


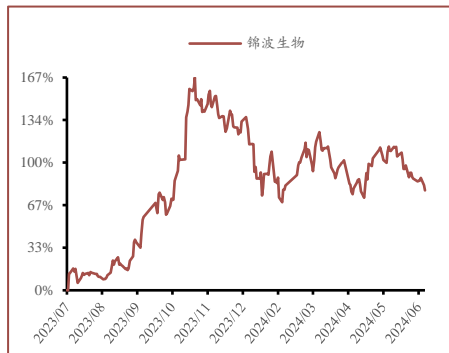
## 胶原赛道景气度延续，全年业绩有望达成高增

 证券研究报告

### 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2024-06-18</b>
收盘价(元)	153.60
流通股本(亿股)	0.31
每股净资产(元)	15.50
总股本(亿股)	0.89

最近12月市场表现


**分析师** 刘洋

 SAC证书编号: S0160521120001  
liuyang01@ctsec.com

**联系人** 李梦莹

limx@ctsec.com

### 相关报告

- 《Q1 业绩落在预告上限，胶原景气度持续兑现》 2024-04-23
- 《发布24Q1业绩预告，研产销同步驱动高增》 2024-04-16
- 《2023年业绩高增，薇旻美渠道进一步扩展》 2024-03-21

### 核心观点

- ❖ **事件：公司召开人源化胶原蛋白产业大会并发布胶原联合战略及倍护产品。**6月19日公司在上海开人源化胶原蛋白产业大会，核心议程包括薇旻美2024全程抗衰新概念发布、薇旻美倍护产品发布等。
- ❖ **持续看好重组胶原蛋白产业发展空间：**我们认为目前重组胶原蛋白远未进入存量竞争时代，对比玻尿酸来看重组胶原医美领域竞争格局良好，欧莱雅、珀莱雅等国内外美妆头部品牌入场带动成分心智持续提升。重组胶原蛋白符合医美市场从惰性填充→外源再生→人源化再生的长期趋势，从适应症扩展、型别扩展、结构延申等维度来看仍具备广阔潜力。
- ❖ **薇旻美机构拓展+头部动销双轮驱动，合规红利加速商业化进展：**胶原蛋白高景气度背景下，薇旻美受益于行业红利，维持高速增长。现有医美产品来看，薇旻美今年仍以4mg为销售重点，在渠道拓展的同时加速头部机构动销，截至2023年底已覆盖2000家机构，较国内合规机构容量仍有较大可拓展空间，头部集团背书叠加梯媒投放、小红书活动等C端宣传有助于扩大市场声量，利用合规产品优势加速宣传破圈。
- ❖ **多维度拓展产品矩阵，在研管线前瞻布局高需求潜力赛道：**薇旻美3+17型&10mg至真产品针对高端客群进行样板机构试点推广，逐步扩展医美使用范围。在研管线中，面中部增容产品、妇科产品、重组XVII型人源化胶原蛋白产品等稳步推进中，分别定位于重组胶原蛋白面部填充、女性私密护理、头皮护理等高需求赛道，且有望成为同类品项中具备高度前瞻领先性的合规产品。
- ❖ **投资建议：**胶原蛋白赛道维持高景气度背景下，锦波作为国内重组胶原蛋白龙头企业，核心单品薇旻美保持高增趋势，拓展多规格、多型别、联合应用，在研管线均具备细分市场高度领先性，潜力空间广阔。我们预计公司2024-2026年实现营业收入13.2/18.8/24.3亿元，归母净利润5.6/7.9/10.3亿元。对应PE分别为24/17/13倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行风险；在研管线审批不及预期风险；监管政策变化风险

### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	390	780	1319	1880	2433
收入增长率(%)	67.15	99.96	69.10	42.49	29.43
归母净利润(百万元)	109	300	556	792	1034
净利润增长率(%)	90.24	174.60	85.38	42.44	30.67
EPS(元/股)	1.75	4.64	6.28	8.94	11.69
PE	64.34	56.31	24.46	17.17	13.14
ROE(%)	24.80	31.44	40.27	40.16	37.68
PB	15.94	17.08	9.85	6.90	4.95

数据来源：wind数据，财通证券研究所（以2024年06月18日收盘价计算）

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>390.20</b>	<b>780.26</b>	<b>1319.40</b>	<b>1880.02</b>	<b>2433.39</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	56.83	76.78	111.03	147.69	190.48	营业收入增长率	67.2%	100.0%	69.1%	42.5%	29.4%
营业税费	7.38	8.18	14.51	20.68	26.77	营业利润增长率	98.2%	175.7%	85.6%	42.7%	30.7%
销售费用	104.95	164.96	270.48	391.04	498.84	净利润增长率	90.2%	174.6%	85.4%	42.4%	30.7%
管理费用	44.56	92.25	139.86	206.80	267.67	EBITDA 增长率	85.0%	151.9%	76.4%	41.2%	30.8%
研发费用	45.41	84.98	138.54	201.16	262.81	EBIT 增长率	110.4%	166.4%	77.7%	41.5%	30.0%
财务费用	8.06	10.93	13.37	13.61	14.01	NOPLAT 增长率	101.6%	164.5%	78.5%	41.5%	30.0%
资产减值损失	-1.53	-3.07	-7.00	-10.00	-12.00	投资资本增长率	52.9%	83.7%	37.3%	35.7%	34.8%
加:公允价值变动收益	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	33.2%	116.2%	44.5%	42.7%	39.2%
投资和汇兑收益	-0.36	0.37	0.66	0.94	1.22	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>126.30</b>	<b>348.20</b>	<b>646.34</b>	<b>922.19</b>	<b>1205.20</b>	毛利率	85.4%	90.2%	91.6%	92.1%	92.2%
加:营业外净收支	0.75	2.71	1.10	0.00	-0.20	营业利润率	32.4%	44.6%	49.0%	49.1%	49.5%
<b>利润总额</b>	<b>127.06</b>	<b>350.91</b>	<b>647.44</b>	<b>922.19</b>	<b>1205.00</b>	净利率	27.9%	38.3%	42.0%	41.9%	42.3%
减:所得税	18.15	52.20	93.88	133.72	174.73	EBITDA/营业收入	41.1%	51.8%	54.0%	53.6%	54.1%
<b>净利润</b>	<b>109.18</b>	<b>299.80</b>	<b>555.78</b>	<b>791.63</b>	<b>1034.40</b>	EBIT/营业收入	34.9%	46.5%	48.9%	48.5%	48.8%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	129.35	518.55	867.33	1312.10	1929.85	固定资产周转天数	337	169	103	79	66
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
应收账款	55.77	126.88	197.03	284.91	372.16	流动资产周转天数	236	352	348	357	391
应收票据	0.00	2.28	1.93	3.21	4.45	应收账款周转天数	52	59	56	56	57
预付账款	15.17	18.17	33.31	44.31	57.14	存货周转天数	279	315	320	300	300
存货	43.51	66.29	90.34	111.39	144.56	总资产周转天数	763	671	559	535	551
其他流动资产	3.14	16.37	31.37	31.87	32.37	投资资本周转天数	614	564	458	436	454
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	24.8%	31.4%	40.3%	40.2%	37.7%
长期股权投资	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.4%	20.9%	27.5%	28.7%	28.2%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	17.8%	25.6%	33.3%	34.7%	33.5%
固定资产	359.87	361.09	372.96	408.48	438.40	费用率					
在建工程	22.01	131.90	181.90	231.90	281.90	销售费用率	26.9%	21.1%	20.5%	20.8%	20.5%
无形资产	18.40	25.15	25.15	25.15	25.15	管理费用率	11.4%	11.8%	10.6%	11.0%	11.0%
其他非流动资产	30.52	11.15	9.15	19.15	31.15	财务费用率	2.1%	1.4%	1.0%	0.7%	0.6%
<b>资产总额</b>	<b>815.52</b>	<b>1434.54</b>	<b>2021.38</b>	<b>2754.18</b>	<b>3673.47</b>	三费/营业收入	40.4%	34.4%	32.1%	32.5%	32.1%
短期债务	25.19	69.18	69.68	70.00	80.00	<b>偿债能力</b>					
应付账款	33.62	54.50	121.86	153.76	208.74	资产负债率	46.0%	33.6%	31.9%	28.6%	25.5%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负权益比	85.0%	50.5%	46.8%	40.1%	34.3%
其他流动负债	0.39	3.33	5.33	5.43	5.53	流动比率	1.91	2.87	3.00	3.27	3.67
长期借款	56.84	30.88	30.88	30.88	30.88	速动比率	1.47	2.55	2.70	3.00	3.39
其他非流动负债	0.00	5.00	5.00	5.00	5.00	利息保障倍数	17.13	32.81	48.23	67.03	84.69
<b>负债总额</b>	<b>374.75</b>	<b>481.41</b>	<b>644.26</b>	<b>788.59</b>	<b>937.60</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	<b>0.55</b>	<b>-0.54</b>	<b>-2.86</b>	<b>-5.81</b>	<b>-9.63</b>	DPS(元)	0.50	1.50	1.69	2.26	2.94
股本	62.34	68.09	88.51	88.51	88.51	分红比率					
留存收益	289.00	554.76	960.63	1552.06	2326.16	股息收益率	0.4%	0.6%	1.1%	1.5%	1.9%
<b>股东权益</b>	<b>440.76</b>	<b>953.13</b>	<b>1377.11</b>	<b>1965.59</b>	<b>2735.87</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	1.75	4.64	6.28	8.94	11.69
净利润	108.91	298.70	553.56	788.47	1030.28	BVPS(元)	7.06	15.30	15.59	22.27	31.02
加:折旧和摊销	25.90	49.25	68.13	94.48	130.08	PE(X)	64.3	56.3	24.5	17.2	13.1
资产减值准备	3.06	7.27	11.00	15.00	17.00	PB(X)	15.9	17.1	9.9	6.9	5.0
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	7.96	11.06	13.37	13.61	14.01	P/S	18.0	22.8	10.3	7.2	5.6
投资收益	0.36	-0.37	-0.66	-0.94	-1.22	EV/EBITDA	44.3	39.6	18.2	12.5	9.1
少数股东损益	0.00	0.00	-2.21	-3.15	-4.12	CAGR(%)					
营运资金的变动	-22.79	-68.82	-31.05	-10.51	-29.60	PEG	0.7	0.3	0.3	0.4	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>123.89</b>	<b>295.57</b>	<b>619.57</b>	<b>890.49</b>	<b>1149.24</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-96.32</b>	<b>-151.07</b>	<b>-153.56</b>	<b>-234.44</b>	<b>-268.47</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>31.10</b>	<b>244.71</b>	<b>-117.23</b>	<b>-211.29</b>	<b>-263.01</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 06 月 18 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及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价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。