

锦波生物 (832982)

证券研究报告

2024年03月14日

三型溶液强强合作修丽可，强高端心智，有望做高胶原赛道天花板

事件：三八女神节修丽可创新推出注射美容旗舰产品修丽可铂研，采用注射用重组三型人源化胶原蛋白溶液，此为锦波生物获批的械三重重组三型溶液。产品主打鱼尾纹、额头纹及眉间纹，胶原浓度 2mg/ml。

针对此次强强联合，我们认为修丽可作为高端院线品牌入组胶原蛋白医美线，有望做高价格天花板，有利行业整体发展及布局：

- ①有望多价格带布局，补充胶原超高端市场：薇旖美极纯指导价 6800 元/4mg，布局高端，而修丽可为院线高奢抗衰品牌，定位超高端用户群体，我们预计此次合作不会分流薇旖美客群，同时也有望助力公司锚定高价格带及以上市场，加强渗透。
- ②稳价盘：此前市场或觉得薇旖美作为水光产品定价较高，渗透率提升背景下担心终端售价下降，我们预计修丽可铂研有望重新定义天花板，修丽可背书下叠加锦波生物技术端高品质、铂研品牌专业胶原心智再加强，有助于稳住胶原蛋白产品整体市场价盘。
- ③大牌背书，技术成分持续验证。此前公司与巴黎欧莱雅达成三型原料合作，其明星单品小蜜罐拥有较大客户基数，小蜜罐 2.0 添加重组胶原重磅升级，海外大盘参与赋能胶原景气向上。此次合作三型溶液再获大厂验证背书，强化锦波生物胶原龙头地位。

薇旖美加强营销卡位 c 端胶原心智。携手分众传媒，打造胶原强心智。薇旖美联合分众传媒在上海、北京、深圳、广州等 8 城开启“元计划”，布局电梯间广告，并联合 40+ 医美机构做薇旖美的品宣以及重组胶原蛋白的市场教育。此外携手春节档热门电影《飞驰人生 2》，强营销，拓人群，强心智。

投资建议：重组胶原蛋白技术的突破带动行业整体增长，国内头部厂商均加速布局，国内供给及需求侧空间均有望提升，预计今年延续高景气。锦波生物为胶原蛋白领军企业，纳入北证 50 流动性改善，同时商业化加速，业务多点开花，①医美：强强联合修丽可格局优化，锚定高端，强心智，稳价盘，预计 24 年持续增长；此外在研产品储备丰富，十七型产品上市打造薇旖美矩阵化产品线，近期加大品牌建设携手分众有望卡位 C 端胶原再生心智。②原料：携手欧莱雅，原料获大厂认证合作，预计持续放量。我们预计 23-25 年归母净利润为 3.0/4.6/6.5 亿元，对应 PE54/35/25X，选取巨子生物、华熙生物、爱美客、百普赛斯作为可比公司，其 25 年对应的 PEG 空间为 0.6-0.7，考虑稀缺性及后续成长性，给予 25 年公司 0.8 倍 PEG，对应 25 年 PE38 倍，目标价为 357 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险、经营不及预期风险、市场竞争加剧风险、行业政策风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	233.44	390.20	780.24	1,253.85	1,730.31
增长率(%)	44.75	67.15	99.96	60.70	38.00
EBITDA(百万元)	109.34	200.41	382.52	567.99	780.86
归属母公司净利润(百万元)	57.39	109.18	299.80	463.17	646.87
增长率(%)	79.62	90.24	174.61	54.49	39.66
EPS(元/股)	0.84	1.60	4.40	6.80	9.50
市盈率(P/E)	279.48	146.90	53.50	34.63	24.79
市净率(P/B)	48.45	36.43	18.04	12.69	9.13
市销率(P/S)	68.71	41.10	20.56	12.79	9.27
EV/EBITDA	73.14	34.15	40.64	26.96	19.03

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	美容护理/医疗美容
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	235.56 元
目标价格	357 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	68.09
流通 A 股股本(百万股)	23.76
A 股总市值(百万元)	16,038.34
流通 A 股市值(百万元)	5,596.55
每股净资产(元)	12.43
资产负债率(%)	37.75
一年内最高/最低(元)	302.33/112.60

