



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（维持）

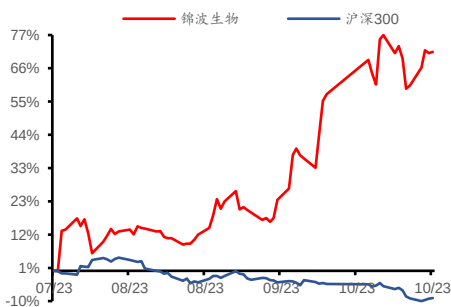
行业： 美容护理
日期： 2023年10月27日

分析师： 王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001

基本数据

最新收盘价（元）	192.39
12mth A 股价格区间（元）	112.60-198.60
总股本（百万股）	68.09
无限售 A 股/总股本	34.89%
流通市值（亿元）	45.71

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《业绩超预期，医疗医美应用扩容驱动增长》

——2023 年 09 月 01 日

《重组人源化胶原蛋白先行者，医药医美双引擎》

——2023 年 07 月 28 日

《重组人源化胶原蛋白先行者，医药医美双引擎》

——2023 年 07 月 28 日

Q3 业绩超预期净利润同增 169%，胶原龙头新品不断接力

■ 投资摘要

事件概述

10月26日，公司发布2023年三季报，23Q1-Q3公司营收5.17亿元，同增105.64%；归母净利润1.92亿元，同增173.75%；扣非后归母净利润1.84亿元，同增179.77%。其中，23Q3营收2.01亿元，同增106.43%；归母净利润0.83亿元，同增168.75%；扣非后归母净利润0.80亿元，同增173.58%。

分析与判断

业绩高增，重组胶原蛋白三类械先发优势明显。23 年前三季度及单 Q3 业绩均实现三位数高增，公司通过提升产品质量和服务、加大品牌宣传力度，深耕优质老客户，且不断拓展新客户、新渠道、新模式和新产品布局，业绩取得亮眼成绩。**利润端**，公司盈利能力显著提升，23Q1-Q3 毛利率/净利率分别 89.97%/37.02%，同增 5.60/9.47pcts，其中 Q3 毛利率/净利率分别 91.26%/41.19%，同增 5.36/9.71pcts。**费用端**，公司费用管控良好，销售费用持续优化。23Q1-Q3 销售/管理/研发费用率分别 21.36%/11.48%/11.86%，同比-5.69/-0.45/-0.92pcts。其中 23Q3 销售/管理/研发费用率分别 21.99%/10.36%/10.05%，同比-3.65/-0.95/-1.37pcts。

分业务看，23H1 公司医疗器械/功能性护肤品/原料及其他收入分别 2.77/0.31/0.09 亿元，同增 140.25%/1.18%/3.65%；毛利率分别为 92.73%/64.04%/64.71%，同比+5.08/-2.97/-20.63pcts。在功能性护肤品方面，公司 618 前夕推出“ProtYouth”，拉动单一成分功能性护肤品同增 881.05%。在原料方面，公司原料产品具备较强的市场竞争力，并积极布局海外业务。

在医疗器械方面，薇旖美先发优势明显，渠道铺设进展顺利。23H1 旗下薇旖美拥有销售团队 87 人，已覆盖终端医疗机构超 1500 家。医用敷料方面，随着植入剂产品的销售规模快速增长，公司民营医疗机构的较快覆盖，带动了医用敷料的销售。另外，单一材料医疗器械产品销售实现 278.53%同增，拉动整体医疗器械业务收入，其高毛利及其占比提升推动医疗器械毛利率显著提升。

注重研发创新，拓展胶原蛋白应用场景。23Q1-Q3 研发投入 0.61 亿元，同增 90.88%，占比收入 11.86%；23H1 共获得国内发明专利授权 4 项，取得国际发明专利授权 2 项，并获得 6 个第二类医疗器械注册证。公司高度重视功能蛋白系统性创新研发，与国内多所知名院校和医疗机构保持长期合作，不断扩充研发实力。在研管线丰富，重组人源化胶原蛋白临床应用场景有望进一步拓展。

■ 投资建议

重组胶原蛋白赛道景气度高，伴随行业技术不断升级，增长空间广阔。锦波生物为重组胶原蛋白领军企业之一，拥有国内首个获批Ⅲ类医疗器械证的重组人源化胶原蛋白产品，先发优势明显。公司在重组人源化胶原蛋白领域处于国际技术领先地位，薇旖美新品上市销售，

