

锦波生物（832982）

证券研究报告
2024年06月11日

医美业务商业化加速，上调全年业绩

锦波生物旗下重点产品薇旖美®作为目前市场唯一注射级别的重组人源化胶原蛋白生物医用材料，2021年获批上市以来终端表现优秀。进入2024年，重组胶原蛋白仍为医美及化妆品火热成分，化妆品赛道中欧莱雅、珀莱雅等国内外头部企业纷纷入局推出带有重组胶原蛋白成分添加的产品，行业进入妆械两旺阶段，景气度延续。锦波生物旗下薇旖美®作为目前国内唯一注射级别的重组人源化胶原蛋白生物医用材料，充分受益行业红利。

加码营销粘性提升，薇旖美®极纯表现或好于预期：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。2024年2月24日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。此外携手春节档爆款《飞驰人生2》，强营销，拓人群，强心智。年初以来薇旖美借助梯媒宣传，在去年重组胶原蛋白注射剂有用户认知的基础上，终端认知持续扩容，消费者口碑和复购有望进一步加强，我们认为今年以薇旖美®极纯为代表的III型4mg规格放量或好于预期。

产品规格型别矩阵化拓展，医美业务商业化加速：去年下半年以来公司医美业务商业化加速，除原有的III型4mg规格的薇旖美®极纯之外，推出10mg规格的薇旖美®至真、以及针对基底膜带修复8mg规格的XVII型胶原蛋白，并推出3+17型联合治疗方案，目前公司产品矩阵不断拓展，向多剂型、多型别及联合应用、拓展适应症方向发展。

薇旖美®至真技术升级创新韧带滋养方案，扩容补充高端渠道：①薇旖美®至真作用部位：强健韧带，延缓衰老，全面部胶原抗衰。②技术特点：根据不同抗衰需求，在生产技术和临床应用上进行了调整。采用NSA纳米微距自组装技术，在三螺旋基础上，将多个三螺旋结构再进行组合，形成更致密的胶原纤维网，与极纯相比，在同体积下采用更高级的纤维结构，实现密度高，韧性高，活性强，能够配合不同诊疗方案，进行更多维的树冠滋养，直补韧带胶原，构筑面部强韧抗衰架构。③产品定价高端，目前主要通过合作头部机构并进一步完善产品价格带。5月11日至真全国讲者高峰论坛在北京成功举办，以为最新的视角和思维，诠释至真提颜针的创新注射理念及治疗方案应用，24年预期至真推广力度加大，建议关注公司新品推广放量情况。

投资建议：锦波生物为重组胶原蛋白领军企业，在行业红利延续的背景下，2024年为公司商业化进阶重要的一年——c端加码营销打薇旖美®品牌强化消费者心智，B端继续深耕集团大客户，打造标杆，提升复购，公司医美业务进入正循环阶段；去年下半年以来薇旖美®产品规格型别矩阵化拓展，薇旖美®至真提颜针创新韧带滋养扩容补充高端渠道。考虑到公司产品享受行业红利持续放量及新规格产品商业化加速，并看好未来在研管线商业化前景，我们预计24-26年归母净利润由4.95/6.8/8.9上调至5.5/8.0/11.0亿元，对应PE26/18/13X，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

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	390.20	780.26	1,318.64	1,912.03	2,638.60
增长率(%)	67.15	99.96	69.00	45.00	38.00
EBITDA(百万元)	200.41	479.76	687.18	970.64	1,328.14
归属母公司净利润(百万元)	109.18	299.80	548.10	795.64	1,095.24
增长率(%)	90.24	174.60	82.82	45.16	37.65
EPS(元/股)	1.23	3.39	6.19	8.99	12.37
市盈率(P/E)	130.86	47.65	26.07	17.96	13.04
市净率(P/B)	32.45	14.98	10.20	7.23	5.03
市销率(P/S)	36.61	18.31	10.83	7.47	5.41
EV/EBITDA	34.15	35.99	19.57	13.48	9.20

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	161.41元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	88.51
流通A股股本(百万股)	30.76
A股总市值(百万元)	14,286.69
流通A股市值(百万元)	4,964.31
每股净资产(元)	15.50
资产负债率(%)	30.87
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-季报点评:24Q1 归母净利润1.01亿元，业绩预告处于中枢上沿，继续高增》2024-04-25
- 《锦波生物-公司点评:24Q1 归母净利润0.85-1.05亿元，看好公司未来发展》2024-04-18
- 《锦波生物-年报点评报告:2023年归母净利润同增175%，业务多点开花，看好胶原蛋白龙头》2024-03-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	129.35	518.55	808.11	1,152.50	2,020.43
应收票据及应收账款	55.77	129.16	146.67	287.64	306.26
预付账款	15.17	18.17	7.43	32.49	12.48
存货	43.51	66.29	29.91	108.56	40.75
其他	8.78	20.42	24.22	26.75	32.24
流动资产合计	252.58	752.59	1,016.34	1,607.94	2,412.16
长期股权投资	0.28	0.00	0.20	0.40	0.44
固定资产	359.87	361.09	364.47	380.00	371.05
在建工程	22.01	131.90	175.17	215.26	255.35
无形资产	33.07	51.11	57.44	63.99	71.56
其他	147.71	137.85	109.96	126.13	129.79
非流动资产合计	562.93	681.95	707.23	785.78	828.18
资产总计	815.52	1,434.54	1,723.57	2,393.72	3,240.34
短期借款	25.19	69.18	15.00	15.00	15.00
应付票据及应付账款	33.62	54.50	26.75	54.13	41.59
其他	67.89	113.85	89.15	143.04	128.01
流动负债合计	126.69	237.53	130.91	212.17	184.60
长期借款	56.84	30.88	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	185.74	188.21	142.60	157.84	168.60
非流动负债合计	242.58	219.09	192.60	207.84	218.60
负债合计	374.75	481.41	323.50	420.01	403.19
少数股东权益	0.55	(0.54)	(1.03)	(3.29)	(5.69)
股本	62.34	68.09	88.51	88.51	88.51
资本公积	88.88	330.83	330.83	330.83	330.83
留存收益	289.00	554.76	981.75	1,557.65	2,423.50
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	440.76	953.13	1,400.07	1,973.71	2,837.15
负债和股东权益总计	815.52	1,434.54	1,723.57	2,393.72	3,240.34

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	108.91	298.70	548.10	795.64	1,095.24
折旧摊销	24.17	41.22	41.63	44.98	47.27
财务费用	7.96	11.06	9.22	7.47	6.77
投资损失	0.36	(0.37)	(0.39)	(0.33)	(0.18)
营运资金变动	8.43	(11.64)	(51.02)	(170.62)	39.89
其它	(25.93)	(43.40)	(0.63)	(3.12)	(3.04)
经营活动现金流	123.89	295.57	546.91	674.02	1,185.95
资本支出	49.87	164.63	140.21	91.92	75.22
长期投资	0.28	(0.28)	0.20	0.20	0.04
其他	(146.47)	(315.43)	(234.61)	(198.94)	(161.06)
投资活动现金流	(96.32)	(151.07)	(94.20)	(106.83)	(85.79)
债权融资	33.90	19.92	(62.61)	(3.93)	(3.47)
股权融资	0.00	145.58	(100.53)	(218.88)	(228.76)
其他	(2.80)	79.21	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	31.10	244.71	(163.15)	(222.81)	(232.23)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	58.67	389.20	289.56	344.39	867.93

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	390.20	780.26	1,318.64	1,912.03	2,638.60
营业成本	56.83	76.78	80.44	105.16	113.46
营业税金及附加	7.38	8.18	27.69	40.15	55.41
销售费用	104.95	164.96	280.87	416.82	581.55
管理费用	44.56	92.25	145.05	216.06	300.80
研发费用	45.41	84.98	141.09	210.32	308.72
财务费用	8.06	10.93	9.22	7.47	6.77
资产/信用减值损失	(3.06)	(7.27)	(3.99)	(3.87)	(4.55)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.36)	0.37	0.39	0.33	0.18
其他	0.12	0.89	0.00	0.00	0.00
营业利润	126.30	348.20	630.68	912.50	1,267.52
营业外收入	1.14	4.06	1.52	1.85	2.14
营业外支出	0.38	1.35	0.96	0.87	0.89
利润总额	127.06	350.91	631.24	913.48	1,268.78
所得税	18.15	52.20	83.77	120.96	176.58
净利润	108.91	298.70	547.47	792.52	1,092.20
少数股东损益	(0.26)	(1.09)	(0.63)	(3.12)	(3.04)
归属于母公司净利润	109.18	299.80	548.10	795.64	1,095.24
每股收益(元)	1.23	3.39	6.19	8.99	12.37

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	67.15%	99.96%	69.00%	45.00%	38.00%
营业利润	98.19%	175.68%	81.13%	44.69%	38.91%
归属于母公司净利润	90.24%	174.60%	82.82%	45.16%	37.65%
获利能力					
毛利率	85.44%	90.16%	93.90%	94.50%	95.70%
净利率	27.98%	38.42%	41.57%	41.61%	41.51%
ROE	24.80%	31.44%	39.12%	40.24%	38.53%
ROIC	48.96%	115.18%	129.28%	142.28%	141.11%
偿债能力					
资产负债率	45.95%	33.56%	18.77%	17.55%	12.44%
净负债率	-6.27%	-40.50%	-52.06%	-54.20%	-68.18%
流动比率	1.91	2.87	7.76	7.58	13.07
速动比率	1.58	2.62	7.54	7.07	12.85
营运能力					
应收账款周转率	8.81	8.44	9.56	8.81	8.89
存货周转率	10.39	14.21	27.42	27.62	35.34
总资产周转率	0.57	0.69	0.84	0.93	0.94
每股指标(元)					
每股收益	1.23	3.39	6.19	8.99	12.37
每股经营现金流	1.40	3.34	6.18	7.62	13.40
每股净资产	4.97	10.77	15.83	22.34	32.12
估值比率					
市盈率	130.86	47.65	26.07	17.96	13.04
市净率	32.45	14.98	10.20	7.23	5.03
EV/EBITDA	34.15	35.99	19.57	13.48	9.20
EV/EBIT	38.53	39.10	20.83	14.14	9.54

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