

食品饮料

2026年05月15日

康比特 (920429)

——原料高价压制短期利润，强研发力、品牌力等长期优势仍在

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2026年05月14日

收盘价(元)	13.55
一年内最高/最低(元)	34.00/11.90
市净率	2.0
股息率%(分红/股价)	1.85
流通A股市值(百万元)	1,538
上证指数/深证成指	4,177.92/15,745.74

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

每股净资产(元)	6.72
资产负债率%	28.84
总股本/流通A股(百万)	124/114
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 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布 2025 年年度报告，实现营收 11.59 亿元，同比+11.4%；实现归母净利润 0.39 亿元，同比-55.8%；扣非归母净利润 0.37 亿元，同比-57.3%。业绩低于预期。
- 公司发布 2025 年度权益分配预案，拟每 10 股分派现金红利 1.0 元(含税)，分红比例 31.04%。
- 公司发布 2026 年一季报，实现营收 1.51 亿元，同比-22.1%；归母净利润-0.08 亿元，由盈转亏；扣非归母净利润-0.08 亿元，由盈转亏。业绩低于预期。

投资要点：

- **2025 年蛋白增肌势能延续，能量胶稳健，新品类崭露头角。**公司运动营养食品/营养健康食品/受托加工/数字体育/其他业务收入占比分别为 75.9%/19.3%/1.9%/1.7%/1.1%。(1)**运动营养食品：**拳头品类蛋白增肌收入 6.98 亿元，同比+28.4%，公司以产品力为锚点，升级配方迭代产品，渠道侧线上全年 12 场大促 GMV 同增 30%以上；线下夯实健身房渠道优势，“千人千店”行动增至 17 个城市门店。补能系列能量胶收入 0.37 亿元，同比+2.7%，25 年马拉松赛事规模稳增（参赛人次同比+9.1%），能量胶延续强势市场地位。25 年公司推出蛋白棒（面向控体人群）、骨骼健康新品，单品策略初显成效。(2)**营养健康食品：**军需业务占主导，实现收入 2.10 亿元，同比+58.7%，主要因军品订单集中在 25 年交付。
- **2025 年盈利显著承压，公司通过提价、精细化费用管控等方式对冲部分成本压力。**25 年公司毛利率同比减少 6.6Pcts 至 32.8%，主要因核心原料乳清价格快速上行。公司通过提价传导一部分涨价压力，并通过工艺优化、费用管控等方式降本增效，25 年公司期间费用率同比减少 1.7Pcts 至 27.6%。25 年公司净利率 3.4%，同比减少 5.2Pcts。
- **26Q1 表现收入下滑，剔除军需业务看，运动营养食品营收增长，其中新品势头良好。**26Q1 军需订单交付少且基数高致营收下滑，虽然 26 年春节长假效应分流一部分运动补剂需求，但公司运动营养食品仍保持增长。新品“珍膝”骨胶原片自今年初销量爬升，骨骼健康市场容量大，“珍膝”有望成为主业第三增长点。
- **维持“增持”评级。**国内运动健身市场景气度高，健身活动多样化及健身频次提升带动补剂需求，补剂市场有望持续扩容。公司研发积淀深厚，品牌形象突出，有望充分享受行业红利。考虑到核心原料乳清供需不平衡情形短期难以缓解，原料价格持续高位，我们下调公司 26-27 年盈利预测，新增 28 年预测，预计分别实现收入 12.69/14.90/16.40 亿元（26-27 年原值分别为 14.45/17.73 亿元），归母净利润 0.47/0.57/0.69 亿元（26-27 年原值分别为 0.73/0.94 亿元）。有鉴于国内运动补剂市场持续扩容，我们采用 PS 估值，最新市值对应 PS 分别为 1.3/1.1/1.0 倍，可比公司 26 年 PS 为 2.7 倍。同时考虑到乳清成本高企是行业性问题，尽管公司短期利润承压，仍维持“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

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1,159	151	1,269	1,490	1,640
同比增长率(%)	11.4	-22.1	9.5	17.5	10.1
归母净利润(百万元)	39	-8	47	57	69
同比增长率(%)	-55.9	-166.1	19.7	20.2	21.8
每股收益(元/股)	0.32	-0.06	0.38	0.46	0.55
毛利率(%)	32.8	35.7	32.8	33.0	33.4
ROE(%)	4.6	-1.0	5.2	5.9	6.7
市盈率	43		36	30	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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,040	1,159	1,269	1,490	1,640
其中：营业收入	1,040	1,159	1,269	1,490	1,640
减：营业成本	630	778	852	998	1,092
减：税金及附加	9	9	9	10	11
主营业务利润	401	372	408	482	537
减：销售费用	223	240	266	313	344
减：管理费用	50	48	52	61	67
减：研发费用	33	31	38	45	49
减：财务费用	-1	1	3	4	2
经营性利润	96	52	49	59	75
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-2	-5	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-1	-3	0	0	0
加：投资收益及其他	10	6	8	7	7
营业利润	103	50	55	66	81
加：营业外净收入	0	-1	0	0	0
利润总额	103	50	55	66	81
减：所得税	13	10	8	10	12
净利润	89	39	47	57	69
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	89	39	47	57	69

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

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。