食品部分相关政策法规要求.....	10
图 13: 全球运动营养食品市场规模.....	11
图 14: 2018 年全球运动营养市场规模与增速.....	11
图 15: 中国运动营养食品市场规模与增速.....	11
图 16: 2023 年中国运动营养食品企业市场占有率.....	11
图 17: 2019-2021 年康比特参与的运动营养研发课题	12
图 18: 2019-2023 年康比特拥有的专利与发明专利数量 (单位: 个)	12
图 19: 康比特电商平台的收入情况 (万元)	13
图 20: 康比特线上销售收入情况 (万元)	14
图 21: 分业务盈利预测.....	15
图 22: 可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 30 日)	15

1. 深耕体育科技领域，培育运动营养行业龙头

1.1. 四大领域专业化研发生产，运动健康行业“专精特新”

公司以其雄厚的运动健康研发生产技术为客户提供安全有效的营养补给与体育科技服务。（1）公司聚焦四大业务领域，助力运动人群提升运动表现，保障健康。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。其核心业务涵盖运动营养食品、大众营养食品、数字体育科技产品和受托加工业务四大领域。其中，运动营养食品主要包括蛋白粉、能量胶等产品，面向专业运动员及运动爱好者；大众营养食品则以军需市场为主，同时涉足大众健康市场。（2）公司技术研发与标准制定能力突出，主导制定多项行业国家标准。康比特公司在行业内率先主导起草了QB/T2831-2006（运动营养食品能量补充食品）、QB/T2833-2006（运动营养食品能量控制食品）等5项运动营养食品的行业标准和1项国家标准，填补了国内运动营养食品法规的空白，为行业的规范化发展做出了重要贡献。2008年，公司荣获奥运会优秀供应商称号；2011年被评为中国驰名商标；2014年公司实验室被评为北京市运动营养关键技术工程实验室；2022年成为第二批拟认定北京市“专精特新”小巨人企业。（3）公司于2015年在新三板挂牌，2022年在北交所上市，开启资本市场新征程。

图1：公司发展历程

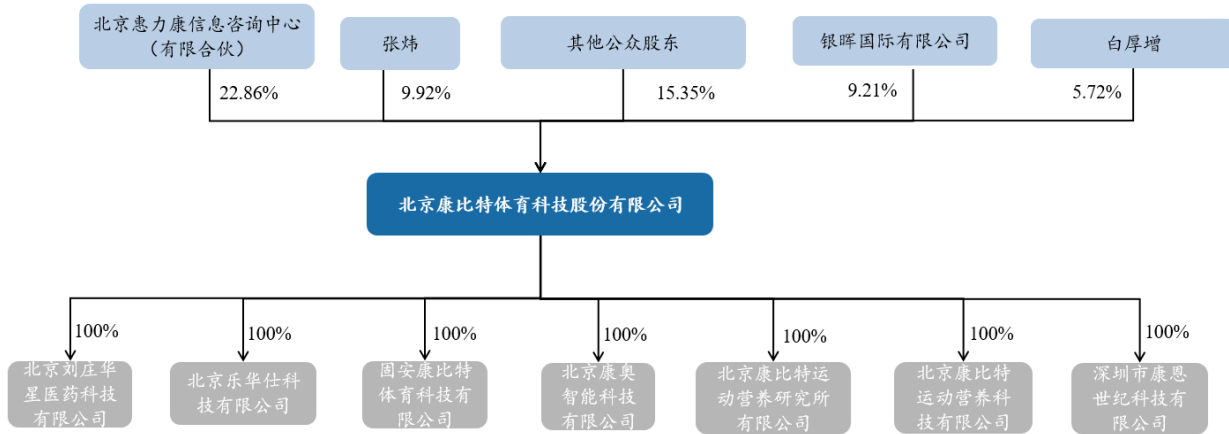


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定集中，管理层经验丰富

康比特股权结构稳定集中，公司管理一致性较强。康比特拥有 7 家控股子公司，截至 2024 年 Q1，北京惠力康信息咨询中心为公司控股股东，直接持股比例为 22.86%；白厚增为公司实际控制人，直接持股比例为 5.72%。康比特股权集中度相对较高，有利于公司管理的一致性，公司经营效率相对较高。

图2：股权结构（截至 2024 年 4 月 27 日）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

康比特高级管理人员共 7 人，李奇庚任总经理，朱煜等 4 人任副总经理，吕立甫任财务总监与董事会秘书。高管们各司其职，专业能力涉猎技术、营销、财会等领域，拥有丰富的经历和经验。

图3：公司高管介绍（截至 2024 年 4 月 27 日）

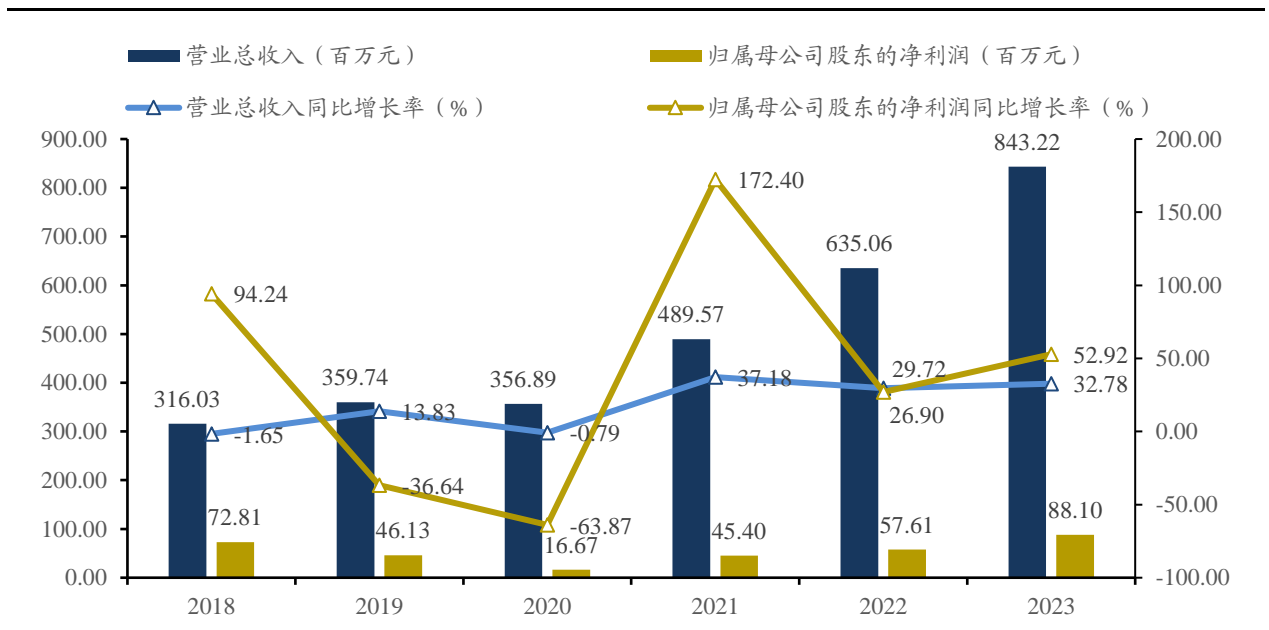
姓名	职务	履历
白厚增	董事长，董事	1964年6月出生，博士学历。主要工作经历：1985年7月至1988年8月于黑龙江矿业学院（现黑龙江科技大学-哈尔滨）担任教师；1988年9月至1997年5月于大连财贸职工学院担任教师；1997年5月至1998年10月于深圳市捷宏贸易发展有限公司担任总经理职务；1998年12月至2001年5月于北京康比特运动保健品有限公司担任总经理；2001年5月至今，历任北京康比特体育科技股份有限公司总经理、董事长。
李奇庚	总经理	1965年6月出生，硕士学历。主要工作经历：1988年7月至1992年8月，就职于河北石家庄酒厂，担任白酒技术员；1995年4月至2001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月至今历任北京康比特体育科技股份有限公司董事、总经理。
朱煜	副总经理	1981年出生，硕士学历。2006年3月至今，就职于北京康比特体育科技股份有限公司，目前担任北京康比特体育科技股份有限公司副总经理职务。
李峰玘	副总经理	1986年出生，本科学历。2008年9月至2009年7月，就职于华夏汽车俱乐部公司，担任市场专员。2009年7月至今，就职于北京康比特体育科技股份有限公司，目前担任北京康比特体育科技股份有限公司副总经理职务。2017年4月至今，担任深圳市康恩世纪科技有限公司执行董事。
焦颖	副总经理	1955年5月出生，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，历任北京康比特体育科技股份有限公司副总经理、董事。
邢彦斌	副总经理	1977年出生，本科学历，中欧国际工商学院EMBA在读。2001年7月至2009年4月，就职于旺旺集团，担任厂长职务；2009年4月至2014年2月，就职于宝健中国日用品有限公司，担任生产经理职务；2014年2月至今，就职于北京康比特体育科技股份有限公司，目前担任北京康比特体育科技股份有限公司副总经理职务。
吕立甫	财务总监，董事会秘书	1981年10月出生，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月至今历任北京康比特体育科技股份有限公司财务总监、董事会秘书。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 公司财务结构稳定，后疫情需求带动高增长

(1) 2021-2023 年营收增长较快，运动营养食品销售增加。2021-2023 年，公司营业收入同比增长分别达到 37.18%、29.72%、32.78%，2021-2023 年复合增长率为 31.24%，经营情况稳中向好。(2) 2023 年，公司营收和利润均创新高。营收 8.43 亿元，同比增长 32.78%，归母净利润 0.88 亿元，同比增长 52.92%。主要系 2021 年后疫情影响逐步降低，进入正常防控阶段，运动营养健康食品和大众营养健康食品两大业务逐渐企稳回升，军需食品业务进入高增长，从而拉动总体营收快速增长。

