

公司研究

加大力度培育妆品新业务，短期影响 Q3 利润表现

——锦波生物（920982.BJ）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：264.19 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

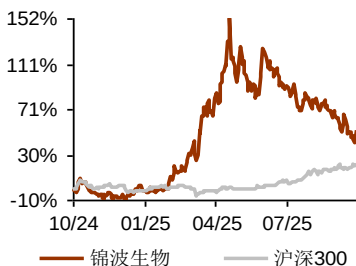
021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.15
总市值(亿元):	304.00
一年最低/最高(元):	151.87/450.21
近 3 月换手率:	53.82%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.49	-35.33	28.98
绝对	-6.18	-20.96	51.05

资料来源：Wind

相关研报

一季报业绩延续高增，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 年三季报，2025 年前三季度实现营业收入为 13.0 亿元，同比增长 31.1%，归母净利润为 5.7 亿元，同比增长 9.3%。1Q/2Q/3Q 2025 公司营业收入为 3.7/4.9/4.4 亿元，同比增长 62.5%/30.4%/13.4%，归母净利润为 1.7/2.2/1.8 亿元，同比+66.3%/+7.4%/-16.2%。

点评：

三季度收入延续增长，但受基数+宏观环境影响，增速环比有所降低：公司薇旖美®产品系列持续渗透，7 月重源®新生 HiveCOL 蜂巢胶原上市，Q3 陆续铺货，驱动收入端持续增长，我们认为收入增速环比下滑，主要原因系产品收入基数较高、叠加国内医美消费疲软所致。

产品结构变化，毛利率有所降低，销售费用率增长影响利润表现：2025 年前三季度，公司毛利率同比-1.6pcts 至 90.8%，归母净利率为 43.9%，同比-8.7pcts。3Q2025，公司毛利率同比-2.6pcts 至 91.0%，归母净利率为 40.3%，同比-14.2pcts。

我们认为，公司毛利率同比降低，主要原因系产品结构变化、毛利率较低的护肤品业务收入占比提升所致。

2025 年前三季度，公司期间费用率同比+6.1pcts 至 37.0%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.3%/8.7%/5.5%/0.5%，分别同比+5.0/+0.3/+1.1/-0.2pcts。3Q2025 公司期间费用率同比+12.1pcts 至 41.3%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.9%/10.2%/5.8%/0.4%，分别同比+8.3/+3.1/+1.0/-0.2pcts。

我们认为，公司销售费用率同比增长的主要原因系：①公司持续推进凝胶新品上市铺货，同时加大了对护肤品牌的推广力度；②电商渠道相关费用增加；③公司实施股权激励，导致相应股份支付摊销费用增加。

新品+新客强化医美基本盘优势，出海+妆品构筑新增长曲线：产品端，公司目前已完成重组胶原蛋白从溶液到冻干纤维到凝胶的三类械产品全方位覆盖，今年 10 月，公司预告薇旖美®凝胶 WeaveCOL 新品即将上市，将进一步丰富公司填充领域的产品矩阵，实现多层次精准满足客群需求；渠道端，公司与美团点评达成合作，9 月开启“线上胶原季”，依托美团点评进一步拓展客群边界；营销端，公司多点发力，薇旖美®冠名著名歌星谭晶演唱会、旗下护肤品牌 ProtYouth ALL IN 玻玻管官宣演员陈鑫海为代言人，借助明星效应放大品牌势能。此外，公司加速产品出海布局，今年 8 月，重组人源化胶原蛋白产品作为重点推介产品，亮相马来西亚举办的美容医学大会 AMSC，旗下 ProtYouth 新品亮相曼谷“微博文化之夜”，强化了公司在东南亚市场的品牌影响力。

医美龙头企业，新业务加速培育中，维持“买入”评级：考虑到宏观消费需求不及预期，以及公司加大了品牌推广力度，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 8.0/9.6/11.6 亿元（下调幅度为 20%/27%/31%），2025-2027 年对应 EPS 分别是 6.98/8.34/10.06 元，当前股价对应 PE 分别为 38、32、26 倍，公司积极培育护肤品业务，同时加速布局产品出海，有望成为驱动公司未来业绩持续增长的长效动能，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	1,854	2,353	2,974
营业收入增长率	99.96%	84.92%	28.52%	26.89%	26.40%
归母净利润（百万元）	300	732	803	960	1,157
归母净利润增长率	174.60%	144.27%	9.69%	19.49%	20.57%
EPS（元）	4.40	8.27	6.98	8.34	10.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.44%	47.70%	38.75%	34.88%	32.38%
P/E	60	32	38	32	26
P/B	18.9	15.2	14.7	11.0	8.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-29；

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	1,854	2,353	2,974
营业成本	77	115	185	329	476
折旧和摊销	38	49	72	86	106
税金及附加	8	11	30	38	48
销售费用	165	259	427	541	684
管理费用	92	127	169	214	271
研发费用	85	71	106	134	170
财务费用	11	10	7	-11	-11
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	348	854	940	1,124	1,356
利润总额	351	857	940	1,124	1,356
所得税	52	126	138	165	199
净利润	299	731	802	959	1,156
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	300	732	803	960	1,157
EPS (元)	4.40	8.27	6.98	8.34	10.06

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	296	767	792	939	1,131
净利润	300	732	803	960	1,157
折旧摊销	38	49	72	86	106
净营运资金增加	233	386	294	344	430
其他	-275	-400	-377	-451	-562
投资活动产生现金流	-151	-154	-332	-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	-87	21	21
融资活动现金流	245	-190	-329	-273	-328
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	-37	170	170
净现金流	389	423	131	271	309

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	90.2%	92.0%	90.0%	86.0%	84.0%
EBITDA 率	52.6%	65.7%	55.4%	51.0%	48.8%
EBIT 率	47.3%	62.0%	51.6%	47.4%	45.2%
税前净利润率	45.0%	59.4%	50.7%	47.8%	45.6%
归母净利润率	38.4%	50.8%	43.3%	40.8%	38.9%
ROA	20.8%	35.6%	32.0%	28.6%	26.6%
ROE (摊薄)	31.4%	47.7%	38.7%	34.9%	32.4%
经营性 ROIC	32.8%	52.5%	40.5%	35.6%	32.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	34%	26%	17%	18%	18%
流动比率	2.87	4.44	5.37	4.63	4.36
速动比率	2.62	4.11	4.84	4.02	3.71
归母权益/有息债务	7.19	10.70	22.63	29.09	35.88
有形资产/有息债务	10.18	13.45	26.57	34.59	42.73

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	2,504	3,355	4,351
货币资金	519	941	1,072	1,343	1,652
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	127	184	228	296	383
应收票据	2	6	7	10	12
其他应收款 (合计)	4	9	12	15	19
存货	66	97	155	276	399
其他流动资产	16	23	31	41	54
流动资产合计	753	1,298	1,568	2,091	2,676
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	632	883	1,209
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	66	66	66
非流动资产合计	682	758	936	1,265	1,674
总负债	481	525	436	609	784
短期借款	69	0	0	0	0
应付账款	54	52	83	147	213
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	19	24	27
流动负债合计	262	292	292	451	614
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	53	47	39
非流动负债合计	219	233	144	158	170
股东权益	953	1,531	2,068	2,746	3,567
股本	68	89	115	115	115
公积金	365	360	347	347	347
未分配利润	521	1,086	1,611	2,290	3,111
归属母公司权益	954	1,535	2,073	2,752	3,574
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%	23.00%	23.00%	23.00%
管理费用率	11.82%	8.83%	9.10%	9.10%	9.10%
财务费用率	1.40%	0.72%	0.35%	-0.46%	-0.36%
研发费用率	10.89%	4.94%	5.70%	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	1.50	3.00	2.44	2.92	3.52
每股经营现金流	4.34	8.67	6.88	8.16	9.83
每股净资产	14.01	17.34	18.02	23.92	31.06
每股销售收入	11.46	16.30	16.12	20.45	25.85

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	60	32	38	32	26
PB	18.9	15.2	14.7	11.0	8.5
EV/EBITDA	44.2	24.7	29.5	25.2	20.9
股息率	0.6%	1.1%	0.9%	1.1%	1.3%

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的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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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