

重组胶原蛋白小巨人，薇旖美驱动高增长

—锦波生物（832982.BJ）新股研究报告

投资评级：无

李媛媛 S1340523020001

化妆品&医美分析师

中邮证券研究所

中邮证券

2023年7月18日

- **重组胶原蛋白小巨人，收入业绩快速增长。**公司成立于2008年，专注于功能蛋白研发、生产及终端产品销售，在重组胶原蛋白研发及终端产品销售上处于行业领先地位。公司创始人为杨霞女士，拥有较强科研背景，截止23H1实际控制人及一致行动人持股比例为67.5%，股权集中。22年公司收入、归母净利润分别为3.9亿元、1.1亿元，同比增速分别为67.2%、90.2%，20年以来公司收入业绩获得快速增长，重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维、医用III型胶原蛋白溶液（含无菌）等快速放量驱动增长。
- **注射级重组胶原蛋白产能、产品布局行业领先。**公司竞争优势如下：1）自研+高校合作加强研发实力，拥有重组胶原蛋白领域首款三类医疗器械注射剂，彰显研发实力；2）产能充裕，规划注射级重组胶原蛋白原料200kg，重组胶原蛋白三类医疗器械300万支，为终端产品销售奠定基础。
- **薇旖美放量+重组胶原蛋白医用敷料及化妆品蓄势待发+在研项目储备驱动增长。**短期来看，薇旖美具备稀缺性，面部保养及眼周抗衰上具备优势，上市以来快速增长，22年实现收入1.2亿元，未来具备高成长性；中长期看，根据FROST&SULLIVAN，21年重组胶原蛋白护肤品及医用敷料领域市场规模约百亿元，公司拥有原料及获证能力优势，未来伴随推广力度加大，有望获得更高市场份额；此外，公司储备美容领域外多科室在研项目，打开远期成长天花板。
- **投资建议：**新材料、新成分驱动本土品牌份额提升，重组胶原蛋白具备无过敏性、良好的抗衰及修复属性，在美容护理领域应用广泛，看好细分赛道高景气度；公司拥有市场上唯一的注射级三类医疗器械证，竞争优势突出。公司本次发行价为49元/股，对应22年PE约30倍（不考虑超额配售），截止2023年7月18日，可比公司（爱美客/巨子生物/昊海生科）22年/23E平均PE分别为78倍/36倍，看好公司未来成长性，建议积极关注。
- **风险提示：**重组胶原蛋白终端景气度下降、行业竞争格局恶化、薇旖美销售不及预期等。

目录

- 一 | 公司概况：重组胶原蛋白小巨人，收入业绩快速增长
- 二 | 竞争优势：注射级重组胶原蛋白产能、产品行业领先
- 三 | 成长看点：薇旖美放量+医用敷料及化妆品蓄势待发+在研项目储备驱动增长
- 四 | 投资建议

—

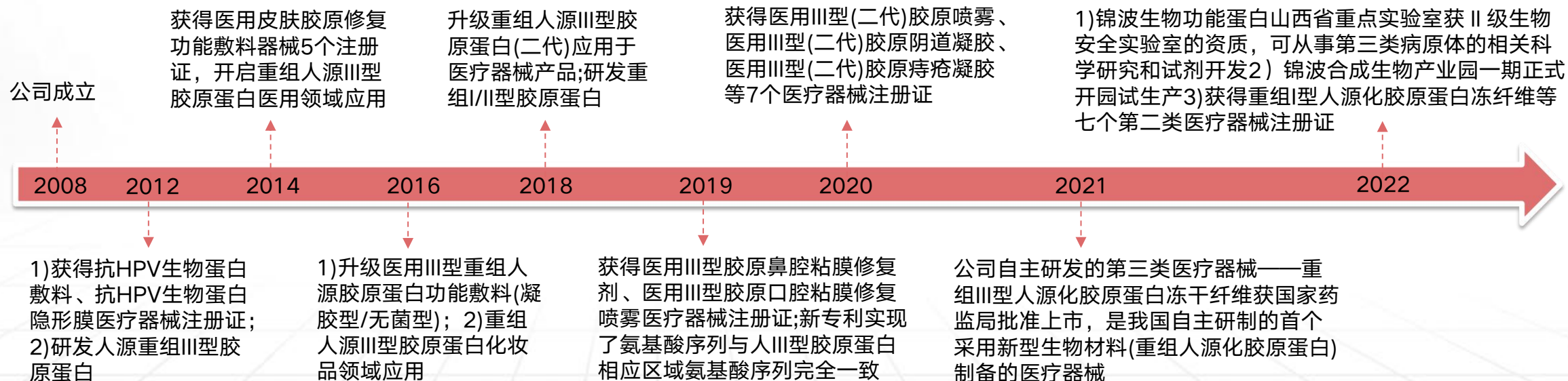
公司概况

- 1.1 基本情况：重组III型胶原蛋白小巨人，股权较为集中
- 1.2 财务分析：20年以来收入业绩快速增长，盈利能力提升
- 1.3 业务分析：重组胶原蛋白产品快速放量，22年TOP3单品占比约50%

1.1 发展历程：专注功能蛋白研发生产十余年，重组III型胶原蛋白产业化应用卓有成效

- 深耕“功能蛋白”基础研究及产业化十余年。公司成立于2008年，主要从事功能蛋白及终端产品的研发、生产和销售，整体发展阶段如下：1)初期阶段(2008年-2012年)，公司与复旦大学联合开发抗HPV感染阴道凝胶及相关产品，并获得酸酐化牛 β -乳球蛋白和重组人源III型胶原蛋白(一代)专利；2)胶原蛋白产业化运营阶段(2012年-2020年)，公司先后获得重组人/狒狒嵌合尿酸酶蛋白、重组人源I/II/III型胶原蛋白(二代)专利，逐步实现重组人源III型胶原蛋白的产业化以及重组人源I/II型胶原蛋白的量产，实现医疗器械、化妆品、卫生用品等终端产品商业化运作；3)重组III型胶原蛋白快速放量阶段（2021年之后），公司自主研发的重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维、医用III型胶原蛋白溶液（含无菌）等快速放量。

图表1：公司发展历程



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.1 产业布局：以重组III型胶原蛋白为主，聚焦功能蛋白，涉及医疗器械、化妆品、卫生用品领域

- SKU丰富，以重组III型胶原蛋白为主，涉及皮肤科、妇科等领域。公司主要产品类型为医疗器械类（皮肤科及妇科为主）、功能性化妆品，涉及少量卫生用品及原料销售，核心成分为重组胶原蛋白酸酐化牛 β -乳球蛋白。截止2022年拥有1款三类医疗器械产品以及33款二类医疗器械产品（以注册证计算，不含不同规格），SKU丰富，打造出重组重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维、医用无菌III型胶原蛋白液等大单品。

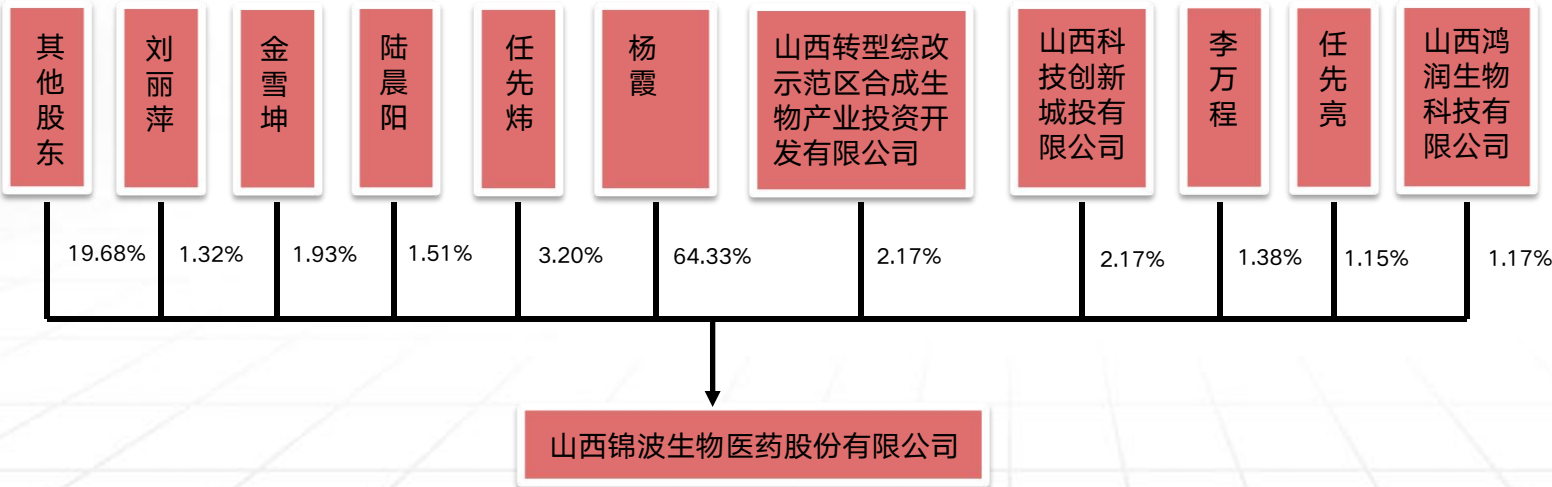
图表2：公司产品线布局情况

按成分分类	类型	代表产品	代表细分产品	应用领域
重组胶原蛋白产品	医疗器械	重组人源化胶原蛋白植入剂	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	皮肤科
		重组胶原蛋白皮肤修复敷料	医用III型胶原蛋白溶液/医用无菌III型胶原蛋白液； 医用重组人源胶原蛋白功能敷料(凝胶型)(无菌型)； 医用III型胶原无菌凝胶	皮肤科、外科等
		重组胶原蛋白黏膜修复敷料	重组人源胶原蛋白阴道敷料；医用III型胶原鼻腔粘膜修复剂；胶原蛋白敷料（痔疮型）；医用III型胶原痔疮凝胶；医用III型胶原阴道凝胶	妇科等
	功能性护肤品	重组胶原蛋白精华液	164.88肌频活性蛋白面部精华原液	日用护肤
		胶原蛋白面膜	肌频164.88生物蛋白面膜	日用护肤
抗HPV生物蛋白产品	医疗器械	抗HPV生物蛋白敷料/膜	抗HPV生物蛋白敷料；抗HPV生物蛋白隐形膜	妇科

1.1 股权结构：实际控制人股权比例高，核心员工获得股权激励

- 股权较为集中，实际控制人及一致行动人持股比例高，核心员工获得激励。截止2023年6月，公司实际控制人杨霞女士及一致行动人任先炜先生(夫妻关系)分别直接持有公司64.33%/3.20%股份，股权较为集中；核心高管金雪坤、陆晨阳、李万程等人均持有公司股份，员工激励较为充分。
- 2023年6月公司拟向不特定合格投资者公开发行股票获得审批通过，本次拟发行不超过500万股股票（发行后占比总股本为7.43%），超额配售选择权不超过发行股份的15%，拟募集资金4.7亿元，主要用于重组人源化胶原蛋白新材料及注射剂产品研发（2.0亿元）、品牌建设及市场推广（1.5亿元）以及补充流动资金（1.2亿元）。

图表3：公司股权结构图（截止23年6月）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表4：募集资金及用途

项目名称	项目总投资 (百万元)	募集资金投入额 (百万元)
重组人源化胶原蛋白新材料及注射剂产品研发项目	232	200
品牌建设及市场推广项目	150	150
补充流动资金	120	120
合计	502	470

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.1 高管情况：实际控制人深耕功能蛋白研发，高管团队具备丰富医药相关从业经历，团队稳定

- **高管团队拥有丰富医药背景。**公司实际控制人杨霞女士深耕功能蛋白领域多年，曾任山西医科大学讲师，拥有丰富科研及管理经验；公司高管金雪坤、陆晨阳、李万程拥有丰富的医药行业从业经历，曾在医药相关公司担任研发，管理，销售等职务；核心团队较为稳定，团队实力不断增强，为长期稳健发展奠定良好基础。

图表5：公司核心高管团队及从业背景

高管	出生年份	职务	履历	持股比例 (23H1)
杨霞	1974	董事长、研究院院长	硕士学历，2008年1月至2016年11月，任山西医科大学讲师；2008年3月至2011年5月，任锦波有限执行董事；2011年5月至2015年3月，任锦波有限监事；2016年12月至今，任公司董事长；2019年12月至今任公司研究院院长。	64.33%
金雪坤	1965	董事、总经理	硕士学历，曾任职于百胜（深圳）医疗设备有限公司中国区总经理、华熙生物科技有限公司等独立非执行监事、执行董事、CEO、董事等职位。2021年至今任公司董事、总经理。	1.93%
陆晨阳	1968	董事、副总经理	本科学历，曾任职于太原制药厂、山西省制药工业公司、山西省医药集团、华北制药集团山西博康药业有限公司总工程师、副总经理。2013年加入公司，先任核心技术人员，2021年至今任公司董事、副总经理。	1.51%
李万程	1966	董事、副总经理	大专学历，曾任山西博康药业副总经理。2014年加入公司任副总及销售总监，2016年起任公司董事、副总经理。	1.38%
李凡	1989	董事	硕士学历，曾任山西省自动化研究所、山西春汾科创投资集团有限公司董事、副总经理等职务。2022年至今，任公司董事。	—
唐梦华	1987	董事、副总经理、董事会秘书	硕士学历，先后任中原证券股份有限公司投资银行部项目经理、高级经理。2019年加入公司，任公司副总经理；2021年至今任公司董事。	其母0.16%
薛芳琴	1971	副总经理、财务总监	本科学历，注册会计师、注册税务师、注册评估师，2016年加入公司	0.08%
兰小宾	1987	副总经理	硕士学历，2008年加入公司，2020年起任公司研究院院长，2015年至今任公司副总经理	0.11%

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

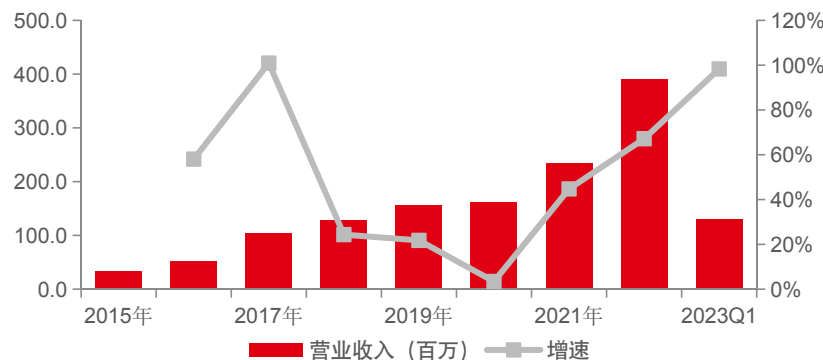
1.2 财务分析：20年以来收入业绩快速增长，盈利能力稳步提升

■ 20年以来收入业绩快速增长。公司2022年收入、归母净利润分别为3.9亿元、1.1亿元，同比增速分别为67.2%、90.2%，20年以来公司收入业绩获得快速增长，主要得益于重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维、医用III型胶原蛋白溶液（含无菌）等快速放量。23Q1公司实现收入/归母净利润分别为1.3亿元/0.43亿元，分别同增98.3%/180.9%，收入业绩维持快速增长势头。

■ 20年以来盈利能力提升。公司2022年毛利率及归母净利率分别为85.4%/28.0%，公司毛利率高位稳步提升，受益于管理费用规模效应，盈利能力稳步提升。23Q1毛利率及归母净利率分别为89.9%/33.5%，产品优化带动毛利率持续提升。

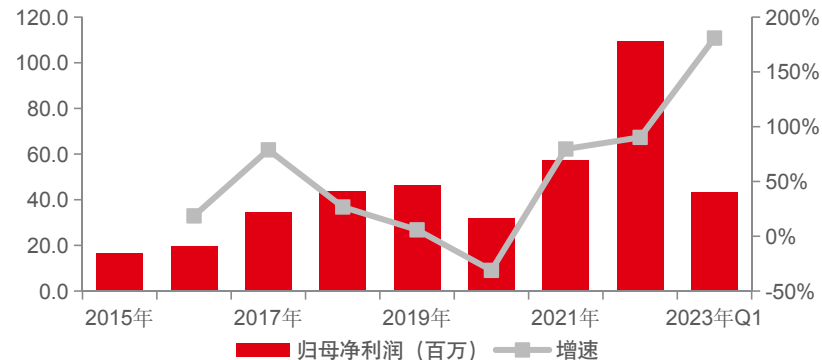
请参阅附注免责声明

图表6：公司收入及增速



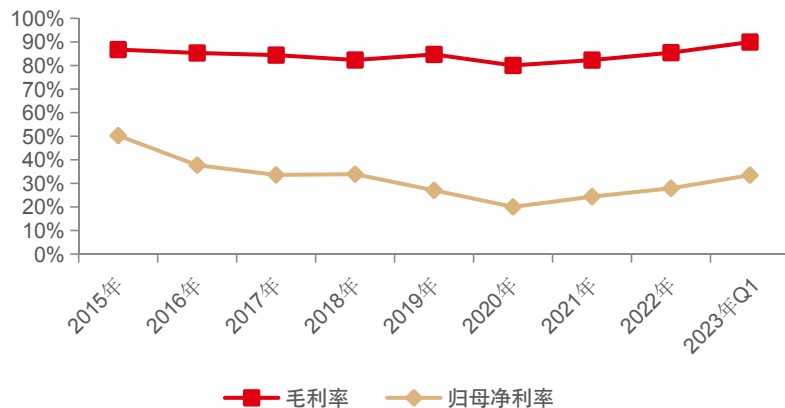
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表7：公司归母净利润及增速



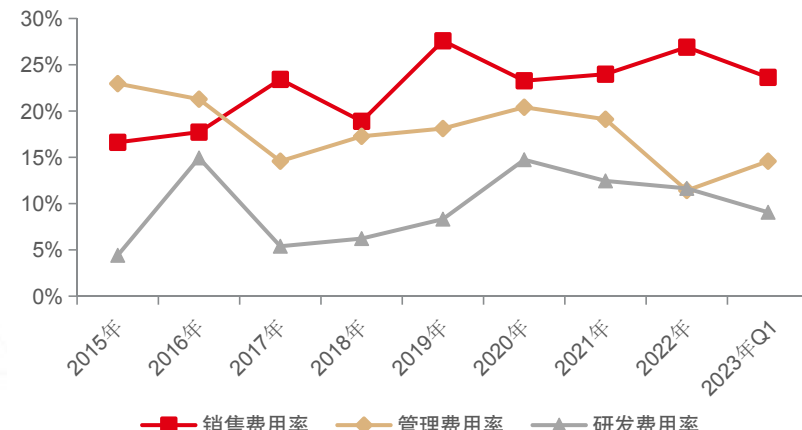
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表8：公司毛利率及归母净利率情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表9：公司期间费用率情况

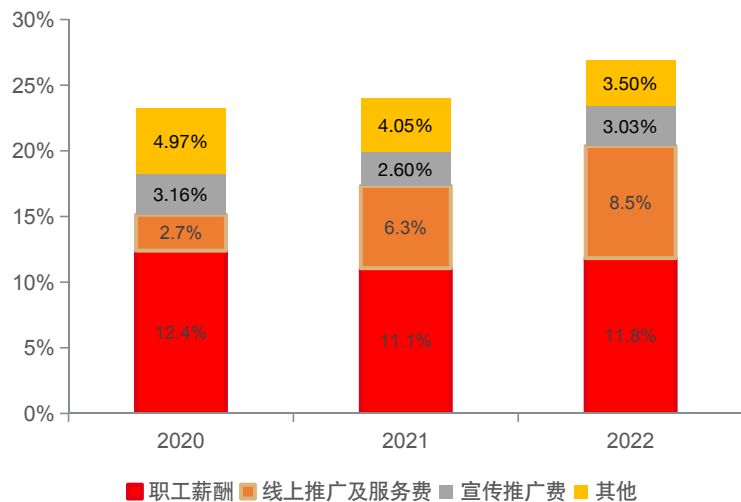


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

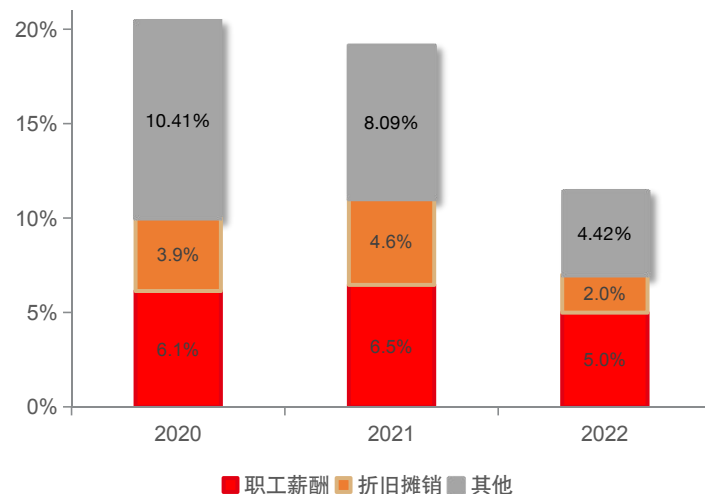
1.2 财务分析：线上推广及服务费用带动销售费率提升，规模效应+产品结构优化带动管理费用率及成本优化

- **规模效应+产品结构优化带动管理费率及成本优化。**从成本拆分来看，公司2022年直接材料及制造费用占比收入持续下降，分别为5.3%/5.6%，我们认为主要得益于原料的规模效应以及高客单价的三类医疗器械产品占比提升；从管理费用拆分来看，公司2022年职工薪酬、折旧摊销、其他（房租、差旅招待、中介服务等费用）占比收入分别为5.0%/2.0%/4.4%，受益于收入端规模效应各项费用率均获得优化。
- **线上推广及服务费用率带动销售费用率提升。**从销售费用拆分来看，2022年线上推广及服务费用率为3332万元，近年来快速增长，超过OBM线上直销收入，受线上流量成本上升以及公司线上业务体量较小拖累，该项费用带动销售费用率小幅提升。

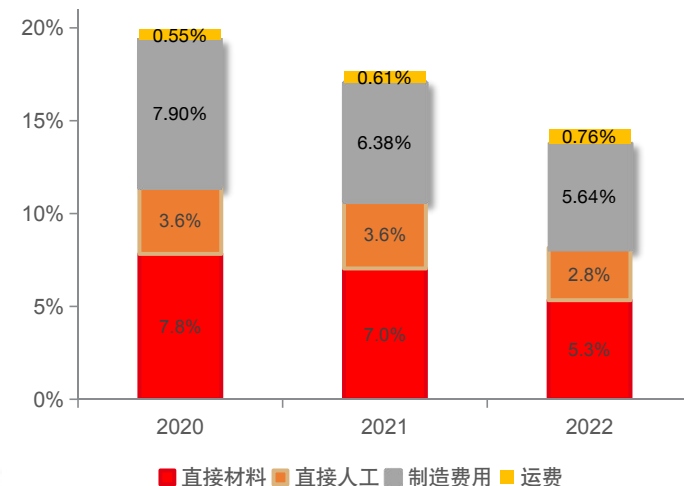
图表10：2020年-2022年公司销售费率拆分



图表11：2020年-2022年公司管理费率拆分



图表12：2020年-2022年公司成本拆分



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 业务拆分：医疗器械类带动重组胶原蛋白类产品快速增长，占比持续提升，抗HPV生物蛋白产品保持稳定

- **重组胶原蛋白类产品快速放量。**2022年重组胶原蛋白产品实现收入3.33亿元，同比增长105%，占比收入86%，获得快速增长，其中医疗器械类22年实现收入2.55亿元，同比增长213%，是该品类增长的重要驱动力，功能性护肤品/原料/卫生用品22年分别实现收入0.66亿元/0.10亿元/0.03亿元，原料实现快速增长，功能性护肤品有待发力。得益于医疗器械产品占比提升，重组胶原蛋白类产品毛利率22年提升至86.1%。
- **抗HPV生物蛋白产品维持稳定。**抗HPV生物蛋白产品是公司最早实现产业化运营的产品，22年实现收入0.47亿元，占比收入12%，近年来基本维持收入体量稳定，22年该业务毛利率略有下降至86.4%，主要在于成本价上升，整体维持高位。

图表13：公司按品类拆分收入及毛利率情况（百万元）

产品类型	2022年				2021年				2020年			
	收入	占比	毛利率	YOY	收入	占比	毛利率	YOY	收入	占比	毛利率	YOY
重组胶原蛋白产品	333	85.6%	86.1%	105%	163	69.8%	81.7%	61%	101	63.0%	78.3%	62%
抗HPV生物蛋白产品	47	12.0%	86.4%	-16%	56	23.9%	88.5%	19%	47	29.0%	88.4%	-25%
其他	9	2.4%	59.3%	-36%	15	6.3%	65.9%	15%	13	8.0%	63.0%	-12%

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表14：公司重组胶原蛋白产品品类拆分情况（万元）

类型	2020年	2021年		2022年	
	收入	收入	YOY	收入	YOY
医疗器械	4326	8148	88%	25473	213%
功能性护肤品	5448	7024	29%	6597	-6%
原料	119	695	482%	1043	50%
卫生用品	228	425	86%	279	-34%

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 业务拆分：重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维、医用无菌III型胶原蛋白液、医用III型胶原蛋白溶液为公司TOP3单品，22年收入占比约50%，主要应用于皮肤科领域

图表15：公司收入占比较高的单品情况

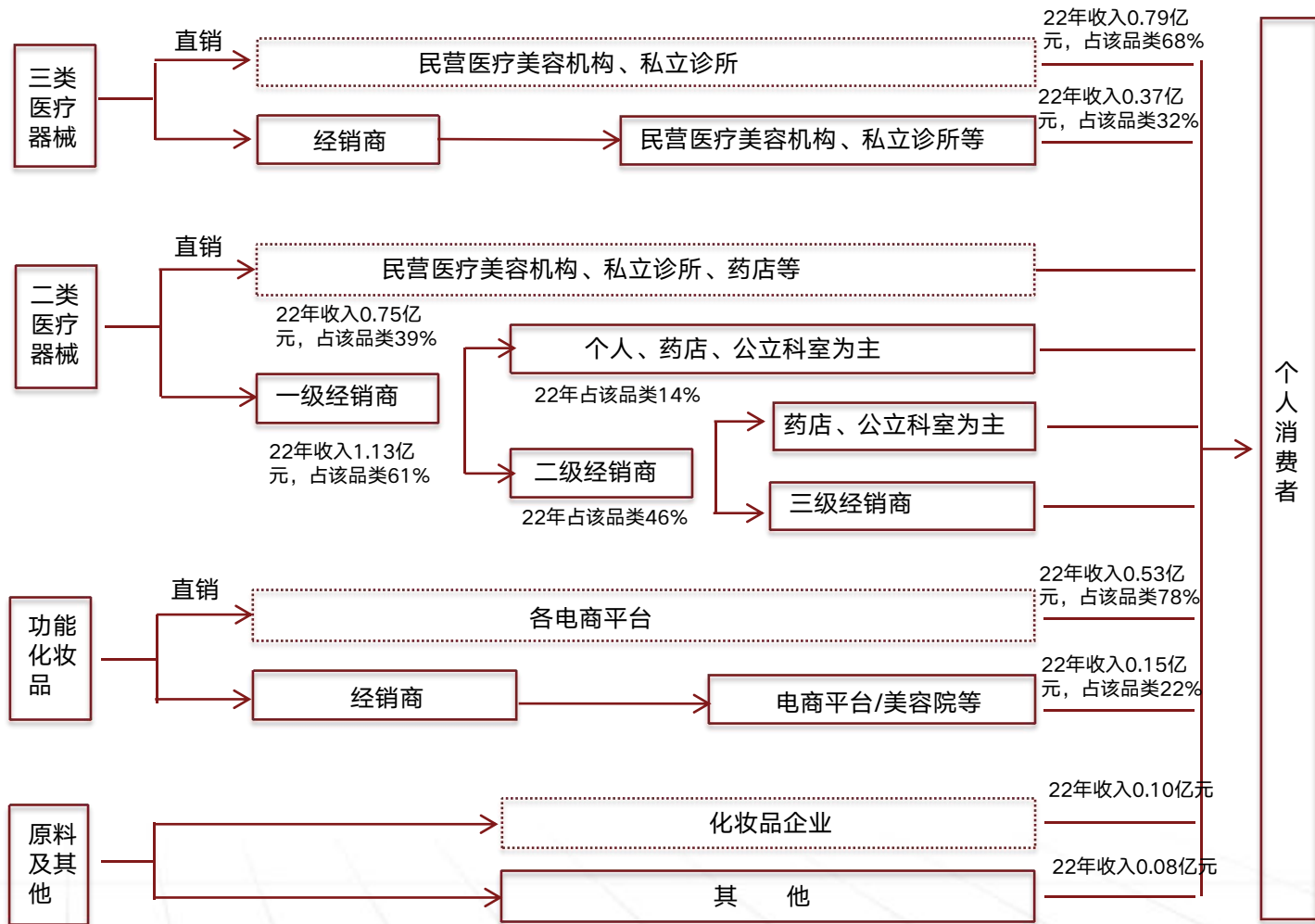
名称	管理类型	注册证首次时间	产品展示	产品用途	规格	财务情况
重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	三类	2021年		用于面部真皮 组织填充以纠正额部动力性皱纹(包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹)。	冻干纤维，5个规格，主要推广2mg/瓶；4mg/瓶	22年收入1.17亿元，同增310%，占比总收入30%
医用无菌III型胶原蛋白液	二类	2021年		可物理性阻隔创面，适用于术后非慢性创面的护理与修复。	液体，6个规格，主要推广7ml/瓶、20ml/瓶	22年收入4052万元，占比总收入10%
医用III型胶原蛋白溶液	二类	2016年		适用于：1) 促进术后创面愈合、止血，预防疤痕形成及色素沉着；2) 用于浅表损伤的修复。	液体，13个规格，主要推广1g/支、2g/支	22年收入3741万元，同增319%，占比总收入10%
医用重组人源胶原蛋白功能敷料(凝胶型)(无菌型)	二类	2016年		适用于：1) 预防整形切口的疤痕形成及色素沉着；2) 对皮肤浅表损伤可止血、止痛，促进创面愈合。	凝胶，11个规格，主要推广2g/支、5g/支	22年收入1655万元，同增11%，占比总收入4%
抗 HPV 生物蛋白敷料/膜	二类	2015年		阻断生殖道高危型 HPV 感染，用于降低 HPV 病毒载量，预防宫颈病变发生等	凝胶及液体，合计22个规格	22年合计收入4611万元，同减15.4%，占比总收入12%

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3业务拆分：三类医疗器械及功能化妆品直销为主，二类医疗器械渠道层次较多，经销占比高，民营医疗美容机构、个人为主要直销客户

- 公司渠道模式分为OBM（线上直销、线下直销、经销）以及ODM（委托开发生产），不同品类渠道模式有所差异：1）三类医疗器械产品以直销为主，22年该品类直销收入占比68%；2）二类医疗器械产品以经销商为主，且分销层次较多，22年该品类经销收入占比为61%，存在三级经销商；3）功能性化妆品以通过电商平台直销为主，22年该品类直销收入占比78%。
- 公司直营客户主要为民营医疗美容机构、通过电商平台直接向个人用户销售，其次为化妆品企业、美容院、药店等，民营医疗美容机构收入占比较高，22年直营民营美容医院收入占比总收入为33%。

图表16：公司渠道结构图

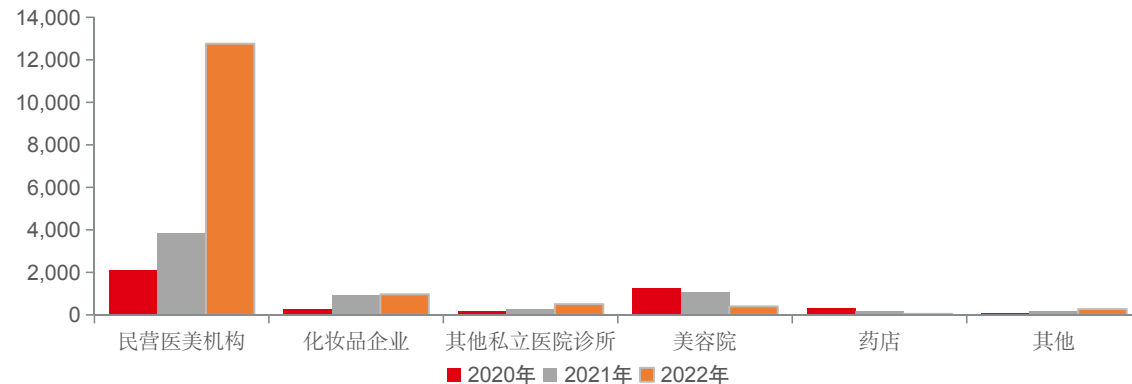


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 渠道拆分：OBM线下直销及OBM经销收入快速增长，毛利率提升

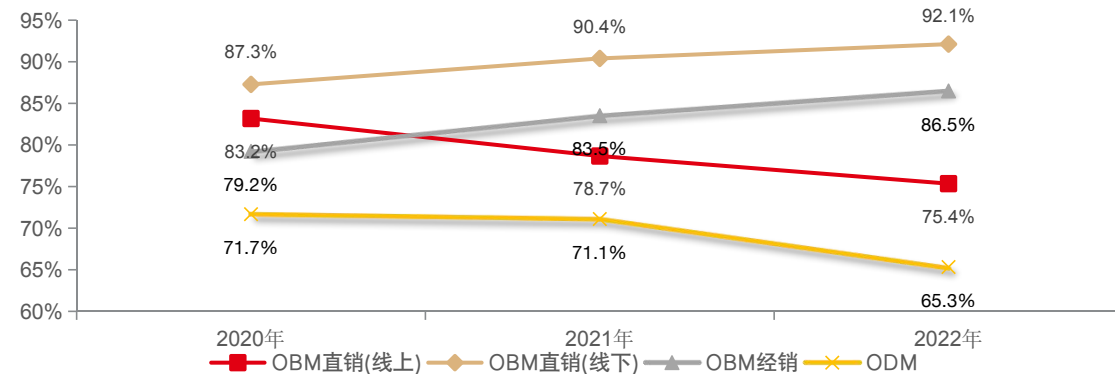
- OBM线下直销及OBM经销收入快速增长，毛利率持续提升。公司2022年OBM线下直销/OBM线上直销/OBM经销收入分别为1.5亿元/0.24亿元/1.7亿元，20年-22年复合增速分别为89%/56%/49%，22年毛利率分别为92.1%/75.4%/86.5%，得益于医疗器械类产品放量OBM模式快速增长，线下直销及经销毛利率稳步提升；公司2022年ODM线上直销收入0.46亿元，20年-22年复合增速为19%，未来以发展OBM业务为主。

图表17：公司2020年-2022年OBM直营渠道终端客户结构（单位：万元）



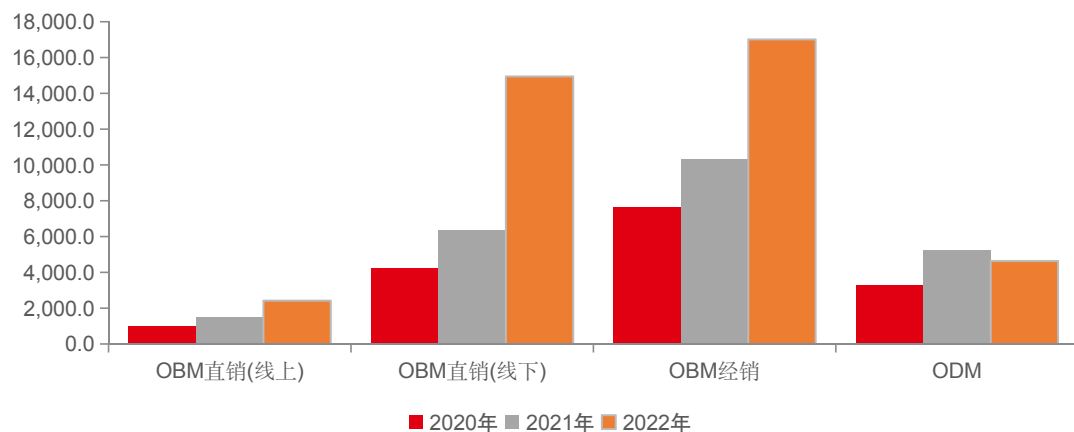
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表19：公司2020年-2022年分渠道毛利率情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表18：公司2020年-2022年分渠道收入情况（单位：万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

二

竞争优势

- 2.1 重组胶原蛋白领域研发实力雄厚，自研+高校合作夯实基础
- 2.2 拥有市场首款3类重组胶原蛋白注射剂，获证能力强
- 2.3 产能充裕，规划注射类胶原蛋白原料200kg、三类医疗器械300万支

2.1 研发实力强，重组胶原蛋白研发走在行业前列，与复旦大学、四川大学等高校合作，专利数量领先

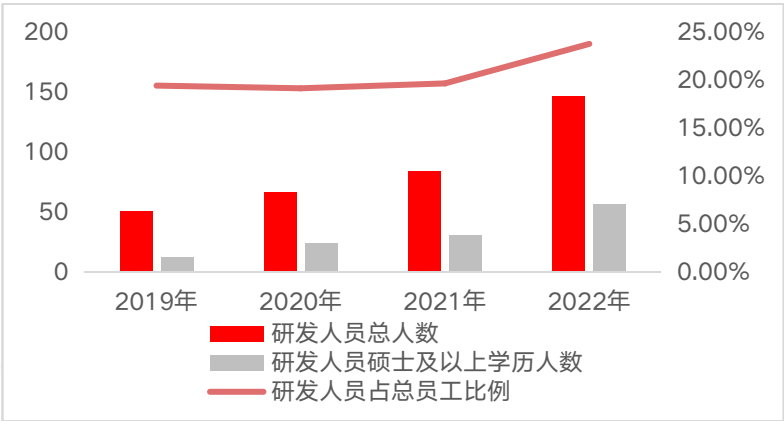
- 拥有强大的研发团队。截止2022年公司拥有一支147人的研发团队，占公司总人数的24%，其中硕士及以上学历人员为57人，占比研发人员总数的39%；公司研究院院长杨霞女士深耕重组胶原蛋白领域十余年，带领团队研发出与人胶原蛋白氨基酸序列特定功能区相同，具有164.88°柔性三螺旋结构的重组Ⅲ型人源化胶原蛋白，并实现终端产品应用，彰显研发实力。
- 保持高研发投入。公司不断提升研发投入，2022年研发费用为4541万元，占比收入12%，近三年累计投入近1亿元，为长期发展保驾护航。

图表20：公司核心研发团队人员及外聘专家情况

高管	出生年份	职务	履历
杨霞	1974	董事长、研究院院长	硕士学历，曾任山西医科大学讲师、锦波有限公司董事、监事。2016年至今任公司董事长；2018年至今任公司研究院院长。
陆晨阳	1968	董事、副总经理	本科学历，曾任职于太原制药厂、山西省制药工业公司、山西省医药集团、华北制药集团山西博康药业有限公司总工程师、副总经理。2013年加入公司，先任核心技术人员，2021年至今任公司董事、副总经理。
兰小宾	1987	副总经理	硕士研究生学历。2008年9月至2015年3月，任锦波有限研发部经理；2015年3月至2021年8月，任公司董事；2020年6月至今，任公司研究院副院长；2015年3月至今，任公司副总经理。
何振瑞	1983	研究院副院长	硕士研究生学历。2009年9月至2015年3月，任锦波有限研发部副经理；2015年3月至2020年6月，任公司研发一部经理；2015年3月至今，先后任公司监事、研究院副院长。
张兴栋	1938	生物材料首席科学顾问	中国工程院院士，材料科学与工程学家，四川大学国家生物材料工程技术研究中心教授，国际生物材料科学与工程学会联合会主席，国家食品药品监督管理总局医疗器械分类技术委员会执委会主任委员，中国生物材料学会名誉理事长。
姜世勃	1953	首席科学家	抗病毒药物及疫苗研究专家，美国微生物科学院院士，复旦大学教授、病原微生物研究所所长

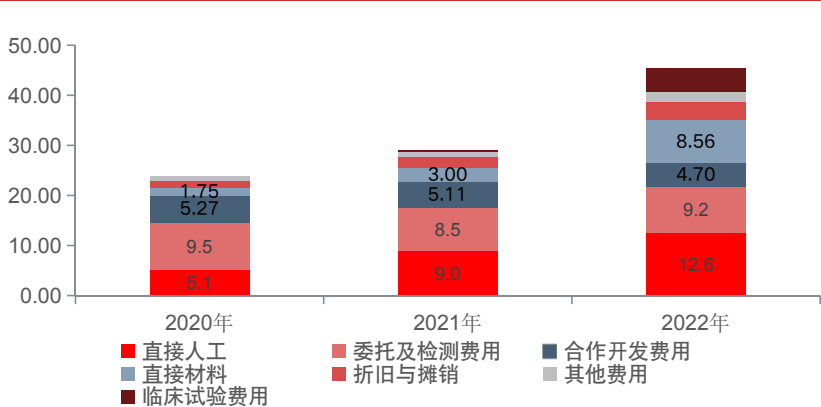
数据来源：公司公告，中邮证券研究所（备注：标红为外聘专家）

图表21：公司2019年-2022年研发人员数量（单位：人）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表22：公司2019年-2022年研发费用及研发费率情况（百万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.1 研发实力强，重组胶原蛋白研发走在行业前列，与复旦大学、四川大学等高校合作，专利数量领先

- 功能蛋白领域专利储备丰富。截止2023年6月公司拥有境内已授权专利41项，其中发明专利31项。公司核心专利储备涉及类人胶原蛋白制备及生产方法，抗HPV病毒相关试剂制备方法等多项技术，科研能力强技术壁垒厚。
- 与知名院校及医疗机构合作紧密。公司与复旦大学、四川大学及重庆医科大学第二附属医院等多所国内外知名院校及医疗机构长期保持合作，成立了“复旦—锦波功能蛋白联合研究中心”、“川大—锦波功能蛋白联合实验室”以及“功能蛋白临床转化研究中心”，进一步夯实公司在重组胶原蛋白领域技术和研发优势。

图表23：公司与高校合作情况

合作机构	项目名称及合作期限
复旦大学	1) 抗HPV感染阴道凝胶及其阴道凝胶相关产品的开发及应用(2011.6-2020.12.31); 2) 继续建设“复旦-锦波功能蛋白联合研究中心”合作协议(2018.11.29-2023.11.29); 3) 预防病毒性传播的生物制剂的研究开发(2019.1-2024.1); 4) 重组人源胶原蛋白和多肽的研究开发(2019.1-2024.1.30); 5) 基于免疫技术的诊断和治疗产品的研究开发(2019.1-2024.1.30); 6) EK1雾化剂对 SARA-CoV-2动物体内感染抑制作用(2021.8-2023.8);
四川大学	1) 功能蛋白的深度开发 (补充协议:川大-锦波功能蛋白联合研究室)(2019.5.1-2024.5.1); 2) 基于重组人源胶原蛋白优化改性的心血管支架及瓣膜研究(2020.4-2023.4);
重庆医科大学附属第二医院	建立"功能蛋白 临床转化研究中心(2018.10.20-2021.10.20)"
太原理工大学	功能蛋白山西省重点实验室联合共建协议(2021.4.23- 2024.4.23)

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表24：公司部分核心专利储备

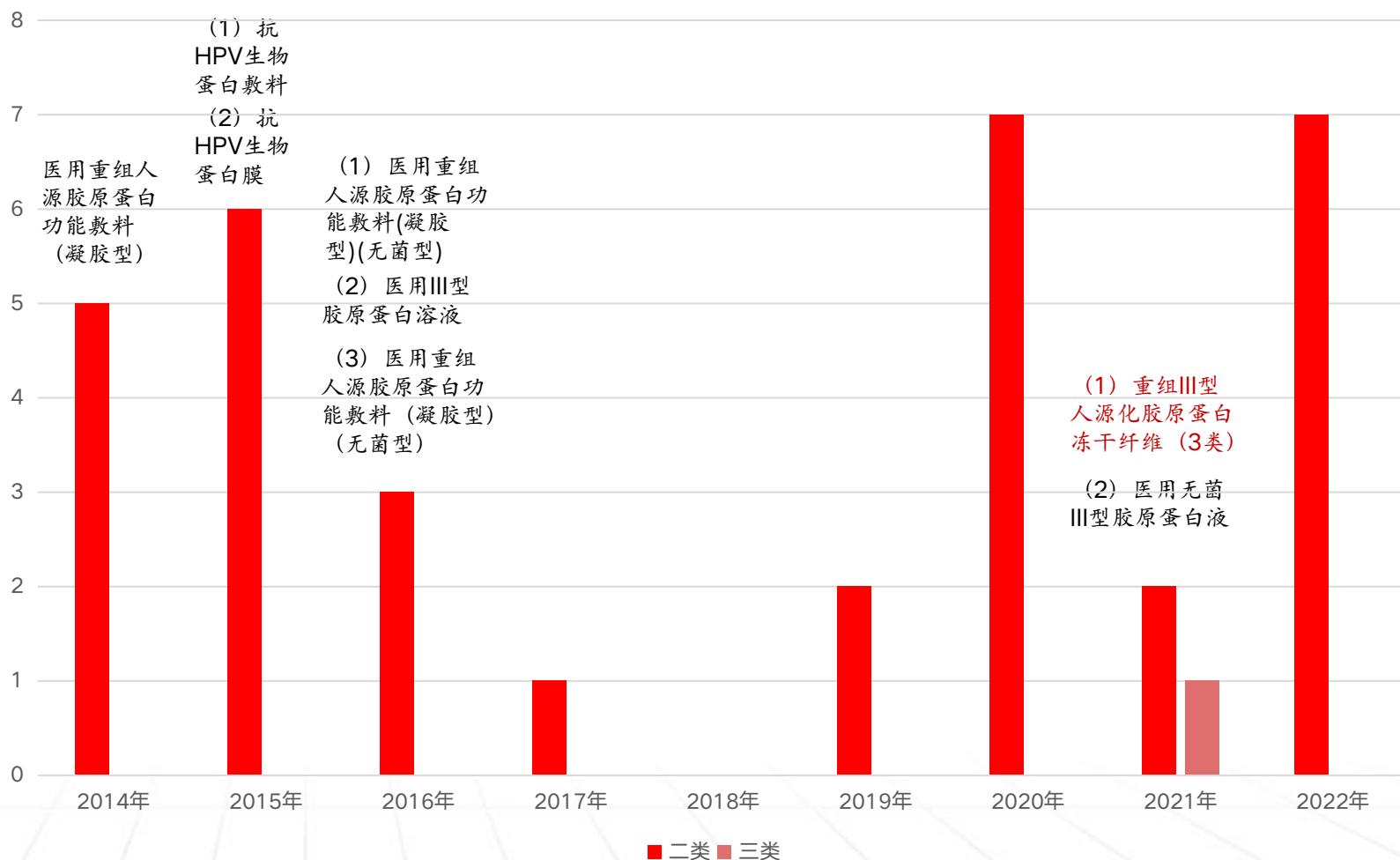
专利名称	权利期限	取得方式
制备可溶高活性重组人表皮生长因子的方法	2008.09.22-2028.09.21	继受取得
一种调节女性阴道微生态的生理平衡液	2010.03.23-2030.03.22	继受取得
一种预防和控制人乳头瘤病毒感染的生物蛋白敷料及隐形膜	2012.10.26-2032.10.25	原始取得
一种重组人源胶原蛋白及其生产方法	2012.11.26-2032.11.25	70%专利权权益原始取得，30%专利权权益自复旦大学继受取得
皮肤屏障功能或痔的重组人源胶原蛋白产品及制备方法	2015.01.27-2035.01.26	原始取得
用于阴道干涩症的重组人源胶原蛋白阴道凝胶及制备方法	2015.01.27-2035.01.26	原始取得
抗HIV病毒的JB蛋白直肠凝胶剂配方及制备方法	2015.06.26-2035.06.25	原始取得
人胶原蛋白17型多肽、其生产方法和用途	2019.10.31-2039.10.30	继受取得
一种重组I型人源化胶原蛋白多肽及其制备方法和用途	2021.08.23-2041.08.22	原始取得

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

3.2 重组胶原蛋白领域获得多款二类医疗器械证书，拥有市场上唯一一款三类医疗器械注射剂，获证能力强

- 获证能力强，产品丰富。截止2022年底，公司拥有市场上唯一一款重组胶原蛋白三类医疗器械产品，且为植入剂；拥有33款重组胶原蛋白二类医疗器械产品，产品涉及医疗美容、妇科等领域，打造出医用无菌III型胶原蛋白液、医用III型胶原蛋白溶液、医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）等头部产品，每年保持稳定的产品输出，获证能力强。

图表25：公司历年获得二类及三类医疗器械证书情况（以注册号为统计基础）

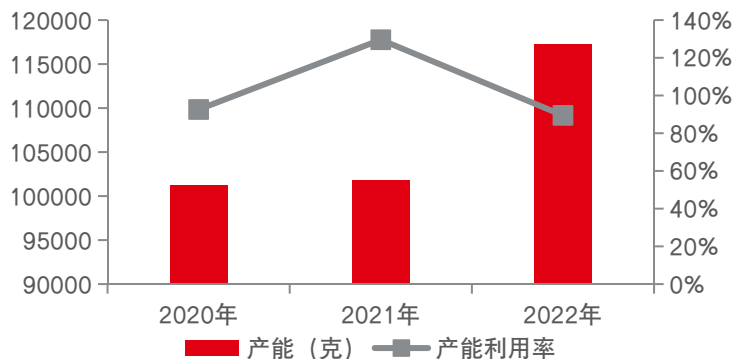


数据来源：公司公告，中邮证券研究所（备注产品为2022年收入贡献超过1000万）

2.3 产能布局领先，拥有117kg重组三型胶原蛋白产能，未来将规划三类医疗器械产能300万支、二类医疗器械150万支

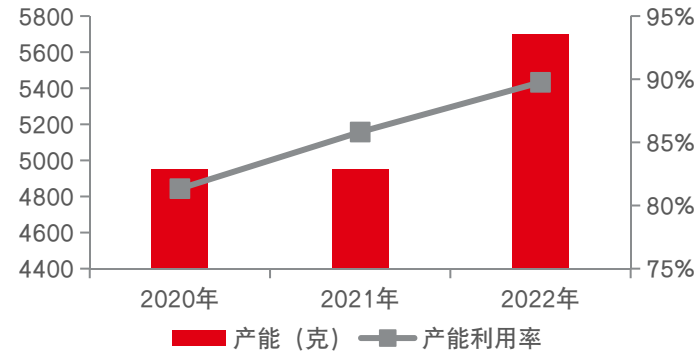
- 产能充裕，储备300万支三类医疗器械类产品。公司目前拥有8条原料生产线以及10条终端产品生产线，22年重组胶3型原蛋白原料产能为117kg，近年来通过新增产线、工艺升级、生产设备投入等方式提升产能。目前在建工程为重组胶原蛋白领域新产线建设，计划新增7条原料产线、5条终端产品产线，计划达到年产注射级重组胶原蛋白原料200kg、功能性护肤品1300万支、二类医疗器械150万支以及三类医疗器械300万支，产能布局行业领先，为长期发展保驾护航。

图表26：公司重组3型胶原蛋白原料产能情况（克）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表27：公司酸酐化牛 β -乳球蛋白原料产能情况（克）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表28：公司原料及终端产品生产线布局

环节	产线	数量(条)
原料生产环节	重组胶原蛋白原料生产线	1
	重组胶原蛋白原料生产线	6
	抗HPV生物蛋白原料生产线	1
终端产品生产环节	重组胶原蛋白三类医疗器械生产线	1
	重组胶原蛋白类二类医疗器械生产线	4
	抗HPV生物蛋白类二类医疗器械生产线	1
	功能性护肤品生产线	2
	卫生用品生产线	1

数据来源：公告公告，中邮证券研究所

三

成长看点

- 3.1 “薇旖美”具备稀缺性，处于快速放量期，未来空间大
- 3.2 重组胶原蛋白美护领域应用广，公司蓄势待发
- 3.3 在研项目储备丰富，涉及多科室，打开远期成长天花板

3.1 薇旖美为首款注射用重组三型胶原蛋白，适用于脸部及眼周，具备不吸水、无过敏反应等优势，医美机构及求美者接受度高

- 2021年公司推出市场唯一一款重组3型胶原蛋白植入剂，商品名为“薇旖美”，该产品适应症为面部真皮组织填充以纠正动态纹，可用于脸部（细腻皮肤、改善肤色）及眼周（淡化细纹），该产品具备不吸水不肿胀，可补充皮肤缺失的三型胶原使之弹嫩，无过敏反应等优点，医美机构推广热度高。

图表29：市场上重组胶原蛋白产品

商品名	公司	注册产品名称	核心成分	功效	定价	间隔周期	恢复期	维持时间	优点	缺点
爱贝芙	汉福生物(荷兰)	整形用胶原和PMMA皮下植入物系统ArteColl	聚甲基丙烯酸甲酯(PMMA)微球体的胶原蛋白悬浮液,含微量利多卡因	该产品用于注射到真皮深层以纠正鼻唇沟纹,或填充到骨膜外层已进行(鼻骨段)隆鼻	北京叶子整形(机构) 15,624元/1ml	1-2次, 1个月后进行第二次	5-7天	5-10年左右/疗程	不硬不肿胀痛感轻自然, 适合填充鼻基底; 永久性填充, 维持时间长(10年左右), 性价比高; 恢复期短; 使脸部线条更流畅; 相比玻尿酸术后鼻子不会变宽	价格贵; 与比尿酸相比注射部位深, 对医生技术要求较高; 比玻尿酸稍微疼痛; 20%微球不可吸收代谢, 有促发皮肤结节性肉芽肿的风险
弗缦	长春斐缦	医用胶原充填剂	3.5%牛胶原蛋白及0.3%盐酸利多卡因的生理盐水悬浮液	用于面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	北京艺兴医疗(机构) 7,104元/1ml	1-2次, 3个月后进行第二次	3-5天	3-6个月/疗程	即刻效果好, 术后瞬间充盈; 基本没有恢复期; 可淡化黑眼圈	有术后3天内眼周疼痛及眼周轻微肿胀风险(冰敷后消肿); 吸收较快, 维持效果短暂
肤柔美	双美生物(中国台湾)	胶原蛋白植入剂Sunmax Collagen Implant	由猪皮纯化而成的I型胶原蛋白经过滤除菌及无菌操作方式分散于磷酸生理食盐缓冲溶液	该产品用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹(如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等)	北京艺兴医疗(机构) 4,234元/0.5ml	1月1次, 3次/疗程	2-5天	3个月左右/疗程	可淡化黑眼圈; 使皮肤紧致光滑	填充泪沟有肿胀、鼓包(类似眼袋)、眼下出现肉条或硬块、淤青等风险(与医生技术、注射层次、以及对用量判断, 及个人眼部结构有关); 吸收较快, 维持效果短暂
肤丽美	双美生物(中国台湾)	胶原蛋白植入剂Sunmax Collagen Implant-Plus	由猪皮纯化而成的交联I型胶原蛋白及磷酸盐缓冲生理盐水构成	该产品适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	北京润美玉之光医疗(机构) 8,134元/1ml	可在3-6个月后进行叠加注射	5-7天	9个月左右/疗程	填平泪沟术后消肿较快, 不青紫; 由于液体为肤色可适当淡化黑眼圈; 较为自然	代谢较快, 持久度较低, 需要及时补针; 术后眼部可能出现凸起硬物(与医生技术、注射层次、以及对用量判断, 及个人眼部结构有关),
薇旖美	锦波生物	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹(包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹)	北京艺兴医疗(机构) 6,178元/4mg	3-6次一疗程, 每次间隔1个月	0-1天	1-3个月/单次	补水效果好; 亮肤色沉淡化; 紧致皮肤; 使肤质变得细腻; 脸部细纹淡化; 可改善加班熬夜带来的疲态; 非填充型不鼓包不肿胀不淤青不会加重眼袋; 三型胶原蛋白易吸收;	价格偏贵, 维持时间短需不断补充

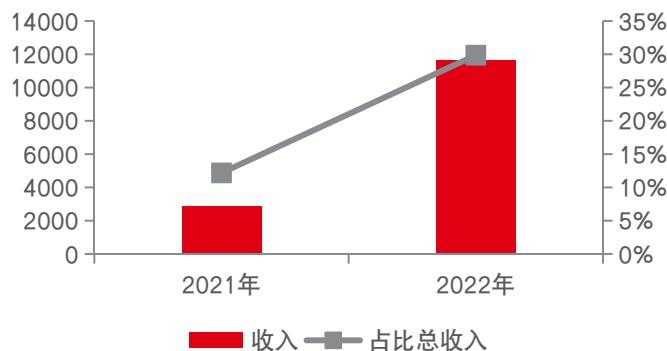
数据来源：公司公告，中邮证券研究所，新氧医美网站

3.1 薇旖美22年销售16万瓶，贡献1.2亿元收入，快速放量，对标爱美客溶液类产品，未来成长空间大

- “薇旖美”快速放量。2022年公司三类医疗器械产品实现收入1.2亿元，销售量为16万瓶，出厂价下降至711元/支（22年新增2mg/瓶规格产品，21年仅推广4mg/瓶产品），上市首个完整会计年度表现较强爆发力。

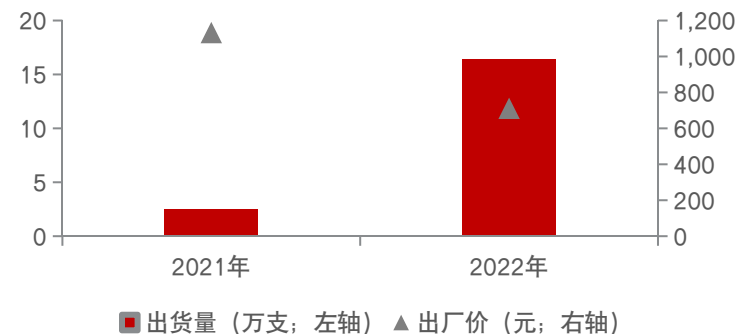
- 对标嗨体系列，薇旖美成长空间大。2022年双美生物实现收入3.2亿元，受产能等限制20年以来增速放缓，公司注射剂重组胶原蛋白可实现量产，规划300万产能，产能充裕；2022年爱美客溶液类产品（嗨体、熊猫针、泡泡针）销售345万支，收入规模突破10亿元；我们认为，对标爱美客溶液类产品，薇旖美成长空间大。

图表30：公司三类医疗器械产品收入（万元）



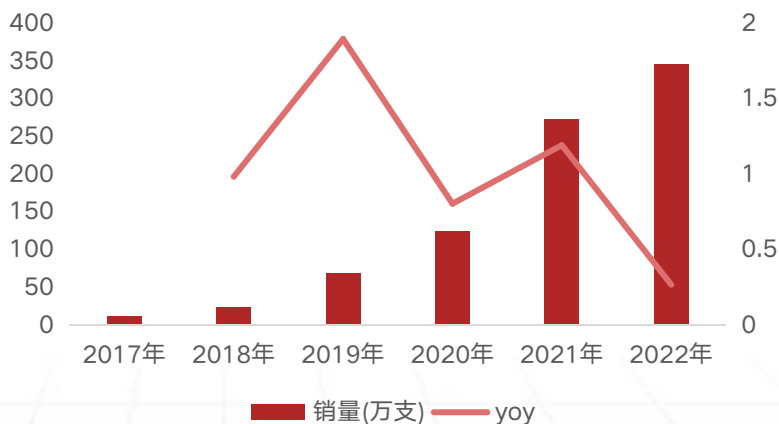
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表31：公司三类医疗器械产品销量及单价



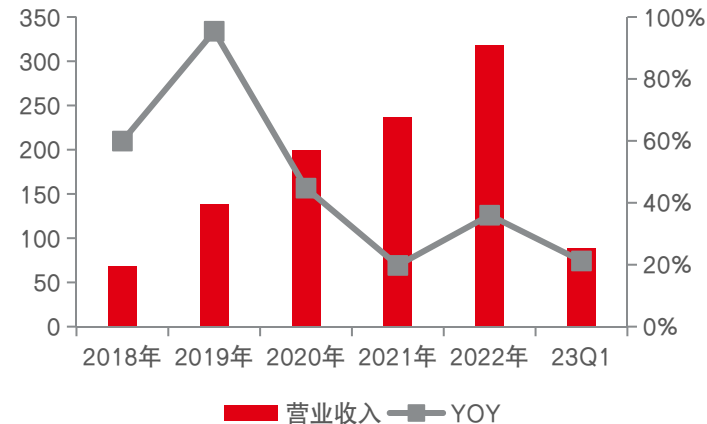
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表32：爱美客溶液类产品销量情况



数据来源：爱美客公司公告，中邮证券研究所

图表33：台湾双美2019年-2022年收入情况（百万元）

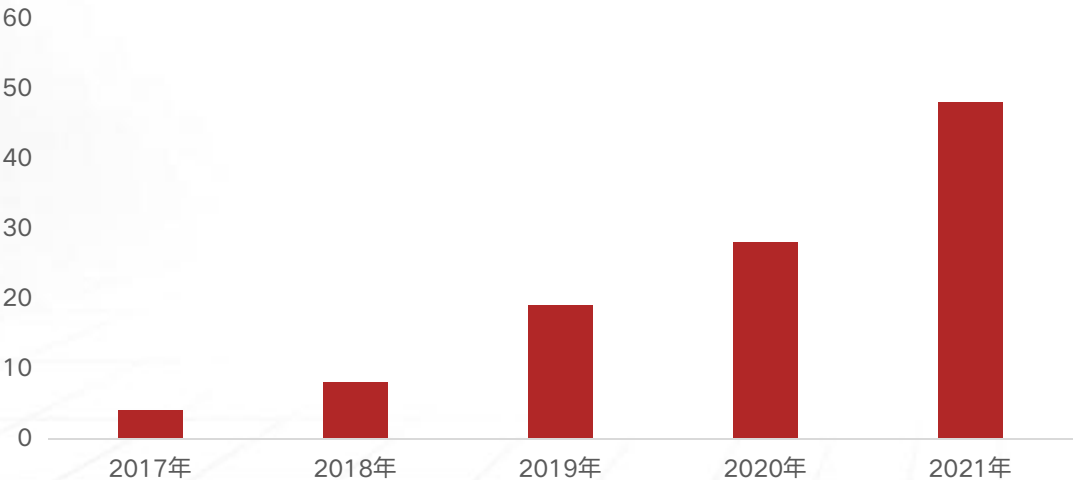


数据来源：Wind，中邮证券研究所

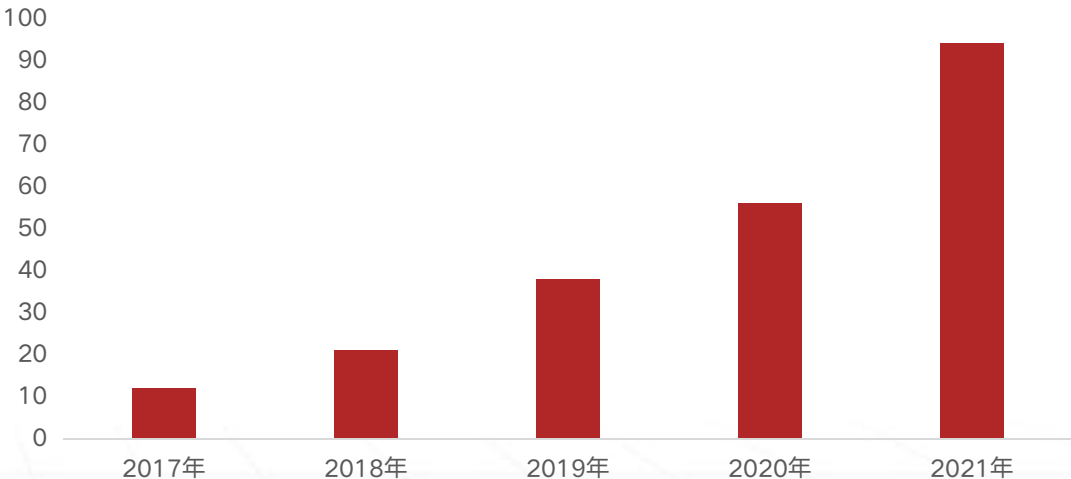
3.2 重组胶原蛋白护肤领域应用市场规模大，公司蓄势待发

- **重组胶原蛋白美容护理领域市场需求大。**根据FROST&SULLIVAN的数据，重组胶原蛋白主要的终端应用包括功效性护肤品、医用敷料、肌肤焕活、生物医用材料等；2021年中国基于重组胶原蛋白的功效性护肤品市场规模达46亿，17-21年复合增速53%；2021年基于重组胶原蛋白的医用敷料市场规模为48亿元，17-21年复合增速达92%，重组胶原蛋白在美容护理领域需求旺盛，处于快速发展期。
- **公司布局医用敷料及功效性化妆品，未来有望快速增长。**公司通过OBM及ODM模式布局医用敷料及功效性护肤品，2022年旗下拥有重组胶原蛋白皮肤修复敷料9款，实现收入1.3亿元，19-22年复合增速为103%，功效性护肤品22年实现收入6780万元，20-22年复合增速为10%。公司目前重组胶原蛋白护肤品及医用敷料领域份额不高，未来伴随推广力度加大，美容领域终端应用有望快速增长。

图表34：重组胶原蛋白产品医用敷料市场空间（单位：亿元）



图表35：重组胶原蛋白产品化妆品市场空间（单位：亿元）



数据来源：巨子生物公司公告（引自FROST&SULLIVAN），中邮证券研究所

数据来源：巨子生物公司公告（FROST&SULLIVAN），中邮证券研究所

3.3 基于重组胶原蛋白及多肽成分在研项目储备丰富，涉及妇产科、骨科、泌尿科等多科室，打开远期成长天花板

- 美容领域外，储备重组胶原蛋白、多肽类多个在研项目，涉及多科室，打开远期天花板。根据公司在研项目情况，妇科用重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维已提交产品注册，生殖科、外科、泌尿科、骨科用重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维处于临床阶段，扩大重组3型胶原蛋白应用领域；此外，公司布局重组1型/X VII型人源化胶原蛋白医疗器械产品以及EK1多肽研发项目，在研项目储备丰富，打开远期成长天花板。

图表36：公司未来储备研发项目情况

项目名称	产品类别	所处阶段及进展	应用领域	拟投入金额（万元）	项目负责人
(妇科用)重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	医疗器械	已完成临床试验,已提交产品注册	产科	1,000-1,500	杨霞
EK1多肽研发项目	新药	临床阶段	用于广谱抗冠状病毒新药	15,600	陆晨阳
宫腔灌注(妇科生殖用)重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	医疗器械	临床阶段	生殖科	1000-1,500	杨霞
(外科用)重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	医疗器械	临床阶段	外科	1,00-1,500	杨霞
(泌尿科用)重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	医疗器械	临床阶段	泌尿科	1,000-1,500	杨霞
(泌尿科用)重组1型人源化胶原蛋白冻干纤维	医疗器械	临床阶段	泌尿科	1,000-1500	杨霞
(骨科)重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	医疗器械	临床前阶段	骨科	1,000-1,500	何报瑞
(口腔用)重组X VII型人源化胶原蛋白冻干纤维	医疗器械	临床前阶段	口腔科	1,000-1,500	兰小宾
(心血管用)重组III型人源化胶原蛋白水凝胶	医疗器械	临床前阶段	心血管科	1,000-1500	杨霞

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

四

投资建议

投资建议

- **投资建议：**新材料、新成分驱动本土品牌份额提升，重组胶原蛋白具备无过敏性、良好的抗衰及修复属性，在美容护理领域应用广泛，看好细分赛道高景气度；锦波生物为重组胶原蛋白龙头厂家，拥有市场上唯一的注射级三类医疗器械证，产能充裕，布局各类医疗器械及功能性护肤品，竞争优势突出，具备较好成长性。公司本次发行价为49元/股，对应22年PE约30倍（不考虑超额配售），可比公司22年/23E平均PE分别为78倍/36倍（估值日期为2023年7月18日），公司23Q1公司收入/归母净利润增速分别为98%/181%，实现快速增长，看好公司未来成长性，建议积极关注。
- **风险提示：**重组胶原蛋白终端景气度下降、行业竞争格局恶化、薇旖美销售不及预期等。

图表37：可比公司2022年-2023年估值情况

可比公司	代码	2022年		2023E	
		归母净利润增速	PE（倍）	归母净利润增速	PE（倍）
爱美客	300896.SZ	31.9%	97	52.5%	50
巨子生物	2367.HK	21.0%	43	30.4%	24
昊海生科	688366.SH	-48.8%	94	142.8%	34
平均值			78		36

数据来源：wind，中邮证券研究所（估值日期为2023年7月18日）

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES