

**康比特 (833429.BJ)**

2024年09月06日

**体运潮流+高品质产品推动成长, 2024H1 扣非净利润+34%**

——北交所信息更新

**投资评级: 买入 (维持)**
**诸海滨 (分析师)**

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

|            |            |
|------------|------------|
| 日期         | 2024/9/5   |
| 当前股价(元)    | 9.72       |
| 一年最高最低(元)  | 14.48/6.81 |
| 总市值(亿元)    | 12.10      |
| 流通市值(亿元)   | 7.79       |
| 总股本(亿股)    | 1.25       |
| 流通股本(亿股)   | 0.80       |
| 近3个月换手率(%) | 32.2       |

**北交所研究团队**
**● 2024H1 营收 5.07 亿元, 同比+36%; 归母净利润 4733 万元, 同比+5%**

公司发布 2024 年半年度报告, 实现营收 5.07 亿元, 同比增长 35.62%; 归母净利润 4732.61 万元, 同比增长 5.14%; 扣非净利润 4668.32 万元, 同比增长 33.98%。2023 年公司实现营收 8.43 亿元, 同比增长 32.78%; 归母净利润 8,810.13 万元, 同比增长 52.92%。公司军需食品类近五年营收提升速度较快, 自 2019 年的 1872.21 万元营收, 提升至 2023 年的 2.41 亿元。公司持续加强与部队科研院所的联合科研攻关, 不断改良工艺, 提升口味口感和产品品质, 强化军需产品技术优势, 为拓宽产品线进行各种组套布局。我们上调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测, 预计归母净利润为 0.96 (0.93) /1.14 (1.13) /1.28 亿元, EPS 为 0.77/0.92/1.03 元/股, 对应当前股价 PE 为 12.6/10.6/9.4 倍, 维持“买入”评级。

**● 公司持续供货国家队, 叠加 2024 年巴黎奥运会体运热潮, 或将带来增量**

公司自成立以来, 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。随着国家发展体育、促进消费等一系列政策的落地和效果显现, 叠加 2024 年巴黎奥运会, 可能催发一波体运热潮, 为公司未来的业绩增长奠定了坚实的基础。此外, 2023 年, 公司坚持“运动营养 更高品质”定位, 聚焦蛋白补充和能量补充两大市场; 坚定执行品牌营销战略, 优化品牌营销策略, 以“更高品质”内容营销驱动提升品牌溢价能力。

**● “健康中国”战略加大产业扶持力度, 康比特产品品质、技术实力具有优势**

近年来, 国家部署实施健康中国战略, 加大对大健康产业扶持力度, 运动营养食品行业逐渐被重视。欧睿国际数据显示, 全球运动营养市场规模 2023 年达 197.29 亿美元, 2026 年有望达 251.91 亿美元; 中国运动营养食品市场规模 2023 年为 60 亿元, 2024 年有望达 74 亿元。康比特为专注运动营养食品行业的本土品牌, 具有较强产品品质、技术实力强等优势。

● **风险提示:** 市场情况变化风险、原材料价格波动风险、经销商管理的风险, 其他风险详见倒数第二页标注<sup>1</sup>。

**相关研究报告**

《产品升级+力拓市场, 2023 年归母净利润预增 34%-56%—北交所信息更新》-2024.2.20

《运动营养科技龙头, 发力军需食品和健身跑步人群—北交所首次覆盖报告》-2024.1.8

**财务摘要和估值指标**

| 指标         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 635   | 843   | 996   | 1,170 | 1,335 |
| YOY(%)     | 29.7  | 32.8  | 18.2  | 17.4  | 14.1  |
| 归母净利润(百万元) | 58    | 88    | 96    | 114   | 128   |
| YOY(%)     | 26.9  | 52.9  | 9.4   | 18.6  | 12.4  |
| 毛利率(%)     | 43.1  | 40.1  | 40.7  | 40.4  | 40.8  |
| 净利率(%)     | 9.1   | 10.4  | 9.7   | 9.8   | 9.6   |
| ROE(%)     | 7.8   | 11.0  | 11.0  | 11.9  | 12.0  |
| EPS(摊薄/元)  | 0.46  | 0.71  | 0.77  | 0.92  | 1.03  |
| P/E(倍)     | 21.0  | 13.7  | 12.6  | 10.6  | 9.4   |
| P/B(倍)     | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 1.3   | 1.1   |

