

2025 年 06 月 12 日

投资评级：增持（首次）

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

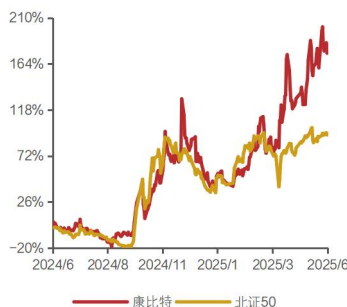
王宇璇

SAC: S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 06 月 11 日

收盘价（元）	28.61
一年内最高/最低（元）	34.00/8.28
总市值（百万元）	3,561.95
流通市值（百万元）	3,241.20
总股本（百万股）	124.50
资产负债率（%）	26.87
每股净资产（元/股）	6.88

资料来源：聚源数据

康比特 (833429.BJ)

——从专业迈向大众，品牌+渠道双轮破圈运动营养赛道

投资要点：

- **思考一：深耕行业二十余年，如何打造业务布局？**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。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。管理层具备多学科专业背景，前董事和首席技术顾问杨则宜先生作为我国反兴奋剂和运动营养理论的奠基人之一，曾被国家体育总局聘为备战奥运会运动营养与恢复的首席科学家。2024 年核心爆品乳清蛋白、能量胶等产品销量及销售额显著增长带动公司营收超过 10 亿元。
- **思考二：长坡厚雪的运动营养赛道，公司如何建立自身优势？**我国运动营养食品市场呈现积薄发的态势，根据欧睿国际数据，2015-2024 年中国运动营养市场 CAGR 23%，并且行业渗透率和人均支出较低，未来提升潜力大。公司核心产品：1）蛋白增肌类产品 2024 年收入同比增长 73%，高增长得益于差异化专研配方以及全域深化营销。参考久谦中台数据，公司乳清蛋白产品在电商平台市占率不断提升，2024 年位列第一，且 2025 年延续增长态势。2）能量胶矩阵产品 2024 年收入同比增长 95%，高增长得益于延伸多元使用场景以及赛事营销深度绑定跑者。我们认为未来中国运动营养食品市场有望量价齐升，公司凭借成熟的销售渠道、强劲的研发实力以及核心爆品蛋白粉+能量胶的快速增长，或将保持较高市占率。
- **思考三：竞技运动人群卡位优势，如何成功拓展大众健康品赛道？**随着消费者健康意识增强，人们对具有能量补给、营养元素补充等特定功能饮料产品的需求持续增长，电解质水为功能饮料的细分赛道，核心诉求为运动补水，潜在消费场景更广。我国功能饮料 2019-2024 年市场规模 CAGR 达 8.3%，电解质饮料长尾市场空间广阔。在电解质饮品细分赛道，康比特已推出了结合维生素和益生菌的电解质冲剂粉产品，并成功入驻全国 56 家山姆会员商店，品牌进一步得到山姆背书，销售渠道更接近大众消费市场，未来更多产品有望进入山姆渠道。从粉剂产品到其他品类，公司也在稳步推进威能类运动饮料在大众市场上市的工作。我们认为能量补充产品有望逐渐从专业运动人群走向大众运动市场，远期市场空间广阔，而具备品牌力优势、工艺积累、新品储备以及不断拓展大众化渠道的康比特或将在市场占有一席之地。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.06、1.37 和 1.89 亿元，对应 PE 为 33.7、26.1、18.8 倍。我们选取汤臣倍健、仙乐健康、东鹏饮料、欢乐家、怪物饮料作为可比公司。公司深耕运动营养食品领域并取得快速增长，同时积极布局健康营养食品业务，我们看好其在专业领域拓品类及在大众领域拓赛道的潜力，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**线上销售模式风险、市场竞争风险、食品安全的风险、市场空间测算偏差的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	843	1,040	1,347	1,760	2,217
同比增长率（%）	32.78%	23.34%	29.50%	30.70%	25.98%
归母净利润（百万元）	88	89	106	137	189
同比增长率（%）	52.92%	1.38%	18.48%	29.00%	38.65%
每股收益（元/股）	0.71	0.72	0.85	1.10	1.52
ROE（%）	11.04%	10.40%	11.32%	13.16%	16.05%
市盈率（P/E）	40.43	39.88	33.66	26.09	18.82

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.06、1.37 和 1.89 亿元，对应 PE 为 33.7、26.1、18.8 倍。

关键假设

结合公司运动营养食品业务快速增长以及对于公司在健康营养食品业务发展潜力的积极预期，我们假设如下：

- （1）运动营养食品：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +35%/35%/27%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 10.66/14.38/18.27 亿元；
- （2）健康营养食品：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +18%/20%/30%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 1.70/2.03/2.64 亿元；
- （3）数字化体育科技服务：预计收入缓慢增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +3%/4%/4%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.30/0.31/0.32 亿元；
- （4）受托加工业务：预计收入逐步恢复，假设 2025-2027 年营业收入同比 +0%/3%/5%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.40/0.42/0.44 亿元。

投资逻辑要点

在运动营养食品行业，我们认为市场未来量价齐升，规模有望从 2024 年 62.7 亿元增长至 2034 年 148 亿元，而公司产品蛋白粉+能量胶在产品力上有差异化优势，成熟的线上线下渠道推广模式以及精准营销，持续放量确定性较高，同时借助已有品牌力可以继续拓展品类。

在大众健康食品赛道，公司电解质粉成功进入山姆渠道，普通威能运动饮料也在储备中，而功能饮料市场空间广阔，据观潮新消费公众号数据，电解质水预计 2025 年规模将达到 180 亿元，若能从专业运动营养领域走向更大众的健康品市场，公司或将进一步提高发展上限。

核心风险提示

线上销售模式的风险、市场竞争风险、食品安全的风险、市场空间测算偏差的风险

目录

1. 思考一：深耕行业二十余年，如何打造业务布局？	6
1.1. 业务情况：以运动营养食品为主，覆盖竞技运动等不同细分需求	6
1.2. 股权结构：前董事为运动营养理论奠基人之一，实控人控制公司 30.4%股份	9
1.3. 销售研发：采取多渠道销售模式，参与起草多项国家及行业标准	10
1.4. 募投项目：运动营养食品生产项目预计 2026 年 8 月可用	12
2. 思考二：长坡厚雪的运动营养赛道，公司如何建立自身优势？	13
2.1. 行业赛道：2015-2024 年中国运动营养食品规模 CAGR23%	13
2.2. 核心单品：夯实产品+更强渠道双线驱动蛋白增肌市场高增	17
2.3. 核心爆品：聚焦能量胶产品，24 年增长 95%优化爆品矩阵	21
3. 思考三：竞技运动人群卡位优势，如何成功拓展大众健康品赛道？	24
3.1. 行业：功能饮料 2019-2024 年规模 CAGR 达 8%，电解质饮料长尾市场空间广阔	24
3.2. 新品：电解质粉的背后是公司品牌力和工艺积累	28
3.3. 逻辑：从粉剂产品到其他品类，为拓展大众市场做准备	29
4. 盈利预测与评级	30
5. 风险提示	31

图表目录

图表 1: 康比特专研运动营养食品二十四年	6
图表 2: 公司的产品和服务覆盖不同细分需求	7
图表 3: 2024 年公司运动营养食品占总营收比重 75.9%	7
图表 4: 2024 年运动营养品毛利率 40.8%，同比下滑	7
图表 5: 2025Q1 公司营收 1.94 亿元 (yoy+26.08%)	8
图表 6: 2025Q1 公司毛利率为 38.64%	8
图表 7: 2025Q1 归母净利润 1203.69 万元 (yoy+9.66%)	8
图表 8: 2020 年至 2025Q1 管理费用率呈现下降趋势	8
图表 9: 管理层专业程度高，司龄较长	9
图表 10: 公司实际控制人、董事长为白厚增	10
图表 11: 公司多次实施股权激励	10
图表 12: 公司品牌代言人“苏炳添”	11
图表 13: 公司部分跑步代言人与健身产品代言人	11
图表 14: 公司根据细分市场特点建设销售渠道	11
图表 15: 公司近年研发投入整体呈增长趋势	12
图表 16: 公司 2024 年研发人员中硕、博士占比 36%	12
图表 17: 公司募投资金主要用于运动营养食品生产基地建设	12
图表 18: 运动营养品按特殊营养素可分为补充能量类、控制能量类等	13
图表 19: 预计 2025 年全球运动营养食品规模达 335 亿美元	13
图表 20: 预计 2025 年中国运动营养食品规模达 68 亿元	13
图表 21: 2024 年中国运动营养食品人均支出仅 0.62 美元，相比美国有较大提升空间	14
图表 22: 全球运动营养品牌分散，2024 年 CR5 占比 19.0%	14
图表 23: 2024 年中国运动营养品牌 CR5 为 57.4%	14
图表 24: 国家政策高度重视全民健康和体重管理	15
图表 25: 经常参加体育锻炼人数比例有望增长	15
图表 26: 2024 年线下付费健身会员数量同比+25.5%	15
图表 27: 2024 年路跑赛事总规模人次同比增长	16
图表 28: 2024 年自行车各类赛事数量	16
图表 29: 理论上核心健身人群年人均消费可高达 5000 元	16
图表 30: 我们预计到 2034 年中国运动营养食品市场规模接近 150 亿元	17

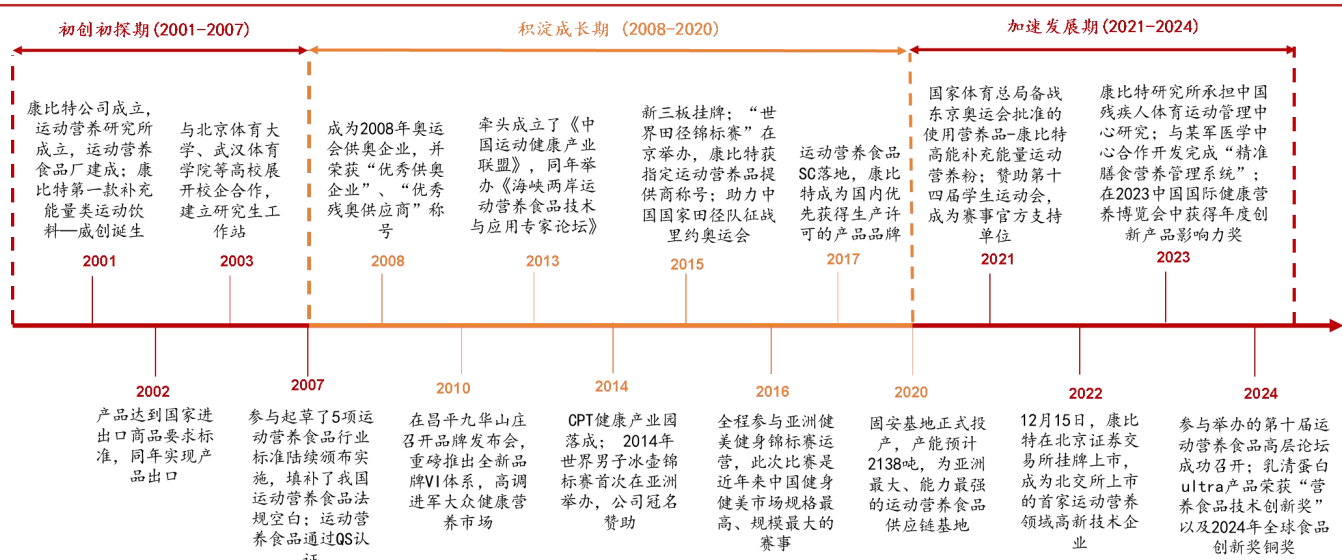
图表 31: 乳清蛋白是蛋白粉的核心细分类目	17
图表 32: 2024 年康比特销售额位列乳清蛋白产品电商平台（天猫、抖音、京东）第一	18
图表 33: 市场主要品牌乳清蛋白产品对比	18
图表 34: 差异化专研配方，建立产品壁垒	19
图表 35: 全域深化营销，触达亿级消费圈层	19
图表 36: 2022H1 公司主要原材料（金额占比）是蛋白类	19
图表 37: 2024 年我国乳清蛋白粉数量有 46% 进口于美国	19
图表 38: 2025 年以来进口乳清蛋白粉价格呈上行趋势	20
图表 39: 针对“女性”相关蛋白粉搜索词热度快速增长	21
图表 40: 女性购买者或有更多元化的乳清蛋白需求	21
图表 41: 抓住多元化需求，延伸产品使用场景	21
图表 42: 借势赛事 IP，与跑者深度绑定	21
图表 43: 公司能量胶产品持续迭代升级，现已进入 5.0 时代	22
图表 44: 康比特设计的全马套餐	22
图表 45: 能量胶产品覆盖大众/资深/精英跑者	22
图表 46: 康比特能量胶价格相较于进口品牌便宜，但高于国产品牌	23
图表 47: 公司核心推荐逻辑一览	23
图表 48: 2019 年至 2024 年中国软饮行业市场规模复合增长率为 4.7%	24
图表 49: 2024 年功能饮料销售额计市场规模达 1665 亿元（下表为占比情况）	24
图表 50: 2024 年能量饮料零售额占功能饮料市场零售额 66.9%（单位：十亿元）	25
图表 51: 东鹏饮料 2022-2024 年销量 CAGR 为 41.9%	25
图表 52: 2024 年东鹏饮料以 26.3% 的份额位居功能饮料市场榜首	26
图表 53: 功能饮料可分为运动饮料、营养素饮料、能量饮料	26
图表 54: 电解质饮料于 1965 年起源于美国	27
图表 55: 国内电解质饮料国产品牌居多，包括农夫山泉、华润怡宝等	27
图表 56: 2025 年 5 月 20 日，康比特益生菌电解质粉成功入驻山姆	28
图表 57: 冲剂产品相较于瓶装水更有性价比	28
图表 58: 大众市场能量补充产品市场规模敏感性分析	29
图表 59: 康比特分业务创收预测关键假设	30
图表 60: 康比特可比公司估值表（截至 20250611）	30

1. 思考一：深耕行业二十余年，如何打造业务布局？

1.1. 业务情况：以运动营养食品为主，覆盖竞技运动等不同细分需求

2001 年康比特公司成立，公司是一家集运动营养、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。公司作为中国运动营养食品行业主要推动者，较早地将科学运动营养概念引入中国竞技体育领域，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，为国家队或省队以及奥运会、残奥会多支队伍等百余支国家运动队提供运动营养食品、科研攻关及科技服务。

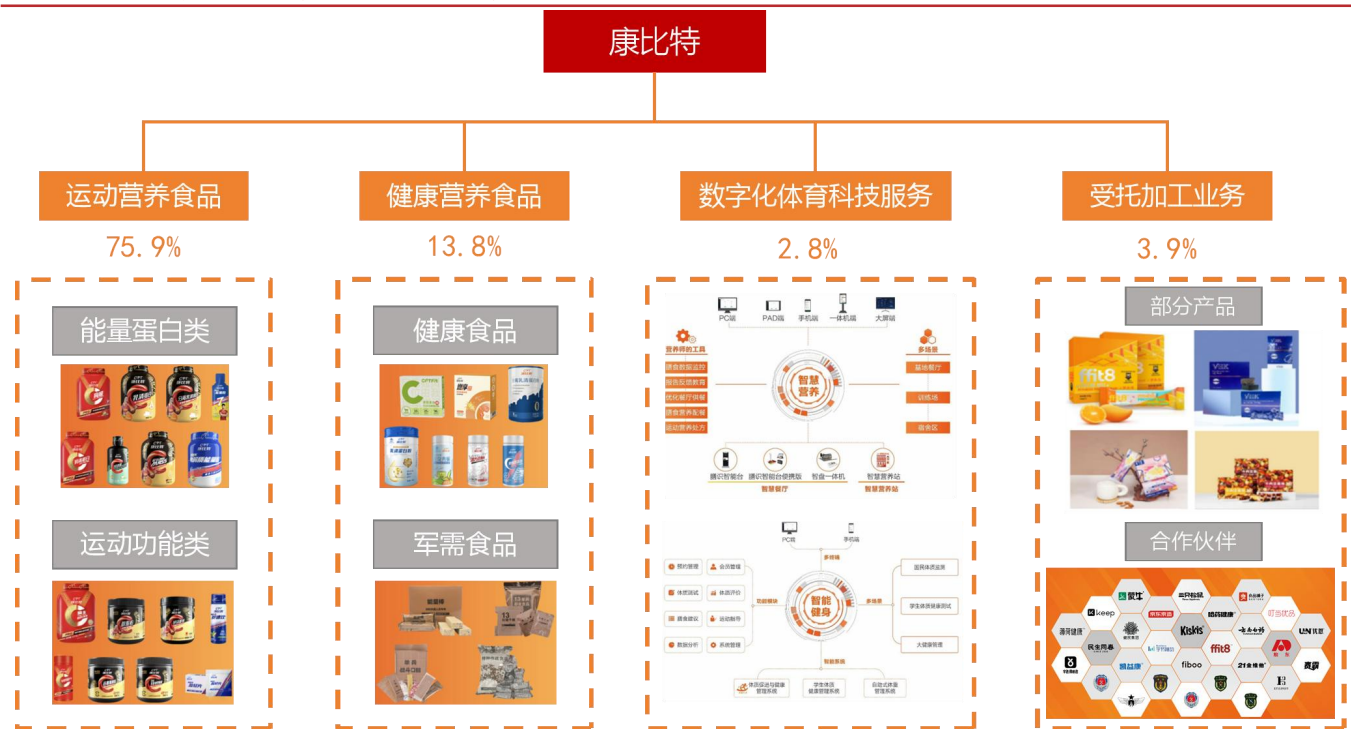
图表 1：康比特专研运动营养食品二十四年



资料来源：康比特官网、华源证券研究所

公司的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。运动营养食品分为能量蛋白和运动功能类，是公司主要营收来源，2024 年占总营收 75.9%，营收增速为 71.4%，毛利率 40.8%（yoy-10.0pcts）。健康营养食品分为健康食品和军需食品，2024 年占总营收 13.8%，营收增速为-48.5%，毛利率 31.5%（yoy+5.6pcts），营收同比减少主要是军队采购订单的周期性所致，随着军需产品生产趋近成熟且产品结构有调整，健康营养品整体毛利率有所提升。另外公司还有数字化体育科技服务以及受托加工业务，2024 年分别占总营收 2.8%和 3.9%。

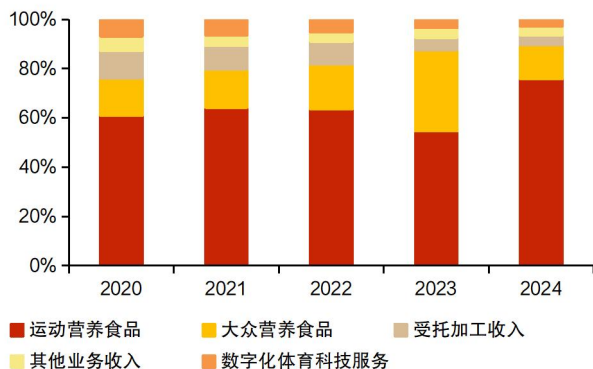
图表 2：公司的产品和服务覆盖不同细分需求



资料来源：康比特招股说明书、康比特官网、华源证券研究所

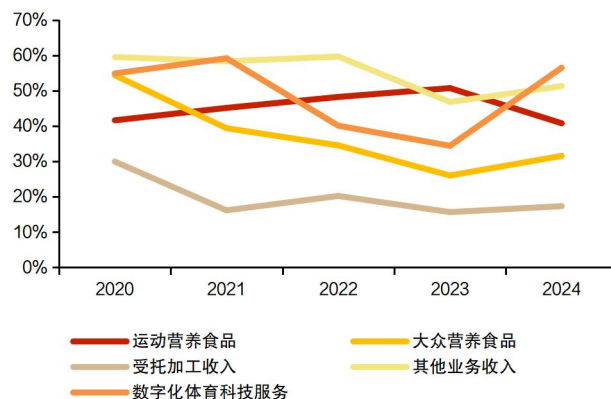
注：图中数据为 2024 年占比

图表 3：2024 年公司运动营养食品占总营收比重 75.9%



资料来源：iFind、华源证券研究所

图表 4：2024 年运动营养品毛利率 40.8%，同比下滑

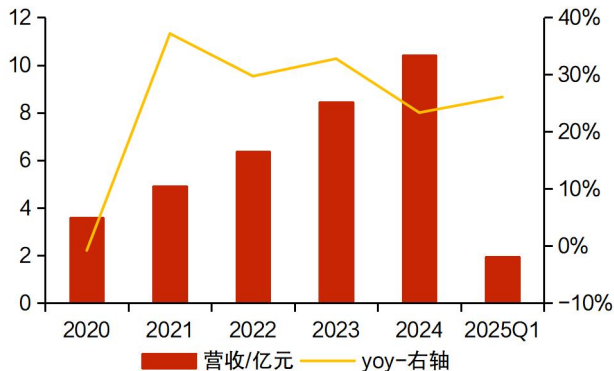


资料来源：iFind、华源证券研究所

收入端：2021 年至 2024 年，公司营收分别为 4.90 亿元（yoy+37.18%）、6.35 亿元（yoy+29.72%）、8.43 亿元（yoy+32.78%）、10.40 亿元（yoy+23.34%），营收保持持续增长，2025Q1 营业收入达 1.94 亿元（yoy+26.08%）。2024 年，公司营业收入同比增长主要是核心爆品乳清蛋白、能量胶等产品销量及销售额显著增长所贡献；并且公司持续进行研发投入、积极进行产品升级，通过各种渠道提升品牌知名度和美誉度，尤其抖音、京东平台的推广销售，扩大了公司市场份额，多重作用下实现了营业收入的稳定增长。

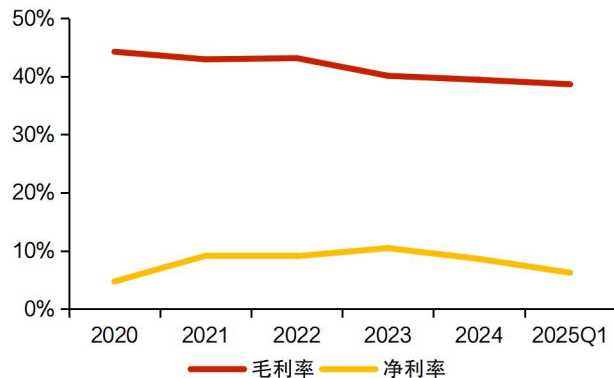
盈利能力端:2021 年至 2025Q1,公司毛利率分别为 42.93%、43.13%、40.09%、39.41%、38.64%；净利率分别为 9.14%、9.06%、10.45%、8.60%、6.21%，毛利率和净利率近两年来呈现下降趋势主要是因为原材料价格上涨以及期间费用率提升。

图表 5: 2025Q1 公司营收 1.94 亿元 (yoy+26.08%)



资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 6: 2025Q1 公司毛利率为 38.64%

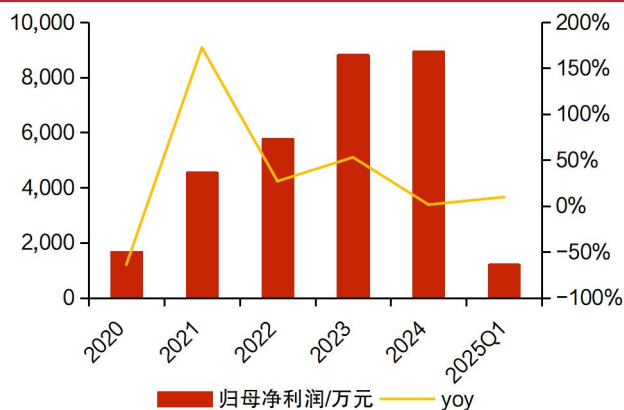


资料来源: iFinD、华源证券研究所

利润端: 公司 2021 年至 2025Q1 归母净利润分别为 4540.02 万元 (yoy+172.40%)、5761.37 万元 (yoy+26.90%)、8810.13 万元 (yoy+52.92%)、8931.40 万元 (yoy+1.38%)、1203.69 万元 (yoy+9.66%)，呈现持续增长态势。2024 年，虽然产品原料成本上升，但公司通过产品种类、多元化采购渠道、供应商价格协商等方式，凭借持续产品创新、精准业务布局及有效市场拓展，实现归母净利润同比增长。

