

# 重组胶原蛋白龙头，成长空间广阔

## ——锦波生物首次覆盖报告

2024年07月23日

- 锦波生物在重组人源化胶原蛋白领域处于国际技术领先地位：**公司秉持“原始创新、实事求是”的科研精神，在国际首次完成重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维产品上市，是首个可用于注射的重组人源化胶原蛋白原材料，具有原创性、国际技术领先性及广泛的应用前景，完成了在重组胶原蛋白领域 0-1 的突破。
- 公司经营持续保持快速增长：**公司加大品牌宣传、产品市场教育及推广力度，深耕现有客户并不断拓展新客户，同时积极研发新产品并进行产品升级，优化并完善产品矩阵，业绩持续快速增长。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 2.33 亿元、3.90 亿元、7.80 亿元，同比分别增长 44.75%、67.15%、99.97%，近三年营业收入的复合增速达 69.21%；2021-2023 年实现归母净利润 0.57 亿元、1.09 亿元、3.00 亿元，同比分别增长 79.62%、90.24%、174.60%，近三年归母净利润的复合增速达 110.86%。
- 高毛利产品占比提升拉高公司整体盈利能力：**公司 2021-2023 年的销售毛利率分 82.29%、85.44%和 90.16%；销售净利率分别为 24.38%、27.91%和 38.28%。2024 年第一季度，公司毛利率为 91.90%，同比增长 1.96 个百分点；净利率为 44.95%，同比增长 11.47 个百分点。公司的“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”产品目前是国内唯一获药监局批准上市的医疗器械类产品，近年销售快速增长，该产品的高毛利拉高了公司整体的盈利水平。
- 国内重组胶原蛋白市场预计将爆发性增长：**根据弗若斯特沙利文的数据，2017-2022 年我国胶原蛋白的市场规模从 97 亿元增至 397 亿元，CAGR 达 33%，预计 2027 年规模将达到 1738 亿元；其中重组胶原蛋白产品的市场规模 2027 年将达到 1083 亿元，占到我国胶原蛋白整体市场的 62.30%，十年复合增速超过 50%。
- 投资建议：**预计公司 2024-2026 年营收分别为 13.41 亿元、17.99 亿元、21.99 亿元，同比分别增长 71.80%、34.17%、22.27%，归母净利润分别为 5.53 亿元、6.90 亿元、8.45 亿元，同比分别为 84.48%、24.71%、22.53%，EPS 分别为 6.25 元/股、7.79 元/股、9.55 元/股，对应当前股价对应的 PE 分别为 27.61 倍、22.14 倍、18.07 倍。我们认为公司中长期成长空间广阔，当前 PE 处于较低水平，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。
- 风险提示：**宏观经济环境的风险、受下游行业影响较大的风险、市场竞争加剧的风险。

### 锦波生物 (832982.BJ)

推荐 首次评级

#### 分析师

傅楚雄

☎: 010-8092-7623

✉: fuchuxiong@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515010001

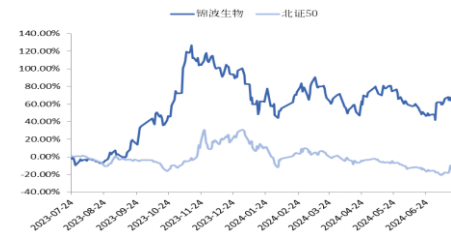
#### 市场数据

2024-07-23

股票代码	832982.BJ
A 股收盘价(元)	172.54
上证指数	2915.37
总股本(万股)	8851.18
实际流通 A 股(万股)	3075.59
流通 A 股市值(亿元)	53.07

#### 相对北证 50 表现图

2024-07-23



资料来源: 中国银河证券研究院

#### 相关研究

- 【银河北交所】2024 年展望: 政策助力北交所加快发展, 市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024 中期策略\_新质生产力赋能北证, 关注央企投资价值

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	780.26	1340.50	1798.50	2199.00
收入增长率%	99.96	71.80	34.17	22.27
归母净利润(百万元)	299.80	553.07	689.71	845.08
利润增速%	174.60	84.48	24.71	22.53
毛利率%	90.16	92.43	93.38	93.97
摊薄 EPS(元)	3.39	6.25	7.79	9.55
PE	50.94	27.61	22.14	18.07
PB	16.01	11.58	8.60	6.55
PS	15.06	11.39	8.49	6.94

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

一、 重组胶原蛋白龙头，建立全产业链业务体系.....	4
(一) 公司是重组胶原蛋白龙头企业 .....	4
(二) 公司持续创新、技术领先，已切入国际知名品牌供应链 .....	4
(三) 公司实际控制人专业背景强，把控技术路线和经营方向 .....	5
(四) 公司营收主要来自医疗器械类产品，目前已建立全产业链业务体系 .....	5
二、 公司营收和利润持续快速增长 .....	6
(一) 公司 2023 年销售大幅增长，归母净利润同比 174.60%.....	6
(二) 高毛利产品占比提升拉高盈利能力，现金流水平持续向好 .....	6
三、 医疗器械行业快速发展，生物材料成长空间广阔 .....	7
(一) 生物制造产业获国家政策重点支持.....	7
(二) 国内生物医用材料行业成长空间广阔 .....	7
(三) 重组胶原蛋白应用广泛，成长空间仍然较大.....	8
四、 盈利预测和投资评级 .....	10
五、 风险提示 .....	11

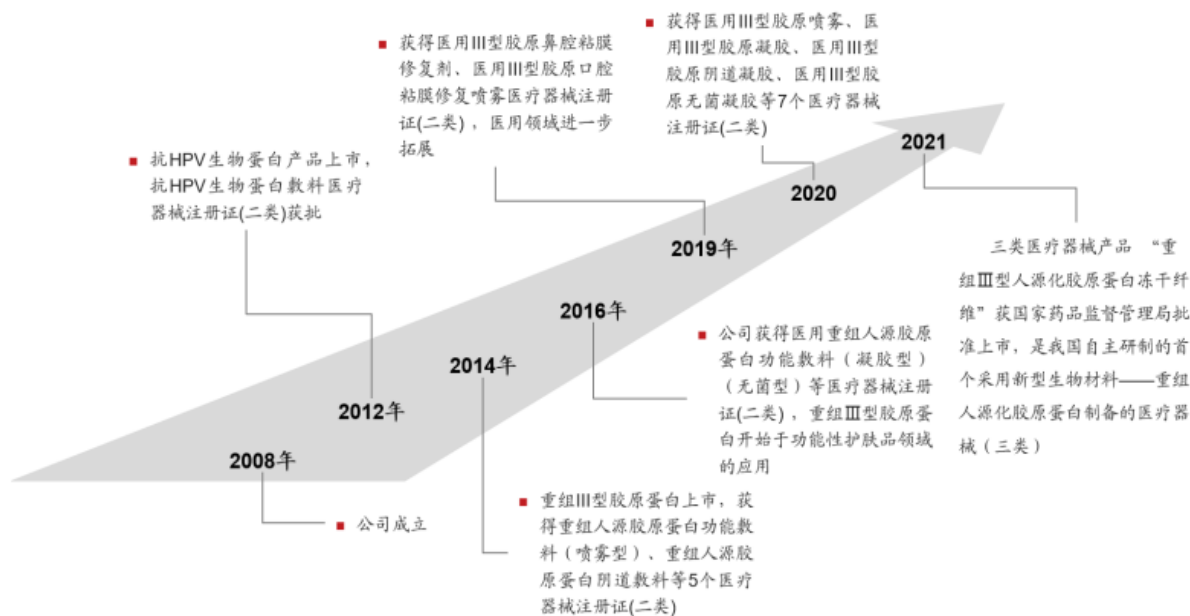
# 一、重组胶原蛋白龙头，建立全产业链业务体系

## (一) 公司是重组胶原蛋白龙头企业

锦波生物是一家应用结构生物学、蛋白质理性设计等前沿技术，围绕生命健康新材料和抗病毒领域，系统性从事功能蛋白结构解析、功能发现等基础研究，并运用合成生物学等方法实现功能蛋白的规模化生产的高新技术企业，同时也是国家级“专精特新”小巨人企业。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。

公司在重组人源化胶原蛋白领域处于国际技术领先地位。公司秉持“原始创新、实事求是”的科研精神，在国际首次完成重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维产品上市，是首个可用于注射的重组人源化胶原蛋白原材料，具有原创性、国际技术领先性及广泛的应用前景，完成了在重组胶原蛋白领域 0-1 的突破。

图1：公司成立以来一直致力于功能蛋白相关业务



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

## (二) 公司持续创新、技术领先，已切入国际知名品牌供应链

公司秉承“创新驱动人类美好生活”的愿景，聚焦功能蛋白，坚持原始创新，围绕人体结构性材料和人类重大传染病两大领域，不断研发各种具有高级结构的功能蛋白创新型生物材料，并持续进行技术升级和完善。

公司运用合成生物学等方法实现重组人源化胶原蛋白的规模化生产。当前公司已完成 I 型、III 型、XVII 型等重组人源化胶原蛋白主要的基础研究，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。公司产品重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维是我国自主研发的首个采用新型生物材料重组人源化胶原蛋白制备的，并获批上市的 III 类医疗器械。公司研发的重组 III 型人源化胶原蛋白具有原创性、国际技术领先性及广泛的应用前景，在重组人源化胶原蛋白领域处于国际技术领先地位。

2023 年，公司与欧莱雅建立战略合作，首次进入欧莱雅供应链体系，并实现向欧莱雅销售重组胶原蛋白原料，开启了公司原料进入国际知名品牌供应链的里程碑。

### （三）公司实际控制人专业背景强，把控技术路线和经营方向

公司是一家民营企业，实际控制人为董事长杨霞，目前持有公司 58.89% 的股份。其余股东持股较分散，目前不存在其他持股 5% 以上的股东。

杨霞女士是生物工程高级工程师，也是功能蛋白创新研究院院长，复旦-锦波功能蛋白联合研究中心副主任，川大-锦波功能蛋白联合研究室副主任，曾任教于山西医科大学于 2008 年创办锦波生物，致力于功能蛋白的基础研究和产业化，对公司的技术和经营具有主要影响力。

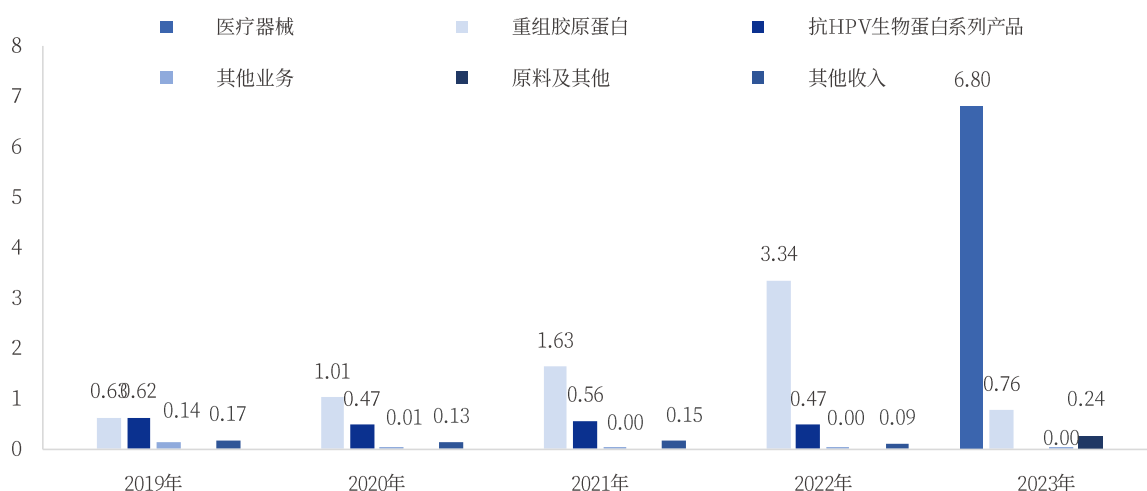
目前，公司拥有锦波产业、杭州无龄、鼎天生物、鼎华生物医药知识产权运营中心（太原）、锦波医学生物材料（北京）、山西鼎正生物、北京锦波鼎正生物医药研究 7 家全资子公司，其中鼎天生物还有 3 家控股子公司。

### （四）公司营收主要来自医疗器械类产品，目前已建立全产业链业务体系

公司的主营业务为以 A 型重组人源化胶原蛋白为核心原材料的各类终端医疗器械产品、功能性护肤品的研发、生产及销售，收入主要来源于各类医疗器械及功能性护肤品产品；收入按类别可分为医疗器械、功能性护肤品、卫生用品、原料销售以及其他业务收入。

分类别来看，2023 年公司销售医疗器械产品实现收入 6.80 亿元，占比 87.15%，较上年同期增长 122.66%；毛利率为 93.18%，较上年同期增加 4.89 个百分点，医疗器械产品的销售增长主要来自于单一材料医疗器械产品的销售增长；公司 2023 年功能性护肤品实现营业收入 7593.44 万元，占比 9.73%，同比增长 12.00%；2023 年公司原料板块实现营业收入 2418.13 万元，占比 3.10%，同比增长 42.89%，主要得益于切入了国际品牌欧莱雅的供应链。

图2：2019-2023 年公司主要产品和服务营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

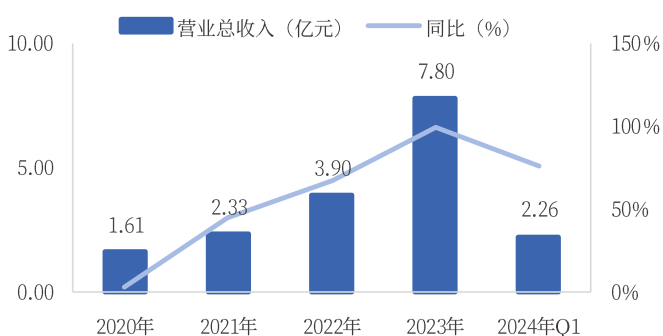
## 二、公司营收和利润持续快速增长

### (一) 公司 2023 年销售大幅增长，归母净利润同比 174.60%

公司加大品牌宣传、产品市场教育及推广力度，深耕现有客户并不断拓展新客户，同时公司积极研发新产品及产品升级，优化并完善产品矩阵，销售规模大幅增长。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 2.33 亿元/3.90 亿元/7.80 亿元，YOY 依次为 44.75%/67.15%/99.97%，三年营业收入的年复合增速 69.21%；2021-2023 年实现归母净利润 0.57 亿元/1.09 亿元/3.00 亿元，YOY 依次为 79.62%/90.24%/174.60%，三年归母净利润的年复合增速 110.86%。

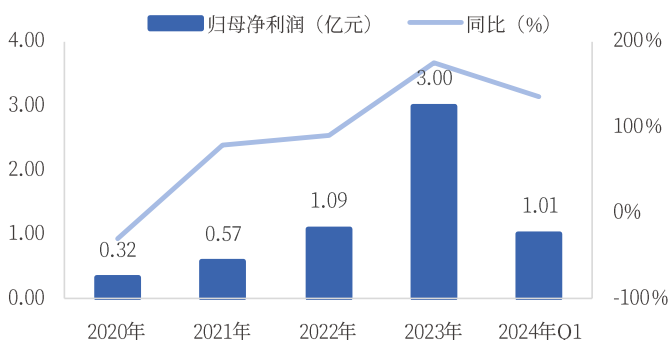
2024Q1 公司实现营业收入 2.26 亿元，同比增长 76.09%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 135.72%。公司于 2024 年 7 月 3 日披露上半年业绩预告，预计上半年实现归母净利润 2.9 亿-3.1 亿，同比增长 165.00%~183.28%，持续保持高速增长态势。

图3：公司收入规模及增速变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：公司归母净利润及增速变化

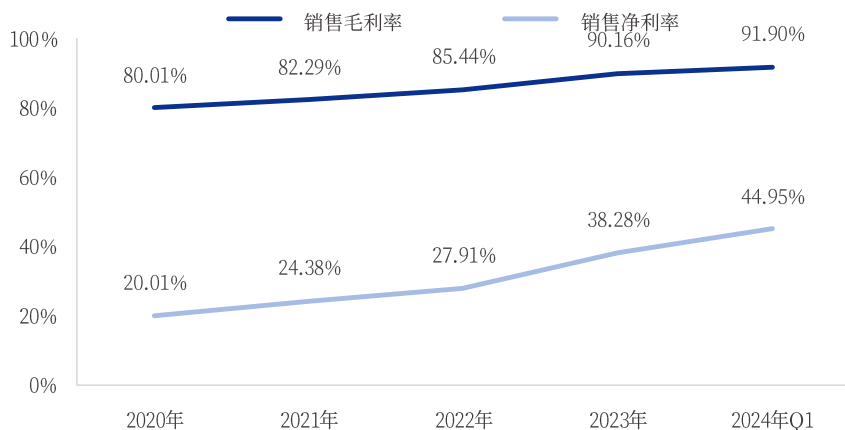


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### (二) 高毛利产品占比提升拉高盈利能力，现金流水平持续向好

公司在 2021-2023 年的销售毛利率分别为 82.29%、85.44% 和 90.16%；销售净利率分别为 24.38%、27.91% 和 38.28%。2024 年第一季度，公司毛利率为 91.90%，同比增长 1.96 个百分点；净利率为 44.95%，同比增长 11.47 个百分点，毛利率上升主要是因为第三类医疗器械产品“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”销售金额占比增长并且该产品毛利率较高。

图5：公司销售毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司现金流情况近年来稳中向好。2021 年度、2022 年度、2023 年度公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.57 亿元、1.24 亿元、2.96 亿元。2023 年经营活动产生的现金流量净额较上年同期增长 138.57%，主要系本期销售收入及净利润增长，现金净流入增加所致；筹资活动产生的现金流量净额较上年同期增长 686.84%，主要系本期收到北交所上市募集资金所致。

### 三、医疗器械行业快速发展，生物材料成长空间广阔

#### (一) 生物制造产业获国家政策重点支持

生物产业是 21 世纪活跃创新、对社会影响深远的新兴产业之一，是我国战略性新兴产业的主攻方向，对于我国抢占新一轮科技革命和产业革命制高点，加快壮大新产业、发展新经济、培育新动能，建设“健康中国”具有重要意义。生物制造产业作为生物产业重点发展方向之一，属于国家重点鼓励和发展的行业。近年来，政府主管部门出台了一系列鼓励生物制造产业发展的产业政策。

表1：鼓励生物制造产业发展的相关产业政策

项目	2018 年末 /2018 年度	2019 年末 /2019 年度
2019 年 11 月	科技部发布《关于支持建设国家合成生物技术创新中心的函》	建设国家合成生物技术创新中心，对于抢占全球生物技术与产业发展制高点，推动经济社会绿色可持续发展等具有重要的战略意义和现实意义。
2021 年 3 月	中共中央、国务院颁布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	要大力推动生物信息技术的融合创新，加快生物医药、生物材料、生物能源等产业的发展，将生物经济做大做强。
2021 年 12 月 22 日	工信部等九部门发布《“十四五”医药工业发展规划》	明确提出:加快制定新型生物材料等医疗器械标准;重点发展重组胶原蛋白类生物医用材料。
2022 年 5 月 10 日	国家发改委发布了《“十四五”生物经济发展规划》	明确提出：着力做大做强生物经济；生物医药、生物制造等战略性新兴产业在国民经济社会发展中的战略地位显著提升；瞄准合成生物学等前沿领域，实施国家重大科技项目和重点研发计划；推动合成生物学技术创新：新型生物材料是关键共性生物技术创新平台建设的重点领域之一

资料来源：公司 2023 年年报、中国银河证券研究院

公司是运用合成生物等生物制造技术对功能蛋白进行产业化的生物新材料科技型企业，国家相关鼓励生物制造、合成生物、生物材料等的产业政策，有利于公司获得较好的产业发展环境，加快技术创新。

#### (二) 国内生物医用材料行业成长空间广阔

**我国医疗器械行业正处于高速发展的阶段。**近年来，得益于国内居民生活水平的提高和医疗保健意识的增强，以及医疗行业技术的不断突破与监管机构对于行业的持续规范，我国的医疗器械行业正处于高速发展的阶段。根据公司披露的 2023 年年报援引《中国医疗器械行业发展报告(2023 年)》的数据显示，全国医疗器械生产企业主营业务收入约 12400 亿元，比上一年增长约 20%，占全球医疗器械生产企业主营业务收入的大约 27%。

图6：全球医疗器械规模稳定增长



资料来源：公司招股书，火石创造数据平台，中国银河证券研究院

图7：我国医疗器械持续保持较快增长



资料来源：公司招股书，火石创造数据平台，中国银河证券研究院

国内生物医用材料行业还有较大发展空间。生物医用材料行业在我国起步较晚，我国目前的生产与制造技术与欧美等发达国家及地区仍存在一定的差距。未来，随着我国的生物医用材料生产企业的不断发展与技术革新，国产的生物医用制品将不断地提高在市场上的竞争力与消费者口碑，进一步缩小与国外竞品的差异，逐步提高市场份额。

### (三) 重组胶原蛋白应用广泛，成长空间仍然较大

作为人体中含量最多的蛋白质，胶原蛋白是一种护肤及皮肤护理产品的理想成分，例如(i)功效性护肤品；(ii)医用敷料；(iii)一般护肤品；及(iv)肌肤焕活应用。此外，胶原蛋白具有止血和细胞再生作用，亦是医疗健康产品的理想生物医用材料。



图8：多类别选定生物活性成分对照

各類別膠原蛋白及選定生物活性成分的對照表

	重組膠原蛋白	動物源性膠原蛋白	透明質酸	植物活性成分
產品特性	<ul style="list-style-type: none"> <li>提供結構支持、刺激細胞再生及增殖、修復受損皮膚屏障，無潛在的細胞毒性和排異風險</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>提供結構支持、刺激細胞再生及增殖、修復受損皮膚屏障</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>皮膚潤滑和保濕</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>幫助解決皮膚問題如過敏、炎症及氧化</li> </ul>
市場規模 <sup>(1)</sup> (2021年)	人民幣94億元	人民幣41億元	人民幣193億元	人民幣93億元
主要目標客戶 <sup>(1)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>追求具有高生物活性和生物相容性的抗敏感、抗痘、抗早衰、受損皮膚屏障修復及美白功效的客戶</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>追求抗敏感、抗痘、抗早衰、受損皮膚屏障修復及美白功效的客戶</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>追求保濕潤滑功效的客戶</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>追求抗敏感、抗痘及抗早衰功效的客戶</li> </ul>
主要應用	<ul style="list-style-type: none"> <li>功效性護膚品、醫用敷料、肌膚煥活、生物醫用材料及保健食品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>功效性護膚品、醫用敷料、肌膚煥活、生物醫用材料及保健食品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>功效性護膚品、醫用敷料、肌膚煥活、生物醫用材料及保健食品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>功效性護膚品、保健食品</li> </ul>
用途限制	<ul style="list-style-type: none"> <li>無明顯使用限制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>倘應用在肌膚煥活，存在潛在細胞毒性和排異</li> <li>運輸和儲存存在困難</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要用於潤滑和保濕</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>無明顯使用限制</li> </ul>
價格區間 <sup>(1)</sup>	人民幣90元至人民幣790元	人民幣150元至人民幣300元	人民幣40元至人民幣720元	人民幣60元至人民幣580元
保質期 <sup>(1)</sup>	24-36個月	24-36個月	24-36個月	24-36個月
生產複雜性	高	中	中	中

资料来源：巨子生物招股书，弗罗斯特沙利文，中国银河证券研究院

近年来，我国胶原蛋白市场规模呈现快速增长趋势。据弗若斯特沙利文，2017-2022年，中国胶原蛋白整体的市场规模从97亿元增至397亿元，CAGR高达33%。预计到2027年，中国胶原蛋白的市场规模将达到1738亿元。按零售额计算，中国重组胶原蛋白产品的市场规模从2017年的15亿元增长至2021年的108亿元，CAGR为63%，并预计将在2027年进一步增至1083亿元，占到中国胶原蛋白市场的62.30%。

## 四、盈利预测和投资评级

公司主营业务可分为医疗器械类、功能性护肤品、原料和其他业务。其中器械类和功能护肤品两类均可进一步分为单一材料和复合材料两类。目前，医疗器械类产品已成为公司的主要营收来源我国重组胶原蛋白市场成长空间巨大，预计未来仍将保持快速发展。公司作为重组胶原蛋白龙头企业，持续深耕加大布局，随着募投项目的落地，公司有望进一步提升市场占有率，实现公司整体营收、利润规模的持续快速增长。分业务来看：

1) 医疗器械类产品：公司收入的主要来源，毛利率持续提升。公司相关产品目前仍是我国唯一获药监局批准上市的医疗器械类产品，预计未来仍将保持爆发性增长：我们预测 2024-2026 年公司器械类营业收入分别为 12.22、16.65、20.52 亿元，同比增长 79.72%、36.24%、23.26%。

2) 功能性护肤品：预计该业务收入水平保持较快增长，2024-2026 年该业务营收分别为 0.86、0.94、1.02 亿元，同比增长 12.61%、10.41%、8.06%

3) 原料：随着公司切入欧莱雅供应链，我们预计该类业务也有望实现快速增长，预测 2024-2026 年检测业务的营业收入分别为 0.31、0.38、0.43 亿元，同比增长 30%、20%、15%。

4) 其他业务和收入：来自公司新增的检测及研发技术收入等。我们预计该类别 2024-2026 年营收保持在 0.02 亿元左右的水平。

表2：分业务预测（百万元）

产品名称	项目	2023	2024E	2025E	2026E
医疗器械类	营业收入	679.96	1221.99	1664.82	2052.06
	YOY (%)		79.72%	36.24%	23.26%
功能性护肤品	营业收入	75.93	85.51	94.41	102.02
	YOY (%)		12.61%	10.41%	8.06%
原料业务	营业收入	24.18	31.44	37.72	43.38
	YOY (%)		30.00%	20.00%	15.00%
其他业务及收入	营业收入	0.19	1.56	1.55	1.54
	YOY (%)		727.54%	-0.64%	-0.65%
营业收入合计		780.26	1340.50	1798.50	2199.00
YOY (%)			71.80%	34.17%	22.27%
归母净利润合计		299.80	553.07	689.71	845.08
YOY (%)			84.48%	24.71%	22.53%
EPS (元)		3.39	6.25	7.79	9.55
PE (倍)		50.94	27.61	22.14	18.07

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

预计公司 2024-2026 年营收分别为 13.41 亿元、17.99 亿元、21.99 亿元，同比分别增长 71.80%、34.17%、22.27%，归母净利润分别为 5.53 亿元、6.90 亿元、8.45 亿元，同比分别为 84.48%、24.71%、22.53%，EPS 分别为 6.25 元/股、7.79 元/股、9.55 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 27.61 倍、22.14 倍、18.07 倍。我们认为公司中长期成长空间广阔，当前 PE 处于较低水平，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

## 五、风险提示

---

宏观经济环境的风险、受下游行业影响较大的风险、市场竞争加剧的风险。

## 图表目录

图 1: 公司成立以来一直致力于功能蛋白相关业务.....	4
图 2: 2019-2023 年公司主要产品和服务营业收入 (单位: 亿元) .....	5
图 3: 公司收入规模及增速变化.....	6
图 4: 公司归母净利润及增速变化.....	6
图 5: 公司销售毛利率及净利率变化.....	6
图 6: 全球医疗器械规模稳定增长.....	8
图 7: 我国医疗器械持续保持较快增长 .....	8
图 8: 多类别选定生物活性成分对照 .....	9
表 1: 鼓励生物制造产业发展的相关产业政策 .....	7
表 2: 分业务预测 (百万元) .....	10

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	752.59	1126.68	1584.31	2121.59
现金	518.55	776.65	1139.82	1596.15
应收账款	126.88	210.39	280.40	341.18
其它应收款	4.05	6.65	8.97	10.73
预付账款	18.17	25.37	29.75	33.13
存货	66.29	85.67	99.01	108.77
其他	18.66	21.96	26.36	31.64
非流动资产	681.95	742.00	794.57	860.42
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	361.09	481.13	540.77	597.08
无形资产	25.15	32.70	41.52	52.25
其他	295.71	228.18	212.27	211.09
资产总计	1434.54	1868.69	2378.88	2982.01
流动负债	262.31	331.81	388.40	435.85
短期借款	69.18	69.18	69.18	69.18
应付账款	54.50	74.70	89.25	101.22
其他	138.63	187.93	229.97	265.46
非流动负债	219.09	219.96	219.96	219.96
长期借款	30.88	30.88	30.88	30.88
其他	188.21	189.07	189.07	189.07
负债合计	481.41	551.77	608.36	655.81
少数股东权益	-0.54	-2.20	-4.26	-6.79
归属母公司股东权益	953.67	1319.12	1774.78	2332.99
负债和股东权益	1434.54	1868.69	2378.88	2982.01

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	295.57	574.49	723.31	895.00
净利润	298.70	551.42	687.65	842.55
折旧摊销	49.25	54.93	64.44	77.14
财务费用	11.06	9.98	9.98	9.98
投资损失	-0.37	-1.33	-1.80	-2.20
营运资金变动	-68.82	-57.39	-61.55	-63.21
其它	5.74	16.88	24.59	30.73
投资活动现金流	-151.07	-112.88	-115.20	-140.80
资本支出	-151.92	-107.36	-117.00	-143.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.84	-5.52	1.80	2.20
筹资活动现金流	244.71	-203.51	-244.94	-297.87
短期借款	44.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-25.95	0.00	0.00	0.00
其他	226.66	-203.51	-244.94	-297.87
现金净增加额	389.20	258.10	363.17	456.33

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	780.26	1340.50	1798.50	2199.00
营业成本	76.78	101.47	119.00	132.50
营业税金及附加	8.18	9.89	13.49	16.49
营业费用	164.96	344.02	529.04	659.70
管理费用	92.25	154.60	215.82	263.88
财务费用	10.93	8.94	8.43	7.70
资产减值损失	-3.07	-3.90	-4.56	-5.10
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.37	1.33	1.80	2.20
营业利润	348.20	648.74	809.00	991.24
营业外收入	4.06	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.35	0.02	0.00	0.00
利润总额	350.91	648.73	809.00	991.24
所得税	52.20	97.31	121.35	148.69
净利润	298.70	551.42	687.65	842.55
少数股东损益	-1.09	-1.65	-2.06	-2.53
归属母公司净利润	299.80	553.07	689.71	845.08
EBITDA	404.18	712.60	881.86	1076.08
EPS (元)	3.39	6.25	7.79	9.55

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	99.96%	71.80%	34.17%	22.27%
营业利润增速	175.68%	86.32%	24.70%	22.53%
归属母公司净利润增	174.60%	84.48%	24.71%	22.53%
毛利率	90.16%	92.43%	93.38%	93.97%
净利率	38.42%	41.26%	38.35%	38.43%
ROE	31.44%	41.93%	38.86%	36.22%
ROIC	25.63%	35.76%	34.45%	33.00%
资产负债率	33.56%	29.53%	25.57%	21.99%
净负债比率	-27.91%	-40.26%	-50.46%	-58.02%
流动比率	2.87	3.40	4.08	4.87
速动比率	2.48	3.01	3.71	4.50
总资产周转率	0.69	0.81	0.85	0.82
应收账款周转率	8.54	7.95	7.33	7.08
应付账款周转率	1.74	1.57	1.45	1.39
每股收益	3.39	6.25	7.79	9.55
每股经营现金	3.34	6.49	8.17	10.11
每股净资产	10.77	14.90	20.05	26.36
P/E	49.09	26.61	21.34	17.41
P/B	15.43	11.16	8.29	6.31
EV/EBITDA	43.35	19.91	15.68	12.42
P/S	14.51	10.98	8.18	6.69

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

傅楚雄 北交所分析师。金融学硕士，浙江大学工学学士。2014年加入银河证券研究院，2014年-2016年新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师团队成员。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn