

康比特

833429

食品饮料行业

分析师：吴春红

执业证书编号：

S1410524050001

联系人：黄燕芝

执业证书编号：

S1410123120005

投资评级： 买入（首次）

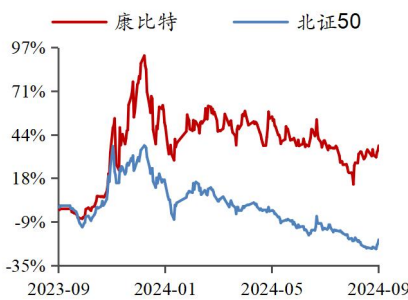
当前价格： 9.99 元

市场数据

总股本(百万股)	124.50
A 股股本(百万股)	124.50
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	64.38
12 个月最高/最低(元)	14.48/6.26
第一大股东	北京惠力康信息咨询中心 东 (有限合伙)
第一大股东持股比例(%)	22.86
上证综指/沪深 300	3000.95/3545.32

数据来源：聚源 注：2024年9月26日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	14.15	8.15	57.95
绝对收益	13.65	-0.40	37.70

数据来源：聚源 注：相对收益与北证 50 相比

相关研究报告

国内运动营养食品行业增速高，公司深耕运动营养食品多年

投资要点：

◆公司主要产品和服务包括：运动营养食品、健康营养食品、数字化体育科技服务和受托加工业务等。运动营养食品是公司的基本盘，2019-2023 年运动营养食品收入占比均在 50% 以上。在运动营养食品的基础上，公司将自己的专业优势延伸，将业务扩展至健康营养食品领域，未来公司会在口感、包装等方面进一步改善，也会考虑做一些产品调整以推出更多适合泛运动人群的产品，进一步打开市场空间。

◆2020-2023 年营业收入和归母净利润 CAGR 分别实现 33.16% 和 72.99% 的增速。2023 年实现营业收入 8.43 亿元，同比增长 32.78%，2023 年归母净利润为 0.88 亿元，同比增长 52.92%。公司经营状况稳中向好。

◆2015-2020 年，中国运动营养市场的 CAGR 高达 40%，是全球增速最快的市场之一。预计 2023 年，中国运动营养食品市场规模可达 60 亿元人民币，年增速约为 20%，远高于全球运动营养行业 5% 的增速水平。健康营养食品市场规模由 2017 年的 3796 亿元增长至 2022 年的 5885 亿元，其中保健食品市场规模为 2221 亿元，功能性食品市场规模为 3664 亿元，预计 2027 年健康营养食品市场规模将超过 8000 亿元，其中功能性食品市场规模将突破 5000 亿元。从“十三五”规划到“十四五”规划期间，国家密集推出了一系列政策措施，旨在大力扶持体育产业的蓬勃发展。国务院早在 2014 年及 2016 年便积极鼓励发展营养健康产品，这一举措不仅为运动营养产业的萌芽与成长奠定了坚实的基础，还预示着全民健康意识觉醒的新时代。

◆国内运动营养食品生产商主要有西王食品、康比特、汤臣倍健，三者市场占有率分别为 29%、18% 和 17%，前 3 大企业合计市场占有率为 64%，前六大企业合计市场占有率为 79%，市场集中度较高。

◆估值和投资建议：我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 991.03/1186.15/1442.24 百万元，同比增长 17.53%/19.69%/21.59%；2024-2026 年公司归母净利润分别为 107.72/128.45/151.49 百万元，同比增长 22.27%/19.24%/17.94%。当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 12/10/8 倍。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 22.3 倍，参考可比公司平均估值情况，首次覆盖给予“买入”评级。

◆风险提示：食品安全风险；核心技术流失风险；市场竞争风险。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	635.06	843.22	991.03	1,186.15	1,442.24
YOY(%)	29.72%	32.78%	17.53%	19.69%	21.59%
归母净利润(百万)	57.61	88.10	107.72	128.45	151.49
YOY(%)	26.90%	52.92%	22.27%	19.24%	17.94%
ROE(%)	7.78%	11.05%	12.18%	12.98%	13.56%
EPS(摊薄/元)	0.46	0.71	0.87	1.03	1.22
P/E(倍)	21.6	14.1	11.5	9.7	8.2
P/B(倍)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1

正文目录

1	深耕运动营养食品多年，公司经营稳健	1
1.1	公司以运动营养食品为主，健康营养食品占比持续提升	1
1.2	公司渠道：线上线下相结合，经销为主，直营、代销为辅的销售模式	3
1.3	公司管理层任职期限长，从业经验丰富	5
1.4	公司近年营收和净利润实现高速增长	6
2	国家支持体育产业发展，民众健康观念高涨	8
2.1	公众健康观念崛起，运动营养市场发展具潜力	8
2.2	运动营养食品行业集中度高，本土企业占据主导地位	10
2.3	国家大力支持体育产业，全民健康意识觉醒	11
3	盈利预测及估值	12
3.1	盈利预测	12
3.2	估值及建议	13
4	风险提示	14

