

锦波生物——注射重组胶原蛋白龙头

第一创业证券研究所

分析师：郭强

证书编号：S1080524120001

电话：0755-23838533

邮箱：guoqiang@fcsc.com

核心观点：

- 锦波生物在 2024 年前三季度展现出显著的业绩增长动能，营业收入达 9.88 亿元，同比增长 91.16%，归母净利润 5.20 亿元，同比增长 170.42%，呈现收入和利润双高增态势。其中第三季度单季收入 3.86 亿元，同比增长 92.07%，同比增速虽较 2023 年的超 170% 有所回落，但仍维持在接近翻倍水平。核心产品线仍处于放量周期。
- 作为国内首个注射级三类医疗器械产品，薇旖美通过填补重组胶原蛋白在医美填充领域的空白。2024 年上半年该产品收入贡献达 4.79 亿元，同比增长 105%，占医疗器械业务收入的 82%，成为核心增长极。渠道端已覆盖国内 3000 余家医美机构，并通过与修丽可联合推出铂研胶原针，强化高端市场品牌势能。
- 海外业务扩展方面展现出显著进展。2024 年，公司通过获得越南 D 类医疗器械注册证（注册证编号：2402995DKLH/BYTHTTB），成为首个在海外获批重组 III 型人源化胶原蛋白注射用医疗器械的企业，覆盖 2mg 至 10mg 多规格，适应于面部皱纹修复，标志着其国际化战略的实质性突破。在合作与布局层面，公司与国际美妆巨头欧莱雅达成战略合作，为旗下修丽可品牌提供重组胶原蛋白原料，并联合推出高端注射产品“铂研胶原针”，成功切入外资供应链体系。此外，越南市场被视为核心突破口，其医疗器械市场规模预计 2024-2033 年复合增长 9%，且 90% 依赖进口，为锦波提供了增量空间。
- 业务结构上，重组胶原蛋白医疗器械收入占比非常高，且毛利率维持在 95% 左右，显示出公司战略向高附加值的医疗级产品聚焦。2024 年第三季度毛利率虽环比下降 2.06 个百分点至 92.37%，但同比仍提升 2.3 个百分点，主要系高毛利的薇旖美占比持续提升的规模效应。
- 重组胶原蛋白赛道正处于渗透率快速提升阶段。当前国内市场仍以锦波生物的薇旖美为唯一三类械产品，稀缺性显著。尽管巨子生物、创健医疗等竞争对手的三类械产品预计将于 2025 年后逐步获批，但公司通过快速迭代新产品（如凝胶类填充剂）、拓展海外市场（越南医疗器械注册证获批）及深化产学研合作（复旦、川大联合实验室技术转化），持续构建研发和临床壁垒。

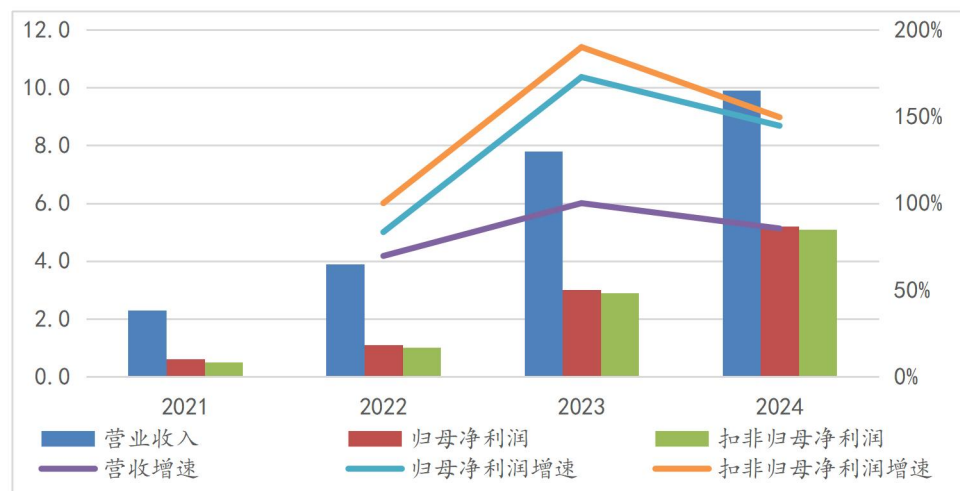
风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、下游需求不如预期等原因，而出现最终结果于分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

一、业务扩张势头强劲

锦波生物在 2024 年前三季度展现出显著的业绩增长动能，营业收入达 9.88 亿元，同比增长 91.16%，归母净利润 5.20 亿元，同比增长 170.42%，呈现收入和利润双高增态势。其中第三季度单季收入 3.86 亿元，同比增长 92.07%，同比增速虽较 2023 年的超 170% 有所回落，但仍维持在接近翻倍水平，核心驱动力来自于其重组胶原蛋白医疗器械产品管线在医美市场的强势渗透。公司 2024 年业绩快报预计归母净利润 7.33 亿元（同比+145%），进一步验证核心产品线仍处于放量周期。

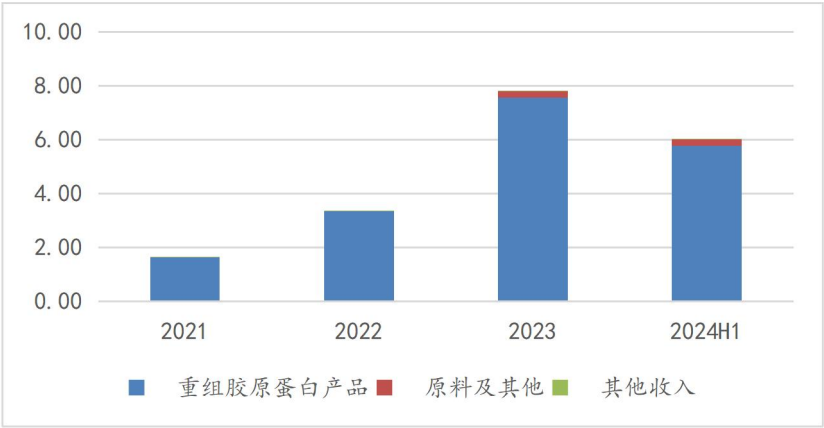
图 1、锦波生物收入和利润持续高增（单位：亿元）



资料来源：上市公司公告、第一创业研究所整理；图中 2024 年数据来自锦波生物 2024 年年度业绩快报公告

这一高增长主要依托于核心产品“重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维”（薇旎美）的市场优势。作为国内首个注射级三类医疗器械产品，薇旎美通过填补重组胶原蛋白在医美填充领域的空白，解决了传统动物源胶原蛋白免疫原性问题和交联剂依赖性痛点，具备高安全性和可降解性。2024 年上半年该产品收入贡献达 4.79 亿元，同比增长 105%，占医疗器械业务收入的 82%，成为核心增长极。同时，公司通过差异化策略推出“3+17 型”联合治疗方案，叠加产品规格多元化（2mg 至 10mg 区间），覆盖从精细纹路到全层抗衰的多层次需求，进一步提升了单客价值和终端机构的服务能力。渠道端已覆盖国内 3000 余家医美机构，并通过与修丽可联合推出铂研胶原针，强化高端市场品牌势能。

图 2、2021-2024H1 公司各产品营收情况（单位：亿元）



资料来源：上市公司公告、第一创业研究所整理

表 1、锦波生物主要产品分类

产品分类	类别	产品	代表性细分产品	下游场景	主要终端
重组胶原蛋白产品	医疗器械	重组人源化胶原蛋白植入剂	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	皮肤科	医疗机构
		重组胶原蛋白皮肤修复敷料	医用 III 型胶原蛋白溶液	皮肤科	医疗机构
			医用无菌 III 型胶原蛋白液	皮肤科	
			医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）	皮肤科	
		重组胶原蛋白黏膜修复敷料	重组人源胶原蛋白阴道敷料	妇科	医疗机构
	功能性护肤品	重组胶原蛋白精华液	164.88 肌频活性蛋白面部精华原液	日用护肤	个人消费者

		胶原蛋白面膜	肌 频 164.88 生 物蛋白面膜	日用护 肤	终端消费者
抗 HPV 生 物蛋白产 品	医疗器械	抗 HPV 生物蛋白 敷料	抗 HPV 生物蛋白 敷料	妇科	医疗机构

资料来源：《锦波生物：招股说明书(注册稿)》、第一创业研究所整理

二、初步确立了全球化布局框架

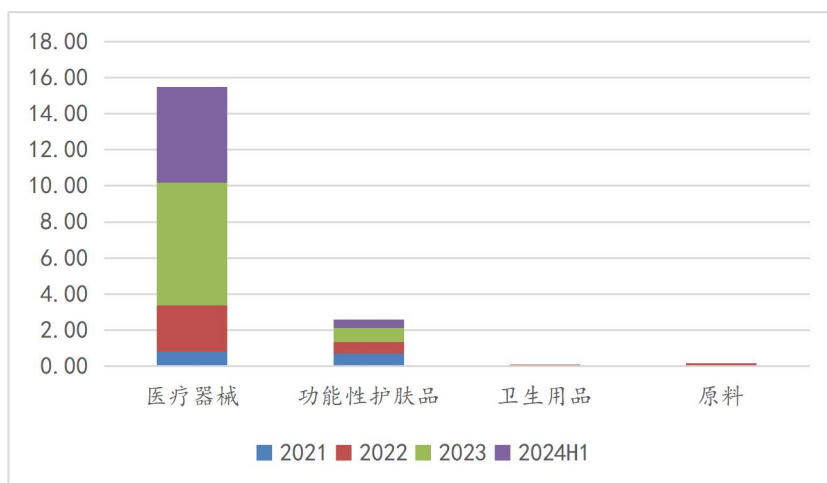
海外业务扩展方面展现出显著进展。2024 年，公司通过获得越南 D 类医疗器械注册证（注册证编号：2402995DKLH/BYTHTTB），成为首个在海外获批重组 III 型人源化胶原蛋白注射用医疗器械的企业，覆盖 2mg 至 10mg 多规格，适应于面部皱纹修复，标志着其国际化战略的实质性突破。同期，公司通过参加法国 In-cosmetics Global 展会、亚洲医学美容大会 AMAC2024 及美国纽约化妆品展览会等国际舞台，提升了品牌在全球市场的曝光度和影响力。

在合作与布局层面，公司与国际美妆巨头欧莱雅达成战略合作，为旗下修丽可品牌提供重组胶原蛋白原料，并联合推出高端注射产品“铂研胶原针”，成功切入外资供应链体系。此外，越南市场被视为核心突破口，其医疗器械市场规模预计 2024-2033 年复合增长 9%，且 90%依赖进口，为锦波提供了增量空间。未来公司计划以越南为起点辐射东南亚及其他海外市场，后续动作可能包括更多国家注册证申请及本土化营销网络建设。

三、高利润产品占比逐步提升

业务结构上，重组胶原蛋白医疗器械收入占比非常高，且毛利率维持在 95%左右，显示出公司战略向高附加值的医疗级产品聚焦。2024 年第三季度毛利率虽环比下降 2.06 个百分点至 92.37%，但同比仍提升 2.3 个百分点，主要系高毛利的薇旎美占比持续提升的规模效应。功能性护肤品及原料业务虽增速较低（2023 年护肤品营收同比增长 12%，原料增长 43%），但前者通过与欧莱雅合作进入国际供应链，后者则通过 3kDa 小分子胶原技术突破打开高端市场，为长期发展提供储备。

图 3、2021-2024H1 重组胶原蛋白细分产品营收情况（单位：亿元）



资料来源：上市公司公告、第一创业研究所整理

从行业趋势看，重组胶原蛋白赛道正处于渗透率快速提升阶段。当前国内市场仍以锦波生物的薇旎美为唯一三类械产品，稀缺性显著。尽管巨子生物、创健医疗等竞争对手的三类械产品预计将于 2025 年后逐步获批，但公司通过快速迭代新产品（如凝胶类填充剂）、拓展海外市场（越南医疗器械注册证获批）及深化产学研合作（复旦、川大联合实验室技术转化），持续构建研发和临床壁垒。

图 4、2017 年至 2027 年中国功效性护肤品市场规模（零售额）



资料来源：巨子生物聆讯后资料集、第一创业研究所整理

此外，公司现金流指标优化明显，2024 年前三季度经营性现金流净额同比增长 198%，反映销售回款能力提升，为后续研发投入和产能扩建提供支撑。

综合而言，锦波生物现阶段核心竞争力在于技术领先形成的强护城河，以及先发优

势下的渠道卡位能力。但需关注到行业竞争加剧风险及监管政策变化对产品推广节奏的影响。未来需跟踪管线新品（如妇科用凝胶、面中部增容产品）获批进度及国际化布局效果，以评估长期增长持续性。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140