

公司研究

销售费用大幅增长，影响 Q2 利润表现

——锦波生物（832982.BJ）2025 年半年报点评

买入（维持）

当前价：320.03 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

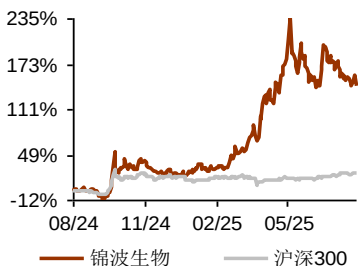
021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.15
总市值(亿元):	368.26
一年最低/最高(元):	114.21/451.74
近 3 月换手率:	59.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.93	-12.01	115.34
绝对	-11.32	-6.05	139.29

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-04-23）

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）

要点

事件：公司发布 2025 年中报，营业收入为 8.6 亿元，同比增长 42.4%，归母净利润为 3.9 亿元，同比增长 26.7%。1Q/2Q2025 公司营业收入为 3.7/4.9 亿元，同比增长 62.5%/30.4%，归母净利润为 1.7/2.2 亿元，同比增长 66.3%/7.4%。

点评：

医疗器械业务收入快速增长，护肤品业务高速快跑：分业务板块看，1H2025 医疗器械/功能性护肤/原料的营收分别是 7.08/1.21/0.27 亿元，分别同比+33.41%/+152.39%/+12.40%，营收占比为 82.5%/14.1%/3.1%，分别同比-5.6/+6.1/-0.8pcts。细分至医疗器械，单一材料医疗器械/复合材料医疗器械的营收分别是 6.45/0.63 亿元，分别同比+34.70%/+21.52%。细分至功能性护肤品，单一成分功能性护肤品/复合成分功能性护肤品的营收分别是 0.19/1.02 亿元，分别同比+59.76%/+182.85%。医疗器械业务收入保持较高增速，体现出薇旖美®产品系列的持续渗透和获客能力，同时公司“重源”、“ProtYouth®”等护肤品牌逐步展现出强劲的增长势能，成为公司业绩长期增长的第二驱动力。

分销售区域看，1H2025 华北/华东/华南/华西/华中/境外分别实现营收 3.65/2.87/0.79/0.85/0.40/0.03 亿元，分别同比+25.66%/+72.95%/+17.88%/+79.68%/+33.78%/+31.96%，营收占比分别为 42.55%/33.36%/9.19%/9.84%/4.71%/0.35%。华北和华东地区为主要市场，两者合计营收贡献达到 75.91%，华东和华西地区收入增速突出。截至 2025H1 末，公司已覆盖终端医疗机构超 4000 家。

加大品牌推广+股权激励，销售费用率有所增长：1H2025，由于收入结构调整、毛利率较低的护肤品业务占比提升，以及原料业务毛利率的下滑，公司毛利率同比-0.9pcts 至 90.7%，叠加销售费用率提升，公司归母净利率同比-5.7pcts 至 45.7%。2Q2025，公司毛利率同比-0.3pcts 至 91.1%，归母净利率为 45.4%，同比-9.8pcts。

1H2025，分业务板块看，医疗器械/功能性护肤/原料的毛利率分别是 95.0%/70.8%/68.0%，分别同比+0.6/+6.0/-15.0pcts；细分至医疗器械，单一材料医疗器械/复合材料医疗器械的毛利率分别是 96.8%/76.7%，分别同比+0.6/-1.3pcts。细分至功能性护肤品，单一成分功能性护肤品/复合成分功能性护肤品的毛利率分别是 92.6%/66.7%，分别同比-0.04/+11.1pcts。

1H2025，分销售区域看，华北/华东/华南/华西/华中/境外的毛利率分别是 91.4%/89.2%/86.9%/96.0%/92.3%/72.0%，分别同比-0.4/-2.6/-3.3/+2.9/+2.3/-10.6pcts。

1H2025 公司期间费用率同比+2.9pcts 至 34.9%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.1%/8.0%/5.3%/0.5%，分别同比+3.2/-1.3/+1.2/-0.3pcts。我们认为，公司销售费用率同比增长的主要原因系：①公司上半年积极推进凝胶新品发布，同时加大了对护肤品牌的营销投入，导致线上推广及服务费用、会议及展览费用同比增加；②公司实施股权激励，导致相应股份支付摊销费用同比增加 653 万元。

2Q2025 公司期间费用率同比+7.5pcts 至 34.5%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.8%/7.8%/5.4%/0.4%，分别同比+6.6/-0.5/+1.6/-0.2pcts。

