



买入（维持）

所属行业：美容护理/医疗美容
当前价格(元)：231.49

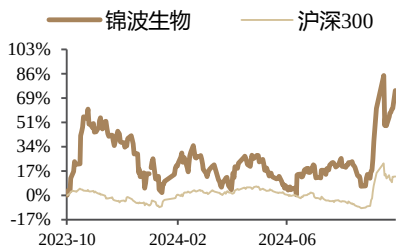
证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	51.44	38.74	48.62
相对涨幅(%)	28.51	20.27	37.43

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《商社周报 0310：38 大促国货持续崛起，多品牌积极推新》，2024.3.10
- 《商社周报 0204：商社板块 23 年疫后恢复性增长，龙头预期内高增长、中小公司表现分化》，2024.2.4
- 《商社周报 0128：23Q4 基金重仓环比减配，板块配置机遇凸显》，2024.1.28
- 《商社周报 0114：龙头公司业绩预告高增，化妆品全年平稳收官》，2024.1.14
- 《商社周报 0108：元旦出行旺季启动，蜜雪古茗等茶饮递表上市》，2024.1.8

锦波生物：24Q3 业绩持续高增，薇旖美势头强劲

投资要点

- 24Q3 收入、利润高增长，盈利能力维持高位水平。**（1）**24Q1-Q3**：营收 9.88 亿/yoy+91.16%，归母净利润 5.2 亿/yoy+170.42%，扣非归母净利润 5.11 亿/yoy+178.14%，毛利率 92.37%/+2.40 pcts，或来自高毛利率的胶原注射产品带动，规模效应下销售费率同比下降 3.98 pcts 至 17.38%，综合带动销售净利率提升至 53%；（2）**24Q3**：营收 3.86 亿、同比+92.07%，锦波生物依旧保持强劲增长，来自于胶原医美注射产品销量持续高增长，归母净利润 2.10 亿/yoy+153.96%，净利率 54.6%，同比+13.3pcts，同比持续改善。
- 医美注射产品拉动销售增长，合作品牌持续增长。**（1）**医疗器械**：主要受益于单一材料医疗器械产品的销售增长，其中重点是薇旖美注射产品，截至 24H1，重组 III 型胶原蛋白冻干纤维销售已覆盖终端医疗机构约 3000 家、环比 23 年底增加 1000 家机构；冻干纤维延续高增长势头，公司同步储备 10mg 至真产品，并推出“3+17 型”胶原蛋白联合治疗、主打“抗衰+愈合”功效；（2）**功能性护肤品**：通过围绕大客户需求定制护肤品和围绕公司创新材料优势建设自有品牌两大方式，公司实现功能性护肤品的销售增长，公司在功效护肤品的品牌和市场影响力增加；（3）**原料**：2023 年锦波生物与欧莱雅建立战略合作，在 12 月欧莱雅推出的第二代“小蜜罐面霜二代”中便加入重组胶原蛋白成分，研发并产业化原始创新的功能蛋白新材料，合作良好的品牌客户采购量稳步提升和覆盖的客户数量稳步增长带动公司原料业务增长。
- 研发储备丰富，研发项目稳定进行。**研发方面，第三类医疗器械产品研发及广谱抗冠状病毒新药研发项目资本化阶段增加投入；公司高度重视功能蛋白系统性创新研发，公司已完成包括 III 型、V 型、VII 型、X VII 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。
- 投资建议**：锦波生物作为胶原龙头具有高度稀缺性，未来将夯实细分领域布局，丰富产品矩阵，加强化妆品、敷料等领域投入，巩固重组胶原蛋白地位。根据前三季度的业绩表现，我们预计公司 24-26 年营收为 14.40/20.38/25.71 亿，归母净利润为 7.04/10.03/12.83 亿，增速为+134.7%/+42.5%/+27.9%，当前对应 PE 为 29.12X/20.43X/15.97X，维持“买入”评级
- 风险提示**：行业竞争加剧；新品推广不及预期；新品获证失败；行业政策变动。

股票数据

总股本(百万股)：	88.51
流通 A 股(百万股)：	45.89
52 周内股价区间(元)：	142.07-261.93
总市值(百万元)：	21,844.71
总资产(百万元)：	1,849.91
每股净资产(元)：	14.88

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	390	780	1,440	2,038	2,571
(+/-)YOY(%)	67.2%	100.0%	84.6%	41.5%	26.1%
净利润(百万元)	109	300	704	1,003	1,283
(+/-)YOY(%)	90.2%	174.6%	134.7%	42.5%	27.9%
全面摊薄 EPS(元)	1.75	4.64	7.95	11.33	14.50
毛利率(%)	85.4%	90.2%	92.1%	92.4%	92.4%
净资产收益率(%)	24.8%	31.4%	44.9%	41.5%	36.7%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	4.64	7.95	11.33	14.50
每股净资产	10.77	17.71	27.29	39.53
每股经营现金流	3.34	8.19	11.98	15.18
每股股利	1.00	1.24	1.75	2.26
价值评估(倍)				
P/E	56.31	29.12	20.43	15.97
P/B	24.25	13.07	8.48	5.86
P/S	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	43.35	22.28	15.29	11.43
股息率%	0.4%	0.5%	0.8%	1.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	90.2%	92.1%	92.4%	92.4%
净利润率	38.4%	48.9%	49.2%	49.9%
净资产收益率	31.4%	44.9%	41.5%	36.7%
资产回报率	20.9%	33.8%	33.7%	31.3%
投资回报率	25.6%	38.8%	37.5%	34.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	100.0%	84.6%	41.5%	26.1%
EBIT 增长率	166.3%	128.2%	41.7%	27.2%
净利润增长率	174.6%	134.7%	42.5%	27.9%
偿债能力指标				
资产负债率	33.6%	24.8%	19.0%	14.9%
流动比率	2.9	4.6	6.5	8.6
速动比率	2.5	4.2	6.1	8.1
现金比率	2.0	3.6	5.4	7.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	59.4	45.0	35.0	30.0
存货周转天数	315.1	240.0	240.0	240.0
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.6
固定资产周转率	2.2	4.0	5.8	8.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	300	704	1,003	1,283
少数股东损益	-1	-4	-5	-6
非现金支出	57	62	70	76
非经营收益	9	3	7	7
营运资金变动	-69	-41	-14	-17
经营活动现金流	296	725	1,061	1,344
资产	-152	-86	-80	-70
投资	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
投资活动现金流	-151	-86	-80	-70
债权募资	31	0	0	0
股权募资	258	20	0	0
其他	-44	-117	-162	-207
融资活动现金流	245	-97	-162	-207
现金净流量	389	542	818	1,066

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 22 日
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	780	1,440	2,038	2,571
营业成本	77	114	155	196
毛利率%	90.2%	92.1%	92.4%	92.4%
营业税金及附加	8	16	22	28
营业税金率%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	165	266	377	476
营业费用率%	21.1%	18.5%	18.5%	18.5%
管理费用	92	151	214	270
管理费用率%	11.8%	10.5%	10.5%	10.5%
研发费用	85	94	132	154
研发费用率%	10.9%	6.5%	6.5%	6.0%
EBIT	363	828	1,173	1,493
财务费用	11	1	-6	-16
财务费用率%	1.4%	0.1%	-0.3%	-0.6%
资产减值损失	-3	-3	-5	-6
投资收益	0	0	0	0
营业利润	348	820	1,174	1,502
营业外收支	3	4	-0	-0
利润总额	351	824	1,174	1,502
EBITDA	404	883	1,233	1,556
所得税	52	124	176	225
有效所得税率%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-1	-4	-5	-6
归属母公司所有者净利润	300	704	1,003	1,283

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	519	1,061	1,879	2,945
应收账款及应收票据	129	174	190	205
存货	66	75	102	129
其它流动资产	39	57	72	86
流动资产合计	753	1,366	2,243	3,366
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	361	364	351	323
在建工程	132	158	183	208
无形资产	25	28	31	34
非流动资产合计	682	714	729	729
资产总计	1,435	2,080	2,972	4,095
短期借款	69	69	69	69
应付票据及应付账款	54	63	70	81
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	139	165	207	243
流动负债合计	262	297	347	392
长期借款	31	31	31	31
其它长期负债	188	188	188	188
非流动负债合计	219	219	219	219
负债总计	481	516	566	611
实收资本	68	89	89	89
普通股股东权益	954	1,568	2,416	3,499
少数股东权益	-1	-4	-9	-15
负债和所有者权益合计	1,435	2,080	2,972	4,095

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。