

25 年业绩短期承压，26Q1 营收恢复正增、关注新品放量

锦波生物(920982.BJ)

核心观点

25 年公司营收同比+10.6%，25Q4、26Q1 营收同比-34.1%、+2.4%，主要系税率调整+市场需求疲软+渠道调整影响，26Q1 随着新品逐步铺设和渠道调整到位恢复正增长。公司 25 年单一材料医疗器械产品营收+3.4%，功能性护肤品+79.9%。利润端因税率调整以及产品结构变化影响毛利率，叠加销售费用率提升，25 年及 26Q1 公司净利率均承压。

展望后续，公司于 25Q4 进行渠道变革，将成熟的大单品冻干纤维产品转为经销模式，预计 26 年覆盖终端机构数量有望进一步提升；26 年重点关注公司已推出的“重源®新生 HiveCOL”、“薇旖美®WeaveCOL”凝胶新品销量爬坡情况。公司继续推进出海，后续有望贡献增量。长期看，公司正在构建“FAST 胶原蛋白数据库”，同时推进多型别重组胶原蛋白及阴道妇科、口腔、骨科等领域产品研发。

事件

公司发布 2025 年年报：2025 年公司实现营收 15.95 亿元/+10.57%，归母净利润 6.52 亿元/-10.95%，扣非归母净利润 6.36 亿元/-10.77%，基本 EPS 为 5.67 元/-10.85%，ROE（加权）为 37.92%/-20.49pct。

公司发布 2026 年一季报：26Q1 公司实现营收 3.75 亿元/+2.43%；归母净利润 1.40 亿元/-16.66%，扣非归母净利润 1.31 亿元/-21.57%，经营活动净现金流为 1.63 亿元/-6.41%；基本每股收益 1.22 元/-16.44%，ROE（加权）为 7.15%/-3.26pct。

简评

26Q1 营收恢复正增长，费用投入下盈利承压。26Q1 公司营业收入 3.75 亿元/同比+2.43%、环比+25.3%；26Q1 归母净利润 1.40 亿元/-16.66%、扣非归母净利润 1.31 亿元/-21.57%。26Q1 毛利率为 84.82%/-5.29pct，预估主要系产品结构变化影响。26Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 23.4%、11.0%、6.0%、0.8%，同比+2.1、+2.8、+0.8、+0.2pct，公司对于新品营销投入，26Q1 归母净利率 37.42%/-8.57pct，盈利能力短期仍有压力。

维持

买入

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

石旖瑄

shiyixuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526040001

发布日期：2026 年 05 月 12 日

当前股价：184.90 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.09/-2.36	-17.60/-20.41	-54.22/-79.27
12 月最高/最低价 (元)		577.50/150.05
总股本 (万股)		11,506.53
流通 A 股 (万股)		5,490.51
总市值 (亿元)		212.76
流通市值 (亿元)		101.52
近 3 月日均成交量 (万)		89.52
主要股东		
杨霞		53.89%

股价表现



税率调整+市场需求疲软+渠道调整下公司 25 年营收增速放缓，利润短期承压。2025 年公司营收 15.95 亿元/+10.57%，增速明显放缓主要系医美行业竞争加剧、2025 年增值税从 3%提高至 13%以及公司四季度进行渠道调整影响四季度表现。25 年归母净利润 6.52 亿元/-10.95%、扣非归母净利润 6.36 亿元/-10.77%，利润下滑主要系公司加大研发投入、推进产能扩张及扩大市场推广力度。25Q4 公司实现营收 3.00 亿元/-34.06%，归母净利润 0.84 亿元/-60.51%，扣非归母净利润 0.76 亿元/-62.40%。

分产品看，医疗器械有所降速，功能性护肤品高增。1) 医疗器械：2025 年公司营收 12.88 亿元/+2.72%，核心驱动力为单一材料医疗器械产品（包括薇旖美及二类医用敷料）营收 11.67 亿元/+3.39%，目前已推出“重源新生 HiveCOL”和“薇旖美 WeaveCOL”两个品牌产品，凝胶产品无交联剂毒性、无血栓栓塞风险，随着渠道拓宽有望放量。2025 年公司出海实现突破，海外获泰国、菲律宾注册许可，公司在第 78 届戛纳电影节期间全球首发 HiveCOL “蜂巢”胶原组织网凝胶产品。2) 功能性护肤品：2025 年营收 2.25 亿元/+79.9%，主要系旗下自有品牌线上渠道拓展顺利，以及代工产品增长亮眼。3) 原料及其他：2025 年营收 0.48 亿元/+5.98%，代工业务稳步推进。

税率调整以及产品结构变化影响毛利率，销售费用率提升影响利润率。25 年公司毛利率为 89.21%/-2.80pct，主要系功能性护肤产品占比提升以及医疗器械产品增值税率由 3%调整为 13%影响毛利率，2025 年医疗器械、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、-8.7pct。25 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 23.56%/+5.65pct、8.56%/-0.27pct、6.64%/+1.71pct、0.51%/-0.21pct。销售费用增加主要系公司加大线上线下品牌推广力度以及扩充销售团队。2025 年净利率为 40.47%/-10.20pct。

后续看点：关注冻干纤维渠道模式转变后企稳、凝胶新品爬坡以及出海加速。目前公司已有重组胶原三类器械冻干纤维、溶液、凝胶的全品类产品矩阵，其中：①冻干纤维：公司于 25Q4 进行渠道变革，将成熟的大单品冻干纤维产品转为经销模式，25Q4 仍在模式调整中，预计 26 年覆盖终端机构数量有望进一步提升；②凝胶：公司已推出“重源®新生 HiveCOL”（7 月上市）、“薇旖美®WeaveCOL”（10 月上市）两个品牌，通过直营模式运营，关注 26 年销量爬坡情况。除此之外，公司继续推进出海，2025 年 6 月重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维产品获得泰国医疗器械注册证，加上 2024 年 11 月获得的越南 D 类医疗器械注册证，海外市场布局逐步完善，后续有望贡献增量。长期看，公司正在构建“FAST 胶原蛋白数据库”，整合人工智能技术提升研发效率，同时推进多型别重组胶原蛋白及阴道妇科、口腔、骨科等领域产品研发。

投资建议：预计 2026-2028 年公司营收为 18.8、21.9、25.1 亿元，同比+17.8%、+16.8%、+14.3%，归母净利润为 7.7、9.1、10.4 亿元，同比+18.1%、+17.6%、+15.1%，对应 PE 为 28X、24X、20X，维持“买入”评级。

风险提示：1) 重组人源化胶原蛋白新材料研发项目不及预期甚至研发失败风险：公司主要在研项目的主要研究内容为重组人源化胶原蛋白新材料在人体各部位由浅入深，从体表到体腔到体内的应用拓展，其针对的适应症集中于妇科生殖、妇科、外科、泌尿科、骨科、口腔科和心血管科。上述适应症主要涉及人体体腔及体内的重组人源化胶原蛋白新材料注射应用，技术要求较高，难度较大，临床试验对于安全性及有效性的验证标准以及临床观察周期均高于目前已获批的植入剂产品，仍然存在一定的研发失败风险。

2) 现有技术升级迭代风险：公司核心技术均拥有自主知识产权，自成立以来，公司不断扩充研发实力，形成了蛋白结构研究及功能区筛选技术、功能蛋白高效生物合成及转化技术、功能蛋白标准化注射剂研究平台、功能蛋白多维度评估 BSL-2 实验室及临床前应用平台五大核心技术平台，并以平台为出发点不断进行延伸开发。然而，近年来生物医药领域高速发展，技术能力不断提高。若未来在公司产品的应用领域，国际或者国内出现突破性的新技术或新产品，而公司未能及时调整技术路线，可能导致公司技术水平落后，从而对产品市场竞争

力造成不利影响。

图 1:锦波生物旗下主要三类械产品

获批三类器械证书	产品名称	规格	推出时间	主要功效及部位
重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维 (21年6月获批)	薇旖美-极纯	4mg	2021年9月	聚焦眼周细纹, 为抗衰打基础
	薇旖美-至真	10mg	2023年6月	注射层次深入真皮层以下, 补充韧带胶原提升韧带支撑力
	薇旖美ColNet胶原网	12mg	2025年2月	直补真皮、皮下脂肪及肌肉3层次所需胶原, 针对性解决肌肤细纹、暗沉、松弛问题, 满足熟龄高客群高阶需求
	薇旖美-ColPlus胶原+	4mgI型胶原+ 4mgXV II型胶原+5支(I+XVI)次抛	2025年9月	通过 III 型与XVII型胶原协同作用, 覆盖表皮、基底膜、真皮三层, 精准修复眼周干燥、细纹、色素暗沉等问题
注射用III型人源化胶原蛋白凝胶 (25年4月获批)	重源HiveCOL 凝胶	16mg/ml	2025年7月	促进新生细胞外基质形成, 实现面部容量的自然补充。即刻形成物理支撑, 又能持续推动组织修复
	薇旖美WeaveCOL®编织胶原	16mg/ml	2025年10月	通过精准电荷吸引, 结合整合素建立细胞与胶原对话系统唤醒细胞新生潜能促进成纤维细胞粘附、迁移新生自体胶原蛋白、层粘连蛋白等实现眼周组织持续新生告别眼下纹路/阴影/松弛/浮肿。提高平整度, 让疲惫的眼周, 回归自然饱满。

数据来源: 公司官网, 公司公众号, 中信建投证券

图 2:锦波生物主要营收构成

单位: 人民币百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
合计	155.9	161.3	233.4	390.2	780.3	1,442.8	1,595.4
yoy		3.4%	44.7%	67.2%	100.0%	84.9%	10.6%
医疗器械	86.4	92.3	139.6	305.5	680.0	1,253.6	1,287.7
yoy		6.9%	51.2%	118.9%	122.6%	84.4%	2.7%
单一材料			28.4	159.3	565.0	1,128.3	1,166.5
yoy				460.5%	254.7%	99.7%	3.4%
复合材料			111.13	146.14	114.93	125.31	121.16
yoy				31.5%	-21.4%	9.0%	-3.3%
功能性护肤品	46.4	59.2	74.2	67.8	75.9	141.9	255.2
yoy				-8.6%	12.0%	86.8%	79.9%
原料及其他销售	8.8	9.3	19.6	16.8	24.2	45.7	48.5
yoy				-14.1%	43.6%	89.1%	6.0%
营收占比	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
医疗器械	55.38%	57.25%	59.78%	78.28%	87.14%	86.89%	80.71%
单一材料医疗器械		0.00%	12.18%	40.83%	72.41%	78.20%	73.12%
复合材料医疗器械		0.00%	47.61%	37.45%	14.73%	8.68%	7.59%
功能性护肤品	29.76%	36.69%	31.79%	17.38%	9.73%	9.83%	16.00%
原料及其他	5.61%	5.74%	8.40%	4.32%	3.10%	3.17%	3.04%
毛利率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
整体毛利率	84.69%	80.01%	82.29%	85.44%	90.16%	92.02%	89.21%
医疗器械	83.57%	82.96%	86.56%	88.30%	93.18%	95.03%	94.11%
单一材料医疗器械	0.00%	0.00%	93.76%	93.49%	95.56%	96.83%	96.22%
复合材料医疗器械	83.57%	82.96%	84.71%	82.63%	81.46%	78.79%	73.81%
功能性护肤品	84.30%	75.48%	75.00%	73.15%	67.79%	70.41%	68.80%
原料及其他	74.93%	80.13%	80.00%	83.18%	75.90%	77.55%	68.85%

数据来源: wind, 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,298	1,497	2,228	3,058	3,999
现金	941	992	1,664	2,394	3,231
应收票据及应收账款合计	195	282	299	349	399
其他应收款	9	5	9	11	12
预付账款	38	29	43	50	57
存货	97	181	190	227	267
其他流动资产	18	8	24	28	32
非流动资产	758	1,087	943	794	651
长期投资	0	1	0	0	0
固定资产	551	673	578	481	382
无形资产	23	144	133	119	103
其他非流动资产	185	269	231	194	166
资产总计	2,056	2,584	3,171	3,852	4,650
流动负债	292	370	470	557	651
短期借款	0	17	0	0	0
应付票据及应付账款合计	52	106	122	146	172
其他流动负债	241	247	348	411	479
非流动负债	233	320	234	153	80
长期借款	173	265	178	97	25
其他非流动负债	60	55	55	55	55
负债合计	525	690	704	710	731
少数股东权益	-4	-2	-5	-10	-15
股本	89	115	115	115	115
资本公积	316	290	290	290	290
留存收益	1,130	1,490	2,068	2,747	3,529
归属母公司股东权益	1,535	1,895	2,473	3,152	3,934
负债和股东权益	2,056	2,584	3,171	3,852	4,650

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	767	630	973	1,035	1,163
净利润	731	646	766	901	1,037
折旧摊销	66	87	144	148	143
财务费用	10	8	6	0	-7
投资损失	-1	-6	-5	-5	-5
营运资金变动	-47	-128	57	-13	-9
其他经营现金流	8	24	4	4	4
投资活动现金流	-154	-395	1	1	1
资本支出	164	374	0	0	0
长期投资	0	-31	0	0	0
其他投资现金流	-319	-739	1	1	1
筹资活动现金流	-190	-184	-302	-307	-326
短期借款	-69	17	-17	0	0
长期借款	22	91	-86	-81	-73
其他筹资现金流	-143	-293	-199	-226	-254
现金净增加额	423	51	672	730	838

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,443	1,595	1,879	2,194	2,508
营业成本	115	172	207	247	292
营业税金及附加	11	27	32	38	43
销售费用	259	376	444	513	579
管理费用	127	137	160	184	206
研发费用	71	106	117	134	150
财务费用	10	8	6	0	-7
资产减值损失	-14	-23	-26	-31	-35
信用减值损失	-4	-8	-9	-11	-13
其他收益	22	24	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	6	5	5	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	854	768	903	1,062	1,222
营业外收入	6	1	4	4	4
营业外支出	3	9	4	4	4
利润总额	857	760	902	1,061	1,221
所得税	126	115	136	160	184
净利润	731	646	766	901	1,037
少数股东损益	-1	-6	-4	-5	-5
归属母公司净利润	732	652	770	905	1,042
EBITDA	934	855	1,053	1,209	1,357
EPS (元)	6.36	5.67	6.69	7.87	9.06

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	84.92	10.57	17.80	16.75	14.29
营业利润(%)	145.35	-10.07	17.54	17.56	15.11
归属于母公司净利润(%)	144.27	-10.95	18.10	17.57	15.12
获利能力					
毛利率(%)	92.02	89.21	88.98	88.74	88.38
净利率(%)	50.75	40.88	40.98	41.27	41.57
ROE(%)	47.70	34.41	31.14	28.73	26.50
ROIC(%)	100.64	72.79	58.85	79.08	99.71
偿债能力					
资产负债率(%)	25.53	26.71	22.19	18.43	15.72
流动比率	4.44	4.05	4.74	5.49	6.14
速动比率	3.92	3.46	4.19	4.94	5.60
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.62	0.59	0.57	0.54
应收账款周转率	7.64	5.66	6.38	6.38	6.38
应付账款周转率	2.24	1.62	1.69	1.69	1.69
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.36	5.67	6.69	7.87	9.06
每股经营现金流(最新摊薄)	6.67	5.48	8.45	9.00	10.10
每股净资产(最新摊薄)	13.34	16.47	21.49	27.39	34.19
估值比率					
P/E	29.05	32.62	27.63	23.50	20.41
P/B	13.86	11.23	8.60	6.75	5.41
EV/EBITDA	18.94	30.77	18.94	15.85	13.46

数据来源: wind, 中信建投

分析师介绍

黄杨璐

纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

叶乐

纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025年、2024年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织、轻工、黄金珠宝、教育、医美个护、IP潮玩等消费产业研究。

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究十数年，对于美容护理、餐饮酒店、零售贸易、新兴消费等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

石旖瑄

中信建投社服商贸行业分析师，厦门大学数学与应用数学学士、美国辛辛那提大学金融学硕士。研究美妆/医美/高端消费/社服等板块，多年买方经验视角。2023-2025水晶球/上证报/WIND批零社服行业最佳/金牌分析师上榜团队成员，2022-2025新财富批零社服行业最佳分析师入围团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk