

公司研究 | 点评报告 | 锦波生物 (832982.BJ)

锦波生物 2025 年中报点评：收入韧性凸显，凝胶贡献第二增长曲线

报告要点

公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营收 8.59 亿元，同比增长 42.43%；归母净利润 3.92 亿元，同比增长 26.65%。单二季度，公司实现营收 4.92 亿元，同比增长 30.44%；归母净利润 2.24 亿元，同比增长 7.4%。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BUV258



罗祎

SAC: S0490520080019



曾维朵

锦波生物 (832982.BJ)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

锦波生物 2025 年中报点评：收入韧性凸显，凝胶贡献第二增长曲线

事件描述

公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营收 8.59 亿元，同比增长 42.43%；归母净利润 3.92 亿元，同比增长 26.65%。单二季度，公司实现营收 4.92 亿元，同比增长 30.44%；归母净利润 2.24 亿元，同比增长 7.4%。

事件评论

- **收入端，薇旖美稳健增长，功效性护肤环比提速。**分品类来看，2025H1 单一材料/复合材料医疗器械分别实现营收 6.45/0.63 亿元，同比增长 35%/22%；功能性护肤品/原料业务分别实现营收 1.21/0.27 亿元，同比增长 152%/12%，即核心产品薇旖美仍处良性增长区间；功效性护肤品环比 24 年提速，主因“重源”、“ProtYouth”等品牌收入增长。
- **盈利端，费率受新品上市及股权激励影响、阶段性抬升，引发利润率调整。**2025H1 毛利率达 90.7%，同比小幅下滑 0.9 个百分点。费用端，销售/管理/研发/财务费用率分别变动 3.2/-1.3/1.2/-0.3 个百分点，其中：管理费改善，彰显内部规模效益；销售费率提升，主因本期公司销售人员数量及薪酬增加，同时本期公司实施股权激励相应股份支付摊销费用、以及品牌推广费用均有增加；研发费率增加，主因深化科研机构合作、增加临床试验投入。综合来看，归母净利率下滑 5.7 个百分点至 45.7%，预计主因：1) 销售费率阶段性抬升，主要系新产品上市前预提部分品牌推广费用；2) 资产减值损失、信用减值损失合计扩大 1.3 个百分点，前者主因本期部分研发项目调整，前期投入的开发支出计提减值准备，后者主因销售规模扩大，应收账款及应收票据增加、坏账准备相应增加。
- **单二季度，收入高基数下稳健增长，利润增速阶段性收窄。**2025Q1-Q2，公司分别实现营收 3.66、4.92 亿元，同比增长 63%、30%；归母净利润 1.69、2.24 亿元，同比增长 66%、7%。单季度毛利率达 91.1%，环比 Q1 改善 1.0 个百分点，显现出单二季度公司产品结构或有改善。费用端，销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动 6.6/-0.5/1.6/-0.2 个百分点，销售费率的扩大，为利润率下滑的核心成因。
- **投资建议：**我们认为，公司在去年 Q2 业绩高基数背景下，单二季度保持收入超 30% 良好增长，彰显了核心产品及业务的销售韧性。考虑到下半年公司业绩基数恢复正常，经营情况有望改善，预计 2025-2027 年公司 EPS 为 9.45、12.54、15.86 元/股，维持买入评级。

风险提示

1、渠道扩张较快使得公司品牌推广受阻；2、公司重组胶原蛋白相关技术突破和产品获批不达预期。

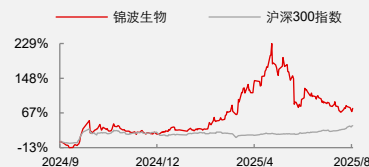
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	312.48
总股本(万股)	11,507
流通A股/B股(万股)	6,122/0
每股净资产(元)	15.31
近12月最高/最低价(元)	589.98/150.10

注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《锦波生物 2024 年报及 2025 一季报点评：薇旖美持续亮眼增长，新品三类械空间可期》2025-05-21
- 《锦波生物 2024 年三季报点评：核心单品延续放量，胶原蛋白行业仍处于较高景气周期》2024-11-17
- 《锦波生物 2024 年中报点评：渠道渗透提速，驱动收入盈利提速》2024-09-03



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、渠道扩张较快使得公司品牌推广受阻。在公司产品流通过程中，如果下游客户将公司产品销往没有合规经营资质的医疗美容机构或者销往生活美容机构用于医疗美容，存在给公司产品声誉带来不利影响的风险。
- 2、公司重组胶原蛋白相关技术突破和产品获批不达预期。公司主要在研项目为重组人源化胶原蛋白新材料，技术要求较高，难度较大，临床试验对于安全性及有效性的验证标准以及临床观察周期均高于目前已获批的植入剂产品，仍然存在一定的研发失败风险。同时，公司取得新的研发成果后需要进一步推进产品产业化、市场化和经营规模化。二类、三类医疗器械产品须经过产品技术要求制定和审核、临床试验、质量管理体系考核和注册审批等阶段，才能获得国家药品监督管理局等监管部门颁发的产品注册证书，因此存在未来个别产品不能及时注册的可能性。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1443	2086	2858	3630	货币资金	941	1817	3169	4903
营业成本	115	198	257	327	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1328	1888	2601	3303	应收账款	184	265	364	462
%营业收入	92%	91%	91%	91%	存货	97	166	216	274
营业税金及附加	11	11	16	22	预付账款	38	50	64	82
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	38	53	66	79
销售费用	259	355	514	653	流动资产合计	1298	2351	3879	5799
%营业收入	18%	17%	18%	18%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	127	136	200	254	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	9%	7%	7%	7%	固定资产合计	460	475	486	496
研发费用	71	167	229	290	无形资产	23	23	23	23
%营业收入	5%	8%	8%	8%	商誉	0	0	0	0
财务费用	10	-31	-29	-36	递延所得税资产	15	17	17	17
%营业收入	1%	-2%	-1%	-1%	其他非流动资产	261	210	210	210
加：资产减值损失	-14	0	0	0	资产总计	2056	3075	4614	6545
信用减值损失	-4	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	52	110	143	181
投资收益	1	1	1	1	预收账款	0	0	0	0
营业利润	854	1274	1693	2143	应付职工薪酬	50	50	64	82
%营业收入	59%	61%	59%	59%	应交税费	52	83	114	145
营业外收支	3	3	3	3	其他流动负债	139	86	104	122
利润总额	857	1277	1697	2146	流动负债合计	292	329	425	531
%营业收入	59%	61%	59%	59%	长期借款	80	80	80	80
所得税费用	126	190	253	321	应付债券	0	0	0	0
净利润	731	1088	1443	1824	递延所得税负债	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	732	1088	1443	1824	其他非流动负债	152	150	150	150
少数股东损益	-1	0	0	0	负债合计	525	560	656	762
EPS（元）	8.27	9.45	12.54	15.86	归属于母公司所有者权益	1535	2519	3963	5787
现金流量表（百万元）					少数股东权益	-4	-4	-4	-4
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	1531	2515	3959	5783
经营活动现金流净额	767	1013	1398	1780	负债及股东权益	2056	3075	4614	6545
取得投资收益收回现金	1	1	1	1	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-156	-36	-47	-47	每股收益	8.27	9.45	12.54	15.86
其他	0	40	0	0	每股经营现金流	8.67	8.80	12.15	15.47
投资活动现金流净额	-154	5	-46	-46	市盈率	25.03	33.05	24.91	19.71
债券融资	0	0	0	0	市净率	11.93	14.27	9.07	6.21
股权融资	0	11	0	0	EV/EBITDA	18.97	26.79	19.33	14.53
银行贷款增加（减少）	-20	0	0	0	总资产收益率	35.6%	35.4%	31.3%	27.9%
筹资成本	-161	-115	0	0	净资产收益率	47.7%	43.2%	36.4%	31.5%
其他	-9	-39	0	0	净利率	50.8%	52.1%	50.5%	50.3%
筹资活动现金流净额	-190	-143	0	0	资产负债率	25.5%	18.2%	14.2%	11.6%
现金净流量（不含汇率变动影响）	423	876	1352	1734	总资产周转率	0.83	0.81	0.74	0.65

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。