

凝胶三类证获批打开医美填充市场，股票期权计划坚定长期信心

核心观点

24 年公司营收 14.43 亿元/+84.9%，24Q4、25Q1 营收分别同比 +72.7%、+62.5%，延续高增势头。核心增长驱动力为单一材料医疗器械产品（包括薇旖美以及部分二类医用敷料）营收继续放量，24 年薇旖美系列医美产品销售 124.3 万瓶/+118%、预估营收超 10 亿元，截止 24 年底，销售团队共计 291 人，已覆盖终端医疗机构 4000+家。展望后续，25 年 4 月凝胶类三类证产品获批打开医美填充市场，后续有望替代动物源胶原蛋白和再生医美材料市场；中长期维度看，医美矩阵充足打开成长空间，原料进入欧莱雅供应链、代工修丽可医美线贡献增量，出海有所贡献。除此之外，公司发布 2025 年股票期权激励计划，坚定长期发展信心。

事件

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 23.58 亿元/+7.96%，归母净利润 1.81 亿元/-17.17%，扣非归母净利润 1.60 亿元/-20.07%，基本 EPS 为 0.43 元/-18.87%，ROE（加权）为 8.63%/-2.34pct。

公司发布 2025 年一季报：25Q1 公司实现营收 3.66 亿元/+62.51%；归母净利润 1.69 亿元/+66.25%，扣非归母净利润 1.67 亿元/+70.92%，经营活动净现金流为 1.74 亿元/+66.1%；基本每股收益 1.90 元/+27.52%。

简评

25Q1 延续较快增长势头，25 年 2 月推出薇旖美 ColNet 胶原新品。25Q1 公司营业收入 3.66 亿元/+62.51%、归母净利润 1.69 亿元/+66.25%，主要得益于公司“薇旖美”系列医美植入剂产品保持较好增长势头，“重源®”、“ProtYouth®”等功能性护肤品增长良好。2025 年 2 月，公司推出新品薇旖美 164.88° ColNet 胶原，该产品是眼周抗衰再生材料，定价 12800 元。

2024 年薇旖美系列医美产品继续高增放量、预估 24 年营收规模超 10 亿元。24 年公司营收 14.43 亿元/+84.9%，其中 24Q4 对应营收 4.54 亿元/同比增长 72.7%、环比增长 17.9%。分产品看，1) **医疗器械：**24 年公司营收 12.5 亿元/+84.4%，毛利率为 95.0%/+1.8pct，核心增长驱动力为单一材料医疗器械产品（包括薇旖美以及部分二类医用敷料）营收 11.28 亿元/+同增 99.7%，

锦波生物(832982.BJ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

于佳琪

yujiqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

发布日期：2025 年 04 月 25 日

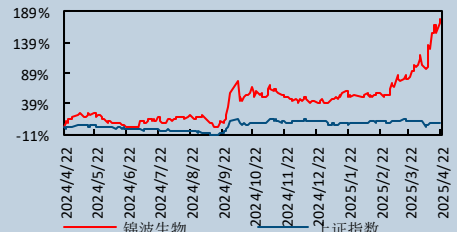
当前股价：410.02 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
54.84/56.78	73.97/72.20	105.54/97.89
12 月最高/最低价（元）		410.02/143.39
总股本（万股）		8,851.18
流通 A 股（万股）		4,589.11
总市值（亿元）		362.92
流通市值（亿元）		188.16
近 3 月日均成交量（万）		78.93
主要股东		
杨霞		58.89%

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺服及教育】锦波生物 24.10.25 (832982):Q3 业绩单季新高，薇旖美持续放量

其中重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维（薇旖美）快速放量，24 年销售 124.3 万瓶/+118%，截止 24 年底，销售团队共计 291 人，已覆盖终端医疗机构 4000+家。2）**功能性护肤品**：24 年营收 1.42 亿元/+86.8%，主要系旗下“同频”品牌天猫表现亮眼。3）**原料**：2024 年公司原料及其他营收 0.46 亿元/+89.1%。

规模效应显现，公司盈利能力持续提升。24 年公司毛利率为 92.02%/+1.86pct，净利率为 50.68%/+12.39pct，主要系高毛利率的医疗器械占比提升。费用端，24 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 17.92%/-3.22pct、8.83%/-2.99pct、4.94%/-5.96pct、0.72%/-0.68pct，公司业务规模扩张下规模效应显现、费用率大幅下降。25Q1 毛利率 90.11%/-1.78pct、净利率 45.89%/+0.94pct，其中 25Q1 销售费用率 21.33%/-2.60pct、研发费用率 5.19%/+0.64pct、管理费用率 8.26%/-2.58pct。

发布 2025 年股票期权激励计划，坚定长期发展信心。公司发布 2025 年股票期权激励计划，拟授予股票期权数量 100 万份，占公司当前总股本 1.13%，来源系公司向激励对象定向发行股票或公司从二级市场回购的股票。本次激励草案覆盖人数为 87 人（包含副总经理、董秘等 4 位董监高以及 83 名其他对象），行权价格 276 元/股。本激励计划首次授予部分股票期权考核年度为 2025-2027 年三个会计年度，设定的业绩考核目标分别为 2025-2027 年公司归母净利润分别不低于 10、14、18 亿元，假设 5 月初授予，对应 25-28 年摊销费用为 4306.7、4083.9、1686.5、360 万元。

后续看点：25 年 4 月凝胶类三类证产品获批打开医美填充市场，原料、出海、新产品储备构建长期增长曲线。我们预计 2025 年薇旖美系列产品有望延续高增，主要得益于：1）4mg 极纯产品仍是主要增长动力，主要系通过继续拓展渠道；2）12mg 规格的薇旖美 164.88° ColNet 胶原网有望覆盖高单价客群、提升客单价；3）25 年 4 月，公司主打面中部增容的重组胶原蛋白低温凝胶获批，将打开重组胶原蛋白填充市场，后续有望替代动物源胶原蛋白和再生医美材料市场。**中长期维度看，医美矩阵充足打开成长空间，原料进入欧莱雅供应链、代工修丽可医美线贡献增量，出海有所贡献。**后续针对多型别重组胶原蛋白以及多领域（如阴道妇科、口腔、骨科）等证陆续筹备中；出海方向上公司优先开拓东南亚市场，24 年 11 月获得越南一项 D 类医疗器械注册证，后续将有所业绩增量贡献；原料端公司进入欧莱雅供应链、代工修丽可医美线贡献增量。

投资建议：预计 2025-2027 年公司营收为 21.9、29.0、36.6 亿元，同比+51.8%、+32.4%、+26.4%，归母净利润为 11.4、15.2、19.4 亿元，同比+55.0%、+34.2%、+27.5%，对应 PE 为 32X、24X、19X，维持“买入”评级。

风险提示：1）重组人源化胶原蛋白新材料研发项目不及预期甚至研发失败风险：公司主要在研项目的主要研究内容为重组人源化胶原蛋白新材料在人体各部位由浅入深，从体表到体腔到体内的应用拓展，其针对的适应症集中于妇科生殖、妇科、外科、泌尿科、骨科、口腔科和心血管科。上述适应症主要涉及人体体腔及体内的重组人源化胶原蛋白新材料注射应用，技术要求较高，难度较大，临床试验对于安全性及有效性的验证标准以及临床观察周期均高于目前已获批的植入剂产品，仍然存在一定的研发失败风险。

2）**现有技术升级迭代风险：**公司核心技术均拥有自主知识产权，自成立以来，公司不断扩充研发实力，形成了蛋白结构研究及功能区筛选技术、功能蛋白高效生物合成及转化技术、功能蛋白标准化注射剂研究平台、功能蛋白多维度评估 BSL-2 实验室及临床前应用平台五大核心技术平台，并以平台为出发点不断进行延伸开发。然而，近年来生物医药领域高速发展，技术能力不断提高。若未来在公司产品的应用领域，国际或者国内出现突破性的新技术或新产品，而公司未能及时调整技术路线，可能导致公司技术水平落后，从而对产品市场竞争力造成不利影响。

图 1:锦波生物拆分预估

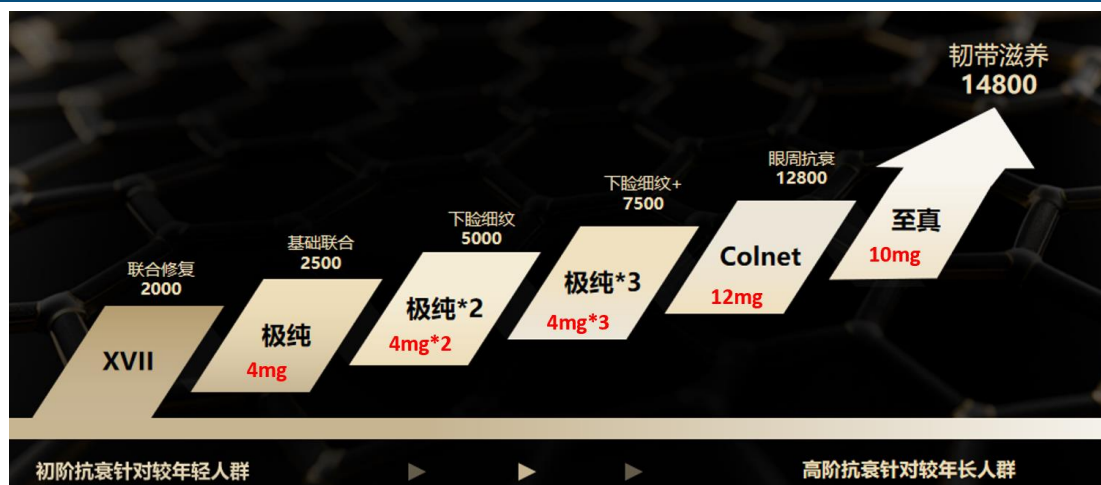
营收（百万元）	2021	2022	2023	2024
合计	233.4	390.2	780.3	1,442.8
yoy		67.2%	90.6%	84.9%
医疗器械	139.6	303.8	680.0	1,253.6
yoy		117.7%	123.8%	84.4%
单一材料		159.3	565.0	1,128.3
yoy			254.7%	99.7%
薇旖美	28.4	116.5	500.0	1000+
yoy		310.0%		
复合材料		146.14	114.93	125.31
yoy			-21.4%	9.0%
功能性护肤品	74.2	67.8	75.9	141.9
yoy		-8.6%	12.0%	86.8%
原料及其他销售	17.3	16.9	24.2	45.7
yoy		-2.3%	42.9%	89.1%

数据来源: wind, 中信建投证券

图 2:锦波生物主要获批三类证

获批三类器械证书	产品名称	规格	类型	推出时间	主要功效及部位	终端建议零售价
	薇旖美-极纯	4mg		2021年9月	聚焦眼周细纹	2500元
重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	薇旖美-至真	10mg	冻干纤维	2023年6月	注射层次深入真皮层以下, 可用于全面部全层次抗衰	14800元
	164.88ColNet 胶原	12mg		2025年2月	眼周抗衰再生材料	12800元
注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液	修丽可铂研针	2mg/ml溶液	溶液	2024年3月	主打鱼尾纹、额头纹、眉间纹	7200元/支
注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶		16.00mg/ml	凝胶	2025年4月	中面部容量缺失及轮廓缺陷	

数据来源: wind, 中信建投证券

图 3:公司旗下主要薇旖美系列产品矩阵


数据来源: 公司公告, 新氧, 中信建投证券

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	753	1,298	2,600	4,295	6,420
现金	519	941	2,036	3,553	5,485
应收票据及应收账款合计	129	195	331	438	554
其他应收款	4	9	11	15	19
预付账款	18	38	65	86	108
存货	66	97	130	166	208
其他流动资产	16	18	28	36	46
非流动资产	682	758	656	551	454
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	454	551	468	383	299
无形资产	25	23	28	33	35
其他非流动资产	203	185	160	136	121
资产总计	1,435	2,056	3,257	4,846	6,874
流动负债	262	292	418	540	675
短期借款	69	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	54	52	92	118	147
其他流动负债	139	241	326	422	528
非流动负债	219	233	172	117	68
长期借款	151	173	113	57	8
其他非流动负债	68	60	60	60	60
负债合计	481	525	590	657	743
少数股东权益	-1	-4	-4	-4	-4
股本	68	89	89	89	89
资本公积	331	316	316	316	316
留存收益	555	1,130	2,266	3,789	5,730
归属母公司股东权益	954	1,535	2,670	4,193	6,135
负债和股东权益	1,435	2,056	3,257	4,846	6,874

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	296	767	1,160	1,570	1,969
净利润	299	731	1,135	1,523	1,941
折旧摊销	49	66	102	105	97
财务费用	11	10	2	-6	-14
投资损失	0	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	-60	-47	-82	-55	-58
其他经营现金流	-3	8	5	5	5
投资活动现金流	-151	-154	-3	-3	-3
资本支出	156	164	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-307	-319	-3	-3	-3
筹资活动现金流	245	-190	-62	-50	-34
短期借款	44	-69	0	0	0
长期借款	-20	22	-60	-56	-49
其他筹资现金流	220	-143	-2	6	14
现金净增加额	389	423	1,095	1,517	1,932

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	780	1,443	2,190	2,899	3,664
营业成本	77	115	157	202	252
营业税金及附加	8	11	17	22	28
销售费用	165	259	377	493	615
管理费用	92	127	219	275	337
研发费用	85	71	105	139	176
财务费用	11	10	2	-6	-14
资产减值损失	-3	-14	-11	-14	-18
信用减值损失	-4	-4	-4	-6	-7
其他收益	13	22	25	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	348	854	1,325	1,780	2,270
营业外收入	4	6	8	8	8
营业外支出	1	3	2	2	2
利润总额	351	857	1,331	1,786	2,277
所得税	52	126	196	263	335
净利润	299	731	1,135	1,523	1,941
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	300	732	1,135	1,523	1,941
EBITDA	411	934	1,435	1,885	2,360
EPS (元)	3.39	8.27	12.83	17.21	21.93

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	99.96	84.92	51.78	32.40	26.35
营业利润(%)	175.68	145.35	55.07	34.33	27.57
归属于母公司净利润(%)	174.60	144.27	55.02	34.17	27.47
获利能力					
毛利率(%)	90.16	92.02	92.81	93.02	93.11
净利率(%)	38.42	50.75	51.84	52.53	52.99
ROE(%)	31.44	47.70	42.51	36.32	31.65
ROIC(%)	55.97	100.64	124.66	157.24	195.59
偿债能力					
资产负债率(%)	33.56	25.53	18.12	13.55	10.80
流动比率	2.87	4.44	6.22	7.95	9.52
速动比率	2.48	3.92	5.69	7.42	8.98
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.70	0.67	0.60	0.53
应收账款周转率	6.15	7.64	6.72	6.72	6.72
应付账款周转率	1.41	2.24	1.72	1.72	1.72
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.39	8.27	12.83	17.21	21.93
每股经营现金流(最新摊薄)	3.34	8.67	13.10	17.73	22.25
每股净资产(最新摊薄)	10.77	17.34	30.17	47.38	69.31
估值比率					
P/E	121.05	49.56	31.97	23.83	18.69
P/B	38.05	23.64	13.59	8.65	5.92
EV/EBITDA	42.73	18.94	24.10	17.55	13.21

数据来源: wind, 中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk