

锦波生物（920982）

公司报告 | 首次评级报告



吴宇同
家电、服饰 & 医美
化妆品研究员

2026年1月26日

基本信息

所属行业	
当前股价	231.38
总市值	266.24亿
PE-TTM	34.11
PB-MRQ	14.45

估值结果

价值	190.91亿
DDM估值 上行空间	-28%
状态	偏高估
价值	191.55亿
动态估值 上行空间	-28%
状态	偏高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

锦波生物是北交所重组胶原蛋白第一股，聚焦重组人源化胶原蛋白研发生产，主营医美类医疗器械与功能性护肤品，为国内该领域领先的专精特新企业。

公司的成长空间较大，主要是由于重组胶原蛋白可以通过拓场景以及提升渗透率，继续打开增长空间。公司的盈利趋势较差，主要是由于行业的竞争格局可能恶化，对于公司的产品价格以及盈利能力产生负面影响。公司的产业格局中等偏上，主要是由于当前为重组胶原蛋白龙头公司，市占率第一。重组胶原蛋白赛道虽高景气但竞争格局持续恶化。巨子生物、创健医疗等公司布局，价格战隐现，核心产品溢价持续收缩，未来的市占率具有不确定性。公司的护城河较深，主要是具备品牌和技术壁垒护城河。品牌上，核心产品“薇旖美”在高端医美市场建立起专业、高端的品牌认知，线下医美机构端形成深厚口碑积淀。

基于重组胶原蛋白市场下游应用场景的逐步拓宽+医美场景渗透率的提升，我们认为当前公司处于高估状态。

我们区别于市场的观点

我们认为锦波生物当前处于高估状态。市场尚未充分定价业绩增速大幅下修的风险，2025年前三季度公司归母净利润增速大幅放缓，叠加销售费率攀升至24.86%，净利率大幅收窄。同时，市场对行业竞争格局恶化的预判偏于保守，巨子生物、创健医疗的相关产品已经获批，未来还将有更多的产品锦波生物独家牌照红利即将消失，未来市场份额与定价权将面临直接冲击。

风险提示

技术突破与应用风险，重组胶原蛋白技术迭代速度快，或新技术在多场景落地不及预期，现有技术壁垒可能会被削弱；重组胶原赛道竞争加剧，巨子生物等竞品三类医械证申报提速，华熙生物跨界布局，或引发价格战挤压毛利。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

锦波生物2008年成立，2023年登陆北交所成为“重组胶原蛋白第一股”，是国家级专精特新小巨人企业。公司以结构生物学和合成生物技术为核心，全球首创164.88°重组人源化胶原蛋白技术，首次实现具三螺旋结构的全人源化胶原蛋白规模化生产，还牵头制定该领域国家行业标准。作为国内重组胶原赛道龙头，公司手握独家三款重组胶原三类医械证，核心医美产品薇旎美系列市占率领先，业务覆盖医美、皮肤修复、妇科等多领域，同时布局抗HPV、抗新冠多肽等抗感染产品。公司累计获百余项专利，建成全球规模最大的重组人源化胶原蛋白制造基地，2025年养生堂成为其第二大股东，正从医美向骨科、眼科等万亿级生命材料大健康领域拓展。

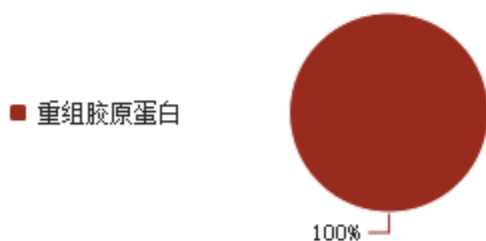
2. 业务介绍

对于锦波生物公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

重组胶原蛋白：

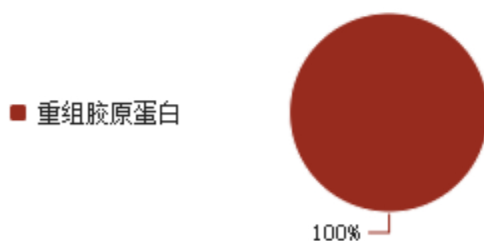
公司主营以重组胶原蛋白、抗HPV生物蛋白产品为核心的医疗器械、功能性护肤品的研产销，核心成分分别为自主研发的重组III型胶原蛋白、酸酐化牛 β -乳球蛋白。公司搭建起从上游功能蛋白核心原料到下游终端产品的全产业链体系，终端产品广泛应用于妇科、皮肤科、外科、五官/口腔科、肛肠科、护肤等多场景。同时公司深耕重组人源化胶原蛋白研发，已完成I型、III型、XVII型等主要品类基础研究，并在妇科、泌尿科、骨科、心血管科等多领域持续推进重组胶原蛋白的应用研究，技术布局覆盖多场景产业化需求。我们对于该业务的市场定义为国内市场和海外市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

锦波生物采用全产业链垂直整合商业模式，聚焦重组胶原蛋白、抗HPV生物蛋白领域实现研产销一体化，核心原料自主生产把控价值链。研发端2024年研发投入占比8.52%，研发团队占员工25.76%，持续投入核心技术研发并推进技术专利化到平台化落地。客户端前五大客户营收占比19.19%，集中度低无单一依赖，以B端医美机构、医院为主且合作稳定，同时借力养生堂拓展C端渠道。供应商端集中度低，合作中小企为主，供应链稳定无采购依赖。盈利以高毛利三类医械为核心，核心产品毛利率超90%，依托技术壁垒掌握定价权，联动功能性护肤品，布局多医疗场景实现业务拓展。

3.1 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司的研发强度较高。研发团队212人（占比25.76%），累计百余项专利，主导多项行业标准，核心技术平台支撑I/III/XVII 型胶原研发，三类医械证与国际标准立项形成壁垒，研发强度匹配龙头创新需求。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司的营销强度高，2025年前三季度销售费用率为22.3%。公司以学术营销筑牢B端壁垒，通过专业会议、医生培训强化产品认可度；同时全面发力C端，联动美团、腾讯、养生堂打通线上线下渠道，登陆央视、分众传媒实现全国性品牌曝光，牵手李佳琦触达大众消费群体，还打造胶原节等专属营销活动。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

锦波生物客户集中度低且持续优化，2024年前五大客户营收占比19.19%，较2023年25.93%下降6.74个百分点，各客户占比均不超6%，无单一客户依赖。

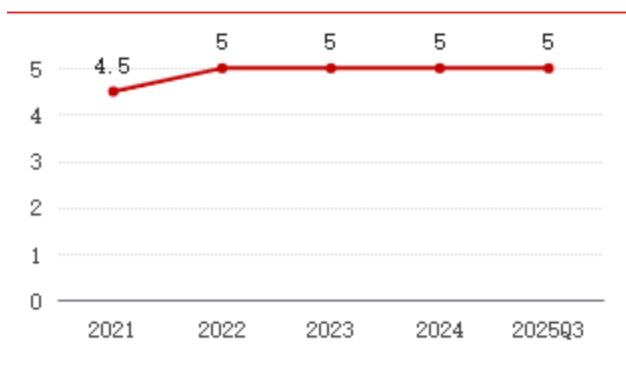
4. 历史经营绩效

公司历史的经营绩效表现较优，主要是由于优秀的成长能力和盈利能力。锦波生物的重组胶原蛋白属于医美行业中的高端产品，定价较高，公司的毛利率和净利率水平优异。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



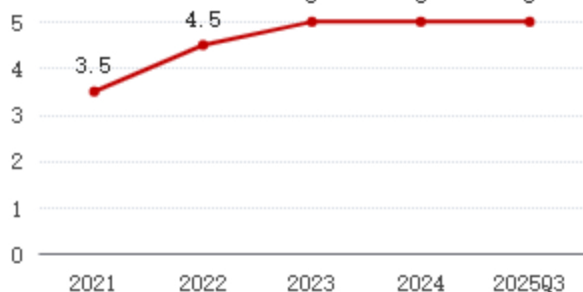
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力优秀。2021-2024年，公司的毛利率持续攀升，核心得益于重组胶原蛋白技术壁垒、三类证优势及“薇旖美”市场拓展，叠加规模效应摊薄成本，享受行业红利。2025年前三季度盈利能力显著放缓，主要是由于行业竞争加剧致核心产品溢价收缩。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



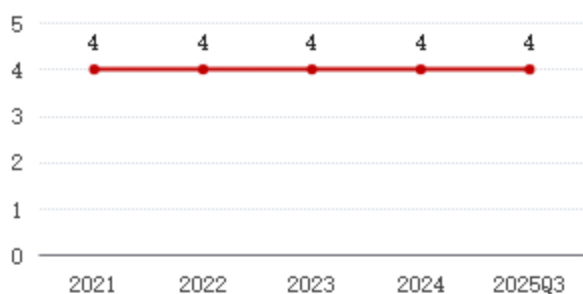
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史成长能力优秀。2021-2024年，锦波生物经营绩效高速攀升，核心得益于重组胶原蛋白技术壁垒、三类证优势及“薇旖美”等产品市场拓展，叠加行业红利加持。2025年前三季度增速大幅放缓，毛利率同比下降。变化原因是医美监管趋严、行业竞争加剧，核心产品增速收缩，且销售费用高增。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史业务控制能力较强。行业上游主要为基因工程菌株、发酵培养基、纯化试剂等，供应商较为分散，无绝对垄断企业；下游客户的集中度低，因此公司对于上下游的议价能力较高。

5. 四维评级

公司的成长空间较大，主要是由于重组胶原蛋白的下游应用场景有望进一步拓宽，在骨科修复、心血管以及妇科修复的渗透率有望进一步提升。盈利趋势星级较低，主要是由于伴随重组胶原蛋白产品获批的增多，行业竞争格局将会变差，对于公司的产品价格以及盈利能力有负面影响。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长能力星级为4.5星，主要是由于重组胶原蛋白可以通过拓场景以及提升渗透率，继续打开增长空间。

重组胶原蛋白(4.5星):

行业层面，重组胶原蛋白赛道高景气，医美抗衰、皮肤修复需求持续释放，医用场景拓展打开新空间；虽竞争加剧致产品溢价收缩，但技术升级与合规化将推动行业集中度提升。公司层面，手握3张重组胶原械三证筑技术资质壁垒，2025年凝胶新品落地完善抗衰布局，功能性护肤品放量、头皮养护第二曲线推进，国际化布局提速（越南获批，东南亚 / 中东拓展），养生堂入股注入资源。短期受竞争与费用高增影响，长期依托产品矩阵、成本优化及渠道深化，成长天花板较高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势星级为1.5星。伴随越来越多的重组胶原蛋白产品获批，行业的竞争格局可能恶化，对于公司的产品价格以及盈利能力产生负面影响。

重组胶原蛋白(1.5星):

行业层面，重组胶原蛋白赛道虽高景气，但竞争格局持续恶化，巨子生物等公司入局，技术门槛降低致产品溢价收缩，价格战隐现，盈利能力可能承压。

5.3 产业格局

★★★★☆

产业竞争格局星级为3星，公司当前为重组胶原蛋白龙头公司，市占率第一。重组胶原蛋白赛道虽高景气但竞争格局持续恶化。巨子生物、创健医疗等公司布局，价格战隐现，核心产品溢价持续收缩，未来的市占率具有不确定性。

重组胶原蛋白(3.5星):

公司层面，锦波生物凭借3张独家重组胶原械三证构筑强技术资质壁垒，叠加新品落地、AI降本、养生堂资源注入及国际化布局，短期虽受行业竞争拖累，渠道与费用端承压，但高端医美市场优势显著，龙头地位短期难撼动，长期可能受到竞争格局的恶化市占率小幅下降。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河星级为3.5星，主要具备品牌和技术优势护城河。锦波生物的护城河核心在于技术+品牌双壁垒，技术上，公司掌握首创的164.88°三螺旋重组人源化胶原核心技术，为行业标准制定者，手握3张独家重组胶原械三证构筑一定的准入壁垒。品牌上，公司的薇旖美在医美机构端形成较好的口碑。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
重组胶原蛋白	(5星) 该业务的护城河宽度星级高，其经壹评级调整的ROE为83.2%，经壹评级调整的ROIC为64.9%，具备较高的超额收益。该业务的市占率超过50%，为当前的第一龙头。业务控制力较好，且较为稳定，主要是由于上下游议价能力较高，盈利能力优秀。	(2星) 锦波生物的护城河核心在于技术+品牌双壁垒，技术上，公司手握3张独家重组胶原械三证构筑高准入壁垒。品牌上，核心产品“薇旖美”在高端医美市场建立起专业、高端的品牌认知，线下医美机构端形成深厚口碑积淀。但由于行业竞争格局恶化，更多的厂商产品获批，公司的护城河可能遭到侵蚀。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司未来的业绩增量来源于重组胶原蛋白市场下游应用场景的逐步拓宽+医美场景渗透率的提升。基于壹评级的ddm估值模型和及动态估值模型，当前公司处于高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司主营产品为重组胶原蛋白注射类针剂，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测的核心假设和逻辑如下：

业务1：重组胶原蛋白注射类产品

收入假设：

重组胶原蛋白产品仍处于成长期，胶原蛋白溶液和凝胶三类械获批，管线接力有望助力业绩增长。且公司医疗器械在研管线丰富，未来有望形成管线接力。我们预计2025-2029年年公司重组胶原蛋白医疗器械收入的CAGR为20%。

盈利能力假设：

由于更多的重组胶原蛋白将会获批，行业的竞争格局可能恶化，对于公司产品的价格产生负面影响。我们预计公司的毛利率从2024年的92.1%下降至2029年的82.1%。由于行业竞争加剧，我们预计销售费用率也将小幅上行。

表2：公司整体业绩预测

锦波生物	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.9	7.8	14.4	20.2	25.2	31.5	37.8	43.5
归母净利润(亿)	1.1	3.0	7.3	9.1	10.8	12.8	14.5	15.7
归母净利润增速(%)	104.7	167.2	145.4	23.6	18.9	18.5	13.5	8.4
经营性净利润(亿)	1.1	3.0	7.3	9.1	10.8	12.8	14.5	15.7
经营性净利润增速(%)	106.8	167.1	146.0	23.9	18.9	18.5	13.5	8.4
经营性归母净利润(亿)	1.1	3.0	7.3	9.1	10.8	12.8	14.5	15.7
经营性归母净利润增速(%)	105.6	167.5	145.5	23.7	18.9	18.5	13.5	8.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

重组胶原蛋白	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.3	7.8	14.4	20.2	25.2	31.5	37.8	43.5
收入增速(%)	104.9	133.5	84.7	40.0	25.0	25.0	20.0	15.0
经营性净利润(亿)	0.9	3.0	7.4	9.1	10.8	12.8	14.5	15.7
经营性净利率(%)	28.1	38.8	51.1	45.0	42.8	40.6	38.4	36.2
经营性净利润增速(%)	256.0	222.5	143.4	23.3	18.9	18.5	13.5	8.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
重组胶原蛋白	8.0%	中等	较好	一般	8.5%	13.5	14.9
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
重组胶原蛋白(亿)	38.2	145.3	183.5	8.0	-	-	191.5
公司整体测算(亿)	38.2	145.3	183.5	8.0	-	-	191.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
重组胶原蛋白(亿)	106.5	76.3	182.9	8.0	-	-	190.9
公司整体测算(亿)	106.5	76.3	182.9	8.0	-	-	190.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性较低，主要是由于医美注射类针剂行业的每月销售数据较难跟踪，以及医美行业产品迭代速度较快，新产生的大单品可能会对公司现有业务产生超预期影响。综上所述公司的估值确定性星级较低。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。