

食品饮料

2025 年 08 月 27 日

报告原因：有信息公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2025 年 08 月 26 日

收盘价（元）	22.48
一年内最高/最低（元）	34.00/8.28
市净率	3.4
股息率（分红/股价）	1.11
流通 A 股市值（百万元）	2,547
上证指数/深证成指	3,868.38/12,473.17

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

康比特 (833429)

——拟实施新一轮股权激励，公司上下一心成长可期

事件：

- 近日，公司发布 2025 年股权激励计划草案，拟向 69 名对象授予 200 万份股票期权，授予价格 17.30 元/份，约占公司总股本的 1.61%。本次授予为一次性授予，无预留权益。

投资要点：

- 考核目标稳健，激励范围扩大，切实凝聚人心。**2025 年股权激励业绩考核以 2024 年为基数，目标 25-27 年营收增长率分别不低于 15%/32.25%/52.09%，或者 25-27 年归母净利润增长率分别不低于 15%/32.25%/52.09%，2025 年解锁条件与公司 2023 年股权激励考核目标一致。本次股权激励扩大覆盖范围，较上一轮新增 53 位核心员工及 2 位高管，有助于增强团队凝聚力和使命感，提升公司核心竞争力。
- 25 年成长动能充沛，来自核心品类放量+产品矩阵扩充。**①**蛋白增肌：**一是全面升级已上市产品配方，提供高质价比产品，提高老客忠诚度和对新客的吸引力；二是开发 CPT Max 能量配方焕新 Golden Mass 系列，继续抬升品牌高度以强化专业形象。②**能量补充：**延续大单品策略但打造产品梯队，重在拓展专业人群范围。新增面向轻运动人群产品，接轨大快消市场，培育收入新增长点。③**其他品类：**运动营养食品行业赛道众多，区分运动阶段/人群/剂型/口味等维度，产品可开发空间极大，公司将加强体控、骨骼健康、竞技市场开拓，挖掘新赛道增量需求。
- 中长期政策获益，优享体育产业高质量发展红利。**26 年是“十五五”体育发展规划（以下简称“十五五《规划》”）起点，由政府主导，以创新引领，继续推进体育强国建设。“十四五”期间国内体育产业取得跨越式发展，十五五《规划》从供需两端发力优化产业结构，目标至 2030 年体育产业增加值占 GDP 比重≥3%（23 年占 GDP 比重为 1.15%），居民体育消费规模≥3.5 万亿元（24 年消费规模超 1.5 万亿元），体育服务业占体育产业比重≥65%（23 年占比 46.90%）。体育竞赛表演、体育健身休闲等服务业发展具有激励效应和带动作用，助力提升大众健身人群补剂意识，推动运动营养食品市场扩容。
- 下调盈利预测，维持“增持”评级。**公司核心品类蛋白增肌主要原料是乳清，乳清价格自去年下半年上涨，今年上半年持续高位运行，致公司毛利受损。25H1 公司毛利率同比-9.3Pcts 至 32.2%。国内乳清粉主要依靠进口，运动营养等行业需求增长而海外主产区扩产缓慢，预计下半年乳清价格仍将维持高位，公司毛利率继续承压，公司将采取多种措施丰富收入来源及降本增效，对冲原料压力。因此，我们维持对公司 25-27 年收入预测，但下调利润预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 0.79/0.86/1.17 亿元（原值分别为 0.95/1.12/1.51 亿元）。考虑行业景气度高，公司处于快速发展阶段，但短期盈利能力承压，我们采用 PS 估值，最新市值（25/08/26）对应 25-27 年 PS 分别为 2.2/1.7/1.4 倍。公司是运动营养国民品牌，成长动能充足，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	79	86	117
同比增长率（%）	1.4	-67.9	-11.1	8.5	35.5
每股收益（元/股）	0.72	0.12	0.64	0.69	0.94
毛利率（%）	39.4	32.2	34.6	36.4	36.8
ROE（%）	10.4	1.8	8.8	8.7	10.8
市盈率	31		35	32	24

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	837	1,024	1,298
减：税金及附加	8	9	13	16	21
主营业务利润	330	401	430	570	735
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	4	7
经营性利润	86	96	81	89	122
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	93	101	137
加：营业外净收入	14	0	0	0	0
利润总额	104	103	93	101	137
减：所得税	16	13	14	15	21
净利润	88	89	79	86	117
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	79	86	117

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