

美容护理

报告日期：2025 年 02 月 20 日

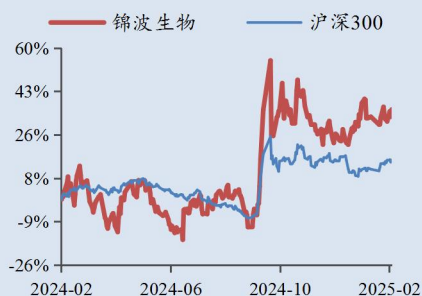
专注重组胶原蛋白领域，构建起全方位产业链

——锦波生物（832982.BJ）公司深度研究报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2025 年 02 月 19 日

当前价格（元）	229.30
52 周价格区间（元）	142.60-293.62
总市值（百万元）	20,295.76
流通市值（百万元）	10,522.82
总股本（万股）	8,851.18
流通股（万股）	4,589.11
近一月换手（%）	16.83

分析师：孙伯文

执业证书编号：S0230523080004

邮箱：sunbw@hlzq.com

相关阅读

《盈利能力与研发能力表现优异，推动公司持续健康发展——锦波生物（832982.BJ）2024 年半年报点评报告》
2024.08.26

摘要：

- **医药行业新秀，多年深耕功能蛋白研发。**成立十六年来，公司致力研究重组人源胶原蛋白与抗 HPV 生物蛋白产品研究领域，获取重组 I 型人源化胶原蛋白冻干纤维、重组 XVII 型人源化胶原蛋白修复冻干粉等数个相关医疗器械注册证。公司于 2023 年在北京证券交易所上市，成为北交所“重组胶原蛋白第一股”，同年“注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液”获批上市。
- **主营业务稳健增长，盈利能力持续增强。**2019-2024Q1-Q3，锦波生物营业收入分别为 1.56/1.61/2.33/3.90/7.80/9.88 亿元，CAGR 达到 37.85%。2019-2024Q1-Q3，锦波生物归属于母公司净利润分别为 0.45/0.32/0.57/1.09/3.00/5.20 亿元，CAGR 达到 53.04%。随着 2021 年三类医疗器械产品“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”获批上市，重组胶原蛋白收入增长，公司营业收入呈现加速增长态势，公司归母净利润同样恢复增长。2019-2024Q1-Q3，公司销售毛利率始终保持在 80% 以上，分别为 84.69%/80.01%/82.29%/85.44%/90.16%/92.37%，主要系公司坚持研发创新，多项产品获批上市所致。
- **科研实力雄厚，增强公司核心竞争力。**公司以“创新驱动人类美好人生”为愿景，专注于功能蛋白的开发与创新，始终致力于两大核心领域：人体结构性材料及重大传染病防治。通过不懈努力，公司持续研发并拥有高级结构的功能蛋白生物材料。同时，公司拥有构建完成 10 吨规模 A 型人源化胶原蛋白生物新材料制造基地，实现了大规模注射级原材料到终端产品的落地转化，完成了我国原始创新生物新材料 0-1 的突破。
- **终端产品应用场景多样，涉及不同行业领域。**目前，公司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，其胶原蛋白产品广泛应用于医疗美容、妇科、泌尿科、皮肤科等多个领域。公司核心产品为重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产品，主要应用于美容、皮肤科、妇科、外科、肛肠科、护肤等不同场景。后期公司还将继续探索核心产品在骨科、口腔科、心血管科等领域的应用潜力。
- **盈利预测及投资评级：**公司发布 2024 年业绩预告，预计归母净利润 71,900~7,3700 万元，对比 2023 年归母净利润 29,979.63 万元，同比增长 139.83%~145.83%。因此我们上调 2024 年-2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入为 15.22/21.30/26.63 亿元

(原 14.75/20.65/25.81 亿元)。归母净利润为 7.25/10.02/12.55 亿元(原 6.52/9.72/12.17 亿元)。对应公司 2025 年 2 月 14 日股价 2024-2026 年 PE 分别为 27.0/19.5/15.6 倍。参考可比公司华熙生物、诺唯赞、百普赛斯、巨子生物,我们看好公司主业的稳健增长和持续投入创新产品研发,维持“买入”评级。

➤ **核心假设:**

(1) 医疗器械业务: 医疗器械是公司收入占比最大的业务。收入: “注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液”的获批进一步提高了公司的行业竞争力, 将加速产品的市场渗透率, 我们预计 2024-2026 年医疗器械业务营收收入分别为 13.57/19.10/24.13 亿元, 同比增速分别为 99.60%/40.74%/26.34%。2024-2026 年医疗器械业务成本分别为 0.99/1.75/2.24 亿元, 同比增速分别为 113.92%/76.42%/28.07%, 公司受点位扩张的影响, 预计 2024-2026 年医疗器械业务毛利率分别为 92.69%/90.83%/90.71%。

(2) 功能性护肤品业务: 公司通过打造自有品牌, 功能性护肤品业务发展增速快。公司定向开发原材料并研发具备特定功能的护肤品, 我们预计 2024-2026 年功能性护肤品业务营收收入分别为 1.26/1.74/1.97 亿元, 同比增速分别为 66.08%/37.96%/13.19%。2024-2026 年功能性护肤品业务成本分别为 0.42/0.70/0.83 亿元, 同比增速分别为 69.79%/68.79%/18.47%, 预计 2024-2026 年功能性护肤品业务毛利率分别为 67.07%/59.71%/57.83%。

(3) 原料及其他业务: 通过不懈努力, 公司持续研发并拥有高级结构的功能蛋白生物材料。公司生产的原料广受业内同行认可, 我们预计 2024-2026 年原料及其他业务营收收入分别为 0.38/0.46/0.52 亿元, 同比增速分别为 57.15%/20.13%/13.91%。2024-2026 年原料及其他业务成本分别为 0.10/0.10/0.12 亿元, 同比增速分别为 66.77%/5.25%/17.30%, 预计 2024-2026 年原料及其他业务毛利率分别为 74.42%/77.59%/76.92%。

➤ **风险提示:** 1) 技术突破与应用风险。2) 行业竞争加剧。3) 新产品研发上线及表现不及预期。4) 政策及监管环境趋严。5) 受宏观环境影响, 医美消费不及预期。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	390	780	1,522	2,130	2,663
增长率（%）	67.15	99.96	95.00	40.00	25.00
归母净利润（百万元）	109	300	725	1,002	1,255
增长率（%）	90.24	174.60	141.87	38.25	25.19
ROE（%）	24.71	31.34	45.01	38.62	32.85
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.75	4.40	8.19	11.33	14.18
市盈率（P/E）	126.4	50.3	27.0	19.5	15.6
市净率（P/B）	31.3	15.8	12.2	7.6	5.1

数据来源：Wind，华龙证券研究所

内容目录

1 公司概况：医药行业新秀，多年深耕功能蛋白研发	1
1.1 以重组胶原蛋白为研究重点，构建起研发、生产及销售全方面产业链	1
1.2 公司股权集中，管理层具备丰富的医药专业知识	1
1.3 公司经营稳健，盈利能力增长表现突出	3
2 行业概况：重组胶原蛋白与抗 HPV 蛋白应用市场广阔	7
2.1 胶原蛋白具有优良生物特性，作用于多个领域	7
2.2 重组胶原蛋白应用广泛，主要适用于医美护肤领域	9
2.3 抗 HPV 生物蛋白可预防 HPV 感染，市场前景广阔	11
3 竞争优势：研发实力强劲，从原料到产品产业链布局完善	13
3.1 原料革新依托技术进步，科研实力雄厚	13
3.2 终端产品应用场景多样，涉及医疗美容、皮肤科、妇科等不同领域	14
3.3 深耕国内市场，直销与经销并重，倾力打造自主品牌	15
4 盈利预测与估值	16
5 风险提示	18

图目录

图 1：公司发展历程	1
图 2：公司股权结构	2
图 3：公司主要产品	3
图 4：2019-2024 Q1-Q3 公司营业收入及同比增速	4
图 5：2019-2024 Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速	4
图 6：2019-2024 H1 公司各产品营收情况	5
图 7：2024 H1 公司各产品营收占比	5
图 8：2019-2024 H1 重组胶原蛋白细分产品营收情况	5
图 9：2019-2024 Q1-Q3 公司销售毛利率与净利率	6
图 10：2019-2024 H1 公司主要产品毛利率	6
图 11：2024 H1 公司主要产品毛利率	6
图 12：2019-2024 Q1-Q3 公司费用率	6
图 13：2019-2024 Q1-Q3 公司期末现金及现金等价物	7
图 14：2019-2024 Q1-Q3 公司现金分红与股息率	7
图 15：胶原蛋白三维螺旋结构示意图	8
图 16：重组 III 型人源化胶原蛋白示意图	8
图 17：2018-2030 年中国重组胶原蛋白原料市场规模	9
图 18：2018-2030 年中国重组胶原蛋白产品市场规模	9
图 19：2019-2024 年中国护肤品市场规模预测及增速	10
图 20：国内功效性护肤品主要成分	10
图 21：2019-2026 年中国医美服务市场规模及预测	11
图 22：2019-2023 年中国彩妆市场规模及增速	11
图 23：HPV 病毒示意图	12
图 24：2020-2023 年中国生物制造市场规模及增速	12

图 25: 治疗 HPV 的三种路径	12
图 26: 锦波生物荣膺山西合成生物产业链“链主”企业	14
图 27: 公司抗 HPV 生物蛋白敷料产品	14
图 28: 薇旖美品牌产品图片	15
图 29: ProtYouth 品牌产品图片	15
图 30: 2024 H1 公司各产品板块营业收入占比	15
图 31: 2024 H1 公司各地区营业收入占比	15
图 32: 肌频旗舰店	16
图 33: 重源旗舰店	16