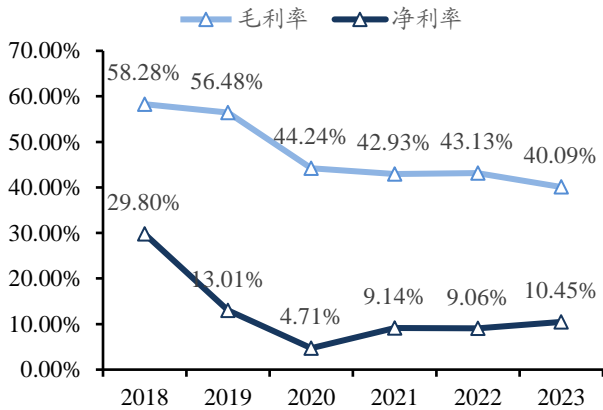
图4: 公司营收和归母净利润变化



数据来源：公司年报，iFinD，东吴证券研究所

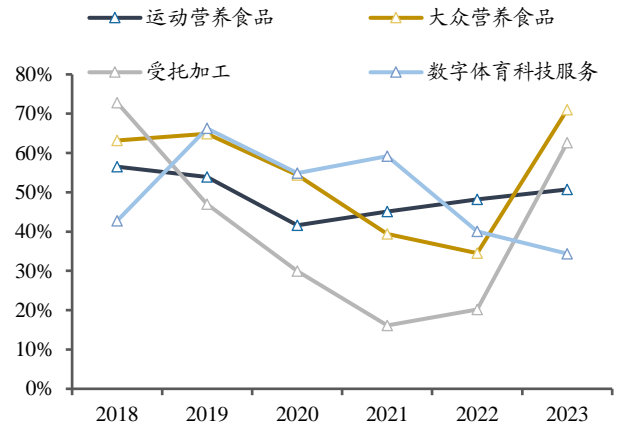
盈利能力方面：(1) 2021-2023 年康比特的毛利率整体较高，呈现下降后趋于稳定的态势。毛利率从 2018 年 58.28% 下降至 2023 年 40.09%；净利率在 2018-2020 年有所下滑，2021 年后回升并企稳，维持在 9% 以上。(2) 毛利率降低主要系 2020-2023 年线上部分电商业务由公司自己运营转为经销商分销运营，且公司增加了研发投入，扩大研发团队规模，研发人员薪酬增加所致。(3) 公司毛利率水平将逐步稳定并有所回升。公司重视技术研发，充分发挥技术优势，而不是以价格战争夺市场空间，同时公司在近年来严控销售价格，保证毛利率的稳定。我们预计未来市场仍有较高的利润空间，且随着公司国际业务和优质客户迅速增长，对毛利有较大保障。此外，公司将通过产品的迭代升级、开发多元化业务来提高综合毛利水平。

图5: 毛利率及净利润率变化



数据来源: 公司年报, iFinD, 东吴证券研究所

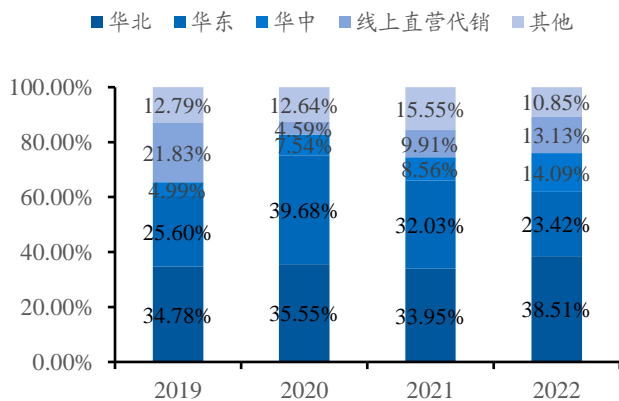
图6: 分业务毛利率变化



数据来源: 公司年报, iFinD, 东吴证券研究所

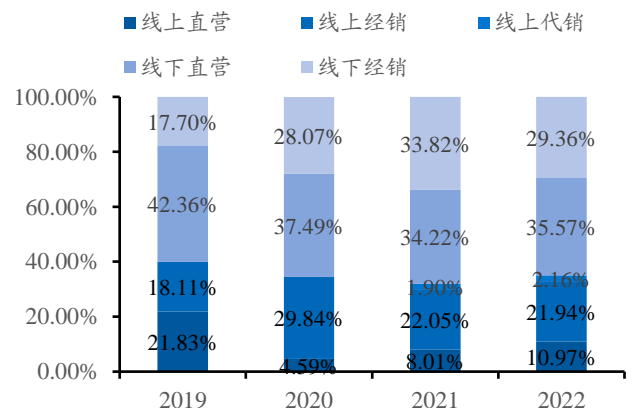
公司以华北、华东地区为主力销售地区，以线下为主要销售渠道。(1)从地区来看，2019-2023年，华北地区营收占比维持在35%左右，且有上升趋势；华中地区的销售占比由2019年的4.99%迅速增长至2022年的14.09%；线上直营代销则略有下降，由2019年的21.83%下降至2022年的13.13%。华北华东地区在2022年占据公司销售总额的61.93%。(2)从销售方式来看，线下经销与线下直营在2022年占据销售总额的64.93%，是最主要的销售方式；近年来随着公司不断布局线上销售渠道，通过线上销售，尤其抖音、京东平台的推广销售，带动公司销售增长，线上直营、经销和代销占比有所上升。

图7: 国内各地区销售占比



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图8: 国内主营业务销售方式情况



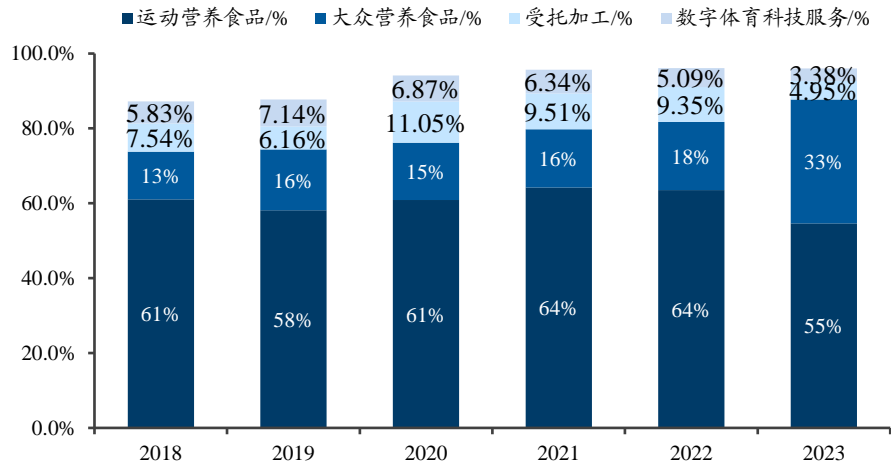
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

