

2025 年 08 月 13 日

锦波生物 (832982)

——看好 Q3 销售提速，期待凝胶第二曲线

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 08 月 13 日

收盘价 (元)	301.49
一年内最高/最低 (元)	589.98/150.10
市净率	19.7
股息率% (分红/股价)	1.00
流通 A 股市值 (百万元)	17,986
上证指数/深证成指	3,683.46/11,551.36

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	15.31
资产负债率%	25.77
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：

- **公司发布 2025 年半年报：**25H1 实现营收 8.59 亿元，同增 42.4%；归母净利 3.92 亿元，同增 26.6%；扣非归母 3.87 亿元，同增 27.6%。单 Q2 实现营收 4.92 亿元，同增 30.4%；归母净利 2.24 亿元，同增 7.4%；扣非归母 2.20 亿元，同增 7.0%。Q2 收入符合市场预期，利润低于市场预期，主要系销售费用阶段性高增，Q2 销售费率同比增加 6.5Pcts 至 20.8%，主要用于新品宣发及品牌推广。
- **利润分配：**公司派发中期现金股利，合计分红 1.15 亿元，占 25H1 归母净利的 29.35%。

投资要点：

- **2025H1 收入端：冻干纤维是“压舱石”，培育凝胶为第二曲线，护肤品业务增势强劲。**分业务看，单一医疗器械/复合医疗器械/功能性护肤/原料及其他/其他业务收入占比分别为：75.1%/7.3%/14.1%/3.1%/0.3%。**(1) 单一医疗器械：**实现收入 6.45 亿元，仍为第一大增长极，25H1 公司着力丰富产品矩阵（新增 ColNet 胶原网，多个定制款产品），满足不同层级机构获客、留存、升单诉求。新品 HiveCOL 凝胶 7 月 21 日首发，面向医美高消费人群，公司首创“117 重源新生俱乐部”模式构建产品稀缺性心智，有望加快产品市场导入。**(2) 复合医疗器械：**实现收入 0.63 亿元，同比+21.5%；**(3) 功能性护肤品：**实现收入 1.21 亿元、同比+152.4%，主要系自主品牌销售增长及大客户定制业务增加，护肤品市场，重组胶原蛋白仍是热门成分，护肤品需求持续释放；**(4) 原料及其他业务：**实现收入 0.27 亿元，同比+12.4%。25H1 末，公司存货较期初增加 58.7%，合同负债较期初增加 31.3%，显示下游拿货意愿积极，看好 Q3 起销售提速。
- **2025H1 盈利端：主要因品牌推广力度加大，前置新品销售费用，净利率降至 45.7%。**2025H1 公司综合毛利率 90.7%，同比减少 0.9Pcts，主要因产品结构变化（护肤品占比提升）。25H1 期间费用率 34.9%，同比增加 2.9Pcts，其中销售费率增长较快，主要用于 HiveCOL 凝胶宣发、ColNet 宣发、品牌推广、确认股权激励费用等。
- **海外市场有序拓展，探索新增长点。****(1) 医疗器械：**重组人源化胶原蛋白冻干纤维取得泰国医疗器械注册证；**(2) 护肤品：**高端品牌 ProtYouth 获得美国、沙特等国家市场准入；**(3) 原料：**公司积极参展，接洽合作，收入较快增长。
- **下调盈利预测，维持“买入”评级。**因 Q2 利润低于预期，我们下调盈利预测，预计公司 25-27 年营业收入分别为 23.39/32.13/39.43 亿元（原值为 23.90/32.27/39.52 亿元），归母净利润分别为 10.42/14.74/18.67 亿元（原值为 11.48/15.39/19.34 亿元），最新市值对应 PE 分别为 33/24/19 倍，考虑公司成长动能充沛，采用 PEG 估值，可比公司 25 年 PEG 均值 1.21。展望 25/26 年，公司构建胶原全品类筑强竞争优势，医美业务望延续第一大增长极，中长期看，公司战略引入养生堂，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	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,443	859	2,339	3,213	3,943
同比增长率 (%)	84.9	42.4	62.1	37.4	22.7
归母净利润 (百万元)	732	392	1,042	1,474	1,867
同比增长率 (%)	144.3	26.6	42.3	41.5	26.6
每股收益 (元/股)	8.27	3.41	9.06	12.81	16.23
毛利率 (%)	92.0	90.7	89.8	88.2	88.3
ROE (%)	47.7	22.3	43.4	41.4	37.4
市盈率	47		33	24	19

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	780	1,443	2,339	3,213	3,943
其中：营业收入	780	1,443	2,339	3,213	3,943
减：营业成本	77	115	239	378	463
减：税金及附加	8	11	23	32	39
主营业务利润	695	1,317	2,077	2,803	3,441
减：销售费用	165	259	442	543	639
减：管理费用	92	127	222	287	308
减：研发费用	85	71	182	248	309
减：财务费用	11	10	8	7	5
经营性利润	342	850	1,223	1,718	2,180
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	-11	0	0
加：投资收益及其他	13	23	10	11	11
营业利润	348	854	1,222	1,729	2,190
加：营业外净收入	3	3	0	0	0
利润总额	351	857	1,222	1,729	2,190
减：所得税	52	126	180	255	323
净利润	299	731	1,042	1,474	1,867
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	1,042	1,474	1,867

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。