表目录

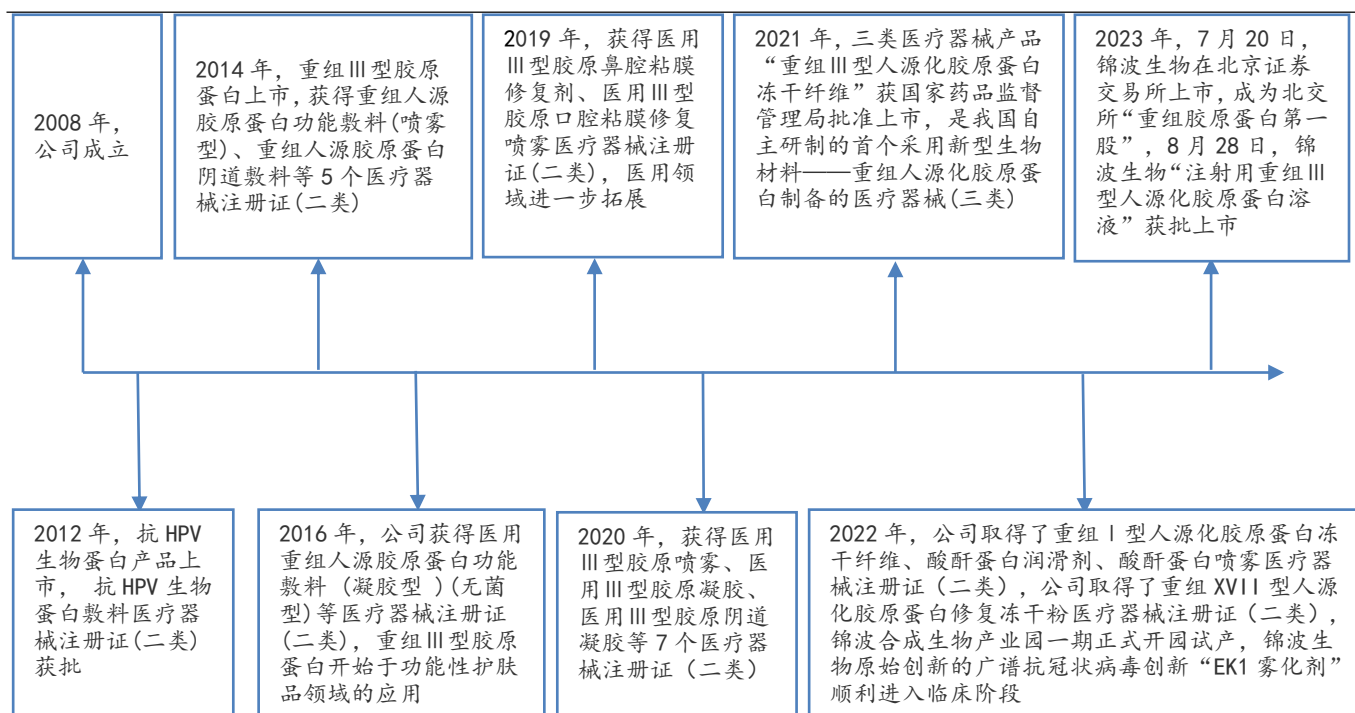
表 1: 公司管理层概况	2
表 2: 胶原蛋白类型	7
表 3: 胶原蛋白应用领域	8
表 4: 重组 III 型人源化胶原蛋白特点与创新点	13
表 5: 公司创新材料超级生物肽九肽临床效果	14
表 6: 盈利预测简表	17
表 7: 公司主营业务收入分拆预测	17
表 8: 公司主营业务成本分拆预测	17
表 9: 可比公司估值	18

1 公司概况：医药行业新秀，多年深耕功能蛋白研发

1.1 以重组胶原蛋白为研究重点，构建起研发、生产及销售全方面产业链

锦波生物 2008 年成立于山西省太原市，始终秉承着原创精神，以“创新驱动人类美好生活”为愿景，专注于功能蛋白的研究与开发。公司主要关注人体结构性材料和人类重大传染病两大主题。

图 1：公司发展历程

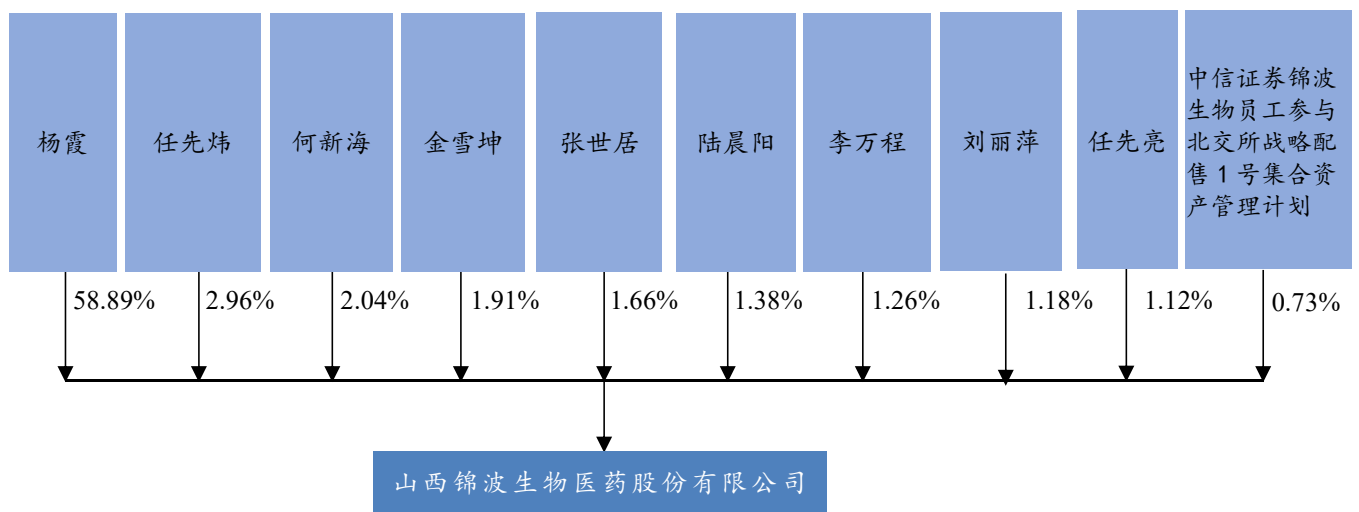


数据来源：公司官网，华龙证券研究所

1.2 公司股权集中，管理层具备丰富的医药专业知识

公司股权结构集中，董事长为实际控制人。截至 2024 年三季度末，公司董事长杨霞女士直接持有公司 58.89% 的股权，为公司实控人，公司前十大股东持股比例合计数约为 73.13%。公司管理层持有公司股份，达到股权激励作用，充分激发管理层的工作热情，提升其积极性与效率。

图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，华龙证券研究所

公司管理层具有丰富的专业背景与管理经验。公司董事长杨霞女士，曾任山西医科大学讲师，深耕医药专业领域多年；公司董事李万程先生、陆晨阳先生与金雪坤先生同样曾就职于各大医药企业，具备深厚且全面的专业知识及管理经验。其余诸位董事与经理，皆有长期管理工作经历。公司管理团队合作时间长，公司高管之间合作稳定。

表 1：公司管理层概况

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	出生年份	最新持股数(万股)
杨霞	董事长、董事	2016-12-27	女	中国	1974	5,212.84
	2008年1月至2016年11月，任职于山西医科大学，任讲师；2008年3月至2011年5月，担任锦波有限执行董事；2011年5月至2015年3月，担任锦波有限监事。					
陆晨阳	董事 副总经理	2016-12-27	男	中国	1968	122.52
	1991年7月至1995年1月，任职于太原制药厂，任研究员；1995年1月至2002年1月，任职于山西省制药工业公司第二制药厂，任副厂长；2002年1月至2003年3月，任职于山西省医药集团有限责任公司，任科技质量部部长；2003年3月至2013年3月，任职于华北制药集团山西博康药业有限公司，任总工程师，副总经理；2013年3月至2015年3月，任职于锦波有限，任核心技术人员；2015年3月至2016年12月，任职于公司，任核心技术人员。					
金雪坤	董事、总经理	2021-08-03	男	中国	1965	169.39
	2006年至2012年任职于百胜(深圳)医疗设备有限公司，任中国区总经理；2012年至2018年任职于华熙生物科技股份有限公司，任执行董事，CEO。2018年至今，任职于铭丰资本，任董事；2018年至2020年，任职于四川中科形美医院投资有限公司，任董事长。					
唐梦华	董事 副总经理 董事会秘书	2021-08-03	女	中国	1987	0.01
	2012年7月至2019年8月，先后任中原证券股份有限公司投资银行部项目经理，高级经理；2019年10					

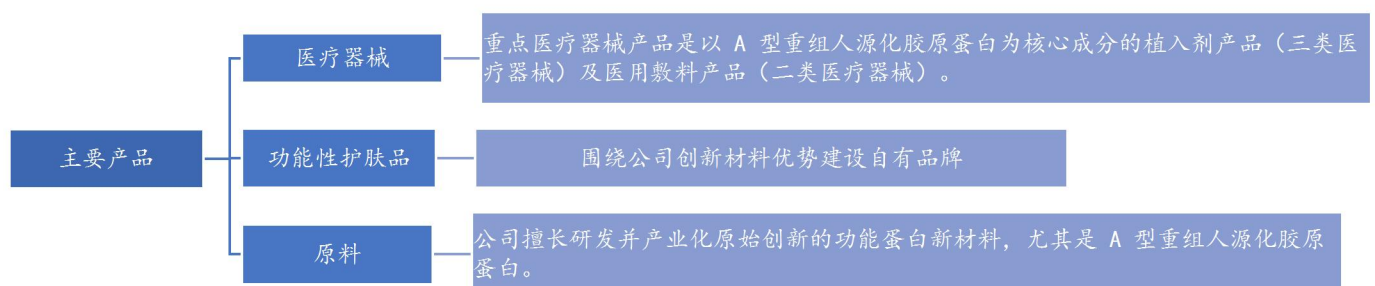
	月至今,任公司副总经理					
何振瑞	职工监事	2015-03-04	女	中国	1983	2.92
	2009年9月至2015年3月,任职于锦波有限,任研发部副经理;2015年至今,任职于公司,任公司监事,研发一部经理					
兰小宾	副总经理	2015-03-04	男	中国	1987	8.84
	2008年9月至2015年3月,任职于锦波有限,任研发部经理					
薛芳琴	副总经理 财务总监	2021-08-03	女	中国	1971	6.24
	1994年7月至1997年12月,任职于山西启益精密机械厂,任技术员;1998年1月至2003年5月,任职于山西省水产开发服务公司财务部,任会计主管;2003年6月至2009年1月,任职于山西智博会计师事务所,任项目经理;2009年2月至2016年10月,任职于中煤集团山西华昱能源有限公司,任财务部副经理,非煤板块财务总监,地产板块财务总监。					

数据来源: Wind, 华龙证券研究所

1.3 公司经营稳健, 盈利能力增长表现突出

公司已建立起从原材料到终端医疗器械产品、功能性护肤品的完整产业链。目前公司主要产品有医疗器械、功能性护肤品与原料。公司医疗器械主要是以 A 型重组人源化胶原蛋白为核心成分的植入剂产品及医用敷料产品; 功能性护肤品则围绕公司创新材料优势建设自有品牌, 目前已有“ProtYouth®”、“肌频®”、“重源®”等; 原料则是功能蛋白新材料, 尤其是 A 型重组人源化胶原蛋白。

图 3: 公司主要产品

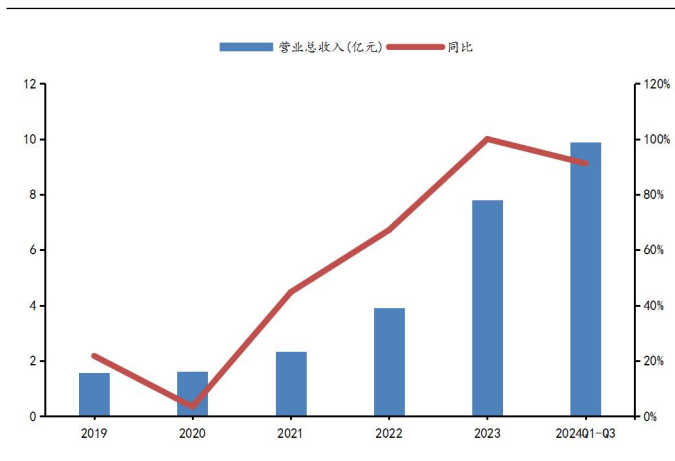


数据来源: 公司年报, 华龙证券研究所

受创新能力驱动, 公司业绩增长显著。2019-2024Q1-Q3, 锦波生物营业收入分别为 1.56/1.61/2.33/3.90/7.80/9.88 亿元, CAGR 达到 37.85%。2019-2024Q1-Q3, 锦波生物归属于母公司净利润分别为 0.45/0.32/0.57/1.09/3.00/5.20 亿元, CAGR 达到 53.04%。2020 年公司营业收入增速放缓、归母净利润有所下降主要系受疫情影响, 公司产品销售、渠道开拓受到一定限制, 后随着 2021 年三类医疗器械产品“重组 III 型人源

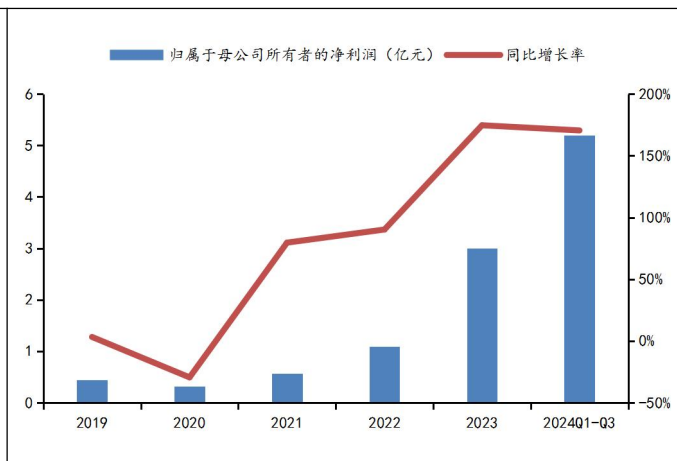
化胶原蛋白冻干纤维”获批上市，重组胶原蛋白收入增长，公司营业收入呈现加速增长态势，公司归母净利润同步恢复增长。2023 年公司营业收入同比增长率为 99.97%，归母净利润同比增长率为 174.60%。

图 4：2019-2024 Q1-Q3 公司营业收入及同比增速



数据来源：Wind，华龙证券研究所

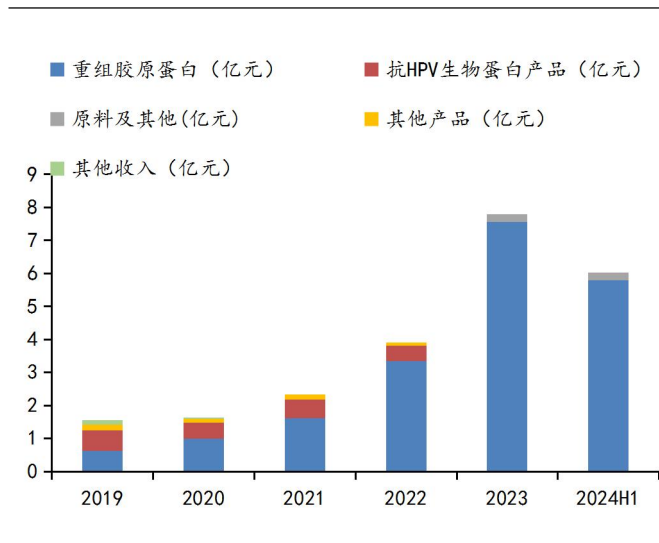
图 5：2019-2024 Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，华龙证券研究所

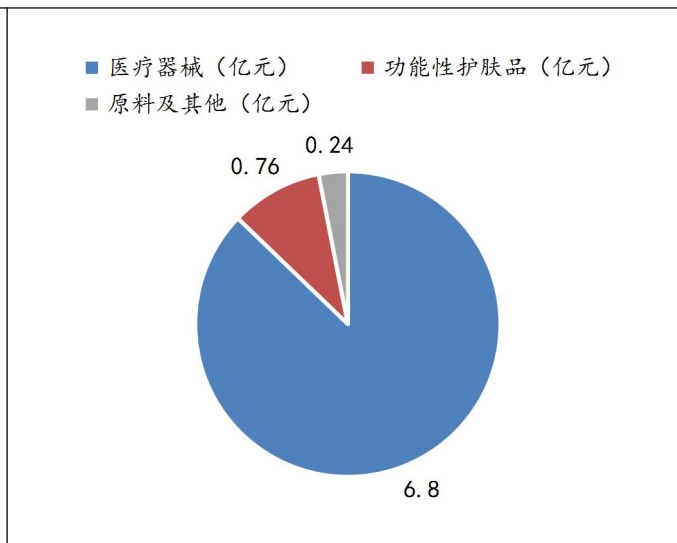
医疗器械获批落地，与重组胶原蛋白共同促进公司营收增长。2019-2024H1，公司重组胶原蛋白营业收入分别为 0.63/1.00/1.62/3.34/7.56/5.79 亿元，占各年总营业收入比重为 40.38%/62.11%/69.53%/85.64%/96.62%/96.02%。2019-2022 年间，公司重组胶原蛋白营业收入包括功能性护肤品、重组胶原蛋白医疗器械、原料以及重组胶原蛋白卫生用品。其中 2019-2020 年贡献最大的是功能性护肤品，在重组胶原蛋白收入中占比达到 65.08%/54.00%；2021-2022 贡献最大的则是重组胶原蛋白医疗器械，在重组胶原蛋白收入中占比达到 50.00%/76.35%。产品贡献的变化主要是因为，作为我国自主研发的首个采用新型生物材料制备的医疗器械(三类)，公司创新研发的“重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维”获批上市。至 2023 年，公司产品营业收入中，医疗器械/功能性护肤品/原料及其他，分别为 6.80/0.76/0.24 亿元，医疗器械占比达到 89.95%，为公司营业收入的主要来源。

图 6：2019-2024 H1 公司各产品营收情况



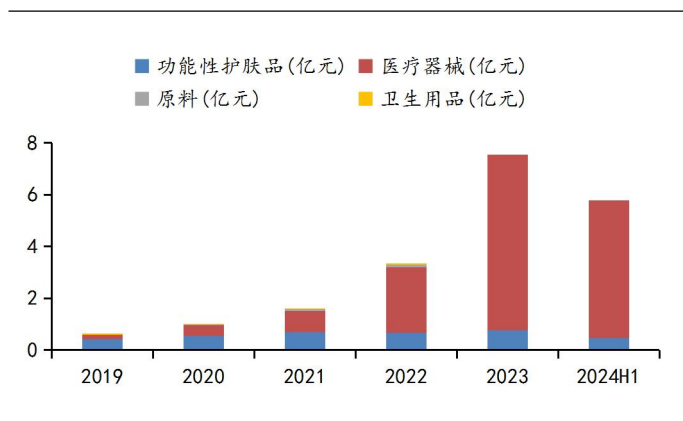
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 7：2024 H1 公司各产品营收占比



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

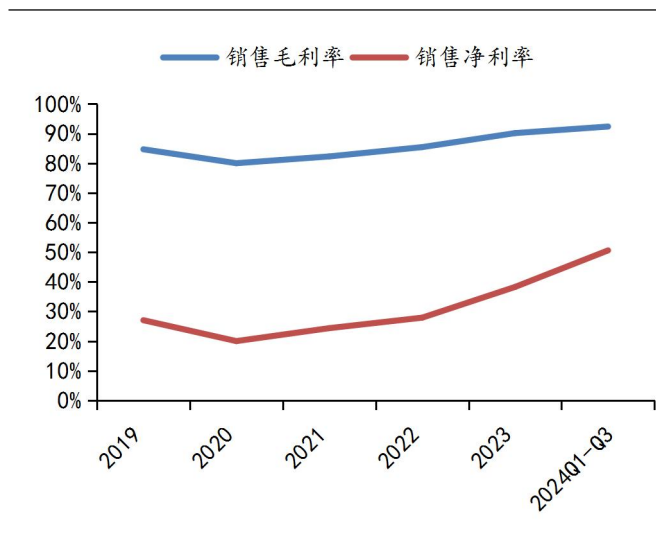
图 8：2019-2024 H1 重组胶原蛋白细分产品营收情况



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

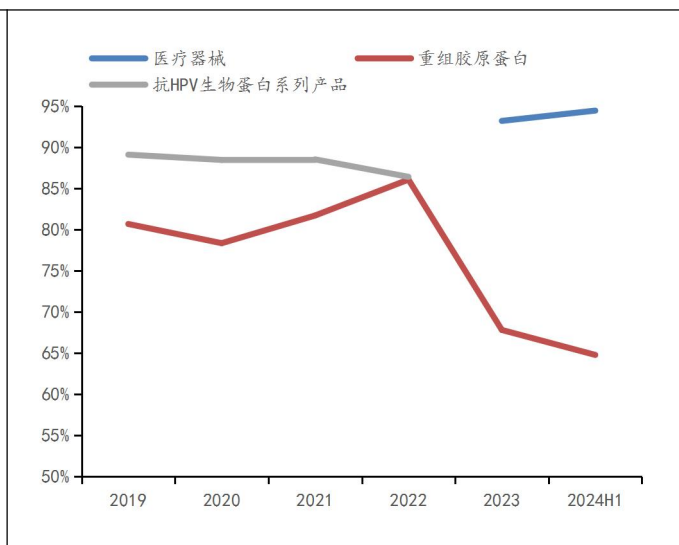
公司毛利率持续改善，期间费用率呈现下降趋势。2019-2024Q1-Q3，公司销售毛利率始终保持在80%以上，分别为84.69%/80.01%/82.29%/85.44%/90.16%/92.37%，主要系公司坚持研发创新，多项产品获批上市所致。重组胶原蛋白及医疗器械方面销售情况向好，营业收入占比增加带动整体毛利率提升。2019-2024Q1-Q3，公司期间费用逐步下降，销售费用率2019年为27.59%，2024年第三季度下降至17.38%；管理费用率则从2019年的17.85%下降至2024年第三季度的8.42%。财务费用率与研发费用率有所抬升，但幅度有限。公司整体费用率2019-2024Q1-Q3分别为54.72%/59.51%/56.31%/52.02%/45.26%/30.90%，整体呈现下降趋势，主要得益于公司销售体量增长带动规模效益进一步体现。

图 9：2019-2024 Q1-Q3 公司销售毛利率与净利率



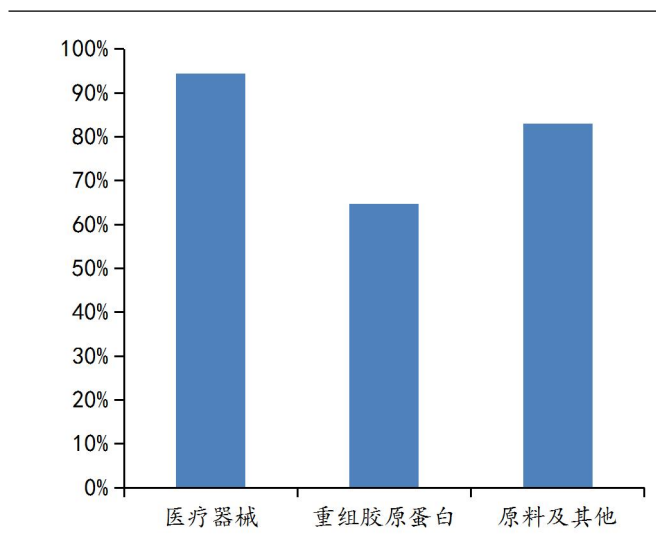
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 10：2019-2024 H1 公司主要产品毛利率



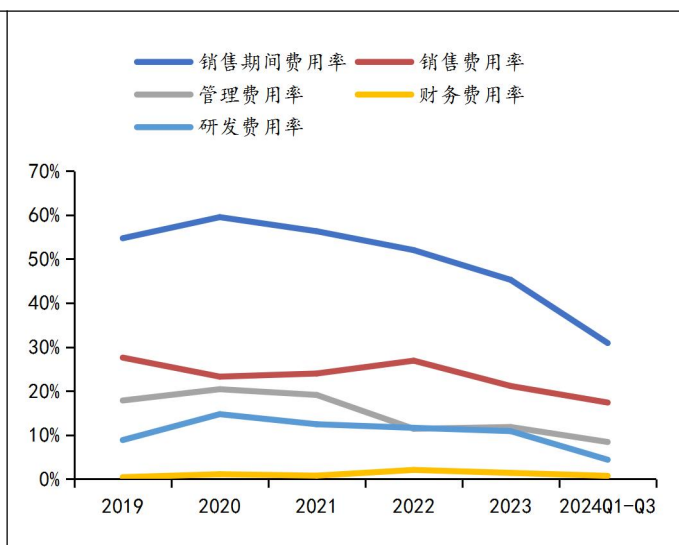
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 11：2024 H1 公司主要产品毛利率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

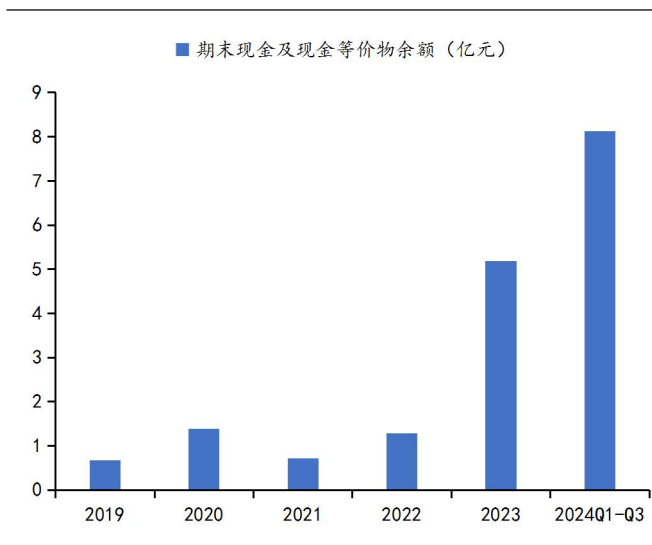
图 12：2019-2024 Q1-Q3 公司费用率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

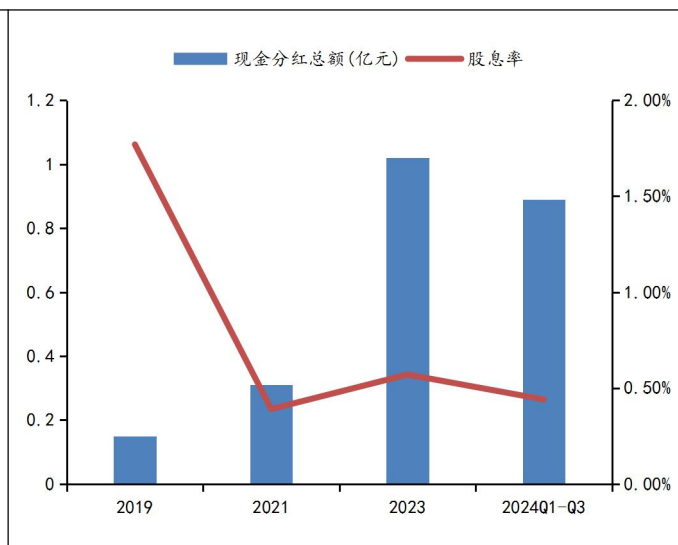
公司现金流充裕，分红水平有所提升。2019-2024Q1-Q3，公司期末现金及现金等价物余额分别为 0.67/1.38/0.71/1.29/5.19/8.12 亿元，五年间公司现金储备持续增多，现金流充裕。过去五年间，公司在 2019 年、2021 年、2023 年均有分红，现金分红总额为 0.15/0.31/1.02 亿元，股息率为 1.77%/0.39%/0.57%。

图 13：2019-2024 Q1-Q3 公司期末现金及现金等价物



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 14：2019-2024 Q1-Q3 公司现金分红与股息率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2 行业概况：重组胶原蛋白与抗 HPV 蛋白应用市场广阔

2.1 胶原蛋白具有优良生物特性，作用于多个领域

胶原蛋白是一种生物高分子纤维蛋白，作为动物结缔组织的主要成分，在哺乳动物体内占据着极其重要的地位。胶原蛋白在组织构建、成熟、细胞间信号传递以及关节润滑、伤口愈合、钙化作用、血液凝固和衰老等方面发挥着关键作用。

表 2：胶原蛋白类型

表达系统	胶原蛋白类型
大肠杆菌	类人胶原蛋白
	人 I 型胶原蛋白 α_1
	人 III 型胶原蛋白
	人 I、II、III 型胶原蛋白
毕赤酵母	人 I、II、III 型胶原蛋白 α_1
	人 I、II、III 型胶原蛋白
动植物细胞	人 I 型胶原蛋白 α_1
	人 I 型胶原蛋白

数据来源：查青青等《重组胶原蛋白研究进展及其应用》，华龙证券研究所

重组胶原蛋白又称类人胶原蛋白，是基于人胶原蛋白的特征和主要功能序列，根据 DNA 重组技术经过人工构造重新优化设计的基因序列。重

组胶原蛋白不仅保留了人胶原蛋白的原有功效，而且具有无病毒隐患，进入人体后排异反应低等优势。目前，随着生物技术和纳米技术的快速发展，学者逐渐将研究重心从动物源性胶原蛋白转移到重组胶原蛋白上。

锦波生物与多所知名院校和科研机构长期合作，共同推动胶原蛋白的研发和应用。目前，公司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，其胶原蛋白产品广泛应用于医疗美容、妇科、泌尿科、皮肤科等多个领域，具有较高的品牌知名度。

图 15：胶原蛋白三维螺旋结构示意图

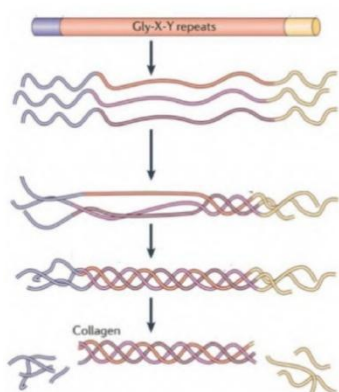
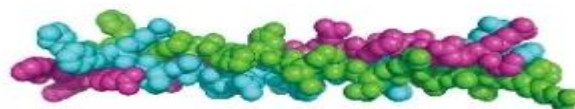


图 16：重组Ⅲ型人源化胶原蛋白示意图



数据来源：查青青等《重组胶原蛋白研究进展及其应用》，华龙证券研究所

数据来源：锦波生物官网，华龙证券研究所

胶原蛋白因其出色的生物特性在各种领域被广泛应用。这些特性包括低免疫原性、与细胞外基质的良好交互能力、优秀的生物相容性和可降解性，再加上其固有的机械强度，使得胶原蛋白成为一种理想的生物材料。目前，胶原蛋白主要的应用领域有医药及医疗器械、功能性护肤品以及食品等。在医疗美容领域，作为重要的生物医学材料和工业材料，重组人源化胶原在手术缝合线、止血纤维、代血浆、水凝胶、敷料、人工皮肤、人工血管、人工骨和骨修复、角膜、神经修复等材料的临床应用中发挥重大作用。锦波生物致力于各型别重组人源化胶原蛋白生物新材料的研发及产业化研究，并围绕在人体各部位的应用，不断拓展其在各医疗场景及日用护肤场景的用途。

表 3：胶原蛋白应用领域

应用领域	作用
医药（含医疗器械）	作为生物敷料，用于皮肤、口腔和神经外科修复等
	作为止血材料，用于肝、脾等创伤止血等
	结合抗生素、蛋白类、基因类药物，构建多样药物载体释放体系
	作为注射填充材料，用于面部轮廓矫正、皱纹、瘢痕修复等
	用于骨修复，包括骨再生、软骨组织再生、口腔骨缺损修复等
	用于心血管，包括心脏支架涂层、心肌衰竭、血管支架等

功能性护肤品	具有保湿美白、抗衰老等功效
食品	作为功能性食品和食品添加剂等

数据来源：锦波生物招股书，华龙证券研究所

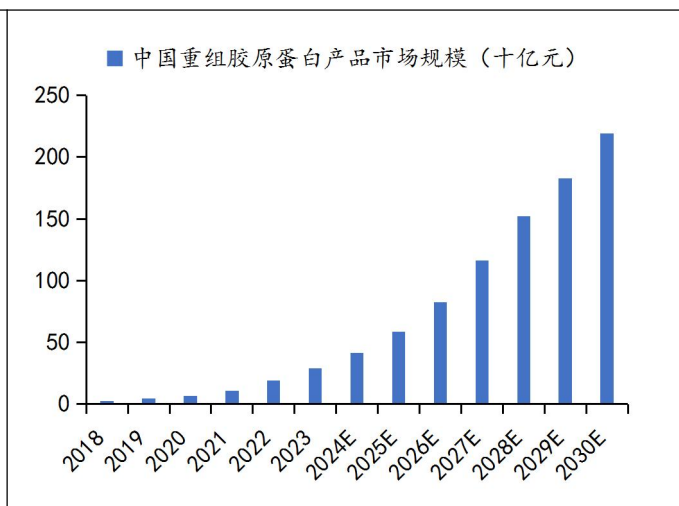
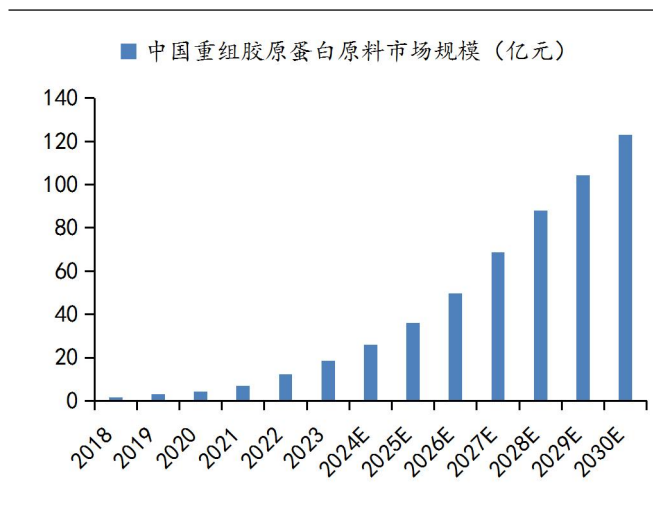
2.2 重组胶原蛋白应用广泛，主要适用于医美护肤领域

重组胶原蛋白市场发展迅速，应用场景多样。根据弗若斯特沙利文数据，2018-2023 年我国重组胶原蛋白原料市场规模分别为 1.72 亿元/2.98 亿元/4.25 亿元/7.07 亿元/12.33 亿元/18.5 亿元，CAGR 达到 48.57%；2018-2023 年我国重组胶原蛋白产品市场规模分别为 2.52 亿元/4.42 亿元/6.43 亿元/10.84 亿元/19.24 亿元/29.01 亿元，CAGR 达到 50.27%。据弗若斯特沙利文数据预测，到 2030 年，我国重组胶原蛋白原料市场规模可达到 122.9 亿元，产品市场规模则可攀升至 2193.8 亿元。

重组胶原蛋白在化妆品领域中的应用广泛，主要涉及皮肤和毛发两个护理方向。在皮肤护理领域，重组胶原蛋白常作为保湿喷雾、乳液、面霜、眼霜、精华、凝胶等一般性皮肤护理产品原材料或成份之一与其他护肤成分搭配使用。在专业级皮肤护理产品领域，目前重组胶原蛋白已开发应用于次抛精华液、冻干粉等专业护肤产品。目前重组胶原蛋白也已创新性地应用于防脱护发等产品的研发，重组胶原蛋白透过头皮皮脂屏障，渗透至头皮基底层后，可长效发挥防脱、护发作用。

图 17：2018-2030 年中国重组胶原蛋白原料市场规模

图 18：2018-2030 年中国重组胶原蛋白产品市场规模



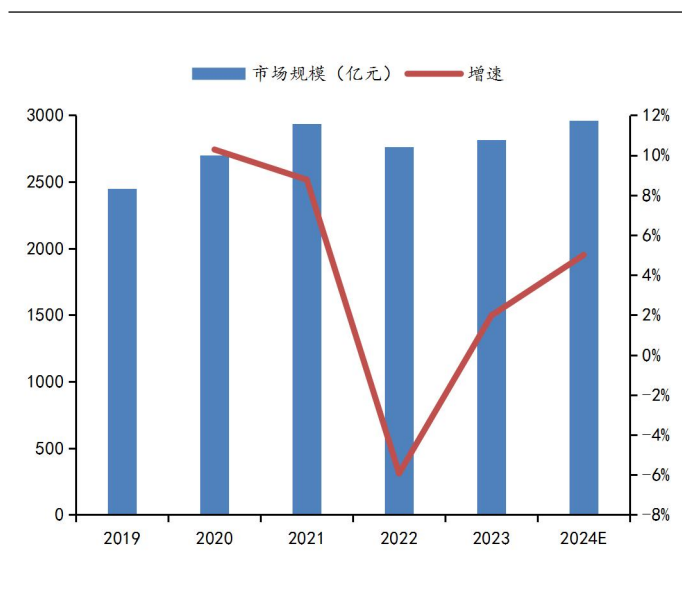
数据来源：弗若斯特沙利文，华龙证券研究所

数据来源：弗若斯特沙利文，华龙证券研究所

随着经济发展，消费者护肤需求增加，我国护肤品的市场规模将不断扩大。根据中商产业研究院数据，2020 年中国护肤品的市场规模达到 2700.8 亿元，同比增长 10.28%，2019-2023 年年均复合增长率为 3.57%。中商产业研究院预测，到 2024 年，我国护肤品市场规模将达到 2959.07 亿元，保持稳中有升。重组胶原蛋白以其保湿补水、美白抗老等功效，已成为国内功效性护肤品中排名前三的成分之一。随着护肤品类市场的增加，重组胶

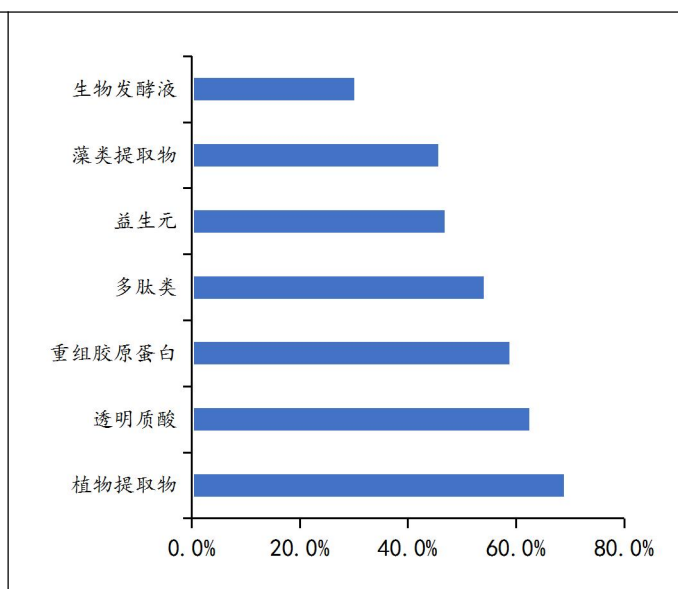
原蛋白在功效性护肤品市场中的渗透率也在持续上升。据弗若斯特沙利文预测,2021年,重组胶原蛋白渗透率为14.9%,预计到2027年可达30.5%;同时基于重组胶原蛋白的医用敷料在整个医用敷料市场的渗透率从2017年的5.2%增至2021年的18.5%,预计到2027年将进一步增至26.1%。

图 19: 2019-2024 年中国护肤品市场规模预测及增速



数据来源: 中商产业研究院, 华龙证券研究所

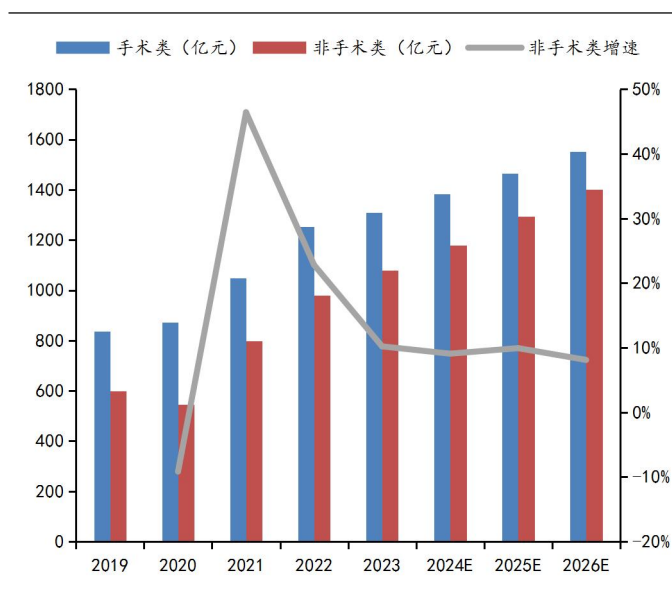
图 20: 国内功效性护肤品主要成分



数据来源: 共研网, 华龙证券研究所

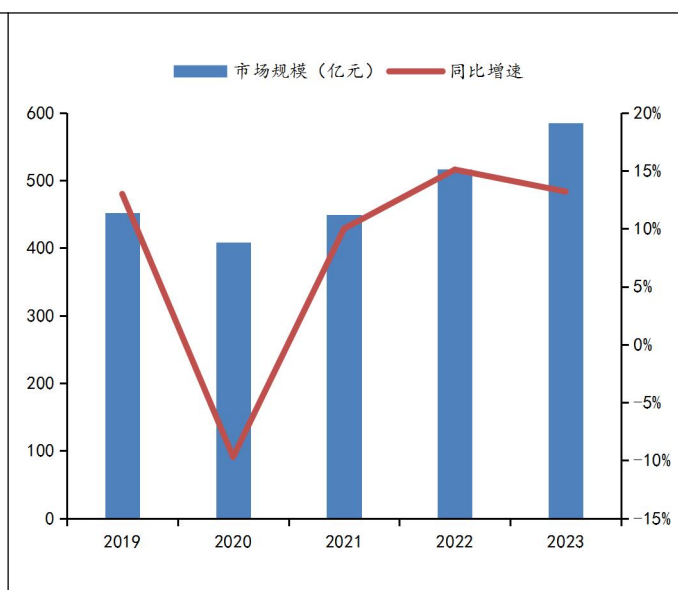
随着皮肤护理需求的增长,医疗美容服务市场与彩妆市场同样增长明显。中国医美市场规模快速发展,其中非手术类轻医美市场表现突出。根据艾媒咨询数据,2023年中国非手术类医美市场规模为1080亿元,同比增速10.2%,预计于2026年市场规模将扩大至1400亿元。其中,重组胶原蛋白作为医疗美容在众多场景下的应用,其便捷性和相对较低的成本可满足用户多样化需求,受到越来越多的医疗机构及消费者青睐。医美产品满足消费者皮肤护理的需求,同时皮肤条件的改善也会进一步促进彩妆市场的规模增长。据中商产业研究院统计,2021年我国彩妆市场规模为449亿元,同比增速10%。据弗若斯特沙利文预测,到2027年,中国医用敷料的市场规模将达到979亿元,其中基于重组胶原蛋白的医用敷料的市场规模将达到255亿元。随着医美市场的快速发展,消费者将会倾向选择非手术类或微创手段进行高效、便捷的护肤,医疗机构对重组胶原蛋白的需求也会随之增加。

图 21：2019-2026 年中国医美服务市场规模及预测



数据来源：艾媒咨询，华龙证券研究所

图 22：2019-2023 年中国彩妆市场规模及增速



数据来源：中商产业研究院，华龙证券研究所

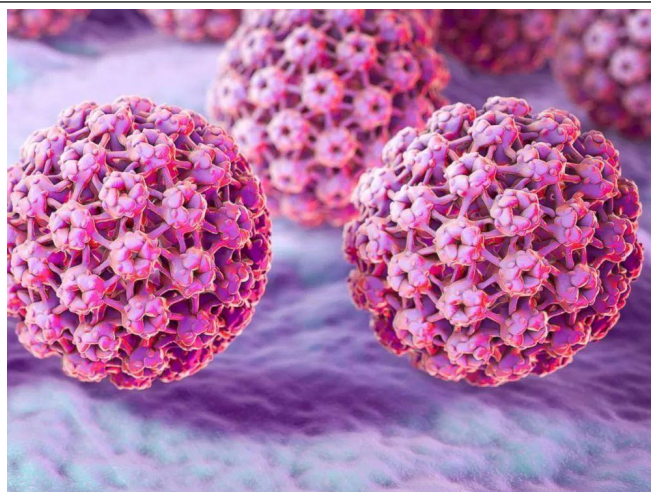
2.3 抗 HPV 生物蛋白可预防 HPV 感染，市场前景广阔

人乳头瘤病毒（HPV）是生殖道最常见的病毒感染，可在性行为中经皮肤接触而感染，任何性别都可携带 HPV。目前已发现和鉴定出 200 多个亚型的 HPV，大约有 54 种可以感染生殖道黏膜。依据各型 HPV 与子宫颈癌发生的危险性不同分为高危型和低危型。高危型（如 HPV16、18、31、33、35、39、45、51、52、56、58、59、68 型）与子宫颈癌的发生相关，尤其是 HPV16 型和 18 型和子宫颈癌关系最为密切。低危型 HPV（如 6、11、42、43、44 型）感染则可能引起生殖器及肛周尖锐湿疣。

为预防 HPV 感染导致的宫颈癌，接种疫苗是最直接有效的手段。随着人们对自身健康的不断重视，越来越多的女性选择尽早接种 HPV 疫苗，中国的 HPV 疫苗行业市场规模也持续扩大。根据观研报告网数据，2017-2020 年，我国 HPV 疫苗市场规模从 9.4 亿元增长至 135.6 亿元，年均复合增长率达 143.43%。同时，随着国内在研 HPV 疫苗成功完成 III 期临床且产能释放，目标人群接种意识不断提升，我国 HPV 疫苗市场规模将不断扩大，预计于 2031 年达 625.4 亿元。

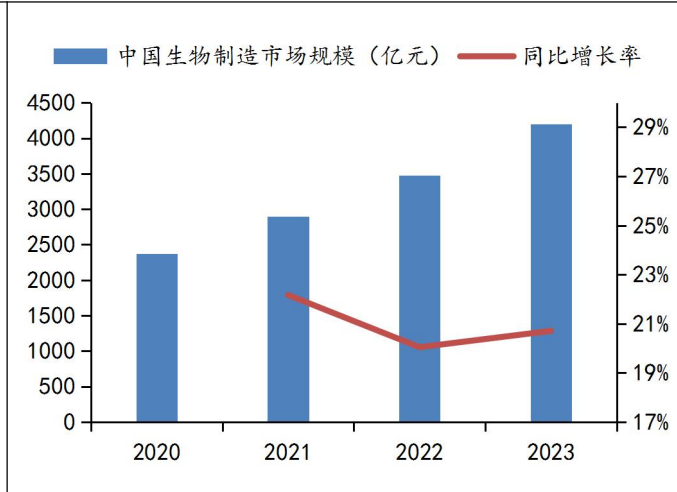
锦波生物在抗 HPV 生物蛋白产品领域布局深远。公司的抗 HPV 生物蛋白产品主要为抗 HPV 生物蛋白敷料、凝胶等产品，主要用于阻断生殖道高危型 HPV 感染，用于降低 HPV 病毒载量，预防宫颈病变发生。同时，阻断 HPV 感染，用于 HPV 感染引起的皮肤病，降低物理治疗后尖锐湿疣复发率。

图 23: HPV 病毒示意图



数据来源：百度图片，华龙证券研究所

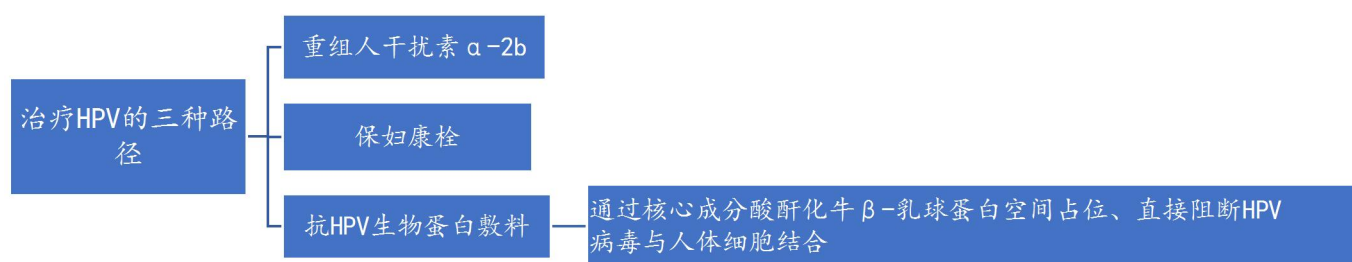
图 24: 2020-2023 年中国生物制造市场规模及增速



数据来源：中投未来产业研究中心，华龙证券研究所

在治疗宫颈癌方面，抗 HPV 生物蛋白是主要途径之一。目前临床上常用治疗 HPV 的主要方法包括：重组人干扰素 α -2b 外用剂型（包括：栓剂、阴道泡腾胶囊（片）、凝胶、软膏剂等）、中药制剂保妇康栓以及抗 HPV 生物蛋白敷料。抗 HPV 生物蛋白敷料通过其核心成分酸酐化牛 β -乳球蛋白空间占位、直接阻断 HPV 病毒与人体细胞结合，从而进一步阻断 HPV 感染。

图 25: 治疗 HPV 的三种路径



数据来源：新股雷达，华龙证券研究所

3 竞争优势：研发实力强劲，从原料到产品产业链布局完善

3.1 原料革新依托技术进步，科研实力雄厚

公司以“不断地探索其新奥秘、新功能，为呵护人类健康打造领先世界的新产品，成为世界功能蛋白智造的引领者”为愿景，专注于功能蛋白的开发与创新，始终致力于两大核心领域：人体结构性材料及重大传染病防治。通过不懈努力，公司持续研发并拥有高级结构的功能蛋白生物材料。2021年，国家药监局批准了锦波生物“重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维”上市。作为首个可用于注射的重组人源化胶原蛋白原材料，锦波生物完成了我国在重组胶原蛋白领域 0-1 的突破。2023 年，国家药品监督管理局批准了锦波生物生产的“注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液”创新产品注册申请。这是继“重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维”之后，国内重组胶原蛋白领域第二个三类医疗器械植入剂产品。

表 4：重组Ⅲ型人源化胶原蛋白特点与创新点

特点	创新点
其氨基酸序列的重复单元与人胶原蛋白氨基酸序列特定功能区相同，生物相容性好	国际首次高通量筛选出人Ⅲ型胶原蛋白核心功能区；通过生物合成制备出氨基酸序列的重复单元与人胶原蛋白功能区 100%相同
其功能区域具有 164.88° 柔性三螺旋结构，相关结构数据已被国际蛋白结构数据库收录	国际首次解析出人Ⅲ型胶原蛋白功能区原子结构，结构特征且呈 164.88° 柔性弯曲。相关研究数据已被国际蛋白数据库（PDB）收录，PDB 结构数据收录号：6A0A、6A0C
其具有高于人体Ⅰ型和Ⅲ型胶原蛋白的细胞黏附性，形成了网状纤维结构，具有良好的修复特性，预计在血管内皮、子宫内膜、创面、口腔黏膜修复及骨科等领域具有更广阔的临床应用	高细胞黏附性，是评价胶原蛋白结合细胞的能力。重组Ⅲ型人源化胶原蛋白，细胞黏附性是人体自身胶原蛋白的 183%；有利于细胞粘附、发挥细胞修复和再生作用

数据来源：公司官网，华龙证券研究所

公司拥有多处先进科研平台，推动多方合作，强力支撑公司原料创新。公司建设有山西省功能蛋白技术中心、复旦-锦波功能蛋白联合研究中心、功能蛋白山西省重点实验室、川大-锦波功能蛋白联合实验室、重医二院-锦波功能蛋白临床转化研究中心等科研平台。同时，公司拥有构建完成 10 吨规模 A 型人源化胶原蛋白生物新材料制造基地，实现了大规模注射级原材料到终端产品的落地转化，完成了我国原始创新生物新材料 0-1 的突破。

表 5：公司创新材料超级生物肽九肽临床效果

项目	第 4 周	第 8 周	第 12 周
皱纹	97%稍有改善	100%有改善	100%显著改善
肤色	81%稍有改善	100%有改善	90%显著改善
粗糙度	84%稍有改善	100%有改善	97%显著改善
滋润度	61%稍有改善	97%有改善	97%显著改善
毛孔	94%稍有改善	100%有改善	97%显著改善
光泽度	94%稍有改善	100%有改善	90%显著改善
色斑	87%稍有改善	100%有改善	97%显著改善
不良反应	无	无	无

数据来源：公司官网，华龙证券研究所

3.2 终端产品应用场景多样，涉及医疗美容、皮肤科、妇科等不同领域

公司依托上游原料生产基础，自主研发出一系列自有产品，已成功构建起一套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完整产业链条。2023 年 10 月，锦波生物被山西省人民政府认定为山西省重点产业链合成生物产业链“链主”企业。公司目前核心产品为重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产品，主要应用于医疗美容、皮肤科、妇科、外科、五官/口腔科、肛肠科、护肤等不同场景。

图 26：锦波生物荣膺山西合成生物产业链“链主”企业图 27：公司抗 HPV 生物蛋白敷料产品



数据来源：锦波生物公众号，华龙证券研究所

数据来源：锦波生物官网，华龙证券研究所

公司凭借先进原料技术，创建自有品牌。公司旗下细分品牌有：（1）金波，主要产品为抗 HPV 生物蛋白敷料；（2）薇旖美，主要产品为重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维/粉；（3）164.88° 肌频，主要产品为生物活性蛋白原液、胶原蛋白嫩肤面膜；（4）薇芙美，主要产品为医用重组胶原蛋白无菌修复敷料；（5）锦漾，主要产品为多元赋活紧致淡纹精华液；（6）ProtYout，主要产品为单一成分奢润胶原蛋白原液，胶原蛋白润发乳。

图 28：薇旖美品牌产品图片



数据来源：薇旖美公众号，华龙证券研究所

图 29：ProtYouth 品牌产品图片

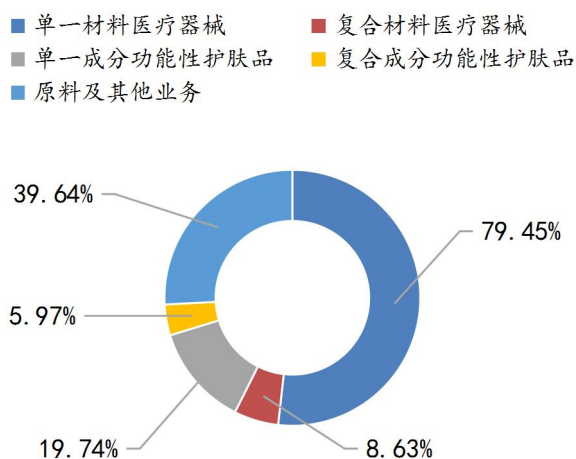


数据来源：ProtYouth 公众号，华龙证券研究所

3.3 深耕国内市场，直销与经销并重，倾力打造自主品牌

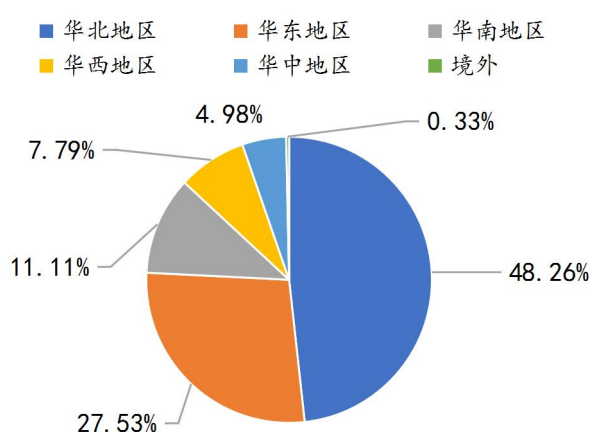
公司致力于拓展国内市场，根据自身创新优势打造自有品牌。2024 年上半年，公司功能性护肤品板块实现收入 4797.55 万元，同比增长 53.94%。公司境内各地区的营业收入均较上年同期有所增长，在国内市场的表现良好。

图 30：2024 H1 公司各产品板块营业收入占比



数据来源：公司 2024 年半年报，华龙证券研究所

图 31：2024 H1 公司各地区营业收入占比



数据来源：公司 2024 年半年报，华龙证券研究所

作为山西省重点产业链合成生物产业链“链主”企业，公司采用平台型策略：一方面，通过新技术、新原料、新产品不断赋能下游企业，围绕大客户需求，提供解决方案；另一方面，根据创新原料开发差异化功能性

护肤品，围绕公司创新材料优势建设自有品牌。例如，单一成分品牌 ProtYouth 公司®、多种新材料品牌重源®等。

图 32：肌频旗舰店



数据来源：天猫商城，华龙证券研究所

图 33：重源旗舰店



数据来源：天猫商城，华龙证券研究所

4 盈利预测与估值

我们预计，公司 2024-2026 年收入为 15.22/21.30/26.63 亿元（原 14.75/20.65/25.81 亿元）。归母净利润为 7.25/10.02/12.55 亿元（原 6.52/9.72/12.17 亿元）。对应公司 2025 年 2 月 14 日股价 2024-2026 年 PE 分别为 27.0/19.5/15.6 倍（原 23.3/15.7/12.5 倍）。

参考可比公司华熙生物、诺唯赞、百普赛斯、巨子生物，我们看好公司主业的稳健增长和持续投入创新产品研发，维持“买入”评级。

核心假设：

(1) 医疗器械业务：医疗器械是公司收入占比最大的业务。收入：“注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液”的获批进一步提高了公司的行业竞争力，将加速产品的市场渗透率，我们预计 2024-2026 年医疗器械业务营收收入分别为 13.57/19.10/24.13 亿元，同比增速分别为 99.60%/40.74%/26.34%。2024-2026 年医疗器械业务成本分别为 0.99/1.75/2.24 亿元，同比增速分别为 113.92%/76.42%/28.07%，公司受点位扩张的影响，预计 2024-2026 年医疗器械业务毛利率分别为 92.69%/90.83%/90.71%。

(2) 功能性护肤品业务：公司通过打造自有品牌，功能性护肤品业务发展增速快。公司定向开发原材料并研发具备特定功能的护肤品，我们预计 2024-2026 年功能性护肤品业务营收收入分别为 1.26/1.73/1.96 亿元，同比增速分别为 66.08%/37.96%/13.19%。2024-2026 年功能性护肤品业务成本分别为 0.41/0.70/0.83 亿元，同比增速分别为 69.79%/68.79%/18.47%，预计 2024-2026 年功能性护肤品业务毛利率分别为 67.07%/59.71%/57.83%。

(3) 原料及其他业务：通过不懈努力，公司持续研发并拥有高级结构

的功能蛋白生物材料。公司生产的原料广受业内同行认可，我们预计2024-2026 年原料及其他业务营收收入分别为 0.38/0.45/0.52 亿元，同比增速分别为 57.15%/20.13%/13.91%。2024-2026 年原料及其他业务成本分别为 0.09/0.10/0.12 亿元，同比增速分别为 66.77% /5.25% /17.30%，预计2024-2026 年原料及其他业务毛利率分别为 74.42%/77.59%/76.92%。

表 6：盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	390	780	1,522	2,130	2,663
增长率（%）	67.15	99.96	95.00	40.00	25.00
归母净利润（百万元）	109	300	725	1,002	1,255
增长率（%）	90.24	174.60	141.87	38.25	25.19
ROE（%）	24.71	31.34	45.01	38.62	32.85
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.75	4.40	8.19	11.33	14.18
市盈率（P/E）	126.4	50.3	27.0	19.5	15.6
市净率（P/B）	31.3	15.8	12.2	7.6	5.1

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 7：公司主营业务收入分拆预测

单位：百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
医疗器械业务	0.00	0.00	679.96	1357.20	1910.13	2413.31
YoY	0.00%	0.00%	0.00%	99.60%	40.74%	26.34%
功能性护肤品业务	70.24	65.97	75.93	126.11	173.98	196.93
YoY	28.93%	-6.08%	15.11%	66.08%	37.96%	13.19%
原料及其他业务	0.00	0.00	24.18	38.00	45.65	52.00
YoY	0.00%	0.00%	0.00%	57.15%	20.13%	13.91%
其他业务	0.07	0.10	0.19	0.20	0.35	0.4
YoY	-87.03%	42.85%	98.18%	6.09%	75.00%	14.29%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 8：公司主营业务成本分拆预测

单位：百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
医疗器械业务	0.00	0.00	46.40	99.27	175.13	224.29
YoY	0.00%	0.00%	0.00%	113.92%	76.42%	28.07%
功能性护肤品业务	0.00	0.00	24.46	41.53	70.10	83.05
YoY	0.00%	0.00%	0.00%	69.79%	68.79%	18.47%
原料及其他业务	0.00	0.00	5.83	9.72	10.23	12.00
YoY	0.00%	0.00%	0.00%	66.77%	5.25%	17.30%
其他业务	0.08	0.04	0.09	0.11	0.15	0.18
YoY	-52.49%	-50.27%	129.41%	25.77%	36.36%	20.00%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 9：可比公司估值

重点公司	股票	2025/02/14	2025/02/14	EPS（元）					PE				
代码	名称	股价（元）	市值（亿元）	2022 A	2023 A	2024 E	2025 E	2026 E	2022 A	2023 A	2024 E	2025 E	2026 E
688363.SH	华熙生物	50.56	243.54	2.02	1.23	1.00	1.45	1.78	83.2	33.2	50.6	34.9	28.4
688105.SH	诺唯赞	21.71	86.35	1.49	-0.18	0.16	0.52	0.79	31.3	21.6	132.5	41.3	27.4
301080.SZ	百普赛斯	56.27	67.52	1.70	1.28	1.05	1.33	1.65	47.2	34.7	53.8	42.4	34.1
2367.HK	巨子生物	60.15	623.10	0.99	1.49	1.93	2.45	3.01	42.6	22.3	29.3	23.1	18.8
/	可比公司均值	/	/	1.55	0.96	1.04	1.44	1.81	51.07	27.93	66.5	35.4	27.2
832982.BJ	锦波生物	221.33	195.90	1.75	4.40	8.19	11.33	14.18	126.4	50.3	27.0	19.5	15.6

数据来源：iFinD，华龙证券研究

5 风险提示

1) **技术突破与应用风险**。重组人源化胶原蛋白的研发和生产需要长期的资金和人才投入，且技术突破后的市场转化速度可能不及预期。锦波生物目前虽已取得多项技术突破，但若新产品在市场推广中未能达到预期效果，可能影响公司的盈利能力和市场竞争力。

2) **行业竞争加剧**。医美行业的市场竞争日益激烈，若后续医美行业竞争加剧，可能会影响相关公司的毛利率水平，进而影响相关公司的盈利能力。锦波生物虽在重组胶原蛋白领域具有先发优势，但若不能持续保持技术领先和品牌优势，可能面临市场份额被竞争对手抢占的风险。

3) **新产品研发上线及表现不及预期**。医美行业的新产品研发过程复杂且耗时，从研发到市场推广需要经过多个环节。如果新产品的研发上线及表现不及预期，可能会导致企业的市场竞争力下降。

4) **政策及监管环境趋严**。医美行业涉及到的医疗政策约束严格，政府对医美市场的监管力度不断加大。锦波生物的重组胶原蛋白产品属于三类医疗器械，其研发、生产和销售均需满足国家药监局的严格要求。若未来政策趋严或公司未能及时满足监管要求，可能面临产品上市延迟或被处罚的风险。

5) **受宏观环境影响，医美消费不及预期**。医美消费受到宏观经济形势的影响较大。当前，全球经济形势复杂多变，消费者的消费能力和消费意愿可能会受到经济波动的影响。如果宏观经济形势不佳，消费者的可支配收入减少，可能会导致医美消费不及预期。

表：公司财务预测表

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	253	753	1,257	2,202	3,385	营业收入	390	780	1,522	2,130	2,663
现金	129	519	807	1,643	2,690	营业成本	57	77	151	256	320
应收票据及应收账款	56	129	231	273	358	税金及附加	7	8	26	33	39
其他应收款	2	4	7	8	11	销售费用	105	165	228	277	293
预付账款	15	18	47	44	70	管理费用	45	92	152	216	272
存货	44	66	149	216	241	研发费用	45	85	135	192	269
其他流动资产	7	16	16	16	16	财务费用	8	11	4	4	20
非流动资产	563	682	801	857	911	资产和信用减值损失	-3	-7	-10	-16	-13
长期股权投资	0	0	-0	-1	-1	其他收益	7	13	10	10	10
固定资产	360	361	393	426	461	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	33	51	55	61	67	投资净收益	-0	0	0	0	0
其他非流动资产	170	270	354	371	384	资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
资产总计	816	1,435	2,058	3,059	4,296	营业利润	126	348	825	1,147	1,447
流动负债	132	262	226	254	273	营业外收入	1	4	2	2	2
短期借款	25	69	35	43	49	营业外支出	0	1	1	1	1
应付票据及应付账款	34	54	57	58	64	利润总额	127	351	826	1,148	1,449
其他流动负债	73	139	135	153	160	所得税	18	52	101	149	197
非流动负债	243	219	223	219	213	净利润	109	299	724	999	1,252
长期借款	57	31	34	30	25	少数股东损益	-0	-1	-1	-4	-3
其他非流动负债	186	188	188	188	188	归属母公司净利润	109	300	725	1,002	1,255
负债合计	375	481	449	473	486	EBITDA	160	404	867	1,194	1,502
少数股东权益	1	-1	-1	-5	-9	EPS（元）	1.75	4.40	8.19	11.33	14.18
股本	62	68	89	89	89	主要财务比率					
资本公积	89	331	310	310	310	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	289	555	1,168	1,999	3,014	成长能力					
归属母公司股东权益	440	954	1,611	2,591	3,818	营业收入同比增速(%)	67.15	99.96	95.00	40.00	25.00
负债和股东权益	816	1,435	2,058	3,059	4,296	营业利润同比增速(%)	98.19	175.68	136.94	38.99	26.22
						归属于母公司净利润同比增速(%)	90.24	174.60	141.87	38.25	25.19
						获利能力					
						毛利率(%)	85.44	90.16	90.10	88.00	88.00
						净利率(%)	27.91	38.28	47.60	46.88	47.00
						ROE(%)	24.71	31.34	45.01	38.62	32.85
						ROIC(%)	18.97	26.78	41.63	36.64	31.68
						偿债能力					
						资产负债率(%)	45.95	33.56	21.82	15.46	11.32
						净负债比率(%)	9.60	-33.52	-41.15	-57.73	-66.63
						流动比率	1.91	2.87	5.55	8.66	12.41
						速动比率	1.44	2.48	4.62	7.57	11.21
						营运能力					
						总资产周转率	0.57	0.69	0.87	0.83	0.72
						应收账款周转率	8.81	8.54	8.40	8.30	8.20
						应付账款周转率	2.52	1.74	1.82	1.78	2.10
						每股指标（元）					
						每股收益(最新摊薄)	1.75	4.40	8.19	11.33	14.18
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	4.34	6.41	10.76	13.48
						每股净资产(最新摊薄)	7.06	14.01	18.20	29.27	43.14
						估值比率					
						P/E	126.4	50.3	27.0	19.5	15.6
						P/B	31.3	15.8	12.2	7.6	5.1
						EV/EBITDA	123.05	47.72	21.82	15.15	11.35

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告的风险等级评定为 R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4 及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046