

➤ **事件概述：**公司于 8 月 29 日披露 2023 年中报，23H1，公司实现营业收入 3.16 亿元，同比 +105.15%；归母净利润为 1.09 亿元，同比 +177.66%；扣非归母净利润为 1.03 亿元，同比 +184.75%。单 Q2 实现营业收入 1.88 亿元，同比 +110.10%；归母净利润为 0.66 亿元，同比 +175.58%；扣非归母净利润为 0.63 亿元，同比 +181.54%。

➤ **重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维薇旖美与重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶带动收入快速增长。**23H1，实现营业收入 3.16 亿元，同比 +105.15%。**分产品类型看，①医疗器械类产品：**实现收入 2.77 亿元，同比 +140.25%。其中，单一材料医疗器械收入 2.34 亿元，同比 +278.53%，主要系重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维“薇旖美”、重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶销售收入增长较快所致；复合材料医疗器械实现收入 0.43 亿元，同比 -19.44%。**②功能性护肤品：**实现收入 0.31 亿元，同比 +1.18%。其中，单一成分功能性护肤品收入 475.87 万元，同比 +881.05%，主要系“6.18”前夕推出单一成分功能性护肤品“ProtYouth®”拉动收入快速上行；复合成分功能性护肤品“肌频”、“重源”等收入 0.26 亿元，同比 -12.90%。**③原料及其他：**实现收入 850.46 万元，同比 +3.65%。

➤ **盈利能力明显提升，控费能力持续增强。****①毛利率：**23H1，公司毛利率为 89.15%，同比 +5.75pct，主要系高毛利率的冻干纤维等产品收入占比提升带动毛利率上行，医疗器械、功能性护肤品、原料及其他产品的毛利率分别同比 +5.08、-2.97、-20.63pct 至 92.73%、64.04%与 64.71%；23Q2，公司的毛利率为 88.61%，同比 +6.20pct。**②费率：**23H1，销售费率、管理费率、研发费率分别为 20.96%、12.19%、13.01%，同比 -6.99、-0.13、-0.63pct；23Q2，销售费率、管理费率、研发费率分别为 19.14%、10.57%、15.70%，同比 -8.35、-0.11、+3.11pct。主要系销售收入上行带来的规模效应，公司控费能力进一步增强。**③净利率：**23H1，公司净利率为 34.38%，同比 +9.31pct；23Q2，净利率为 35.00%，同比 +8.71pct，盈利能力持续上行。

➤ **发布半年度利润分配预案，坚定公司长期发展信心。**公司拟定 2023 年半年度利润分配预案，以 6808.6 万股为基数，向全体股东 10 股派发现金红利 5 元（含税）。预计合计派发现金股利 3404.3 万元（含税），占 2023 H1 公司合并报表归属于母公司所有者未分配利润的 9.27%。利润分配预案体现对投资者的合理回报及公司与股东的长期利益，有利于公司持续、稳定、健康发展。

➤ **生产创新赋能+产品竞争优势突出+销售渠道深耕，未来看点充足。****1) 生产研发端：**研发流程分工明晰，研发实力过硬，推出首款三类械重组胶原蛋白注射剂，全球首发重组胶原蛋白新品 3kDa 小分子 micoreCol.Ⅲ产品，验证公司强研发实力。8 月 28 日，注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液获批上市，产品为无色或类白色液体，由重组Ⅲ型人源化胶原蛋白与 0.9%生理盐水组成，适用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹。**2) 产品优势：****①轻医美市场：**重组胶原蛋白产品薇旖美先发布局市场。从机构推广看，合规产品+利润空间充足，医美机构端产品推广动力十足，截至 23H1，已覆盖终端医疗机构超过 1500 家。**②功能性护肤市场：**自有品牌肌频定位敏感肌、重源定位抗衰、新品“ProtYouth”定位修护控油。**3) 渠道布局：**线下直销布局薇旖美推广，把控产品销售过程，利于管理品牌形象。线下经销布局二类械产品，前瞻性布局经销商资源。功效性护肤品线上与线下同步布局，强化品牌宣传，加深消费者对锦波生物认知，反哺公司械字号和妆字号产品销售。

➤ **投资建议：**预计 2023-2025 年公司实现营业收入 8.01、12.76、17.36 亿元，分别同比 +105.2%、+59.4%、+36.0%；归母净利润分别为 2.58、4.05 与 5.41 亿元，同比 +136.7%、+56.8%与 +33.6%，对应 PE 为 35/22/17 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济低迷、行业竞争加剧、市场推广不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	390	801	1276	1736
增长率 (%)	67.2	105.2	59.4	36.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	109	258	405	541
增长率 (%)	90.2	136.7	56.8	33.6
每股收益 (元)	1.60	3.80	5.95	7.95
PE	83	35	22	17
PB	20.5	9.6	6.7	4.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

132.86 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

1. 锦波生物 (832982.BJ) 深度报告：北交所重组胶原蛋白第一股，薇旖美具备行业领先优势-2023/08/09

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	390	801	1276	1736
营业成本	57	85	120	146
营业税金及附加	7	15	24	33
销售费用	105	223	362	509
管理费用	45	88	139	187
研发费用	45	96	163	234
EBIT	136	302	473	633
财务费用	8	7	2	0
资产减值损失	-2	-2	-3	-3
投资收益	0	1	0	0
营业利润	126	294	468	630
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	127	293	468	630
所得税	18	35	63	88
净利润	109	258	405	541
归属于母公司净利润	109	258	405	541
EBITDA	160	332	513	682

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	129	478	694	1097
应收账款及票据	56	111	173	230
预付款项	15	22	31	36
存货	44	63	88	103
其他流动资产	9	18	25	31
流动资产合计	253	692	1011	1497
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	360	363	365	367
无形资产	18	69	116	163
非流动资产合计	563	685	806	919
资产合计	816	1377	1817	2416
短期借款	25	25	25	25
应付账款及票据	34	46	64	74
其他流动负债	73	133	145	189
流动负债合计	132	205	235	288
长期借款	57	43	43	43
其他长期负债	186	186	190	195
非流动负债合计	243	229	233	237
负债合计	375	433	468	526
股本	62	68	68	68
少数股东权益	1	0	0	1
股东权益合计	441	944	1349	1890
负债和股东权益合计	816	1377	1817	2416

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	67.15	105.22	59.36	36.00
EBIT 增长率	110.41	121.26	57.01	33.64
净利润增长率	90.24	136.68	56.77	33.61
盈利能力 (%)				
毛利率	85.44	89.44	90.57	91.61
净利率	27.98	32.27	31.74	31.19
总资产收益率 ROA	13.39	18.76	22.30	22.41
净资产收益率 ROE	24.80	27.40	30.04	28.64
偿债能力				
流动比率	1.91	3.38	4.31	5.19
速动比率	1.44	2.93	3.77	4.69
现金比率	0.98	2.34	2.96	3.81
资产负债率 (%)	45.95	31.48	25.75	21.75
经营效率				
应收账款周转天数	52.17	51.00	50.00	49.00
存货周转天数	279.47	278.00	276.00	265.00
总资产周转率	0.57	0.73	0.80	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	1.60	3.80	5.95	7.95
每股净资产	6.47	13.85	19.80	27.75
每股经营现金流	1.82	3.82	6.13	8.35
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	83	35	22	17
PB	20.5	9.6	6.7	4.8
EV/EBITDA	56.88	27.50	17.77	13.39
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	109	258	405	541
折旧和摊销	26	30	40	49
营运资金变动	-23	-39	-40	-36
经营活动现金流	124	260	417	568
资本开支	-100	-159	-153	-154
投资	3	0	0	0
投资活动现金流	-96	-145	-153	-154
股权募资	1	245	0	0
债务募资	42	4	-37	0
筹资活动现金流	31	234	-48	-12
现金净流量	59	349	216	403

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026