2025 年 08 月 11 日

锦波生物（832982.BJ）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

凝胶获批贡献增量空间，出海逻辑强化

国金证券研究所
分析师：杨欣（执业 S1130522080010）
yangxin1@gjzq.com.cn
分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn
分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）
yangyuqin@gjzq.com.cn

市价（人民币）：320.03 元

相关报告：

1.《锦波生物深度：薇旖美放量确定性高，多剂型+多型别+多适应症蓄...》，2024.11.26

业绩简评

2025 年 8 月 11 日公司披露半年报，上半年实现营收 8.59 亿元，同比增长 42.43%；实现归母净利润 3.92 亿元，同比增长 26.65%；扣非归母净利 3.87 亿元，同比增长 27.56%。业绩持续高增系医疗器械和功能性护肤品收入增长，尤其是 A 型胶原蛋白植入剂和“重源”、“ProtYouth®”品牌销售增长。

经营分析

盈利能力维持高位，销售、研发投入加码。（1）盈利端：25H1 毛利率为 90.68%，受高成本原料出口业务增加影响，毛利率同比小幅下降 0.9pct，高毛利核心产品重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶持续放量；分业务来看，医疗器械/功能性护肤/原料板块收入同比+33.41%/152.39%/+12.04%，毛利率同比+0.61/+6.02/-15.03pct；归母净利率为 45.66%，同比降低 5.69pct，仍处于盈利区间高位；（2）费用端：25H1 费用率为 34.87%，同比上升 1.44pct，其中销售费用同比+67.77%，主要由于人员支出及股权激励摊销增加，研发费用同比+85.43%，主要由于深化与北大医学部等机构合作。

全球首个注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶获批，技术领先优势持续强化。2025 年 4 月公司凝胶类获批国家药监局三类医疗器械注册证，与冻干纤维、溶液共计三款重组胶原蛋白三类证，完成全剂型布局。凝胶产品重源®新生 HiveCOL 蜂巢胶原于 2025 年 7 月 21 日发布，注射后可实现即刻容积填充，与 4mg 规格薇旖美极纯形成显著差异化，在 10mg 规格薇旖美至真等产品基础上进一步拓宽薇旖美注射填充类布局。同期公司新增 14 项发明专利授权，并完成 9UFG 人体胶原蛋白原子结构解析。

出海逻辑持续强化，核心产品国际化布局取得关键突破。报告期内，公司 ProtYouth 系列 5 款功能性护肤品先后获得美国 FDA 和沙特阿拉伯认证，重组Ⅲ型人源化胶原蛋白医疗器械成功在泰国注册，强化东南亚市场准入，同时新增 4 项国际专利。25H1 境外业务收入 297.94 万元，同比+31.96%，原料出口成为重要增长点。

盈利预测、估值与评级

公司是目前市场上唯一获批生产重组人源化胶原蛋白植入剂企业，核心产品薇旖美持续放量，同时蜂巢胶原技术突破+出海逻辑强化提升市场天花板。预计 25-27 年公司归母净利润 10.72/14.75/19.27 亿元，同比+46.36%/+37.64%/+30.63%，对应 PE 34/25/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示

技术发展/获证进展不及预期，重组胶原蛋白赛道竞争加剧。

公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	780	1,443	2,155	2,920	3,821
营业收入增长率	99.96%	84.92%	49.36%	35.51%	30.84%
归母净利润(百万元)	300	732	1,072	1,475	1,927
归母净利润增长率	174.60%	144.27%	46.36%	37.64%	30.63%
摊薄每股收益(元)	4.403	8.273	9.315	12.822	16.749
每股经营性现金流净额	4.34	8.67	10.18	13.46	17.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.44%	47.70%	49.20%	48.16%	45.67%
P/E	59.34	25.02	34.36	24.96	19.11
P/B	18.65	11.93	16.91	12.02	8.73

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	**390**	**780**	**1,443**	**2,155**	**2,920**	**3,821**
增长率	44.7%	100.0%	84.9%	49.4%	35.5%	30.8%
主营业务成本	-57	-77	-115	-174	-264	-364
%销售收入	14.6%	9.8%	8.0%	8.1%	9.0%	9.5%
毛利	333	703	1,328	1,981	2,656	3,457
%销售收入	85.4%	90.2%	92.0%	91.9%	91.0%	90.5%
营业税金及附加	-7	-8	-11	-19	-20	-27
%销售收入	1.9%	1.0%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%
销售费用	-105	-165	-259	-431	-531	-688
%销售收入	26.9%	21.1%	17.9%	20.0%	18.2%	18.0%
管理费用	-45	-92	-127	-172	-248	-321
%销售收入	11.4%	11.8%	8.8%	8.0%	8.5%	8.4%
研发费用	-45	-85	-71	-114	-149	-199
%销售收入	11.6%	10.9%	4.9%	5.3%	5.1%	5.2%
息税前利润（EBIT）	131	353	859	1,244	1,707	2,223
%销售收入	33.6%	45.3%	59.6%	57.7%	58.5%	58.2%
财务费用	-8	-11	-10	9	19	32
%销售收入	2.1%	1.4%	0.7%	-0.4%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	-3	-7	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	3
%税前利润	n.a	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
营业利润	126	348	854	1,264	1,736	2,267
营业利润率	32.4%	44.6%	59.2%	58.7%	59.4%	59.3%
营业外收支	1	3	3	0	0	0
税前利润	127	351	857	1,264	1,736	2,267
利润率	32.6%	45.0%	59.4%	58.7%	59.4%	59.3%
所得税	-18	-52	-126	-192	-260	-340
所得税率	14.3%	14.9%	14.7%	15.2%	15.0%	15.0%
净利润	109	299	731	1,072	1,475	1,927
少数股东损益	0	-1	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	**109**	**300**	**732**	**1,072**	**1,475**	**1,927**
净利率	28.0%	38.4%	50.8%	49.7%	50.5%	50.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	109	299	731	1,072	1,475	1,927
少数股东损益	0	-1	-1	0	0	0
非现金支出	29	57	84	59	72	82
非经营收益	9	9	7	20	6	3
营运资金变动	-23	-69	-55	-42	-87	-90
经营活动现金净流	**124**	**296**	**767**	**1,109**	**1,466**	**1,923**
资本开支	-100	-152	-156	-179	-140	-140
投资	3	0	0	-20	20	0
其他	1	1	1	0	0	3
投资活动现金净流	**-96**	**-151**	**-154**	**-199**	**-120**	**-138**
股权募资	1	258	0	0	0	0
债权募资	42	31	-29	-67	0	0
其他	-11	-44	-161	-436	-596	-776
筹资活动现金净流	**31**	**245**	**-190**	**-503**	**-596**	**-776**
现金净流量	**59**	**389**	**423**	**407**	**750**	**1,009**

资产负债表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	129	519	941	1,321	2,052	3,047
应收款项	61	133	204	289	400	534
存货	44	66	97	128	181	249
其他流动资产	18	35	56	58	78	100
流动资产	253	753	1,298	1,797	2,711	3,931
%总资产	31.0%	52.5%	63.1%	67.5%	74.4%	79.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	382	493	480	630	688	737
%总资产	46.8%	34.4%	23.3%	23.7%	18.9%	15.0%
无形资产	36	72	112	107	121	134
非流动资产	563	682	758	864	931	989
%总资产	69.0%	47.5%	36.9%	32.5%	25.6%	20.1%
资产总计	**816**	**1,435**	**2,056**	**2,661**	**3,642**	**4,920**
短期借款	45	102	64	50	50	50
应付款项	44	71	77	131	192	262
其他流动负债	43	90	151	155	209	274
流动负债	132	262	292	336	452	586
长期贷款	57	31	80	80	80	80
其他长期负债	186	188	153	71	52	38
负债	375	481	525	486	583	704
普通股股东权益	440	954	1,535	2,178	3,064	4,220
其中：股本	62	68	89	109	109	109
未分配利润	258	521	1,086	1,729	2,614	3,771
少数股东权益	1	-1	-4	-4	-4	-4
负债股东权益合计	**816**	**1,435**	**2,056**	**2,661**	**3,642**	**4,920**

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.751	4.403	8.273	9.315	12.822	16.749
每股净资产	7.062	14.007	17.345	18.931	26.624	36.673
每股经营现金净流	1.987	4.341	8.667	10.177	13.460	17.648
每股股利	0.000	2.500	3.000	3.936	5.417	7.076
回报率						
净资产收益率	24.80%	31.44%	47.70%	49.20%	48.16%	45.67%
总资产收益率	13.39%	20.90%	35.62%	40.29%	40.50%	39.17%
投入资本收益率	20.63%	27.64%	43.72%	45.81%	45.50%	43.48%
增长率						
主营业务收入增长率	67.15%	99.96%	84.92%	49.36%	35.51%	30.84%
EBIT增长率	129.20%	169.42%	143.38%	44.81%	37.17%	30.22%
净利润增长率	90.24%	174.60%	144.27%	46.36%	37.64%	30.63%
总资产增长率	46.50%	75.91%	43.33%	29.40%	36.90%	35.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.4	42.7	39.3	46.0	47.0	48.0
存货周转天数	241.1	261.0	258.0	270.0	250.0	250.0
应付账款周转天数	144.6	209.4	168.0	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	336.6	168.9	116.5	100.1	78.6	62.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.27%	-40.50%	-52.10%	-54.79%	-62.83%	-69.21%
EBIT利息保障倍数	16.3	32.3	83.2	-131.3	-91.6	-69.6
资产负债率	45.95%	33.56%	25.53%	18.28%	16.00%	14.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	12	17	49
增持	0	0	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.00**	**1.14**	**1.19**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究