有望抢占更多市场份额，贡献公司业绩增量。在抗病毒领域，公司产品产业化成功、积累诸多原创性技术，产品研发有序推进。预计公司2023-2025年营收分别7.97/12.62/17.78亿元，同比+104.3%/+58.3%/+41.0%；归母净利润分别2.99/4.43/5.67亿元，同比分别+173.9%/+48.2%/+28.0%。对应EPS分别为4.39/6.51/8.33元/股，对应PE分别为44/30/23倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

研发项目不及预期风险；在研项目市场开拓不及预期风险；在研产品“集采”政策相关风险；医疗美容行业相关风险；医疗器械及化妆品产品政策变动风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	390	797	1262	1778
年增长率	67.2%	104.3%	58.3%	41.0%
归母净利润	109	299	443	567
年增长率	90.2%	173.9%	48.2%	28.0%
每股收益（元）	1.60	4.39	6.51	8.33
市盈率（X）	119.98	43.81	29.57	23.10
市净率（X）	29.76	13.75	9.38	6.67

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年10月26日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	129	532	841	1282
应收票据及应收账款	56	113	179	252
存货	44	84	128	186
其他流动资产	24	42	67	93
流动资产合计	253	771	1216	1814
长期股权投资	0	1	1	2
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	360	411	461	510
在建工程	22	11	3	-10
无形资产	18	21	24	25
其他非流动资产	162	200	250	301
非流动资产合计	563	644	739	829
资产总计	816	1414	1955	2642
短期借款	25	35	44	55
应付票据及应付账款	34	48	77	115
合同负债	5	19	30	39
其他流动负债	68	124	173	238
流动负债合计	132	225	324	447
长期借款	57	57	57	57
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	186	179	179	179
非流动负债合计	243	236	236	236
负债合计	375	461	561	683
股本	62	68	68	68
资本公积	89	331	331	331
留存收益	289	554	997	1564
归属母公司股东权益	440	953	1396	1963
少数股东权益	1	0	-2	-3
股东权益合计	441	953	1394	1960
负债和股东权益合计	816	1414	1955	2642

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	124	301	447	580
净利润	109	298	442	565
折旧摊销	26	46	54	61
营运资金变动	-23	-42	-46	-45
其他	12	-2	-1	-2
投资活动现金流量	-96	-125	-148	-149
资本支出	-100	-138	-149	-150
投资变动	3	2	2	1
其他	1	12	-1	0
筹资活动现金流量	31	227	10	11
债权融资	42	19	10	11
股权融资	1	248	0	0
其他	-11	-40	0	0
现金净流量	59	403	309	441

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	390	797	1262	1778
营业成本	57	111	169	245
营业税金及附加	7	18	27	38
销售费用	105	177	295	441
管理费用	45	88	146	222
研发费用	45	88	145	213
财务费用	8	3	11	17
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	0	1	1	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	126	340	505	648
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	127	340	505	648
所得税	18	42	64	83
净利润	109	298	442	565
少数股东损益	0	-1	-2	-2
归属母公司股东净利润	109	299	443	567

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	85.4%	86.1%	86.6%	86.2%
净利率	28.0%	37.5%	35.1%	31.9%
净资产收益率	24.8%	31.4%	31.7%	28.9%
资产回报率	13.4%	21.1%	22.7%	21.5%
投资回报率	17.8%	25.3%	27.5%	26.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	67.2%	104.3%	58.3%	41.0%
EBIT 增长率	110.4%	151.3%	50.7%	28.9%
归母净利润增长率	90.2%	173.9%	48.2%	28.0%
每股指标 (元)				
每股收益	1.60	4.39	6.51	8.33
每股净资产	6.47	14.00	20.50	28.83
每股经营现金流	1.82	4.41	6.57	8.52
每股股利	0	1	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.57	0.72	0.75	0.77
应收账款周转率	8.81	9.47	8.66	8.26
存货周转率	1.51	1.74	1.59	1.56
偿债能力指标				
资产负债率	46.0%	32.6%	28.7%	25.8%
流动比率	1.91	3.42	3.75	4.06
速动比率	1.44	2.92	3.21	3.50
估值指标				
P/E	119.98	43.81	29.57	23.10
P/B	29.76	13.75	9.38	6.67
EV/EBITDA	44.29	32.95	21.95	16.62

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断