

锦波生物 (832982)

首款注射用重组胶原蛋白凝胶获批，打开成长新蓝海

买入 (维持)

2025年04月15日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	390.20	780.26	1,429.78	2,170.77	3,039.36
同比 (%)	67.15	99.96	83.24	51.83	40.01
归母净利润 (百万元)	109.18	299.80	733.04	1,114.06	1,560.87
同比 (%)	90.24	174.60	144.51	51.98	40.11
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.23	3.39	8.28	12.59	17.63
P/E (现价&最新摊薄)	306.46	111.60	45.64	30.03	21.44

投资要点

■ **事件:** 锦波生物 2025/4/9 获得国家药品监督管理局颁发的一项第三类医疗器械注册证, 是全球首个重组III型人源化胶原蛋白凝胶注射用医疗器械, 由重组III型人源化胶原蛋白和 0.9%生理盐水组成, 胶原蛋白浓度 16.00mg/ml (注册证编号: 国械注准 20253130751), 适用于注射到中面部皮下至骨膜上层, 以矫正中面部容量缺失和/或中面部轮廓缺陷。

■ **全球首款注射用重组III型人源化胶原蛋白凝胶产品获批, 技术领跑全球。** 该产品是国际首个通过自组装、自交联技术, 消除了毒性风险, 显著提升生物安全性, 同时直接补充“蜂巢样”胶原组织和促进新生细胞外基质再生的双重机制, 实现了即刻物理填充与长效支撑的双效协同。此外, 公司目前国内共获批 3 款重组胶原蛋白三类械产品, 搭建全剂型产品矩阵 (溶液、凝胶、固体), 精准匹配临床多样化需求, 进一步拓宽应用场景。

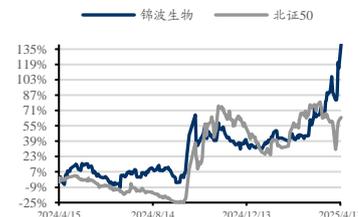
■ **薇旎美仍处于快速成长期, C 端影响力持续提升。** 2023 年底以来, 公司开始布局“3+17”全程抗衰治疗方案, 将 100%人源化的III型+XVII型胶原蛋白联合应用, 覆盖表皮、基底膜和真皮三个层次, 利于巩固公司精准抗衰的定位。同时公司不断加强薇旎美 C 端品牌影响力, 与分众传媒达成战略合作, 积极赋能多家医美机构, 推广“想变美, 打薇旎美”, 2024 年合作覆盖 20+个核心城市, 联动 80+家在区域有影响力的医美机构。

■ **长期看, 出海全球化打开公司成长空间。** 中国在重组胶原技术的应用上, 具备领先优势, 锦波生物作为重组胶原医美注射龙头公司, 2024/11/2 获得越南主管当局颁发的 D 类医疗器械注册证, 进一步拓展海外市场, 开启国际化新篇章, 跨出医美产品出海的重要一步, 海外重组人源化胶原蛋白销售想象空间大, 有望打开公司长期成长空间。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司作为目前市场上唯一获批生产重组人源化胶原蛋白植入剂企业, 三类械产品薇旎美持续快速放量, 自 2021 年获批上市以来, 薇旎美 3 年多累计销售量超 100 万支, 同时在研储备丰富, 长期健康增长可期。考虑到公司薇旎美销售持续超预期且凝胶产品获批打开成长空间, 我们维持 2024 年归母净利润预测 7.3 亿元, 将公司 2025-26 年归母净利润 10.1/13.0 亿元上调至 11.1/15.6 亿元, 分别同比 +145%/+52%/+40%, 对应 PE 分别为 46/30/21X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业竞争加剧、新品推广不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	378.00
一年最低/最高价	142.60/378.00
市净率(倍)	25.40
流通 A 股市值(百万元)	17,650.39
总市值(百万元)	33,457.46

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.88
资产负债率(% ,LF)	28.84
总股本(百万股)	88.51
流通 A 股(百万股)	46.69

锦波生物三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	753	1,407	2,608	4,291	营业总收入	780	1,430	2,171	3,039
货币资金及交易性金融资产	519	1,023	2,051	3,530	营业成本(含金融类)	77	109	141	182
经营性应收款项	147	260	389	539	税金及附加	8	19	28	40
存货	66	87	114	150	销售费用	165	257	397	562
合同资产	0	0	0	0	管理费用	92	129	195	274
其他流动资产	20	37	54	72	研发费用	85	86	141	198
非流动资产	682	831	913	982	财务费用	11	0	0	0
长期股权投资	0	2	4	6	加:其他收益	13	24	37	46
固定资产及使用权资产	454	491	537	571	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	132	152	167	182	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	25	26	27	28	减值损失	(7)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	21	39	57	75	营业利润	348	855	1,305	1,830
其他非流动资产	50	120	120	120	营业外净收支	3	6	4	4
资产总计	1,435	2,237	3,521	5,274	利润总额	351	861	1,309	1,834
流动负债	262	394	519	661	减:所得税	52	128	195	273
短期借款及一年内到期的非流动负债	102	156	188	214	净利润	299	733	1,114	1,561
经营性应付款项	54	77	100	130	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	25	42	54	87	归属母公司净利润	300	733	1,114	1,561
其他流动负债	81	119	176	230	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.39	8.28	12.59	17.63
非流动负债	219	245	290	340	EBIT	363	861	1,309	1,834
长期借款	31	24	24	24	EBITDA	404	911	1,367	1,907
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	90.16	92.40	93.50	94.00
租赁负债	120	160	205	255	归母净利率(%)	38.42	51.27	51.32	51.36
其他非流动负债	68	62	62	62	收入增长率(%)	99.96	83.24	51.83	40.01
负债合计	481	640	809	1,001	归母净利润增长率(%)	174.60	144.51	51.98	40.11
归属母公司股东权益	954	1,598	2,712	4,273					
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)					
所有者权益合计	953	1,598	2,712	4,273					
负债和股东权益	1,435	2,237	3,521	5,274					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	296	703	1,087	1,542	每股净资产(元)	14.01	18.06	30.64	48.28
投资活动现金流	(151)	(191)	(136)	(139)	最新发行在外股份(百万股)	89	89	89	89
筹资活动现金流	245	(7)	77	76	ROIC(%)	33.19	46.64	43.98	39.55
现金净增加额	389	504	1,028	1,479	ROE-摊薄(%)	31.44	45.87	41.08	36.53
折旧和摊销	49	50	58	73	资产负债率(%)	33.56	28.59	22.98	18.98
资本开支	(152)	(141)	(116)	(119)	P/E(现价&最新股本摊薄)	111.60	45.64	30.03	21.44
营运资本变动	(69)	(72)	(81)	(88)	P/B(现价)	26.99	20.93	12.34	7.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>