1.4. 四大业务领域共同发力，业务体系成熟

康比特在四大领域持续共同发力，坚持运动营养与体育科技齐头并进。公司坚持以运动营养科技创新为产品生产保驾护航，以运动营养食品为依托，促进各项业务稳定发

展。2018-2023年，公司主营业务中运动营养食品业务营收占比稳定在60%左右，大众营养食品营收占比逐步扩大，各年受托加工与数字体育科技服务的占比均较为稳定。

图9：各产品板块营收比例变化（单位：%）



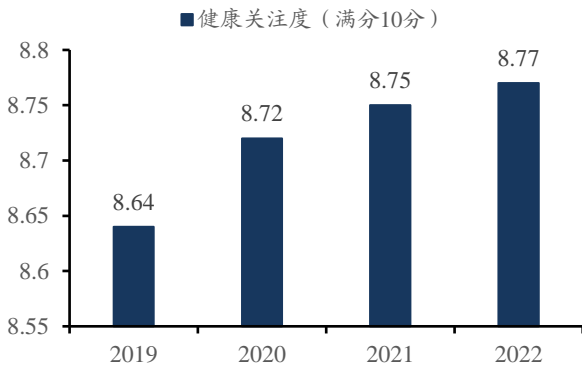
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 运动营养市场稳步扩容，潜在增长空间巨大

2.1. 国民健康意识改善，运动营养市场空间广阔

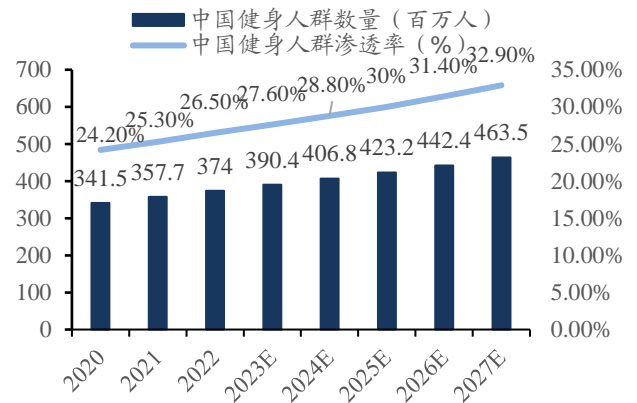
后疫情时代健康观念的变化，健身人群的增长推动运动营养行业成为广阔蓝海。(1) 消费者健康关注度稳步提升。三年疫情的冲击、社会经济的发展、城市建设水平的提升以及健康生活观念的普及，促进了消费者对运动营养的认知加深，人们将健康作为长期价值主张，在生活中愈发关注这一议题。根据 Ipsos《2022年健康洞察报告》，2019-2022年，国民健康关注度持续攀升，从8.64分上升至8.77分；81%的消费者较以往更为关注健康；且城市级别越高，健康关注度越高，一级城市与三级城市平均健康关注度相差0.56；对健康的重视有利于促进运动营养相关需求迅速扩张，运动营养食品行业也会随之受益。

图10: 国民健康关注度



数据来源: Ipsos, 东吴证券研究所

图11: 我国健身人群规模与渗透率



数据来源: CIC 灼识咨询, Keep 招股说明书, 东吴证券研究所

(2) 健身人群不断扩大。根据 CIC 灼识咨询统计, 2019-2022 年, 中国健身人群数量从 3.41 亿扩大至 3.74 亿, 预计将于 2027 年突破 4.6 亿。健身人群渗透率也持续增长, 从 2019 年的 24.20% 上升至 2022 年的 26.50%, 预计将于 2025 年突破 30%。健身的普及化与健身人群的扩大为运动营养食品行业提供了广阔且富有前景的需求空间。

2.2. 法规加强监管力度规范发展, 政策支持体育强国扩大市场

(1) 国家强化政策法规监管力度保证行业健康向上发展。针对运动营养食品安全性、宣传手段、营销、功能和剂型等各方面的法规逐渐完善。2009 年《食品安全法》施行, 开始对具有特定保健功能的食品进行严格监管, 膳食补充剂市场进一步规范化; 2015 年新修订的《食品安全法》将保健品食品广告纳入特殊食品进行严格管理; 2017 年的《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, 推动行业规范化发展更进一步。不断完善的法规体系构建驱动运动营养食品健康从野蛮发展转向健康稳定的轨道, 为行业可持续发展提供了必要支撑。

(2) 国家大力推进体育建设为行业发展提供契机。2019 年国务院印发《体育强国建设纲要》, 推进体育治理体系和治理能力现代化, 要求体育产业成为国民经济支柱性产业; 2024 年印发《体育标准化工作要点》, 要求广泛开展全民健身活动, 加强青少年体育工作, 促进群众体育和竞技体育全面发展。体育产业建设相关政策将掀起可预见的全民运动热潮, 进而带动运动健康食品需求的扩张, 为行业发展提供有利条件。

图12: 运动健康食品部分相关政策法规要求

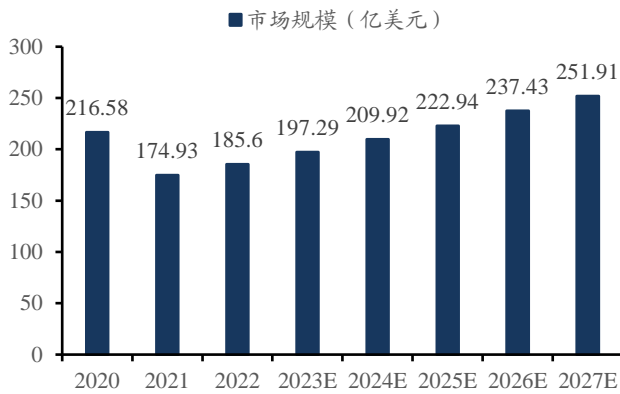
出台时间	法规政策名称	主要内容
2015年12月	《食品安全国家标准运动营养食品通则》	中国针对运动营养食品制定的国家标准,旨在满足运动人群对生理代谢状态、运动能力及营养成分特殊需求的食品加工标准。
2019年10月	《中华人民共和国食品安全法实施条例》	对严重违法行为的单位除了给予单位处罚外,还应对相关责任人处以罚款,从而加大了对食品安全违法行为的处罚力度,强化了企业主体责任,明确了食品安全监督管理部门的职责。
2019年10月	《食品安全抽样检验管理办法》	规范食品安全抽样检验工作、加强食品安全监督管理、保障公众健康和生命安全。
2021年4月	《中华人民共和国食品安全法》(2021年修订版)	进一步强化了食品安全的监管措施,明确了生产经营者的义务和责任,加强了对食品安全风险的监测和评估。
2022年3月	《食品生产经营监督检查管理办法》	加强食品生产经营活动监督检查、确保食品安全,旨在通过规范化的监督检查,提高食品安全监管的效率和效果,保障公众健康。

数据来源: 康比特招股说明书, 东吴证券研究所

2.3. 中国运动营养需求增长潜力较大, 蛋白粉与功能性食品市场空间广阔

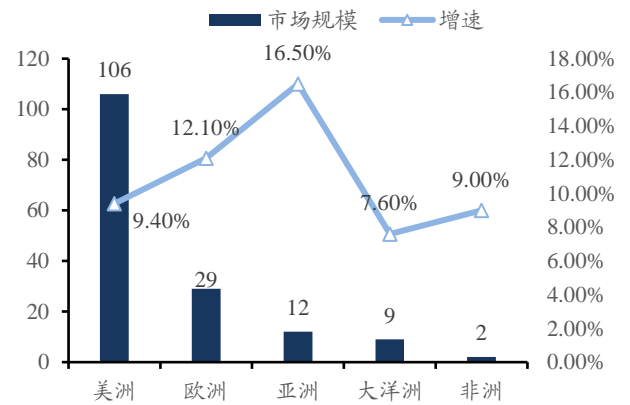
全球运动营养市场需求将持续增长, 亚洲将引领未来市场发展。(1) 近年全球市场稳步扩容, 增长潜力巨大。根据 Euromonitor 数据, 历经疫情影响导致的 2021 年回落, 国际运动营养食品市场规模持续增长, 2022 年增长率达 6.10%, 预计增长持续至 2027 年将突破 250 亿美元大关。(2) 全球市场规模分布不均衡, 亚洲市场存在广阔发展空间。根据 Foodaily2018 年的调查数据, 美洲仍然占据全球市场的主要份额, 达 67.09%, 而非洲仅占据 1.27%; 亚洲增速最高, 达到 16.50%。亚洲拥有巨大的人口基数、众多新兴经济体以及不断扩大的中产阶级力量, 将会是未来引领运动营养市场发展的重要力量。

图13: 全球运动营养食品市场规模



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图14: 2018 年全球运动营养市场规模与增速

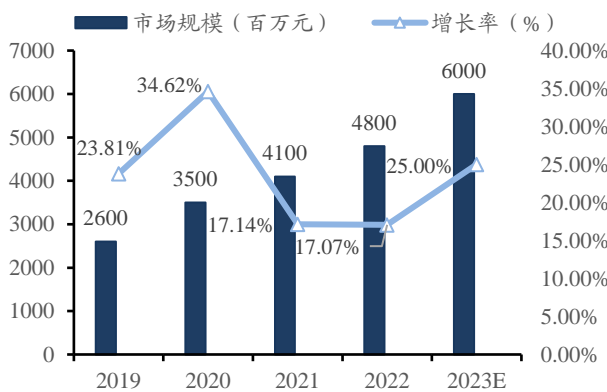


数据来源: Foodaily, 公司招股说明书, 东吴证券研究所

中国运动营养食品市场需求将会继续提升。(1) 2019-2023 年, 中国运动营养食品市场规模稳步提升, 根据 Euromonitor 统计, 2023 年市场突破 60 亿元规模。(2) 后疫情时代中国国民健康意识的不断提升、健康中国的建设以及政策法规的完善推动体育产业进入发展的快车道, 同时为运动健康食品提供巨大需求空间, 预计国内市场需求还会有较大提升。

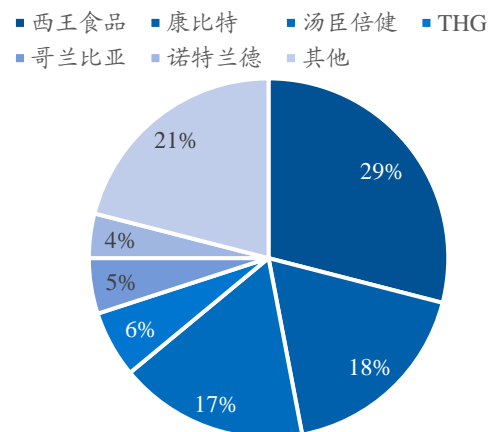
中国运动营养食品市场集中度高、渗透率低。(1) 中国市场集中度高, 六大巨头占据近 80% 的市场份额, 华经产业研究院数据显示, 2023 年排名前三的企业西王食品、康比特、汤臣倍健均为本土企业, 市场占有率分别为 29%、18%、17%, 合计超过 50%。(2) 中国市场相较欧美地区起步晚、渗透率低, 普及度不足, 存在较大提升空间, 但随着我国人民生活水平的不断提升以及健康观念的增强, 预计渗透率将会持续提升。

图15: 中国运动营养食品市场规模与增速



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图16: 2023 年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, 东吴证券研究所

3. 创新研发构建行业壁垒，线上线下加强品牌建设

3.1. 不断加大研发创新投入，构建坚实行业壁垒

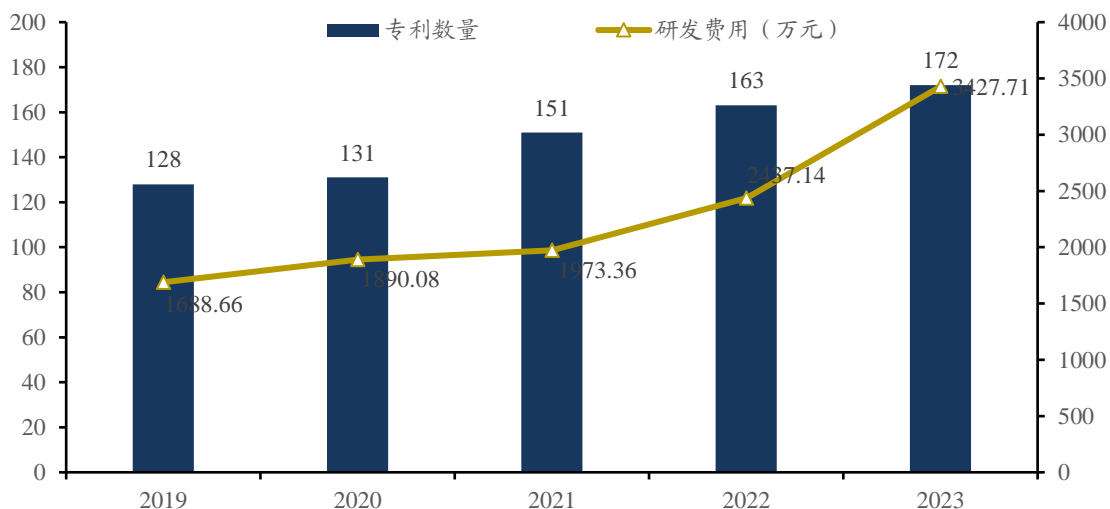
积极参与国家有关部门组织的研发课题，发挥自身专业技术优势。2019-2021年，康比特先后参与8项国家体育总局、中国残疾人体育运动管理中心等部门的运动营养研发课题，公司研发中心先后获得CNAS实验室、北京市工程实验室、北京市企业技术中心、北京科技研究开发机构、北京市职工创新工作室等认证，体现了国家对康比特品牌的高度认可，为公司开拓国际国内市场打下了良好基础。

图17: 2019-2021年康比特参与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

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图18: 2019-2023年康比特拥有的专利与发明专利数量（单位：个）



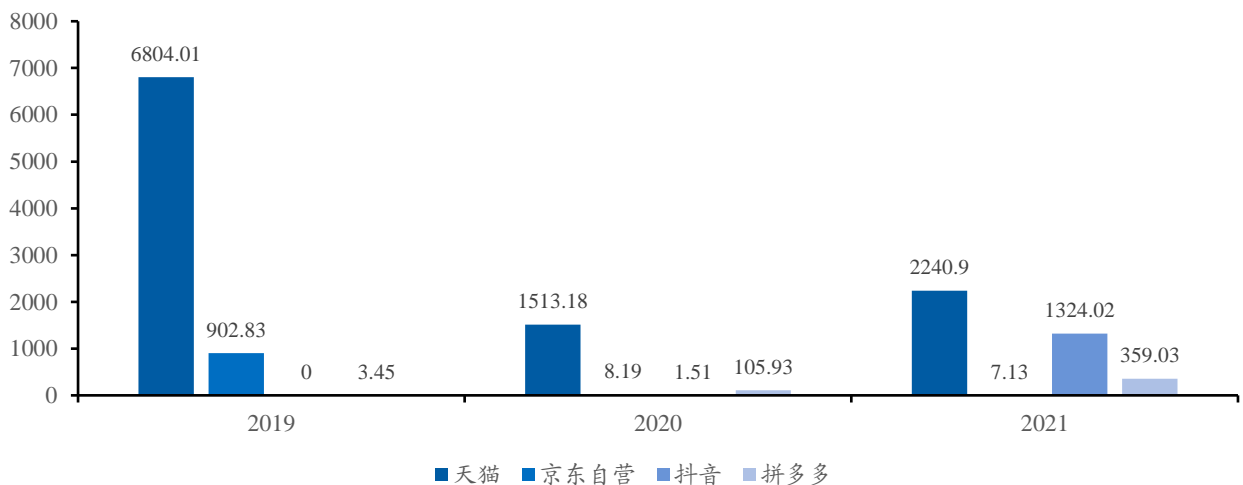
数据来源：公司年度报告，东吴证券研究所

公司重视科技创新，研发投入持续提升。康比特自成立以来一直紧跟市场需求，对现有产品进行改进提升、开发新产品、优化技术工艺。根据公司年报，2018年至2022年平均研发费用为1,866万元，平均研发费用率为4.4%。2019-2023年公司研发费用投入持续增加，2023年突破3000万元，复合年增长率为19.37%。同时，公司拥有的专利数量稳步增加，发明专利数量经历较快增长后稳定在101个，体现了公司在行业乃至全国领先的研发力量与科研能力，构建了坚实的行业壁垒。

