

证券研究报告

公司研究

点评报告

锦波生物 (832982.BJ)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
执业编号: S1500522110002
联系电话: 15000310173
邮箱: liujiaren@cindasc.com

王越 社零&美护分析师
执业编号: S1500522110003
联系电话: 18701877193
邮箱: wangyue1@cindasc.com

林凌 美护行业研究助理
联系电话: 15859025717
邮箱: linling@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

锦波生物 (832982.BJ) 2023 年中报点评: 重组胶原蛋白植入剂持续放量, 23H1 业绩亮眼

2023 年 8 月 30 日

- **公司公告:** 23H1 实现营收 3.16 亿元/+105.15%, 归母净利润 1.09 亿元/+177.66%, 扣非归母净利润 1.03 亿元/+184.75%; 其中 23Q2 实现营收 1.88 亿元/+110.10%, 归母净利润 0.66 亿元/+175.58%, 扣非归母净利润 0.63 亿元/+181.54%。
- **重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维 (薇旎美) 持续放量, 23 年销售目标有望超预期达成。** 分品类看, 23H1 医疗器械收入 2.77 亿元/+140.25%, 其中单一材料医疗器械 (重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维+重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶) 收入 2.34 亿元/+278.53%, 复合材料医疗器械 (包含医用敷料、抗 HPV 产品等) 收入 0.43 亿元/-19.44%; 功能性护肤品收入 0.31 亿元/+1.18%; 原料及其他收入 0.09 亿元/+3.65%。22 年重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶收入为 538.17 万元, 占比较低, 因此我们预计 23H1 医疗器械收入增长主要源于重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维 (薇旎美) 持续快速放量所致, 预计收入超 2 亿元。从 23H1 销售情况来看, 我们认为重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维 (薇旎美) 全年销售目标有望达成。
- **第二个三类械获批, 医美产品管线储备丰富。** 注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液于 23 年 8 月 28 日获批, 该产品系锦波生物重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维于 21 年 6 月获批上市后的第二款国内获批上市的重组胶原蛋白三类械产品。虽然两款产品的成分差异不大, 但我们预计未来公司将在两款产品的打法上做明确区分: 1) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维 (薇旎美) 主打眼部年轻化, 定价相对高端; 2) 重组 III 型人源化胶原蛋白溶液主打水光注射, 我们预计其定价或略低于薇旎美。
- **利润率大幅提升, 期间费用率大幅优化。** 23H1 公司综合毛利率 89.15%/+5.71pct, 其中医疗器械类产品毛利率 92.73%/+5.08pct, 功能性护肤品毛利率 64.04%/-2.97 pct, 原料及其他业务毛利率 64.71%/-20.63pct, 我们认为综合毛利率大幅提升主要源于高毛利率的重组胶原蛋白植入剂毛利率进一步提升&相关收入占比大幅提升所致。23H1 财务费率 1.77%/+0.6pct, 源自银行借款费用、租赁负债融资费用增加; 管理费率 12.19%/-0.13pct; 研发费率 13.01%/-0.63pct, 研发费用 0.41 亿元同比近翻倍; 销售费用率 20.96%/-6.99pct。受益于重组胶原蛋白植入剂放量, 23H1 公司盈利能力进一步提升, 归母净利率达 34.59%/+9.03pct。
- **重组胶原蛋白行业的热度提升, 我们看好锦波生物医美&严肃医疗业务后续发展。** 公司目前已完成包括 I 型、III 型、XVII 型等重组人源化胶原蛋白的基础研究, 并基于自主研发的重组人源化胶原蛋白, 深耕于医美、

严肃医疗领域。我们认为医美方面，公司作为重组胶原蛋白植入剂的先行者，除了享有行业β以外，还有望凭借丰富的产品管线、新型适应症的拓展表现出明显的α；严肃医疗方面，公司有望凭借领先技术在妇科、皮肤科、口腔科等领域持续拓展。截至6月末公司已覆盖终端医疗机构超过1500家，后续随着新品陆续获批上市、终端覆盖进一步拓展，公司业绩持续增长可期。

- **盈利预测及投资建议：**我们预计23-25年公司归母净利润分别为2.45/4.07/5.59亿元，当前市值对应PE分别为37/22/16倍，继续强烈推荐！
- **风险因素：**研发不及预期风险、新品不及预期风险、行业竞争加剧风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	233	390	787	1,203	1,587
增长率 YoY %	44.7%	67.2%	101.8%	52.8%	31.9%
归属母公司净利润(百万元)	57	109	245	407	559
增长率 YoY%	79.6%	90.2%	124.2%	66.4%	37.3%
毛利率%	82.3%	85.4%	86.8%	88.3%	89.0%
净资产收益率ROE%	17.3%	24.8%	27.3%	31.2%	30.0%
EPS(摊薄)(元)	0.84	1.60	3.60	5.98	8.21
市盈率 P/E(倍)	157.63	82.86	36.95	22.21	16.18

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年8月29日收盘价



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	155	253	761	1,235	1,862
货币资金	71	129	536	914	1,452
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	33	56	109	165	218
预付账款	11	15	26	35	44
存货	32	44	79	107	134
其他	9	9	11	13	15
非流动资产	402	563	583	559	544
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	236	360	392	358	332
无形资产	20	18	20	21	23
其他	146	184	170	179	188
资产总计	557	816	1,344	1,794	2,406
流动负债	66	132	208	250	302
短期借款	10	25	25	25	25
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	11	34	43	39	49
其他	44	73	140	186	228
非流动负债	160	243	238	238	238
长期借款	45	57	57	57	57
其他	115	186	181	181	181
负债合计	226	375	446	488	540
少数股东权益	0	1	1	1	1
归属母公司股东权益	331	440	897	1,305	1,865
负债和股东权益	557	816	1,344	1,794	2,406

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	233	390	787	1,203	1,587
同比(%)	44.7%	67.2%	101.8%	52.8%	31.9%
归属母公司净利润	57	109	245	407	559
同比(%)	79.6%	90.2%	124.2%	66.4%	37.3%
毛利率(%)	82.3%	85.4%	86.8%	88.3%	89.0%
ROE(%)	17.3%	24.8%	27.3%	31.2%	30.0%
EPS(摊薄)(元)	0.84	1.60	3.60	5.98	8.21
P/E	157.63	82.86	36.95	22.21	16.18
P/B	27.33	20.55	10.08	6.93	4.85
EV/EBITDA	93.67	44.29	26.37	16.01	11.12

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	233	390	787	1,203	1,587
营业成本	41	57	104	141	175
营业税金及附加	5	7	16	24	32
销售费用	56	105	185	284	381
管理费用	45	45	95	132	167
研发费用	29	45	102	144	175
财务费用	2	8	8	12	15
减值损失合计	-1	-2	-1	-1	-1
投资净收益	1	0	0	0	0
其他	8	5	9	8	8
营业利润	64	126	285	474	650
营业外收支	0	1	0	0	0
利润总额	64	127	285	474	650
所得税	7	18	40	66	91
净利润	57	109	245	407	559
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	57	109	245	407	559
EBITDA	87	160	332	523	704
EPS(当年)(元)	0.92	1.75	3.60	5.98	8.21

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	57	124	249	399	570
净利润	57	109	245	407	559
折旧摊销	23	26	39	37	38
财务费用	2	8	8	8	8
投资损失	-16	-1	0	0	0
营运资金变动	-25	-23	-45	-56	-39
其它	2	4	2	3	3
投资活动现金流	-103	-96	-58	-14	-24
资本支出	-104	-100	-71	-13	-23
长期投资	0	3	0	0	0
其他	1	1	13	-1	-1
筹资活动现金流	-22	31	216	-8	-8
吸收投资	0	1	211	0	0
借款	31	55	0	0	0
支付利息或股息	-33	-4	-8	-8	-8
现金净增加额	-67	59	407	377	538



研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016 年加入兴业证券社会服务团队，2019 年担任社会服务首席分析师，2020 年接管商贸零售团队，2021 年任现代服务业研究中心总经理。2022 年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021 年获新财富批零与社服第 2 名、水晶球社服第 1 名/零售第 1 名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 1 名/零售第 2 名/社服第 3 名、上证报最佳分析师批零社服第 3 名，2022 年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 2 名/社服第 2 名/零售第 2 名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018 年 7 月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023 年 2 月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。