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

|   |    |
|---|----|
| 1、 公司：军需产品维持高增长，奥运会拉动体运热潮.....                  | 3  |
| 1.1、 2023 年营收同比+33%归母净利润同比+53%，军需品同比+209% ..... | 3  |
| 1.2、 公司持续供货国家队，奥运会有望推动增长，营销全渠道建设发力 .....        | 5  |
| 1.3、 研发实力和科研队伍构建公司“护城河”，专利达 172 项 .....         | 7  |
| 1.4、 募投：固安工厂扩产投入 1.36%，品牌建设投入 101.63% .....     | 8  |
| 2、 健康中国战略扶持，2023 年中国运动营养食品市场 60 亿.....          | 9  |
| 2.1、 运动健身人群数量增长、营养补充剂意识与习惯建立推动市场扩张 .....        | 9  |
| 2.2、 竞争格局：康比特长期服务专业运动人群，产品品质高技术实力强 .....        | 10 |
| 3、 盈利预测与估值 .....                                | 11 |
| 4、 风险提示 .....                                   | 11 |
| 附：财务预测摘要 .....                                  | 12 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1： 2024H1，公司实现营业收入 5.07 亿元，同比增长 35.62%.....            | 3  |
| 图 2： 2023 年，公司归母净利润同比增长 52.92% .....                     | 3  |
| 图 3： 2023 年毛利率、净利率水平分别为 40%、10%.....                     | 3  |
| 图 4： 健康营养食品 2020-2023 年营收 CAGR 最高 .....                  | 4  |
| 图 5： 2023 年健康营养食品营收占比提升至 33%（万元） .....                   | 4  |
| 图 6： 军需食品营收自 2019 年 1872.21 万元提升至 2023 年的 2.41 亿元 .....  | 4  |
| 图 7： 公司坚定执行品牌营销战略，强化“运动营养 更高品质”品牌定位 .....                | 6  |
| 图 8： 2023 年公司销售费用达到 1.65 亿元，占营收比例为 19.51%.....           | 7  |
| 图 9： 2023 年公司研发费用率为 4.07%.....                           | 7  |
| 图 10： 2023 年公司研发人员 101 人，占比 12.70% .....                 | 7  |
| 图 11： 截至 2023 年 12 月 31 日，公司专利数量达到 172 项 .....           | 8  |
| 图 12： 2023 年全球运动营养食品市场规模 197.29 亿美元.....                 | 10 |
| 图 13： 中国运动营养食品市场规模 2023 年达到 60 亿元.....                   | 10 |
| 图 14： 康比特为本土专注运动营业食品的品牌有品质与技术实力优势 .....                  | 10 |
| 表 1： 国家队营养品使用目录（2024 年 3 月-2026 年 3 月）包含康比特等 4 家供应商..... | 5  |
| 表 2： 康比特北交所上市募集资金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 .....         | 8  |
| 表 3： 国家部署实施健康中国战略，不断加大对大健康产业的扶持力度 .....                  | 9  |
| 表 4： 分离乳清蛋白粉产品中 FoYes 与康比特价位相近.....                      | 10 |

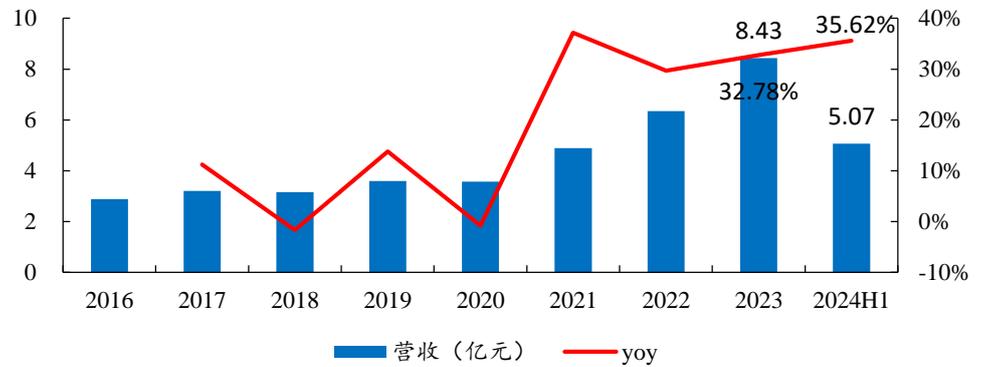
## 1、公司：军需产品维持高增长，奥运会拉动体运热潮

### 1.1、2023 年营收同比+33%归母净利润同比+53%，军需品同比+209%

康比特是一家集运动营养、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，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。

2023 年公司实现营业收入 8.43 亿元，较 2022 年增长 32.78%；2024H1，公司实现营业收入 5.07 亿元，同比增长 35.62%。其中通过线上销售，尤其抖音、京东平台的推广销售，带动公司运动营养食品同比增长 15,731.11 万元，增长比例 87.36%；同时受军方订货需求影响，公司健康营养食品同比减少 1,858.49 万元，下降比例 13.03%；受托加工业务受收入品类变化影响，毛利率有所增长；数字化体育科技服务毛利率增长较高，主要是毛利率较高的技术服务收入占比提升。

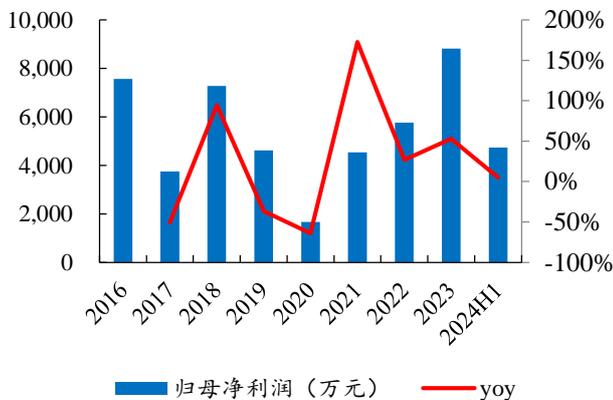
图1：2024H1，公司实现营业收入 5.07 亿元，同比增长 35.62%



数据来源：Wind、开源证券研究所

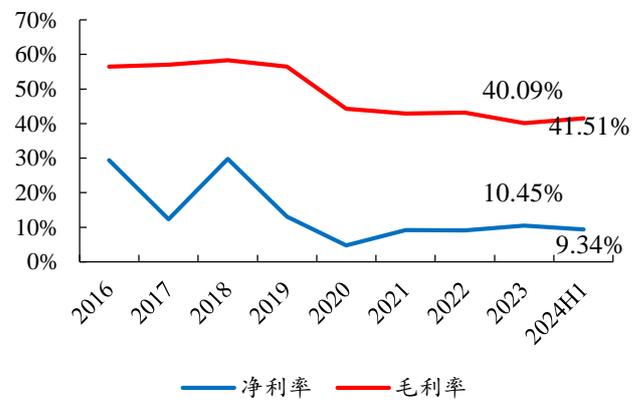
2023 年，公司实现归母净利润 8,810.13 万元，较 2022 年增长 52.92%；2024H1 实现归母净利润 4732.61 万元，同比增长 5.14%。2023 年毛利率、净利率水平分别为 40.09%、10.45%。

图2：2023 年，公司归母净利润同比增长 52.92%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年毛利率、净利率水平分别为 40%、10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 年，公司以“实现运动营养行业第一，成为运动健身人群最信赖的运动营

养食品”为战略目标，坚持品牌营销战略、创意创新战略、人才发展战略和数字化战略四大战略，坚持“运动营养 更高品质”定位，聚焦蛋白补充和能量补充两大市场。

产品分类上，公司产品主要分为运动营养食品、健康营养食品、数字化体育科技服务、受托加工业务。其中运动营养食品营收占比最高，2023 年实现营收 4.61 亿元，2020-2023 年营收 CAGR 为 28.48%；健康营养食品营收占比次之，近三年营收年复合增长速度最快，达到 72.05%，2023 年由于军需食品类营收大幅提高而营收占比随之提高至 33.07%，实现营收 2.79 亿元。

图4：健康营养食品 2020-2023 年营收 CAGR 最高

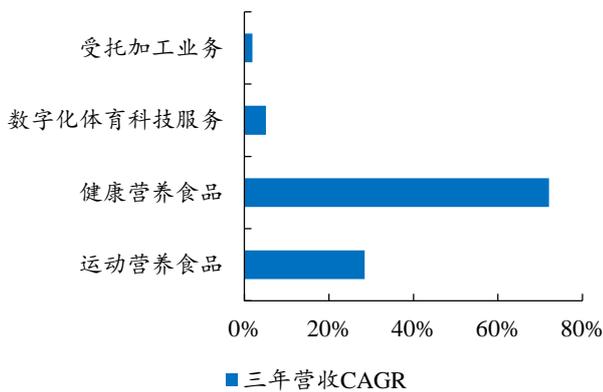
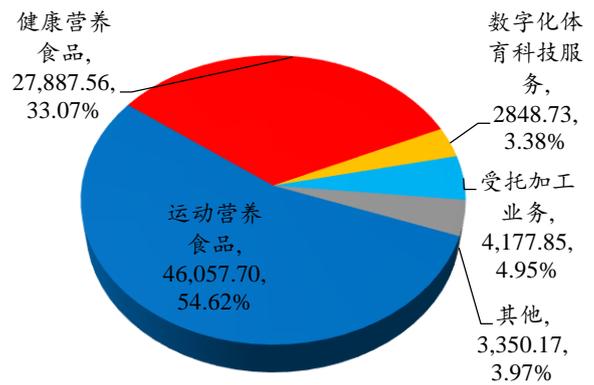


图5：2023 年健康营养食品营收占比提升至 33% (万元)

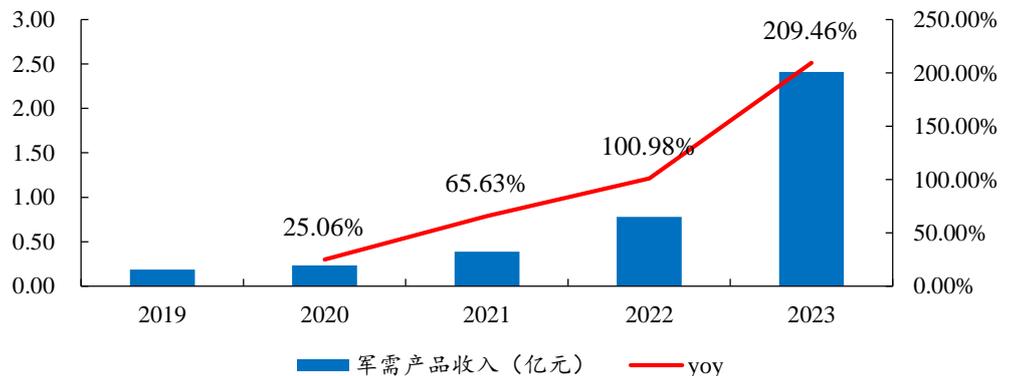


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司军需食品类近五年营收提升速度较快，自 2019 年的 1872.21 万元营收，提升至 2023 年的 2.41 亿元。2023 年，针对军需专项业务，公司持续加强与部队科研院所的联合科研攻关，不断改良饼干、压缩干粮、自热食品的工艺，提升军需食品的口味口感和产品品质，强化军需产品技术优势，为拓宽产品线进行各种组套布局。2023 年，公司军需食品收入 24,119.63 万元，同比增长 209.46%。

图6：军需食品营收自 2019 年 1872.21 万元提升至 2023 年的 2.41 亿元



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

## 1.2、公司持续供货国家队，奥运会有望推动增长，营销全渠道建设发力

公司自成立以来，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。2016-2017、2019-2020 的国家队集采中，康比特入围产品品类数量达 27%，位居第一。康比特为百余支国家级、省市级专业运动队，以及奥运会、残奥会运动队提供运动营养食品、科研攻关及科技服务，并在服务奥运会、残奥会的过程中被多次表彰。随着国家发展体育、促进消费等一系列政策的落地和效果显现，叠加 2024 年巴黎奥运会，可能催发一波体运热潮，为公司未来的业绩增长奠定了坚实的基础。

国家体育总局科教司公布的 2024 年 3 月-2026 年 3 月国家队营养品使用目录包括康比特、赛康嘉铭、天天活力、汤臣倍健 4 家供应商，其中汤臣倍健为赞助商，康比特等其余 3 家为公开招标进入目录。

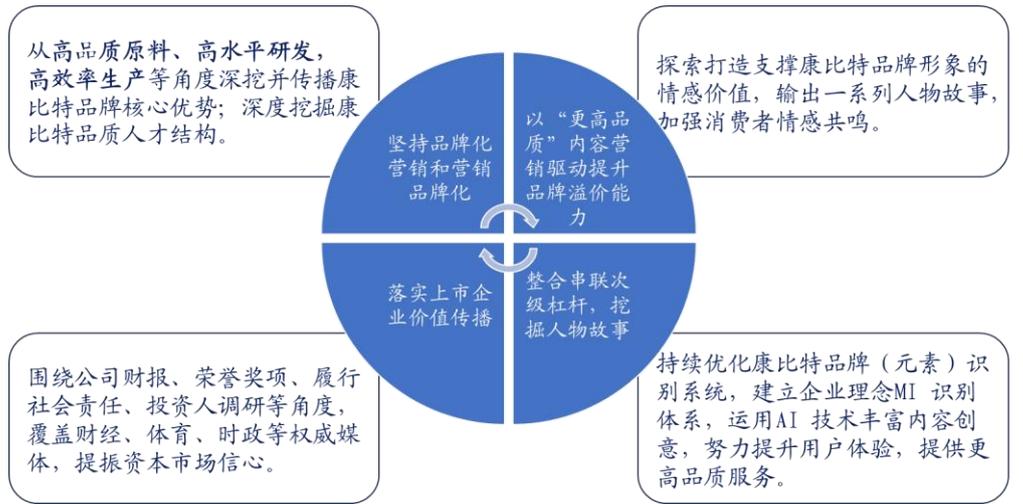
**表1：国家队营养品使用目录（2024 年 3 月-2026 年 3 月）包含康比特等 4 家供应商**

| 序号 | 功能       | 产品名称                           | 产地 | 规格                | 供应商             | 进口/国产 | 产品来源 |
|----|----------|--------------------------------|----|-------------------|-----------------|-------|------|
| 1  |          | 高能补充能量运动营养粉（甜橙味）               | 北京 | 50g/袋             | 北京康比特体育科技股份有限公司 | 国产    | 公开招标 |
| 2  | 补充碳水化合物类 | 1,6-二磷酸果糖三钠盐固体饮料（金桔味）          | 广东 | 180g（6g/袋×30袋）    | 北京赛康嘉铭健康科技有限公司  | 国产    | 公开招标 |
| 3  |          | 奥赛德斯冲饮粉（香橙味）                   | 德国 | 1kg/桶             | 北京天天活力体育发展有限公司  | 进口    | 公开招标 |
| 4  |          | 健乐多能量胶能量饮料（青苹果味）               | 广东 | 60mL/袋            | 汤臣倍健股份有限公司      | 国产    | 赞助   |
| 5  | 补充蛋白质类   | 奥赛德斯分离乳清蛋白粉（94号）（草莓味）          | 德国 | 750g/桶            | 北京天天活力体育发展有限公司  | 进口    | 公开招标 |
| 6  |          | 健乐多重肌能®乳清蛋白营养强化粉速度力量运动营养粉（草莓味） | 广东 | 2.27kg/罐          | 汤臣倍健股份有限公司      | 国产    | 赞助   |
| 7  | 补充膳食纤维类  | 康比特棒®即食棒即食谷物方便食品（谷香味）          | 北京 | 600g（50g/支×12支）/盒 | 北京康比特体育科技股份有限公司 | 国产    | 公开招标 |
| 8  |          | life·space®益生菌膳食纤维固体饮料         | 广东 | 140g（7g/袋×20袋）    | 汤臣倍健股份有限公司      | 国产    | 赞助   |

资料来源：国家体育总局科教司、开源证券研究所

公司采取多渠道立体营销的销售和服务模式。2023 年，公司坚定执行品牌营销战略，优化品牌营销策略。从坚持品牌化营销和营销品牌化，以“更高品质”内容营销驱动提升品牌溢价能力，整合串联次级杠杆、挖掘人物故事，落实上市企业价值传播等四个方面不断强化“运动营养 更高品质”定位。

图7：公司坚定执行品牌营销战略，强化“运动营养 更高品质”品牌定位



资料来源：公司 2023 年年度报告、开源证券研究所

渠道建设上，公司在线上通过各平台深度解析差异化卖点，通过优质传播内容，做好营销赋能，多方面展示康比特乳清蛋白新配方产品的核心优势。在线下通过各项健身健美赛事活动及千人千店项目做好营销品牌化，快速触达更多消费者并进行深度沟通转化。2023 年，公司蛋白增肌类产品收入 3.06 亿元，同比增长 50.18%。618、双十一大促蛋白增肌类产品 GMV 实现较大突破，被天猫健康评为“年度高增长品牌”。2024H1，公司蛋白增肌类产品收入实现 2.53 亿元，同比增长 117.08%。