3.2. 线上线下共同推进扩张市场，持续提高品牌影响力和市占率

公司采取多渠道立体营销的销售和服务模式。（1）公司针对竞技体育市场采取线下销售为主，直营与经销相结合的模式。其中针对国家队采用以直营为主的销售模式，大部分省市级运动队、俱乐部和体育院校由各地经销商与客户沟通谈判，并根据各地采购招标要求进行推广销售；（2）针对军需市场，公司采取线下直营模式。考虑到客户对产品质量、安全、创新以及供应体系有较高要求，通过参加招投标方式取得销售；（3）针对需求增长迅速且竞争激烈的大众健身健康市场，公司采用以线上、线下相结合，经销为主、直营为辅的销售模式。

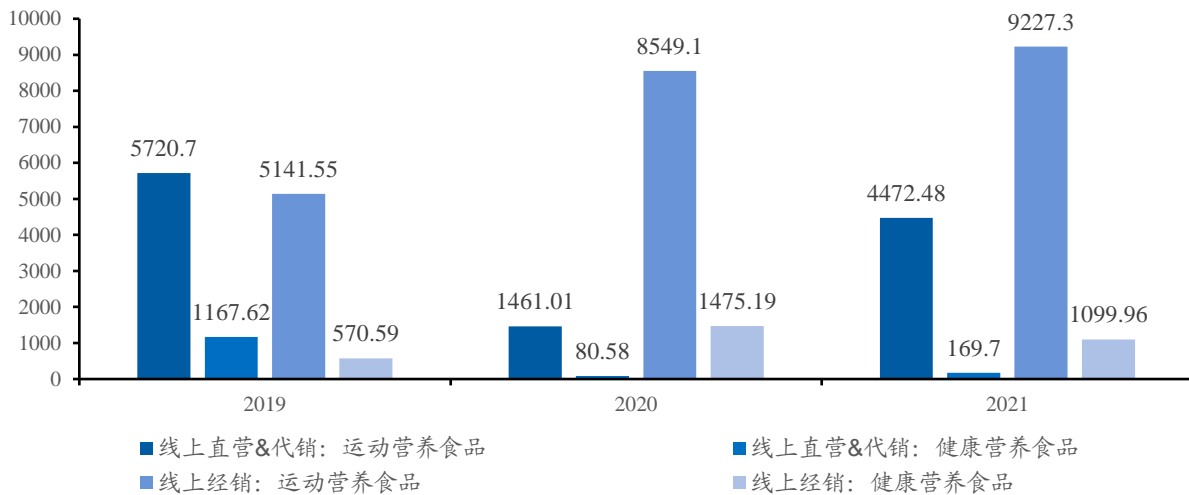
图19：康比特电商平台的收入情况（万元）



数据来源：公司交流纪要，东吴证券研究所

康比特基于国内消费者的消费习惯，将销售主要集中在线上平台，线下业务则更多侧重于品牌宣传和产品体验。通过举办健身活动、趣味比赛等方式提升品牌知名度和消费者体验，进而引导消费者到线上电商平台完成购买。线下体验店也在全国主要城市逐步布局，并与健康合作伙伴共同开展各类活动。总体而言，康比特的线上销售渠道较为通畅，近年来发展较快。我们预计随着公司销售方式变革，品牌知名度与影响力将持续提升，公司将持续提升市场占有率与销售竞争力。

图20: 康比特线上销售收入情况 (万元)



数据来源: 公司交流纪要, 东吴证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测拆分

公司坚持落实高质量经营方针, 我们预计公司营收将持续高发展。(1) 公司强化“运动营养, 更高品质”品牌定位, 以“品质原料、品质研发、品质生产、品质检验”四大维度挖掘优质内容, 并通过更具创意、更直观的可视化呈现方式, 提升品牌力。用更优情感内容和故事丰富康比特品牌特性, 传递康比特品牌价值。(2) 聚焦核心爆品市场, 驱动业绩持续增长。根据公司公告, 2024年H1, 公司蛋白增肌类产品收入实现25,298.38万元, 同比+117.08%。在能量补充市场, 公司优化能量胶产品矩阵, 创新开发蛋白胶产品并升级蜂蜜柚子味能量胶, 满足夏季训练需求, 夯实产品力; 公司以“大品牌、高品质、好能量、好口感”为核心卖点, 以“好能量、轻松选”为营销主题, 线上通过新媒体平台, 进行日常训练和比赛场景能量补充市场教育及卖点深度解读, 线下通过马拉松赛事、跑团活动等营销活动撬动跑圈流量, 触达消费者。(3) 坚决执行更强渠道策略, 深化客户合作开发。公司贯彻落实更强渠道策略, 深化与老客户合作的同时开拓发展新伙伴, 加强与重点客户的战略合作沟通, 更好地为重点客户提供支持与赋能。线上渠道方面, 天猫、京东、拼多多等电商平台全面提升, 不断加强客户策略沟通, 深耕垂直领域, 借势平台资源深化合作, 抖音作为重点突破, 不断加大市场占有率优势。

毛利率假设:

运动营养产品: 我们预计2024/2025/2026年毛利率将维持在50%。

大众营养产品: 我们预计2024/2025/2026年毛利率维持在35%。

受托加工收入: 我们预计2024/2025/2026年毛利率为15%。

其他收入：我们预计 2024/2025/2026 年毛利率维持在 50%。

图21：分业务盈利预测

分业务盈利预测						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
包装产品						
收入 (百万元)	389.55	451.78	498.77	561.12	678.95	780.79
增长率 (%)	55.81%	15.97%	10.40%	12.50%	21.00%	15.00%
毛利率 (%)	33.44%	32.20%	32.16%	32.10%	32.30%	32.40%
设计业务						
收入 (百万元)	32.54	29.91	35.35	43.56	51.54	62.55
增长率 (%)	15.07%	-8.06%	18.16%	23.22%	18.33%	21.35%
毛利率 (%)	54.81%	55.99%	57.66%	57.00%	58.00%	58.00%
其他业务						
收入 (百万元)	4.26	5.76	3.43	4.12	4.53	4.98
增长率 (%)	12.62%	35.19%	-40.46%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	48.38%	43.20%	50.16%	45.00%	47.00%	47.00%
总计 (百万元)	426.35	487.45	537.55	608.79	735.02	848.32
总增速 (%)	51.15%	14.33%	10.28%	13.25%	20.73%	15.41%
整体毛利率 (%)	35.22%	33.79%	33.95%	33.97%	34.19%	34.37%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 投资建议及估值

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 1.04/1.23/1.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/0.99/1.16 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 11/9/8 倍；我们选择业务类似的公司仙乐健康、汤臣倍健和东鹏饮料作为可比公司，公司产品均涉及运动、健康营养保健品的生产和销售。2024 年可比公司平均 PE 为 20 倍，基于国内运动营养市场行业规模迅速扩张，康比特在行业的占有率居前、品牌认可度高，且公司持续扩张市场，线上线下结合提升品牌知名度，我们预计业绩有望进一步高增，首次覆盖，给予“买入”评级。

图22：可比公司估值（截至 2024 年 8 月 30 日）

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	股价(元/股)	归母净利润(亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300791.SZ	仙乐健康	56.14	23.79	4.02	4.77	5.87	13	11	9
300146.SZ	汤臣倍健	192.03	11.29	13.03	16.53	18.87	14	12	10
605499.SH	东鹏饮料	911.78	227.94	27.75	35.15	43.22	33	26	21
平均							20	17	14
833429.BJ	康比特	11.49	9.23	1.04	1.23	1.44	11	9	8

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：除康比特、仙乐健康外其他盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险提示

1、行业政策风险：由于食品涉及公众的身体健康和生命安全，国家和民众高度重视食品安全。随着国家对食品生产、销售等各个环节越来越重视，在食品生产许可和生产质量管理规范，以及针对运动营养食品的管理等方面可能对业内企业提出更高要求，业内企业面临行业监管政策提高的风险。

2、市场竞争风险：随着“全民健身”概念的推广，运动健身人群数量逐步提升，对于运动营养品的需求不仅存在于专业运动员与健身健美人群，居民大众运动量的提升使得运动营养品的消费需求日益提高。国内运动营养品市场的扩张也吸引着国外知名运动营养品品牌的加入以及加速国内新兴运动营养品企业的成长，为公司带来一定的市场竞争风险。

3、公司内部控制风险：公司自设立以来积累了较为丰富的经营管理经验，法人治理机制不断完善，形成了较为有效的约束机制及内部管理机制。但是，随着公司业务规模的扩大，公司需要对市场开拓、技术研发、质量管理、财务管理等内部控制流程进行同步升级完善，如果企业内部控制制度未能随着公司规模扩大及时完善，公司将面临内部控制的风险。

康比特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	655	727	864	1,013	营业总收入	843	1,021	1,222	1,404
货币资金及交易性金融资产	407	430	508	603	营业成本(含金融类)	505	583	700	804
经营性应收款项	66	80	96	110	税金及附加	8	10	12	14
存货	178	211	253	290	销售费用	165	201	241	277
合同资产	0	0	0	0	管理费用	46	61	73	84
其他流动资产	4	6	8	9	研发费用	34	43	51	56
非流动资产	414	397	383	370	财务费用	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	0	0	0
固定资产及使用权资产	330	312	298	285	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	6	7	7	7	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	28	27	27	27	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	15	15	15	15	营业利润	90	122	144	169
其他非流动资产	35	36	36	36	营业外净收支	14	0	0	0
资产总计	1,069	1,124	1,248	1,383	利润总额	104	122	144	169
流动负债	239	220	256	288	减:所得税	16	18	22	25
短期借款及一年内到期的非流动负债	81	37	37	37	净利润	88	104	123	144
经营性应付款项	74	84	101	116	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	27	33	39	45	归属母公司净利润	88	104	123	144
其他流动负债	57	66	79	90	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.83	0.99	1.16
非流动负债	32	31	31	31	EBIT	90	122	144	169
长期借款	19	19	19	19	EBITDA	119	141	158	183
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.09	42.84	42.71	42.76
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	10.45	10.14	10.04	10.25
其他非流动负债	7	6	6	6	收入增长率(%)	32.78	21.03	19.78	14.86
负债合计	271	251	287	319	归母净利润增长率(%)	52.92	17.49	18.53	17.24
归属母公司股东权益	798	872	960	1,064					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	798	872	960	1,063					
负债和股东权益	1,069	1,124	1,248	1,383					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	148	99	113	136	每股净资产(元)	6.41	7.01	7.71	8.54
投资活动现金流	(17)	(2)	0	0	最新发行在外股份(百万股)	125	125	125	125
筹资活动现金流	(29)	(74)	(35)	(41)	ROIC(%)	8.77	11.26	12.54	13.40
现金净增加额	102	23	78	96	ROE-摊薄(%)	11.04	11.86	12.77	13.52
折旧和摊销	29	19	13	13	资产负债率(%)	25.38	22.37	23.03	23.09
资本开支	(17)	(1)	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.04	11.10	9.37	7.99
营运资本变动	21	(24)	(23)	(21)	P/B(现价)	1.44	1.32	1.20	1.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>