

锦波生物（832982）

2025 年半年报点评：营业收入同比+42.4%，下半年新品凝胶放量可期

买入（维持）

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	2,103.75	2,938.79	3,729.88
同比（%）	99.96	84.92	45.81	39.69	26.92
归母净利润（百万元）	299.80	732.30	1,040.56	1,459.51	1,856.24
同比（%）	174.60	144.27	42.09	40.26	27.18
EPS-最新摊薄（元/股）	2.61	6.36	9.04	12.68	16.13
P/E（现价&最新摊薄）	122.83	50.29	35.39	25.23	19.84

投资要点

- **公司 2025H1 营收同比+42.4%**：公司披露 2025 年中报，2025H1 实现营收 8.6 亿元，同比+42.4%，归母净利 3.9 亿元，同比+26.7%，扣非后归母净利 3.8 亿元，同比+27.6%。单拆 25Q2，公司实现营收 4.9 亿元，同比+30.4%，归母净利 2.2 亿元，同比+7.4%，扣非后归母净利 2.2 亿元，同比+7.0%。
- **医疗器械产品销售稳健，功能性护肤品实现高增**：分产品看，25H1 医疗器械/功能性护肤品/原料营收分别 7.1/1.2/0.3 亿元，同比分别+33.4%/+152.4%/+12.4%，占比分别 82.5%/14.1%/3.1%。医疗器械营收增长主要系核心医疗器械 A 型重组人源化胶原蛋白产品增长；功能性护肤品高增主要系重源、ProtYouth 等品牌收入增长。
- **由于股权激励、前置营销投放等因素，销售费用投放加大**。①**毛利率**：25H1 为 90.7%，同比-0.9pct；25Q2 毛利率为 91.1%，同比-0.3pct。②**期间费用率**：25H1 为 34.9%，同比+2.9pct；25Q2 期间费用率为 34.5%，同比+7.5pct，主要系报告期内股权激励费用、凝胶新品品牌推广、销售团队投放增加等。③**净利率**：25H1 为 45.5%，同比-5.8pct；25Q2 净利率为 45.2%，同比-10.0pct，期间费用率上升导致公司盈利能力有所承压。
- **全球首个可注射凝胶产品获批，有望打开国内成长曲线**。25 年 4 月凝胶产品正式获批上市，有望打开国内成长曲线。25 年 7 月公司推出重源新生 HiveCOL 蜂巢胶原凝胶新品，实现全球首个 100%人源化的技术突破，为组织抗衰领域开辟新路径，凝胶新品有望打开国内成长曲线。
- **加强战略合作，加速布局出海战略**：2025 年 6 月，公司以引入战投的方式向养生堂定向增发，建立深度战略合作，有望加速重组人源化胶原蛋白技术产业化进程。2024 年公司重组 III 型人源化胶原蛋白注射产品已获得越南 D 类医疗器械注册证，2025 年 7 月面向全球招募拥有泰国医疗器械渠道网络的战略合作伙伴，加速布局出海战略，打开长期成长空间。
- **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，三类械产品薇旐美持续快速放量，同时在研储备丰富，长期健康增长可期。考虑到股权激励费用以及生物制品税政策变动，我们将 2025-2027 年归母净利润预测由 11.1/15.6/20.0 亿元下调至 10.4/14.6/18.6 亿元，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 35/25/20X，维持“买入”评级。
- **风险提示**：行业竞争加剧、新品推广不及预期、出海不及预期等。

2025 年 08 月 12 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	320.03
一年最低/最高价	150.10/589.98
市净率(倍)	20.91
流通 A 股市值(百万元)	19,414.83
总市值(百万元)	36,824.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.31
资产负债率(%,LF)	25.77
总股本(百万股)	115.07
流通 A 股(百万股)	60.67

相关研究

《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》

2025-04-23

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	2,339	3,921	5,834	营业总收入	1,443	2,104	2,939	3,730
货币资金及交易性金融资产	941	1,810	3,195	4,930	营业成本(含金融类)	115	137	176	205
经营性应收款项	233	377	521	657	税金及附加	11	27	38	37
存货	97	111	145	169	销售费用	259	463	647	802
合同资产	0	0	0	0	管理费用	127	189	264	328
其他流动资产	27	42	60	77	研发费用	71	111	156	190
非流动资产	758	787	852	913	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	1,213	1,703	2,167
其他非流动资产	146	97	97	97	营业外净收支	3	4	4	4
资产总计	2,056	3,126	4,773	6,746	利润总额	857	1,217	1,707	2,171
流动负债	292	383	520	637	减:所得税	126	176	248	315
短期借款及一年内到期的非流动负债	64	59	85	111	净利润	731	1,041	1,460	1,856
经营性应付款项	52	97	125	146	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	43	53	84	107	归属母公司净利润	732	1,041	1,460	1,856
其他流动负债	134	174	226	274	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.36	9.04	12.68	16.13
非流动负债	233	276	326	326	EBIT	875	1,217	1,707	2,171
长期借款	80	80	80	80	EBITDA	929	1,280	1,785	2,250
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	49.46	49.66	49.77
其他非流动负债	60	58	58	58	收入增长率(%)	84.92	45.81	39.69	26.92
负债合计	525	658	846	963	归母净利润增长率(%)	144.27	42.09	40.26	27.18
归属母公司股东权益	1,535	2,472	3,931	5,788					
少数股东权益	(4)	(4)	(4)	(4)					
所有者权益合计	1,531	2,468	3,927	5,784					
负债和股东权益	2,056	3,126	4,773	6,746					

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	1,020	1,448	1,846	每股净资产(元)	17.34	21.48	34.17	50.30
投资活动现金流	(154)	(85)	(139)	(136)	最新发行在外股份(百万股)	115	115	115	115
筹资活动现金流	(190)	(66)	76	26	ROIC(%)	50.20	46.12	41.55	35.55
现金净增加额	423	869	1,385	1,735	ROE-摊薄(%)	47.70	42.10	37.13	32.07
折旧和摊销	66	63	78	79	资产负债率(%)	25.53	21.06	17.72	14.27
资本开支	(156)	(105)	(119)	(116)	P/E (现价&最新股本摊薄)	50.29	35.39	25.23	19.84
营运资本变动	(55)	(78)	(86)	(86)	P/B (现价)	18.45	14.90	9.37	6.36

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>