

公司研究

一季度业绩延续高增，发布股权激励计划提升团队凝聚力

——锦波生物（832982.BJ）2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2025 年一季报，1Q2025 公司实现营业收入为 3.7 亿元，同比增长 62.5%，归母净利润为 1.7 亿元，同比增长 66.3%。1Q2025 公司经营性净现金流为 1.7 亿元，同比增长 66.1%。

点评：

加码产品创新与品牌营销，一季度业绩延续高增：医疗器械业务方面，今年 2 月，公司在原有 III 型 4mg 规格的薇旖美®极纯、10mg 规格的薇旖美®至真的基础上，推出 12mg 规格的薇旖美®164.88°CelNet 胶原网，可以通过补充胶原蛋白网更加直接、高效的修复眼周衰老肌肤，我们认为薇旖美®系列在一季度持续放量，驱动公司业绩高速增长；此外，今年 4 月，公司取得了全球首张重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶类三类证，率先完成了重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维、溶液、凝胶三种剂型的原材料及产品开发。护肤品业务方面，“重源”和“ProtYouth”两大品牌加速成长，今年 1 月，公司发布了【重源胶原七号】法令纹专家 plus+次抛精华，将 A 型重组人源化 X VII 型添加到护肤产品中；ProtYouth 旗下新产品 ALL IN 玻玻管通过明星代言、机场广告投放等持续扩大品牌影响力。

费用管控成果突出，公司净利率同比提升：1Q2025，公司毛利率同比-1.8pcts 至 90.1%，归母净利率为 46.0%，同比+1.0pcts。

1Q2025 公司期间费用率同比-5.0pcts 至 35.4%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.3%/8.3%/5.2%/0.6%，分别同比-2.6/-2.6/+0.6/-0.5pcts。

公司发布 2025 年股权激励计划：公司拟向包括董事、高级管理人员及核心团队在内的 87 人授予股票期权合计 100 万份，占公司总股本的 1.13%。此次激励计划授予股票期权对应的考核年度为 2025-2027 年，其中各年度公司层面业绩考核目标为：2025 年净利润不低于 10 亿元，2026 年净利润不低于 14 亿元，2027 年净利润不低于 18 亿元；激励对象个人考核评价结果分为“A”“B”“C”“D”四个等级，分别对应 100%/95%/90%/0%的行权比例。

业绩延续高增，维持“买入”评级：我们维持公司 2025-2027 年营收和归母净利润预测，2025-2027 年对应 EPS 分别是 12.29、16.85、22.28 元，当前股价对应 PE 分别为 33、24、18 倍，公司研发实力突出，业绩增长具有持续性，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业政策变化风险，新品商业推广不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	780	1,443	2,082	2,811	3,655
营业收入增长率	99.96%	84.92%	44.31%	35.02%	30.01%
归母净利润（百万元）	300	732	1,088	1,491	1,972
归母净利润增长率	174.60%	144.27%	48.57%	37.04%	32.28%
EPS（元）	4.40	8.27	12.29	16.85	22.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.44%	47.70%	44.48%	41.92%	39.39%
P/E	93	50	33	24	18
P/B	29.3	23.6	14.8	10.2	7.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-22；注：公司 2023 年末股本数为 0.68 亿股，2024 年 4 月 29 日因资本公积转增致股本增至 0.89 亿股，预计 2025-27 年末股本数为 0.89 亿股

买入（维持）

当前价：410.02 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

联系人：吴子倩

021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.89
总市值(亿元):	362.91
一年最低/最高(元):	141.71/420.00
近 3 月换手率:	51.72%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	56.83	83.80	170.54
绝对	52.99	83.45	177.71

