

2025 年 08 月 17 日

# 康比特 (833429)

——Q2 毛利率显著承压，H2 多措并举改善盈利能力

报告原因：有业绩公布需要点评

**增持** (维持)

市场数据：2025 年 08 月 15 日

收盘价 (元)	21.81
一年内最高/最低 (元)	34.00/8.28
市净率	3.3
股息率% (分红/股价)	1.15
流通 A 股市值 (百万元)	2,471
上证指数/深证成指	3,696.77/11,634.67

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	6.73
资产负债率%	31.02
总股本/流通 A 股 (百万)	125/113
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

事件：

- **公司发布 2025 年半年报：**公司 25H1 实现收入 5.62 亿元，同增 10.9%；归母净利 0.15 亿元，同减 67.9%；扣非归母 0.14 亿元，同减 70.8%。25Q2 收入 3.69 亿元，同增 4.3%；归母净利 0.03 亿元，同减 91.3%；扣非归母 0.02 亿元，同减 94.5%。公司 25Q2 收入符合市场预期，利润低于市场预期。

投资要点：

- **核心主业较快增长，军需交付规模不及去年。**2025H1，公司运动营养食品/健康营养食品（军需业务占主导）/受托加工食品/数字化体育科技服务/其他业务收入占比分别为 74.8%/19.2%/2.8%/1.6%/1.5%，分别同比+24.7%/-12.8%/-23.8%/-27.7%/-30.0%。
- **核心品类-蛋白增肌：市场份额逆势增长，但毛利率显著承压，原材料价格高位成“双刃剑”。**25H1 公司蛋白增肌类产品收入 3.27 亿元，同比+29.1%，根据魔镜情报，25H1 线上三大平台（淘系/天猫/抖音/京东）蛋白类产品 GMV62.68 亿元，同比-1.8%。**产品端：**公司产品配方全线升级，推出春夏限定口味。**渠道端：**线上保持高强度营销投放，线下推进“千人千店”行动，渠道势能延续。25H1 全球乳清价格维持高位，蛋白粉企业利润普遍受到侵蚀，一方面，公司自有生产线，提前备货原料，在市场竞争中占据主动地位。另一方面，公司毛利率也显著承压，因原料结转成本逐步上移，Q2 压力明显大于 Q1。
- **核心品类-能量补充：产品与渠道共振，发展态势积极，正式进军大快消市场。**25H1 能量补充类大单品能量胶收入 0.16 亿元，同比+9.2%，公司主动优化产品矩阵，以强动销为导向，进行赛事、跑团、代言人等多种形式内容营销。25 年 5 月公司轻运动产品“益生菌电解质粉”在全国山姆会员店上架，推动能量补充产品人群“破圈”。
- **净利率明显下滑，将通过多样化产品结构及精细化成本管理改善盈利能力。**25H1 公司综合毛利率 32.2%，同比减少 9.3Pcts；期间费用率 28.2%，同比减少 1.4Pcts，其中销售费用率同比增加 0.2Pcts 至 21.4%，在成本压力下公司保持战略定力。25H1 公司净利率为 2.7%，同比减少 6.6Pcts。**展望 25H2，公司将通过多种措施改善毛利率水平，包括：**1) 在保持蛋白增肌市场份额同时增加高毛利产品销售占比；2) 加强体控市场、骨骼健康市场、竞技市场开拓；3) 开发新渠道，响应运动营养大消费转型升级；4) 完善公司 6S 管理体系，进一步精细化成本管理等。
- **下调盈利预测，维持“增持”评级。**考虑到公司 Q2 利润不及预期，新业务尚需培育，下调 25-27 年盈利预测，预计公司 25-27 年营业收入分别为 12.80/16.10/20.54 亿元（原值分别为 14.06/18.73/24.21 亿元），预计归母净利润分别为 0.95/1.12/1.51 亿元（原值分别为 1.15/1.56/2.15 亿元），最新市值对应 PE 分别为 28/24/18 倍。考虑到公司是运动营养食品国民品牌，蛋白补充业务强势，能量补充业务发展态势积极，培育体控等新业务，成长动能充沛，采用 PEG 估值，可比公司 25 年 PEG 均值 1.14。维持“增持”评级。
- **风险提示：**乳清原料价格持续高位风险；军需交付规模不及预期；新品推广不及预期等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,040	562	1,280	1,610	2,054
同比增长率 (%)	23.3	10.9	23.1	25.8	27.5
归母净利润 (百万元)	89	15	95	112	151
同比增长率 (%)	1.4	-67.9	6.7	17.5	34.8
每股收益 (元/股)	0.72	0.12	0.77	0.90	1.21
毛利率 (%)	39.4	32.2	36.1	38.2	38.7
ROE (%)	10.4	1.8	10.4	10.9	13.1
市盈率	30		28	24	18

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	843	1,040	1,280	1,610	2,054
其中：营业收入	843	1,040	1,280	1,610	2,054
减：营业成本	505	630	818	995	1,259
减：税金及附加	8	9	13	16	21
主营业务利润	330	401	449	599	774
减：销售费用	165	223	269	321	411
减：管理费用	46	50	45	85	107
减：研发费用	34	33	32	71	88
减：财务费用	-1	-1	3	3	6
经营性利润	86	96	100	119	162
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	-2	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-3	-1	0	0	0
加：投资收益及其他	7	9	11	12	15
营业利润	90	103	112	132	178
加：营业外净收入	14	0	0	0	0
利润总额	104	103	112	132	178
减：所得税	16	13	17	20	27
净利润	88	89	95	112	151
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	88	89	95	112	151

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:maojiong@swhy.com">maojiong@swhy.com</a>
银行团队	李庆	021-33388245	<a href="mailto:liqing3@swhy.com">liqing3@swhy.com</a>
华北组	肖霞	010-66500628	<a href="mailto:xiaoxia@swhy.com">xiaoxia@swhy.com</a>
华南组	张晓卓	13724383669	<a href="mailto:zhangxiaozhuo@swhy.com">zhangxiaozhuo@swhy.com</a>
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	<a href="mailto:zhuxiaoyi@swhy.com">zhuxiaoyi@swhy.com</a>
华北创新团队	潘烨明	15201910123	<a href="mailto:panyeming@swhy.com">panyeming@swhy.com</a>

### 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。