

锦波生物 (832982)

2024 年报及 2025 年一季报点评：业绩延续高增，股权激励锚定长期成长

2025 年 04 月 23 日

买入 (维持)

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

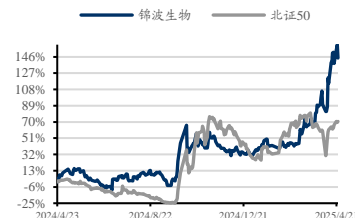
xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	780.26	1,442.83	2,170.77	3,039.36	3,876.84
同比 (%)	99.96	84.92	50.45	40.01	27.55
归母净利润 (百万元)	299.80	732.30	1,114.06	1,560.87	1,996.65
同比 (%)	174.60	144.27	52.13	40.11	27.92
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.39	8.27	12.59	17.63	22.56
P/E (现价&最新摊薄)	113.86	46.61	30.64	21.87	17.10

投资要点

- 公司披露 2024 年年报及 2025Q1 业绩:** 2024 全年营收 14.43 亿元 (+84.92%，代表同比增速，下同)，归母净利润 7.32 亿元 (+144.3%)，扣非归母净利润 7.12 亿 (+149.2%)。2025Q1 公司实现营收 3.66 亿元 (同比+62.51%)，归母净利润 1.69 亿元 (+66.25%)；扣非归母净利 1.67 亿元 (+70.92%)。
- 盈利能力维持较强水平，正经营杠杆下费用率优化。** 1) **盈利能力:** 24 年毛利率/归母净利率 92.02%/50.75%，同比+1.9/+12.3pct，**25Q1** 毛利率/归母净利率 90.11%/45.99%，同比-1.8/+1.03pct，高毛利业务收入占比提升+期间费用率优化带动净利率提升。2) **费用端:** 24 年期间费用率 32.4%，同比-12.9pct，25Q1 期间费用率 35.43%，同比-5.0pct，主要系正经营杠杆下管理/销售费用率同比均-2.6pct。
- 手握国内全部 3 款重组胶原蛋白三类证，技术领跑全球。** 公司目前国内共获批 3 款重组胶原蛋白三类械产品，搭建全剂型产品矩阵 (溶液、凝胶、固体)，品牌端，在原有大单品 4mg 规格极纯的基础上，不断丰富 10mg 规格至真、III+XVII 型联合治疗方案、以及 12mg 规格 ColNet 胶原网等。25 年 4 月公司凝胶填充类产品获批，进一步打开产品应用场景。公司积极赋能多家医美机构，2024 年覆盖终端医疗机构约 4,000 家。
- 完善激励机制，激发核心团队与骨干员工积极性。** 25 年拟推股票期权激励计划，向 87 名激励对象 (约占公司员工总数的 11%) 授予 100 万份股票期权，占总股本 1.13%，业绩考核目标为 2025-2027 年净利润分别不低于 10/14/18 亿元，同增分别为 37%/40%/29%，每期行权比例分别为 35%/35%/30%，预计 2025 年-2027 年摊销股权激励费用分别为 4307/4084/1686 万元。
- 三大业务板块均高增，医疗器械毛利率达 95%。** 分业务看，2024 年医疗器械/功能性护肤/原料的营收分别为 12.54/1.42/0.46 亿元，分别同比 +84.4%/+86.8%/+89.1%。从毛利率看，2024 年医疗器械/功能性护肤/原料毛利率分别为 95%/70%/78%，同比分别+1.9/+2.6/+1.7pct。
- 盈利预测与投资评级:** 公司作为目前市场上唯一一批生产重组人源化胶原蛋白植入剂企业，三类械产品薇旖美持续快速放量，同时在研储备丰富，长期健康增长可期。我们维持 2025-26 年归母净利润预测 11.1/15.6 亿元，新增 27 年归母净利润预测 20.0 亿元，分别同比+52%/+40%/+28%，对应 PE 分别为 31/22/17X，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧、新品推广不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	385.65
一年最低/最高价	142.60/420.00
市净率(倍)	20.04
流通 A 股市值(百万元)	17,996.70
总市值(百万元)	34,134.58

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.25
资产负债率(% ,LF)	24.74
总股本(百万股)	88.51
流通 A 股(百万股)	46.67

锦波生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,298	2,546	4,234	6,292	营业总收入	1,443	2,171	3,039	3,877
货币资金及交易性金融资产	941	2,001	3,484	5,356	营业成本(含金融类)	115	141	182	213
经营性应收款项	233	389	539	683	税金及附加	11	28	40	50
存货	97	114	150	176	销售费用	259	397	562	717
合同资产	0	0	0	0	管理费用	127	195	274	341
其他流动资产	27	43	60	78	研发费用	71	141	198	213
非流动资产	758	801	866	927	财务费用	10	0	0	0
长期股权投资	0	2	4	6	加:其他收益	22	37	46	0
固定资产及使用权资产	551	592	621	646	投资净收益	1	0	0	0
在建工程	19	34	49	64	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	23	24	25	26	减值损失	(18)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	19	38	56	74	营业利润	854	1,305	1,830	2,342
其他非流动资产	146	112	112	112	营业外净收支	3	4	4	4
资产总计	2,056	3,347	5,100	7,219	利润总额	857	1,309	1,834	2,346
流动负债	292	425	567	690	减:所得税	126	195	273	349
短期借款及一年内到期的非流动负债	64	91	117	143	净利润	731	1,114	1,561	1,997
经营性应付款项	52	100	130	152	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	43	54	87	111	归属母公司净利润	732	1,114	1,561	1,997
其他流动负债	134	179	233	284	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.27	12.59	17.63	22.56
非流动负债	233	277	327	327	EBIT	875	1,309	1,834	2,346
长期借款	80	80	80	80	EBITDA	929	1,372	1,912	2,425
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	92.02	93.50	94.00	94.50
租赁负债	93	138	188	188	归母净利率(%)	50.75	51.32	51.36	51.50
其他非流动负债	60	59	59	59	收入增长率(%)	84.92	50.45	40.01	27.55
负债合计	525	702	894	1,017	归母净利润增长率(%)	144.27	52.13	40.11	27.92
归属母公司股东权益	1,535	2,649	4,210	6,207					
少数股东权益	(4)	(4)	(4)	(4)					
所有者权益合计	1,531	2,645	4,206	6,203					
负债和股东权益	2,056	3,347	5,100	7,219					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	767	1,089	1,547	1,982	每股净资产(元)	17.34	29.93	47.57	70.12
投资活动现金流	(154)	(101)	(139)	(136)	最新发行在外股份(百万股)	89	89	89	89
筹资活动现金流	(190)	71	76	26	ROIC(%)	50.20	47.18	41.37	35.64
现金净增加额	423	1,059	1,484	1,872	ROE-摊薄(%)	47.70	42.05	37.07	32.17
折旧和摊销	66	63	78	79	资产负债率(%)	25.53	20.97	17.53	14.08
资本开支	(156)	(120)	(119)	(116)	P/E(现价&最新股本摊薄)	46.61	30.64	21.87	17.10
营运资本变动	(55)	(83)	(88)	(90)	P/B(现价)	22.23	12.88	8.11	5.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>