

美容护理

2025 年 04 月 13 日

锦波生物 (832982)

——重磅胶原填充产品获批，或推动行业格局重塑

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 11 日

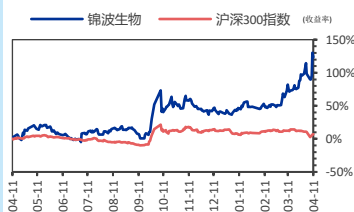
收盘价 (元)	339.01
一年内最高/最低 (元)	367.00/142.60
市净率	22.8
股息率% (分红/股价)	0.59
流通 A 股市值 (百万元)	15,558
上证指数/深证成指	3,238.23/9,834.44

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	14.88
资产负债率%	28.84
总股本/流通 A 股 (百万)	89/46
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818x
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**近日，由公司自主研发的第三类医疗器械“注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶”（注册编号为：国械注准 20253130751）正式获得国家药品监督管理局批准上市。产品适用于矫正中面部容量缺失和/或中面部轮廓缺陷，是一款填充材料。
- **凝胶产品采用自组装、自交联技术，安全性高，具有良好的即刻填充效果和长效支撑作用。**凝胶核心成分重组Ⅲ型人源化胶原蛋白不含外源基因序列，消除免疫原性隐患，在无外源交联剂参与情况下自交联形成凝胶状态，无生物毒性。常见的交联透明质酸钠产品是物理体积充填剂，诱导组织再生的能力有限，凝胶产品一是直接补充“蜂巢样”胶原组织，达到面部增容；二是通过改善细胞外环境和调控细胞行为促进“新生的”细胞外基质再生，实现长期稳定的物理支撑及组织容量修复。
- **填充类产品市场容量可观，凝胶设计贴合需求，可共享微医美渠道及运营资源，看好重磅单品潜力。**据智研咨询，2023 年国内医美注射剂市场规模约 1500 亿元，其中透明质酸钠市场份额为 51%，约 765 亿元，按出厂至终端加价倍率 4x 估算，透明质酸钠出厂规模约 191 亿元。透明质酸钠高端市场由艾尔建、高德美等外资主导，对高质价比国货的需求更为迫切。凝胶产品胶原蛋白浓度为 16.00mg/ml，设置 0.5ml/支、1.0ml/支、1.5ml 支、2.0ml/支四个规格，为产品系列化发展留足空间。产品采用无菌预灌封注射器包装，2 年货架有效期，为产品临床应用提供极大便利。公司微医美系列已覆盖 3000 多家医美机构，渠道及运营资源可复用至凝胶产品，助推产品放量。
- **公司填充类项目储备充足，看好产品矩阵化发展。**从相关专利布局看，公司 2023 年申请发明专利“一种具有生物活性的可透皮光固化成形水凝胶及其制备方法与应用”，用以满足临床上对不规则缺损的填充要求，提供更好的软组织填充效果；2024 年申请发明专利“一种新型重组人源化胶原蛋白水凝胶制备方法”，该发明确定了适合于重组人源化胶原蛋白，特别是具有三螺旋结构的重组人源化胶原蛋白的醛类交联剂和最适反应条件，水凝胶核心成分为重组人源化Ⅱ型、Ⅲ型和 XVII 型胶原蛋白中的一种或多种。
- **上调 2024-2026 年盈利预测，维持“买入”评级。**基于业绩快报数据，我们上调 2024 年盈利预测，考虑凝胶产品上市销售将增厚业绩，我们上调 2025-2026 年盈利预测。预计公司 24-26 年归母净利润分别为 7.33/11.85/15.73 亿元（原值为 7.25/10.06/13.26 亿元），对应当前（2025/04/11 收盘）PE 倍数分别为 41X/25X/19X。公司综合实力突出，领航重组胶原蛋白产业化进程。短期医美为第一大驱动，增长势能强劲，中长期多应用接力，打开成长空间。维持“买入”评级。

风险提示：新品放量不及预期、在研产品临床试验失败、行业竞争加剧、行业政策收紧等

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	780	988	1,447	2,484	3,416
同比增长率 (%)	100.0	91.2	85.4	71.7	37.5
归母净利润 (百万元)	300	520	733	1,185	1,573
同比增长率 (%)	174.6	170.4	144.6	61.6	32.8
每股收益 (元/股)	4.64	5.87	8.28	13.38	17.77
毛利率 (%)	90.2	92.4	92.9	91.0	90.4
ROE (%)	31.4	39.5	47.7	47.3	42.3
市盈率	100		41	25	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	390	780	1,447	2,484	3,416
其中: 营业收入	390	780	1,447	2,484	3,416
减: 营业成本	57	77	103	223	327
减: 税金及附加	7	8	15	26	36
主营业务利润	326	695	1,329	2,235	3,053
减: 销售费用	105	165	272	431	594
减: 管理费用	45	92	113	188	273
减: 研发费用	45	85	83	225	342
减: 财务费用	8	11	10	8	7
经营性利润	123	342	851	1,383	1,837
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-2	-4	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-2	-3	0	0	0
加: 投资收益及其他	7	13	9	10	11
营业利润	126	348	862	1,392	1,848
加: 营业外净收入	1	3	0	0	0
利润总额	127	351	862	1,392	1,848
减: 所得税	18	52	128	207	275
净利润	109	299	733	1,185	1,573
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	109	300	733	1,185	1,573

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。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。

权均属本公司。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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。