

锦波生物(920982)

报告日期: 2026年05月10日

大单品渠道调整完毕、26Q1 收入与利润均环比快增

——锦波生物 25 年&2026Q1 点评

投资要点

- 渠道调整落地，大单品销售回归正轨，26Q1 环比改善明显**
 - ✓ 26Q1 收入 3.75 亿元、同比+2.43%、环比+25.3%，归母净利润 1.4 亿元、同比-16.7%、环比+67%，归母净利率 37.42%、同比-8.6PCT、环比+9.4PCT。25Q4 因经销商新老切换，大单品重组胶原蛋白冻干纤维 4mg 销售增速受限，26 年新经销商团队轻装上阵、Q1 已步入正轨，环比改善明显。
 - ✓ 收入同比表现好于利润主要系毛利率下降，费用率提升。毛利率同比-5.29PCT 至 84.82%、系毛利率较低的功能性护肤品占比提升，销售/管理/研发费用率 23.41%/11.02%/5.99%、同比+2.08/+2.76/+0.79PCT、环比-5.45/+3.16/-5.61PCT。
- 功能性护肤品增长亮眼**
 - ✓ 25 年收入 15.95 亿元、同比+10.57%，归母净利润 6.52 亿元、同比-10.95%；25Q4 收入/归母净利润 3/0.84 亿元、同比-34.1%/-60.5%。
 - ✓ 分品类，25 年**医疗器械**收入 12.88 亿元、同比+2.72%、毛利率 94.11% (-0.92PCT)，单一材料（械三为主）/复合材料收入 11.7/1.2 亿元、同比+3.39%/-3.31%，毛利率 96.22%/73.81%、同比-0.61/-4.98PCT，显示械三大单品出货价仍较坚挺；**功能性护肤品**收入 2.55 亿元、同比+80%，毛利率 68.8%、同比-1.61PCT；原料及其他收入 0.48 亿元、同比+6%，毛利率 68.85%、同比-8.7PCT。
- 展望 26 年，合作新氧、大单品持续破圈，新品起量节奏望加快**
 - ✓ 展望 26 年，大单品（薇旎美冻干纤维 4mg）新经销商操盘+合作新氧，销量持续扩大；直销团队将重点打造凝胶新品（主攻泪沟改善，目前已推出重源新生 HiveCol、薇旎美 WeaveCOL 两个品牌）+薇旎美 Colnet（12mg）高端产品，预计加速起量。
- 盈利预测与估值分析**

预计 26-28 年归母净利润 8.49/10.21/12.15 亿元，同比+30.2%/+20.2%/+19.0%，5.10 日市值对应 PE 25/21/17 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示**

行业竞争加剧，新品销售表现不及预期

投资评级：增持(维持)

分析师：罗晓婷
 执业证书号：S1230525020003
 luoxiaoting@stocke.com.cn

分析师：周舒怡
 执业证书号：S1230525060002
 zhoushuyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥184.90
 总市值(百万元) 21,275.58
 总股本(百万股) 115.07

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1595.37	1971.56	2395.05	2880.29
(+/-) (%)	10.57%	23.58%	21.48%	20.26%
归母净利润	652.13	849.33	1021.26	1215.48
(+/-) (%)	-10.95%	30.24%	20.24%	19.02%
每股收益(元)	5.67	7.38	8.88	10.56
P/E	32.62	25.05	20.83	17.50

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,497	2,072	2,767	3,643
现金	992	1,539	2,122	2,860
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	282	252	295	345
其它应收款	5	9	10	13
预付账款	29	36	46	58
存货	181	227	287	360
其他	8	8	8	8
非流动资产	1,087	1,189	1,363	1,527
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1	0	0	0
固定资产	592	655	742	826
无形资产	144	179	225	288
在建工程	73	101	124	142
其他	277	254	272	270
资产总计	2,584	3,262	4,130	5,170
流动负债	370	399	491	563
短期借款	17	30	35	45
应付款项	106	128	151	201
预收账款	0	0	0	0
其他	247	241	305	317
非流动负债	320	352	352	361
长期借款	182	192	202	212
其他	138	160	150	149
负债合计	690	751	843	924
少数股东权益	(2)	(4)	(7)	(11)
归属母公司股东权益	1,895	2,514	3,294	4,256
负债和股东权益	2,584	3,262	4,130	5,170

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,595	1,972	2,395	2,880
营业成本	172	216	273	342
营业税金及附加	27	24	35	39
营业费用	376	442	536	645
管理费用	137	166	201	242
研发费用	106	128	153	181
财务费用	8	5	2	3
资产减值损失	31	24	29	35
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6
其他经营收益	24	30	35	35
营业利润	768	1,003	1,206	1,434
营业外收支	(8)	(8)	(8)	(8)
利润总额	760	995	1,198	1,426
所得税	115	148	180	214
净利润	646	847	1,018	1,212
少数股东损益	(6)	(3)	(3)	(4)
归属母公司净利润	652	849	1,021	1,215
EBITDA	830	1,041	1,244	1,472
EPS (最新摊薄)	5.67	7.38	8.88	10.56

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	10.57%	23.58%	21.48%	20.26%
营业利润	-10.07%	30.55%	20.22%	18.89%
归属母公司净利润	-10.95%	30.24%	20.24%	19.02%
获利能力				
毛利率	89.21%	89.02%	88.60%	88.12%
净利率	40.47%	42.95%	42.51%	42.07%
ROE	38.08%	38.57%	35.23%	32.27%
ROIC	29.17%	29.25%	27.45%	25.70%
偿债能力				
资产负债率	26.71%	23.03%	20.41%	17.88%
净负债比率	32.16%	34.86%	33.13%	31.59%
流动比率	4.05	5.19	5.64	6.47
速动比率	3.56	4.62	5.06	5.83
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.67	0.65	0.62
应收账款周转率	6.85	7.07	7.69	7.39
应付账款周转率	2.18	1.85	1.96	1.95
每股指标(元)				
每股收益	5.67	7.38	8.88	10.56
每股经营现金	5.48	7.82	8.90	10.50
每股净资产	16.47	21.85	28.63	36.99
估值比率				
P/E	32.62	25.05	20.83	17.50
P/B	11.23	8.46	6.46	5.00
EV/EBITDA	31.58	19.31	15.69	12.76

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	630	900	1,024	1,208
净利润	646	847	1,018	1,212
折旧摊销	72	51	59	68
财务费用	8	5	2	3
投资损失	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	34	(1)	1	(30)
其它	(124)	5	(51)	(40)
投资活动现金流	(395)	(158)	(214)	(225)
资本支出	(186)	(131)	(157)	(158)
长期投资	(1)	0	0	0
其他	(208)	(27)	(57)	(67)
筹资活动现金流	(184)	(195)	(227)	(244)
短期借款	17	13	5	10
长期借款	103	10	10	10
其他	(304)	(218)	(242)	(264)
现金净增加额	51	547	583	739

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>