

公司研究

薇旖美持续放量，业绩表现超预期

——锦波生物（832982.BJ）2024 年三季报点评

买入（维持）

当前价：246.80 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

联系人：吴子倩

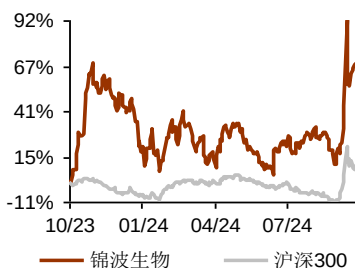
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.89
总市值(亿元):	218.44
一年最低/最高(元):	133.18/293.62
近 3 月换手率:	28.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	32.73	31.10	60.45
绝对	55.22	43.06	73.72

资料来源：Wind

相关研报

上半年业绩表现亮眼，薇旖美持续放量——锦波生物（832982.BJ）2024 年半年报点评（2024-08-23）

重组胶原蛋白产品延续高增长，公司上半年经营表现超预期——锦波生物（832982.BJ）2024 年半年报业绩预告点评（2024-07-04）

要点

事件：公司发布 2024 年三季报，前三季度营业收入为 9.9 亿元，同比增长 91.2%，归母净利润为 5.2 亿元，同比增长 170.4%。3Q2024 的营业收入为 3.9 亿元，同比增长 92.1%，归母净利润为 2.1 亿元，同比增长 154.0%。2024 年前三季度公司经营净现金流为 5.4 亿元，同比+198.1%。

点评：

薇旖美持续放量，三季度业绩表现超预期：产品端，一方面，公司大单品薇旖美®持续放量，驱动收入延续高增，另一方面，公司围绕重组III型人源化胶原蛋白等在内的人体各型别胶原蛋白不断丰富产品矩阵，今年 6 月推出薇旖美®全程抗衰 3+17 倍护产品，8 月旗下品牌 ProtYouth 推出全新三重胶原蛋白面霜，旗下抗老专业线品牌重源推出以“III型胶原+五肽+六肽+玻色因”为核心成分的眼霜产品，为长期业绩增长储备动能；营销端，公司加大广告宣传力度，除分众传媒电梯媒介外，还加码覆盖城市地标 3D 灯光秀，目前地标点亮的城市已有广州中信大厦、深圳福田之光、厦门 SM 广场等，此外，9 月公司联合海南航空开展了创新跨界战略合作，联名飞机“薇旖美号”顺利完成投飞剪彩，薇旖美®品牌影响力日趋扩大。

高毛利业务收入占比增大驱动公司毛利率提升，费用管控更上一层楼：2024 年前三季度，受益于高毛利医美产品放量增长，公司毛利率同比+2.4pcts 至 92.4%，归母净利率同比+15.4pcts 至 52.6%。3Q2024，公司毛利率同比+2.3pcts 至 93.6%，归母净利率为 54.6%，同比+13.3pcts。考虑到三季度销售费用包含了城市地标 3D 灯光秀等广告费用，而四季度广告投入费用或有所减少，我们认为公司四季度归母净利率将环比上行。

由于公司收入规模扩大以及营运效率提升，2024 年前三季度，公司期间费用率同比-15.4pcts 至 30.9%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.4%/8.4%/4.4%/0.7%，分别同比-4.0/-3.1/-7.5/-0.9pcts。

3Q2024 公司期间费用率同比-14.6pcts 至 29.2%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.6%/7.1%/4.8%/0.6%，分别同比-5.4/-3.2/-5.2/-0.8pcts。

展望后市，公司增长动能充足，业绩具备持续性：一方面，国内胶原蛋白三类械证书稀缺性依旧，公司大单品薇旖美®红利空间仍然充足，另一方面，公司不断围绕重组人源化胶原蛋白等在内的人体各型别胶原蛋白及各类抗病毒功能蛋白开展基础、应用研发及产业化，积极在重组胶原蛋白填充方向和私密护理方向上申报三类医疗器械产品，在研管线充沛。

利润表现超预期，维持“买入”评级：考虑到公司高毛利产品持续放量以及运营效率进一步提升，三季度利润表现超预期，我们上调 2024-2026 年归母净利润预测为 7.49/10.98/14.79 亿元（上调幅度为 17.2%/21.9%/23.0%），对应 EPS 分别是 8.46/12.41/16.71 元，当前股价对应 PE 分别为 29/20/15 倍，公司仍然是目前国内唯一拥有重组胶原蛋白三类械的企业，产品布局规划清晰、竞争优势突出，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业政策变化风险，新品商业推广不及预期风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	390	780	1,417	2,040	2,747
营业收入增长率	67.15%	99.96%	81.63%	43.94%	34.65%
净利润（百万元）	109	300	749	1,098	1,479
净利润增长率	90.24%	174.60%	149.69%	46.69%	34.71%
EPS（元）	1.75	4.40	8.46	12.41	16.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.80%	31.44%	45.81%	44.45%	41.48%
P/E	141	56	29	20	15
P/B	34.9	17.6	13.4	8.8	6.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-08-22；注：公司 2022-23 年末股本数分别为 0.62/0.68 亿股，2024 年 4 月 29 日因资本公积转增致股本增至 0.89 亿股，预计 2025-26 年末股本数为 0.89 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	390	780	1,417	2,040	2,747
营业成本	57	77	101	139	181
折旧和摊销	23	38	53	60	65
税金及附加	7	8	14	29	38
销售费用	105	165	235	337	450
管理费用	45	92	122	169	225
研发费用	45	85	79	114	154
财务费用	8	11	0	-20	-23
投资收益	0	0	0	1	1
营业利润	126	348	876	1,286	1,733
利润总额	127	351	876	1,286	1,733
所得税	18	52	129	189	255
净利润	109	299	748	1,097	1,478
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	109	300	749	1,098	1,479
EPS(元)	1.75	4.40	8.46	12.41	16.71

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	124	296	742	1,074	1,440
净利润	109	300	749	1,098	1,479
折旧摊销	23	38	53	60	65
净营运资金增加	27	96	154	156	185
其他	-35	-138	-214	-240	-288
投资活动产生现金流	-96	-151	-305	-145	-95
净资本支出	-100	-152	-189	-165	-115
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	3	1	-116	21	21
融资活动现金流	31	245	-163	-244	-362
股本变化	0	6	20	0	0
债务净变化	42	31	-90	3	5
无息负债变化	107	76	-66	94	94
净现金流	59	389	274	685	984

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	85.4%	90.2%	92.9%	93.2%	93.4%
EBITDA 率	41.9%	52.6%	66.1%	65.2%	64.8%
EBIT 率	35.7%	47.3%	62.4%	62.3%	62.5%
税前净利润率	32.6%	45.0%	61.8%	63.0%	63.1%
归母净利润率	28.0%	38.4%	52.8%	53.8%	53.9%
ROA	13.4%	20.8%	38.2%	38.0%	36.2%
ROE (摊薄)	24.8%	31.4%	45.8%	44.4%	41.5%
经营性 ROIC	25.3%	45.9%	68.8%	80.7%	93.6%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	46%	34%	17%	15%	13%
流动比率	1.91	2.87	5.11	6.44	7.96
速动比率	1.58	2.62	4.72	6.05	7.56
归母权益/有息债务	4.33	7.19	38.11	53.84	70.08
有形资产/有息债务	7.55	10.18	43.98	61.14	78.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	816	1,435	1,958	2,890	4,084
货币资金	129	519	792	1,477	2,461
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	56	127	190	273	365
应收票据	0	2	4	6	8
其他应收款 (合计)	2	4	7	11	14
存货	44	66	87	120	157
其他流动资产	7	16	29	42	56
流动资产合计	253	753	1,134	1,961	3,104
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	360	361	442	497	522
在建工程	22	132	144	142	129
无形资产	18	25	39	51	63
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	31	11	18	18	18
非流动资产合计	563	682	824	930	980
总负债	375	481	326	422	522
短期借款	25	69	0	0	0
应付账款	34	54	71	98	129
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	3	22	29	32
流动负债合计	132	262	222	304	390
长期借款	57	31	31	31	31
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	67	61	55	49
非流动负债合计	243	219	104	118	132
股东权益	441	953	1,633	2,468	3,562
股本	62	68	89	89	89
公积金	120	365	355	355	355
未分配利润	258	521	1,191	2,027	3,123
归属母公司权益	440	954	1,634	2,471	3,566
少数股东权益	1	-1	-2	-3	-4

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	26.90%	21.14%	16.60%	16.50%	16.40%
管理费用率	11.42%	11.82%	8.60%	8.30%	8.20%
财务费用率	2.07%	1.40%	-0.02%	-0.98%	-0.85%
研发费用率	11.64%	10.89%	5.60%	5.60%	5.60%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	1.00	2.96	4.34	5.84
每股经营现金流	1.99	4.34	8.38	12.13	16.27
每股净资产	7.06	14.01	18.46	27.91	40.29
每股销售收入	6.26	11.46	16.01	23.05	31.03

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	141	56	29	20	15
PB	34.9	17.6	13.4	8.8	6.1
EV/EBITDA	95.1	40.6	22.7	15.6	11.1
股息率	0.0%	0.4%	1.2%	1.8%	2.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP