

2025 年 11 月 10 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 11 月 07 日
收盘价（元）	234.00
一年内最高/最低（元）	589.98/199.02
总市值（百万元）	26,925.29
流通市值（百万元）	12,847.79
总股本（百万股）	115.07
资产负债率（%）	25.26
每股净资产（元/股）	16.01

资料来源：聚源数据

锦波生物(920982.BJ)

——2025Q1-Q3 营收同比+31%，期待后续新品发力和养生堂多元赋能

投资要点：

- **事件：2025Q1-Q3 实现营业收入 12.96 亿元（yoy+31%），实现归母净利润 5.68 亿元（yoy+9%）。**销售费用率 22.3%(yoy+5.0pcts)，管理费用率 8.7%(yoy+0.3pcts)，研发费用率 5.5%（yoy+1.1pcts）。**2025Q3 公司实现营业收入 4.37 亿元（yoy+13%）；归母净利润 1.76 亿元（yoy-16%）。**公司营收增长主要是医疗器械和功能性护肤品收入增长所致；医疗器械的增长主要是以 A 型重组人源化胶原蛋白为核心成分的三类医疗器械收入增长；功能性护肤品的增长主要是公司自有品牌收入增长。
- **公司以注射类 A 型重组人源化胶原蛋白产品为基本盘，功能性护肤品带来新增量。**重组胶原蛋白注射类产品方面，2025 年 7 月，锦波生物正式发布重源®新生 HiveCOL 蜂巢胶原，凝胶新品有望提供医美业务增长新动能。9-10 月，薇旌美品牌四周年之际联合美团点评重磅开启“线上胶原季”活动，打通互联网零售与医美深度体验之间的边界，进行精准营销和流量转化。**功能护肤品领域探索方面，**作为原料商为品牌商提供重组胶原蛋白，不仅受到国际大牌欧莱雅的青睐，还与增速较快的国货品牌“同频”进行合作。在 2025 年“双十一”开卖首小时，“同频”成交额超 2024 年开卖首日，增速亮眼。作为品牌商，锦波生物旗下“重源”、“ProtYouth”等自有品牌收入也实现较快增长。2025Q1-Q3 销售费用同比+68.5%，主要是因为线上推广费用增加，销售人员数量及薪酬增加等因素。我们认为，短期“双十一”大促开启，关注锦波生物旗下功能性护肤品品牌售卖情况，中长期关注胶原蛋白冻干纤维基本盘增长和凝胶新品放量情况。
- **公司积极响应我国大健康产业需求，定增已获交易所受理。**根据锦波生物公众号，9 月 3 日，锦波生物自主研发生产的“重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维”正式获得国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）药用辅料登记并进行公示，作为药用辅料，“重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维”应用前景广泛，可适用于注射剂、生物制剂、皮肤外用制剂等领域，**特别是可作为药物载体在药物递送领域发挥重要作用。**9 月 19 日公司向特定对象发行股票申请获得北京证券交易所受理，发行对象为养生堂，发行股票的价格为 278.72 元/股，拟发行股票不超过 7,175,660 股，预计募集资金总额不超过 20 亿元。我们认为公司或将不断拓展 A 型重组人源化胶原蛋白的应用领域，同时战略投资者养生堂集团有望对公司进行多元赋能。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.79、12.17、15.60 亿元，2025/11/7 收盘价对应 PE 分别为 31、22、17 倍。我们看好公司凝胶新品上市后的销售表现以及在功能性护肤品赛道的快速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：核心技术人员流失风险、医疗美容行业相关风险、医疗器械及化妆品产品政策变动风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	780	1,443	1,904	2,554	3,300
同比增长率（%）	99.96%	84.92%	31.98%	34.11%	29.23%
归母净利润（百万元）	300	732	879	1,217	1,560
同比增长率（%）	174.60%	144.27%	20.04%	38.44%	28.15%
每股收益（元/股）	2.61	6.36	7.64	10.58	13.55
ROE（%）	31.44%	47.70%	41.95%	42.38%	40.35%
市盈率（P/E）	89.81	36.77	30.63	22.12	17.26

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	941	1,364	2,070	3,024
应收票据及账款	195	236	303	374
预付账款	38	47	59	72
其他应收款	9	12	16	21
存货	97	139	182	241
其他流动资产	18	26	40	46
流动资产总计	1,298	1,825	2,671	3,778
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	551	591	580	597
在建工程	19	63	83	77
无形资产	23	32	43	52
长期待摊费用	19	23	23	22
其他非流动资产	146	149	144	132
非流动资产合计	758	859	873	880
资产总计	2,056	2,683	3,544	4,658
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	52	71	90	111
其他流动负债	241	304	409	548
流动负债合计	292	375	499	660
长期借款	173	159	122	83
其他非流动负债	60	60	60	60
非流动负债合计	233	218	181	143
负债合计	525	593	680	802
股本	89	115	115	115
资本公积	316	290	290	290
留存收益	1,130	1,691	2,466	3,461
归属母公司权益	1,535	2,096	2,871	3,865
少数股东权益	-4	-5	-7	-10
股东权益合计	1,531	2,090	2,864	3,856
负债和股东权益合计	2,056	2,683	3,544	4,658

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	731	856	1,193	1,535
折旧与摊销	66	80	89	102
财务费用	10	4	1	-4
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-47	-21	-16	8
其他经营现金流	8	25	26	26
经营性现金净流量	767	943	1,291	1,665
投资性现金净流量	-154	-183	-106	-112
筹资性现金净流量	-190	-337	-479	-600
现金流量净额	423	423	707	953

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,443	1,904	2,554	3,300
营业成本	115	172	234	325
税金及附加	11	24	26	33
销售费用	259	419	541	693
管理费用	127	162	200	253
研发费用	71	101	125	164
财务费用	10	4	1	-4
资产减值损失	-14	-11	-16	-24
信用减值损失	-4	-8	-10	-12
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	22	22	22	22
营业利润	854	1,027	1,422	1,823
营业外收入	6	4	5	5
营业外支出	3	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	857	1,029	1,425	1,826
所得税	126	152	210	269
净利润	731	878	1,215	1,557
少数股东损益	-1	-1	-2	-2
归属母公司股东净利润	732	879	1,217	1,560
EPS(元)	6.36	7.64	10.58	13.55

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	84.92%	31.98%	34.11%	29.23%
营业利润增长率	145.35%	20.23%	38.47%	28.21%
归母净利润增长率	144.27%	20.04%	38.44%	28.15%
经营现金流增长率	159.55%	22.89%	36.97%	28.97%
盈利能力				
毛利率	92.02%	90.97%	90.86%	90.15%
净利率	50.68%	46.09%	47.58%	47.18%
ROE	47.70%	41.95%	42.38%	40.35%
ROA	35.62%	32.76%	34.34%	33.48%
估值倍数				
P/E	36.77	30.63	22.12	17.26
P/S	18.66	14.14	10.54	8.16
P/B	17.54	12.85	9.38	6.97
股息率	0.99%	1.18%	1.64%	2.10%
EV/EBITDA	19	23	17	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。