

公司研究

多因素压制短期业绩表现，长期增长逻辑清晰

——锦波生物（920982.BJ）2025 年报及 2026 年一季报点评

买入（维持）

当前价：175.10 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

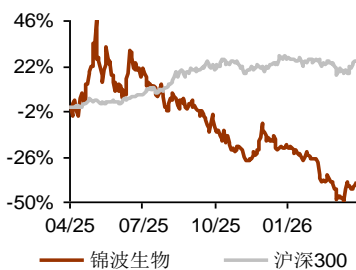
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.15
总市值(亿元):	201.49
一年最低/最高(元):	150.04/450.21
近3月换手率:	95.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.73	-24.01	-71.91
绝对	14.82	-22.82	-44.48

资料来源：Wind

相关研报

加大力度培育化妆品新业务，短期影响 Q3 利润表现——锦波生物（920982.BJ）2025 年三季报点评（2025-10-31）

销售费用大幅增长，影响 Q2 利润表现——锦波生物（832982.BJ）2025 年半年报点评（2025-08-12）

要点

事件：公司发布 2025 年报及 2026 年一季报，2025 年实现营业收入为 16.0 亿元，同比增长 10.6%，归母净利润为 6.5 亿元，同比下滑 10.9%。1Q/2Q/3Q/4Q 2025 公司营业收入为 3.7/4.9/4.4/3.0 亿元，同比+62.5%/+30.4%/+13.4%/-34.1%，归母净利润为 1.7/2.2/1.8/0.8 亿元，同比+66.3%/+7.4%/-16.2%/-60.5%。1Q2026 公司实现营业收入 3.8 亿元，同比+2.4%，归母净利润 1.4 亿元，同比-16.7%。

点评：

受宏观环境+渠道调整+增值税率影响，4Q2025 业绩承压，1Q2026 收入恢复正增：分业务板块看，2025 年医疗器械/功能性护肤/原料的营收分别是 12.9/2.6/0.5 亿元，分别同比+2.7%/+79.9%/+6.0%，细分至医疗器械，单一材料医疗器械/复合材料医疗器械的营收分别是 11.7/1.2 亿元，分别同比+3.4%/-3.3%。细分至功能性护肤品，单一成分功能性护肤品/复合成分功能性护肤品的营收分别是 0.4/2.2 亿元，分别同比+14.0%/+100.5%。一方面 2025 年增值税率提升，另一方面公司四季度主动进行渠道调整，因而影响了 4Q2025 收入端表现，1Q2026 伴随新品的陆续铺货，公司收入端重新恢复增长。此外，公司“重源”、“ProtYouth®”等护肤品牌逐步展现出强劲的增长势能，成为公司业绩长期增长的第二驱动力。

分销售区域看，2025 年华北/华东/华南/华西/华中/境外分别实现营收 6.7/6.0/1.3/1.1/0.7/0.06 亿元，分别同比+1.2%/+42.1%/-7.7%/-7.0%/-18.6%/+26.1%。华北和华东地区仍为主要市场，华东和境外地区收入增速突出。

产品结构变化+税率调整，毛利率有所降低，销售费用率增长影响利润表现：2025 年，公司毛利率同比-2.8pcts 至 89.2%，归母净利率为 40.9%，同比-9.9pcts。1Q2026，公司毛利率同比-5.3pcts 至 84.8%，归母净利率为 37.4%，同比-8.6pcts。

2025 年，分业务板块看，医疗器械/功能性护肤/原料的毛利率分别是 94.1%/68.8%/68.9%，分别同比-0.9/-1.6/-8.7pcts；细分至医疗器械，单一材料医疗器械/复合材料医疗器械的毛利率分别是 96.2%/73.8%，分别同比-0.6/-5.0pcts。细分至功能性护肤品，单一成分功能性护肤品/复合成分功能性护肤品的毛利率分别是 88.4%/65.3%，分别同比+1.4/+0.1pcts。

2025 年，分销售区域看，华北/华东/华南/华西/华中/境外的毛利率分别是 88.9%/89.1%/87.4%/94.3%/90.4%/70.6%，分别同比-3.1/-3.3/-2.0/持平/-1.8/-8.4pcts。

我们认为，公司毛利率同比降低，主要原因系：一方面，产品结构变化、毛利率较低的护肤品业务收入占比提升；另一方面，医疗器械产品增值税率由 3%提升至 13%，扣税后的实际销售价格降低。

2025 年，公司期间费用率同比+6.9pcts 至 39.3%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.6%/8.6%/6.6%/0.5%，分别同比+5.6/-0.3/+1.7/-0.2pcts。1Q2026 公司期间费用率同比+5.8pcts 至 41.2%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.4%/11.0%/6.0%/0.8%，分别同比+2.1/+2.8/+0.8/+0.2pcts。

我们认为，公司销售费用率同比增长的主要原因系：①公司加大了对护肤品牌的推广力度，同时针对凝胶新品开展了一系列营销活动；②公司扩充销售团队，销售人员薪酬及费用有所增加。

新品接力+出海拓展，长期增长逻辑清晰，回购股票短期增强信心：产品端，公司已拥有重组胶原“三类械”全矩阵产品（冻干纤维/溶液/凝胶），重组胶原赛道品类优势突出；渠道端，公司直营经销并行，直营聚焦凝胶等新品、经销侧主推成熟单品，并与新氧达成战略合作，推出薇旖美 ColPact 独家专供新氧青春诊所，进一步拓展客群；此外，公司积极推进品牌出海，重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维已获越南、菲律宾、泰国、马来西亚四国 D 类医疗器械注册证，并获得 MDSAP 五国认证，成品出海有望在今年贡献业绩增量。

公司拟回购股份数量 25~50 万股，占当前总股本的 0.22%~0.43%，预计回购资金总额 7500 万~1.5 亿元，以提振投资者信心。

医美龙头企业，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 2026-2027 年归母净利润预测至 7.5/8.6 亿元（下调幅度为 22%/26%），并新增 2028 年归母净利润预测为 10.1 亿元，2026-2028 年对应 EPS 分别是 6.49/7.50/8.77 元，当前股价对应 PE 分别为 27、23、20 倍，公司核心业务品类优势突出，同时积极培育护肤品业务，并加速布局产品出海，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,443	1,595	1,863	2,193	2,617
营业收入增长率	84.92%	10.57%	16.77%	17.71%	19.33%
归母净利润（百万元）	732	652	747	862	1,009
归母净利润增长率	144.27%	-10.95%	14.56%	15.45%	17.01%
EPS（元）	8.27	5.67	6.49	7.50	8.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	47.70%	34.41%	30.25%	27.75%	26.45%
P/E	21	31	27	23	20
P/B	10.1	10.6	8.2	6.5	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-29；

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,443	1,595	1,863	2,193	2,617
营业成本	115	172	242	329	393
折旧和摊销	49	68	75	87	99
税金及附加	11	27	30	35	42
销售费用	259	376	440	518	618
管理费用	127	137	160	189	225
研发费用	71	106	116	136	162
财务费用	10	8	8	-12	-13
投资收益	1	6	5	5	5
营业利润	854	768	879	1,014	1,186
利润总额	857	760	875	1,010	1,182
所得税	126	115	129	148	174
净利润	731	646	746	861	1,008
少数股东损益	-1	-6	-1	-1	-1
归属母公司净利润	732	652	747	862	1,009
EPS(元)	8.27	5.67	6.49	7.50	8.77

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	767	630	755	840	992
净利润	732	652	747	862	1,009
折旧摊销	49	68	75	87	99
净营运资金增加	353	115	190	240	289
其他	-367	-206	-257	-349	-406
投资活动产生现金流	-154	-395	-335	-320	-320
净资本支出	-156	-370	-315	-315	-315
长期投资变化	0	1	0	0	0
其他资产变化	1	-25	-20	-5	-5
融资活动现金流	-190	-184	-216	-218	-294
股本变化	20	27	0	0	0
债务净变化	11	78	-28	3	5
无息负债变化	33	87	30	62	41
净现金流	423	51	204	303	377

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	92.0%	89.2%	87.0%	85.0%	85.0%
EBITDA 率	65.7%	56.2%	52.0%	49.8%	48.8%
EBIT 率	62.0%	51.7%	48.0%	45.8%	45.0%
税前净利润率	59.4%	47.7%	47.0%	46.1%	45.2%
归母净利润率	50.8%	40.9%	40.1%	39.3%	38.6%
ROA	35.6%	25.0%	23.6%	22.3%	21.8%
ROE (摊薄)	47.7%	34.4%	30.2%	27.7%	26.4%
经营性 ROIC	55.2%	38.7%	33.5%	31.1%	30.6%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	26%	27%	22%	20%	17%
流动比率	4.44	4.05	4.56	4.75	5.15
速动比率	4.11	3.56	3.92	4.04	4.40
归母权益/有息债务	10.70	8.54	12.72	15.77	18.88
有形资产/有息债务	13.45	10.40	14.81	18.12	21.36

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	2,056	2,584	3,160	3,862	4,615
货币资金	941	992	1,196	1,499	1,876
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	184	282	311	367	438
应收票据	6	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	9	5	6	7	9
存货	97	181	254	346	412
其他流动资产	23	8	13	20	28
流动资产合计	1,298	1,497	1,830	2,304	2,842
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	1	1	1	1
固定资产	460	592	758	929	1,101
在建工程	19	73	145	199	239
无形资产	23	144	151	158	165
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	61	33	36	36	36
非流动资产合计	758	1,087	1,330	1,558	1,774
总负债	525	690	693	757	804
短期借款	0	17	0	0	0
应付账款	52	106	149	203	242
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	4	12	15	17
流动负债合计	292	370	402	485	552
长期借款	80	182	182	182	182
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	58	54	48	39	28
非流动负债合计	233	320	291	272	252
股东权益	1,531	1,894	2,467	3,105	3,812
股本	89	115	115	115	115
公积金	360	347	347	347	347
未分配利润	1,086	1,433	2,007	2,646	3,354
归属母公司权益	1,535	1,895	2,470	3,108	3,816
少数股东权益	-4	-2	-3	-4	-5

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	17.92%	23.56%	23.60%	23.60%	23.60%
管理费用率	8.83%	8.56%	8.60%	8.60%	8.60%
财务费用率	0.72%	0.51%	0.45%	-0.53%	-0.50%
研发费用率	4.94%	6.64%	6.20%	6.20%	6.20%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	3.00	1.50	1.95	2.62	3.33
每股经营现金流	8.67	5.48	6.56	7.30	8.62
每股净资产	17.34	16.47	21.46	27.01	33.16
每股销售收入	16.30	13.86	16.19	19.06	22.74

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	21	31	27	23	20
PB	10.1	10.6	8.2	6.5	5.3
EV/EBITDA	16.2	22.5	20.6	18.2	15.4
股息率	1.7%	0.9%	1.1%	1.5%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