

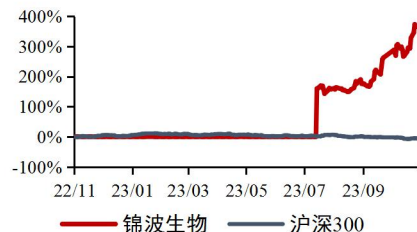
锦波生物（832982.BJ）

单一材料系列产品持续发力，高速成长期产研销全方位布局

2023 年 11 月 5 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 11 月 3 日

收盘价（元）：	227.61
年内最高/最低（元）：	236.89/112.60
流通 A 股/总股本（亿）：	0.24/0.68
流通 A 股市值（亿）：	54.08
总市值（亿）：	154.97

基础数据：2023 年 9 月 30 日

基本每股收益：	3.03
摊薄每股收益：	3.03
每股净资产（元）：	12.42
净资产收益率：	22.63

资料来源：最闻

分析师：

盖斌赫

执业登记编码：S0760522050003

邮箱：gaibinhe@sxzq.com

赵晨希

执业登记编码：S0760521090001

邮箱：zhaochenxi@sxzq.com

事件描述：

- 2023 年前三季度公司分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 5.17/1.92/1.84 亿元，同比分别+105.64%/+173.75%/+179.77%。2023Q3 单季分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 2.01/0.83/0.80 亿元，同比分别+106.43%/+168.75%/+173.58%，环比分别+6.61%/+24.71%/+26.86%。

事件点评：

- 单一材料医疗器械和单一成分功能性护肤品支撑业绩增长。单一材料产品为公司的特色和优势，**医疗器械方面**，公司优势产品包括“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”，2023 年上半年公司实现营收 2.34 亿元，占总营收比达 73.84%，同比增长 278.53%；**功能性护肤品方面**，2023 年 618 前夕公司推出单一成分功能性护肤品“ProtYouth 单一成分胶原蛋白原液”，2023 年上半年相关领域高速增长，实现营收 2,640.68 万元，占总营收比达 8.35%，同比增长 881.05%。2023Q3 公司单季度营收同比增长 106.43%，延续上半年高速扩张态势。
- **2023Q3 单季度毛利率和净利率环比提升，优化销售费用率助力盈利高增。**毛利率方面，2023Q3 公司单季度毛利率达 91.26%，较 2023Q2 环比提升 2.65%，毛利率持续随高毛利率产品收入占比的提升而提升；**费用率方面**，销售费用率、管理费用率、研发费用率 2023Q3 单季度环比下降，除营收规模增长带来的费用摊薄效应外，公司优化并管控线上功能性护肤品的销售费用率，2023 年前三季度销售费用率达 21.36%，较上一年同期降低 5.69%，2023Q3 单季度销售费用率随着 618 结束、功能性护肤品营收占比的下降环比回升 2.85%；**净利率方面**，公司 2023Q3 单季度净利率提升显著，由 Q2 单季度的 35.00%提升至 41.19%。
- **公司斩获第三类医疗器械第二证，在储、在研产品充足进一步巩固核心优势。**2023 年 8 月 28 日，公司注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液第三类医疗器械注册证获批，产品适用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹，免疫原性风险可控，注射后会逐渐被体内胶原蛋白酶分解吸收，是我国首个通过创新医疗器械审批的重组人源化胶原蛋白制备的医疗器械，也是公司第二个第三类医疗器械产品。**此外，公司在储、在研产品丰厚**，多款处于临床阶段的Ⅲ型、I 型、XⅦ型重组胶原蛋白产品在储，重组胶原蛋白产品矩阵有望丰富；同时在自主研发的基础上，结



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



合产学研合作研发，形成五项核心技术平台，合作研发项目储备充足。

- **第三类医疗器械注册证拿证周期长，公司凭借先发优势持续发力生产和销售。**第三类医疗器械拿证周期长，短期内市场竞争格局良好，公司先发优势显著。**公司持续发力销售和生助力业绩转化，销售端**，截至2023年上半年，公司拥有销售团队87人，已覆盖终端医疗机构超1,500家，民营医疗机构快速覆盖带动敷料增长，功能性护肤品建立定制化销售和自研品牌销售两种途径；**生产端**，锦波产业园设置5条终端产品产线、7条原料产线，达产后年产注射级重组胶原蛋白原料200千克，功能性护肤品1,300万支、二类医疗器械150万支和三类医疗器械300万支，进一步满足市场需求。

投资建议及盈利预测：公司已建立了从上游功能蛋白核心原料到医疗器械、功能性护肤品等终端产品的全产业链业务体系，终端产品主要应用在妇科、皮肤科、外科、五官/口腔科、肛肠科、护肤等不同应用场景中。通过不断创新，公司已完成包括I型、III型、XVII型等重组人源化胶原蛋白主要的基础研究，并已在妇科、泌尿科、皮肤科、骨科、外科、口腔科、心血管科等领域持续开展应用研究。公司在建工程为锦波产业园一期项目，自2022年12月起该项目已部分转固，产能将逐步释放。预计公司2023-2025年EPS分别为4.03/6.20/7.68，对应公司11月3日收盘价227.61元，2023-2025年PE分别为56.5/36.7/29.6倍。

风险提示：技术风险；核心技术人员流失风险；实际控制人不当控制风险；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。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	233	390	785	1,245	1,578
YoY(%)	44.7	67.2	101.1	58.7	26.7
净利润(百万元)	57	109	274	422	523
YoY(%)	79.6	90.2	151.3	53.9	23.9
毛利率(%)	82.3	85.4	90.0	88.7	87.0
EPS(摊薄/元)	0.84	1.60	4.03	6.20	7.68
ROE(%)	17.2	24.7	27.5	29.7	26.9
P/E(倍)	270.0	141.9	56.5	36.7	29.6
P/B(倍)	46.8	35.2	15.6	10.9	8.0
净利率(%)	24.6	28.0	35.0	33.9	33.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	155	253	700	1088	1569
现金	71	129	460	739	1139
应收票据及应收账款	33	56	122	160	198
预付账款	11	15	37	46	59
存货	32	44	60	125	146
其他流动资产	9	9	21	18	28
非流动资产	402	563	643	748	804
长期投资	0	0	1	1	1
固定资产	236	360	409	474	517
无形资产	26	33	35	37	40
其他非流动资产	140	170	198	236	245
资产总计	557	816	1343	1836	2373
流动负债	66	132	143	219	243
短期借款	10	25	25	25	25
应付票据及应付账款	11	34	28	83	80
其他流动负债	44	73	90	111	138
非流动负债	160	243	237	232	222
长期借款	45	57	51	47	36
其他非流动负债	115	186	186	186	186
负债合计	226	375	380	451	465
少数股东权益	-0	1	1	1	1
股本	62	62	68	68	68
资本公积	89	89	331	331	331
留存收益	180	289	563	985	1509
归属母公司股东权益	331	440	962	1384	1907
负债和股东权益	557	816	1343	1836	2373

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	57	124	209	409	476
净利润	57	109	274	422	523
折旧摊销	22	24	26	31	35
财务费用	2	8	7	-8	-24
投资损失	-1	0	0	0	0
营运资金变动	-20	-18	-99	-36	-58
其他经营现金流	-2	1	0	0	0
投资活动现金流	-103	-96	-106	-136	-91
筹资活动现金流	-22	31	228	6	14

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.84	1.60	4.03	6.20	7.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.82	3.06	6.01	7.00
每股净资产(最新摊薄)	4.86	6.47	14.63	20.83	28.52

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	233	390	785	1245	1578
营业成本	41	57	78	140	205
营业税金及附加	5	7	16	25	32
营业费用	56	105	165	262	331
管理费用	45	45	90	143	181
研发费用	29	45	106	187	237
财务费用	2	8	7	-8	-24
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-0	0	0	0
营业利润	64	126	323	497	615
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	64	127	323	497	615
所得税	7	18	48	74	92
税后利润	57	109	274	422	523
少数股东损益	-0	-0	0	0	0
归属母公司净利润	57	109	274	422	523
EBITDA	87	153	343	513	625

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	44.7	67.2	101.1	58.7	26.7
营业利润(%)	73.6	98.2	155.6	53.9	23.9
归属于母公司净利润(%)	79.6	90.2	151.3	53.9	23.9
获利能力					
毛利率(%)	82.3	85.4	90.0	88.7	87.0
净利率(%)	24.6	28.0	35.0	33.9	33.2
ROE(%)	17.2	24.7	27.5	29.7	26.9
ROIC(%)	11.6	15.2	21.3	24.2	22.8
偿债能力					
资产负债率(%)	40.5	46.0	28.3	24.6	19.6
流动比率	2.4	1.9	4.9	5.0	6.5
速动比率	1.7	1.4	4.2	4.2	5.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.7
应收账款周转率	8.5	8.8	8.8	8.8	8.8
应付账款周转率	4.2	2.5	2.5	2.5	2.5
估值比率					
P/E	270.0	141.9	56.5	36.7	29.6
P/B	46.8	35.2	15.6	10.9	8.0
EV/EBITDA	179.3	102.6	44.6	29.3	23.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

