

美容护理

2026年05月04日

锦波生物 (920982)

——25年战略调整期业绩阶段性承压，26Q1现积极信号，关注凝胶销售曲线

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年04月30日

收盘价(元)	175.90
一年内最高/最低(元)	589.98/150.04
市净率	9.9
股息率%(分红/股价)	1.71
流通A股市值(百万元)	9,658
上证指数/深证成指	4,112.16/15,107.55

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

每股净资产(元)	17.69
资产负债率%	24.91
总股本/流通A股(百万)	115/55
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布2025年年度报告，实现营收15.95亿元，同比+10.6%，若还原医疗器械增值税后影响，营收同比+19.5%；实现归母净利润6.52亿元，同比-10.9%；扣非归母净利润6.36亿元，同比-10.8%。单Q4实现营收3.00亿元，同环比下降；归母净利润0.84亿元，同环比下降。Q4业绩低于预期，主要因公司调整冻干系列渠道体系，停止向直销及原经销商发货。
- 公司发布2025年度权益分配预案，拟每10股分派现金红利5.0元(含税)，分红比例8.82%
- 公司发布2026年一季报，实现营收3.75亿元，同比+2.4%，环比+25.3%；实现归母净利润1.40亿元，同比-16.7%，环比+67.5%；扣非归母净利润1.31亿元，同比-21.6%，环比+73.0%。Q1业绩符合预期。

投资要点：

- **25年面对外部多重不利影响，公司主动做内部调整，业绩阶段性承压。**25年公司单一器械/复合器械/功能性护肤品(单一+复合)/原料及其他/其他业务收入占比分别为73.1%/7.6%/16.0%/3.0%/0.3%，其中，单一器械以冻干纤维为主导，25年销量126.95万瓶，同比仅+2.1%，原因一是25年医美大盘增速降档，医美需求者在花费上趋于保守，部分削减或推迟医美支出；二是Q4进行渠道变革，冻干实际销售期间约三个季度。25年护肤品业务增速亮眼，实现收入2.55亿元，同比+79.9%，得益于自有品牌重源®、ProtYouth®及大客户定制产品增长。25年公司综合毛利率89.2%，同比-2.8Pcts，主要因产品结构调整(相对低毛利率的护肤品收入占比提升)。期间费用率为39.3%，同比+6.9Pcts，主要因扩充销售团队及增加新品推广投入，销售费率走高。公司净利率40.9%，同比-9.9Pcts，其中增值税负调整带来的影响较大。
- **26Q1收入及利润边际改善，全年维度看，冻干纤维增长的确定性高，关注凝胶新品销量爬坡节奏。**①**冻干纤维：**年销量超百万支，市场认可度高，原直销为主的销售模式下终端覆盖约4000家医疗机构。全国正常经营的医美机构近2万家(2024年)，常规款交由经销商体系运作将进一步提高产品终端渗透率。②**凝胶：**利润型产品，无化学交联剂、无丁达尔现象、无炎症结节等卖点突出。WeaveCol凝胶25年11月上市，26年是首个完整销售年度。年初至今公司铺货动作迅速，高举高打推进专家研讨、实操教学会等活动，看好凝胶增长势头。
- **维持“买入”评级。**考虑到凝胶导入期公司采取高举高打策略，我们上调26-27年收入预测，但维持对利润的预测不变。我们新增28年盈利预测，预计公司26-28年归母净利润分别为8.50/11.37/16.41亿元，最新市值对应PE分别为24/18/12倍。重组胶原蛋白新材料天花板高，公司技术平台全面，有序推进商业化进程，看好长期价值释放。26年公司在厘清产品及渠道体系后重新出发，业绩有望重回较快增长轨道，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新产品放量不及预期、行业竞争加剧、产品研发进度不及预期等。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1,595	375	2,146	2,631	3,157
同比增长率(%)	10.6	2.4	34.5	22.6	20.0
归母净利润(百万元)	652	140	850	1,137	1,641
同比增长率(%)	-10.9	-16.7	30.3	33.9	44.3
每股收益(元/股)	5.67	1.22	7.38	9.88	14.26
毛利率(%)	89.2	84.8	89.3	88.6	88.3
ROE(%)	34.4	6.9	33.0	30.7	30.7
市盈率	31		24	18	12

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,443	1,595	2,146	2,631	3,157
其中：营业收入	1,443	1,595	2,146	2,631	3,157
减：营业成本	115	172	229	299	370
减：税金及附加	11	27	21	26	32
主营业务利润	1,317	1,396	1,896	2,306	2,755
减：销售费用	259	376	536	551	616
减：管理费用	127	137	193	210	253
减：研发费用	71	106	172	210	253
减：财务费用	10	8	5	5	5
经营性利润	850	769	990	1,330	1,628
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-4	-8	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-14	-23	0	0	0
加：投资收益及其他	23	30	11	11	11
营业利润	854	768	999	1,340	1,641
加：营业外净收入	3	-8	0	0	0
利润总额	857	760	999	1,340	1,641
减：所得税	126	115	150	202	0
净利润	731	646	850	1,137	1,641
少数股东损益	-1	-6	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	732	652	850	1,137	1,641

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。