

消费行业研究组

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

联系人：黄燕芝

执业证书编号：S1410123120005

投资评级： 买入（维持）

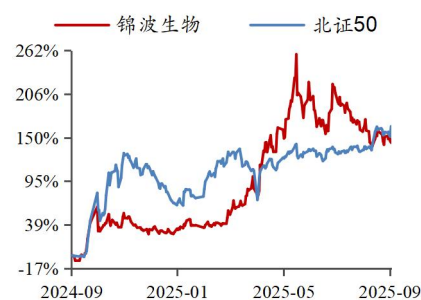
当前价格： 302.39元

市场数据

总股本(百万股)	115.07
A 股股本(百万股)	115.07
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	53.20
12 个月最高/最低(元)	589.98/150.10
第一大股东	杨霞
第一大股东持股比例(%)	58.89
上证综指/沪深 300	3812.51/4460.32

数据来源：聚源 注：2025 年 9 月 5 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-21.70	-31.63	-29.06
绝对收益	-10.82	-18.23	132.28

数据来源：聚源 注：相对收益与北证 50 相比

相关研究报告

1. 公司深度报告（首次覆盖）-锦波生物-832982.BJ：重组胶原蛋白领军企业，薇旖美有望持续放量 - 2024.08.05

锦波生物 832982.BJ

美容护理行业

2025 年中报点评：核心产品持续放量，下半年关注新品放量情况

事件：

公司发布 2025 年半年度业绩报告。报告显示，锦波生物实现营业收入 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%，实现扣非归母净利润 3.87 亿元，同比增长 27.56%。从单季度来看，2025 年单二季度公司实现营业收入 4.92 亿元，同比增长 30.44%；实现归母净利润 2.24 亿元，同比增长 7.36%，实现扣非归母净利润 2.20 亿元，同比增长 6.96%。

投资要点：

◆2025 年上半年公司医疗器械/功能性护肤品/原料分别实现收入 7.08/1.21/0.27 亿元，分别同比+33.41%/152.39%/12.40%。公司重点自主品牌“薇旖美”驱动医疗器械收入增长，截至年中该产品已覆盖终端医疗机构超 4000 家。新品方面，2025 年 4 月公司自主研发生产全球首个注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶，该凝胶无外源交联剂，材料安全性高。随着凝胶型重组人源化胶原蛋白的获批，公司实现了三种剂型（溶液、凝胶、固体）的覆盖。功能性护肤品方面，“重源”“ProtYouth”等自有品牌带动公司功能性护肤品板块高速增长。

◆毛利率小幅下降，销售、研发投入加码影响净利率。2025H1 公司毛利率 90.68%/-0.90pct，净利率 45.50%/-5.84pct。销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 21.05%/7.98%/5.33%/0.51%，分别同比+3.18pct/-1.27pct/+1.23pct/-0.29pct，销售费用率提升主要系公司持续投入品牌推广，销售人员数量及薪酬增加，且公司股权激励支付摊销费用。研发方面，公司加大与北京大学医学部等高校和科研院所的合作导致研发费用增加。公司上半年新获得专利授权 14 项，其中国际发明专利授权 4 项。

◆估值和投资建议：公司重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维获得了泰国主管当局的注册许可，该产品有望打开海外增长曲线，且公司新品重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶有望打开公司另一增长曲线。根据公司 2025 年 4 月推出的股权激励计划，业绩考核为 2025-2027 年净利润分别不低于 10 亿元、14 亿元和 18 亿元。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 20.41/28.03/36.95 亿元，同比增长 41.4%/37.4%/31.8%；2024-2026 年公司归母净利润分别为 10.18/14.15/18.97 亿元，同比增长 39.1%/39.0%/34.1%。当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 34.2/24.6/18.3 倍。

◆风险提示：宏观经济增长不及预期风险；产品出现不良反应风险；政策风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	780.26	1,442.83	2,040.71	2,803.09	3,695.03
增长率（%）	99.96%	84.92%	41.44%	37.36%	31.82%
归母净利润（百万元）	299.80	732.30	1,018.31	1,414.97	1,897.49
增长率（%）	174.60%	144.27%	39.06%	38.95%	34.10%
ROE（%）	31.34%	47.75%	42.82%	38.20%	34.54%
EPS 最新摊薄（元/股）	2.61	6.36	8.85	12.30	16.49
P/E（倍）	116.06	47.51	34.17	24.59	18.34
P/B（倍）	36.48	22.66	14.64	9.39	6.33

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录：

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	753	1298	1810	2498	3827
现金	519	941	1331	1830	2987
应收票据及应收账款	129	189	261	358	458
其他应收款	4	9	9	16	18
预付账款	18	38	42	68	76
存货	66	97	144	203	264
其他流动资产	16	23	23	23	23
非流动资产	682	758	1284	1841	2391
长期股权投资	0	0	-0	-1	-1
固定资产	361	460	932	1421	1919
无形资产	51	92	104	116	129
其他非流动资产	270	206	248	306	345
资产总计	1435	2056	3094	4339	6218
流动负债	262	292	464	364	453
短期借款	69	0	144	0	0
应付票据及应付账款	54	52	105	121	183
其他流动负债	139	241	215	243	269
非流动负债	219	233	262	282	289
长期借款	31	80	108	129	136
其他非流动负债	188	153	153	153	153
负债合计	481	525	725	646	741
少数股东权益	-1	-4	-8	-12	-18
股本	68	89	115	115	115
资本公积	331	316	290	290	290
留存收益	555	1130	2026	3230	4775
归属母公司股东权益	954	1535	2377	3705	5495
负债和股东权益	1435	2056	3094	4339	6218

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	296	767	992	1318	1875
净利润	299	731	1014	1411	1892
折旧摊销	41	53	60	98	141
财务费用	11	10	-23	-35	-63
投资损失	-0	-1	-1	-0	-1
营运资金变动	-60	-47	-72	-167	-111
其他经营现金流	5	21	14	11	17
投资活动现金流	-151	-154	-584	-655	-690
资本支出	152	156	585	656	691
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	1	1	0	1
筹资活动现金流	245	-190	-162	-19	-28
短期借款	44	-69	144	-144	0
长期借款	-26	49	29	21	6
普通股增加	6	20	27	0	0
资本公积增加	242	-15	-27	0	0
其他筹资现金流	-21	-176	-335	104	-34
现金净增加额	389	423	246	643	1157

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	780	1443	2041	2803	3695
营业成本	77	115	170	245	330
营业税金及附加	8	11	10	14	18
销售费用	165	259	429	591	783
管理费用	92	127	163	210	259
研发费用	85	71	102	126	148
财务费用	11	10	-23	-35	-63
资产和信用减值损失	-7	-18	-14	-11	-17
其他收益	13	22	13	14	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	0	1
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	348	854	1189	1654	2218
营业外收入	4	6	3	4	4
营业外支出	1	3	1	2	2
利润总额	351	857	1190	1656	2220
所得税	52	126	176	245	329
净利润	299	731	1014	1411	1892
少数股东损益	-1	-1	-4	-4	-6
归属母公司净利润	300	732	1018	1415	1897
EBITDA	403	920	1226	1718	2296
EPS (元)	2.61	6.36	8.85	12.30	16.49

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	100.0	84.9	41.4	37.4	31.8
营业利润(%)	175.7	145.4	39.2	39.1	34.1
归属于母公司净利润(%)	174.6	144.3	39.1	39.0	34.1
获利能力					
毛利率(%)	90.2	92.0	91.7	91.3	91.1
净利率(%)	38.3	50.7	49.7	50.3	51.2
ROE(%)	31.3	47.8	42.8	38.2	34.5
ROIC(%)	26.7	42.6	36.6	35.1	32.0
偿债能力					
资产负债率(%)	33.6	25.5	23.4	14.9	11.9
净负债比率(%)	-33.5	-48.3	-41.9	-43.4	-50.1
流动比率	2.9	4.4	3.9	6.9	8.5
速动比率	2.5	3.9	3.5	6.1	7.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	8.5	9.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.7	2.2	6.6	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.61	6.36	8.85	12.30	16.49
每股经营现金流(最新摊薄)	2.57	6.67	8.62	11.45	16.29
每股净资产(最新摊薄)	8.29	13.34	20.65	32.20	47.75
估值比率					
P/E	116.1	47.5	34.2	24.6	18.3
P/B	36.5	22.7	14.6	9.4	6.3
EV/EBITDA	85.6	37.0	27.6	19.3	14.0

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。