产品+市场+资本三重发力，绘制可持续增长蓝图：产品端，今年 7 月，公司重源®新生 HiveCOL 蜂巢胶原正式上市，标志着公司全面覆盖了重组胶原蛋白从溶液到冻干纤维到凝胶的三类械产品，将应用范围从水光拓展至市场空间更大的填充领域；市场端，公司积极与下游医美机构开展深度合作，并于今年 7 月全球招募泰国重组人源化胶原蛋白战略合作伙伴，开启走向国际市场之路，亦和美团平台深度合作，依托美团医美覆盖的 1.4 万家医美机构以及私域营销工具，将客户群体下探至更广阔的中产阶层，实现渠道补位；资本端，今年 6 月，公司发布公告称，拟向养生堂定向增发 717.6 万股，募集资金总额不超过 20 亿元，交易完成后养生堂将直接持股 5.9%，强强联合有望助力公司加快应用转化，增强品牌营销基因。

协同效应下，有望进一步释放潜能，维持“买入”评级：考虑到公司加大品牌推广力度，我们上调对公司 2025-2027 年销售费用率的预测，下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 10.1/13.1/16.9 亿元（下调幅度为 7%/12%/14%），2025-2027 年对应 EPS 分别是 8.78、11.41、14.66 元，当前股价对应 PE 分别为 36、28、22 倍，公司业绩增长具有持续性，引入战略投资者后，有望强强联合、释放潜能，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	1,010	1,313	1,687
归母净利润增长率	174.60%	144.27%	37.94%	29.97%	28.51%
EPS（元）	4.40	8.27	8.78	11.41	14.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.44%	47.70%	42.65%	39.45%	37.03%
P/E	73	39	36	28	22
P/B	22.8	18.5	15.5	11.1	8.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-11；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，2025 年 6 月 11 日因资本公积转增致股本增至 1.15 亿股，预计 2025-27 年末股本为 1.15 亿股

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	187	250	322
折旧和摊销	38	49	68	78	90
税金及附加	8	11	21	28	37
销售费用	165	259	437	624	841
管理费用	92	127	173	233	303
研发费用	85	71	110	160	208
财务费用	11	10	4	-16	-22
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	348	854	1,183	1,538	1,977
利润总额	351	857	1,183	1,538	1,977
所得税	52	126	174	226	291
净利润	299	731	1,009	1,312	1,686
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	300	732	1,010	1,313	1,687
EPS(元)	4.40	8.27	8.78	11.41	14.66

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	296	767	944	1,283	1,636
净利润	300	732	1,010	1,313	1,687
折旧摊销	38	49	68	78	90
净营运资金增加	154	254	329	309	372
其他	-197	-268	-464	-416	-514
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	-343	-443
股本变化	6	20	27	0	0
债务净变化	31	11	-52	3	5
无息负债变化	76	33	-23	107	110
净现金流	389	423	368	545	698

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	90.2%	92.0%	91.0%	91.1%	91.2%
EBITDA 率	52.6%	65.7%	59.5%	57.3%	56.2%
EBIT 率	47.3%	62.0%	56.3%	54.5%	53.7%
税前净利润率	45.0%	59.4%	56.8%	54.7%	54.1%
归母净利润率	38.4%	50.8%	48.5%	46.7%	46.2%
ROA	20.8%	35.6%	35.9%	33.8%	32.3%
ROE (摊薄)	31.4%	47.7%	42.7%	39.4%	37.0%
经营性 ROIC	39.2%	65.5%	56.4%	54.4%	52.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	34%	26%	16%	14%	13%
流动比率	2.87	4.44	6.07	6.39	6.86
速动比率	2.62	4.11	5.56	5.87	6.33
归母权益/有息债务	7.19	10.70	25.86	35.18	45.75
有形资产/有息债务	10.18	13.45	29.95	40.16	51.50

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	2,813	3,882	5,224
货币资金	519	941	1,309	1,855	2,553
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	157	210	270
其他流动资产	16	23	36	51	68
流动资产合计	753	1,298	1,872	2,603	3,520
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	546	685	877
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	942	1,279	1,704
总负债	481	525	450	560	675
短期借款	69	0	0	0	0
应付账款	54	52	84	112	144
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	309	408	513
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	2,363	3,322	4,549
股本	68	89	115	115	115
公积金	365	360	347	347	347
未分配利润	521	1,086	1,906	2,866	4,094
归属母公司权益	954	1,535	2,368	3,328	4,556
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%	21.00%	22.20%	23.00%
管理费用率	11.82%	8.83%	8.30%	8.30%	8.30%
财务费用率	1.40%	0.72%	0.21%	-0.57%	-0.59%
研发费用率	10.89%	4.94%	5.30%	5.70%	5.70%
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	3.07	3.99	5.13
每股经营现金流	4.34	8.67	8.20	11.15	14.21
每股净资产	14.01	17.34	20.58	28.92	39.60
每股销售收入	11.46	16.30	18.10	24.43	31.77

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	73	39	36	28	22
PB	22.8	18.5	15.5	11.1	8.1
EV/EBITDA	53.1	29.6	29.2	22.3	17.3
股息率	0.3%	0.6%	1.0%	1.2%	1.6%

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