

➤ **事件：**7月3日，锦波生物发布2024年半年度业绩预告，24H1，预计实现归母净利润2.90~3.10亿元，同比+165.0%~183.3%，其中，24Q2预计实现归母净利润1.89~2.09亿元，同比+184.0%~214.1%，业绩增速表现亮眼。

➤ **薇旖美极纯终端价格回暖+精细化运营支撑产品持续向上，薇旖美极纯有望在渠道深耕带动下延续更长生命周期。** 1) **产品认知度提升叠加终端价格企稳：从重组胶原蛋白行业发展角度，公司有望充分享有行业增长空间。**在重组胶原蛋白市场快速发展的背景下，锦波生物薇旖美作为国内首款获批三类医疗器械证书的重组III型人源化胶原蛋白注射剂，自2021年上市至今，已进行了较为充分的市场教育，且过往存在机构端的“破价”情况，进一步带动薇旖美产品消费认知度持续提升。**目前机构的终端定价存在企稳趋势。**目前公司产品的终端价格相对稳定，长期将逐步实现各个价格带的全面覆盖。目前针对集团型机构，薇旖美极纯终端成交价趋势上企稳，我们认为薇旖美极纯处在合理价位叠加产品出货数量持续向上，共同拉动薇旖美产品系列收入高速增长。2) **对接终端机构上，产品运营更为细化与专业化，更精准的推广产品与深耕渠道。**首先，针对B端客户：继续深耕集团大客户，在一线及1.5线城市做标杆，加深医生培训，提高客户对产品的认知，并继续扩大机构的覆盖；其次，针对C端客群：通过医疗机构继续服务现有客群，提高客户复购率，同时通过电梯广告投放等方式进行宣传，提升产品品牌力。我们认为在产品对接机构运营的更加精细化与专业化，可以更精准的推广产品，深耕渠道将带动薇旖美极纯延续高增长的趋势。

➤ **出海打开新市场有望拉动公司估值迈入新阶段。**在产品出海的布局方面，公司考虑到医疗器械注射证书的获取时间、距离远近以及客户群体等多个因素，目前或优先进行东南亚市场的扩展，随着公司发展产品出海的新战略，有望进一步提升产品力与品牌力，拉动收入新增长极的同时，有望助推公司估值再上新台阶。

➤ **生产创新赋能+产品竞争优势+销售渠道深耕，未来看点充足。** 1) **研发端：**24年初，公司研究发现A型重组III型人源化胶原蛋白的164.88°的三螺旋结构，可自交联成更高级的胶原蛋白纤维网结构，进而重建细胞外基质，实现细胞重塑、组织重塑，实现新突破。2) **产品与渠道端：**在轻医美市场，薇旖美先发性布局，定位高端，坚持直销；功能性护肤市场，肌频定位敏感肌、重源定位抗衰、ProtYouth®定位修护控油。3) **未来看点：**①薇旖美空间充足，持续贡献增量。主打眼部抗衰的薇旖美极纯处于机构快速铺货期；聚焦全面部抗衰的薇旖美至真处于机构推广期，全程抗衰3+17胶原联合品相，共同提供收入增量。②全新私密产品“胶十七”医用III型胶原阴道凝胶，为A级100%人源化重组胶原的三类医疗器械，后续产品值得期待。③产品储备丰富，产能持续扩张。后续产品储备包括以重组III型、I型及XVII型人源化胶原蛋白为主要成分，可用于多领域的产品开发，专业技术壁垒深厚。重组III型人源化胶原蛋白项目、重组XVII型人源化胶原蛋白项目、重组I型人源化胶原蛋白项目已进入临床阶段，部分成果落地。④品牌势能持续提升。修丽可推出“修丽可铂研胶原针”，合作公司的重组III型人源化胶原蛋白溶液，终端机构定价7200元/支(2ml)；欧莱雅“小蜜罐”以重组胶原蛋白作为核心成分之一，使用公司生产的原料，国际品牌的背书有望进一步提升锦波生物的品牌影响力，并提供收入增量。

➤ **投资建议：业绩高速增长及确定性下，公司当前估值具备高性价比。**预计2024-2026年公司实现营业收入15.54、21.26、27.16亿元，分别同比+99.1%、+36.9%、+27.7%；归母净利润分别为6.03、8.56与11.26亿元，同比+101.2%、+41.8%与+31.6%，对应PE为21/15/11倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**终端需求不及预期、行业竞争加剧、市场推广不及预期等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	780	1,554	2,126	2,716
增长率(%)	100.0	99.1	36.9	27.7
归属母公司股东净利润(百万元)	300	603	856	1,126
增长率(%)	174.6	101.2	41.8	31.6
每股收益(元)	3.39	6.82	9.67	12.72
PE	42	21	15	11
PB	13.3	8.5	5.7	4.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年7月3日收盘价)

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**143.39 元**

**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**分析师 郑紫舟**

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

**研究助理 褚菁菁**

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

## 相关研究

- 锦波生物(832982.BJ)2024年一季报点评：归母净利润同比+136%，接近此前预告上限-2024/04/23
- 锦波生物(832982.BJ)2023年年报点评：薇旖美产品系列持续拉动增长，23年归母净利润同比+174.6%-2024/03/21
- 锦波生物(832982.BJ)2023年三季报点评：重组胶原蛋白产品带动收入与利润快速提升，公司未来看点充足-2023/10/27
- 锦波生物(832982.BJ)2023年中报点评：23H1收入与利润增速亮眼，注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液获批上市-2023/08/30
- 锦波生物(832982.BJ)深度报告：北交所重组胶原蛋白第一股，薇旖美具备行业领先优势-2023/08/09

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	780	1,554	2,126	2,716
营业成本	77	108	125	132
营业税金及附加	8	29	40	51
销售费用	165	348	468	594
管理费用	92	184	249	317
研发费用	85	177	242	309
EBIT	363	710	1,001	1,310
财务费用	11	1	-4	-12
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
投资收益	0	0	0	0
营业利润	348	705	1,002	1,318
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	351	708	1,005	1,321
所得税	52	105	149	196
净利润	299	604	856	1,126
归属于母公司净利润	300	603	856	1,126
EBITDA	404	767	1,073	1,396

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	519	851	1,391	2,181
应收账款及票据	129	211	282	354
预付款项	18	28	32	33
存货	66	79	91	93
其他流动资产	20	39	47	54
流动资产合计	753	1,208	1,843	2,715
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	361	383	403	422
无形资产	25	77	127	175
非流动资产合计	682	822	937	1,044
资产合计	1,435	2,029	2,781	3,759
短期借款	69	69	69	69
应付账款及票据	54	59	67	67
其他流动负债	139	189	210	253
流动负债合计	262	317	346	389
长期借款	31	30	30	30
其他长期负债	188	194	197	201
非流动负债合计	219	223	227	231
负债合计	481	541	573	620
股本	68	89	89	89
少数股东权益	-1	0	0	0
股东权益合计	953	1,489	2,208	3,139
负债和股东权益合计	1,435	2,029	2,781	3,759

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	99.96	99.12	36.86	27.72
EBIT 增长率	166.36	95.51	41.09	30.81
净利润增长率	174.60	101.22	41.85	31.58
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	90.16	93.04	94.10	95.14
净利润率	38.42	38.83	40.24	41.46
总资产收益率 ROA	20.90	29.72	30.77	29.95
净资产收益率 ROE	31.44	40.52	38.76	35.87
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.87	3.80	5.33	6.97
速动比率	2.48	3.41	4.92	6.61
现金比率	1.98	2.68	4.02	5.60
资产负债率 (%)	33.56	26.65	20.60	16.49
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	59.35	51.00	50.00	49.00
存货周转天数	315.12	278.00	276.00	265.00
总资产周转率	0.69	0.90	0.88	0.83
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.39	6.82	9.67	12.72
每股净资产	10.77	16.82	24.94	35.47
每股经营现金流	3.34	6.82	10.09	13.34
每股股利	1.50	1.55	2.20	2.89
<b>估值分析</b>				
PE	42	21	15	11
PB	13.3	8.5	5.7	4.0
EV/EBITDA	30.58	16.12	11.52	8.85
股息收益率 (%)	1.05	1.08	1.53	2.01

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	299	604	856	1,126
折旧和摊销	49	57	71	87
营运资金变动	-69	-72	-53	-52
经营活动现金流	296	604	893	1,181
资本开支	-152	-173	-171	-176
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-151	-180	-171	-176
股权募资	258	0	0	0
债务募资	31	-7	-26	0
筹资活动现金流	245	-92	-182	-215
现金净流量	389	332	540	791

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026