图表目录

图 1	公司产品收入结构	1
图 2	公司产品系列毛利率	1
图 3	各渠道运动营养食品销售对比	3
图 4	公司线上线下收入占比	4
图 5	公司直营、经销和代销收入占比	4
图 6	公司分地区收入结构	5
图 7	公司营业收入及增长情况	7
图 8	公司归母净利润及增长情况	7
图 9	公司毛利率及变化情况 (%)	7
图 10	公司净利率及变化情况 (%)	7
图 11	公司费用率变化情况 (%)	8
图 12	全球运动营养食品市场规模 (亿美元)	9
图 13	中国运动营养食品市场规模 (亿元)	9
图 14	中国运动营养食品行业市场竞争格局	10
表 1	公司部分产品情况	2
表 2	公司部分产品情况	4
表 3	公司股权结构	5
表 4	康比特高管履历	5
表 5	健康营养食品分类及特点	9
表 6	康比特主要竞争对手	10
表 7	运动营养食品行业相关政策	11
表 8	销售收入结构预测	13
表 9	可比公司估值	14

1 深耕运动营养食品多年，公司经营稳健

1.1 公司以运动营养食品为主，健康营养食品占比持续提升

公司主要产品和服务包括：运动营养食品、健康营养食品、数字化体育科技服务和受托加工业务等。

运动营养食品是公司的基本盘,2019-2023 年运动营养食品收入占比均在 50%以上。在运动营养食品的基础上，公司将自己的专业优势延伸，将业务扩展至健康营养食品领域，未来公司会在口感、包装等方面进一步改善，也会考虑做一些产品调整以推出更多适合泛运动人群的产品，进一步打开市场空间。

运动营养食品毛利率逐年提升预计主要原因系公司调整并聚焦核心产品，且产品售价较高，此外，能量蛋白类产品随着蛋白材料成本的上升公司上调了产品的销售单价。健康营养食品毛利率逐年下降预计主要原因系公司军需食品的销售占比提升且毛利率持续下降，军需产品市场竞争较为激烈，销售毛利率较低。

图 1、公司产品收入结构

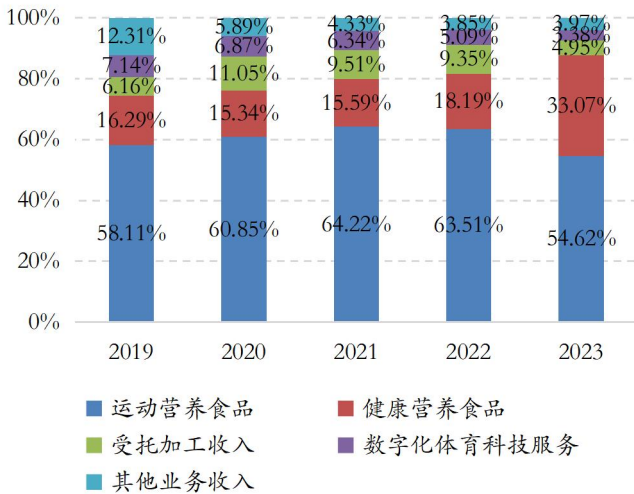
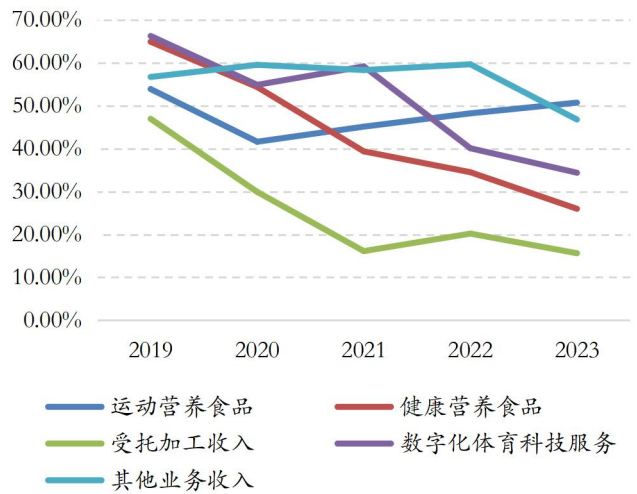