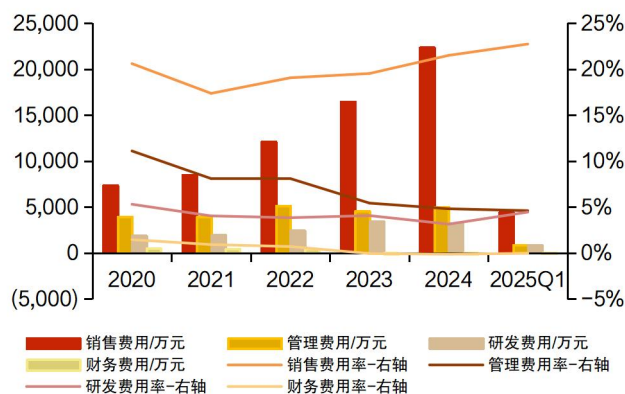
费用端: 公司 2020 年至 2025Q1 销售费用率呈上升趋势，主要系公司为实现销售业务突破，加大市场推广支出并扩充营销团队，其中市场推广主要为电商平台费用投入；管理费用率呈下降趋势，体现了公司成本管理水平提高；财务费用率及研发费用率基本维持稳定。

图表 7: 2025Q1 归母净利润 1203.69 万元 (yoy+9.66%)



资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 8: 2020 年至 2025Q1 管理费用率呈现下降趋势



资料来源: iFinD、华源证券研究所

1.2. 股权结构：前董事为运动营养理论奠基人之一，实控人控制公司 30.4%股份

公司管理层具备多学科专业背景。董事长白厚增博士具有丰富的管理经验、销售经验和专业沉淀，组织实施了公司一系列重大经营决策和战略转型；董事、总经理李奇庚女士是生物技术和工艺制备领域专家，拥有优异的产业化组织管理能力和商业敏锐度，为公司快速发展做出了突出贡献；前董事和首席技术顾问杨则宜先生和董事、副总经理焦颖女士均拥有 40 余年运动营养领域从业及研发经验，先后任职于北京医科大学运动医学研究所和国家体育总局运动医学研究所。根据公司招股说明书，杨则宜先生作为我国反兴奋剂和运动营养理论的奠基人之一，曾被国家体育总局聘为备战奥运会运动营养与恢复的首席科学家。

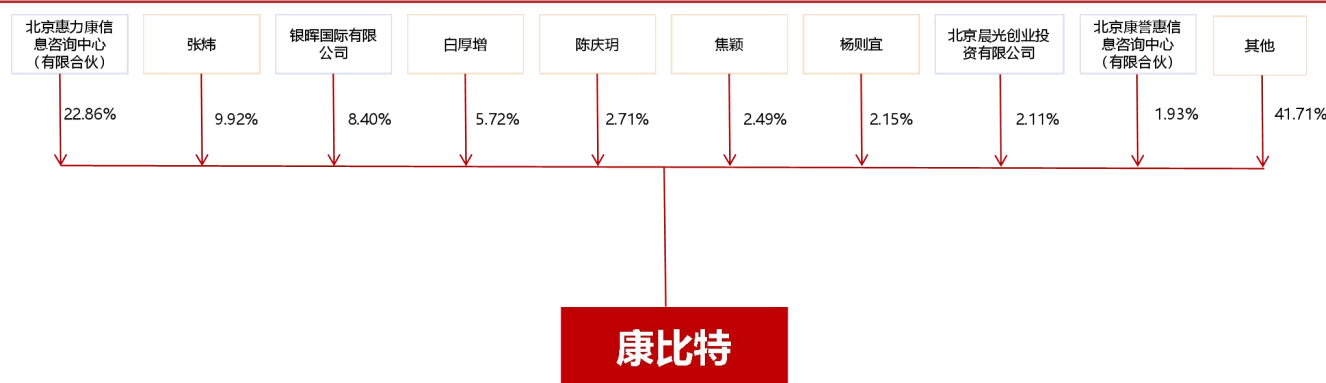
图表 9：管理层专业程度高，司龄较长

姓名	公司职务	简介
白厚增	董事长、董事	1985 年-1997 年担任教师；1997 年-1998 年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、董事	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	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、执行董事	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。
焦颖	副总经理、董事	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	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，担任副总经理职务。
吕立甫	财务总监、董事会秘书	2004 年 7 月至 2010 年 4 月先后就职于 三家会计师事务所 ，分别担任助理、审计师和高级审计师；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。
杨则宜	前董事	1981 年 9 月至 1990 年 2 月历任北京医科大学运动医学研究所运动营养生化研究室助理研究员、副研究员、研究员；1991 年 1 月至 2005 年 5 月于 国家体育总局运动医学研究所 历任兴奋剂检测、运动营养研究所副所长、营养中心主任、研究员；2005 年 6 月至 2024 年 10 月担任公司董事。杨则宜先生作为我国反兴奋剂和运动营养理论的奠基人之一，曾被国家体育总局聘为备战奥运会运动营养与恢复的首席科学家。

资料来源：iFinD、华源证券研究所

公司实际控制人为白厚增，一致行动人为惠力康和天津康维。根据 2025 年一季报，白厚增为公司董事长，持有惠力康 78.06%的出资额，焦颖为公司副总经理，持有惠力康 18.47%的出资额；白厚增持有天津康维 66.14%的出资额，焦颖持有天津康维 7.87%的出资额；另外焦颖和杨则宜为夫妻关系，张炜和陈庆玥为夫妻关系。根据 2024 年年报，实控人白厚增直接持有公司 712 万股股份、占总股本的 5.72%，间接控制公司 24.70%的股份，合计控制 30.42%。

图表 10：公司实际控制人、董事长为白厚增



资料来源：康比特 2025 年一季报、华源证券研究所

多次实施股权激励计划，充分绑定核心管理人员。公司于 2021 年、2023 年均发布了股权激励计划，吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心人员的积极性，目前第一次员工持股计划已顺利实施完毕。

图表 11：公司多次实施股权激励

时间	计划授予对象及人数	计划授予数量	计划授予价格	公司业绩考核要求
2021	管理层与核心员工共计 40 人	共授予 240 万股，占授予前总股本的 2.31%	5.00 元/股	①2021 年营业收入 4.5 亿元，或净利润 4,200 万元；2022 年营业收入较 2021 年增长 20%，或净利润增长 20%；2023 年营业收入较 2022 年增长 20%，或净利润较增长 20%；②三年累计净利润 1.5 亿元。
2023	管理层与核心员工共计 14 人	共授予 110 万股，占授予前总股本的 0.88%	5.00 元/股	2023 年公司营业收入达到 8 亿元，或净利润达到 6950 万元；2024 年相对于 2023 年的营业收入增长率不低于 15%或净利润增长率不低于 15%；2025 年相对于 2024 年的营业收入增长率不低于 15%或净利润增长率不低于 15%。

资料来源：康比特公告、华源证券研究所

1.3. 销售研发：采取多渠道销售模式，参与起草多项国家及行业标准

➤ 销售：采取多渠道立体营销的销售和服务模式

签约“亚洲飞人”为品牌代言人，同时聘请健身产品和跑步代言人。公司不仅在 2021 年就签约了体育明星“苏炳添”为品牌代言人，为品牌和产品背书；而且聘请了健身健美运动员、运动健身达人等多层次代言人，利用名人效应为公司品牌助力，在全民健身领域确立了领先的品牌优势。

图表 12：公司品牌代言人“苏炳添”



资料来源：康比特官网、华源证券研究所

图表 13：公司部分跑步代言人与健身产品代言人



资料来源：康比特官网、华源证券研究所

合作各类体育赛事触达核心消费人群，同时整合开拓经销商。公司加强整合赛事推广活动，借势 CBBA 健身赛、大学生健身挑战赛、IWF 展会、北京马拉松、武汉马拉松、兰州马拉松、厦门马拉松、七彩云南等赛事展会，2024 年公司合作马拉松、越野等赛事近 470 场次，比 2023 年同期增加约 230 场次，加强与消费者沟通、体验，提升品牌曝光和市场影响力。

通过“线上+线下”、“直营+经销”模式进行销售。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。其中国家队以直营为主，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；针对军需市场，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，公司采取线下直营模式；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。

图表 14：公司根据细分市场特点建设销售渠道

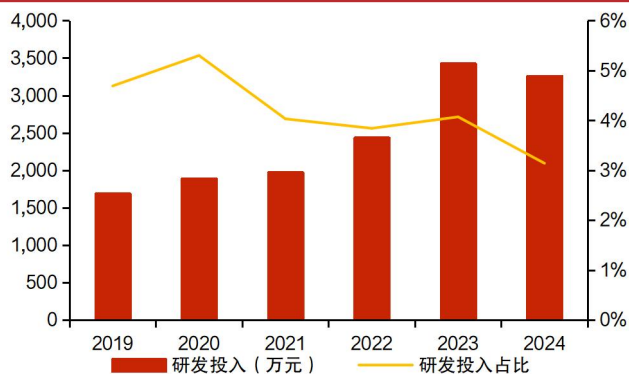
销售模式	模式简介	代表性客户
线上	主要系在第三方平台开设店铺直接向终端消费者销售商品，并提供配送及退换货等服务	淘宝、京东、抖音、拼多多等
直营	主要系为竞技体育客户、军需客户、受托加工客户和偶发性团购客户等提供运动营养、健康营养食品和数字化体育科技服务	国家级或省市级体育运动队、联勤保障部队第五采购服务站、幸福能量公司等
经销	公司将产品以买断式销售给经销商，经销商将产品销售给竞技运动人群和大众健身健康人群	京东自营等 扬州健乐

资料来源：康比特招股说明书、华源证券研究所

研发：坚持自主研发创新，持续增加研发投入

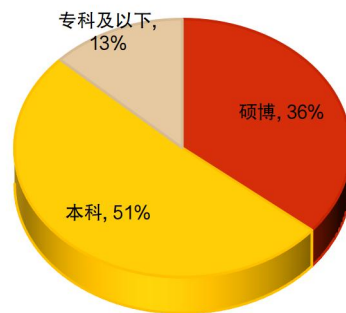
公司始终重视运动营养产品及数字化体育科技服务的研发和创新。公司将研发体系建设视为创新的核心，研发力量和科研能力均处于国内同行业领先水平，在军需产品开发与成果转化方面也具备很强的技术领先性。公司先后参与了 20 多项国家科技部、国家体育总局、中国残疾人体育运动管理中心、北京市科委等省部级课题，并参与起草多项国家及行业标准。2019-2023 年公司研发投入逐年增长。截至 2024 年末，公司拥有授权专利 198 项，其中发明专利 103 项，实用新型专利 60 项，外观专利 35 项。

图表 15：公司近年研发投入整体呈增长趋势



资料来源：康比特公告、华源证券研究所

图表 16：公司 2024 年研发人员中硕、博士占比 36%



资料来源：康比特 2024 年年报、华源证券研究所

1.4. 募投项目：运动营养食品生产项目预计 2026 年 8 月可用

根据公司招股说明书，募投项目中“运动营养食品生产基地建设项目”为液体、软胶囊和凝胶糖果生产线，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。2024 年 10 月公司发公告拟增加该项目的投资规模，总投资由人民币 12,599.57 万元增加至 30,876.85 万元，主要因为近年公司固体剂型、液体剂型产品市场需求快速增加，产能需求相应增加，增加的投资主要用于建设液体生产线、固体制剂生产线，预计 2026 年 8 月达到可使用状态。

图表 17：公司募投资金主要用于运动营养食品生产基地建设

序号	募集资金用途	调整后募集资金计划 投资总额（万元）	募集资金 累计投入进度	项目达到预定 可使用状态日期
1	运动营养食品生产基地建设项目	10000.00	19.4%	2026 年 8 月
2	品牌建设推广项目	3838.94	101.68%	已结项
合计		13838.94		

资料来源：康比特公告、华源证券研究所 注：累计投入进度截至 2024 年度

2. 思考二：长坡厚雪的运动营养赛道，公司如何建立自身优势？

2.1. 行业赛道：2015-2024 年中国运动营养食品规模 CAGR23%

根据我国发布的《食品安全国家标准运动营养食品通则》，运动营养食品具体定义是为满足运动人群（指每周参加体育锻炼3次及以上、每次持续时间30分钟及以上、每次运动强度达到中等及以上的人群）的生理代谢状态、运动能力及对某些营养成分的特殊需求专门加工的食品。运动营养品是日常膳食的一种补充，有些种类也可以作为伤病的辅助治疗用品。运动营养品应用最广泛的是在健美和力量举项目中，而在其它项目中，运动营养品的优点也正被人们逐渐认识到。

图表 18：运动营养品按特殊营养素可分为补充能量类、控制能量类等

分类		主要特征	主要产品类型
按特殊 营养素	补充能量类	以碳水化合物为主要成分，能够快速或持续提供能量	食用葡萄糖粉、能量胶、运动(固体)饮料等
	控制能量类	满足控制体重需求，包括促进能量代谢和能量代替	代餐粉、蛋白奶昔、谷物等
	补充蛋白类	以蛋白或蛋白水解物为主要成分，满足机体组织生长和修复需求	蛋白粉、支链氨基酸肽、谷氨酰胺肽
按照运 动项目	速度力量类	以肌酸为主要成分，适用于无氧运动练习人群	一水肌酸、谷氨酰胺等
	耐力类	以维生素 B1 和维生素 B2 为主要成分，适用于有氧运动练习人群	运动(固体)饮料等
	运动后恢复类	以肽类为主要成分，适用于中高强度运动后恢复人群	支链氨基酸肽、谷氨酰胺等

资料来源：中国营养保健食品协会、解数咨询、华源证券研究所

国外运动营养食品发展起步较早，根据欧睿国际数据，全球运动营养食品市场规模由2015年的138亿美元增长到2024年的306亿美元，复合年均增长率达到9.2%，预计到2025年全球运动营养食品市场规模将达到335亿美元。我国运动营养食品市场呈现厚积薄发的态势，从最初的专业运动员到热爱体育的健美健身人群，再到崇尚健康生活方式的普通人群，运动营养食品消费群体随着大众对运动营养食品认可度的提升而变得更加广泛。随着大众体育的兴起和人们健康意识的改善，越来越多的运动人群开始食用运动营养食品，为身体提供充足的能量并增强体质。根据欧睿国际数据，2015-2024年中国运动营养食品市场规模复合年均增长率高达22.7%，预计2025年中国运动营养食品市场规模可达68亿元，2025-2027年的复合增速仍可达到7.2%。

图表 19：预计 2025 年全球运动营养食品规模达 335 亿美元



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

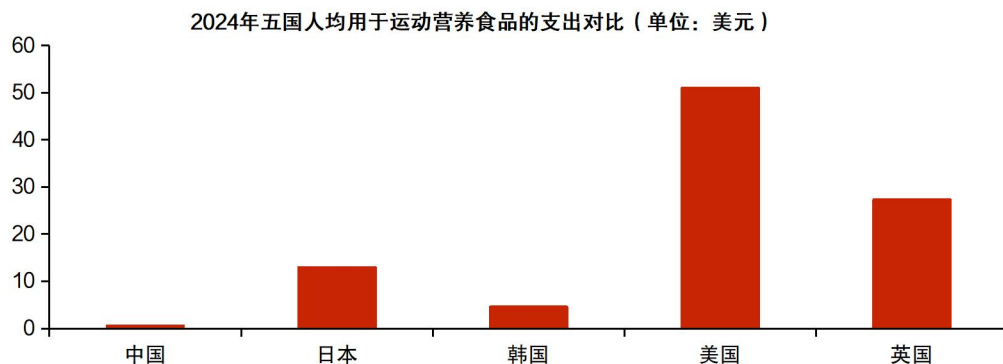
图表 20：预计 2025 年中国运动营养食品规模达 68 亿元



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

我国运动营养行业渗透率和人均支出较低，未来提升潜力大。参考康比特招股说明书，运动营养食品行业经过几十年的发展，各地区的行业渗透率有所提升，但仍存在较大差异，北美市场渗透率已处于较高水平，而亚洲市场特别是国内市场仍处于较低水平。根据欧睿国际数据，2024 年中国运动营养食品人均支出仅 0.62 美元，相比美国 50.96 美元仍有很大市场提升空间。

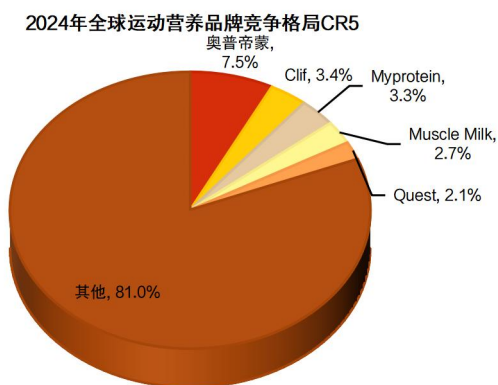
图表 21：2024 年中国运动营养食品人均支出仅 0.62 美元，相比美国有较大提升空间



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

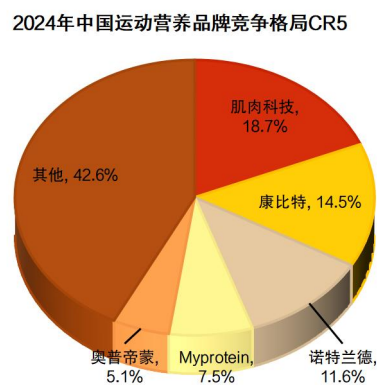
从竞争格局来看，中国的运动营养食品市场集中度相比全球更高。参考康比特招股说明书，20 世纪 90 年代初，一些健美爱好者从国外带回部分具有增强肌肉效果的运动营养补剂，德国英豪（Inkospor）最早被引入国内。21 世纪初，国外的奥普特蒙（Optimum）、健安喜（GNC）进入中国，国内的本土企业康比特等成立。肌肉科技（Muscletech，已被西王食品部分收购）、BSN、THG 旗下的 Myprotein 等国外品牌也逐步进入国内健身市场。根据欧睿国际数据，2024 年前五大中国运动营养品牌市占率 57.4%，竞争格局优于全球市场。近年来，随着国内厂商对外资品牌的不断兼并和收购，中国的运动营养食品市场前十的销售中，大部分零售收入来自国内厂商。

图表 22：全球运动营养品牌分散，2024 年 CR5 占比 19.0%



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

图表 23：2024 年中国运动营养品牌 CR5 为 57.4%



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

从国家政策来看，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。近年，国家部署实施健康中国战略，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。2024 年下半年以来，国家消费促进措施持续加码，且健康类、体育类的消费是政策重点支持的方向。

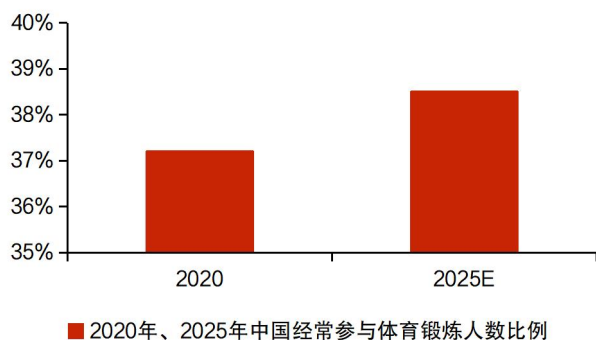
图表 24：国家政策高度重视全民健康和体重管理

政策名称	发布时间	发布单位	政策要点
《健康中国行动（2019-2030 年）》	2019 年	健康中国行动推进委员会	建立健全健康教育体系，引导群众建立正确健康观，形成有利于健康的生活方式、生态环境和社会环境，促进以治病为中心向以健康为中心转变，提高人民健康水平。
《全民健身计划（2021-2025 年）》	2021 年	国务院	到 2025 年，全民健身公共服务体系更加完善，人民群众体育健身更加便利，健身热情进一步提高，各运动项目参与人数持续提升，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，县（市、区）、乡镇（街道）、行政村（社区）三级公共健身设施和社区 15 分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员 2.16 名，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。
《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》	2022 年	中共中央办公厅、国务院	到 2025 年，更高水平的全民健身公共服务体系基本建立，人均体育场地面积达到 2.6 平方米，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%。到 2035 年，与社会主义现代化国家相适应的全民健身公共服务体系全面建立，经常参加体育锻炼人数比例达 45% 以上，体育健身和运动休闲成为普遍生活方式，人民身体素养和健康水平居于世界前列。
《关于开展全民健康素养提升三年行动（2024-2027 年）的通知》	2024 年	国家卫生健康委办公厅、国家中医药局综合司、国家疾控局综合司	为落实“健康第一责任人”理念，该方案旨在推动全民健康素养水平每年提升约 2 个百分点。核心措施包括：加大优质科普内容供给，严厉打击网络健康谣言，激励医务人员参与健康教育，并通过设立“健康素养宣传月”等活动广泛动员全社会参与。
《体重管理指导原则（2024 年版）》	2024 年	国家卫生健康委办公厅	对体重的分类标准、体重管理相关评估、超重肥胖的干预和治疗、健康体重的管理与维持、特殊人群的体重管理、规范化体重管理流程等方面做出了规定，为医疗卫生人员科学开展体重管理工作提供了指导。

资料来源：康比特招股说明书、康比特公告、华源证券研究所

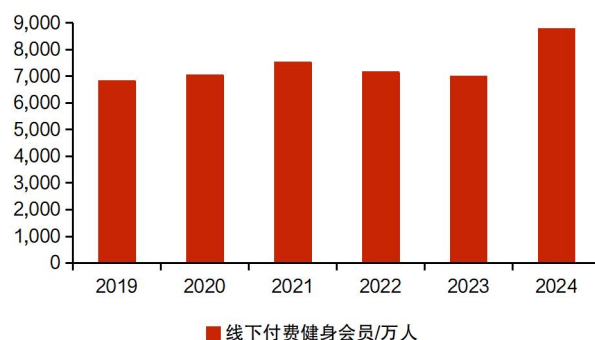
随着全民健身战略深入实施，人民群众通过健身促进健康的热情日益高涨。参考国务院、前瞻产业研究院信息，截至 2020 年底，经常参加体育锻炼人数比例达到 37.2%。国家《全民健身计划(2021-2025 年)》规划，到 2025 年经常参加体育锻炼人数比例或将达到 38.5%。我们认为目前线下付费健身会员更有可能成为运动营养食品核心消费者，参考历年《中国健身行业数据报告》，2024 年中国健身会员数量达到 8752.5 万，同比增加了 1777.5 万，增幅为 25.5%，2019-2024 年复合增速为 5.1%。

图表 25：经常参加体育锻炼人数比例有望增长



资料来源：国务院、前瞻产业研究院、华源证券研究所

图表 26：2024 年线下付费健身会员数量同比+25.5%

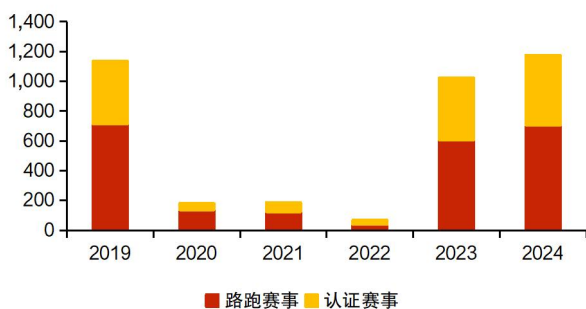


资料来源：2019-2024 年《中国健身行业数据报告》、华源证券研究所

专业体育赛事数量和规模近年来不断扩大。根据《2024 中国路跑赛事蓝皮书》数据，2024 年全国范围内共举办路跑赛事 749 场，总赛事规模为 704.86 万人次。其中认证赛事规模为 471.56 万人次，与 2023 年的 418.42 万人次相比有所提升。根据《2024 年中国自行车行业调查报告》数据，2024 年自行车赛事数量快速增长，仅中国自行车运动协会全年参与主办、承办或指导的自行车各级各类赛事，就多达 171 场，规模远超 2023 年的 44 场赛事，也超过年初公布的 84 场赛事预期。

图表 27：2024 年路跑赛事总规模人次同比增长

2019-2024 年路跑赛事规模（单位：万人次）



资料来源：果动科技，《2024 中国路跑赛事蓝皮书》、华源证券研究所

图表 28：2024 年自行车各类赛事数量

赛事项目类型	数量/场
公路自行车赛	115
山地自行车赛	20
自由式小轮车赛	11
竞速小轮车赛	8
场地自行车赛	7
泵道自行车赛	7
儿童滑步车赛	3

资料来源：《2024 年中国自行车行业调查报告》、华源证券研究所

我们认为运动营养食品的核心用户群体可分为三类：

1) 注册运动员：以足球、网球、排球为例，2024 年注册球员人数分别约为 54 万人、6313 人、1.2 万人；2) 核心健身人群：根据《2024 年中国健身行业数据报告》，全国付费健身会员数量约 8753 万人，根据艾媒咨询，每天健身消费者的比例为 9.54%，我们假设核心健身人群约 800 万人；3) 耐力运动爱好者：以马拉松为代表，根据《2024 中国路跑赛事蓝皮书》数据，认证赛事规模为 472 万人次。

综上，我们测算目前核心用户群体数量约 1000 万人，根据欧睿国际数据，2024 年运动营养食品市场规模约为 62.7 亿元，则核心用户群体人均支出约 627 元/年。

蛋白粉、肌酸和支链氨基酸为健身人群常见补剂，以康比特产品的建议摄入量 and 产品价格为例测算，理论上核心健身人群每年人均消费可达 5500 元，若暂时不考虑肌酸和支链氨基酸，且假设核心健身人群每 3 天吃一次蛋白粉，人均消费也可达 1000 元/年，而目前核心用户群体人均支出仅为 627 元/年，故我们认为人均消费未来提升空间较大。

图表 29：理论上核心健身人群年人均消费可高达 5000 元

运动营养补剂	摄入量	单价（元/g）	人均消费（元/年）
蛋白粉	30g/d	0.28	3042
锌镁肌酸	3-6g/d（取 4.5g 计算）	0.66	1084
锌镁支链氨基酸肽	6g/d	0.66	1442
合计	-	-	5567

资料来源：康比特天猫旗舰店、华源证券研究所测算

我们认为未来中国运动营养食品市场有望量价齐升：随着健身和运动人群逐渐增多，大家对营养补剂的认知越来越充分，假设核心用户群体每年增长 4%，则到 2034 年可达到 1480 万人，人均消费从 2024 年的 627 元/年提升至 1000 元/年，对应市场规模从 2024 年的 62.7 亿元增长至 148 亿元，中期来看市场规模预计还有翻倍空间。

图表 30：我们预计到 2034 年中国运动营养食品市场规模接近 150 亿元

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
核心消费人群（万人）	1000	1040	1082	1125	1170	1217	1265	1316	1369	1423	1480
yoy		4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
人均消费（元/年）	627	657	689	722	756	793	831	871	912	956	1000
yoy		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
市场空间（亿元）	62.7	68.3	74.5	81.2	88.5	96.4	105.1	114.6	124.9	136.1	148.0
yoy		9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%

资料来源：龙狮体育、《2024 年中国健身行业数据报告》、《2024 中国路跑赛事蓝皮书》等、华源证券研究所测算

2.2. 核心单品：夯实产品+更强渠道双线驱动蛋白增肌市场高增

➤ 乳清蛋白基本概念：

参考前瞻产业研究院的信息，蛋白粉及品类相关制品，可主要分为动物蛋白粉和植物蛋白粉，乳清蛋白是品类最核心的细分类目，属于动物蛋白粉的一种。在全球运动营养品市场中，粉剂（蛋白粉）依然是占比较大的运动营养产品形态，也是最核心的产品形态。参考艾瑞咨询《乳清蛋白深度解析》，乳清蛋白可以帮助消费者增肌塑形、提升耐力、加速恢复，特别是在帮助增肌这方面，乳清蛋白比常见的植物蛋白、动物蛋白效果更突出。

图表 31：乳清蛋白是蛋白粉的核心细分类目

一级分类	二级分类	三级分类	说明
动物蛋白粉	乳清蛋白粉	• 来源于鱼类、禽类、畜类的肉/蛋/奶等	
		酪蛋白粉	• 牛奶中 80% 的蛋白质都是酪蛋白
		• 综合性能好，纯度高，吸收率高，氨基酸组成合理，口感好	
		浓缩乳清蛋白粉	通过超滤技术过滤乳清中的蛋白质，随后干燥而成的，蛋白质含量较低（约 80% 以下），价格较低
		分离乳清蛋白粉	在浓缩基础上进一步提纯，蛋白质含量高（90% 以上），价格是浓缩的 2-3 倍
植物蛋白粉		水解乳清蛋白粉	分离乳清蛋白水解产物，吸收效率更高，致敏性降低，价格是分离的 1-2 倍
		• 来源于植物，例如坚果、豆类、谷类食物，以米面和豆类为主	
		大豆蛋白粉	蛋白质含量 40%-50%，是谷类食物的 4-5 倍
		豌豆蛋白粉	蛋白质含量约为 20%
		小麦蛋白粉	蛋白质含量 8%-16% 之间

资料来源：前瞻产业研究院、华源证券研究所

➤ 公司产品：

参考久谦中台数据，公司核心产品乳清蛋白销售额在电商平台市占率不断提升，2024 年位列第一，并且 2025 年延续增长态势。公司及时抓住线上销售模式的变革方向与行业风口，积极布局传统电商和新兴营销平台，2024 年乳清蛋白产品销售额电商平台市占率快速提高，高达 13.4%。

图表 32：2024 年康比特销售额位列乳清蛋白产品电商平台（天猫、抖音、京东）第一

	2021	2022	2023	2024	2025M1-M4
康比特 Cpt	4.4%	5.9%	7.7%	13.4%	13.5%
汤臣倍健 By-health	19.0%	16.3%	16.0%	12.9%	11.0%
斯维诗 Swisse	4.3%	6.9%	8.4%	6.2%	8.3%
奥普帝蒙 On	6.4%	4.8%	3.1%	7.1%	7.1%
Foyes	-	-	-	1.4%	7.0%
赛霸 Cpt King	0.1%	3.2%	6.3%	5.4%	5.0%
康恩贝 Conba	0.9%	1.0%	2.3%	4.2%	4.0%
纽特舒玛 Nutrasumma	0.6%	0.9%	1.7%	3.5%	3.7%
Myprotein	5.5%	5.6%	4.1%	4.4%	3.1%
京东京造	-	0.3%	1.7%	2.4%	2.7%

资料来源：久谦中台、华源证券研究所

公司产品有分离乳清蛋白、乳清蛋白和增肌粉等，对应不同蛋白质含量和能量，脂肪含量较低。价格定位相较于国际品牌较低，比国内竞争对手略高。

图表 33：市场主要品牌乳清蛋白产品对比

品牌	产品名	每 100g 含 能量/KJ	每 100g 含 蛋白质含量/g	每 100g 含脂肪/g	蛋白质单 价（元/g）
康比特	分离乳清蛋白	1578	88	0.6	0.36
	乳清蛋白	1532	75	0.5	0.29
	MASS 增肌粉（乳清蛋白、分离乳清蛋白）	1650	25	2.6	0.50
奥普 帝蒙	金标乳清蛋白	1595	78.9	2.3	0.32
	金标分离乳清蛋白粉	1484	80.6	1.6	0.42
	MASS 增肌粉（乳清蛋白）	1568	14.9	0.8	0.80
肌肉 科技	复合蛋白粉（乳清蛋白，分离乳清蛋白、水解乳清蛋白）	1605	28	3	0.52
	高性能增肌粉 （乳清蛋白，分离乳清蛋白、水解乳清蛋白、α-乳白蛋白）	1627	28.4	3.3	0.44
	乳清蛋白粉	1544	70.6	4.7	0.47
赛霸	Z-WHEY 乳清蛋白粉	1597	73.4	3.6	0.28
	Z-ISO 分离乳清蛋白粉	1502	84	0.2	0.33
	Z-MASS 益生菌复合乳清	1571	22	1.3	0.40
	MASS 复合增肌粉（分离乳清蛋白）	1552	23.5	0.1	0.75
Foyes	乳清蛋白粉	1526	75	2.6	0.30
	分离乳清蛋白粉	1566	90	0.2	0.44
	复合乳清蛋白粉（乳清蛋白，分离乳清蛋白、水解乳清蛋白）	1596	23	0.9	0.57
诺特 兰德	乳清蛋白粉	1513	74.3	4	0.22
	分离乳清蛋白粉	1481	80.2	0.2	0.30
	蛋白运动营养粉 （乳清蛋白，分离乳清蛋白、水解乳清蛋白，牛初乳粉）	1350	40	2.2	0.53
My protein	浓缩乳清蛋白	1613	75	6.3	0.20
	分离乳清蛋白	1537	86	0.9	0.23
	增肌粉（乳清蛋白）	1591	33	5.8	0.31
	透明水解乳清蛋白	1448	83	1	0.31

资料来源：各品牌淘宝旗舰店、华源证券研究所 注：取 2025/5/27 数据

康比特 2024 年蛋白增肌类产品收入 52,912.4 万元，同比增长 72.64%。高增长得益于公司 1) 产品优势：持续夯实乳清蛋白爆品矩阵，进行精准营养递送关键技术及靶向健康食品制造产业化概念验证研究，通过创新研发推出更高品质的 CPT pro 专研营养配方乳清蛋白，突破蛋白吸收率瓶颈，提升肌肉合成效率。2) 营销和渠道优势：线上全域拉通传统电商和新媒体渠道，不断加大热门平台种草力度，强化爆品卖点和品质认知；线下覆盖各地健身门店并布局线下商超渠道，借助健身赛事和展会加强消费者深度体验沟通。

图表 34：差异化专研配方，建立产品壁垒



资料来源：康比特公众号、华源证券研究所

图表 35：全域深化营销，触达亿级消费圈层

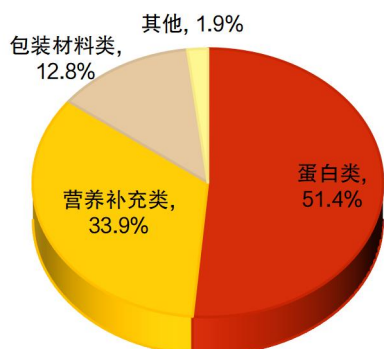


资料来源：康比特公众号、华源证券研究所

➤ 原材料分析：

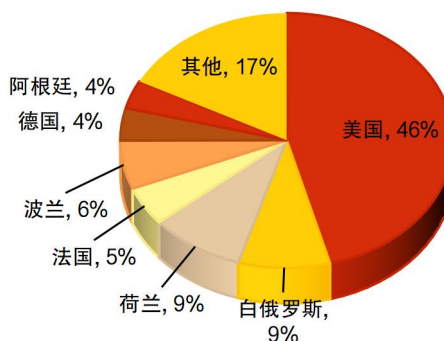
康比特原材料主要由蛋白类、营养补充类和包装材料类等构成。根据康比特招股说明书，2022H1 其主要原材料金额为蛋白类，占原材料（金额）比重为 51.4%，其中蛋白类主要包括乳清蛋白、分离乳清蛋白等，营养补充类主要有糖类、左旋肉碱、肌酸和维生素等。公司主要进口原材料为乳清蛋白，产地包括美国、加拿大、欧洲和澳大利亚等。根据中国海关总署数据，按进口数量计算，我国 2024 年进口乳清蛋白粉有 46% 来自于美国。

图表 36：2022H1 公司主要原材料（金额占比）是蛋白类



资料来源：康比特招股说明书、华源证券研究所

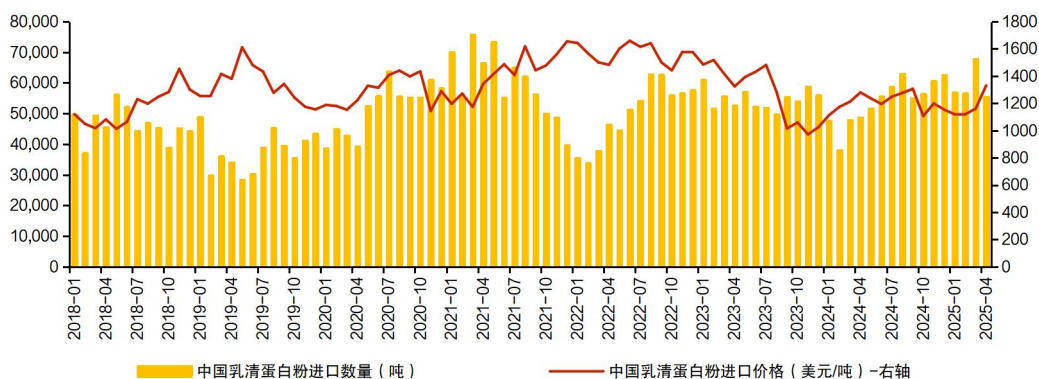
图表 37：2024 年我国乳清蛋白粉数量有 46% 进口于美国



资料来源：钢联数据、中国海关总署、华源证券研究所

根据银河路 Milkyway 公众号，欧洲浓缩乳清蛋白价格在 2025Q1 微涨，欧洲库存量较低，买家尚未全部完成二季度的购买，而许多生产商已经售出了二季度产量的很大一部分，造成了供需的不平衡，导致价格上涨。美国浓缩乳清蛋白价格在 2025Q1 呈现高位调整，由于浓缩乳清蛋白和分离乳清蛋白之间较大的溢价，生产商更倾向于生产后者，造成美国浓缩乳清蛋白产量同比下降。叠加关税贸易政策扰动，中国进口乳清蛋白粉价格自 2025 年以来持续上涨，目前欧美乳清蛋白粉供需缺口未见缓和，短期供应紧张价格或难以下跌。

图表 38：2025 年以来进口乳清蛋白粉价格呈上行趋势



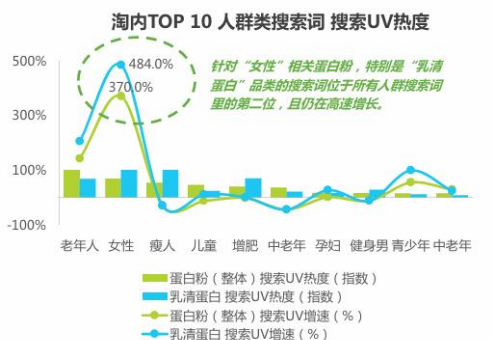
资料来源：钢联数据、中国海关总署、华源证券研究所

➤ 未来发展趋势：

乳清蛋白未来或将向大众化方向发展，女性消费群体值得重视。根据弗若斯特沙利文大中华区合伙人在“第一届全球乳蛋白论坛”的演讲，近期美国市场乳清蛋白消费有激增现象，这一趋势可能与减肥药物司美格鲁肽的热潮存在较强关联，乳清蛋白消费场景或在增加。根据艾瑞咨询发布的《蛋白粉：乳清蛋白消费趋势报告》，在淘宝天猫站内蛋白粉/乳清蛋白品类人群热搜词中，“女性”有极高的热搜度和最高的搜索增长率，却在搜索后有高于平均的流失率，或说明此需求尚未被满足，有较大潜力。并且女性乳清蛋白购买者除了基础的“运动”需求以外，也为助力身材管理、全面系统性增强体质等综合诉求购买产品；不只为自用购买，不少人也承担着全家“健康管家”的职能，为亲友们的健康考虑购买产品。

康比特正积极拓展蛋白产品品类，推出女士蛋白粉以及增强免疫力、属于保健食品的蛋白粉。公司还进行棒类产品工艺创新，创新开发 CPT fit 双层蛋白棒与乳清蛋白棒，为拓展蛋白消费人群，提升蛋白产品的市场覆盖率和竞争力进行布局，我们看好公司在优势领域从专业人群拓展至大众群体的潜力。

图表 39：针对“女性”相关蛋白搜索词热度快速增长



资料来源：《蛋白粉：乳清蛋白消费趋势报告》艾瑞咨询、华源证券研究所 注：数据获取时间 2022.7

图表 40：女性购买者或有更多元化的乳清蛋白需求

自用需求：综合、多元、科学的营养补充
助力身材管理： ✓ 减脂减重/助力穿衣自由：“又到瘦身季，夏天一个鸡胸的季节，快速补充下蛋白质”； ✓ 帮助产后身材恢复：“生完宝宝以后，身材一直臃肿，瘦不下来。朋友介绍了这款乳清蛋白粉，最近刚好在健身减肥……” 全面增强体质： ✓ 日常增强免疫力：“对免疫力提高确实有帮助，一直当成办公室的下午茶在喝”； ✓ 补充蛋白质/提高代谢：“搭配简醇（酸奶）很好喝，在公司上班伙食有点差没有足够的蛋白质摄入，听说喝蛋白粉可以补充一点，感觉代谢提高了”； ✓ 应对加班熬夜：“加班熬夜，饮食作息也不规律，在爱人督促下每天喝一杯蛋白粉”； ✓ 备孕补给需求：“试管促排期间吃的，补充蛋白很好”； ✓ 孕期补给需求：“从怀孕开始就一直在喝蛋白粉”； ✓ 术后营养支持：“我是术后用的，挺好吃的，没有传说中的腥味~” 其他补充需求： ✓ 饱腹代餐产品：“蛋白粉基本被我拿来当代餐了，没时间吃饭就喝个蛋白粉饱腹”

资料来源：《蛋白粉：乳清蛋白消费趋势报告》艾瑞咨询、华源证券研究所 注：评论来自淘宝“乳清蛋白”货品评论区、微博、小红书等社交媒体消费者原话，获取时间 2022.7

2.3. 核心爆品：聚焦能量胶产品，24 年增长 95%优化爆品矩阵

康比特 2024 年实现能量胶收入 3,879.08 万元，同比增长 48.64%；能量胶矩阵产品收入 5,125.37 万元，同比增长 94.52%。高增长得益于公司 1) 产品优势：聚集能量胶战略单品，优化能量胶爆品矩阵，进行配方升级、卖点升级，创新开发 7 重能量胶；针对跑者能量补给的痛点，臻选优质蜂蜜和进口白西柚汁，优化产品口味口感，建立高支链环糊精组合物及应用方法核心专利，选择快糖与慢糖复配组合供能，提升能量供给的同时，使能量供给更精准更稳定更持久。2) 营销和渠道优势：线下以赛事 IP 深度绑定跑者并进行营销，构建线下立体化触达体系，强化跑者品牌认知，赋能经销商提升动销；线上通过抖音、小红书和跑步类公众号等营销平台，进行能量胶市场教育和卖点解读。

图表 41：抓住多元化需求，延伸产品使用场景



资料来源：康比特公众号、华源证券研究所

图表 42：借势赛事 IP，与跑者深度绑定



资料来源：康比特公众号、华源证券研究所

能量补充是运动的刚需，能量胶是国际上流行的便捷补充方式，适用于跑步、骑行、爬山等户外运动。康比特能量胶产品自 2001 年起已相伴中国跑者二十余年，从前期探索到初创，再到近几年加速迭代升级，才有了如今爆品的出现，正式进入创新 5.0 时代。

图表 43：公司能量胶产品持续迭代升级，现已进入 5.0 时代



资料来源：康比特公众号、华源证券研究所

康比特打包推出全马套餐，不断优化能量胶产品矩阵。公司将能量胶（能量补充）、盐丸（电解质补充）、酸轻片（运动酸痛缓解）产品打包推出全马套餐，让跑者更方便使用同时做到精准补给。能量胶产品从基础版到精英版，对应相应的目标人群和运动场景，既彰显专业性又可以辐射大众消费市场。与同类竞品相比，康比特能量胶的能量供应、快慢糖数量以及额外添加营养物质较优，价格定位介于进口品牌和其他国产品牌之间。

图表 44：康比特设计的全马套餐



资料来源：康比特淘宝官方旗舰店、华源证券研究所

图表 45：能量胶产品覆盖大众/资深/精英跑者

	基础版	7重版	高配版	精英版
口味	金银花薄荷味 红糖姜茶味	蜂蜜柚子味 冰糖葫芦味	青柠味	轻橙咖啡 蜂蜜柚子味
净含量	45g/支	45g/支	40g/支	45g/支
碳水含量	13.5g	22.5g	30.2g	32.8g
能量值	230KJ	382.5KJ	513.6KJ	557.1KJ
单位热量	55Kcal	91Kcal	122.75Kcal	133Kcal
电解质	钾镁氯 105.3mg	钾镁氯 105.3mg	钾钙镁氯 127.2mg	(蜂蜜柚子味) 钠钾钙镁氯 277mg
特色成份	无	D-核糖 202.5mg/袋	牛磺酸 16mg/袋	500MG人参+亮芝 牛磺酸 D-核糖 (轻橙咖啡味)咖啡因
适合人群	大众跑者	大众&资深跑者	资深跑者	精英跑者
跑步场景	3-5km轻松跑 日常训练	日常训练、5-10Km健康跑 半马、全马、30-50Km越野跑	全马 50-100km越野跑	全马 50-100km越野跑
其他场景	跳舞、轮滑	日常训练、比赛、马拉松	骑行、铁三、徒步、登山 (依康康康康康)	

资料来源：康比特淘宝官方旗舰店、华源证券研究所

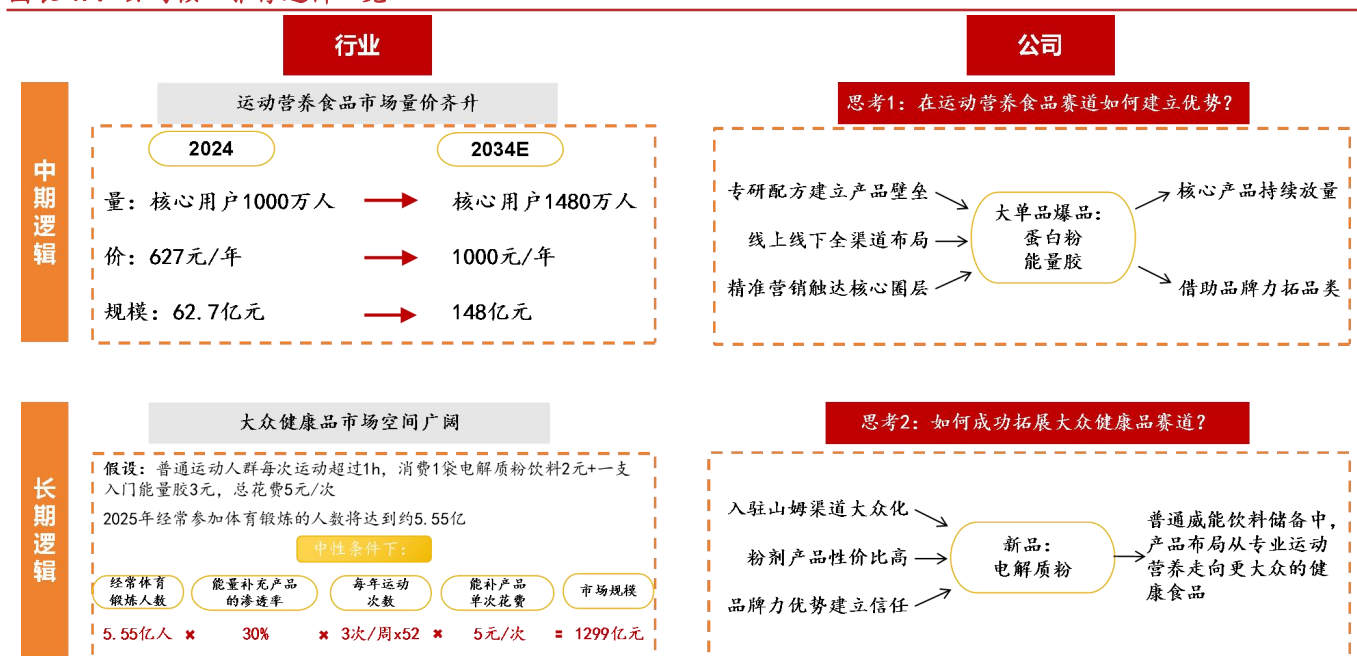
图表 46：康比特能量胶价格相较于进口品牌便宜，但高于国产品牌

品牌	产品系列	单价 (元/支)	规格/ 支	能量/ 支	碳水 化合 物/支	快糖	慢糖	电解质	其他营养物质
康比特	入门能量胶	3.1	45g	230KJ	13.5g	麦芽糊精	无	钠	维 C、左旋肉碱
	七重能量胶	5.7	45g	383KJ	22.5g	麦芽糊精、葡萄糖、果葡糖浆	低聚麦芽糖、异麦芽酮糖	钠、钾、镁、锌	维 C、核糖、胶原蛋白、肽类
	精英版能量胶	10.7	45g	557KJ	32.4g	麦芽糊精、葡萄糖、结晶果糖	低聚麦芽糖、异麦芽酮糖	钠、钾、镁、钙	d-核糖、人参粉、灵芝浓缩粉、牛磺酸
SiS	Go 能量胶	8.7	66g	405KJ	23.8g	麦芽糖糊精	果葡糖浆	钠	无
	Beta Fuel 竞赛胶	14.8	66g	741KJ	39.6g	麦芽糖糊精	果葡糖浆	钠	无
迈胜	续航机能胶	5.7	40g	420KJ	24.8g	葡萄糖、结晶果糖、麦芽糊精	无	钠、钙	无
诺特兰德	能量胶	2.7	45g	452KJ	-	葡萄糖、结晶果糖、麦芽糊精	异麦芽酮糖	钠	牛磺酸、维 B1、维 B2
Keep	电解质能量胶	3.0	55g	333KJ	23.9g	葡萄糖、结晶果糖	无	钠、钾、镁	维 B

资料来源：各品牌淘宝官方旗舰店、华源证券研究所 注：取 2025/5/28 数据

整体总结：在运动营养品行业，我们认为市场未来量价齐升，规模有望从 2024 年 62.7 亿元增长至 2034 年 148 亿元，而公司产品蛋白粉+能量胶在产品力上有差异化优势，成熟的线上线下渠道推广模式以及精准营销，持续放量确定性较高，同时借助已有品牌力可以继续拓展品类。在大众健康品赛道，公司电解质粉成功进入山姆渠道，普通威能运动饮料也在储备中，而功能饮料市场空间广阔，据观潮新消费公众号数据，电解质水预计 2025 年规模将达到 180 亿元，若能从专业运动营养领域走向更大众的健康品市场，公司或将进一步提高发展上限。

图表 47：公司核心推荐逻辑一览



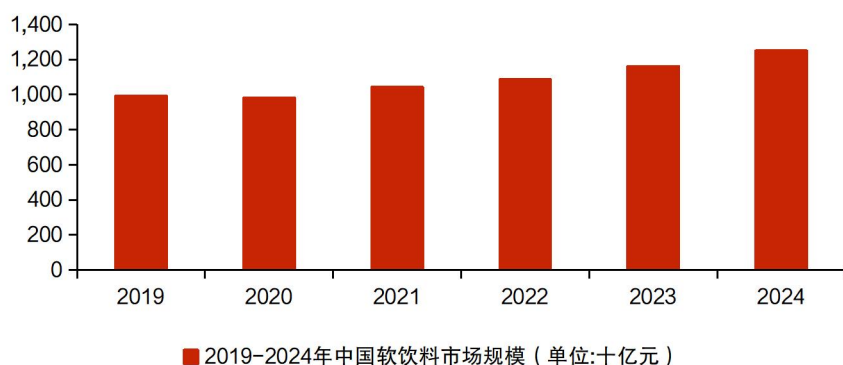
资料来源：康比特天猫旗舰店、龙狮体育、《2024 年中国健身行业数据报告》、《2024 中国路跑赛事蓝皮书》、商启咨询等、华源证券研究所

3. 思考三：竞技运动人群卡位优势，如何成功拓展大众健康品赛道？

3.1. 行业：功能饮料 2019–2024 年规模 CAGR 达 8%，电解质饮料长尾市场空间广阔

中国是全球第二大的软饮市场，根据弗若斯特沙利文、勤策消费研究院数据，2024 年中国软饮行业市场规模为人民币 12,502 亿元，占全球软饮市场约 12.7%。受居民人均可支配收入增长、品类延展、销售渠道细化、消费者健康意识增强等因素驱动，中国软饮市场持续增长，2019 年至 2024 年市场规模复合增长率为 4.7%。

图表 48：2019 年至 2024 年中国软饮行业市场规模复合增长率为 4.7%



资料来源：弗若斯特沙利文、勤策消费研究院、华源证券研究所

功能饮料领跑中国软饮市场结构性增长。参考国家统计局、勤策消费研究院信息，软饮的核心品类包括功能饮料、茶饮料、果汁类饮料、包装饮用水、咖啡饮料、碳酸饮料、蛋白饮料及其他。软饮已逐渐成为日常消费产品之一。随着经济的发展，市场或呈稳定增长。其中，功能饮料是中国软饮行业中增长较快的细分品类。2019 年功能饮料按销售额计市场规模为 1119 亿元，2024 年已增长至 1665 亿元，2019–2024 年复合增长率达 8.3%。

图表 49：2024 年功能饮料销售额计市场规模达 1665 亿元（下表为占比情况）

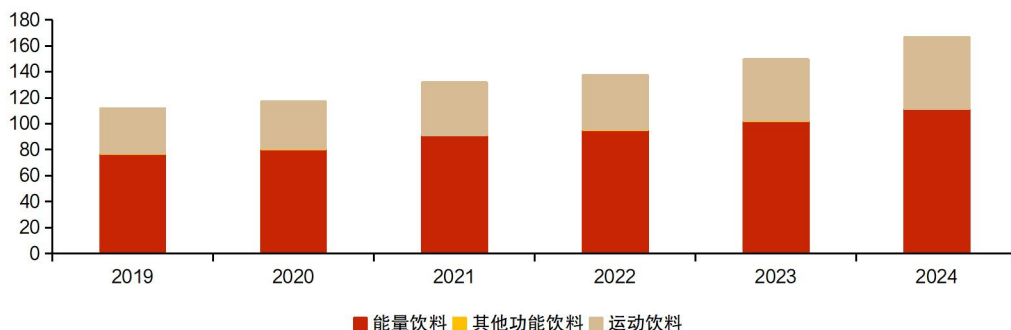
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
功能饮料	11.3%	11.9%	12.6%	12.7%	12.9%	13.3%
茶饮料	14.9%	14.9%	14.6%	14.9%	15.2%	15.5%
果汁类饮料	14.5%	13.9%	13.6%	13.5%	13.7%	13.8%
包装饮用水	20.3%	20.8%	21.1%	21.2%	21.4%	21.5%
咖啡饮料	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
碳酸饮料	8.9%	9.2%	9.2%	9.3%	9.1%	9.0%
蛋白饮料	14.9%	14.4%	14.5%	14.0%	13.6%	13.2%
其他饮料	13.9%	13.5%	13.0%	12.9%	12.6%	12.3%

资料来源：国家统计局、勤策消费研究院、华源证券研究所

随着生活节奏加快，消费者健康意识增强，人们对具有能量补给、营养元素补充等特定功能的饮料产品的需求持续增长。根据弗若斯特沙利文、国家统计局等数据，能量饮料是中国功能饮料行业中规模最大的细分品类，2024 年以 1114 亿元的零售额占整体功能饮料销售

市场零售额的 66.9%；运动饮料是中国功能饮料行业中增长最快的细分品类，2024 年运动饮料市场以人民币 547 亿元零售额占整体功能饮料市场零售额的 32.8%。

图表 50：2024 年能量饮料零售额占功能饮料市场零售额 66.9%（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、国家统计局、勤策消费研究院、华源证券研究所

参考勤策消费研究院信息，中国功能型饮料行业前五大公司分别为东鹏饮料、华彬集团、农夫山泉、达能集团和达利集团（以 2024 年销量计）。其中，东鹏饮料代表产品为东鹏特饮，2022-2024 年销量复合增长率最高（41.9%）；其次是达利集团，2022-2024 年销量复合增长率达 27.5%。

图表 51：东鹏饮料 2022-2024 年销量 CAGR 为 41.9%

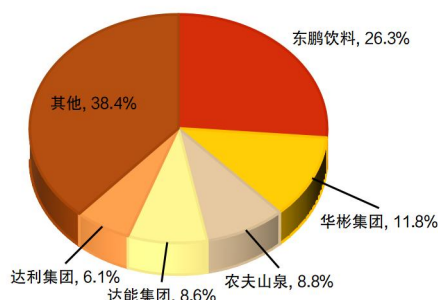
排名	公司	2022-2024 销量 CAGR	代表产品
1	东鹏饮料	41.9%	东鹏特饮
2	华彬集团	3.9%	华彬红牛
3	农夫山泉	12.6%	尖叫
4	达能集团	2.7%	脉动
5	达利集团	27.5%	乐虎

资料来源：各企业公告、勤策消费研究院、华源证券研究所

参考勤策消费研究院信息,功能型饮料行业按销量计前五企业(东鹏 26.3%+华彬 11.8%+农夫山泉 8.8%+达能 8.6%+达利 6.1%) 合计份额 61.6%, 而"其他"品牌占比达 38.4%, 反映市场仍处于分散竞争阶段。2024 年,东鹏饮料以 26.3%的销量份额位居榜首,其核心优势在于下沉市场渗透(三线及以下城市终端网点超 360 万家)与外包装策略(1L 装产品占比超 40%),精准覆盖长途驾驶、工地劳动等即时消费场景。

图表 52: 2024 年东鹏饮料以 26.3%的份额位居功能饮料市场榜首

2024年中国功能饮料按销量计CR5市场份额



资料来源: 各企业公告、勤策消费研究院、华源证券研究所

参考观研天下数据中心信息,电解质水归属于功能饮料中的运动饮料细分赛道,核心诉求为运动补水,通过提升电解质含量促进细胞快速吸收水分,突出补水功能,虽然消费黏性或弱于能量饮料,但胜在潜在消费场景更广。

图表 53: 功能饮料可分为运动饮料、营养素饮料、能量饮料

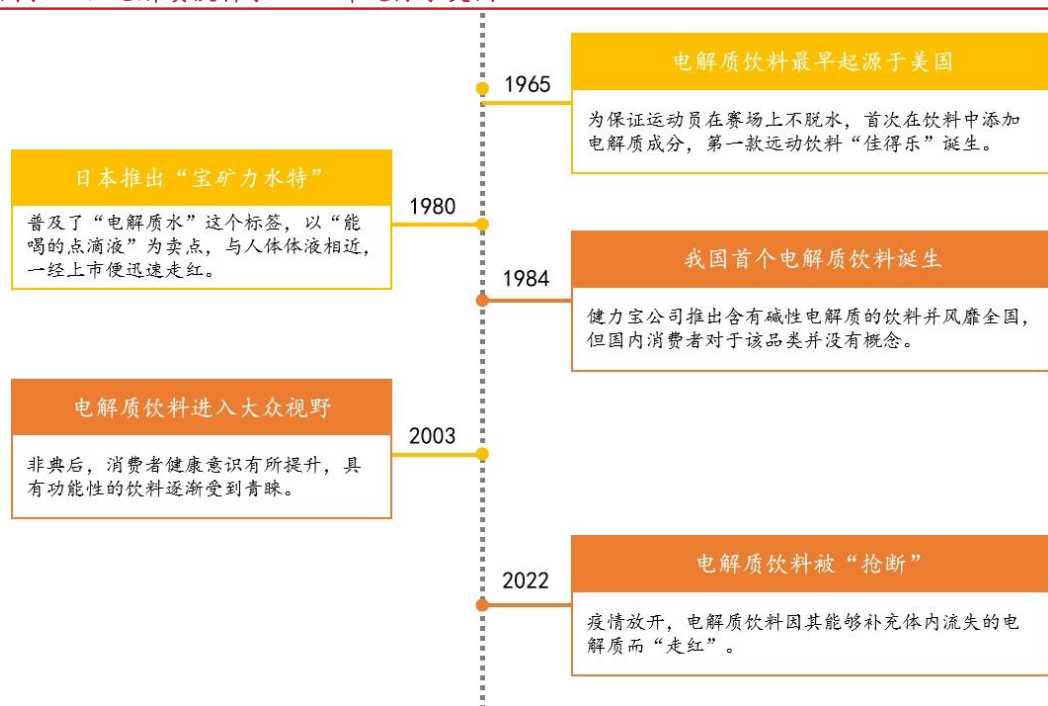
类别	定义	细分类别	主要成分	代表产品
运动饮料	《运动饮料(GB 15266-2009)》规定,运动饮料每升应含有 50 至 1200 毫克钠,每升含 50 至 250 毫克钾,营养素及其含量能适应运动或体力活动人群的生理特点,能为机体补充水分、电解质和能量,可被快速吸收的制品	电解质饮料	钠离子,钾离子等	外星人电解质水、尖叫、健力宝(成分上提升电解质含量,利于水分补充,部分产品含维生素,主打快速补充电解质)
		其他运动饮料	钠离子,钾离子、蛋白质、氨基酸和维生素等	蒙牛迈胜运动蛋白饮料(主打运动场景中的营养补充)
营养素饮料	添加适量的食品营养强化剂,以补充机体营养需要的制品	维生素 C、维生素 B6、维生素 E、膳食纤维等		脉动(曾定位于运动饮料,后推出广告宣传明确定位于维生素功能饮料,主打特定场景使用)、水动乐(添加维生素及果蔬粉,主打运动水分与能量补充),二者宣传上偏向运动饮料 力量帝维他命水(添加维生素,主打日常营养补充)
能量饮料	含有一定能量并添加适量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	咖啡因、牛磺酸、维生素、电解质(钠、钾镁和钙)等		红牛(添加牛磺酸、肌醇、烟酰胺和维生素等,主打增强体力,缓解疲劳)

资料来源: 观研天下数据中心、华源证券研究所

参考勤策消费研究院信息,现如今,随着人们对健身需求的增加,居家健身成为热潮,电解质饮料也逐渐进入消费者的视野。除了佳得乐、宝矿力水特等国外品牌,元气森林外星人、农夫山泉尖叫、怡宝魔力等国内电解质饮料品牌也相继崛起,纷纷布局赛道。叠加国际

