

2025 年 07 月 24 日

锦波生物 (832982)

——发布重磅新品，重新定义抗衰标准、引领自然美学

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 07 月 23 日

收盘价 (元)	341.80
一年内最高/最低 (元)	589.98/150.10
市净率	23.1
股息率% (分红/股价)	0.88
流通 A 股市场值 (百万元)	20,391
上证指数/深证成指	3,582.30/11,059.04

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	19.25
资产负债率%	24.74
总股本/流通 A 股 (百万)	115/60
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

事件：

- 近日，公司举行重源新生 HiveCOL 全球首发会，发布企业最新产品注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶（国械注准 20253130751）。发布会上，公司详细介绍了产品研发历程、核心技术、作用机制、关键性突破等内容。

投资要点：

- HiveCOL 功效：自然型塑、长效维持。**HiveCOL 具有“蜂巢胶原”结构，注射后一是能够迅速填补组织容量缺失，支撑凹陷；二是通过促进成纤维细胞黏附、迁移和增殖，持续新生 ECM。凝胶械三技术审评报告显示，产品临床有效性至少 6 个月。安全性方面，面中部血管丰富，也被称为“危险三角”，相较动物源胶原或传统填充材料，HiveCOL 具备应用优势。
- HiveCOL 打法：顺势而为、操作友好。**HiveCOL 100%人源化序列设计，能够精准模拟人体天然胶原的排列方式，产品具有良好的延展性和回弹性。首发会上专家现场施打产品，注射过程非常流畅，轻松实现自然型塑效果。
- HiveCOL 价值：重新定义抗衰标准、引领自然美学。**动物源胶原可能存在免疫原性、添加化学交联剂的产品存在毒性隐患，HiveCOL 基于自交联、自主装技术实现“人-材料-自然”和谐统一，重新定义抗衰标准。产品引申的自然型塑效果契合医美高消费人群对自然高级美的追求。
- HiveCOL 峰值：面向医美高消费人群，峰值潜力超 100 亿。**据艾媒咨询统计，2020 年国内轻医美用户 1520 万人，我们假设用户基数不增长。我们将近一年医美项目消费金额 10 万及以上的用户定义为高消费人群，据和君咨询统计，高消费人群占总用户的 14.2%，对应人数为 216 万人。HiveCOL 产品定位高于再生针剂，目前国内主要的再生针剂终端售价 1.5-2 万元/支，我们假设 HiveCOL 产品定价为 2 万元/支，按照行业约 4 倍加价倍率，出厂价约 0.5 万元/支。假设产品一次使用 2 支，一年使用 2 次，人群渗透率上限为 30%，测算产品年销售峰值可达 130 亿元。
- 维持“买入”评级。**我们维持盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 11.48/15.39/19.34 亿元，最新股价（2025/07/23 收盘）对应 PE 分别为 34/26/20 倍。**展望 25 全年，薇旖美冻干纤维仍享持证红利，以强运营力和多规格驱动成长，凝胶新品 7 月上市，提供第二增长曲线。中长期看，公司战略引入养生堂，将从医美单一驱动向多极增长进阶，望持续领跑行业，维持“买入”评级。**
- 风险提示：**新产品放量不及预期、行业竞争加剧、产品研发进度不及预期等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,443	366	2,390	3,227	3,952
同比增长率 (%)	84.9	62.5	65.6	35.0	22.5
归母净利润 (百万元)	732	169	1,148	1,539	1,934
同比增长率 (%)	144.3	66.3	56.8	34.1	25.6
每股收益 (元/股)	8.27	1.90	9.98	13.38	16.80
毛利率 (%)	92.0	90.1	91.0	90.0	90.0
ROE (%)	47.7	9.9	45.8	41.6	37.4
市盈率	54		34	26	20

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, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	780	1,443	2,390	3,227	3,952
其中: 营业收入	780	1,443	2,390	3,227	3,952
减: 营业成本	77	115	214	321	393
减: 税金及附加	8	11	24	32	40
主营业务利润	695	1,317	2,152	2,874	3,519
减: 销售费用	165	259	400	537	639
减: 管理费用	92	127	223	288	309
减: 研发费用	85	71	183	248	309
减: 财务费用	11	10	8	6	5
经营性利润	342	850	1,338	1,795	2,257
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-4	-4	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-3	-14	0	0	0
加: 投资收益及其他	13	23	10	11	11
营业利润	348	854	1,347	1,805	2,268
加: 营业外净收入	3	3	0	0	0
利润总额	351	857	1,347	1,805	2,268
减: 所得税	52	126	199	266	334
净利润	299	731	1,148	1,539	1,934
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	300	732	1,148	1,539	1,934

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，可以向我们的销售员索取。

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。