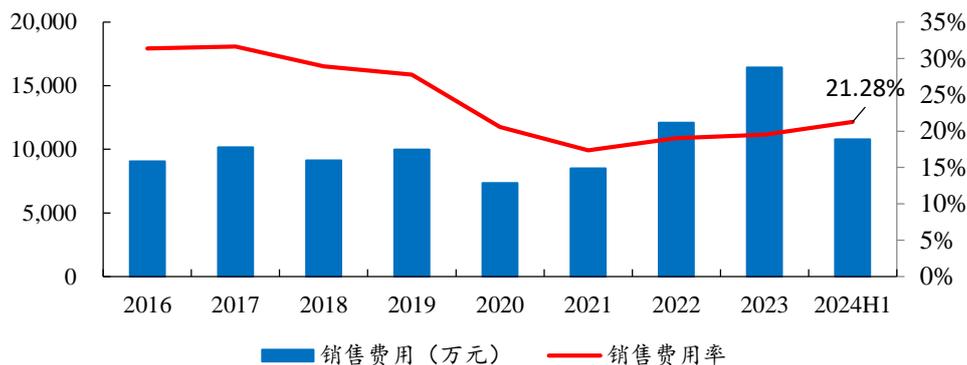
随着马拉松赛事如火如荼开展，公司抓住机会积极布局，创新开发高配能量胶和日常能量胶，进一步开拓跑步能量补充市场，以“跑起来，更轻松”为标语，从赛事补能场景延拓至日常训练补能场景，构建跑步市场“快消化”产品矩阵。公司签约竞走世界冠军杨家玉作为品牌代言人，并签约多名知名度较高的推广大使，以国内马拉松赛事为宣传及活动载体，并通过线上线下联动，赋能销售转化。2023 年，公司共参与 240 余场跑步赛事，触达近 200 万跑者。能量胶实现收入 2,609.65 万元，同比增长 167.15%。2024H1，公司能量胶产品实现收入 1,479.86 万元，同比增长 71.88%。

2023 年，公司还召开了康比特合作伙伴大会，邀请来自全国各地的优秀合作伙伴，公司在会上向合作伙伴宣贯了更强渠道的决心和策略。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，公司深化与京东、阿里、抖音等电商平台的战略合作，加强客户策略沟通，深耕垂直领域，借势平台资源深化合作。

线下渠道，公司加强产品价格体系管理、以动销、消费者服务和做大品牌人群资产为核心构建渠道体系，加强对经销商团队的赋能，支持经销商做大做强。

2023 年公司销售费用达到 1.65 亿元，同比增长 36%，占营收比例提升至 19.51%；2024H1，公司销售费用仍然保持增长，上半年销售费用达到 1.08 亿元，同比增长 54.97%，占营收比例达到 21.28%。

**图8：2023 年公司销售费用达到 1.65 亿元，占营收比例为 19.51%**


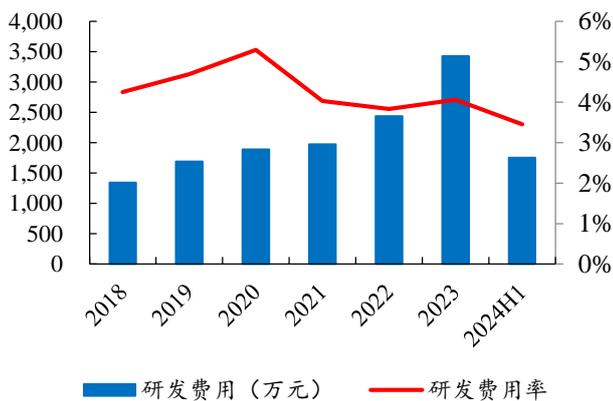
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、研发实力和科研队伍构建公司“护城河”，专利达 172 项

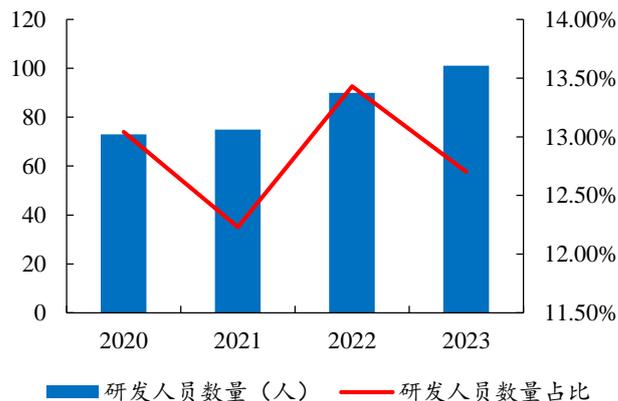
研发能力方面，公司先后参与了 20 多项国家科技部、国家体育总局、北京市科委等省部级课题。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有 101 项授权发明专利，研发中心先后获得 CNAS 认证、北京市工程实验室、北京市企业技术中心、北京科技研究开发机构、北京市职工创新工作室等认证。

公司管理及科研队伍方面，公司拥有 70 余名硕士及博士学历核心人才，2023 年研发人员数量增长至 101 人，占公司总人数的 12.70%。2023 年 7 月，康比特创始人杨则宜荣获亚洲运动健康营养学会终身成就奖；公司副总经理朱煜与研发总监魏冰也入选成为亚洲运动健康营养学会执行委员。

费用上，公司自 2018 年以来每年研发费用保持稳定增长，2023 年达到 3427.71 万元，在总营收中占比达到 4.07%。

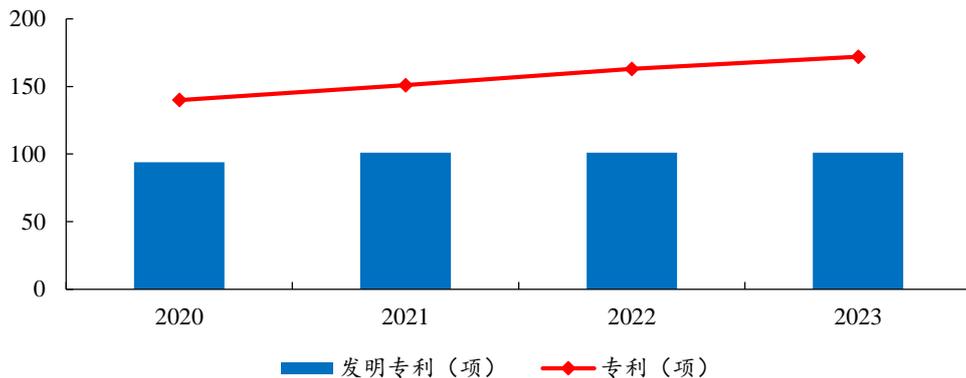
**图9：2023 年公司研发费用率为 4.07%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：2023 年公司研发人员 101 人，占比 12.70%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司长期的高研发投入，使得公司的研发能力和科研队伍一直处于国内同行业的领先水平，2023 年公司专利数量达到 172 项，其中发明专利 101 项。

