

食品饮料

2025年01月15日

康比特 (833429)

——运动营养行业长坡厚雪，公司综合优势突出，看好长期成长

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2025年01月14日

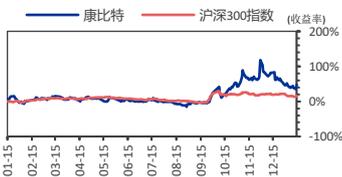
收盘价(元)	15.50
一年内最高/最低(元)	24.36/8.28
市净率	2.3
股息率(分红/股价)	1.29
流通A股市值(百万元)	1,726
上证指数/深证成指	3,240.94/10,165.17

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024年09月30日

每股净资产(元)	6.70
资产负债率%	24.25
总股本/流通A股(百万)	125/111
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818x
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **康比特：开创中国运动营养先河，与行业同成长。**公司2001年成立，创立伊始聚焦竞技体育市场，2005年进军大众市场，2009年深入军需市场，2020年开展数字化体育科技服务业务，截止目前形成四大业务板块。20~23年主要由渠道驱动，核心主业运动营养食品收入CAGR达28.5%，24H1同比增幅达87.4%，25年起线上发力全渠道，线下加码高景气赛事，高增趋势有望延续。
- **运动营养食品：从专业市场向大众人群“破圈”，行业长坡厚雪。**运动营养食品用于满足经常运动人群对特定营养素的需求，按产品功效分为：**补充蛋白质类、补充能量类、控制能量类**。得益于大众体育的兴起和人们健康意识的提升，近10年中国市场快速发展，至2023年末市场规模达172亿美元。运动营养食品受众广泛，成熟市场分为：**专业运动员、健身爱好者、运动爱好者、追求健康生活方式的大众群体**。国内大众健身人群渗透率(26.5%，2022年)远低于成熟市场欧洲(42.5%)和美国(47.8%)，在国内体育产业蓬勃发展和产业结构趋向多元等的共同推动下，渗透率有望向成熟国家看齐。目前国内消费需求未被有效挖掘，消费热点集中，围绕不同运动类型/人群/口味/成分/配方/剂型/包装等做设计，运动营养食品可开发的极大。
- **三大市场均是优质赛道，看点不一，竞争策略各有不同。**(1) **补充蛋白质类：**客群优质，需求旺盛(13-23年CAGR为24.4%)。国内外厂商并行竞争，口感和风味是竞争要点，提供本土厂商弯道超车的机遇。(2) **补充能量类：**适用人群最广，消费场景多元，市场保持较快增长(13-23年CAGR为11.0%)。存量格局稳定，增量市场入局者众多，渠道力和营销推广能力是竞争要点。(3) **控制能量类：**身材管理成“全民风潮”，一线及新一线年轻人是消费主力，13-23年市场CAGR达14.6%。目前品牌多而散，存在一定无序竞争，打造安全可信赖的品牌成为行业竞争要点。
- **公司卡位好，研发强、渠道深，优享需求扩容红利。****品牌：**公司在专业市场实现品牌占位，在大众市场释放品牌势能。**研发：**公司科研能力卓越。科研成果是公司的资源禀赋，具备指导产品开发的现实意义。**渠道：**配合产品策略，公司能够根据人群特征使用不同的渠道服务，**线上：**抖音是拉新引流的主阵地，京东/天猫承接老客及种草客户；京东自营和阿里健康平台扩充获客渠道。**线下：**经销网络覆盖专业客群，积极赋能支持做强做大。
- **投资分析意见：**我们预测公司2024~2026年归母净利润分别为0.85/1.13/1.44亿元，对应PE分别为23/17/13倍。参考可比公司PE均值，给予公司25年19倍PE，目标市值22亿元，较25/01/14收盘有12%涨幅空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；线上销售模式的风险；市场竞争风险；核心技术失密风险等。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	843	774	988	1,336	1,783
同比增长率(%)	32.8	29.8	17.1	35.3	33.4
归母净利润(百万元)	88	66	85	113	144
同比增长率(%)	52.9	2.1	-3.2	32.6	27.6
每股收益(元/股)	0.71	0.53	0.69	0.91	1.16
毛利率(%)	40.1	40.2	40.4	39.7	39.9
ROE(%)	11.0	7.9	9.9	11.8	13.3
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

运动营养行业长坡厚雪，公司综合优势突出，看好长期成长。我们预测公司2024~2026年归母净利润分别为0.85/1.13/1.44亿元，对应PE分别为23/17/13倍。参考可比公司PE均值，给予公司25年19倍PE，目标市值22亿元，较25/01/14收盘有12%涨幅空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

1. 运动营养食品：公司基石业务，产品布局全面，其中蛋白增肌和补能类是收入增长的主驱动。24年公司在抖音平台高强度投入带动收入快速增长，国内健身人群渗透率仍在低位，预计25、26年抖音投放强度持续。此外，公司将加大线下健身俱乐部等网点维护，夯实线下收入底盘。假设2024-2026年收入增速分别为59.1%、43.3%、36.5%。24年因原料涨价毛利率承压，25H2成本压力或将逐步缓解，我们保守假设2024-2026年毛利率分别为43.4%、42.3%、42.6%。

2. 健康营养食品：健康食品与军需食品商业模式不同，分别来看：(1)健康食品：面向面向追求健康生活方式的大众群体，控能类是公司重点布局的新品开发方向，可期待相关产品在未来1-2年上市，假设2024-2026年收入增速分别为12.0%、20.0%、25.0%。行业竞争日趋激烈，假设2024-2026年毛利率分别为49.0%、48.0%、46.0%。(2)军需食品：公司长期服务军队客户，树立良好的市场口碑，公司通过招投标方式获取订单，结合近年收入确定规模，假设2024-2026年收入规模分别为1.20亿元、1.40亿元、1.80亿元。军需食品采用成本加成模式，毛利率基本稳定，假设2024-2026年分别为20.0%、19.0%、19.0%。

3. 受托加工业务：主要利用公司富余产能提供代加工服务，目前公司核心主品产能利用率相对紧张，募投产能预计26年达到预期可使用状态，假设2024-2026年收入增速分别为-12.0%、0.0%、20.0%。代工毛利率较为稳定，假设2024-2026年分别为18.0%、19.0%、19.0%。

4. 数字化体育科技服务：主要服务竞技体育客户，需求较稳定，假设2024-2026年收入增速分别为-3.0%、5.0%、5.0%。假设2024-2026年毛利率分别为50.0%、40.0%、40.0%。

有别于大众的认识

市场认为因乳清粉原料涨价上涨，公司25年业绩增长承压。我们认为，原料乳清粉涨价压力在25H2有改善预期。一是，需求端增速稳健，不具备持续推涨原料价格的基础。根据Mordor Intelligence（摩多情报）机构最新预测，24E~29E全球乳清蛋白市场CAGR为4.6%。二是，乳清粉产出瓶颈预计在25H2得到缓解。乳清粉是原制奶酪的副产品，产出受制于奶酪产量。奶酪供给存在季节性周期，因而供给端反应速度慢于需求变化，24H2奶酪需求增长而供给有限，奶酪价格持续上行。考虑奶酪生产的季节性因素，预计H1供需关系仍难缓和，H2起逐步改善。公司季度利润表将从H

的增收不增利转化为 25H2 的利润向上高弹性。

市场认为公司收入由线上渠道驱动，收入增速不可持续。我们认为，公司是中国运动营养行业标杆，综合竞争优势突出。(1)公司研发实力强劲，掌握稀缺资源支持产品开发。(2)公司能够根据人群特征使用不同的渠道服务，渠道互为补充，共促主业发展。(3)公司品牌占位专业市场，通过在大众市场复用品牌形象最大化品牌势能。

股价表现的催化剂

抖音、京东、阿里渠道销售超预期；补能类产品推广超预期；控能类新品上市进度超预期。

核心假设风险

食品安全风险；线上销售模式的风险；市场竞争风险；核心技术失密风险等。

目录

1.康比特：开创中国运动营养先河，树立行业标杆	7
1.1 发展历程：开创中国运动营养先河，与行业共同成长	7
1.2 业务：运动营养食品为基，四大板块孕育多元增长极	8
1.3 渠道：搭建全渠道营销推广体系，精准触达目标客群	9
1.4 产能：拥有高水平供应链，加码布局固体、液体剂型	10
1.5 财务：营收持续较快增长，25H2 成本压力或逐步缓解	11
2.运动营养食品：从专业市场向大众人群“破圈”	14
2.1 定义：为经常运动人群提供营养元素的食物或补剂	14
2.2 行业现状：三大市场均是优质赛道，竞争要点不一	14
2.2.1 补充蛋白质类：需求旺盛，格局优，本土化成制胜关键	15
2.2.2 补充能量类：人群扩大、场景多元，渠道及营销是核心	19
2.2.3 控制能量类：“全民风潮”，供需共振，品牌为竞争要点	21
2.3 发展趋势：人群扩容和消费水平提升共促行业成长	24
3.公司卡位好、研发强、渠道深，优享需求扩容红利	25
3.1 品牌占位专业市场，纵向延伸最大化品牌势能	25
3.2 研发实力强劲，掌握稀缺资源支持产品开发	26
3.3 渠道互为补充，助力高效获客、留存和转化	28
4.盈利预测与估值	28
4.1 盈利预测	28
4.2 估值	30
5.风险提示	31

图表目录

图 1：公司发展历程：推动运动营养食品“破圈”	7
图 2：公司股权结构及子公司定位（截至 2024 年 9 月末）	7
图 3：公司四大业务板块主要内容及适用人群.....	8
图 4：2020-2023 年公司各项业务收入规模（单位：亿元）	9
图 5：康比特 2021~2024 年 11 月末抖音渠道收入及占比	10
图 6：康比特 2020~2024Q3 末营业收入及同比增速	11
图 7：康比特 2020~2024Q3 末归母净利润及同比增速	11
图 8：康比特 2020~2024H1 综合毛利率及各主营业务毛利率	12
图 9：2011/07/19-2025/01/07 切达干酪拍卖价格.....	13
图 10：康比特 2019~2024Q3 末期间费用率.....	13
图 11：康比特 2019~2024Q3 末净利率.....	13
图 12：运动营养食品定义、特征及供需特性.....	14
图 13：2007-2023 年中国和美国运动营养食品市场规模及增速	15
图 14：2023 年中国运动营养食品市场结构	15
图 15：2016-2023E 中国大众健身人群及渗透率	15
图 16：2016-2023 中国人均医疗保健消费支出及占比.....	15
图 17：乳清蛋白消费人群特征.....	16
图 18：2013-2023 年中国补充蛋白质类产品市场规模及增速	16
图 19：2023 及 2024 前三季度线上不同品牌类型市场份额.....	17
图 20：2024 前三季度线上国内、国外品牌数量及市场份额占比.....	17
图 21：乳清蛋白货品卖点规模趋势	18
图 22：乳清蛋白货品卖点成交额增长情况：口感口味相关	18
图 23：能量饮料消费人群特征.....	19
图 24：2013-2023 年中国补能类产品市场规模及增速	20
图 25：能量饮料分城市层级市场分布情况	20
图 26：2024Q1~Q3 不同类型品牌数量占比及市场份额占比(线上).....	20
图 27：控制能量类消费人群 BMI 分布及采用的瘦身手段.....	21
图 28：控制能量类消费人群的消费特征	22
图：- 年中国控能类产品市场规模及增速	

图 30: 2021 至 2024 前 11 个月线上代餐类品牌数量及 CR10	23
图 31: 2021 至 2024 前 11 个月线上功效类品牌数量及 CR10	23
图 32: 2022 年中国、美国、欧洲健身人群渗透率	24
图 33: 2015~2023 年中国体育产业总值及结构	24
图 34: 运动营养食品设计思路.....	25
图 35: 2022~2024Q3 末康比特乳清蛋白产品线上市占率.....	25
表 1: 公司核心管理层成员主要履历及主要科研成果	8
表 2: 康比特渠道体系及主要客群	10
表 3: 康比特及可比公司的生产制造水平及质控体系	11
表 4: 康比特 2021 年产能结构及募投项目新增产能	11
表 5: 2024 前三季度中国线上销售额 TOP10 品牌介绍.....	17
表 6: 国内能量饮料头部品牌渠道及品牌营销活动	21
表 7: 2024 前 11 个月代餐及功效类 TOP10 品牌及主要产品	23
表 8: 公司承担的重要研发课题 (未穷尽列示)	26
表 9: 截至 2023 年末公司重要的与控能类产品相关的研发项目.....	27
表 10: 公司不同渠道面向的主力客群	28
表 11: 康比特营业收入拆分及预测.....	29
表 12: 康比特及可比公司情况	30
表 13: 康比特可比公司估值表.....	31

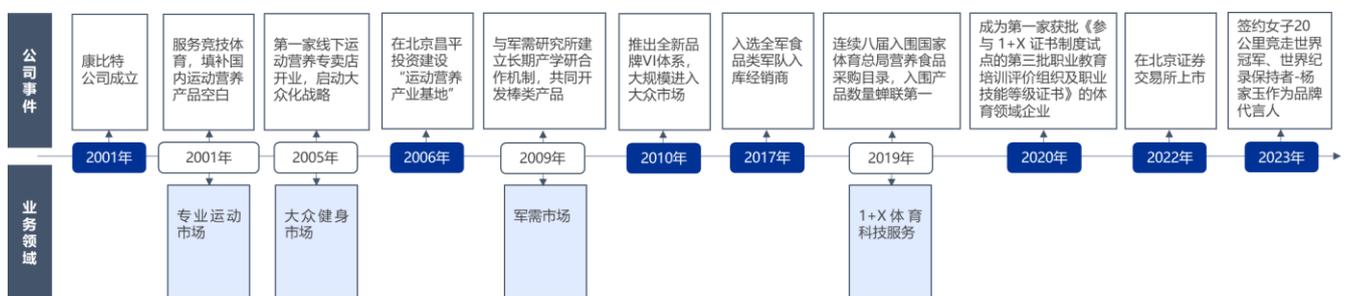
1.康比特：开创中国运动营养先河，树立行业标杆

1.1 发展历程：开创中国运动营养先河，与行业共同成长

公司是运动营养赛道纯正标的，与行业共同成长。公司创立伊始聚焦竞技体育市场，填补国内专业运动员运动营养产品的空白；2005年进军大众市场，开设第一家线下运动营养专卖店；2006年北京昌平“运动营养产业基地”落地，产业基地定位整合行业上下游的“产业孵化器”；2009年深入军需市场，与军需研究所建立长期产学研合作机制；2020年开展数字化体育科技服务业务，是首家获批教育部“1+X”项目的体育企业。

公司于2022年正式登陆北交所，有望借力资本市场加快发展步伐。

图 1：公司发展历程：推动运动营养食品“破圈”

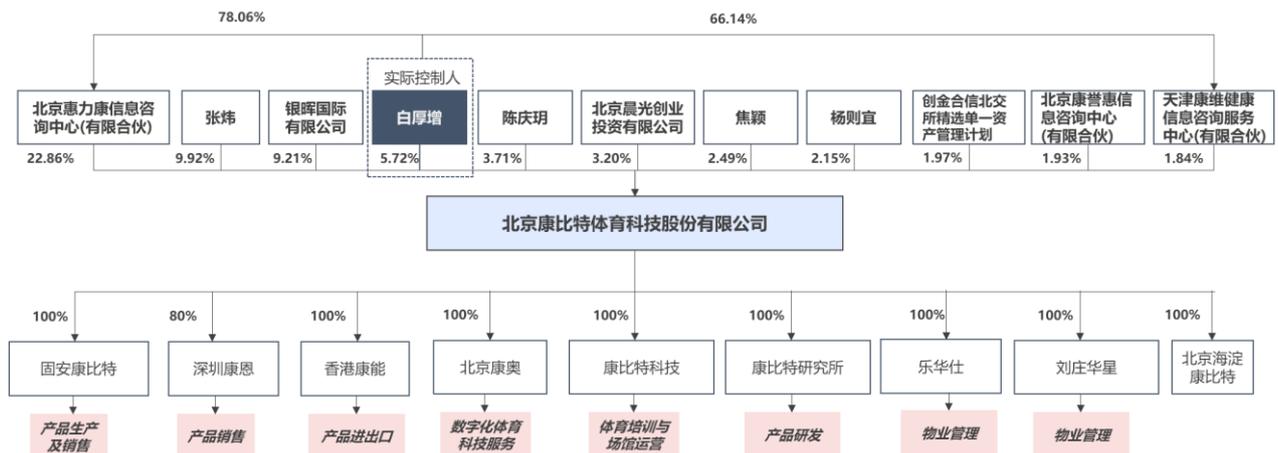


资料来源：公司官网、公司公告，申万宏源研究

公司创始人为实控人，股权结构清晰稳定。截至2024年9月末，公司创始人白增厚先生控股比例为30.42%，前十大股东合计持股占比为63.16%。

子公司各司其职，分工明确。固安康比特、深圳康恩、香港康能、北京康奥、康比特科技分别承担产品生产及销售、产品销售、产品进出口、数字化体育科技服务、体育培训与场馆运营工作；康比特研究所专业进行研发及产品开活动；乐华仕、刘庄华星提供物业管理服务。

图 2：公司股权结构及子公司定位（截至2024年9月末）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

核心管理层行业经验丰富、技术积累充沛，带领公司持续向前突破。实控人白增厚先生任董事长，组织实施公司一系列重大经营决策和战略转型；总经理李奇庚女士是生物技术和工艺制备领域专家；首席技术顾问杨则宜先生和副总焦颖女士均拥有超过 40 年的从业及研发经验，在行业内颇具影响力。公司 35% 以上的中高层管理人员拥有硕士研究生学历，平均司龄 10 年以上，深度了解公司与行业。

表 1：公司核心管理层成员主要履历及主要科研成果

姓名	职务	主要履历及科研成果
白增厚	董事长、董事、核心技术人员	参与运动营养食品行业标准、国家标准的制定；申请并获得授权多项专利；在国内期刊或论坛发表多篇研究论文
李奇庚	总经理、董事、核心技术人员	中国食品科学技术学会运动营养食品分会的秘书长；自 2005 年至今参与 5 项行业标准及 2 项国家标准的制定，牵头制定企业标准达 40 余项
杨则宜	首席专家	曾任职国家体育总局运动医学研究所副所长、中国兴奋剂检测中心主任、国家体育总局运动医学研究所研究员等职务 自 2005 年以来，其累计发表学术论文 73 篇，撰写（或审定）书籍 11 本，牵头研究多项国家体育总局及其他国家级课题
焦颖	副总经理、董事、核心技术人员	长期从事运动营养、运动医学、运动生化等领域研发及实践应用。先后参与《运动营养食品国家安全标准》、《运动营养食品行业标准》等标准的制定及修订，著有多篇学术论文和学术著作，参与申报专利项目达到 70 余项

资料来源：公司上交所公开发行说明书，申万宏源研究

1.2 业务：运动营养食品为基，四大板块孕育多元增长极

公司主业分四大板块，全面覆盖各类人群的运动营养食品与服务需求：

1. 运动营养食品：公司基石业务&处于高增长期。产品主要面向竞技体育、健身健美群体，其中“蛋白增肌”为拳头品类，补能类产品增长迅速。20-23 年主要由渠道驱动，产品收入 CAGR 达 28.5%，24H1 同比增幅达 87.4%。25 年起线上发力全渠道，线下加码高景气赛事，高增趋势有望延续。

2. 健康营养食品：健康食品需求广泛，军需业务提质扩面。(1)**健康食品：**面向追求健康生活方式的大众群体，提供包括坚果棒、蛋白奶昔等产品，20-23 年收入稳定在 3000-4000 万元。(2)**军需食品：**向军队客户提供特种作战食品、压缩干粮等产品，供应品类增加及客户群扩大使得收入非线性增长，20-23 年 CAGR 达 117.6%。

3. 数字化体育科技服务：基于多年累积的专业运动营养技术，提供科学安全、个性化的运动营养解决方案，现阶段主要服务竞技体育客户。

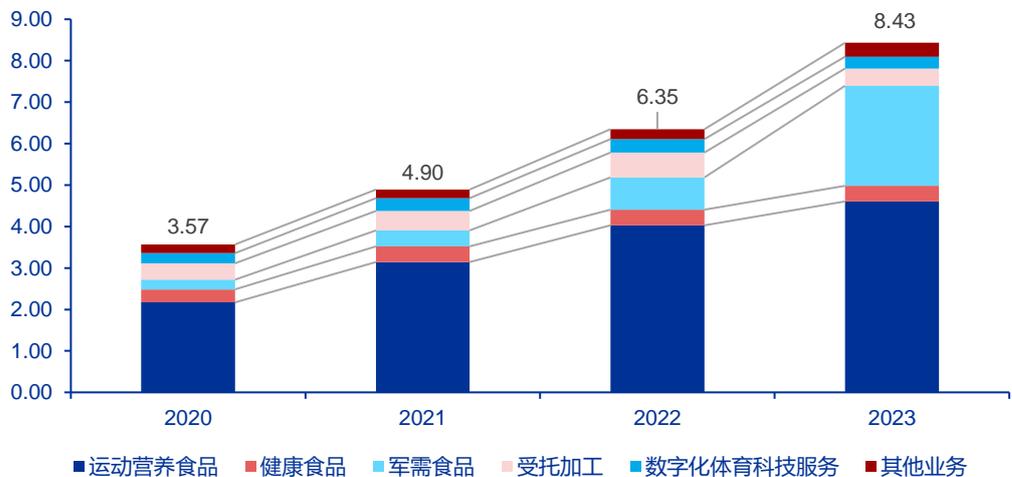
4. 受托加工业务：基于公司高水平供应链提供代加工服务，主要为自采加工，少部分为来料加工。

图 3：公司四大业务板块主要内容及适用人群



资料来源：公司北交所公开发行招股说明书，申万宏源研究

图 4：2020-2023 年公司各项业务收入规模 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 渠道：搭建全渠道营销推广体系，精准触达目标客群

公司搭建全渠道营销推广体系，能够灵活地根据产品和人群特点调整渠道策略：

1. 运动营养及健康食品：线上+线下，多种渠道模式。线上：传统电商平台（淘宝/天猫/京东）采用经销模式，主要面向老客及对品牌有一定认知的客户；21年合作京东自营，获取自营流量倾斜，同年强势入驻抖音平台，24年起抖音成为线上销售和拉新引流的主驱动。根据久谦中台数据，21~24年，抖音渠道收入由0.14亿元增加至3.20亿元，占线上

收入的比重由 10.1% 增加至 59.6%。**线下**：采用经销模式。公司区域经销商根基深厚，广泛触达一至四线健身房、体育院校、体育赛事等客群。

2. 军需食品：通过招投标方式获取订单，公司高效、创新、安全、保质、保量的供应体系深受客户信赖。

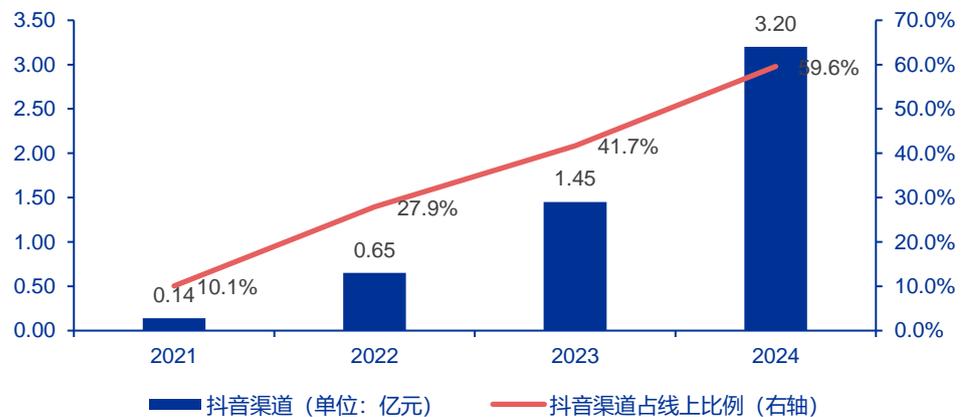
3. 专供国家队/省队食品：通过招投标方式获取订单，公司市场份额突出。 国家队需求总盘子小，但持续中标凸显公司实力。2016~2017、2019~2020 年公司入围国家队集采目录的产品品类数量均位列第一，2024~2025 年入围品类数量居于行业前列。

表 2：康比特渠道体系及主要客群

渠道	销售模式	平台	主要产品/服务	主要客群
线上	直营	抖音	运动营养食品、健康食品	健身健美人群及大众体育爱好者
	代销	京东自营		
	经销	淘宝、天猫、京东旗舰店		
线下	经销（区域经销商）	健身房、体育院校、体育赛事、运动健身爱好团体	运动营养食品、健康食品	健身健美人群及大众体育爱好者及竞技体育运动员
	直营（招投标）	国家队/省队、军队	专供国家队/省队食品、军需食品	竞技体育运动员、军队

资料来源：公司北交所公开发行第一轮反馈回复，申万宏源研究

图 5：康比特 2021~2024 年 11 月末抖音渠道收入及占比



资料来源：久谦中台，申万宏源研究

1.4 产能：拥有高水平供应链，加码布局固体、液体剂型

公司拥有完备的供应链体系及严格的质量管理体系。 公司实现从原料采购、产品生产、仓储、物流至交付的全流程管控：**原料采购环节**，公司蛋白类原料全部来自欧美澳等主产奶区，与主要代理商、国外厂商建立稳定合作机制；**生产制造环节**，公司拥有 10 万级净化车间的企业，配置多条先进自动化生产线；**质量管理环节**，公司先后通过 ISO9001 质量认证、HACCP 认证、ISO22000 食品安全管理体系认证、ISO14000 环境管理体系认证和 CNAS 实验室认证，为产品质量与安全提供高水平保障。

表 3: 康比特及可比公司的生产制造水平及质控体系

公司	生产制造	产品质量管理				
		HACCP 体系	ISO22000 体系	GMP 体系	ISO9001 体系	CNAS 体系
康比特	10 万级净化车间	√	√	√	√	√
西王食品		√	√	√	√	√
汤臣倍健	10 万级净化车间	√	√	√	√	√
仙乐健康	10 万级净化车间	√	√	√	√	√
金达威		√	√	√	√	
东鹏特饮		√	√	√	√	

资料来源: 各公司官网, 申万宏源研究

立足中期布局, 公司追加募投资项目投资, 固体/液体剂型是主要扩产方向。公司河北固安生产基地 20 年建成投产, 原有产能结构以粉剂为主, 截至 21 年末, 粉剂、棒类、压缩饼干、液体产线年产能分别为 3174.4 吨、3300.0 吨、1108.8 吨和 633.6 吨。公司 24 年 10 月发布公告, 拟增加募投资项目投资规模并调整扩产方向, 新产线预计 26 年 8 月达到可使用状态。我们认为, 公司产能扩张以战略规划为导向, 重点新增液体剂型和固体剂型产线, 或显示公司巩固蛋白增肌类优势产品地位, 发力补能赛道的中期布局。

表 4: 康比特 2021 年产能结构及募投资项目新增产能

产品类别	2021 年产能	北交所募投资项目新增产能	
		调整前	调整后
粉剂类 (吨)	3,174.40	无	新增固体剂型产线
液体类 (吨)	633.6	392	新增液体剂型产线
棒类 (吨)	3300	无	无
压缩饼干类 (吨)	1,108.80	无	无
凝胶糖果类 (吨)	无	200	无
软胶囊类 (吨)	无	220	无
新增厂房建筑面积	/	2.60 万平方米	5.43 万平方米

资料来源: 公司北交所公开发行说明书, 申万宏源研究

1.5 财务: 营收持续较快增长, 25H2 成本压力或逐步缓解

营收持续较快增长, 盈利规模稳中向好。2020~2024Q3 末, 运动营养食品和军需食品是收入增长的主驱动, 20~23 年公司营收 CAGR 为 33.2%。20 年归母净利同比-63.9%, 主要因公司调整渠道结构, 增加经销商占比, 致毛利率大幅下行; 21~24Q3 末, 虽然营销投入持续扩大, 且阶段性有原料涨价压力, 公司盈利规模仍保持增长态势。

图 6: 康比特 2020~2024Q3 末营业收入及同比增速
图 7: 康比特 2020~2024Q3 末归母净利及同比增速

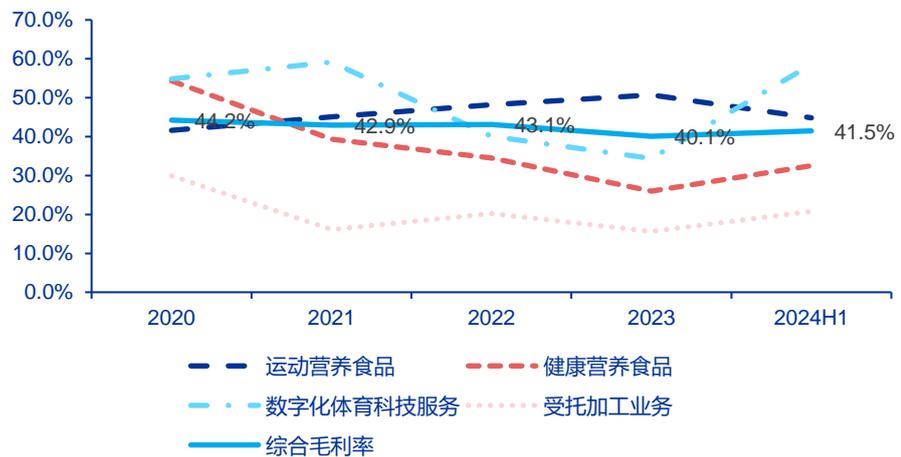


资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

库存管理及时，具备提价能力，综合毛利率保持在 40%以上。20~23 年，**运动营养食品**毛利率稳步提升，主要因公司库存管理及时，并具备较好的顺价能力。20 年公司在乳清蛋白价格较低阶段加大原料采购，有效应对了 20H2 原料价格上涨；22 年公司主动上调能量蛋白类产品单价，较好传导了原料高位压力。24 年初至今，主要因全球范围需求增长而供给有限至原料价格上行，毛利率回落。20~24H1 末，**军需食品**毛利率呈下行趋势，主要因占比不断提升的干粮类食品毛利率低。**数字化体育科技服务**因提供综合性软硬件服务享高毛利率，不同期间的毛利率波动主要受品类变化影响。

图 8：康比特 2020~2024H1 综合毛利率及各主营业务毛利率

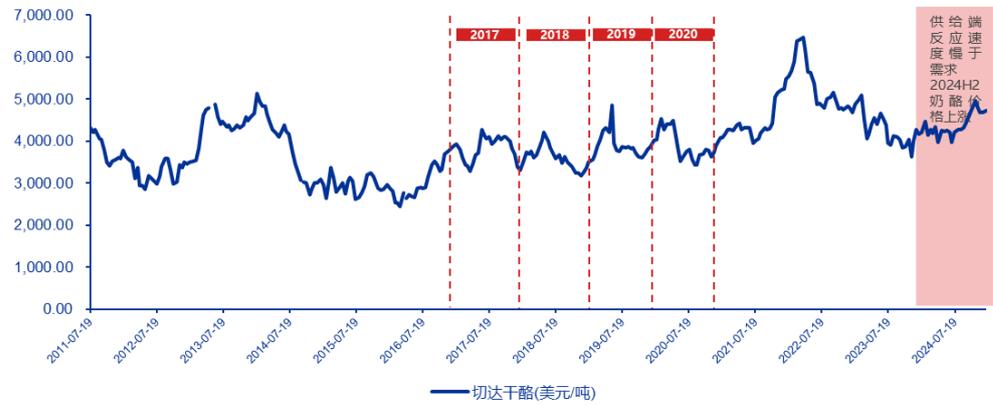


资料来源：Wind，申万宏源研究

原料乳清粉涨价压力或在 25H2 逐步改善。一是，需求端增速稳健，不具备持续推涨原料价格的基础。全球范围对健康食品的需求增长和亚太地区健身增肌人群增多推升乳清蛋白粉需求，根据 Mordor Intelligence（摩多情报）机构预测，24E~29E 全球乳清蛋白市场 CAGR 为 4.6%。**二是，25 年全球奶酪产量有望增加。**乳清粉是原制奶酪的副产品，产出受制于奶酪产量。如不考虑异常气候、疫病、饲料价格等因素，奶酪供给存在季节性周期（春季母牛产奶，夏季和秋季为奶酪生产旺季），因而供给端反应速度慢于需求变化。

24H2 主要因奶酪需求增长而供给有限，奶酪价格持续上行，考虑季节性周期，预计 25H1 奶酪供需关系仍难缓和，25H2 起逐步改善，届时乳清粉供应增加，价格也有望回落。

图 9：2011/07/19-2025/01/07 切达干酪拍卖价格



资料来源：GDT（环球乳业贸易），申万宏源研究

注：2012-2013 年及 2021-2022 年乳制品原奶产业存在多重外部冲击，致乳制品价格大幅波动。2017-2020 年外生性冲击较小，奶酪价格呈季节性变化，反映供需的季节性变化。

期间费用管控得当，研发活动有序推进。 2019~2024Q3 末，公司通过提高经营效率、资源优化等策略促使期间费用率下行。分别来看，**销售费率**持续上行，主要支出项为线上电商平台投入，我们认为公司处于品牌建设和新品开发阶段，高强度营销推广活动将持续；**管理费率**稳步下行，一是得益于生产规模效应，二是公司通过优化供应链体系提高管理效率；**研发费率**基本稳定，公司持续推进在技术、工艺、配方、管理系统等方面的研发活动，助力巩固市场地位。

图 10：康比特 2019~2024Q3 末期间费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：康比特 2019~2024Q3 末净利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.运动营养食品：从专业市场向大众人群“破圈”

2.1 定义：为经常运动人群提供营养元素的食物或补剂

运动营养食品：为经常运动人群提供各种营养元素。根据我国《食品安全国家标准-运动营养食品通则》（GB 24154-2015），按照特征营养素分类，将运动营养食品划分为：补充能量类、补充蛋白质类和控制能量类三大类别。(1)**补充能量类**：以糖类（碳水化合物）为主要成分，快速并连续不断地给运动人群提供能量；(2)**补充蛋白质类**：用于机体修复和肌肉增长；(3)**控制能量类**：用于控制体重，促进能量消耗或进行能量替代。

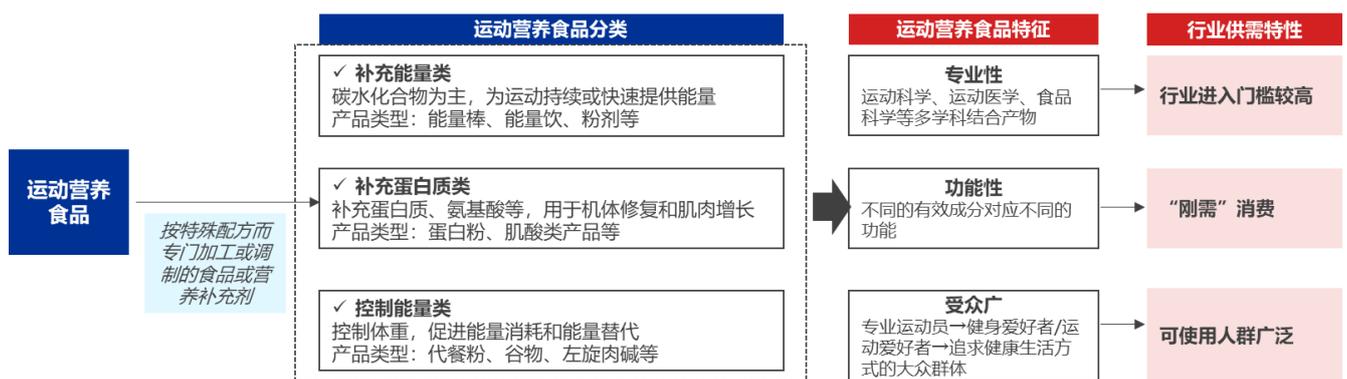
运动营养食品特征：专业性、功能性、受众广。

(1)**专业性**：区别于保健品和普通食品，运动营养食品营养成分的组成和含量均针对运动人群的生理需求搭配，是运动科学、运动医学、食品科学等多学科内容结合的产物，因而行业进入门槛较高；

(2)**功能性**：运动营养食品中不同的有效成分对应不同功效，如胶原质用以保护关节；蛋白质用以提高运动损伤修复；黄酮、多酚能够缓解疲劳；虾青素、活性肽能够增强运动能力等。强功能性使得消费端天然具有“刚需”属性；

(3)**受众广**：美国拥有成熟的运动营养产品市场，包括运动营养、运动代餐、运动饮料以及体重管理等多种类型的产品。从美国经验看，运动营养食品消费群体从专业运动员扩展至健身爱好者、运动爱好者，最终推广至追求健康生活方式的大众群体。

图 12：运动营养食品定义、特征及供需特性



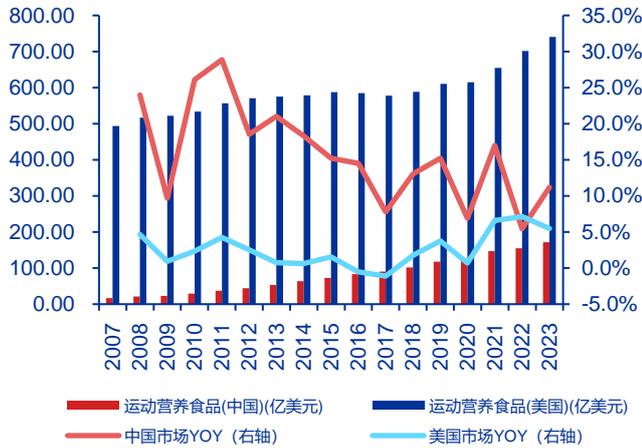
资料来源：苟心怡《运动营养食品的发展和功能性研究》，申万宏源研究

2.2 行业现状：三大市场均是优质赛道，竞争要点不一

近 10 年中国市场快速发展，目前补能类产品占据最大份额。中国运动营养食品行业起步于 20 世纪 90 年代初，晚于美国约 40 年，得益于大众体育的兴起和人们健康意识的提升，近 10 年市场规模快速增长，仅 2022 年因疫情影响增速放缓，其余年份均在成熟市场美国之上，至 年国内市场规模达 亿美元。分产品大类看，补能类产品适合人群

最广（补充体力、抗疲劳等需求），消费场景多元（体力、脑力、运动旅游、棋牌游戏等娱乐活动等），因而市场占比最高，23 年达到 62.5%。补充蛋白质类产品面向利基市场（专业健身人群），需求韧性较好但体量较小，23 年市场份额占比仅 4.2%。

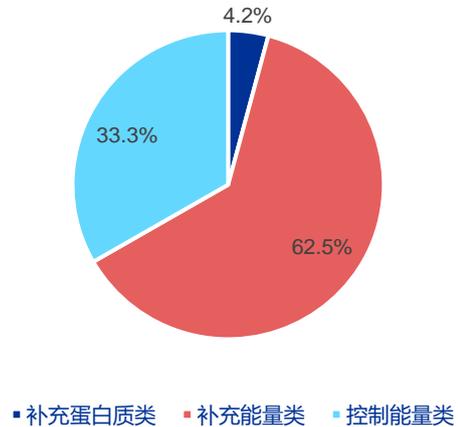
图 13: 2007-2023 年中国和美国运动营养食品市场规模及增速



资料来源：欧睿咨询，申万宏源研究

注：运动营养食品市场总规模为补能类、补充蛋白质类和控能类市场的相加。补能类涵盖“运动非蛋白质”“能量饮料”“运动饮料”产品类目；补充蛋白质类指“运动蛋白质”产品类目；控能类指“体重控制”产品类目。

图 14: 2023 年中国运动营养食品市场结构



资料来源：欧睿咨询，申万宏源研究

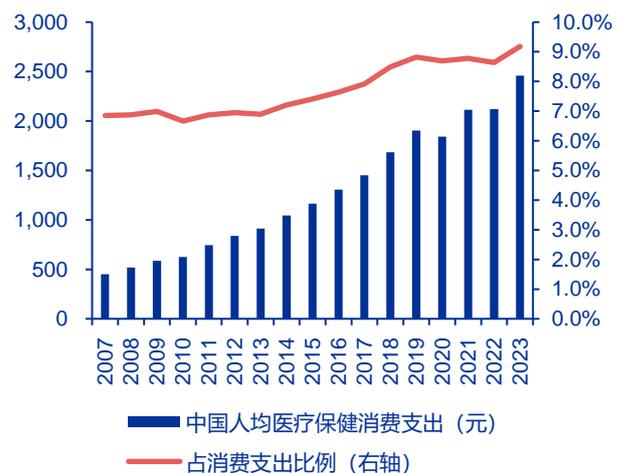
图 15: 2016-2023E 中国大众健身人群及渗透率



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

注：大众健身人群指每周参与 2 次以上健身活动的人士

图 16: 2016-2023 中国人均医疗保健消费支出及占比

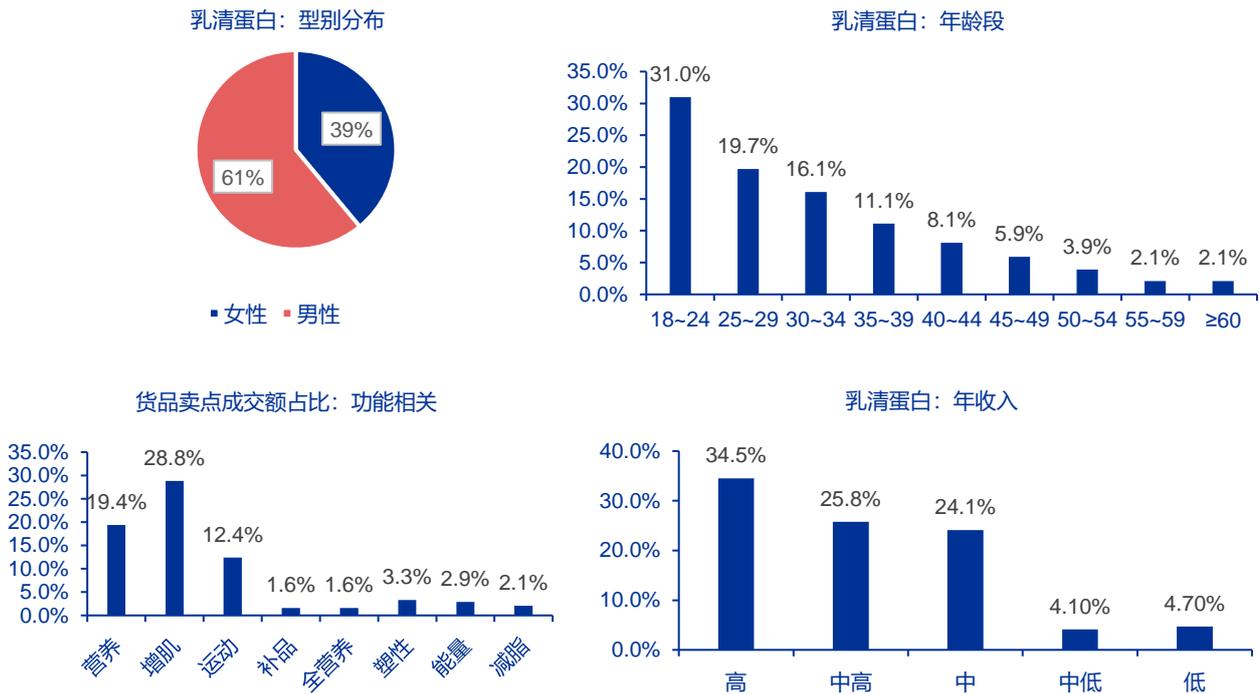


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.2.1 补充蛋白质类：需求旺盛，格局优，本土化成制胜关键

人群特征：专业客群+高质量新客（年轻，中高收入，需求明确）。成熟市场对于蛋白质的营业价值和功效已有普遍认知，蛋白棒和蛋白粉等产品的普及度高，国内早期购买主力是竞技运动员、专业健身人群，近年新增大量高质量新客。根据艾瑞咨询《蛋白粉：乳清蛋白消费趋势报告》(2022年)，天猫渠道乳清蛋白粉购买者以男性为主(占比为61%)，超过60%的购买人群年龄在34岁及以下，中高收入以上的购买人群占比达到84.4%。购买乳清蛋白产品的人群目标明确，成交额占比前三的货品卖点分别为增肌(28.8%)、营养(19.4%)和运动(12.4%)。

图 17: 乳清蛋白消费人群特征



资料来源：艾瑞咨询《蛋白粉：乳清蛋白消费趋势报告》(2022年)，申万宏源研究

注：人群数据来自 TMIC (天猫新品创新中心) 人群画像，最近 1 年购买“乳清蛋白”的人群，数据获取时间：2022.7

市场增速：在使用人群扩大、消费习惯逐步养成和线上渠道兴起等的共同推动下，行业成长迅速，2013-2023 年市场 CAGR 达 24.4%。国家倡导全民健身理念，大众的科学健身意识不断增强，2023 年国内健身会员人数为 6875 万人，渗透率达 4.9%。得益于专业运动员和健身爱好者的示范引导，及国内外厂商持续的市场推广，国内蛋白粉普及率不断提升，加之国内电商和社交媒体的快速发展，提供更为便捷的购买渠道。

图 18: 2013-2023 年中国补充蛋白质类产品市场规模及增速

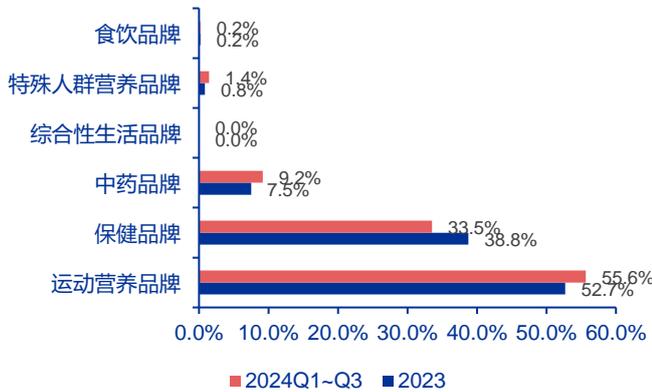


资料来源：欧睿咨询，申万宏源研究

竞争格局：主要为运动营养和保健品牌，国内外厂商并行竞争。国内运动营养食品销售渠道主要在线上。从乳清蛋白产品线上数据看，行业内品牌类型有限，以运动营养品牌和保健品牌为主，另包括中药品牌、特殊人群运动营养品牌、综合性生活品牌和食饮品牌。

分国内外品牌看，海外品牌：起步早，声誉高，产品系列丰富，更易获得消费者信赖和高忠诚度，因而先发优势明显。**国内品牌：**后起发力，包括康比特、汤臣倍健、康恩贝等凭借自身研发创新能力逐步扩大市场份额。2024 前三季度，线上销售额 TOP10 品牌中，国内、国外品牌数量占比各为 50%，份额占比分别为 58.1%、41.9%。

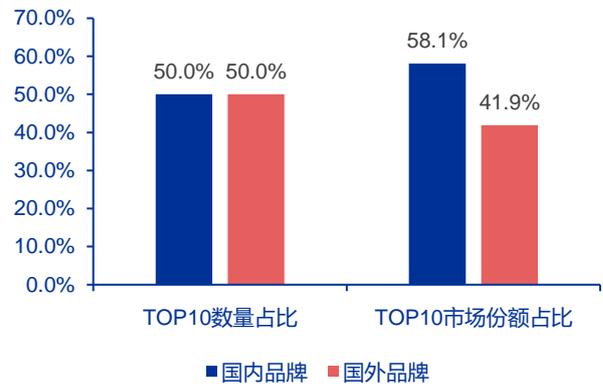
图 19: 2023 及 2024 前三季度线上不同品牌类型市场份额



资料来源：久谦中台，申万宏源研究

注：如分品牌统计仅纳入有一定销售规模的品牌（近 1 年销售额 100 万元及以上），本报告其他来源于久谦中台的数据，如分品牌统计，统计口径相同

图 20: 2024 前三季度线上国内、国外品牌数量及市场份额占比



资料来源：久谦中台，申万宏源研究

表 5: 2024 前三季度中国线上销售额 TOP10 品牌介绍

品牌	品牌类型	发源地	发源时间	补充蛋白质类产品
康比特 Cpt	运动营养品牌	中国	1999	分离乳清蛋白粉：按口味、重量等划分，共 8 款产品 乳清蛋白粉：按口味、重量、核心成分等划分，共 20 款产品 蛋白胶、蛋白棒、蛋白片等

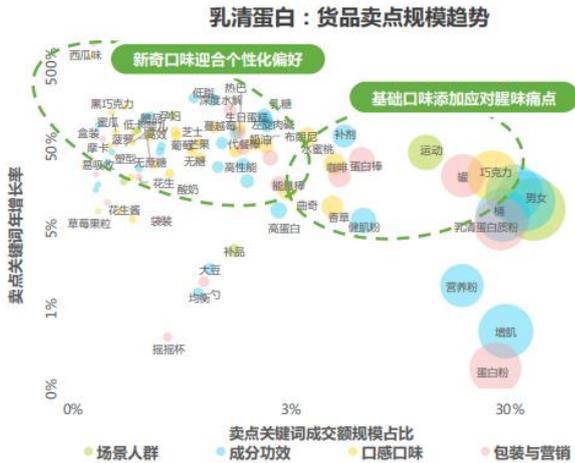
品牌	品牌类型	发源地	发源时间	补充蛋白质类产品
汤臣倍健 By-health	保健品牌	中国	1995	乳清蛋白粉：按口味、重量等划分，共 5 款产品 植物蛋白粉：按口味、重量、系列等划分，共 15 款产品 益生菌蛋白粉、乳矿物盐乳铁蛋白粉等
斯维诗 Swisse	保健品牌	澳大利亚	1969	乳清蛋白粉：按口味、重量等划分，共 4 款产品 植物蛋白粉：按口味划分，共 2 款产品
奥普帝蒙 On	运动营养品牌	美国	1986	分离乳清蛋白粉：按口味、重量、产地等划分，共 5 款产品 乳清蛋白粉：按口味、重量、产地等划分，共 22 款产品
肌肉科技	运动营养品牌	美国（西王食品 2019 年收购）	1995	分离乳清蛋白粉：按口味划分，共 2 款产品 乳清蛋白粉：按口味、重量等划分，共 10 款产品
赛霸 Cpt King	运动营养品牌	中国	2014	分离乳清蛋白粉：按口味、重量划分，共 15 款产品 乳清蛋白粉：按口味、重量等划分，共 32 款产品 牛肉蛋白粉、益生菌蛋白粉等
康恩贝 Conba	中药品牌	中国	1969	乳清蛋白粉：按重量、核心成分等划分，共 6 款产品 植物蛋白粉：按重量、核心成分等划分，共 5 款产品
Myprotein	运动营养品牌	英国	2004	分离乳清蛋白粉：按口味、重量等划分，共 14 款产品 乳清蛋白粉：按口味、重量、核心成分等划分，共 25 款产品 蛋白棒、蛋白奶昔等
纽特舒玛 Nutrasumma	保健品牌	美国	2010	分离乳清蛋白粉：按重量划分，共 4 款产品 乳清蛋白粉：按重量、形态等划分，共 4 款产品 植物蛋白粉：按口味分，共 3 款产品
诺特兰德	运动营养品牌	中国	1993	分离乳清蛋白粉：按口味划分，共 2 款产品 乳清蛋白粉：按口味、重量等划分，共 10 款产品 蛋白棒、蛋白松饼等

资料来源：各品牌官网，各品牌天猫、京东旗舰店，申万宏源研究

竞争要点：口感和风味创新。海外企业享原产地原料优势，本土企业短时间内较难突破。随着产品需求从“小众”转向“大众”，口感和风格升级成为影响消费者决策的重要因素。根据艾瑞咨询《蛋白粉：乳清蛋白消费趋势报告》（2022 年），消费者对产品口味有了更高要求，新奇口味呈现更快的销售增长。海外产品直接引入国内往往存在“水土不服”的情况，如甜度更高，棒类咀嚼感更强等，提供本土厂商弯道超车的机遇。

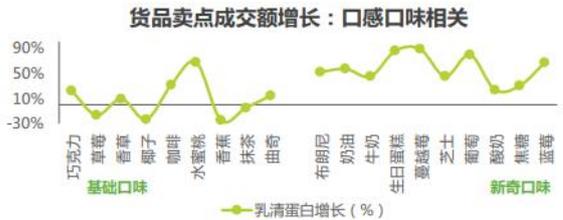
图 21：乳清蛋白货品卖点规模趋势

图 22：乳清蛋白货品卖点成交额增长情况：口感口味相关



✓ **基础口味添加应对腥味痛点**：对于乳清蛋白品类，一个最大的饮用体验痛点在于“有腥味”，不少消费者表达了不满的体验，如：“乳清蛋白喝着腥，忍着恶心强喝下去的”“原味乳清蛋白口感太不好了一股鱼腥味”——对此，巧克力、香草等基础口味添加，能帮部分消费者有效应对饮用时“有腥味”的痛点。

✓ **新奇口味添加迎合个性化偏好**：另外，在巧克力、草莓等高占比基础口味添加外，布朗尼、生日蛋糕、蔓越莓等甜品口味与新奇果味有显著更高的增长，背后是在满足基础的“优化吞食体验”外，迎合部分消费者对于更美味的蛋白粉产品的个性化赏味升级需求。



资料来源：艾瑞咨询《蛋白粉：乳清蛋白消费趋势报告》(2022年)，申万宏源研究

资料来源：艾瑞咨询《蛋白粉：乳清蛋白消费趋势报告》(2022年)，申万宏源研究

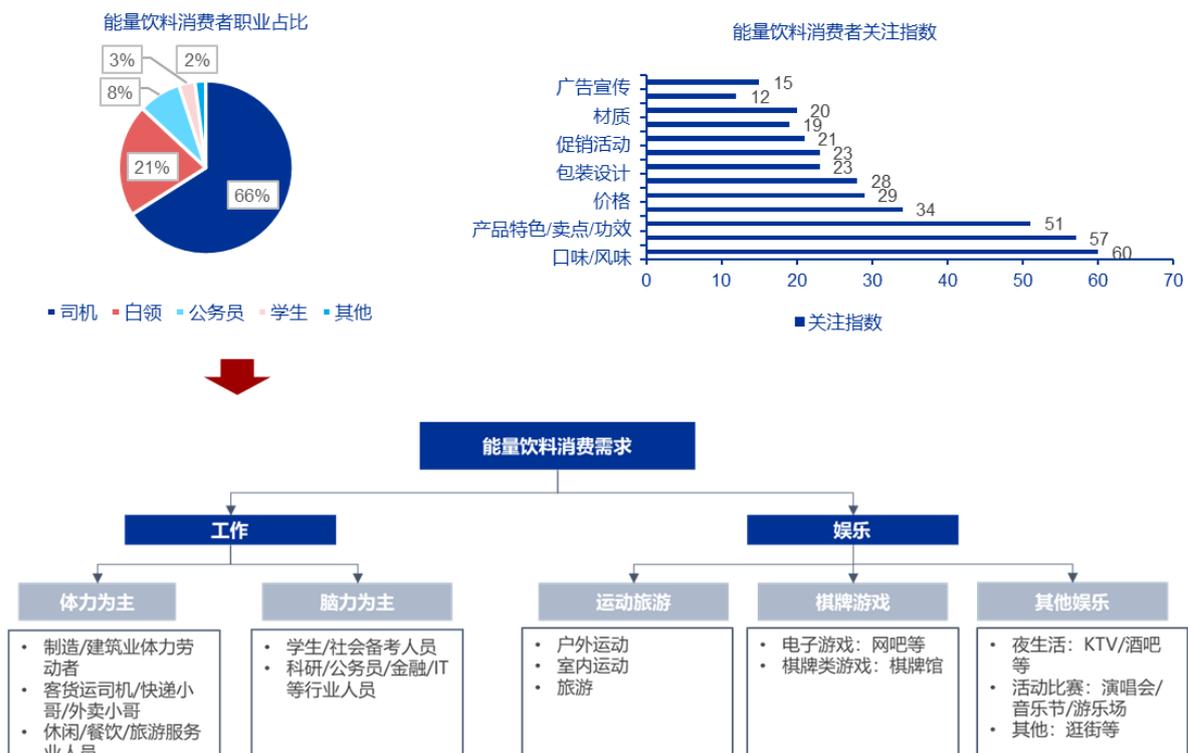
注：TMIC (天猫新品创新中心) 单市场模型“乳清蛋白”市场卖点关键词，数据获取时间：2022.7

注：TMIC (天猫新品创新中心) 单市场模型“乳清蛋白”市场卖点关键词，数据获取时间：2022.7

2.2.2 补充能量类：人群扩大、场景多元，渠道及营销是核心

人群特征：职业背景多元、消费场景广泛，关注产品口味和功效。国内以长途司机、外卖骑手、快递员为代表的体力劳动者是补能类需求的基本盘。随着运动群体扩容和工作/学习强度加大，补能类产品在运动人群、白领、公务员、学生等群体中持续渗透。近年，产品消费场景进一步向电竞、聚会等娱乐活动延伸，触达更多元类型的消费群体。产品选择上，根据普华永道《中国能量饮料市场报告》(2022)，对比品牌、价格、包装设计等因素，消费者更关注产品口味、成分、功效等信息。

图 23：能量饮料消费人群特征



资料来源：头豹研究院《2022 年中国能量饮料行业概览》、普华永道《中国能量饮料市场报告》(2022)，申万宏源研究

市场增速：在刚需消费群体扩大，增量场景（休闲娱乐）涌现的共同推动下，补能类产品市场规模保持较快增长，2013-2023 年市场 CAGR 达 11.0%。

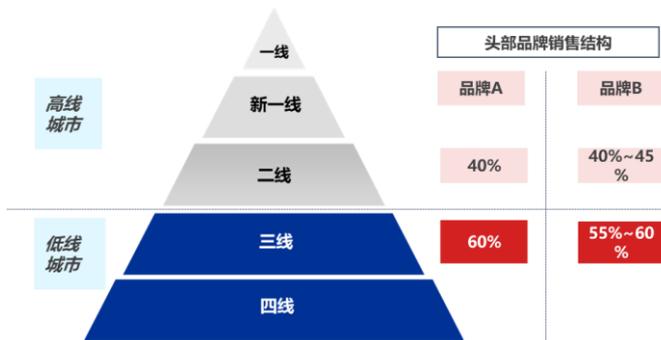
图 24：2013-2023 年中国补能类产品市场规模及增速



资料来源：欧睿咨询，申万宏源研究

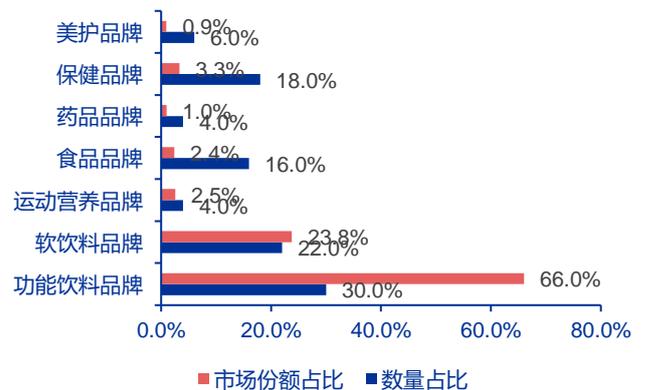
竞争格局：存量市场格局相对稳定，增量市场入局者众。国内补能类产品销售渠道主要在线下。存量需求以体力劳动者为主，核心市场集中在三线及以下，两大头部品牌渠道网络发达，品牌形象深入人心，占据优势地位。运动、娱乐等休闲场景需求持续有新产品涌入，**从品牌类型看**，包括功能饮料、软饮料、运动营养、食饮、药品、保健品、美容品等，参与者多元，共同分享行业成长红利。

图 25：能量饮料分城市层级市场分布情况



资料来源：普华永道《中国能量饮料市场报告》(2022)，申万宏源研究

图 26：2024Q1~Q3 不同类型品牌数量占比及市场份额占比(线上)



资料来源：久谦中台，申万宏源研究

竞争要点：渠道力和营销推广能力。补能类产品产业链上游原料端如牛磺酸、咖啡因、维生素等供应成熟，成本相对透明；中游生产端加工工艺相对简单（行业毛利率 10%~20%），不少企业采用轻资产运营；因而渠道及品牌建设是企业获取竞争优势的关键。以能量饮料

为例，头部品牌普遍拥有 1000 家以上，部分达到 5000 家以上经销商，从销售网点看，头部品牌普遍在百万级别。高举高打的营销策略是当前头部品牌采取的主流策略，如**红牛**长期赞助各类极限运动、竞技运动赛事；**乐虎**赞助 CBA 赛事、FIBA 篮球世界杯等体育赛事，近年新增和平精英职业联赛等电竞比赛，旨在拉近与年轻人距离；**东鹏特饮**赞助多个马拉松、篮球、街舞、羽毛球、网球等体育赛事，不断拓宽品牌影响力边界。

表 6：国内能量饮料头部品牌渠道及品牌营销活动

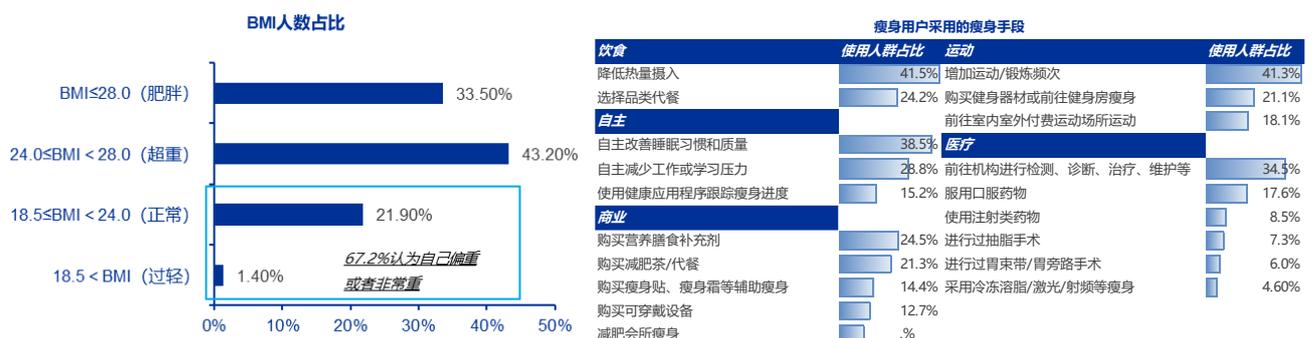
品牌	销售渠道	品牌营销活动
红牛	全国化多层次经销网络 截至 2021 年，全国 5 家区域销售总部、39 个营业单位，400 多万个销售网点，60 万家核心终端	赞助极限运动赛事：红牛世界悬崖跳水巡回赛、红牛坠山赛、菲利克斯“太空跳伞”挑战、翼装飞行比赛、滑板越野赛等 赞助顶级体育赛事：上海劳力士大师赛，与澳大利亚网球公开赛（澳网）合作 赞助北京奥运会，东京奥运会等
东鹏特饮	经销（主要）+电商+直营 截至 2024H1 末，经销商数量 2982 家，活跃终端网点超 360 万个，布局海外市场	赞助亚运会、奥运会、世界杯等国际综合性体育赛事，以及马拉松、篮球、羽毛球、网球等传统运动赛事 与王者荣耀职业联赛等电竞 IP 合作 赞助顶级赛事如世界羽联汤姆斯杯暨尤伯杯决赛、中国羽毛球大师赛等
脉动	无公开数据	赞助脉动不停电篮球赛；电竞职业联赛 OPL 春季赛等
外星人	截止 2022 年年中，元气森林（母公司）经销商数量超 1000 家，网点超 100 万个	赞助“2024 外星人电解质水街球霸王”巡回赛，NBA 官方“街球霸王”赛事等
宝矿力水特	无公开数据	赞助马拉松、篮球、羽毛球、网球等各种运动赛事

资料来源：鳌头财经，公司官网、FoodTalks 网站，申万宏源研究

2.2.3 控制能量类：“全民风潮”，供需共振，品牌为竞争要点

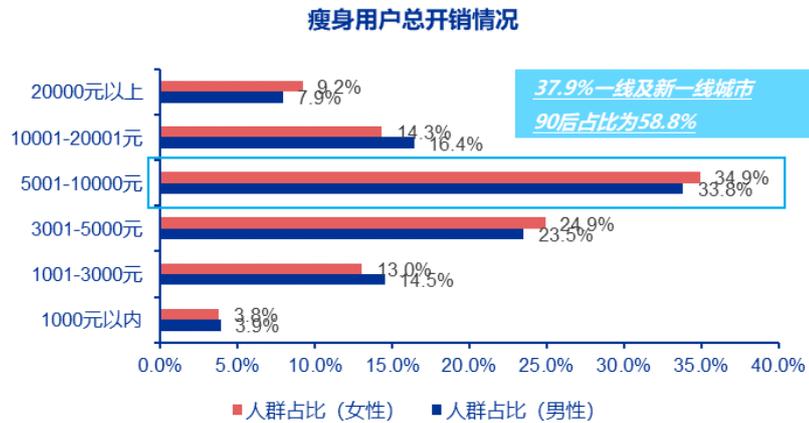
人群特征：身材管理成“全民风潮”，主要瘦身手段为饮食和运动，一线及新一线城市年轻人是消费主力。身材管理分两大类人群：一是肥胖人群。《中国居民营养与慢性病状况报告(2020 年)》显示，我国 18 岁及以上居民超重率、肥胖率分别为 34.3%、16.4%，并呈现上升趋势。二是 BMI 正常但有瘦身诉求的群体。根据艾瑞咨询《2024 年中国医疗瘦身产业洞察白皮书》，近七成“不胖”的人群认为自己“胖”。相较海外主要采用补剂和运动控体，国内瘦身人群主要采用饮食和运动，就饮食手段，节食占比最高，但因缺少科学定制饮食，容易导致瘦身失败。消费特征方面，年均花费 5001~10000 元区间的群体最多，其中 37.9% 的人群位于一线及新一线城市；58.8% 的人群为 90 后。

图 27：控制能量类消费人群 BMI 分布及采用的瘦身手段



资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国医疗瘦身产业洞察白皮书》，申万宏源研究
 注：样本：过去一年采取过瘦身手段用户 N=2005，第三方机构艾瑞开展调研获得

图 28：控制能量类消费人群的消费特征



资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国医疗瘦身产业洞察白皮书》，申万宏源研究
 注：样本：过去一年采取过瘦身手段用户 N=2005，第三方机构艾瑞开展调研获得

市场增速：供需共振驱动行业快速增长，13-23 年市场 CAGR 达 14.6%。需求端，不论是否肥胖，身材管理诉求在各个年龄段扩散，愿意为控能类食品付费的人群不断增长；**供给端**，控能类产品作用机理不断增加（在润肠通便的基础上新增抑制食欲、提升代谢、阻断吸收等功效产品），新产品形态持续涌现（从传统保健品形态发展为代餐、零食、饮料等），加之日趋丰富的营销活动传达产品机制，有效促进了需求增长。

图 29：2013-2023 年中国控能类产品市场规模及增速



资料来源：欧睿咨询，申万宏源研究

竞争格局：品牌多而散，存在无序竞争行为。国内了解瘦身手段的渠道主要来自线上（占比近 80%），因网络宣传存在夸大产品、虚假宣传等行为，行业虽然发展迅速，但市场存在不少劣质或成分不明的产品，亟需加强监管约束和自律。按照功能设计，我们将控能类产品分为代餐和功效两大类，截至 年 月末，线上**代餐类**品牌共 个，至

24年11月末CR10持续下行；23年起**功效类**（具有抑制食欲、阻断吸收、提高代谢等功能）产品市场快速扩容，期间涌入大量品牌，截至24年11月末品牌数量达202个，期间CR10快速下行。

图 30：2021 至 2024 前 11 个月线上代餐类品牌数量及 CR10



资料来源：久谦中台，申万宏源研究

图 31：2021 至 2024 前 11 个月线上功效类品牌数量及 CR10



资料来源：久谦中台，申万宏源研究

竞争要点：打造安全可信赖的品牌形象。控能类产品的强功能属性需要强品牌形象以建立消费者信任，但控能类产品的品类跨度大，可开发的产品形态多，又难以塑造并维持品牌形象，因此品牌力是公司筑高竞争壁垒的关键。目前国内排名靠前的控能类品牌主要采用“大单品”策略获客并建立品牌认知，后续能否覆盖更广泛人群有赖于产品线的横向和纵向拓展，背后以研发实力做支撑。在产品力基础上，营销是塑造品牌力的一项必要的资本性支出。

表 7：2024 前 11 个月代餐及功效类 TOP10 品牌及主要产品

代餐类		功效类	
品牌	产品介绍	品牌	产品介绍
谷本日记	代餐棒、代餐奶昔、黑咖、燕麦等 大单品系列：蛋白棒	Biuspil	身材管理系列、护肝健脾系列、抗衰系列 大单品：美体饮
她练 Fiboo	蛋白棒、燃脂瓶、速溶咖啡等 大单品系列：速溶咖啡	Floranatura	身材管理类、抗糖抗皱类 大单品：7+1 超模饮
麦谷村 Maigucun	蛋白粉、青汁粉、羽衣甘蓝粉 大单品：羽衣甘蓝粉	爱仁康	单品：左旋肉碱胶囊
Positive Hotel	黑咖啡、代餐粉、奶昔 大单品系列：每日黑咖啡	Litozin	抗皱抗老、肌肤系列、身材管理、身体护理等 大单品：褪黑素软糖
五谷磨房	谷物代餐、芝麻丸、茶叶、零食坚果、麦片 大单品系列：谷物代餐粉	21 金维他	维生素片、益生菌等
Wonderlab	益生菌、代餐奶昔、代餐棒、白芸豆压片糖果、胶原蛋白口服液、维生素片 多个大单品系列：奶昔、益生菌、白芸豆食品	Vitavea	阻断燃脂、促进新陈代谢等产品 大单品：白加黑胶囊
Anberhealth	黑咖啡、吐司、青汁、绿茶 大单品系列：黑咖啡	由里健康	美体系列、美肌系列等
		Unomi	大单品：藤黄素果热控片

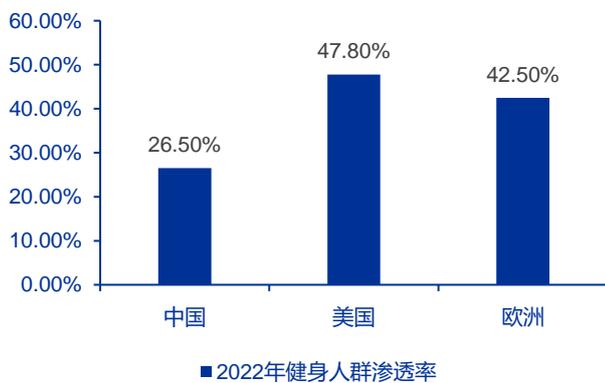
代餐类		功效类	
品牌	产品介绍	品牌	产品介绍
PhD	单品系列：蛋白棒	舒尔佳	单品：奥利司他胶囊
泡小燕	花胶粥、燕窝羹、炖梨甜品等 大单品：燕窝银耳羹	仁和药业	药品、洗护、酵素、益生菌等
碧翠园	主食代餐（面包）、健康冲饮、零食、调料 大单品：全麦欧包、全麦面包、黑咖啡、油醋汁等	九芝堂	药品、保健品、代餐粉、益生菌、麦片、杨柳青胶囊等

资料来源：久谦中台、淘宝、京东、抖音，申万宏源研究

2.3 发展趋势：人群扩容和消费水平提升共促行业成长

国内体育产业蓬勃发展，产业结构趋于优化，将促进大众健身人群持续增长。截至 2022 年末，中国大众健身人群渗透率为 26.5%，远低于同期美国的 47.8% 和欧洲的 42.5%。我们认为中国健身人群继续渗透的动力来自两个方面：(1) **国家政策护航**。国家高度重视体育产业发展，持续推进供给侧改革以丰富体育产品和服务供给，体育产业有望逐步向国民经济支柱性产业升级。(2) **产业结构优化**。中国体育产业结构也显示积极变化，包括体育竞赛、体育健身休闲活动的产业规模占比提升，有助于吸引大众参与体育活动。

图 32：2022 年中国、美国、欧洲健身人群渗透率



资料来源：灼识咨询，KEEP 港股发行招股说明书，申万宏源研究

图 33：2015~2023 年中国体育产业总值及结构



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

需求升级和优质供给共同驱动消费水平增长。截至 2022 年末，中国大众健身人群的年均开支为 2518 元，远低于美国的年均开支 16425 元。我们认为驱动消费水平提升的动力来自两个方面：(1) **对运动营养食品的需求从入门级向专业级进阶、从大单品向多品类扩散**。目前国内消费者的购买品类较集中，包括蛋白粉、抗疲劳饮料、左旋肉碱等，随着运动项目增多，强度增大，健身人群对运动营养食品的诉求将更加多元化。(2) **供给端创新运动营养产品设计，出清劣质产能**。面向不同运动类型（健身、塑性、控能、提高耐力等）和不同人群（男性、女性、老年人、青少年等），运动营养食品仍有广阔的开发空间。目前行业内参与者良莠不齐，部分品类存在低价竞争的情况，可期待“监管补位”下竞争格局改善，推动行业长期成长。

图 34: 运动营养食品设计思路



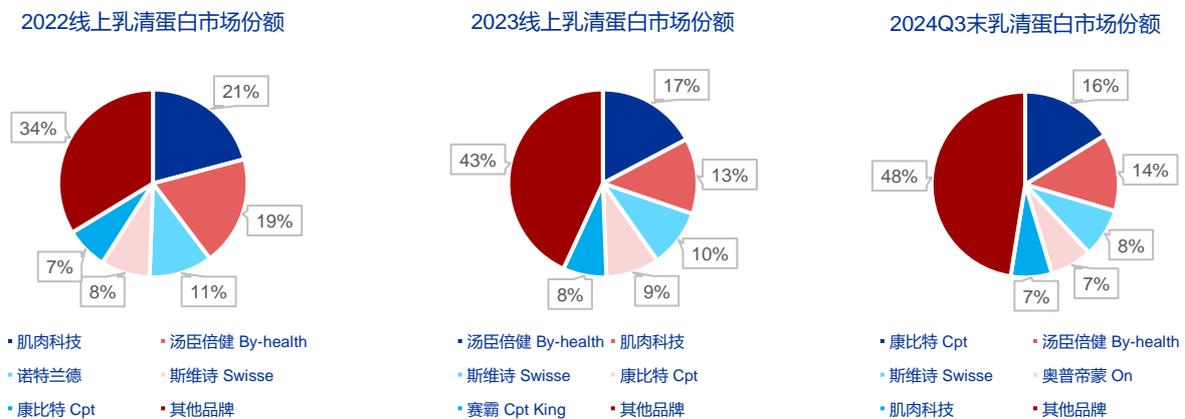
资料来源: 苟心怡《运动营养食品的发展和功能性研究》, 申万宏源研究

3.公司卡位好、研发强、渠道深, 优享需求扩容红利

3.1 品牌占位专业市场, 纵向延伸最大化品牌势能

在专业运动市场, 公司打破国外品牌垄断, 实现品牌占位。中国运动营养食品需求始于竞技体育, 公司设立初衷即为中国高水平运动员提供高质量的运动营养产品, 据白厚增《中国运动营养食品产业发展研究》报告, 康比特 2007~2010 年市场份额持续位列第 1, 2010 年市占率达到 42.6%。面向专业健身人群, 公司产品与渠道双管齐下, 继续保持了市场领先地位。我们以乳清蛋白产品线上的市场份额看 (这类产品主要面向专业健身人群), 22~24Q3 末, 康比特市占率分别为 7.2%、9.1%、16.1%, 市占率分别位列第 5、第 4 和第 1。

图 35: 2022~2024Q3 末康比特乳清蛋白产品线上市占率



资料来源: 久谦中台, 申万宏源研究

在大众市场复用品牌形象, 通过赛事赞助、明星代言、线上推广等放大品牌效应。

赛事赞助：公司 2010~2018 年赞助的赛事集中在竞技体育和专业健身健美市场，以彰显品牌价值。随着大众健身运动升温，公司顺势扩大赛事赞助范畴，从主流赛道马拉松赛事切入，2023 及 2024 年分别赞助马拉松比赛超 240 场和超 600 场，加速能量饮等产品在跑圈的渗透。随着大众对骑行、徒步、水上运动等户外项目的关注度提升，为公司带来新的赛事推广资源。

明星代言：签约明星代言是品牌拉近与消费者距离的主流措施之一，优质体育健能够更高效的传达公司专业运动营养品牌和国民品牌形象。公司先后签约 2004 年奥运会女子蛙泳百米冠军**罗雪娟**，2010 年温哥华冬季奥运会双人滑金牌得主**申雪、赵宏博**，“亚洲飞人”**苏炳添**为代言人，持续释放品牌影响力。

线上推广：线上推广旨在做大客群金字塔底盘，公司精准把握渠道风口，重点投入抖音平台，成功抢占大量新增运动人群及追求健康生活方式人群的心智。公司同步运营小红书、拼多多等新兴平台，保持对市场变化的敏锐感知。

3.2 研发实力强劲，掌握稀缺资源支持产品开发

公司集结一批高素质研发人才，科研能力卓越。公司研发骨干来自北京大学、清华大学、北京体育大学、中国农业大学、协和医科大学等知名高校，人才实力雄厚，截至 23 年末，公司共获得 172 项自主知识产权，其中授权的发明专利达 101 项。公司长期承接行业重要课题，累计参与 20 多项国家科技部、国家体育总局、中国残疾人体育运动管理中心、北京市科委等相关部门备战奥运会、亚运会、全运会科技攻关技术服务和课题。

科研成果是公司的资源禀赋，具备指导产品开发的现实意义。运动营养产品的产品力主要体现在配方，需要扎实的理论研究、长时间的效果观察和实践应用才能形成。公司通过课题研究牵引产品开发方向，持续推动产品创新和迭代。

表 8：公司承担的重要研发课题（未穷尽列示）

序号	课题项目	课题部门	时间
1	《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
2	《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	2021
3	《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》	中国摔跤学会	2020
4	《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	2020
5	《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
6	《现代五项运动员疲劳恢复综合服务》	国家体育总局	2019
7	《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
8	《运动员体能训练与信息化管理系统的科研服务》	国家体育总局	2019
9	《田径投掷项目国家队备战东京奥运会（2018 年度）运动员身体机能训练监控与运动营养补充科技服务》	国家体育总局	2018
	《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	

序号	课题项目	课题部门	时间
11	《国家攀岩队备战 2018 年亚运会运动员体能训练科技服务》	国家体育总局	2018
12	《听障羽毛球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	2017
13	《残疾人国家集训游泳队机能监测和营养策略的研究》	中国残疾人体育运动管理中心	2016
14	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	国家科技部、国家体育总局	2016
15	《职业网球运动员体能恢复的营养支持》	国家体育总局	2015
16	《备战 2016 年奥运会网球训练监控、营养、体能康复综合服务保障体系的建立与应用》子课题——《网球体能训练的运动营养支持》	国家体育总局	2013
17	《水上项目大强度训练疲劳恢复策略的研究》	国家体育总局	2013
18	2013 年依托体育场馆创建首都职工体质促进科学健身示范区项目的可行性研究-计划任务书	国家体育总局	2013
19	国家自行车队备战伦敦奥运会	国家体育总局	2012
20	《国家网球队备战伦敦奥运会营养干预与体能恢复科研攻关与科技服务》	国家体育总局	2011
21	《国家网球队 2010 年备战伦敦奥运会营养与恢复科研攻关与科技服务》	国家体育总局	2010
22	《国家女子网球队备战 2008 年奥运会体能与营养科研攻关与科技服务》	国家体育总局	2007
23	《马拉松项目备战 2008 年奥运会科技服务与科研攻关》	国家体育总局	2006
24	《疲劳诊断与运动营养恢复系统的研究开发》	北京市科委	2006
25	《优秀运动员体重控制及赛前恢复的营养学手段研究》	国家体育总局	2004

资料来源：公司北交所公开发行说明书，申万宏源研究

公司技术产品化能力优异。 (1) **专业运动市场**，公司针对运动前中后的营养需求开发多项核心技术，为运动人群提供全方位的营养供给。(2) **大众健身市场**，公司投入更多精力在丰富产品品类、创新产品口感和提升消费者体验上，以适应大众消费者的购买偏好。

控能类是公司新品拓展的重要方向。公司**补充蛋白类**产品体系全面，覆盖健身增肌、骑行跑步、营养补充等多个场景，能够满足入门级至专业级用户需求，丰富产品口味和形态是公司研发重点；就**补能类**产品，公司成功打造能量胶大单品，推出高配胶、等渗胶等进行系列化，将继续聚焦骑行、跑步等场景做开发；**控能类**新品蓄势待发，截至 23 年末，公司重点在研项目包括代餐奶昔、坚果棒、谷物棒、代餐棒、白芸豆片剂、CLA 鱼油减脂饮料等，可期待相关产品在未来 1-2 年上市。

表 9：截至 2023 年末公司重要的与控能类产品相关的研发项目

研发项目名称	项目进展	预计对公司未来发展的影响
粉剂颗粒料下料产业化研究	完成结题报告	增加公司产品颗粒料在代餐奶昔中产品领域中的应用
即食棒中糖浆体系的开发与稳定性研究	完成结题报告	提升公司棒系列（蛋白棒、坚果棒、谷物棒）产品货架期内整体稳定性，提高棒类产品的市场竞争力
巧克力与代可可脂巧克力制品涂层棒工艺研究	完成产品稳定性研究并确定中试及规模化生产条件	填补市场空白，提高产品的多样性
白芸豆提取物在产品中的应用研究	确定白芸豆产品的生产工艺以及设备选型	增加公司产品在代餐减控技术领域的应用

研发项目名称	项目进展	预计对公司未来发展的影响
CLA 微乳开发及稳定性研究	完成结题报告	配合左旋肉碱饮料形成矩阵减脂组合，创造新的的利润增长点

资料来源：公司 2023 年年报，申万宏源研究

3.3 渠道互为补充，助力高效获客、留存和转化

公司根据人群特征使用不同的渠道进行服务，线上线下不同形式渠道相互协同，互为补充，共同促进业务增长。

线上：抖音平台：主要面向“健身小白”和追求健康生活方式的人群，这类人群可能具有一定的品牌认知但专业度有限，需要持续的品牌露出以引导消费决策，抖音是公司电商广告投入的主阵地。**京东和天猫：**老客户及种草客户，公司开放经销权以增加目标客群的覆盖广度。公司与公信力强、大众认可度高的京东自营和阿里健康合作，进一步扩充获客渠道。

线下：与经销商共成长，积极赋能支持做强做大。线下主要采用经销模式，终端面向健身俱乐部、体育院校、赛事主团体等专业客群。在国内健身房快速扩张时期，公司着力培育一批经销商“从小做大”，构筑线下收入的坚实底盘。随着国内健身人群需求升级，公司配合经销商提供更加精细化和个性化的营销活动，助力市场开拓。

表 10：公司不同渠道面向的主力客群

渠道	平台	主力客群
线上	抖音	“健身小白”和追求健康生活方式的人群
	京东	老客户及种草客户
	京东自营	面向大众的获客渠道
	天猫	老客户及种草客户
	阿里健康	面向大众的获客渠道
线下	健身俱乐部	老客复购+高质量新客
	体育院校	专业客群
	赛事团体	专业客群+高质量新客

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司共四大业务板块：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。我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

1. 运动营养食品：公司基石业务，产品布局全面，其中蛋白增肌和补能类是收入增长的主驱动。24 年公司在抖音平台高强度投入带动收入快速增长，国内健身人群渗透率仍在低位，预计、年抖音投放强度持续。此外，公司将加大线下健身俱乐部等网点维护，

夯实线下收入底盘。假设 2024-2026 年收入增速分别为 59.1%、43.3%、36.5%。24 年因原料涨价毛利率承压，25H2 成本压力或将逐步缓解，我们保守假设 2024-2026 年毛利率分别为 43.4%、42.3%、42.6%。

2. 健康营养食品：健康食品与军需食品商业模式不同，分别来看：**(1)健康食品：**面向面向追求健康生活方式的大众群体，控能类是公司重点布局的新品开发方向，可期待相关产品在未来 1-2 年上市，假设 2024-2026 年收入增速分别为 12.0%、20.0%、25.0%。行业竞争日趋激烈，假设 2024-2026 年毛利率分别为 49.0%、48.0%、46.0%。**(2)军需食品：**公司长期服务军队客户，树立良好的市场口碑，公司通过招投标方式获取订单，结合近年收入确定规模，假设 2024-2026 年收入规模分别为 1.20 亿元、1.40 亿元、1.80 亿元。军需食品采用成本加成模式，毛利率基本稳定，假设 2024-2026 年分别为 20.0%、19.0%、19.0%。

3. 受托加工业务：主要利用公司富余产能提供代加工服务，目前公司核心主品产能利用率相对紧张，募投产能预计 26 年达到预期可使用状态，假设 2024-2026 年收入增速分别为-12.0%、0.0%、20.0%。代工毛利率较为稳定，假设 2024-2026 年分别为 18.0%、19.0%、19.0%。

4. 数字化体育科技服务：主要服务竞技体育客户，需求较稳定，假设 2024-2026 年收入增速分别为-3.0%、5.0%、5.0%。假设 2024-2026 年毛利率分别为 50.0%、40.0%、40.0%。

表 11：康比特营业收入拆分及预测

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	635.06	843.22	987.65	1336.30	1782.61
YOY		32.8%	17.1%	35.3%	33.4%
毛利率	43.1%	40.1%	40.4%	39.7%	39.9%
1. 运动营养食品					
营业收入	403.34	460.58	732.91	1050.34	1433.70
YOY		14.2%	59.1%	43.3%	36.5%
毛利率	48.2%	50.7%	43.4%	42.3%	42.6%
收入占比	63.5%	54.6%	74.2%	78.6%	80.4%
2. 健康营养食品					
营业收入	115.53	278.88	162.20	190.64	243.30
YOY		141.4%	-41.8%	17.5%	27.6%
毛利率	34.5%	26.0%	27.5%	26.7%	26.0%
收入占比	18.2%	33.1%	16.4%	14.3%	13.6%
2.1 健康食品	37.59	37.68	42.20	50.64	63.30
YOY		0.2%	12.0%	20.0%	25.0%
毛利率	55.7%	52.2%	49.0%	48.0%	46.0%
2.2 军需食品	77.94	241.20	120.00	140.00	180.00
YOY		209.5%	-50.2%	16.7%	28.6%
毛利率	24.3%	21.9%	20.0%	19.0%	19.0%
3. 受托加工业务					
营业收入					

YOY		-29.7%	-12.0%	0.0%	20.0%
毛利率	20.2%	15.6%	18.0%	19.0%	19.0%
收入占比	9.4%	5.0%	3.7%	2.8%	2.5%
4. 数字化体育科技服务					
营业收入	32.35	28.49	27.63	29.01	30.47
YOY		-11.9%	-3.0%	5.0%	5.0%
毛利率	40.1%	34.4%	50.0%	40.0%	40.0%
收入占比	5.1%	3.4%	2.8%	2.2%	1.7%
5. 其他业务					
营业收入	24.44	33.50	28.14	29.55	31.03
YOY		37.1%	-16.0%	5.0%	5.0%
毛利率	59.7%	46.8%	55.0%	55.0%	55.0%
收入占比	3.8%	4.0%	2.8%	2.2%	1.7%

资料来源：公司公告、Wind，申万宏源研究

4.2 估值

可比公司：除康比特外，国内尚无专注运动营养食品及服务的上市公司，我们选取申银万国行业分类“食品饮料”中拥有运动营养产品系列或子品牌的上市公司为可比，分别是**西王食品**（食用油、运动营养双主业，收购美国运动营养品牌“肌肉科技”）、**汤臣倍健**（汤臣倍健是保健品牌，子品牌“健乐多”是运动营养品牌）、**仙乐健康**（产品涵盖体重管理与运动营养系列）、**金达威**（产品涵盖运动营养食品，能量补充剂）、**东鹏饮料**（能量饮料东鹏特饮 21~23 年收入占比均在 90%以上）。

表 12：康比特及可比公司情况

证券代码	公司名称	申万三级行业	产品类别
000639.SZ	西王食品	食品饮料--食品加工--保健品	食用油、运动营养双主业。运动营养产品包括：蛋白粉、益生菌果粒蛋白粉、多维牛磺酸片、软糖、鱼油凝胶糖果、六星大餐救星、跳跳糖体能盒、气泡水、肌酸、BCAA、蛋白棒
300146.SZ	汤臣倍健	食品饮料--食品加工--保健品	公司旗下拥有汤臣倍健、健力多、健视佳、健乐多等品牌，其中健乐多专门针对运动健身人群
300791.SZ	仙乐健康	食品饮料--食品加工--保健品	产品包括保健食品、女性系列、体重管理与运动营养、基础营养、益生菌与肠道呵护等
002626.SZ	金达威	食品饮料--食品加工--保健品	主要生产经营膳食补充剂、能量补充剂、运动营养食品、功能性营养食品等
605499.SH	东鹏饮料	食品饮料--饮料乳品--软饮料	产品包括能量饮料（品牌：东鹏特饮），电解质饮料（品牌：补水啦），无糖茶饮（品牌：鹏友上茶）等，其中东鹏特饮 21~23 年收入占比均在 90%以上
.BJ	康比特	食品饮料--食品加工--保健品	按照中国 GB/T 10789-2015 《饮料通则》，能量饮料指含有一定能量并添加营养成分或其他特定成分，能为机体补充能量或加速能量释放和吸收的制品。能量饮料产品功能属于运动营养食品项下补充能量类产品范畴
			产品包括蛋白粉、营养片、左旋、运动饮料、固体饮料、蛋白棒、

证券代码	公司名称	申万三级行业	产品类别
			即食棒、压片糖果、压缩干粮等

资料来源：公司上交所公开发行第一轮反馈回复、公司官网、Wind、国家标准化管理委员会，申万宏源研究

PE 估值：运动营养行业长坡厚雪，公司综合优势突出，看好长期成长。我们预测公司 2024~2026 年归母净利润分别为 0.85/1.13/1.44 亿元，对应 PE 分别为 23/17/13 倍。参考可比公司 PE 均值，给予公司 25 年 19 倍 PE，目标市值 22 亿元，较 25/01/14 收盘有 12% 涨幅空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 13：康比特可比公司估值表

证券代码	公司名称	2025/1/14		归母净利润 (亿元)			24E-26E	PE			PEG
		市值 (亿元)	PEttm	2024E	2025E	2026E	利润 CAGR	2024E	2025E	2026E	
000639.SZ	西王食品	38	95	-	-	-	-	-	-	-	-
300146.SZ	汤臣倍健	198	28	8.97	12.41	14.63	27.7%	22	16	14	0.58
300791.SZ	仙乐健康	59	18	3.60	4.49	5.40	22.5%	16	13	11	0.59
002626.SZ	金达威	86	34	3.48	5.15	6.88	40.6%	25	17	13	0.41
605499.SH	东鹏饮料	1,279	41	32.28	42.41	53.39	28.6%	40	30	24	1.05
	均值							26	19	15	0.66
833429.BJ	康比特	19	22	0.85	1.13	1.44	30.0%	23	17	13	

资料来源：Wind、申万宏源研究

注：盈利预测来自 Wind 一致预测；西王食品无 24、25、26 年 Wind 一致预测。

5. 风险提示

1. 食品安全风险：公司建立了完善的质量控制体系，质量管理部从原材料采购到产品生产过程全程参与检验，通过实验室实验、包装材料检测等流程保证产品质量。但是食品安全问题的风险并不能被完全隔离，公司需面临自身以及同行业公司发生食品安全事件进而对行业声誉、公司业绩造成不利影响的风险。

2. 线上销售模式的风险：近年来，电商销售模式发生快速变革，相较于淘宝、天猫及京东等传统电商销售平台，社交电商、直播平台等新兴线上销售渠道逐渐涌现并且发展迅速。公司采用线上线下相结合的销售模式，必须在线上销售变革中不断总结自身经验、及时调整销售模式以顺应变革。如果公司在后续发展中未能根据行业发展趋势及时调整销售策略，导致经营情况不及预期，将会对公司的经营业绩产生不利影响。

3. 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。这一趋势不仅吸引着国外知名运动营养品牌如肌肉科技 (MuscleTech)、诺特兰德 (NUTREND) 等加入，还涌现了一批国内新兴运动营养品企业，从而为公司带来一定的市场竞争风险。

4. 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。

财务摘要

合并损益表

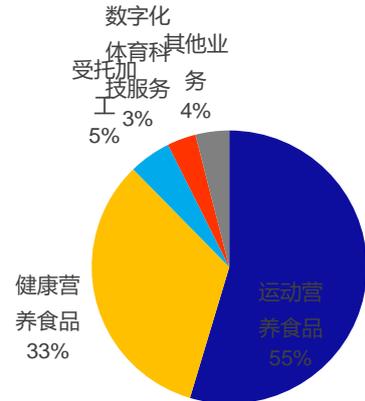
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	635	843	988	1,336	1,783
营业收入	635	843	988	1,336	1,783
运动营养食品	403	461	733	1,050	1,434
健康营养食品	116	279	162	191	243
受托加工	59	42	37	37	44
数字化体育科技服务	32	28	28	29	30
其他业务	24	34	28	30	31
营业总成本	569	757	895	1,212	1,621
营业成本	361	505	589	806	1,071
运动营养食品	209	227	415	606	823
大众营养食品	76	206	118	140	180
受托加工	47	35	30	30	36
数字化体育科技服务	19	19	14	17	18
其他业务	10	18	13	13	14
税金及附加	6	8	10	13	18
销售费用	121	165	198	262	353
管理费用	51	46	52	71	96
研发费用	24	34	44	60	80
财务费用	4	-1	2	0	3
其他收益	2	7	7	7	7
投资收益	0		0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0	0
资产减值损失	-2	-3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	65	90	99	131	168
营业外收支	1	14	0	0	0
利润总额	66	104	99	131	168
所得税	8	16	14	18	24
净利润	58	88	85	113	144
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	58	88	85	113	144

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

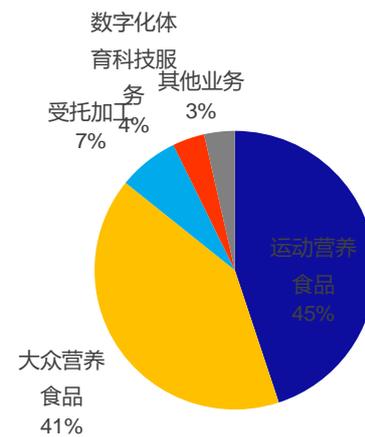
合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	58	88	85	113	144
加：折旧摊销减值	27	27	33	40	66
财务费用	6	5	2	0	3
非经营损失	1	2	0	0	0
营运资本变动	-46	20	52	5	17
其它	8	7	0	0	0
经营活动现金流	51	148	172	157	230
资本开支	11	17	53	103	181
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-11	-17	-53	-103	-181
吸收投资	149	0	0	0	0
负债净变化	-19	9	-71	10	96
支付股利、利息	16	29	20	17	25
其它融资现金流	-19	-9	0	0	0
融资活动现金流	96	-29	-91	-7	71
净现金流					

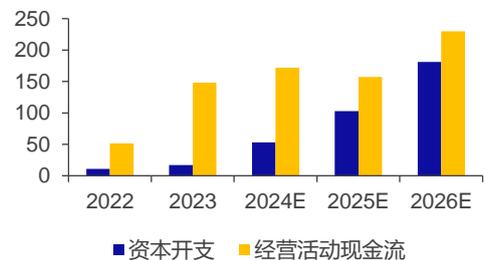
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

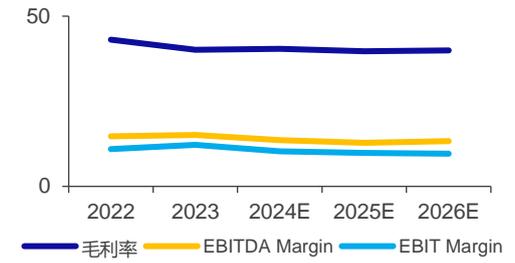
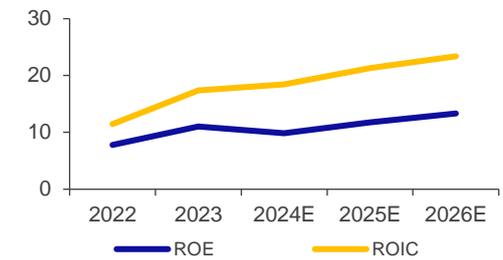
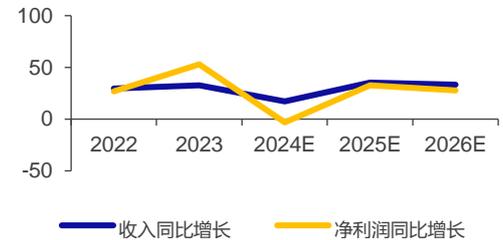
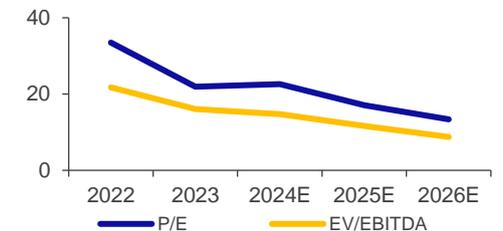
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	567	655	756	886	1,096
现金及等价物	304	407	436	483	604
应收款项	84	70	70	70	70
存货净额	174	178	250	332	421
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	1	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	335	324	345	407	522
无形资产及其他资产	95	90	90	90	90
资产总计	997	1,069	1,191	1,383	1,708
流动负债	202	239	293	380	562
短期借款	45	81	10	10	86
应付款项	117	111	236	322	428
其它流动负债	41	48	48	48	48
非流动负债	56	32	32	42	62
负债合计	258	271	325	422	624
股本	125	125	125	125	125
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	279	274	274	274	274
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	51	61	70	82	98
未分配利润	285	339	397	481	587
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	739	798	865	962	1,083
负债和股东权益合计	997	1,069	1,191	1,383	1,708

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.71	0.69	0.91	1.16
每股经营现金流	0.41	1.19	1.38	1.26	1.85
每股红利	0.00	0.00	0.14	0.14	0.18
每股净资产	5.94	6.41	6.95	7.72	8.70
关键运营指标(%)					
ROIC	11.5	17.4	18.4	21.3	23.4
ROE	7.8	11.0	9.9	11.8	13.3
毛利率	43.1	40.1	40.4	39.7	39.9
EBITDA Margin	14.7	15.1	13.6	12.8	13.3
EBIT Margin	11.0	12.2	10.3	9.8	9.6
营业总收入同比增长	29.7	32.8	17.1	35.3	33.4
归母净利润同比增长	26.9	52.9	-3.2	32.6	27.6
资产负债率	25.9	25.4	27.3	30.5	36.6
净资产周转率	0.86	1.06	1.14	1.39	1.65
总资产周转率	0.64	0.79	0.83	0.97	1.04
有效税率	12.3	15.0	14.0	13.8	14.3
股息率	0.0	0.0	0.9	0.9	1.2
估值指标(倍)					
P/E	33.5	21.9	22.6	17.1	13.4
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/Sale	3.2	2.4	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	21.8	16.1	14.7	11.6	8.8
股本	125	125	125	125	125

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。