作者

何富丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120003
hefuli@tfzq.com

张雪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

耿荣晨 联系人
gengrongchen@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《锦波生物-公司点评:2023 年归母净利润同增 175%，贴近业绩预告上限，超市场预期!》 2024-02-29
- 《锦波生物-公司点评:2023 年归母净利润同比预增 156%至 175%，看好公司发展!》 2024-01-30
- 《锦波生物-季报点评:23Q1-3 归母净利润 yoy+173.75%，业绩超市场预期》 2023-10-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	70.68	129.35	496.75	718.83	1,151.60	营业收入	233.44	390.20	780.24	1,253.85	1,730.31
应收票据及应收账款	32.80	55.77	99.75	181.16	201.99	营业成本	41.34	56.83	92.07	137.92	190.33
预付账款	10.59	15.17	5.56	32.04	28.10	营业税金及附加	5.27	7.38	16.39	26.33	36.34
存货	31.57	43.51	56.34	111.13	123.92	销售费用	55.97	104.95	157.20	252.63	366.83
其他	9.01	8.78	17.53	17.73	30.30	管理费用	44.61	44.56	80.36	150.59	193.79
流动资产合计	154.66	252.58	675.92	1,060.89	1,535.91	研发费用	29.07	45.41	85.05	154.22	202.45
长期股权投资	0.00	0.28	0.48	0.68	0.90	财务费用	1.80	8.06	7.85	6.76	6.03
固定资产	236.26	359.87	391.52	420.68	467.11	资产/信用减值损失	(1.16)	(3.06)	(3.27)	(2.99)	(2.62)
在建工程	54.89	22.01	4.25	4.96	5.68	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	26.06	33.07	37.68	41.76	45.19	投资净收益	0.93	(0.36)	0.88	0.52	0.49
其他	84.81	147.71	65.14	77.28	91.94	其他	(8.13)	0.12	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	402.02	562.93	499.06	545.36	610.82	营业利润	63.73	126.30	338.93	522.93	732.41
资产总计	556.68	815.52	1,174.97	1,606.25	2,146.73	营业外收入	0.68	1.14	0.53	0.64	0.75
短期借款	10.01	25.19	15.00	15.00	15.00	营业外支出	0.81	0.38	0.69	0.79	0.67
应付票据及应付账款	11.43	33.62	39.38	64.45	69.22	利润总额	63.60	127.06	338.77	522.77	732.49
其他	34.43	67.89	80.58	96.75	133.95	所得税	6.70	18.15	44.43	61.84	91.12
流动负债合计	55.86	126.69	134.96	176.21	218.18	净利润	56.90	108.91	294.35	460.93	641.37
长期借款	45.25	56.84	50.00	50.00	50.00	少数股东损益	(0.49)	(0.26)	(5.45)	(2.24)	(5.50)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	57.39	109.18	299.80	463.17	646.87
其他	114.83	185.74	104.72	121.72	131.75	每股收益(元)	0.84	1.60	4.40	6.80	9.50
非流动负债合计	160.08	242.58	154.72	171.72	181.75						
负债合计	225.68	374.75	289.69	347.93	399.93	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	(0.04)	0.55	(3.71)	(5.52)	(9.71)	成长能力					
股本	62.34	62.34	68.09	68.09	68.09	营业收入	44.75%	67.15%	99.96%	60.70%	38.00%
资本公积	88.88	88.88	297.97	297.97	297.97	营业利润	73.62%	98.19%	168.34%	54.29%	40.06%
留存收益	179.83	289.00	522.94	897.78	1,390.45	归属于母公司净利润	79.62%	90.24%	174.61%	54.49%	39.66%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	331.00	440.76	885.29	1,258.32	1,746.80	毛利率	82.29%	85.44%	88.20%	89.00%	89.00%
负债和股东权益总计	556.68	815.52	1,174.97	1,606.25	2,146.73	净利率	24.58%	27.98%	38.42%	36.94%	37.38%
						ROE	17.34%	24.80%	33.72%	36.65%	36.83%
						ROIC	30.76%	48.96%	113.52%	118.08%	120.93%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	40.54%	45.95%	24.65%	21.66%	18.63%
净利润	56.90	108.91	299.80	463.17	646.87	净负债率	-3.30%	-6.27%	-47.95%	-51.34%	-61.64%
折旧摊销	21.94	24.17	30.59	33.95	38.36	流动比率	2.36	1.91	5.01	6.02	7.04
财务费用	2.15	7.96	7.85	6.76	6.03	速动比率	1.88	1.58	4.59	5.39	6.47
投资损失	(0.93)	0.36	(0.88)	(0.52)	(0.49)	营运能力					
营运资金变动	(63.69)	8.43	(29.21)	(117.57)	(7.10)	应收账款周转率	8.50	8.81	10.03	8.93	9.03
其它	40.69	(25.93)	(5.45)	(2.24)	(5.50)	存货周转率	8.56	10.39	15.63	14.97	14.72
经营活动现金流	57.06	123.89	302.69	383.55	678.17	总资产周转率	0.45	0.57	0.78	0.90	0.92
资本支出	39.85	49.87	130.10	50.90	78.90	每股指标(元)					
长期投资	(4.98)	0.28	0.20	0.20	0.23	每股收益	0.84	1.60	4.40	6.80	9.50
其他	(137.42)	(146.47)	(178.51)	(118.49)	(167.57)	每股经营现金流	0.84	1.82	4.45	5.63	9.96
投资活动现金流	(102.55)	(96.32)	(48.21)	(67.39)	(88.44)	每股净资产	4.86	6.47	13.06	18.56	25.80
债权融资	21.42	33.90	(37.27)	(6.18)	(4.06)	估值比率					
股权融资	(34.05)	0.00	150.18	(87.90)	(152.89)	市盈率	279.48	146.90	53.50	34.63	24.79
其他	(9.32)	(2.80)	0.00	0.00	0.00	市净率	48.45	36.43	18.04	12.69	9.13
筹资活动现金流	(21.96)	31.10	112.91	(94.08)	(156.95)	EV/EBITDA	73.14	34.15	40.64	26.96	19.03
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	90.69	38.53	44.17	28.67	20.01
现金净增加额	(67.45)	58.67	367.40	222.08	432.77						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com