资料来源：Wind

相关研报

24 全年业绩延续高增，重组胶原蛋白领跑优势更加明显——锦波生物（832982.BJ）2024 年年报点评（2025-04-22）

首个胶原蛋白填充类三类械注册证获批，打开成长天花板——锦波生物（832982.BJ）获得第三类医疗器械注册证事件点评（2025-04-11）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	780	1,443	2,082	2,811	3,655
营业成本	77	115	156	197	238
折旧和摊销	38	49	61	70	83
税金及附加	8	11	21	28	37
销售费用	165	259	362	478	610
管理费用	92	127	173	228	289
研发费用	85	71	104	157	205
财务费用	11	10	4	-17	-23
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	348	854	1,274	1,747	2,311
利润总额	351	857	1,274	1,747	2,311
所得税	52	126	187	257	340
净利润	299	731	1,087	1,490	1,971
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	300	732	1,088	1,491	1,972
EPS(元)	4.40	8.27	12.29	16.85	22.28

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	296	767	1,023	1,460	1,921
净利润	300	732	1,088	1,491	1,972
折旧摊销	38	49	61	70	83
净营运资金增加	154	254	320	302	363
其他	-197	-268	-446	-404	-498
投资活动产生现金流	-151	-154	-334	-395	-495
净资本支出	-152	-156	-245	-415	-515
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1	1	-89	21	21
融资活动现金流	245	-190	-241	-370	-504
股本变化	6	20	0	0	0
债务净变化	31	11	-52	3	5
无息负债变化	76	33	-51	87	83
净现金流	389	423	448	695	922

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	90.2%	92.0%	92.5%	93.0%	93.5%
EBITDA 率	52.6%	65.7%	64.6%	64.4%	65.1%
EBIT 率	47.3%	62.0%	61.7%	61.9%	62.8%
税前净利润率	45.0%	59.4%	61.2%	62.1%	63.2%
归母净利润率	38.4%	50.8%	52.3%	53.0%	54.0%
ROA	20.8%	35.6%	38.0%	36.7%	35.2%
ROE (摊薄)	31.4%	47.7%	44.5%	41.9%	39.4%
经营性 ROIC	39.2%	65.5%	61.9%	61.8%	61.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	34%	26%	15%	13%	11%
流动比率	2.87	4.44	6.81	7.68	8.82
速动比率	2.62	4.11	6.35	7.22	8.37
归母权益/有息债务	7.19	10.70	26.71	37.60	50.28
有形资产/有息债务	10.18	13.45	30.50	42.08	55.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,435	2,056	2,864	4,063	5,601
货币资金	519	941	1,389	2,084	3,006
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	127	184	286	376	486
应收票据	2	6	8	11	15
其他应收款 (合计)	4	9	13	18	23
存货	66	97	131	165	199
其他流动资产	16	23	36	51	68
流动资产合计	753	1,298	1,915	2,770	3,876
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	361	460	553	700	899
在建工程	132	19	82	152	226
无形资产	25	23	36	49	61
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	11	61	68	68	68
非流动资产合计	682	758	949	1,294	1,726
总负债	481	525	422	513	601
短期借款	69	0	0	0	0
应付账款	54	52	70	88	106
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	7	26	33	37
流动负债合计	262	292	281	361	439
长期借款	31	80	80	80	80
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	67	58	50	41	30
非流动负债合计	219	233	141	152	161
股东权益	953	1,531	2,441	3,551	5,001
股本	68	89	89	89	89
公积金	365	360	360	360	360
未分配利润	521	1,086	1,997	3,108	4,559
归属母公司权益	954	1,535	2,446	3,557	5,008
少数股东权益	-1	-4	-5	-6	-7

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	21.14%	17.92%	17.40%	17.00%	16.70%
管理费用率	11.82%	8.83%	8.30%	8.10%	7.90%
财务费用率	1.40%	0.72%	0.20%	-0.60%	-0.64%
研发费用率	10.89%	4.94%	5.00%	5.60%	5.60%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.00	2.00	4.30	5.89	7.80
每股经营现金流	4.34	8.67	11.56	16.49	21.70
每股净资产	14.01	17.34	27.64	40.18	56.58
每股销售收入	11.46	16.30	23.52	31.76	41.29

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	93	50	33	24	18
PB	29.3	23.6	14.8	10.2	7.2
EV/EBITDA	68.2	38.0	26.5	19.4	14.5
股息率	0.2%	0.5%	1.0%	1.4%	1.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP