

锦波生物 (832982.BJ)

24 年业绩表现亮眼，25 年拟推出股权激励

核心观点:

- **24 年报及 25 年一季报发布，业绩表现亮眼。**公司 2024 年实现营业收入 14.43 亿元 (yoy+84.92%)、归母净利润 7.32 亿元 (yoy+144.27%)、扣非归母净利润 7.12 亿元 (yoy+149.15%)。单季度来看，公司 24 年四季度实现营业收入 4.54 亿元 (yoy+72.65%)、归母净利润 2.12 亿元 (yoy+97.50%)、扣非归母净利润 2.01 亿元 (yoy+97.09%)；公司 25 年一季度实现营业收入 3.66 亿元 (yoy+62.51%)、归母净利润 1.69 亿元 (yoy+66.25%)、扣非归母净利润 1.67 亿元 (yoy+70.92%)。
- **医疗器械业务持续高速增长。**分业务来看：(1) 医疗器械 24 年实现收入 12.53 亿元 (yoy+84.37%)，占比 86.89%，毛利率 95.03%，同比 +1.85pct。其中单一材料医疗器械实现收入 11.28 亿元 (yoy+99.69%)，占比 78.20%，同比 +1.27pct，复合材料医疗器械 1.25 亿元 (yoy+9.03%)，同比 -2.67pct。(2) 功能性护肤品 24 年实现收入 1.42 亿元 (yoy+86.83%)，毛利率 70.41%，同比 +2.62pct。其中单一成分功能性护肤品收入 0.34 亿元 (yoy+103.94%)，毛利率 86.97%，同比 -2.79pct，复合成分功能性护肤品 1.08 亿元 (yoy+82.07%)，毛利率 65.26%，同比 +3.58pct。(3) 原料及其他小计 24 年实现收入 0.46 亿元 (yoy+89.07%)；(4) 其他业务 24 年实现收入 1.62 亿元。
- **拟推出股权激励，彰显公司发展信心。**根据股权激励计划，向包括 4 位高管在内的 87 人以 276 元/份授予 100 万份（首次 80 万份，预留 20 万份），业绩考核目标为 2025-2027 年剔除股权激励费用后的扣非归母净利润分别不低于 10/14/18 亿元。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 12.74/17.54/22.66 元/股，对应 PE31.88x/23.17x/17.93x。参考可比公司估值，我们认为适合给予公司 2025 年 35xPE 估值，对应合理价值 446.03 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**研发进展不达预期；商业化推广不达预期；市场竞争加剧。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	780	1443	2202	3108	3996
增长率 (%)	100.0%	84.9%	52.6%	41.2%	28.5%
EBITDA (百万元)	404	929	1408	1930	2480
归母净利润 (百万元)	300	732	1128	1552	2006
增长率 (%)	174.6%	144.3%	54.0%	37.6%	29.2%
EPS (元/股)	3.57	8.27	12.74	17.54	22.66
市盈率 (P/E)	73.18	25.03	31.88	23.17	17.93
ROE (%)	31.4%	47.7%	50.0%	47.9%	44.4%
EV/EBITDA	43.35	18.97	24.71	17.67	13.36

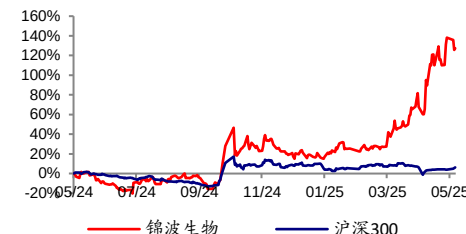
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	406.30 元
合理价值	446.03 元
报告日期	2025-05-09

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-38003671

分析师:

李桢桐



SAC 执证号: S0260523080002



liyatong@gf.com.cn

请注意，李桢桐并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、重组胶原蛋白终端应用场景丰富，市场前景广阔	4
（一）胶原蛋白是人体组织器官的主要结构蛋白，发挥多种重要功能	4
（二）重组胶原蛋白优势明显，市场规模快速增长	5
二、锦波生物：胶原蛋白行业领头羊	8
三、盈利预测和投资建议	10
四、风险提示	13

图表索引

图 1: 胶原蛋白常见于身体多个部位, 发挥多种重要生物学功能.....	4
图 2: 胶原蛋白三维螺旋结构示意图(左)/重组胶原蛋白在各表达系统中的表达情况(右)	5
图 3: 2017 年-2027 年(预计)中国胶原蛋白市场技术路径市场规模(十亿元)细分(按零售额计)	8
表 1: 三类重组胶原蛋白技术分类与产品特点对比.....	6
表 2: 胶原蛋白相关政策频繁出台, 规范并推动行业高质量发展.....	7
表 3: 重组胶原蛋白代表产品	9
表 4: 锦波生物收入及毛利拆分(百万元)	11
表 5: 可比公司估值(数据统计截至 2025/5/8)	12

一、重组胶原蛋白终端应用场景丰富，市场前景广阔

（一）胶原蛋白是人体组织器官的主要结构蛋白，发挥多种重要功能

胶原蛋白是人体主要的细胞外基质（ECM），是人体组织器官的主要结构蛋白，约占人体蛋白质总量的30-40%，发挥多种重要生物学功能。胶原蛋白常见于皮肤、血管、肌腱、筋膜等部位，发挥多种重要的生物学功能。人类目前已发现 28 种型别的胶原蛋白，分布在人体不同的组织器官，全方位参与人体组织器官的修复和再生。

图 1：胶原蛋白常见于身体多个部位，发挥多种重要生物学功能



数据来源：锦波生物招股说明书，广发证券发展研究中心

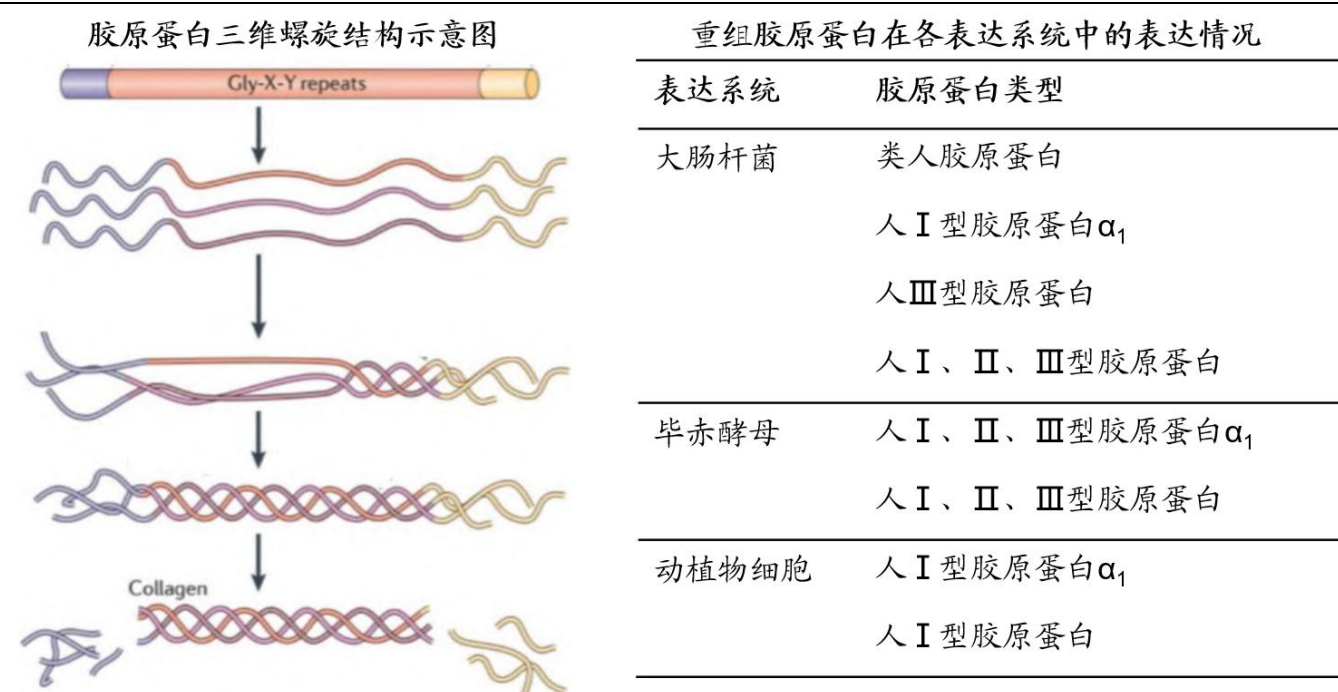
胶原蛋白由特殊的三重螺旋结构链组合而成，原胶原为胶原蛋白的基本结构单元，每条原胶原链大约含有1000个氨基酸单体。原胶原肽链的一级结构具有(Gly-X-Y) n 重复单位，其中X和Y可以为任意一种氨基酸，通常为脯氨酸和羟脯氨酸，少数为赖氨酸和羟赖氨酸。目前已发现了至少49种胶原蛋白编码，可形成的胶原蛋白类型达28种。根据胶原蛋白在体内的分布以及功能特点，可分为间质胶原、基底膜胶原和细胞外周胶原。根据其结构的不同，又可分为微纤维胶原、类纤维胶原、成纤维胶原、成网状胶原、跨膜胶原、锚定胶原等。其中纤维胶原在组织中分布最广，根据类型可以分为：I型胶原、II型胶原、III型胶原、IV型胶原等。其中I型和III型胶原蛋白主要存在于皮肤、肌腱、韧带、关节等结缔组织中，构成细胞外基质网状结构，是真皮层中最主要的胶原蛋白类型，起到支撑、连接真皮组织的作用，因此I型和III型胶原蛋白是治疗由于萎缩或迁移而引起的皮肤体积消耗的常见材料选择之一。胶原蛋白具有低免疫原性、与细胞外基质的强相互作用性能、生物相容性和可降解性