图 2、公司产品系列毛利率



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

运动营养食品是为了满足健身爱好者、体育锻炼参与者及体力工作者的生理、代谢需求及特定营养素要求而设计的产品。市场上常见的运动营养食品涵盖了运动饮料、口服液、胶囊和粉剂多种类型。

公司将运动营养食品分为“能量蛋白类”和“运动功能类”，其中能量

蛋白类具体包括补充能量类、控制能量类和补充蛋白类，运动功能类具体包括速度力量类、耐力类和运动后恢复类。公司健康营养食品可划分为健康食品和军需食品，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。

公司为升级乳清蛋白明星产品，精选了高品质原料，融入了独家专利成分，并主打清洁配方。通过结合更高标准的原料、CPTpro 专属营养配比、专利添加物以及清晰的清洁标签，实现了产品的全方位革新与提升。

表 1、公司部分产品情况

运动营养食品	能量蛋白类	能量蛋白类，具体包括补充能量类、控制能量类和补充蛋白类。	 
	运动功能类	运动功能类，具体包括速度力量类、耐力类和运动后恢复类。	 
健康营养食品	健康食品	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	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	

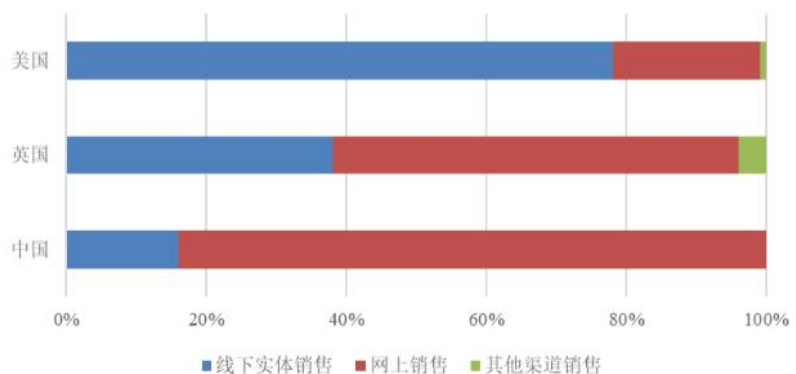
资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

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。

1.2 公司渠道：线上线下相结合，经销为主，直营、代销为辅的销售模式

行业线下渠道主要包括经销商体系、直营店、健身房和医药商超等，线上渠道主要包括几大主流电商平台以及企业各自搭建的线上销售平台。与英美国家不同，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，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%。而同期，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。

图 3、各渠道运动营养食品销售对比

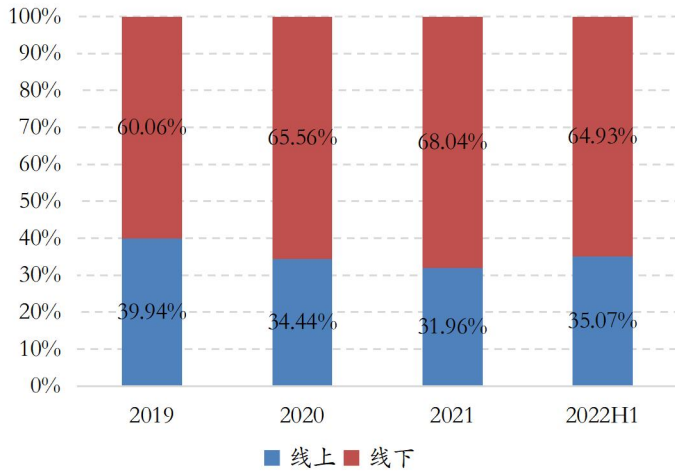


数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

康比特以线下收入为主,2019-2022年上半年公司线下收入占比持续维持在60%以上,且公司以经销为主,直营和代销为辅。

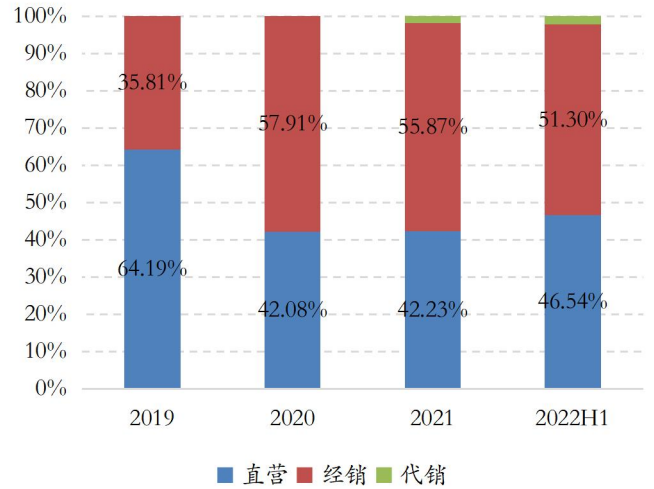
公司线上销售主要通过淘宝、天猫、京东、抖音、拼多多、唯品会等国内主要电商平台。近年来,电商销售经历了快速转型,以淘宝、天猫、京东为代表的传统电商销售平台之外,社交电商和直播销售平台作为新兴力量迅速崛起并蓬勃发展。公司不仅积极布局了微信小程序等社交电商新阵地,还涉足抖音、快手等热门直播平台,开展直播带货的创新营销模式。

图 4、公司线上线下收入占比



数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

图 5、公司直营、经销和代销收入占比



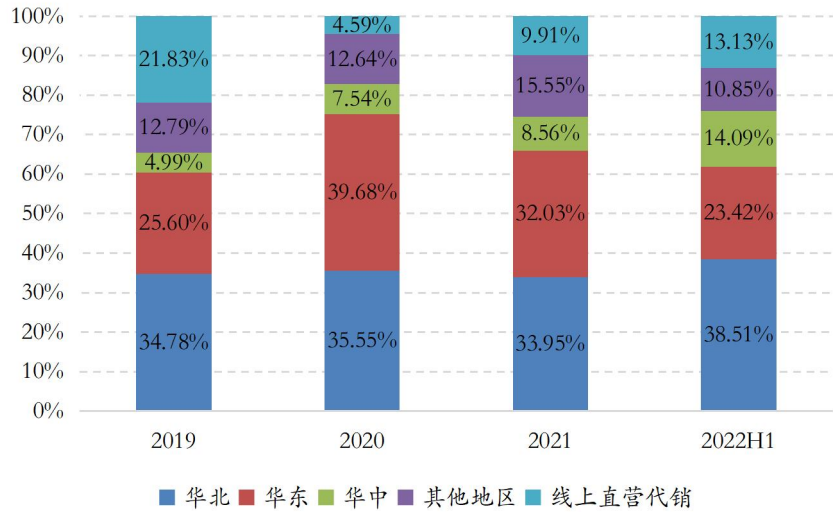
数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

表 2、公司部分产品情况

销售模式	模式简介	代表性客户
直营	公司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；公司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	线上：淘宝、京东、抖音、拼多多等； 线下：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 线下：扬州健乐
代销	公司在京东平台开设店铺，根据店铺销售及库存情况，委托第三方物流将货物运送至电商平台指定仓库，消费者下单后，由电商平台负责产品物流配送及收款，电商平台按照代销清单与公司结算	北京京东弘健健康有限公司

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

图 6、公司分地区收入结构



数据来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

1.3 公司管理层任职期限长，从业经验丰富

白厚增先生为公司实际控制人，其直接持股比例为 5.72%，且持有北京惠力康信息咨询中心 78.06%的股权比例。

表 3、公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	参考市值(亿元)	占总股本比例
北京惠力康信息咨询中心(有限合伙)	28,461,255	2.46	22.86%
张炜	12,345,210	1.07	9.92%
银晖国际有限公司	11,471,286	0.99	9.21%
白厚增	7,122,949	0.62	5.72%
陈庆玥	4,620,000	0.40	3.71%
北京晨光创业投资有限公司	4,000,045	0.35	3.21%
焦颖	3,097,655	0.27	2.49%
杨则宜	2,672,655	0.23	2.15%
北京康誉惠信息咨询中心(有限合伙)	2,400,000	0.21	1.93%
天津康维健康信息咨询服务中心(有限合伙)	2,287,000	0.20	1.84%
合计	78,478,055	6.80	63.04%

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司管理层从业经验丰富，董事长白厚增先生任职于公司多年。总经理李奇庚先生、副总经理朱煜先生、副总经理李峰玘先生、副总经理焦颖先生、副总经理邢彦斌先生，均在公司从业至少 10 年以上，行业和公司管理经验丰富。

表 4、康比特高管履历

姓名	职位	出生年份	学历	履历
----	----	------	----	----

白厚增	董事长/董事	1964年	博士	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	硕士	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	硕士	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	本科	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	硕士	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	本科	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	本科	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。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.4 公司近年营收和净利润实现高速增长

2020-2023年营业收入和归母净利润 CAGR 分别实现 33.16%和 72.99%的增速。2023年实现营业收入 8.43 亿元，同比增长 32.78%，2023年归母净利润

润为 0.88 亿元，同比增长 52.92%。公司经营状况稳中向好。

图 7、公司营业收入及增长情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

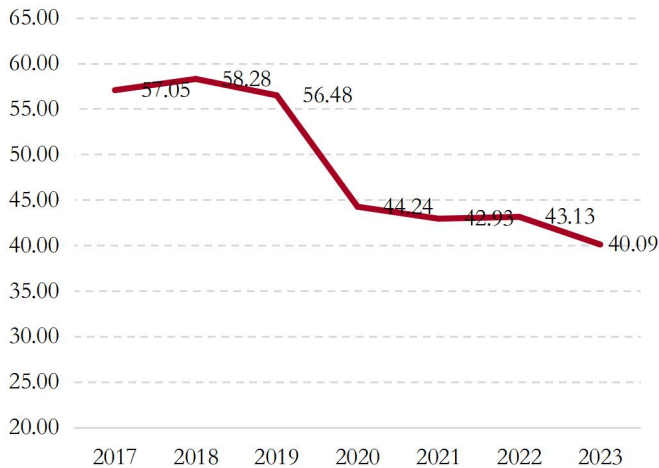
图 8、公司归母净利润及增长情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

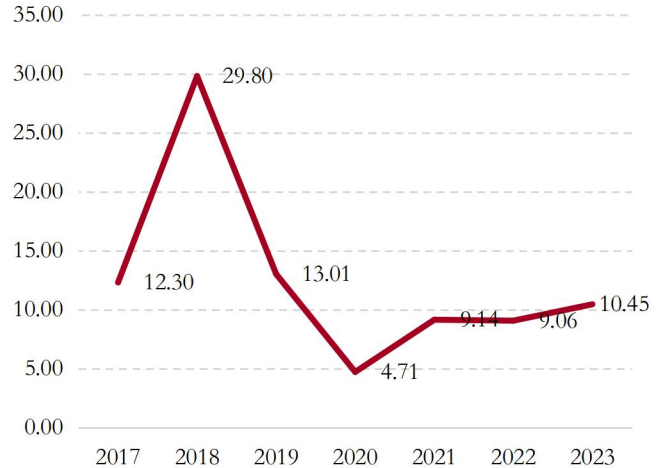
2023 年公司毛利率 40.09%，同比下滑 3.04pct，公司净利率 10.45%，同比提升 1.39pct。2020 年以来，公司净利率持续提升，预计原因主要系公司管理费用率持续下降。

图 9、公司毛利率及变化情况 (%)



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 10、公司净利率及变化情况 (%)



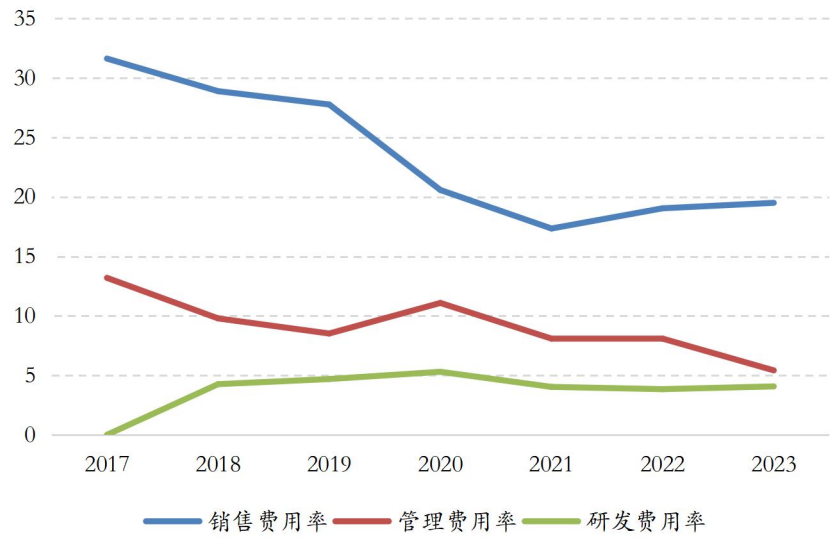
数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2020 年以来，公司销售费用率呈现提升趋势，2020-2023 年销售费用率分别为 2.18%/2.41%/2.83%/3.49%。公司销售费用率呈现提升趋势主要系公司持续加大国内外市场开发力度，主粮产品的推广需求增加，销售费用投入增加。

近年公司研发费用率波动较小，公司研发费用率高于行业内其他可比公

司。公司高度重视产品研发，加大了在研发领域的资金投入，从而导致研发支出保持较高的水平。公司坚持自主研发创新，继续加大科研投入，不断开发适用于竞技运动人群、健美健身人群、青少年运动人群、大众健康人群、军需人群等不同人群的高品质运动营养食品。此外，公司的营业收入在数值上显著低于行业内其他可比的上市公司，导致其研发费用率相较于同行业内的可比公司显得更高。

图 11、公司费用率变化情况 (%)



数据来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

2 国家支持体育产业发展，民众健康观念高涨

2.1 公众健康观念崛起，运动营养市场发展具潜力

根据欧睿国际数据，全球运动营养市场规模由 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，全球运动营养食品行业市场规模将达到 251.91 亿美元，2023-2027 年 CAGR 为 6.3%。全球运动营养食品市场主要集中于北美和欧洲市场。

2015-2020 年，中国运动营养市场的 CAGR 高达 40%，是全球增速最快的市场之一。预计 2023 年，中国运动营养食品市场规模可达 60 亿元人民币，年增速约为 20%，远高于全球运动营养行业 5% 的增速水平。

在后疫情时代，公众的健康观念与营养补充需求经历了显著的变革，人们更加深刻地认识到维护个人身体健康的重要性。截至 2022 年底，中国健身人群（每周参加两次以上运动）达到 3.7 亿人，渗透率达 26.5%；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%。

近年来，国家积极推行健康中国战略，持续增强对大健康产业的支持力度。作为大健康产业的关键一环，运动营养食品行业日益受到社会各界的关注。尽管该行业在国内起步较晚，民众对于营养补充剂的认识与使用习惯尚未全面形成，导致其市场普及率和人均消费量相较于发达国家仍有较大差距，但这同时也预示着该行业拥有广阔的发展前景和巨大的市场潜力。

图 12、全球运动营养食品市场规模（亿美元）



图 13、中国运动营养食品市场规模（亿元）



数据来源：欧睿国际，立鼎产业研究网，江海证券研究发展部

数据来源：欧睿国际，立鼎产业研究网，江海证券研究发展部

健康营养食品主要分为保健食品和功能性食品。保健食品主要为人体补充膳食营养，不用于治疗疾病，保健食品的监管较为严格，功能性食品通常按普通食品进行管理，行业进入门槛低。

健康营养食品市场规模由 2017 年的 3796 亿元增长至 2022 年的 5885 亿元，其中保健食品市场规模为 2221 亿元，功能性食品市场规模为 3664 亿元，预计 2027 年健康营养食品市场规模将超过 8000 亿元，其中功能性食品市场规模将突破 5000 亿元。

表 5、健康营养食品分类及特点

	主要类型	定义及特点	代表产品
保健食品	维生素	维生素为维持身体健康所需的一类有机化合物，大部分需要通过日常膳食获取	维生素 A、B1、B2、B3、B5、B6、B7、B9、B12、C、D、E、K 等
	矿物质	矿物质是生物体维持正常生理功能和生化代谢等生命活动所必需的化学元素，需通过膳食补充	钙、铁、锌、硒等
	益生菌	对人体健康有益的活性微生物，核心功能为改善人体肠道健康，增强免疫力	乳杆菌、双歧杆菌、革兰阳性球苗等
	动植物提取	存在于天然动植物体内，对增强身体特定机能有助作用，人体自身合成可能不足	蛋白粉、辅酶 Q10、叶黄素、褪黑素、鱼油、膳食纤维等
功能性食品	运动补给	能够提高运动健身效果的营养补充食品	乳清蛋白、肌酸等
	功能饮料	添加电解质/糖类/牛碳酸/维生素等一种或多种材	运动饮料、能量饮料等

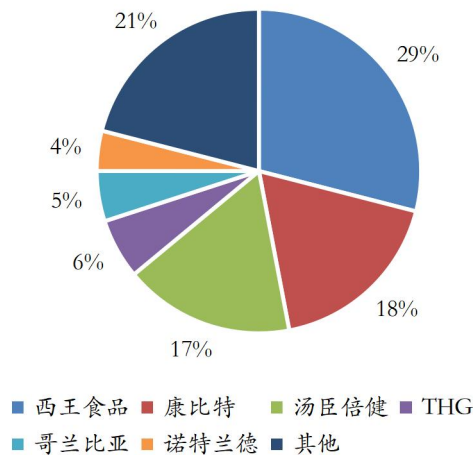
		料，补充人体在运动中损失的水分/能量/电解质	
	无糖饮料	添加人工、天然甜味剂的饮料，替代高热量饮品，减少人体糖分摄入，满足消费者低卡零卡需求	无糖气泡水、无糖茶饮、无糖植物蛋白饮料等
	健康美容食品	在零食、饮料中添加营养元素或美容物质，有一定健康美容效果，但无需通过保健品注册	助眠软糖、口服玻尿酸、益生菌固体饮料、奶昔代餐等

资料来源：华经产业研究院，江海证券研究发展部

2.2 运动营养食品行业集中度高，本土企业占据主导地位

国内运动营养食品生产商主要有西王食品、康比特、汤臣倍健，三者市场占有率分别为 29%、18%和 17%，前 3 大企业合计市场占有率为 64%，前六大企业合计市场占有率为 79%，市场集中度较高。

图 14、中国运动营养食品行业市场竞争格局



数据来源：中商产业研究院，江海证券研究发展部

我国的运动营养食品行业已全面步入市场化竞争阶段。回溯至 20 世纪 90 年代，该市场主要被国际品牌所垄断。然而，随着以康比特等为代表的本土企业迅速崛起，并伴随着国内企业间的并购整合浪潮，国内运动营养食品市场的格局发生了显著变化，逐渐由本土企业占据主导地位。当前，尽管尚未有单一企业或少数几家企业能够完全主宰市场，但运动营养食品行业正处于蓬勃发展的成长期。在这一阶段，拥有鲜明品牌优势、强大技术研发实力以及广泛销售渠道的企业，将展现出更为突出的市场竞争力，引领行业的持续健康发展。

表 6、康比特主要竞争对手

公司名称	简介	产品结构
西王食品/Muscletech 肌肉科技	肌肉科技创立于 1995 年，是 Iovate 旗下明星品牌。2016 年西王食品收购 KERR 公司	公司产品以蛋白粉为主，主要包括白金系列、六星系列和高性能系列。

	80%股权, KERR 公司为肌肉科技所有方。2022 年肌肉科技遍布全球多个国家和地区, 拥有近 300 个经销商, 与多个研发机构保持长期稳定的科研合作并获得 40 多项专利。肌肉科技品牌连续第 8 年蝉联品类第一。	
汤臣倍健	汤臣倍健创立于 1995 年, 线上涵盖“汤臣倍健”“健力多”“lifespace”等多个品牌。欧睿数据显示, 2020 年汤臣倍健以 10.3% 的市场份额位居中国维生素与膳食补充剂行业第一位。汤臣倍健逐步发展为全球膳食营养补充剂行业领先者。	产品覆盖增强免疫力类(如蛋白粉)、女性健康类(如胶原蛋白)、骨骼健康类(如氨糖软骨素钙片)及维生素类(如多种维生素)等品种。
THG	TheHutGroup(简称“THG”)是英国零售巨头, 业务涵盖了美容、健康、奢侈品、生活方式四大品类, 其中 MyProtein 专注于运动功能型保健品, MyVitamins 专注维他命, ExanteDiet 专做减肥代餐。	MyProtein 品牌: 主要产品包括蛋白粉、乳清蛋白、维生素、氨基酸、鱼油、微量元素补充剂、能量补充品、膳食补充剂和健身配件等。 MyVitamins 品牌: 维生素药片、维生素泡腾片、冻干粉胶囊、瘦身维生素等等

资料来源: 公司官网, 公司公告, 江海证券研究发展部

2.3 国家大力支持体育产业, 全民健康意识觉醒

从“十三五”规划到“十四五”规划期间, 国家密集推出了一系列政策措施, 旨在大力扶持体育产业的蓬勃发展。国务院早在 2014 年及 2016 年便积极鼓励发展营养健康产品, 这一举措不仅为运动营养产业的萌芽与成长奠定了坚实的基础, 还预示着全民健康意识觉醒的新时代。

表 7、运动营养食品行业相关政策

政策名称	发布部门	发布时间	具体内容
《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, 引导食品企业加大科研投入, 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。

资料来源：华经情报网，江海证券研究发展部

3 盈利预测及估值

3.1 盈利预测

我们对公司分产品类别进行盈利预测：

运动营养品：运动营养食品是公司的基本盘，运动营养食品毛利率逐年提升预计主要原因系公司调整并聚焦核心产品，且产品售价较高，此外，能量蛋白类产品随着蛋白材料成本的上升公司上调了产品的销售单价。我们预计运动营养品2024-2026年收入增速为25%/25%/25%，预计运动营养品2024-2026年毛利率为50.00%/52.00%/54.00%。

健康营养品：未来公司会在口感、包装等方面进一步改善，也会考虑做一些产品调整以推出更多适合泛运动人群的产品，进一步打开市场空间。健康营养食品毛利率逐年下降预计主要原因系公司军需食品的销售占比提升且毛利率持续下降，军需产品市场竞争较为激烈，销售毛利率较低。我们预计健康营养品收入2024-2026年收入增速分别为10%/15%/20%，预计2024-2026年健康营养品毛利率分别为26.00%/25.00%/25.00%。

受托加工业务：我们预计2024-2026年受托加工业务营业收入增速分别为0%/0%/0%，预计2024-2026年主粮产品毛利率分别为17.00%/18.00%/20.00%。

数字化体育科技服务：我们预计数字化体育科技服务2024-2026年营业收入增速分别为5.00%/5.00%/5.00%，预计2024-2026年罐头产品毛利率分别为37.00%/40.00%/43.00%。

综合毛利率：随着公司持续加强产品结构的调整以及对成本加强管控，

预计公司毛利率水平将稳定在 41%-42% 之间，预计 2024-2026 年公司综合毛利率分别为 42.05%/41.76%/41.30%。

期间费用率：随着公司持续加大对健康营养食品的投入，销售费用投入将稳步增加，预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 20.00%/20.40%/20.80%；预计公司未来研发费用率将维持在 4.00% 左右；预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 6.00%/5.50%/5.00%。

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 991.03/1186.15/1442.24 百万元，同比增长 17.53%/19.69%/21.59%；2024-2026 年公司归母净利润分别为 107.72/128.45/151.49 百万元，同比增长 22.27%/19.24%/17.94%。当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 12/10/8 倍。

表 8、销售收入结构预测

收入(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计营收	635.06	843.22	991.03	1186.15	1442.24
YOY	29.72%	32.78%	17.53%	19.69%	21.59%
运动营养品	403.34	460.58	575.72	719.65	899.56
YOY	28.28%	14.19%	25.00%	25.00%	25.00%
健康营养品	115.53	278.88	306.76	352.78	423.33
YOY	51.39%	141.39%	10.00%	15.00%	20.00%
受托加工业务	59.40	41.78	41.78	41.78	41.78
YOY	27.52%	-29.66%	0.00%	0.00%	0.00%
数字化体育科技服务	32.35	28.49	29.91	31.41	32.98
YOY	4.21%	-11.95%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体	43.13%	40.09%	42.05%	41.76%	41.30%

资料来源：公司年报，江海证券研究发展部

3.2 估值及建议

公司深耕运动营养食品多年，目前经营稳健。我们选取东鹏饮料、汤臣倍健、仙乐健康作为可比公司。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 22.3 倍，参考可比公司平均估值情况，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS					PE				
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
300791.SZ	仙乐健康	1.18	1.56	1.76	2.17	2.57	29.83	22.53	15.93	12.91	10.88
300146.SZ	汤臣倍健	0.82	1.03	0.77	0.93	1.05	15.89	12.61	16.71	13.99	12.37
605499.SH	东鹏饮料	3.60	5.10	6.47	8.31	10.46	68.75	48.55	34.33	26.69	21.31
	算术平均值						38.16	27.90	22.32	17.87	14.85
833429.BJ	康比特	0.46	0.71	0.87	1.03	1.22	21.6	14.1	11.5	9.7	8.2

资料来源：同花顺iFinD，数据截至2024年9月28日，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于同花顺iFinD一致预期）

4 风险提示

食品安全风险。公司专注于为消费者提供运动营养食品，并构建了一套健全的质量控制体系。在此体系下，质量管理部自原材料采购之初至产品生产的每一个环节均实施严格的检验措施，包括实验室测试与包装材料的细致核查，以确保产品品质的卓越。尽管如此，食品安全风险依旧难以彻底消除，公司需警觉自身或行业内其他企业可能遭遇的食品安全事件。

核心技术流失风险。公司是一家专注于运动营养食品的生产、研发与销售，并提供全面科学健身方案的高新技术企业。公司掌握多项自主研发的核心技术，包括但不限于“运动营养食品开发和功效研究技术”、“高效运动营养功能因子研究和营养健康食品制造技术”，以及“时相增肌技术”。为确保这些核心技术的机密性，公司采取了签订保密协议及申请专利保护等多重措施，严防技术外泄。然而，若公司的保密措施未能得到严谨且有效的执行，将面临核心技术泄露的风险，进而可能导致产品竞争力的下降。

市场竞争风险。随着“全民健身”理念的深入人心，参与运动健身的人数逐年攀升，导致运动营养品的需求不再局限于专业运动员和健身爱好者，普通民众因运动量增加而对运动营养品的需求也日益增长。这一趋势不仅促进了国内运动营养品市场的迅速扩张，吸引了诸如肌肉科技 (MuscleTech)、诺特兰德 (NUTREND)、欧普特蒙 (Optimum) 等国际品牌的涌入，同时也催生了一批国内新兴的运动营养品企业。在此背景下，公司面临着来自国内外市场竞争的加剧，带来了一定的市场风险。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深300为基准；北交所以北证50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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%到15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%到5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%到10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上	

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：吴春红

从业经历：中南民族大学金融管理学硕士，16年证券从业经验，2009年入职江海证券。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。