**图11: 截至 2023 年 12 月 31 日, 公司专利数量达到 172 项**


数据来源: 公司各年年度报告、开源证券研究所

#### 1.4、募投: 固安工厂扩产投入 1.36%, 品牌建设投入 101.63%

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2: 康比特北交所上市募集资金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**

| 项目             | 募集资金计划投资总额(调整后)<br>(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 | 10,000.00               | 136.28         | 1.36    |
| 品牌建设与推广项目      | 3,838.94                | 3901.16        | 101.63  |
| 合计             | 13,838.94               | 4037.85        | -       |

资料来源: 公司公告、开源证券研究所(数据截至 2024 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。

## 2、健康中国战略扶持，2023 年中国运动营养食品市场 60 亿

### 2.1、运动健身人群数量增长、营养补充剂意识与习惯建立推动市场扩张

公司处于运动营养食品行业，运动营养食品作为食品制造业的一个分支，我国出台、颁布了多项政策法规及行业标准以推进行业健康快速发展，保障消费者的相关合法权益。

近年来，国家部署实施健康中国战略，不断加大对大健康产业的扶持力度，运动营养食品行业作为大健康产业的重要支柱逐渐被社会重视。运动营养食品在国内起步较晚，居民使用营养补充剂的意识和习惯尚未完全建立，产品的普及率和人均消费远低于发达国家水平，未来的市场上升空间较大。

**表3：国家部署实施健康中国战略，不断加大对大健康产业的扶持力度**

| 相关文件  | 相关内容  |
|---|---|
| 《“健康中国 2030”规划纲要》<br>《健康中国行动（2019-2030 年）》<br>《全民健身计划（2021-2025 年）》 | 把健康摆在优先发展的战略地位，加快形成有利于健康的生活方式、生态环境和经济社会发展模式。着重加强对学校、幼儿园、养老机构等营养健康工作的指导，统筹建设全民健身公共设施，继续制定实施全民健身计划，普及科学健身知识和健身方法，推动全民健身生活化。加强全民健身科技创新平台和科学健身指导服务站点建设。 |
| 《国民营养计划（2017-2030 年）》   | 要促进营养健康产业快速发展，营养健康信息化水平逐步提升，居民营养健康素养得到明显提高，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。  |
| 《“十四五”国民健康规划》   | 举办全民健身主题示范活动，倡导主动健康理念，普及运动健康知识。实施国民营养计划和合理膳食行动，推进食品营养标准体系建设。  |
| 《关于恢复和扩大消费的措施》  | 促进文体体育会展消费，鼓励举办各类体育赛事活动；提升健康服务消费，开发健康管理、康养疗养等服务和产品。   |
| 《“十四五”体育发展规划》<br>《关于体育助力稳经济促消费激活力的工作方案》                             | 首次针对体育信息化建设进行了部署，明确了加快数字化发展、建设数字体育的创新发展思路。<br>加快体育与 5G、大数据、人工智能等新技术的融合，大力发展数字体育。  |
| 《数字中国建设整体布局规划》  | “要全面赋能经济社会发展”，“构建普惠便捷的数字社会”，打造“面向未来的智能化沉浸式服务体验”。  |

资料来源：公司 2023 年年度报告、开源证券研究所

近年来，全球消费者运动营养品行业规模持续增长。欧睿国际数据显示，全球运动营养市场规模由 2017 年的 163.14 亿美元增长到 2023 年的 197.29 亿美元，预计到 2026 年，全球运动营养食品行业市场规模将达到 251.91 亿美元。

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。根据灼识咨询（CIC）报告，2022 年中国的健身人群数量为 3.74 亿，预计至 2027 年将达到 4.64 亿。市场规模上，根据欧睿国际数据显示，中国运动营养食品市场规模 2023 年达到 60 亿元，2024 年有望达到 74 亿元，同比增长 23%。未来数年内，针对运动健身人群的服务市场，将保持较大的增长潜力，运用数字化、智能化等现代科技手段为体育运动赋能，日益成为趋势。

图12: 2023 年全球运动营养食品市场规模 197.29 亿美元

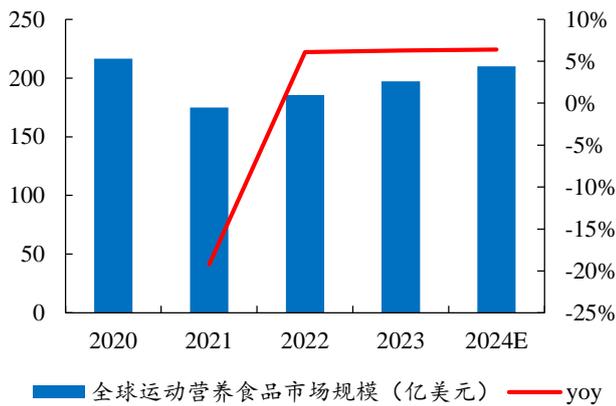
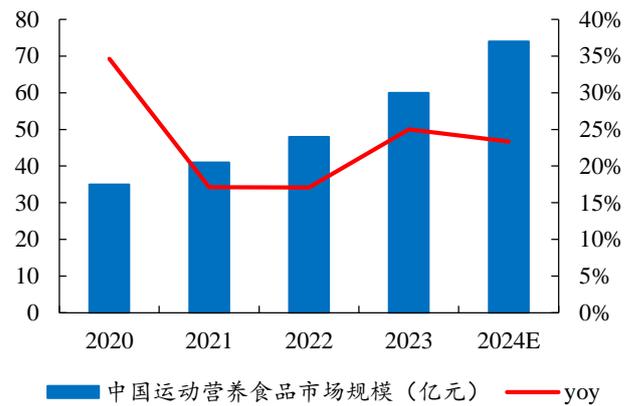


图13: 中国运动营养食品市场规模 2023 年达到 60 亿元



数据来源: 欧睿国际、中商产业研究院、开源证券研究所

数据来源: 欧睿国际、中商产业研究院、开源证券研究所

## 2.2、竞争格局: 康比特长期服务专业运动人群, 产品品质高技术实力强

中国蛋白粉市场品牌较多, 主要品牌有汤臣倍健、康比特、肌肉科技等品牌。国际上, 美国健身行业发展较早, 因而其蛋白粉市场发展较中国发展更快, 品牌优势和产品更为成熟。目前国内整体蛋白粉市场竞争集中度较高, 但国内企业较少, 未来随着国内企业相关研究投入和技术推动, 叠加本土优势有望提升国产品牌份额。

康比特可比公司为西王食品(肌肉科技)、汤臣倍健、仙乐健康、金达威等, 对比来看, 康比特为**专注运动营养食品行业的本土品牌, 具有较强产品品质、技术实力强**等优势; 汤臣倍健、仙乐健康等大众营养品牌旗下子品牌/产品则具有更广的经营范围。

图14: 康比特为本土专注运动营养食品的品牌有品质与技术实力优势



资料来源: 公司一轮问询的回复、开源证券研究所

各家针对健身人群的乳清蛋白粉产品对比来看, 分离乳清蛋白粉中蛋白含量普遍较高, 相应的价格也更高。分离乳清蛋白粉单价上, FoYes 与康比特产品价位较为相近; 乳清蛋白粉产品中, 康比特与肌肉科技价格相近。

表4: 分离乳清蛋白粉产品中 FoYes 与康比特价位相近

| 品牌  | 产品      | 蛋白含量 | 规格 (g) | 价格 (元) | 单价 (元/g) |
|-----|---------|------|--------|--------|----------|
| 康比特 | 分离乳清蛋白粉 | 88%  | 750    | 288    | 0.38     |

| 品牌    | 产品          | 蛋白含量                 | 规格 (g) | 价格 (元) | 单价 (元/g) |
|-------|-------------|----------------------|--------|--------|----------|
|       |             |                      | 1800   | 588    | 0.33     |
|       | 乳清蛋白粉       | 75%                  | 2270   | 478    | 0.21     |
| 汤臣倍健  | 增肌粉 纯乳清蛋白质粉 | 65%                  | 907    | 264.1  | 0.29     |
|       | 增肌粉 纯乳清蛋白质粉 | 75%                  | 300    | 108    | 0.36     |
| 肌肉科技  | 纯乳清蛋白质粉     | 48%水解+分离,<br>44%浓缩乳清 | 907    | 268    | 0.30     |
|       | 纯分离乳清蛋白质粉   | 80%                  | 2270   | 668    | 0.29     |
| FoYes | 分离乳清蛋白粉     | 90%                  | 750    | 298    | 0.40     |
|       |             |                      | 1800   | 598    | 0.33     |
| 赛霸    | 分离乳清蛋白粉     | 82.50%               | 907    | 219    | 0.24     |

资料来源：各家淘宝旗舰店、开源证券研究所（数据截至 2024 年 9 月 5 日）

### 3、盈利预测与估值

公司发布 2024 年半年度报告，实现营收 5.07 亿元，同比增长 35.62%；归母净利润 4732.61 万元，同比增长 5.14%；扣非净利润 4668.32 万元，同比增长 33.98%。2023 年公司实现营收 8.43 亿元，同比增长 32.78%；归母净利润 8,810.13 万元，同比增长 52.92%。公司军需食品类近五年营收提升速度较快，自 2019 年的 1872.21 万元营收，提升至 2023 年的 2.41 亿元。公司持续加强与部队科研院所的联合科研攻关，不断改良工艺，提升口味口感和产品品质，强化军需产品技术优势，为拓宽产品线进行各种组套布局。我们上调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计归母净利润为 0.96 (0.93) /1.14 (1.13) /1.28 亿元，EPS 为 0.77/0.92/1.03 元/股，对应当前股价 PE 为 12.6/10.6/9.4 倍，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

市场情况变化风险、原材料价格波动风险、经销商管理的风险等。

**附：财务预测摘要**

| 资产负债表(百万元)       | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 567   | 655   | 634   | 679   | 738   |
| 现金               | 304   | 407   | 349   | 356   | 420   |
| 应收票据及应收账款        | 70    | 58    | 75    | 81    | 76    |
| 其他应收款            | 6     | 4     | 9     | 7     | 9     |
| 预付账款             | 8     | 8     | 17    | 14    | 21    |
| 存货               | 174   | 178   | 181   | 218   | 209   |
| 其他流动资产           | 4     | 1     | 5     | 3     | 3     |
| <b>非流动资产</b>     | 430   | 414   | 458   | 515   | 565   |
| 长期投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产             | 332   | 318   | 368   | 430   | 486   |
| 无形资产             | 28    | 28    | 25    | 23    | 21    |
| 其他非流动资产          | 70    | 68    | 65    | 62    | 59    |
| <b>资产总计</b>      | 997   | 1069  | 1092  | 1194  | 1303  |
| <b>流动负债</b>      | 202   | 239   | 191   | 199   | 205   |
| 短期借款             | 20    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款        | 89    | 71    | 89    | 100   | 96    |
| 其他流动负债           | 93    | 168   | 102   | 99    | 110   |
| <b>非流动负债</b>     | 56    | 32    | 33    | 33    | 31    |
| 长期借款             | 36    | 19    | 19    | 20    | 18    |
| 其他非流动负债          | 20    | 14    | 14    | 14    | 14    |
| <b>负债合计</b>      | 258   | 271   | 224   | 232   | 237   |
| 少数股东权益           | -0    | -0    | -1    | -1    | -1    |
| 股本               | 125   | 125   | 125   | 125   | 125   |
| 资本公积             | 279   | 277   | 277   | 277   | 277   |
| 留存收益             | 336   | 400   | 458   | 534   | 616   |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 739   | 798   | 869   | 963   | 1068  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 997   | 1069  | 1092  | 1194  | 1303  |

| 现金流量表(百万元)     | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 51    | 148   | 104   | 104   | 162   |
| 净利润            | 58    | 88    | 96    | 114   | 128   |
| 折旧摊销           | 23    | 24    | 19    | 22    | 26    |
| 财务费用           | 4     | -1    | -1    | -1    | -2    |
| 投资损失           | -0    | 0     | -1    | -0    | -1    |
| 营运资金变动         | -46   | 20    | -6    | -27   | 14    |
| 其他经营现金流        | 13    | 17    | -3    | -3    | -3    |
| <b>投资活动现金流</b> | -11   | -17   | -63   | -80   | -76   |
| 资本支出           | 11    | 17    | 63    | 80    | 76    |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 96    | -29   | -99   | -18   | -22   |
| 短期借款           | -17   | -20   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | -14   | -18   | 1     | 0     | -2    |
| 普通股增加          | 20    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 118   | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -11   | 10    | -100  | -18   | -20   |
| <b>现金净增加额</b>  | 137   | 102   | -57   | 7     | 64    |

| 利润表(百万元)        | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 635   | 843   | 996   | 1170  | 1335  |
| 营业成本            | 361   | 505   | 591   | 697   | 790   |
| 营业税金及附加         | 6     | 8     | 11    | 12    | 14    |
| 营业费用            | 121   | 165   | 194   | 222   | 258   |
| 管理费用            | 51    | 46    | 58    | 64    | 75    |
| 研发费用            | 24    | 34    | 40    | 50    | 60    |
| 财务费用            | 4     | -1    | -1    | -1    | -2    |
| 资产减值损失          | -2    | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 2     | 7     | 2     | 2     | 2     |
| 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    |
| <b>营业利润</b>     | 65    | 90    | 109   | 131   | 147   |
| 营业外收入           | 1     | 14    | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 66    | 104   | 110   | 131   | 147   |
| 所得税             | 8     | 16    | 14    | 17    | 19    |
| <b>净利润</b>      | 58    | 88    | 96    | 114   | 128   |
| 少数股东损益          | -0    | 0     | -0    | -0    | -0    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 58    | 88    | 96    | 114   | 128   |
| EBITDA          | 78    | 110   | 113   | 138   | 156   |
| EPS(元)          | 0.46  | 0.71  | 0.77  | 0.92  | 1.03  |

| 主要财务比率         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 29.7  | 32.8  | 18.2  | 17.4  | 14.1  |
| 营业利润(%)        | 16.9  | 38.5  | 21.4  | 19.6  | 12.1  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 26.9  | 52.9  | 9.4   | 18.6  | 12.4  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 43.1  | 40.1  | 40.7  | 40.4  | 40.8  |
| 净利率(%)         | 9.1   | 10.4  | 9.7   | 9.8   | 9.6   |
| ROE(%)         | 7.8   | 11.0  | 11.0  | 11.9  | 12.0  |
| ROIC(%)        | 5.8   | 8.1   | 9.1   | 10.1  | 10.3  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 25.9  | 25.4  | 20.5  | 19.4  | 18.2  |
| 净负债比率(%)       | -29.1 | -37.6 | -36.6 | -33.6 | -36.4 |
| 流动比率           | 2.8   | 2.7   | 3.3   | 3.4   | 3.6   |
| 速动比率           | 1.9   | 2.0   | 2.3   | 2.2   | 2.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 1.0   | 1.1   |
| 应收账款周转率        | 10.9  | 13.1  | 15.0  | 15.0  | 17.0  |
| 应付账款周转率        | 4.6   | 6.7   | 8.0   | 8.0   | 8.8   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.46  | 0.71  | 0.77  | 0.92  | 1.03  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.41  | 1.19  | 0.84  | 0.84  | 1.30  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 5.94  | 6.41  | 6.98  | 7.73  | 8.58  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 21.0  | 13.7  | 12.6  | 10.6  | 9.4   |
| P/B            | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 1.3   | 1.1   |
| EV/EBITDA      | 12.8  | 8.3   | 7.9   | 6.4   | 5.2   |

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（underperform） | 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（underperform） | 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。

<sup>1</sup>截至 9 月 6 日，开源证券资管持仓 3723924 股，无限售期，本材料完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

## 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3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