等生物特性，同时凭借其自身的机械强度，可在人体内作为填充材料使用。

（二）重组胶原蛋白优势明显，市场规模快速增长

胶原蛋白根据原材料的来源可分为动物组织提取的动物源胶原蛋白和生物合成的重组胶原蛋白。动物源胶原蛋白获取方式主要为通过从牛皮、猪皮、鱼皮等胶原含量高的动物组织中进行提取，主要应用于止血海绵、凝胶剂、生物敷料、人工骨及护肤品等产品。但动物源的大分子胶原蛋白存在一些缺陷：（1）存在潜在的传染病危险；（2）存在引起机体排斥反应炎症的风险；（3）排斥反应导致的高吸收率使治疗频次增加、成本增加的风险。此外，动物源胶原蛋白的提取过程还存在高成本、重污染、获取率低等缺陷。因此，基于基因工程技术生产的重组胶原蛋白近年来得到快速发展。

图 2：胶原蛋白三维螺旋结构示意图（左）/重组胶原蛋白在各表达系统中的表达情况（右）



数据来源：CNKI（《重组胶原蛋白研究进展及应用》-查青青）、广发证券发展研究中心

重组胶原蛋白是采用重组DNA技术，对编码所需人胶原蛋白质的基因进行遗传操作和修饰，利用质粒或病毒载体将目的基因带入适当的宿主细胞中，表达翻译成胶原蛋白或类似胶原蛋白的多肽，经过提取和纯化等步骤制备而成。重组胶原蛋白的具体生产工艺为：将来自人体胶原蛋白的mRNA经逆转录合成cDNA，随后进行酶切，再通过特定序列的整理缝合、与特定表达载体连接，转入大肠杆菌或毕赤酵母中，获得相对较高的表达量；通过发酵、分离、纯化手段生产生物重组胶原蛋白是利用结构生物学、基因重组工程等技术，以人特定型别胶原蛋白功能区基因编码为模板，进行筛选、制备得到与人胶原蛋白氨基酸序列相同或类似的一类新型生物材料。其中，与人胶原蛋白全长或部分氨基酸序列一致的为重组人源化胶原蛋白。目前，已有许多重组表达系统被应用于胶原蛋白的重组表达，如大肠杆菌、酵母、动物细胞、

转基因动物和转基因植物等。相较于动物源性胶原蛋白，重组胶原蛋白不含非人胶原蛋白的序列片段，具有生物活性及生物相容性更高、免疫原性更低、漏检病原体隐患风险更低、水溶性更佳、无细胞毒性及可进一步加工优化等固有优势。此外，重组胶原蛋白的变性温度在72℃以上，而动物源性胶原蛋白的变性温度为40℃，因此重组胶原蛋白更容易运输及储存。

根据《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》，重组技术可分为三类：（1）重组类胶原蛋白：由人体胶原蛋白功能区域的mRNA逆转录为cDNA，并重组修饰后形成的特定基因编码的氨基酸序列或片段，主要企业为巨子生物；（2）重组人源化胶原蛋白：由人体中胶原蛋白功能区基因序列的部分区域重组制成的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长或部分氨基酸序列片段，或含人胶原蛋白功能片段的组合，主要企业为锦波生物、创健医疗等；（3）重组人胶原蛋白：具备三螺旋结构的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长氨基酸序列，目前尚无规模企业达到全人源重组水平。重组胶原蛋白的核心区别在于表达体系建立、宿主选择、蛋白表达等，随着基因序列同源性和相似度的提升，胶原载体表达产率和生物活性功能出现相应提升。

表 1：三类重组胶原蛋白技术分类与产品特点对比

类型	重组类人胶原蛋白	重组人源化胶原蛋白	重组人胶原蛋白
技术方式	由DNA重组技术制备经设计、修饰后的特定基因编码的氨基酸序列或其片段，或是功能性氨基酸序列片段的组合；其基因编码序列或氨基酸序列与人胶原蛋白的基因编码序列或氨基酸序列同源性低	由DNA重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长或部分氨基酸序列片段，或是含人胶原蛋白功能片段的组合	由DNA重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长氨基酸序列，且有三螺旋结构
优点	可加工性、无病毒隐患、良好的水溶性、生产工艺稳定、排异反应低	具有人胶原蛋白的各种功能、水溶性好、生物活性高、组织相容性高、无免疫排斥和过敏反应，能进行规模化稳定生产	热原含量低，可用于医药领域，可避免动物源胶原蛋白应用于人体时引起较强免疫反应问题
缺点	提纯过程中存在病毒和过敏原隐患	研发周期长，研发成本及生产成本较高	具备大量重复的人重组胶原蛋白氨基酸序列，难以选出合适抗体
载体表达率及生物活性	☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆☆

数据来源：《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》、锦波生物招股说明书，广发证券发展研究中心

自2017年《医疗器械分类目录》将手术器械、骨科填充和修复材料、植入剂、支架材料、外科及创面敷料等胶原蛋白产品均纳入三类医疗器械管理后，国家药监部门出台多个文件规范重组胶原蛋白行业正规化发展。2022年4月，药监局发布《重组人源化胶原蛋白医疗器械行业标准立项的通知》，重组人源化胶原蛋白行业标准逐渐建立。

表 2：胶原蛋白相关政策频繁出台，规范并推动行业高质量发展

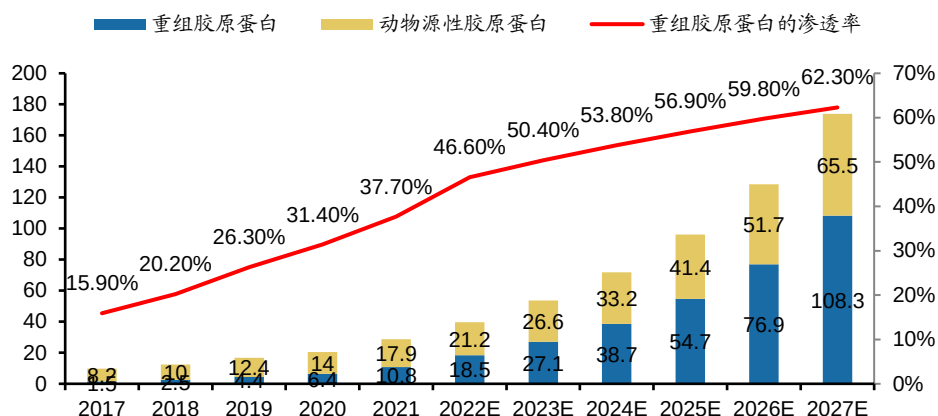
政策	颁布日期	颁布主体	政策要点
《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准的公告	2023.01	国家药监局	标志着我国重组人源化胶原蛋白行业迎来正式标准。
《关于征求<重组人源化胶原蛋白>行业标准意见的通知》	2022.07	国家药品监督管理局医疗器械标准管理研究所	重组人源化胶原蛋白“具有型别明确、组织生物相容性高、水溶性好、结构明确、生物活性优、可稳定大规模生产等优势。作为重要的生物医学材料和工业材料，重组人源化胶原蛋白预计将在手术缝合线、止血纤维、代血浆、水凝胶、敷料、人工皮肤、人工血管、人工骨和骨修复、角膜、神经修复等临床应用中将发挥重大的作用。
《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准立项的通知》	2022.04	国家药监局综合司	为鼓励重组人源化胶原蛋白新型生物材料研发创新，推动医疗器械产业高质量发展，结合产业发展和监管工作需要，国家药品监督管理局批准《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准制修订项目立项。并要求采用快速程序开展标准制订。因此，重组人源化胶原蛋白作为一种生物医用材料拥有广阔的应用前景。
《重组胶原蛋白行业标准》	2022.01	国家药监局	规定重组胶原蛋白质量控制要求、检测指标及检测方法等，该标准于2022年8月1日起实施。
《重组胶原蛋白类医疗产品分类界定原则》	2021.04	国家药监局	进一步加强重组胶原蛋白类医疗产品监督管理，明确管理属性与管理类别的判定，降低产品类别辨识成本，推动产业高质量发展。
《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》	2021.03	国家药监局	重组胶原蛋白生物材料名称由核心词和特征词组成，按“特征词（如有）+核心词（A+B）”结构编制。可将核心词的“重组”置于名称之首。进一步规范重组胶原蛋白生物材料命名，推动新型生物材料高质量发展。
《关于重组胶原蛋白等2项医疗器械行业标准立项的通知》	2021.03	国家药监局	批准《重组胶原蛋白》和《组织工程医疗器械产品胶原蛋白第3部分，胶原蛋白含量检测-液相色谱仪-质谱法》2项医疗器械行业标准制修订项目立项。
《医疗器械分类目录》	2017.08	国家药监局	手术器械、骨科填充和修复材料、植入剂、支架材料、外科及创面敷料等胶原蛋白产品均纳入三类医疗器械管理。

数据来源：国家药监局，锦波生物招股说明书，广发证券发展研究中心

据巨子生物招股书中引用的弗若斯特沙利文数据，按零售额计算，中国重组胶原蛋白产品的市场规模从2017年的人民币15亿元增至2021年的人民币108亿元，未来预计将进一步以42.4%的复合年增长率从2022年的185亿元增至2027年的1083亿元。2021年动物性胶原蛋白产品终端市场规模约为179亿元，2017年至2021年复合增速为21.8%，重组胶原蛋白产品终端市场规模约为108亿元，2017年至2021年复合增

速为63.0%。此外，重组胶原蛋白产品在整个胶原蛋白产品市场中的渗透率从2017年的15.9%增至2021年的37.7%，且预计将进一步从2022年的46.6%增至2027年的62.3%。

图 3：2017年-2027年（预计）中国胶原蛋白市场技术路径市场规模（十亿元）细分（按零售额计）



数据来源：巨子生物招股说明书、弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

二、锦波生物：胶原蛋白行业领头羊

锦波生物是一家基于生命科学，应用结构生物学、蛋白质理性设计等前沿技术，系统性从事功能蛋白结构解析、功能发现、创新设计、规模化产业化及应用研究的公司。公司被评为国家级专精特新“小巨人”企业、山西省重点产业链合成生物产业链“链主”企业。

公司的核心业务为以A型重组人源化胶原蛋白为核心原材料制备的高端植入级医疗器械的研发、生产及销售。公司终端产品主要应用于注射类医学抗衰老、医疗美容整形领域；其次应用于妇科、外科、皮肤科、五官/口腔科、肛肠科等科室的修复性治疗；此外，也少量用于抗衰修复类护肤领域。

公司在国际范围内首次完成了重组Ⅲ型人源化胶原蛋白从无到有、从0-1的突破。公司完成了重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维、溶液、凝胶三种剂型的原材料及产品开发，开辟了生命材料全新赛道。根据公司24年年报披露，公司研发制备的重组Ⅲ型人源化胶原蛋白具有以下突破：（1）实现安全性突破：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，目前临床应用超200万支，未见免疫原性；（2）实现有效性突破：重组Ⅲ型人源化胶原蛋白具有明确的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（PDB）收录；（3）实现应用场景突破：其具有高于人体I型和Ⅲ型胶原蛋白的细胞粘附性，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。

公司注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶成功上市，有望为公司持续提供增长动力。2024年公司完成了重组人源化胶原蛋白自组装自交联特性研究，并于报告期后取得

了国家药品监督管理局颁发的第三类医疗器械注册证——注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶，该产品具有“164.88°三螺旋”结构，可自组装自交联成凝胶，且不含交联剂。

表 3：重组胶原蛋白代表产品

产品	注册/备案类型	注册证	产品图	产品用途
注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶	Ⅲ类医疗器械	注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶	-	适用于矫正中面部容量确实和/或中面部轮廓缺陷，注射层次为中面部皮下至骨膜上层。该产品注射后可对细胞、组织起支撑作用
重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	Ⅲ类医疗器械	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维		用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹(包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹)。
医用重组人源胶原蛋白功能敷料(凝胶型)(无菌型)	Ⅱ类医疗器械	医用重组人源胶原蛋白功能敷料(凝胶型)(无菌型)		1.预防整形切口的疤痕形成及色素沉着;2.对皮肤浅表损伤可止血、止痛,促进创面愈合。
医用无菌Ⅲ型胶原蛋白液	Ⅱ类医疗器械	医用无菌Ⅲ型胶原蛋白液		可物理性阻隔创面,适用于术后非慢性创面的护理与修复
医用Ⅲ型胶原蛋白溶液	Ⅱ类医疗器械	医用Ⅲ型胶原蛋白溶液		1.促进术后创面愈合、止血,预防疤痕形成及色素沉着;2.用于浅表损伤的修复。
重组人源胶原蛋白阴道敷料	Ⅱ类医疗器械	重组人源胶原蛋白阴道敷料		1.改善阴道萎缩,增加阴道弹性,减轻性交疼痛;2.提高阴道湿润度,改善阴道干燥状态,减轻外阴干涩刺痛症状,缓解阴道干燥引起的瘙痒、灼热。用于阴道粘膜皸裂的修复及弥漫性浅表出血的止血。
164.88肌频活性蛋白面部精华原液	化妆品	-		长期使用改善Ⅲ型胶原蛋白缺失引起的皮肤干燥、粗糙、皱纹现象,令皮肤细致饱满、弹润幼滑。
肌频164.88生物蛋白面膜	化妆品	-		滋养修护细腻皮肤,补充皮肤中的水分,长期使用改善胶原蛋白缺失引起的皮肤干燥、粗糙、皱纹现象,令皮肤细致饱满、弹润幼滑。

数据来源：《关于获得第三类医疗器械注册证的公告》、锦波生物招股说明书，广发证券发展研究中心

24年报及25年一季报发布，业绩表现亮眼。公司2024年实现营业收入14.43亿元（yoy+84.92%）、归母净利润7.32亿元（yoy+144.27%）、扣非归母净利润7.12亿元（yoy+149.15%）。单季度来看，公司24年四季度实现营业收入4.54亿元（yoy+72.65%）、归母净利润2.12亿元（yoy+97.50%）、扣非归母净利润2.01亿元（yoy+97.09%）；公司25年一季度实现营业收入3.66亿元（yoy+62.51%）、归母净利润1.69亿元（yoy+66.25%）、扣非归母净利润1.67亿元（yoy+70.92%）。

医疗器械业务持续高速增长。分业务来看：（1）医疗器械24年实现收入12.53亿元（yoy+84.37%），占比86.89%，毛利率95.03%，同比+1.85pct。其中单一材料医疗器械（薇旎美为主）实现收入11.28亿元（yoy+99.69%），占比78.20%，毛利率96.83%，同比+1.27pct，复合材料医疗器械1.25亿元（yoy+9.03%），毛利率78.79%，同比-2.67pct。（2）功能性护肤品24年实现收入1.42亿元（yoy+86.83%），毛利率70.41%，同比+2.62pct。其中单一成分功能性护肤品收入0.34亿元（yoy+103.94%），毛利率86.97%，同比-2.79pct，复合成分功能性护肤品1.08亿元（yoy+82.07%），毛利率65.26%，同比+3.58pct。（3）原料及其他小计24年实现收入0.46亿元（yoy+89.07%）；（4）其他业务24年实现收入1.62亿元。

研发进展顺利，注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶获批。据公司《关于获得第三类医疗器械注册证的公告》，公司注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶于2025年4月9日获批，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。该产品是国际首个通过自组装、自交联技术，利用合成生物法生产的“注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶”产品。该产品成分单一，不含交联剂或其它化学成分，仅由A型重组Ⅲ型人源化胶原蛋白和0.9%的生理盐水组成，注射层次为中面部皮下至骨膜上层。该产品注射后可对细胞、组织起支撑作用。

拟推出股权激励，彰显公司发展信心。根据股权激励计划，向包括4位高管在内的87人以276元/份授予100万份（首次80万份，预留20万份），业绩考核目标为2025-2027年剔除股权激励费用后的扣非归母净利润分别不低于10/14/18亿元。

三、盈利预测和投资建议

公司的重组胶原蛋白产品和抗HPV生物蛋白产品分别以公司自主研发的重组Ⅲ型胶原蛋白及酸酐化牛 β -乳球蛋白为核心成分，包括医疗器械、功能性护肤品等各类终端产品。

（1）医疗器械：其中单一医疗器械产品（重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维）收入占比较高，增速较快。该产品于2021年9月上市，上市后迅速放量，当前仍处于快速增长阶段。预计医疗器械产品2025-2027年收入增速分别为54.8%/42.4%/28.8%，且随单一医疗器械产品占比逐步提升，毛利率也随之提高，预计2025-2027年毛利率分别为95.57%/95.88%/96.03%。

（2）重组胶原蛋白功能性护肤品：市场竞争较为激烈，但市场增速较快，预计未来将以市场增速为基础增长。预计2025年-2027年收入增速分别为34.8%/29.0%/22.9%。预计随单一成分（胶原蛋白）功能性护肤品占比持续提升，毛利率将呈现缓慢上升趋势，2025-2027年毛利率分别为71.00%/71.49%/71.85%。

表 4: 锦波生物收入及毛利拆分 (百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
医疗器械					
收入	679.96	1,253.63	1,940.64	2,763.86	3,560.86
增长率	122.66%	84.37%	54.80%	42.42%	28.84%
毛利率(%)	93.18%	95.03%	95.57%	95.88%	96.03%
功能性护肤品					
收入	75.93	141.87	191.16	246.53	302.91
增长率	12.00%	86.83%	34.75%	28.96%	22.87%
毛利率(%)	67.79%	70.41%	71.00%	71.49%	71.85%
原料及其他小计					
收入	24.18	45.72	68.58	96.01	129.61
增长率	42.89%	89.07%	50.00%	40.00%	35.00%
毛利率(%)	75.90%	77.55%	77.55%	77.55%	77.55%
其他业务					
收入	0.19	1.62	1.78	1.96	2.16
增长率	98.18%	759.65%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	53.61%	62.24%	62.24%	62.24%	62.24%
合计					
收入	780	1443	2202	3108	3996
增长率	99.97%	84.92%	52.63%	41.15%	28.54%
毛利率	90.16%	92.02%	92.85%	93.35%	93.58%

数据来源: 锦波生物年报, 广发证券发展研究中心

综上,我们预计公司2025年、2026年及2027年营业收入分别为22.02亿元、31.08亿元及39.96亿元,同比增速分别为52.6%、41.2%及28.5%;归母净利润分别为11.28亿元、15.52亿元及20.06亿元,同比增速分别为54.0%、37.6%及29.2%。预计2025-2027年对应EPS分别为12.74元/股、17.54元/股及22.66元/股,对应PE31.88x/23.17x/17.93x。

可比公司方面,锦波生物是一家应用结构生物学、蛋白质理性设计等前沿技术,围绕生命健康新材料和抗病毒领域、系统性从事功能蛋白结构解析、功能发现等基础研究,并运用合成生物学等方法实现功能蛋白的规模化生产的高级技术企业,因此选取百普赛斯、巨子生物等较为有代表性的从事功能蛋白研究与生产的企业作为可比公司。华熙生物也采用合成生物技术生产从原料到医疗器械、护肤品等终端产品,与公司具有一定可比性。此外,锦波生物产品终端销往医疗美容机构占主营业务收入比例逐步提升,与爱美客具有一定可比性。

综上,我们选择爱美客、华熙生物、巨子生物、百普赛斯作为锦波生物的可比公司。参考可比公司估值,我们认为适合给予公司2025年35xPE估值,对应合理价值446.03

元/股，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值（数据统计截至2025/5/8）

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润（百万元）			PE估值水平	
				2024A	2025E	2026E	2025E	2026E
爱美客	300896.SZ	生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，致力于重组蛋白和多肽等生物医药的开发，产品临床应用涵盖医疗美容、外科修复等	518.46	1,957.60	2,192.62	2,509.14	23.65	20.66
华熙生物	688363.SH	以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业	233.28	174.27	476.28	619.20	48.98	37.67
巨子生物	02367.HK	设计开发生产以胶原蛋白为关键生物活性成分的专业皮肤护理产品	787.68	2,074.12	2,587.49	3,202.47	30.44	24.60
百普赛斯	301080.SZ	提供重组蛋白等关键生物试剂产品及技术服务的高新技术企业	58.07	123.83	161.55	207.81	35.94	27.94

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自 Wind 一致预测，时间截至 2025/5/8。

四、风险提示

（一）研发项目进展不达预期的风险

公司目前在研的主要项目为重组人源化胶原蛋白新材料在人体各部位由浅入深，从体表到体腔的应用拓展，其针对的适应症集中于妇科生殖、妇科、外科、泌尿科、骨科、口腔科和心血管科，适应症主要涉及人体体腔及体内的重组人源化胶原蛋白新材料注射应用，技术难度较高，难度较大，存在一定研发项目进展不达预期或失败的风险，可能对公司未来的业绩带来不利影响。

（二）在研项目商业化不达预期的风险

公司在研项目主要为植入剂产品，下游应用主要在医疗场景，对应主要客户为公立医院及医疗美容机构等，由于重组人源化胶原蛋白产品为行业内创新产品，可能会面临公立医院进院流程较长或无法通过审批的情形，导致相关产品市场开拓不及预期。

（三）市场竞争激烈导致公司产品商业化不达预期的风险

公司重组III型胶原蛋白冻干纤维及注射凝胶产品目前竞争力较强，竞争壁垒较高。未来随着竞争对手突破技术、品牌等壁垒进入重组人源化胶原蛋白植入剂领域，行业竞争将会加剧，可能对公司产品经营业绩带来不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	753	1,298	1,935	2,850	4,071
货币资金	519	941	1,390	2,048	2,993
应收及预付	147	228	366	562	772
存货	66	97	131	174	220
其他流动资产	20	32	49	67	86
非流动资产	682	758	911	1,080	1,230
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	361	460	592	707	807
在建工程	132	19	69	119	169
无形资产	25	23	27	31	35
其他长期资产	164	256	223	222	219
资产总计	1,435	2,056	2,846	3,930	5,301
流动负债	262	292	397	523	647
短期借款	69	0	10	20	30
应付及预收	54	52	70	92	114
其他流动负债	139	241	317	411	503
非流动负债	219	233	202	172	142
长期借款	31	80	60	40	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	188	153	142	132	122
负债合计	481	525	598	694	789
股本	68	89	89	89	89
资本公积	331	316	316	316	316
留存收益	555	1,130	1,849	2,839	4,117
归属母公司股东权益	954	1,535	2,254	3,244	4,522
少数股东权益	-1	-4	-6	-8	-10
负债和股东权益	1,435	2,056	2,846	3,930	5,301

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	780	1443	2202	3108	3996
营业成本	77	115	157	207	257
营业税金及附加	8	11	19	28	36
销售费用	165	259	396	575	739
管理费用	92	127	196	280	360
研发费用	85	71	110	187	240
财务费用	11	10	1	3	3
资产减值损失	-3	-14	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	0	0
营业利润	348	854	1319	1820	2353
营业外收支	3	3	2	2	2
利润总额	351	857	1321	1822	2355
所得税	52	126	196	272	351
净利润	299	731	1126	1551	2004
少数股东损益	-1	-1	-2	-2	-2
归属母公司净利润	300	732	1128	1552	2006
EBITDA	404	929	1408	1930	2480
EPS (元)	3.57	8.27	12.74	17.54	22.66

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	296	767	1,124	1,516	1,967
净利润	299	731	1,126	1,551	2,004
折旧摊销	49	66	86	104	123
营运资金变动	-69	-55	-98	-150	-170
其它	16	25	10	11	11
投资活动现金流	-151	-154	-235	-271	-271
资本支出	-152	-156	-272	-268	-268
投资变动	0	0	0	0	0
其他	1	1	36	-3	-3
筹资活动现金流	245	-190	-439	-587	-751
银行借款	18	-20	-10	-10	-10
股权融资	258	0	0	0	0
其他	-32	-170	-429	-577	-741
现金净增加额	389	423	449	658	945
期初现金余额	129	519	941	1,390	2,048
期末现金余额	519	941	1,390	2,048	2,993

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	100.0%	84.9%	52.6%	41.2%	28.5%
营业利润	175.7%	145.4%	54.4%	38.0%	29.3%
归母净利润	174.6%	144.3%	54.0%	37.6%	29.2%
获利能力					
毛利率	90.2%	92.0%	92.9%	93.4%	93.6%
净利率	38.3%	50.7%	51.1%	49.9%	50.2%
ROE	31.4%	47.7%	50.0%	47.9%	44.4%
ROIC	25.6%	42.2%	45.8%	45.3%	42.8%
偿债能力					
资产负债率	33.6%	25.5%	21.0%	17.7%	14.9%
净负债比率	50.5%	34.3%	26.6%	21.5%	17.5%
流动比率	2.87	4.44	4.88	5.45	6.29
速动比率	2.48	3.92	4.34	4.89	5.72
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.83	0.90	0.92	0.87
应收账款周转率	8.54	9.29	9.07	8.09	7.13
存货周转率	1.40	1.41	1.39	1.36	1.30
每股指标 (元)					
每股收益	3.57	8.27	12.74	17.54	22.66
每股经营现金流	4.34	8.67	12.69	17.12	22.22
每股净资产	14.01	17.34	25.47	36.65	51.09
估值比率					
P/E	73.18	25.03	31.88	23.17	17.93
P/B	18.65	11.93	15.95	11.09	7.95
EV/EBITDA	43.35	18.97	24.71	17.67	13.36

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

李安飞：联席首席分析师，中山大学医学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

方程嫣：资深分析师，哥伦比亚大学生物工程学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

李桢桐：资深分析师，复旦大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

田鑫：资深分析师，格拉斯哥大学亚当斯密商学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

王稼宸：高级分析师，悉尼科技大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

李润兰：高级分析师，北京师范大学博士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

龙雪芳：高级研究员，南开大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

王少喆：高级研究员，东南大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。