公共卫生事件影响，电解质饮料作为功能饮料，在这种特殊时期便成为人们“争相抢购”的对象，进一步推动了电解质饮料品类热度的持续发酵。

图表 54：电解质饮料于 1965 年起源于美国



资料来源：勤策消费研究院、华源证券研究所

参考前瞻产业研究院信息，目前国内电解质饮料入局者大多为成熟食品饮料企业，如农夫山泉、华润怡宝等；且国产品牌居多，仅宝矿力水特、佳得乐两个外资品牌。根据观潮新消费公众号，电解质饮料作为元气森林的第二增长曲线，外星人电解质水自 2021 年初上市就迎来快速增长，2 年时间便做到了 35 亿元的销售额。东鹏饮料 2023 年出品的“补水啦”，2024 年销售额已奔向 15 亿元。可见，电解质水逐渐成为中国功能性饮料市场中的重要品类。

图表 55：国内电解质饮料国产品牌居多，包括农夫山泉、华润怡宝等

	品牌	品牌上线时间	所属企业	企业成立时间
中资品牌	怡宝·魔力(椰子水味)	2017 年	华润怡宝饮料有限公司	1989 年
	尖叫（等渗版）	2021 年	农夫山泉股份有限公司	1996 年
	李子园	2021 年 4 月	浙江李子园食品股份有限公司	1994 年
	外星人电解质水	2021 年 3 月	元气森林(北京)食品科技集团有限公司	2016 年
	霸夫（新希望）	2022 年初	新希望集团有限公司（三勒浆药业）	1997 年
	天豹（今麦郎）	2022 年 4 月	今麦郎饮品股份有限公司	2006 年
	依能（电解质饮料）	2022 年	山西优珍食品饮料有限公司	2012 年
	娃哈哈（电解质饮品）	2022 年底	杭州娃哈哈集团有限公司	1993 年
	冲电（妙畅饮品）	2022 年底	河南妙畅饮品有限公司	2017 年
	小小罐军（旺旺）	2022 年 12 月	上海旺旺食品集团有限公司	2001 年
	豹发力（盼盼）	2022 年 12 月	福建盼盼食品有限公司	1996 年
	东鹏补水啦	2023 年 1 月	东鹏饮料(集团)股份有限公司	1994 年
外资	宝矿力水特	2003 年	大冢制药株式会社	1964 年
	佳得乐（清爽版）	2017 年	百事可乐公司	1965 年

资料来源：前瞻产业研究院、华源证券研究所

3.2. 新品：电解质粉的背后是公司品牌力和工艺积累

渠道大众化：在电解质饮品细分赛道，康比特已推出了结合维生素和益生菌的电解质冲剂粉产品，在京东商城等线上平台销量可观。2025 年 5 月 20 日，康比特益生菌电解质粉成功入驻全国 56 家山姆会员商店，品牌进一步得到山姆背书，同时拓展线下新渠道，更接近大众消费渠道，未来更多产品有望进入山姆渠道。

图表 56：2025 年 5 月 20 日，康比特益生菌电解质粉成功入驻山姆



资料来源：康比特公众号、华源证券研究所

品牌力优势：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。同时，康比特长期为军需客户供应战斗口粮、特种作战食品、能量棒等军用食品，也是国内运动营养食品行业的开创者和标准制订参与者。技术背书和行业认可更容易取得大众消费群体的信任，有利于公司逐步打开大众消费市场。

粉剂产品性价比高：根据各品牌天猫旗舰店的价格对比，瓶装电解质水价格在 4-5 元/瓶，而电解质粉在 1-3 元/袋，并且对于运动者来说袋装更易于携带。康比特益生菌电解质粉有 5 大电解质+5 大益生菌+3 种维生素，益生元和益生菌可以选择性刺激益生菌繁殖，赋予益生菌在菌群种的优势，从而有益宿主健康，促进水和电解质吸收。

图表 57：冲剂产品相较于瓶装水更有性价比

品牌	商品名	形态	价格 (元/袋) 或 (元/瓶)	电解质含量 (≥mg)	电解质单价 (元/g)
康比特	康比特 0 糖益生菌电解质冲剂粉	固体	2.55	389	6.55
诺特兰德	诺特兰德电解质冲剂粉	固体	1.17	409	2.85
外星人	外星人电解质粉常规版	固体	1.96	300	6.53
	外星人电解质水 0 卡 0 糖	液体	4.60	200	23.00
宝矿力水特	宝矿力水特粉末电解质冲剂	固体	2.04	-	-
	宝矿力水特电解质水	液体	5.00	245	20.41

资料来源：各品牌天猫旗舰店、华源证券研究所 注：取 2025/5/25 数据

拥有粉剂工艺与产能基础：公司核心产品为蛋白粉，并且拥有充足的粉剂产能和成熟的粉剂工艺。公司针对性开发相应的生产技术，不断提升生产工艺水平，例如采用二次响应面分析法、回归分析、不同物料流动性及界面粘度乳化技术等，优化现有混料分散技术，保证粉剂产品中生物素的最佳混合工艺参数，成功解决了工艺问题、口感问题和功能问题。

3.3. 逻辑：从粉剂产品到其他品类，为拓展大众市场做准备

普通型威能运动饮料筹备中：据公司投资者关系活动记录，康比特威能类运动饮料目前暂未全面推向大众市场。现阶段，公司正持续收集专业人群领域的反馈信息，以便更精准地优化产品性能。后续，公司将从口感、口味及包装三个维度对产品进行多维度优化升级。同时，康比特也在稳步推进该类产品在大众市场上市的筹备工作，预计在产品性能和市场策略都达到理想状态后，有望将这类优质运动饮料推送给广大消费者。

我们认为能量补充产品有望逐渐从专业运动人群走向大众运动市场，市场空间广阔。根据国务院印发的《全民健身计划（2021—2025年）》，到2025年经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%。按照第七次全国人口普查结果中国总人口14.43亿来计算，2025年经常参加体育锻炼的人数将达到约5.55亿。参考康比特产品价格，假设普通运动人群每次运动超过1h，喝1袋电解质粉饮料2元，吃一支入门能量胶3元，总花费5元/次。以能量补充产品渗透率从5%到50%，运动次数每周1-7次进行敏感性分析，我们认为中性条件下，长期来看大众市场的能量补充产品规模可达1299亿元。

图表 58：大众市场能量补充产品市场规模敏感性分析

能量补充产品不同渗透率下的市场规模/亿元						
每周运动次数	5%	10%	20%	30%	40%	50%
1	72	144	289	433	577	722
2	144	289	577	866	1154	1443
3	216	433	866	1299	1732	2165
4	289	577	1154	1732	2309	2886
5	361	722	1443	2165	2886	3608
6	433	866	1732	2597	3463	4329
7	505	1010	2020	3030	4040	5051

资料来源：《全民健身计划（2021—2025年）》、商启咨询、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合公司运动营养食品业务快速增长以及对于公司在健康营养食品业务发展潜力的积极预期，我们假设如下：

（1）**运动营养食品**：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +35%/35%/27%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 10.66/14.38/18.27 亿元；

（2）**健康营养食品**：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +18%/20%/30%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 1.70/2.03/2.64 亿元；

（3）**数字化体育科技服务**：预计收入缓慢增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +3%/4%/4%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.30/0.31/0.32 亿元；

（4）**受托加工业务**：预计收入逐步恢复，假设 2025-2027 年营业收入同比 +0%/3%/5%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.4/0.42/0.44 亿元。

图表 59：康比特分业务创收预测关键假设

	2025E	2026E	2027E
运动营养食品（万元）	106550.55	143843.24	182680.91
同比	35.00%	35.00%	27.00%
健康营养食品（万元）	16953.17	20343.80	26446.94
同比	18.00%	20.00%	30.00%
数字化体育科技服务（万元）	2964.10	3082.67	3205.97
同比	3.00%	4.00%	4.00%
受托加工业务（万元）	4040.79	4162.01	4370.11
同比	0.00%	3.00%	5.00%
其他业务（万元）	4168.27	4585.10	5043.61
同比	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.06、1.37 和 1.89 亿元，对应 PE 为 33.7、26.1、18.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 60：康比特可比公司估值表（截至 20250611）

公司名称	股票代码	最新收盘价（元/股）	最新总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
汤臣倍健	300146.SZ	11.56	196.62	0.50	0.59	0.68	23.0	19.6	17.0
仙乐健康	300791.SZ	24.87	76.62	1.28	1.59	1.84	19.4	15.7	13.5
东鹏饮料	605499.SH	334.92	1741.63	8.60	10.96	13.50	38.9	30.6	24.8
欢乐家	300997.SZ	17.47	76.43	0.37	0.43	0.49	47.5	40.9	35.5
怪物饮料	MNST.O	449.41	4,382.90	13.42	15.52	-	33.5	29.0	-
均值				4.83	5.82	4.13	32.5	27.1	22.7
康比特	833429.BJ	28.61	35.62	0.85	1.10	1.52	33.7	26.1	18.8

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期，怪物饮料收盘价、总市值、EPS 均调整为人民币计价，对应汇率取 1 美元=7.1803 人民币；康比特盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

线上销售模式的风险：由于社交电商、直播带货等模式正在快速演变，公司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，或者公司管理能力无法适应业务模式的快速演变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。

市场竞争风险：随着“全民健身”概念的推广，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。

食品安全的风险：公司主要产品为运动营养食品以及部分大众营养食品。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。

市场空间测算偏差的风险：报告中的市场空间测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	450	396	443	591	营业收入	1,040	1,347	1,760	2,217
应收票据及账款	61	66	77	91	营业成本	630	827	1,077	1,341
预付账款	7	9	11	13	税金及附加	9	11	15	19
其他应收款	3	4	5	6	销售费用	223	296	391	488
存货	234	279	324	367	管理费用	50	58	74	89
其他流动资产	5	6	8	7	研发费用	33	43	56	71
流动资产总计	761	760	868	1,075	财务费用	-1	0	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-2	-4	-2
固定资产	316	339	398	471	信用减值损失	-2	-2	-2	-2
在建工程	23	100	93	29	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	29	30	32	32	投资收益	1	2	1	1
长期待摊费用	16	15	15	14	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	34	36	36	34	资产处置收益	0	0	0	0
非流动资产合计	419	521	574	580	其他收益	8	8	7	7
资产总计	1,180	1,281	1,442	1,656	营业利润	103	117	151	214
短期借款	52	22	2	0	营业外收入	0	5	6	4
应付票据及账款	172	188	230	269	营业外支出	0	0	0	0
其他流动负债	87	121	156	192	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	312	332	389	461	利润总额	103	122	157	217
长期借款	3	7	9	8	所得税	13	16	20	28
其他非流动负债	6	7	6	6	净利润	89	106	137	189
非流动负债合计	9	14	16	14	少数股东损益	0	0	0	0
负债合计	321	345	404	476	归属母公司股东净利润	89	106	137	189
股本	125	125	125	125	EPS(元)	0.72	0.85	1.10	1.52
资本公积	278	278	278	278	主要财务比率				
留存收益	457	533	635	777	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	859	935	1,038	1,179	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营收增长率	23.34%	29.50%	30.70%	25.98%
股东权益合计	859	935	1,038	1,180	营业利润增长率	14.45%	13.66%	28.98%	41.54%
负债和股东权益合计	1,180	1,281	1,442	1,656	归母净利润增长率	1.38%	18.48%	29.00%	38.65%
现金流量表 (百万元)					经营现金流增长率	-10.83%	6.73%	39.91%	30.89%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	89	94	125	180	毛利率	39.41%	38.62%	38.83%	39.51%
折旧与摊销	29	37	45	54	净利率	8.60%	7.87%	7.76%	8.55%
财务费用	-1	0	-1	-1	ROE	10.40%	11.32%	13.16%	16.05%
投资损失	-1	-2	-1	-1	ROA	7.57%	8.26%	9.47%	11.43%
营运资金变动	18	-3	16	16	估值倍数				
其他经营现金流	-2	14	14	11	P/E	39.88	33.66	26.09	18.82
经营性现金净流量	132	141	197	258	P/S	3.42	2.64	2.02	1.61
投资性现金净流量	-36	-139	-99	-61	P/B	4.15	3.81	3.43	3.02
筹资性现金净流量	-62	-56	-52	-49	股息率	0.86%	0.83%	0.96%	1.33%
现金流量净额	34	-54	47	148	EV/EBITDA	12	21	16	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。