

锦波生物 (920982)

2025 年报及 2026 年一季报点评: 多因素致业绩短期承压, 新品放量+全球化打开成长空间

买入 (维持)

2026 年 05 月 06 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,443	1,595	1,965	2,416	2,822
同比 (%)	84.92	10.57	23.18	22.96	16.79
归母净利润 (百万元)	732.30	652.13	776.76	971.38	1,133.07
同比 (%)	144.27	(10.95)	19.11	25.06	16.65
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.36	5.67	6.75	8.44	9.85
P/E (现价&最新摊薄)	27.64	31.04	26.06	20.84	17.86

投资要点

- **公司披露 2025 年及 2026 年一季度业绩:** 2025 年实现营收 15.95 亿元, 同比+10.57%, 归母净利润 6.52 亿元, 同比-10.95%, 扣非后归母净利润 6.36 亿元, 同比-10.77%。单拆 25Q4, 公司实现营收 7.36 亿元, 同比-3.7%, 归母净利润 2.60 亿元, 同比-32.0%, 扣非后归母净利润 2.50 亿元, 同比-33.0%。
- **2026Q1 利润短期承压:** 2026 年一季度收入 3.8 亿元, 同比+2.4%, 归母净利润 1.40 亿元, 同比 -16.66%; 扣非净利润 1.31 亿元, 同比 -21.57%。利润阶段性下滑主要系销售费用投放加大、增值税率政策延续、研发投入维持高位所致, 随着费用结构优化, 盈利端有望后续逐步修复。
- **器械业务稳中有进, 功能性护肤品爆发式增长:** 分产品看, 2025 年医疗器械/功能性护肤品/原料营收分别为 12.88/2.55/0.48 亿元, 同比分别 +2.72%/+79.92%/+5.98%。器械主业稳健, 核心单品薇旖美持续放量; 护肤品高增主要由重源、ProfYouth 等自有品牌拉动, 第二成长曲线清晰。
- **盈利能力方面, 税率调整+费用投放加大影响短期净利率。** ①**毛利率:** 2025 年为 89.21%, 同比-2.8pct, 主要受医疗器械增值税率上调 (由 3% 上调至 13%) 及低毛利护肤品占比提升影响。2026Q1 毛利率为 84.8%, 同比-5.3pct; ②**期间费用率:** 25 年期间费用率为 39.3%, 同比+6.9pct, 26Q1 期间费用率 41.2%, 同比+5.8pct, 主要系品牌推广、团队扩张及研发投入加大; ③**归母净利率:** 25 年为 40.88%, 同比-9.9pct, 26Q1 为 37.4%, 同比-8.6pct, 短期盈利能力有所承压。
- **全球首创注射凝胶获批, 产品矩阵再升级。** 2025 年 4 月, 公司注射用重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶获批上市, 为全球首个无交联剂、自组装蜂巢结构注射级胶原产品, 推出重源新生 HiveCOL、薇旖美 WeaveCOL 两大品牌, 扩充中面部填充与全层次抗衰新空间, 有望打开中长期成长天花板。同时, 公司全球化布局更进一步, 2025 年胶原三类器械相继获得泰国、菲律宾注册证, 国际化进入落地期; 2025 年 6 月与养生堂达成定增战略合作, 产业协同与资源整合进一步加强。
- **盈利预测与投资评级:** 公司作为全球重组人源化胶原蛋白龙头, 技术壁垒深厚、产品矩阵完善, 凝胶新品+出海布局打开长期成长空间。考虑到生物制品增值税变动及费用投放阶段性影响, 我们将 2026-2027 年归母净利润预测由 14.5/18.6 亿元下调至 7.8/9.7 亿元, 新增 2028 年归母净利润预测 11.3 亿元, 2026-2028 年对应 PE 为 26/21/18X, 考虑到公司医美新产品获批上市贡献增量业绩, 以及出海打开成长空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、新品推广不及预期、出海不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	175.90
一年最低/最高价	150.04/589.98
市净率(倍)	9.94
流通 A 股市值(百万元)	9,736.47
总市值(百万元)	20,239.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.69
资产负债率(% ,LF)	24.91
总股本(百万股)	115.07
流通 A 股(百万股)	55.35

相关研究

《锦波生物(920982): 2025 年半年报点评: 营业收入同比+42.4%, 下半年新品凝胶放量可期》

2025-08-12

锦波生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,497	2,450	3,531	4,813	营业总收入	1,595	1,965	2,416	2,822
货币资金及交易性金融资产	992	1,770	2,674	3,795	营业成本(含金融类)	172	298	390	469
经营性应收款项	311	381	461	542	税金及附加	27	26	24	28
存货	181	269	350	429	销售费用	376	472	568	635
合同资产	0	0	0	0	管理费用	137	161	201	206
其他流动资产	13	31	46	47	研发费用	106	118	123	135
非流动资产	1,087	1,141	1,193	1,218	财务费用	8	14	4	2
长期股权投资	1	3	5	7	加:其他收益	24	37	46	0
固定资产及使用权资产	673	692	707	714	投资净收益	6	0	0	0
在建工程	73	88	103	118	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	144	145	146	147	减值损失	(31)	(10)	(20)	(20)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	20	38	56	56	营业利润	768	904	1,132	1,327
其他非流动资产	176	176	176	176	营业外净收支	(8)	4	4	0
资产总计	2,584	3,591	4,724	6,031	利润总额	760	908	1,136	1,327
流动负债	370	593	744	907	减:所得税	115	132	165	192
短期借款及一年内到期的非流动负债	40	84	104	124	净利润	646	776	971	1,134
经营性应付款项	106	176	215	275	减:少数股东损益	(6)	(1)	0	1
合同负债	61	65	81	98	归属母公司净利润	652	777	971	1,133
其他流动负债	164	268	344	409	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.67	6.75	8.44	9.85
非流动负债	320	328	338	348	EBIT	783	922	1,140	1,328
长期借款	182	192	202	212	EBITDA	870	1,006	1,229	1,425
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	89.21	84.82	83.85	83.37
租赁负债	82	82	82	82	归母净利率(%)	40.88	39.53	40.20	40.15
其他非流动负债	55	54	54	54	收入增长率(%)	10.57	23.18	22.96	16.79
负债合计	690	922	1,083	1,256	归母净利润增长率(%)	(10.95)	19.11	25.06	16.65
归属母公司股东权益	1,895	2,672	3,643	4,776					
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(1)					
所有者权益合计	1,894	2,670	3,641	4,775					
负债和股东权益	2,584	3,591	4,724	6,031					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	630	869	1,021	1,225	每股净资产(元)	16.47	23.22	31.66	41.51
投资活动现金流	(395)	(135)	(136)	(122)	最新发行在外股份(百万股)	115	115	115	115
筹资活动现金流	(184)	44	20	18	ROIC(%)	33.54	30.15	27.62	24.62
现金净增加额	51	777	904	1,121	ROE-摊薄(%)	34.41	29.07	26.66	23.72
折旧和摊销	87	85	89	97	资产负债率(%)	26.71	25.66	22.92	20.82
资本开支	(370)	(125)	(116)	(120)	P/E (现价&最新股本摊薄)	31.04	26.06	20.84	17.86
营运资本变动	(132)	(7)	(66)	(38)	P/B (现价)	10.68	7.58	5.56	4.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>