

2024年11月19日

锦波生物(832982.BJ)

投资评级：买入（首次）

——重组胶原蛋白研究及产业化先行者，未来增长可期

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦
wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024年11月18日

收盘价(元)	224.20
一年内最高/最低(元)	297.80/142.60
总市值(百万元)	19,844.35
流通市值(百万元)	10,288.78
总股本(百万股)	88.51
资产负债率(%)	28.84
每股净资产(元/股)	14.88

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 公司专注于功能蛋白基础研究、开发和产业化，重组胶原蛋白赛道具备领先优势。公司成立于2008年，主业为以A型重组人源化胶原蛋白为核心原料的各类终端医疗器械产品、功能性护肤品的研发、生产及销售，2021年，“重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维”获国家药监局批准上市，是我国自主研制的首个采用新型生物材料重组人源化胶原蛋白制备的医疗器械(三类)。2016-2023年公司营收/归母净利润CAGR分别为47.5%/47.9%，同期毛利率均超80%，收入和利润端均实现高增主因系2021年9月重组胶原蛋白植入剂薇旖美获批上市后迅速放量增长。
- “研发+产品+渠道”构筑核心竞争优势，未来增长可期。1) 研究水平扎实，在研储备项目丰富。公司研发模式以自主研发为主，结合产学研合作，目前已自主形成蛋白结构研究及功能区筛选技术、功能蛋白高效生物合成及转化技术、功能蛋白标准化注射剂研究平台、功能蛋白多维度评估BSL-2实验室及临床前应用平台五大核心技术平台；2) 以重组胶原蛋白为核心，布局多元化领域。大单品薇旖美为当前国内唯一注射级别的重组胶原蛋白生物医用材料，而同类竞品均为动物源胶原蛋白类，重组人源化胶原蛋白性能较动物源具备显著优势，薇旖美具备高稀缺性，享显著先发优势。此外公司还布局敷料业务及功能性护肤品，所处高景气赛道，未来增长空间广阔；3) 直销+经销双管齐下，线上+线下并行。薇旖美销售渠道以线下直销模式为主，21-22年薇旖美直销营收占比均维持70%左右，薇旖美在推广初期机构端需进行技术规范和市场培训，C端需进行客户开发及科普教育，采用直营模式一方面可以严格控价，另一方面公司可直接参与对执业医师及下游经销商的推广业务人员培训过程，并及时感知消费者求美趋势。22年底薇旖美入驻公立医院，我们认为公立医院的专业背书或将助力薇旖美建立更强的消费者心智。此外，二类医疗器械主要以线下经销模式为主，功效性护肤品则线上线下同步销售。
- 盈利预测与评级：我们预计公司24-26年实现营收13.9/20.5/26.4亿元，同比增速分别为78.4%/47.4%/28.9%，实现归母净利润7.2/10.7/13.8亿元，同比增速分别为139.5%/48.6%/29.4%，当前股价对应PE分别为28/19/14倍。作为北交所首家上市的重组胶原蛋白公司，其大单品薇旖美为目前国内唯一可用于注射的重组胶原蛋白三类医疗器械。我们选取A股布局医美的爱美客及华熙生物，及港股布局重组胶原蛋白赛道的巨子生物作为可比公司，2023年可比公司平均PE为34倍，考虑其所处重组胶原蛋白赛道具备较高景气度叠加其余竞品尚未推出，薇旖美具备较高稀缺性及竞争壁垒，我们看好公司具备较强先发优势，且储备产品丰富，后续持续加码研发驱动技术创新，未来随着重组胶原蛋白渗透率的持续提升，公司有望实现收入及利润快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：医疗器械政策变动风险；重组胶原蛋白赛道竞争加剧风险；新品投入市场不及预期风险。

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	390	780	1,392	2,051	2,645
同比增长率(%)	67.15%	99.96%	78.41%	47.37%	28.91%
归母净利润(百万元)	109	300	718	1,067	1,381
同比增长率(%)	90.24%	174.60%	139.52%	48.64%	29.40%
每股收益(元/股)	1.23	3.39	8.11	12.06	15.60
ROE(%)	24.80%	31.44%	42.95%	38.97%	33.52%
市盈率(P/E)	181.77	66.19	27.64	18.59	14.37

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 24-26 年实现营收 13.9/20.5/26.4 亿元，同比增速分别为 78.4%/47.4%/28.9%，实现归母净利润 7.2/10.7/13.8 亿元，同比增速分别为 139.5%/48.6%/29.4%，当前股价对应 PE 分别为 28/19/14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 医疗器械：重组人源化胶原蛋白薇旖美为目前国内唯一可用于注射的重组胶原蛋白三类医疗器械，考虑其所处重组胶原蛋白赛道具备较高景气度叠加公司竞品或 25 年才能推出，当前薇旖美仍具备较高稀缺性及竞争壁垒。23 年 6 月公司推出新品薇旖美至真(10mg/瓶)，在扩充薇旖美的产品矩阵的同时提升客单价，我们认为薇旖美在医美机构端的渗透率仍存在较大空间，薇旖美的持续放量或将驱动医疗器械营收增长，因此预计 24-26 年医疗器械营收分别增长 85%/50%/30%。毛利率方面，随着高毛利率的薇旖美营收贡献比重提升，或将持续拉动医疗器械毛利率的增长，预计 24-26 年医疗器械毛利率分别为 95.0%/95.2%/95.4%；

2) 功能性护肤品：23 年 5 月锦波合成生物产业园一期正式投产，其中 A 型人源化胶原蛋白单一成分无菌化妆品的生产线年产能为 5000 万支，同时随着医美端薇旖美持续塑造品牌势能，或对妆品端消费者心智的培养产生一定促进作用，我们预计 24-26 年公司功能性护肤品营收分别增长 30%/20%/15%；毛利率方面，考虑当前淘天及抖音平台流量成本较贵叠加国货竞争态势趋于激烈，我们预计 24-26 年功能性护肤品毛利率分别为 65.0%/62.0%/60.0%；

3) 原料及其他业务：公司 24 年 3 月与欧莱雅达成战略合作，与旗下美国高端品牌修丽可合作推出注射美容旗舰产品铂研，首次进入外资大牌供应链体系一方面可在行业内奠定公司重组胶原蛋白赛道龙头地位，另一方面在消费者心智塑造端加深其品牌信任度和专业性，我们预计 24-26 年公司原料及其他业务营收分别增长 45%/30%/20%，预计 24-26 年原料及其他业务毛利率分别为 83.0%/84.0%/85.0%。

投资逻辑要点

锦波作为北交所首家上市的重组胶原蛋白公司，其大单品重组人源化胶原蛋白薇旖美为目前国内唯一可用于注射的重组胶原蛋白三类医疗器械。我们选取 A 股布局医美的爱美客及华熙生物，及港股布局重组胶原蛋白赛道的巨子生物作为可比公司，2023 年可比公司平均 PE 为 38 倍，考虑其所处重组胶原蛋白赛道具备较高景气度叠加其余竞品尚未推出，当前达到薇旖美具备较高稀缺性及竞争壁垒，我们看好公司具备较强先发优势，且储备产品丰富，后续持续加码研发驱动技术创新，未来随着重组胶原蛋白渗透率的持续提升，公司有望实现收入及利润快速增长。

核心风险提示

医疗器械政策变动风险；重组胶原蛋白赛道竞争加剧风险；新品投入市场不及预期风险。

内容目录

1. 重组胶原蛋白研究及产业化先行者	5
1.1. 深耕功能蛋白十五余载，重组胶原蛋白赛道具备领先优势	5
1.2. 管理层从业经验丰富，学术背景深厚	7
1.3. 公司营收端高速增长，利润率逐年提升	8
2. “研发+产品+渠道”构筑核心竞争优势，未来增长可期	9
2.1. 研究水平扎实，在研储备项目丰富	9
2.2. 以重组胶原蛋白为核心，布局多元化领域	12
2.2.1. 薇旖美具备高稀缺性，享显著先发优势	13
2.2.2. 敷料业务竞争壁垒较高，功能性护肤品增长空间广阔	15
2.3. 直销+经销双管齐下，线上+线下并行	16
3. 盈利预测与评级	17
3.1. 盈利预测拆分表	17
3.2. 相对估值	18
4. 风险提示	19

图表目录

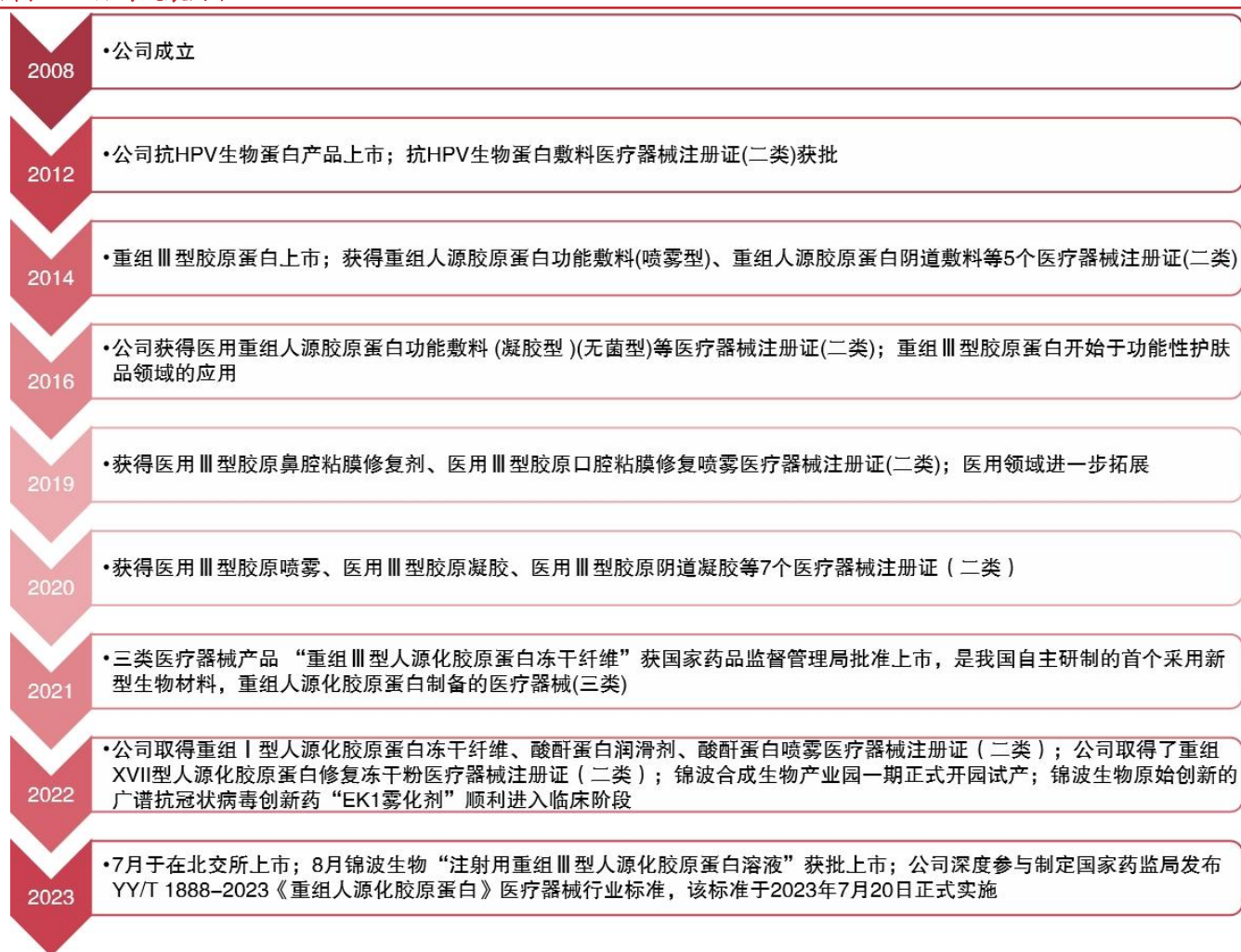
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司主要产品情况.....	6
图表 3: 公司主要储备产品.....	7
图表 4: 公司 2016-2024Q3 营收及增速情况(亿元).....	8
图表 5: 公司 2016-2024Q3 归母净利润及增速情况(亿元).....	8
图表 6: 公司 2016-2024Q3 毛利率及净利率情况.....	8
图表 7: 公司 2016-2024Q3 期间费用率情况.....	8
图表 8: 公司 2020-2022 公司分渠道收入拆分 (万元).....	9
图表 9: 公司 2020-2022 年公司分渠道毛利率拆分.....	9
图表 10: 公司 2019-2023 研发人员数量情况.....	10
图表 11: 公司研发流程.....	10
图表 12: 公司研发部门及职能.....	10
图表 13: 公司功能蛋白研发平台梳理.....	11
图表 14: 公司五大核心技术平台.....	11
图表 15: 公司 2019-2023 年专利情况 (个).....	11
图表 16: 公司在研项目梳理.....	11
图表 17: 按产品类型拆分营收 (亿元).....	13
图表 18: 2021-2022 年薇旻美营收及占主营业务比重 (亿元).....	13
图表 19: 薇旻美与市场竞品各维度对比情况.....	14
图表 20: 公司部分医用敷料和功能性护肤品产品情况梳理.....	15
图表 21: 公司 2021-2022 年薇旻美品牌直销和经销占比.....	16
图表 22: 公司 2020-2022 年薇旻美品牌拆分类别情况.....	16
图表 23: 公司自有品牌猫旗主页.....	17
图表 24: 公司自有品牌猫旗主页.....	17
图表 25: 公司按产品类型营收预测 (亿元).....	18
图表 26: 公司盈利预测 (百万元).....	18
图表 27: 可比公司估值表.....	19

1. 重组胶原蛋白研究及产业化先行者

1.1. 深耕功能蛋白十余载，重组胶原蛋白赛道具备领先优势

公司专注于功能蛋白基础研究、开发和产业化，重组胶原蛋白赛道具备领先优势。公司成立于2008年，其主业为以A型重组人源化胶原蛋白为核心原料的各类终端医疗器械产品、功能性护肤品的研发、生产及销售，公司终端产品主要应用于医疗美容、妇科、外科、五官/口腔科、皮肤科、肛肠科、护肤等多种场景，通过不断创新，公司已完成包括I型、III型、XVII型等重组人源化胶原蛋白主要基础研究，公司在重组胶原蛋白赛道上具备领先优势，2021年，“重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维”获国家药品监督管理局批准上市，用于面部皱纹纠正，是我国自主研发的首个采用新型生物材料重组人源化胶原蛋白制备的医疗器械(三类)，随后公司相继获得重组I型人源化胶原蛋白冻干纤维、酸酐蛋白润滑剂、酸酐蛋白喷雾医疗器械注册证(二类)、重组XVII型人源化胶原蛋白修复冻干粉医疗器械注册证(二类)。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司主营业务为重组胶原蛋白产品及抗HPV生物蛋白产品为核心的各类医疗器械、功能性护肤品的研发、生产及销售。此类产品分别基于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。当前，公司已建立从上游功能蛋白核心原料到功能性护肤品及医疗器械等终端产品的全产业链业务体系，终端销售产品应用于妇科、皮肤科、外科、五官/口腔科、肛肠科、护肤等多类应用场景，同时公司通过持续创新，已完成包括Ⅰ型、Ⅲ型、XVII型等重组人源化胶原蛋白主要的基础研究，并在泌尿科、皮肤科、骨科、妇科、外科、心血管科、口腔科等领域不断开展应用研究。

图表 2：公司主要产品情况

按核心成分的产品分类	产品类别	产品	代表细分产品	应用领域	终端客群
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	
	重组胶原蛋白皮肤修复敷料	医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）	外科		
		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	终端消费者
		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：公司招股说明书，华源证券研究所

公司储备产品丰富，持续研究扩充以重组胶原蛋白为核心的多类应用领域。目前公司正在开展重组Ⅲ型、Ⅰ型及XVII型人源化胶原蛋白为核心成分，可应用于宫腔灌注（妇科生殖）、妇科、外科、泌尿科、骨科、心血管科、口腔科等多种领域的产品开发，及抗病毒新药的研发。

图表 3： 公司主要储备产品

核心成分	相关产品	项目名称	剂型	所处阶段
重组 III 型人源化胶原蛋白	宫腔灌注 (妇科生殖用) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	宫腔灌注重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维联合人工周期修复薄型子宫内膜的多中心、随机、开放、对照的有效性临床试验	宫腔灌注剂	临床阶段
	(妇科用) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维治疗阴道松弛症的随机、对照、多中心临床试验	植入剂	已完成临床试验, 已提交产品注册
	(外科用) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维用于慢性溃疡的安全性和有效性临床研究	植入剂	临床阶段
	(泌尿科用) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	研究重组 III 型人源化胶原蛋白对于间质性膀胱炎的有效性和安全性临床研究	植入剂	临床阶段
	(骨科用) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	研究重组人源化胶原蛋白对软骨损伤修复的有效性	植入剂	临床前阶段
	(心血管用) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	研究重组人源化胶原蛋白对用于纠正心脏衰竭的有效性	水凝胶植入剂	临床前阶段
重组 I 型人源化胶原蛋白	(泌尿科用) 重组 I 型人源化胶原蛋白冻干纤维	研究重组人源化胶原蛋白对用于治疗压力性尿失禁的有效性	植入剂	临床阶段
重组 XVII 型人源化胶原蛋白	(口腔用) 重组 XVII 型人源化胶原蛋白冻干纤维	研究重组人源化胶原蛋白对治疗口腔溃疡及牙龈萎缩的有效性	植入剂	临床前阶段
EK1	广谱抗冠状病毒药物 EK1 多肽雾化吸入剂	抑制多种 HCoV 感染	吸入剂	临床阶段

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

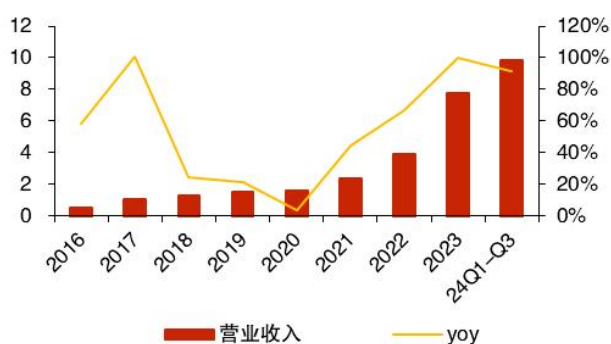
1.2. 管理层从业经验丰富，学术背景深厚

管理团队具备丰富从业经验，学术背景深厚。创始人、董事长杨霞女士担任功能蛋白创新研究院院长、复旦-锦波功能蛋白联合研究中心副主任, 川大-锦波功能蛋白联合研究室副主任, 自 2008 年至 2016 年曾任教于山西医科大学, 持续深耕功能蛋白的基础研究和产业化, 并主导国际首个重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维产品上市。此外, 总经理金雪坤曾任华熙生物科技股份有限公司执行董事及 CEO, 副总经理及核心技术人员陆晨阳具备丰富的医药行业经验。整体而言, 公司核心管理团队均具备较强学术背景, 为公司稳定发展奠定坚实基础。

1.3. 公司营收端高速增长，利润率逐年提升

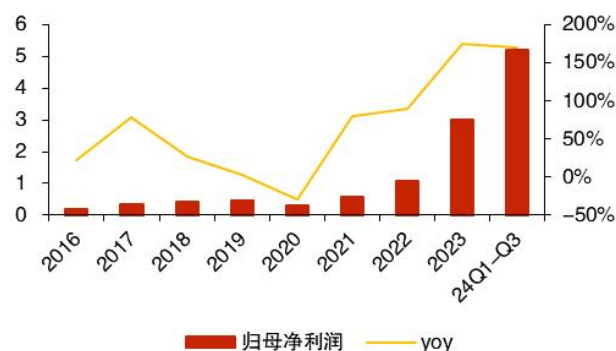
公司营收端高速增长，利润率逐年提升。2016–2023 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 47.5%/47.9%，同期毛利率均超 80%，收入和利润端均实现高增主因系 2021 年 9 月重组胶原蛋白植入剂薇旖美获批上市后迅速放量增长，2022 年重组胶原蛋白产品占营收比重达 85.6%，较 20 年（63.0%）提升 22.6pct。利润率方面，2017–2019 年净利率维持在 30% 左右，2020 年受疫情影响致净利率下滑至 20.0%，随后逐年回暖，23 年净利率提升 10.4pct 至 38.3%，24Q1–Q3 进一步提升至 52.6%，同比增长 15.6pct，其中公司 24Q1–Q3 销售费用率为 17.4%，同比–4.0pct，管理费用率为 8.4%，同比–3.1pct，我们认为主因系高毛利大单品薇旖美持续放量叠加规模效应驱动期间费用率下降。

图表 4：公司 2016–2024Q3 营收及增速情况(亿元)



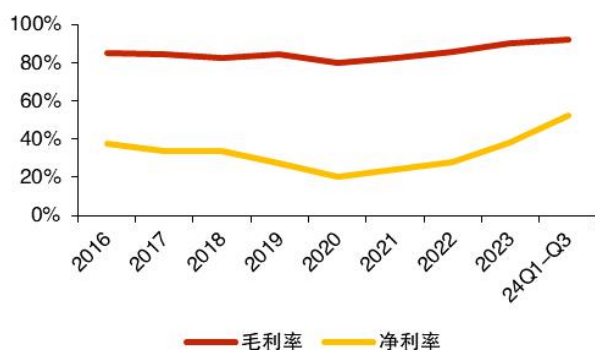
资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究所

图表 5：公司 2016–2024Q3 归母净利润及增速情况(亿元)



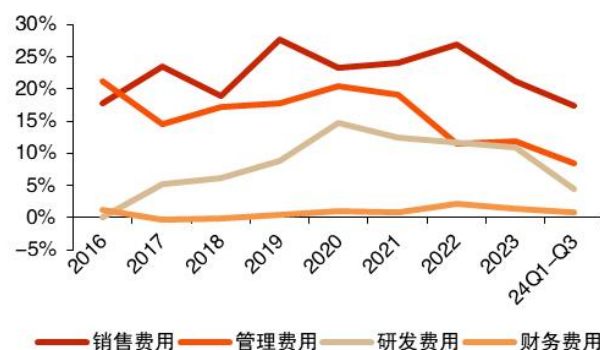
资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究所

图表 6：公司 2016–2024Q3 毛利率及净利率情况



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究所

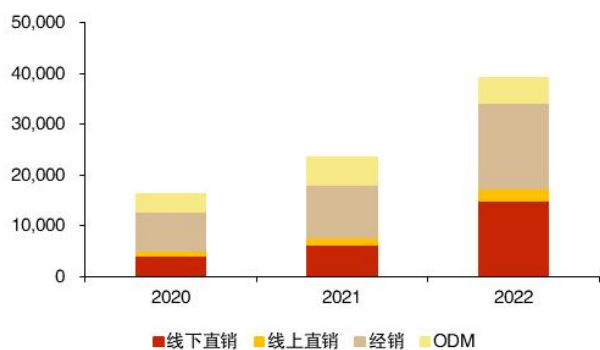
图表 7：公司 2016–2024Q3 期间费用率情况



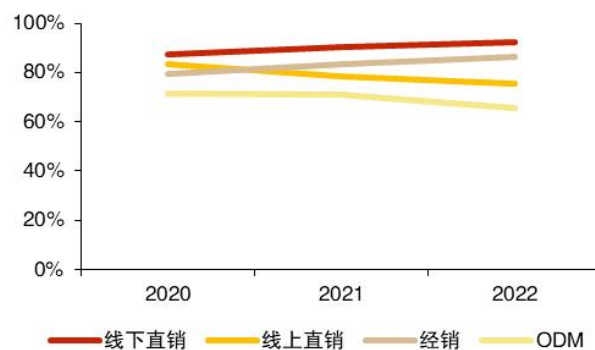
资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究所

拆分渠道来看，公司渠道主要以 OBM 模式销售为主，直销渠道占比逐年提升。公司渠道可拆分为 OBM 和 ODM 两类销售模式，其中 OBM 模式可进一步分为经销与直销（含线上和线下），随着重组胶原蛋白新品逐步投至线下直销市场，带动收入贡献占比水平叠加毛利率水平增长，2022 年 OBM 模式贡献营收占主营业务收入的比重提至 88.1%，较 2020 年增长 8.5pct。随着公司逐步拓宽销售渠道，线下直销贡献营收由 19 年的 0.07 亿元增长至 22 年的 1.49 亿元，CAGR 高达 182%，营收占比提升至 38.3%，同期经销渠道占主营业务收入的比重收窄至 43.6%，较 2020 年下降 3.8pct。毛利率方面，产品结构差异驱使 OBM 模式的

毛利率显著优于 ODM 模式，线下直销模式毛利率逐年上升，主因系自 2020 年来毛利率较高的薇旖美投放市场，而线上销售毛利率呈小幅下降趋势，主因系功能性护肤品中面膜产品为引客而展开高频促销活动所致。

图表 8：公司 2020-2022 年公司分渠道收入拆分（万元）


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 9：公司 2020-2022 年公司分渠道毛利率拆分


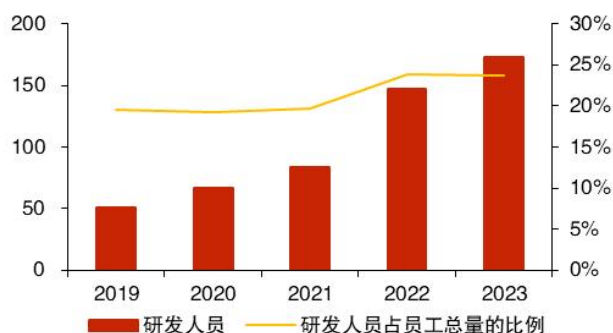
资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

2. “研发+产品+渠道”构筑核心竞争优势，未来增长可期

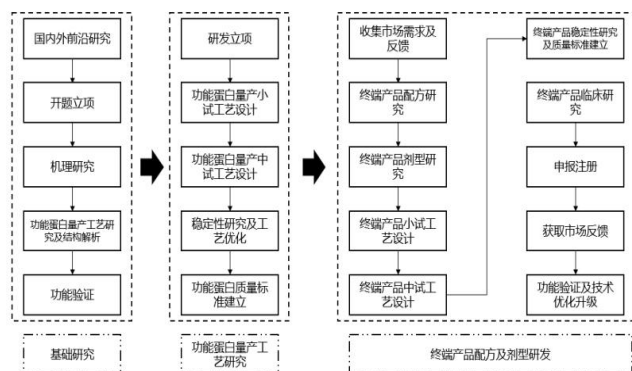
2.1. 研究水平扎实，在研储备项目丰富

公司研发模式以自主研发为主，并结合产学研合作。具体来看：

1) **自主研发模式**：研发团队方面，2019-2023 年公司研发人员从 51 人增长至 173 人，23 年占总员工比重达 23.7%，其中公司核心技术人员杨霞、陆晨阳、兰小宾、何振瑞均具备扎实专业背景及丰富研发经验，任中高层管理，同时，公司聘请四川大学张兴栋院士为生物材料首席科学顾问、聘请复旦大学姜世勃教授为首席科学家，内部团队及外聘专家相结合为研发工作奠定良好基础；**组织架构方面**，公司目前设立功能蛋白创新研究院，下设人体结构性材料研究院和新药研究院，其中人体结构性材料研究院包含功能蛋白山西省重点实验室、生物合成人体结构性材料研究部、质量研究部、法规注册与知识产权部、应用转化部及医学部。

图表 10：公司 2019-2023 研发人员数量情况


资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究所

图表 11：公司研发流程


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 12：公司研发部门及职能

研究院	部门名称	主要职能
人体结构性材料研究院	功能蛋白山西省重点实验室	负责围绕重组人源化胶原蛋白新材料及病毒进入抑制剂进行基础研究
	生物合成人体结构性材料研究部	负责人体生物材料的功能筛选、生物合成路径设计、功能蛋白小试、中试和规模化研究
	质量研究部	负责开发蛋白原料质量检测方法以及产品质量检验新方法
	法规注册与知识产权部	负责产品审评和注册；负责知识产权管理
	应用转化部	负责终端产品的设计开发
	医学部	负责产品的临床研究
新药研究院	新药研究院	负责公司创新性药物的研发、注册及申报工作

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

2) 产学研合作模式：公司目前拥有山西省功能蛋白技术中心、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、复旦-锦波功能蛋白联合研究中心、重医二院-锦波功能蛋白临床转化研究中心等多个科研机构，涉及基础研究、临床研究及产业化研究等领域。具体来看，公司与复旦大学联合研究内容主要为预防病毒性传播、重组人源胶原蛋白和多肽的研究等，与四川大学联合研究内容主要为人源胶原蛋白的基础研究、产业化和临床转化，与重庆医科大学联合研究内容主要为功能蛋白在女性生殖道萎缩性疾病的治疗及重组人源胶原蛋白干预盆底功能障碍性疾病的临床。

图表 13: 公司功能蛋白研发平台梳理



资料来源: 公司官网, 华源证券研究所

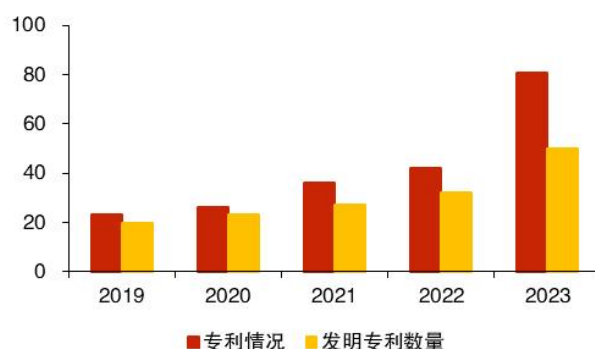
公司研究成果居于行业领先水平, 在研储备项目丰富。公司目前已自主形成蛋白结构研究及功能区筛选技术、功能蛋白高效生物合成及转化技术、功能蛋白标准化注射剂研究平台、功能蛋白多维度评估 BSL-2 实验室及临床前应用平台五大核心技术平台。专利方面, 截至 2023 年底, 公司拥有发明专利授权 50 项, 24H1 新取得发明专利授权 13 项, 其中取得国际发明专利授权 2 项, 完成人体胶原蛋白原子结构解析 2 项。此外, 公司研发团队联合复旦大学、中科院生物物理所、四川大学等机构, 完成多项蛋白及多肽的原子结构解析, 并被蛋白质结构数据库 (ProteinData Bank, 为国际上蛋白质三维结构权威数据库) 验证、收录, 涉及 I 型、II 型、III 型、V 型、XVII 型共 5 种型别人胶原蛋白的核心功能区及 1 种多肽。根据公司招股说明书, 截至 2023 年 6 月, 在蛋白质结构数据库的查询结果中, 全球仅公司研发团队解析 V 型、XVII 型的结构数据。

图表 14: 公司五大核心技术平台

核心技术	业务及产品应用
蛋白结构研究及功能区筛选技术	重组胶原蛋白产品的结构研究及功能区筛选技术
功能蛋白高效生物合成及转化技术	重组胶原蛋白产品的产业化
功能蛋白标准化注射剂研究平台	重组胶原蛋白植入剂产品的生物合成及纯化
功能蛋白多维度评估 BSL-2 实验室	重组胶原蛋白产品的功能检测; 抗 HPV 生物蛋白产品的活性检测
临床前应用平台	重组胶原蛋白产品的临床前预试验

资料来源: 公司招股说明书, 华源证券研究所

图表 15: 公司 2019-2023 年专利情况 (个)



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华源证券研究所

图表 16: 公司在研项目梳理

项目名称	产品	研究内容	所处阶段及	拟投资金额	应用领域
------	----	------	-------	-------	------

类别		进展	(万元)		
EK1 多肽研发项目	新药	EK1 多肽活病毒检测证明可非常有效地抑制广谱冠状病毒的感染, EK1 多肽可制备成喷雾剂型或雾化剂阻断冠状病毒感染, 降低病毒载量。	临床阶段	15600	用于广谱抗冠状病毒新药
宫腔灌注 (妇科生殖用) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	医疗器械	薄型子宫内膜是临床女性不孕的重要发病原因。本试验研究重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维联合人工周期修复薄型子宫内膜的有效性和安全性。	临床阶段	1000-1500	生殖科
(妇科用) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维		产后阴道松弛是诱发子宫下垂、漏尿、生殖道反复炎症的主要原因, 严重威胁女性身心健康。本研究通过局部注射重组 III 型人源化胶原蛋白研究其治疗阴道松弛症的临床有效性。	已完成临床试验, 已提交产品注册	1000-1500	产科
(外科用) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维		研究重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维治疗临床难以愈合的创面的有效性。	临床阶段	1000-1500	外科
(骨科) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维		研究重组人源化胶原蛋白对软骨损伤修复的有效性。	临床前阶段	1000-1500	骨科
(口腔用) 重组 XVII 型人源化胶原蛋白冻干纤维		研究重组人源化胶原蛋白对治疗口腔溃疡及牙龈萎缩的有效性。	临床前阶段	1000-1500	口腔科
(泌尿科用) 重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维		研究重组 III 型人源化胶原蛋白对于间质性膀胱炎的有效性和安全性临床研究。	临床阶段	1000-1500	泌尿科
(心血管用) 重组 III 型人源化胶原蛋白水凝胶		研究重组人源化胶原蛋白对用于纠正心脏衰竭的有效性。	临床阶段	2000-2500	心血管科
(泌尿科用) 重组 I 型人源化胶原蛋白冻干纤维		研究重组人源化胶原蛋白对用于治疗压力性尿失禁的有效性。	临床阶段	1000-1500	泌尿科

资料来源: 公司招股说明书, 华源证券研究所

2.2. 以重组胶原蛋白为核心, 布局多元化领域

公司终端产品为以重组人源化胶原蛋白为核心原材料的医疗器械 (含二类及三类), 同时拓展至功能性护肤品, 具体来看:

1) 医疗器械: 24H1 公司医疗器械贡献营收 5.3 亿元, 同比增长 91.8%, 毛利率为 94.4%, 同比增长 1.7pct, 其营收增长原因主要系单一材料医疗器械产品增长驱动, 其中重点医疗器械产品是以 A 型重组人源化胶原蛋白为核心成分的植入剂产品 (三类医疗器械) 及医用敷料产品 (二类医疗器械)。 **植入剂方面,** 推广自主品牌薇旖美, 坚持以直销模式为主, 截至 23 年底, 公司拥有销售团队 135 人, 覆盖终端医疗机构约 2000 家; **医用敷料方面,** 产品主要系皮肤修复类产品, 植入剂产品销售规模快速增长叠加终端医疗机构快速覆盖驱动二类医用敷料的营收增长。

2) 功能性护肤品: 公司一方面围绕大客户需求, 定向开发原材料并研发具备特定功能的护肤品, 另一方面围绕公司创新材料优势建设自有品牌, 如 ProtYouth、肌频、重源等产品。

3) 原料: 目前公司原料包含高端医疗植入级、医疗外用级、化妆品级原材料, 公司客户包括国内外医疗器械及化妆品企业。2024 年 3 月, 公司与欧莱雅建立战略合作, 首次进入欧莱雅供应链体系, 欧莱雅旗下的美国高端院线专业品牌修丽可与公司合作推出注射美容旗舰产品“铂研”, 此次合作在借助外资品牌势能进一步巩固龙头地位的同时也加速了渠道渗透及强化 C 端认知。

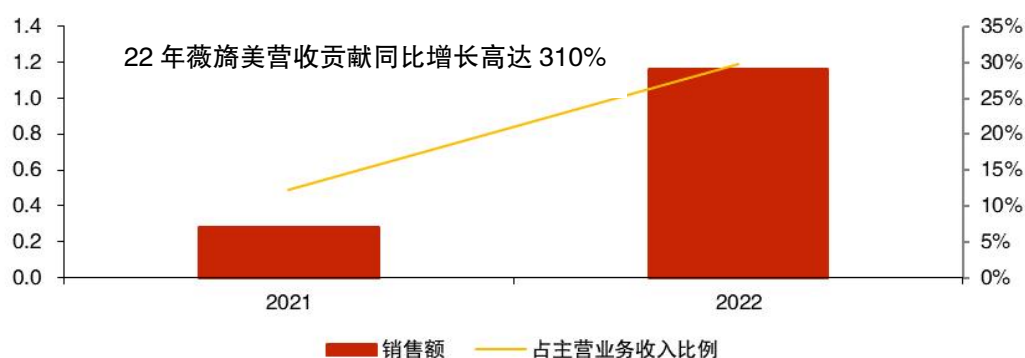
图表 17: 按产品类型拆分管收 (亿元)

产品类型	分产品营收及 yoy			分产品毛利率及 yoy		
	2022	2023	2024H1	2022	2023	2024H1
单一材料医疗器械	1.6	5.7	4.8	93.5%	95.6%	96.2%
		255%	105%		2.1pct	0.8pct
复合材料医疗器械	1.5	1.1	0.5	82.6%	81.5%	78.0%
		-21%	20%		-1.2pct	-0.3pct
医疗器械小计	3.1	6.8	5.3	88.3%	93.2%	94.4%
		123%	92%		4.9pct	1.7pct
单一成分功能性护肤品	0.1	0.2	0.1	91.7%	89.8%	92.6%
		65%	92%		-1.9pct	1.6pct
复合成分功能性护肤品	0.6	0.6	0.4	70.0%	61.7%	55.6%
		3%	149%		-8.3pct	-3.6pct
功能性护肤品小计	0.7	0.8	0.5	73.1%	67.8%	64.8%
		12%	37%		-5.4pct	0.7pct
原料及其他小计	0.2	0.2	0.2	83.3%	75.9%	83.0%
		43%	54%		-7.4pct	18.3pct
其他业务	0.0	0.0	0.0	59.9%	53.6%	29.5%
		98%	1266%		-6.3pct	28.9pct

资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华源证券研究所

2.2.1. 薇旻美具备高稀缺性, 享显著先发优势

医美领域: 重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维(薇旻美)为当前国内唯一注射级别的重组胶原蛋白生物医用材料。2021年6月, 公司重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维获得国家药监局注册批准, 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、额头纹及鱼尾纹。当前型号规格包括2mg/瓶、4mg/瓶、6mg/瓶及10mg/瓶, 其中, 4mg冻干纤维为核心大单品, 主要用于注射填充或水光, 针对眼周细纹抗衰, 10mg冻干纤维定位高端客群, 用于全面部多层次注射。价格方面, 2022年薇旻美单价为712元/支, 较21年9月(1132元/支)面市后价格有所调整, 主要系上市时定价策略尚未稳定叠加22年产品销售规模扩张带来规模效益, 同时公司22年展开一系列促销推广活动以迅速抢占市场份额, 22年薇旻美占主营业务收入比重为29.9%, 较21年提升17.7pct。

图表 18: 2021-2022 年薇旻美营收及占主营业务比重 (亿元)


资料来源: 《中汇会计师事务所(特殊普通合伙)关于锦波生物第一轮问询的回复》, 华源证券研究所

重组人源化胶原蛋白性能较动物源具备显著优势。比较产品特征来看，市场其他注射剂产品均为动物源胶原蛋白类，其中双美生物产品所含胶原蛋白为Ⅰ型胶原蛋白，其他产品标明所含胶原蛋白成分，并未明确说明其是否为Ⅲ型胶原蛋白，且部分产品主要成分除胶原蛋白外，还含有如 PMMA 微球体、盐酸利多卡因等其他成分，而薇旖美唯一成分为Ⅲ型胶原蛋白且属于重组人源化胶原蛋白。我们认为重组人源化胶原蛋白性能较动物源具备显著优势，其制备系通过 DNA 重组技术制备的人Ⅲ型胶原蛋白核心区组合，因此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，其功能区域一方面具备 164.88° 柔性三螺旋结构，注射入体内后可完全降解吸收，克服动物源胶原蛋白引起的免疫原性风险，另一方面具有高于人体Ⅰ型和Ⅲ型胶原蛋白的细胞粘附性，因此修复特性较好。

图表 19：薇旖美与市场竞品各维度对比情况

公司	商品名	产品特性				市场价格
		注册证编号	注册产品名称	主要成分	适应范围	
汉福生物(荷兰)	爱贝芙	国械注进 20163132859	整形用胶原和 PMMA 皮下植入物系统 ArteColl	聚甲基丙烯酸甲酯 (PMMA) 微球体的胶原蛋白悬浮液，含微量利多卡因	该产品用于注射到真皮深层以纠正鼻唇沟纹，或填充到骨膜外层已进行(鼻骨段)隆鼻	10000 元以上/支
长春斐缦	弗缦	国械注准 20163131609	医用胶原填充剂	3.5%牛胶原蛋白及 0.3%盐酸利多卡因的生理盐水悬浮液	用于面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	约为 6000 元/支
双美生物(中国台湾)	肤柔美	国械注许 20193130064	胶原蛋白植入剂 Sunmax CollagenImplantI	由猪皮纯化而成的Ⅰ型胶原蛋白经过滤除菌及无菌操作方式分散于磷酸生理食盐缓冲溶液	该产品用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹(如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等)	约为 4000 元/支
	肤丽美	国械注许 20173130007	胶原蛋白植入剂 SunmaxCollagen ImplantI-Plus	由猪皮纯化而成的交联Ⅰ型胶原蛋白及磷酸盐缓冲生理盐水构成	该产品适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	约为 8000 元/支

锦波生物	薇旖美	国械注准 20213130488	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	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)	约为 6800 元/支
------	-----	---------------------	-----------------	-----------------	-------------------------------------	-------------

资料来源：《中汇会计师事务所(特殊普通合伙)关于锦波生物第二轮问询的回复》，华源证券研究所

2.2.2. 敷料业务竞争壁垒较高，功能性护肤品增长空间广阔

敷料方面，公司的二类医疗器械产品均为敷料类产品，品种数量较多，其中涉及面向医疗美容机构的敷料类的二类医疗器械产品主要包括医用Ⅲ型胶原蛋白溶液、医用无菌Ⅲ型胶原蛋白液、医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型），其用途系用于医疗美容术后的皮肤修复及护理的辅助用途，其中自有品牌包含薇旖美、薇芙美，ODM 品牌包含伯纳赫、肌芙皙等。国内医用敷料价格普遍高于普通面膜，支撑其溢价原因主要系严格医用标准及专业机构背书，一方面医用敷料按医疗器械产品标准进行严格监管，在原料控制、包装消毒、工艺流程及生产洁净度等方面要求均比普通面膜严格，另一方面，二类医疗器械产品通常需较长时间周期进行临床试验以证明其安全性及有效性，综合而言医用敷料具备较高进入壁垒，竞争格局优于护肤品。

功能性护肤品方面，产品包括精华液、膏霜乳液、面膜等，其中涉及面向医疗美容机构的品类主要为精华液，其多用于皮肤日常养护，自有品牌包括 164.88° 肌频/肌频、重源、Reorigin/Reorigin Col.、15.12 等，ODM 模式客户品牌包括樊文花、秀域等。随着重组胶原蛋白赛道渗透率逐步提升，功能性护肤品业务仍存在较大增长空间。

图表 20：公司部分医用敷料和功能性护肤品产品情况梳理

注册/备案类型	代表细分产品	产品展示	产品用途	规格
二类医疗器械	医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）		适用于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。	凝胶 2、3、5、10、15、20、25、30、40、50、80g/支
	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。	液体 5、7、8、10、20、30ml/瓶
	医用Ⅲ型胶原蛋白溶液		适用于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。	液体 0.5g、1g、2g、3g、5g、10g、15g、20g、25g、30g、40g、50g、80g/支
	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。用于阴道粘膜破裂的修复及弥漫性浅表出血的止血。	凝胶 2g、3g、5g、10g、20g、30g、40g、50g、80g、100g/支（瓶）

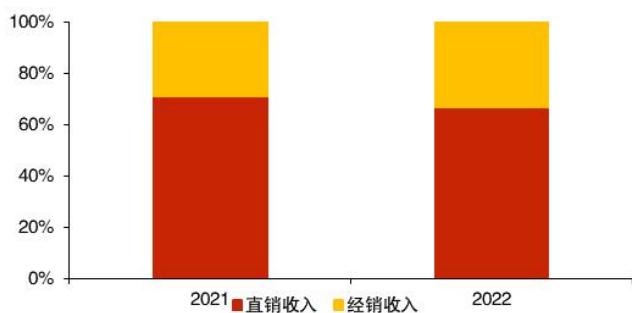
化妆品	164.88 肌频活性蛋白面部精华原液		长期使用改善Ⅲ型胶原蛋白缺失引起的皮肤干燥、粗糙、皱纹现象，令皮肤细致饱满、弹润幼滑。滋养修护细腻皮肤，补充皮肤中的水分，长期使用改善胶原蛋白缺失引起的皮肤干燥、粗糙、皱纹现象，令皮肤细致饱满、弹润幼滑。	5ml/瓶
	肌频 164.88 生物蛋白面膜			25ml/片

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

2.3. 直销+经销双管齐下，线上+线下并行

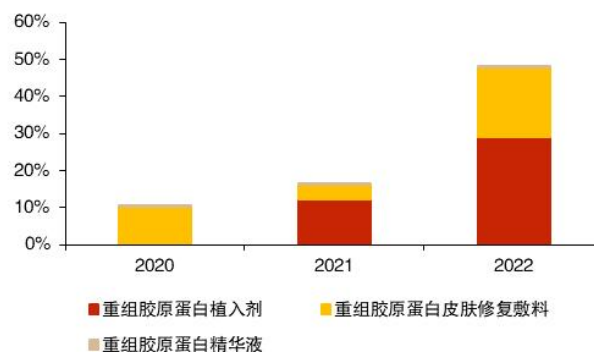
薇旖美销售渠道以线下直销模式为主，主要销至民营医疗美容机构。21-22 年薇旖美直销营收占比均维持 70%左右，薇旖美于 21 年 9 月上市，为国内唯一一款重组人源化胶原蛋白注射剂产品，因此推广初期机构端需进行技术规范和市场培训，C 端需进行客户开发及科普教育，采用直营模式一方面可以严格控价，另一方面公司可直接参与对执业医师及下游经销商的推广业务人员培训过程，并及时感知消费者求美趋势。根据公司公告，截至 23 年底薇旖美拥有销售团队 135 人，覆盖终端医疗机构约 2000 家，主要为民营医疗美容机构（以一二线城市的头部机构皮肤科为主），22 年薇旖美入驻公立医院，我们认为公立医院的专业背书或将助力薇旖美建立更强的消费者心智。

图表 21：公司 2021-2022 年薇旖美品牌直销和经销占比



资料来源：《锦波生物及中信证券关于第一轮问询的回复(2022 年年报更新)》，华源证券研究所

图表 22：公司 2020-2022 年薇旖美品牌拆分品类情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

二类医疗器械主要以线下经销模式为主，功效性护肤品则线上线下同步销售。二类医疗器械主要以经销商模式铺设渠道，而功效性护肤品则为线上线下同步销售，线上在天猫、京东及抖音等主流电商平台开设商铺，线下则销售至美容院等。功效性护肤品自有品牌猫旗首页均标注锦波生物。我们认为经销模式的逐步渗透叠加线上妆品加大品宣有助于进一步深化消费者对品牌势能的感知，反哺医美端的销售。

图表 23: 公司自有品牌猫旗主页



资料来源: 天猫, 华源证券研究所

图表 24: 公司自有品牌猫旗主页



资料来源: 天猫, 华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测拆分表

关键假设:

收入端:

1) **医疗器械**: 重组人源化胶原蛋白薇旖美为目前国内唯一可用于注射的重组胶原蛋白三类医疗器械, 考虑其所处重组胶原蛋白赛道具备较高景气度叠加公司竞品或 25 年才能推出, 当前薇旖美仍具备较高稀缺性及竞争壁垒。此外, 23 年 6 月公司推出新品薇旖美至真(10mg/瓶), 在扩充薇旖美的产品矩阵的同时提升客单价, 我们认为薇旖美在医美机构端的渗透率仍存在较大空间, 薇旖美的持续放量或将驱动医疗器械营收增长, 因此预计 24-26 年医疗器械营收分别增长 85%/50%/30%。毛利率方面, 随着高毛利率的薇旖美营收贡献比重提升, 或将持续拉动医疗器械毛利率的增长, 我们预计 24-26 年医疗器械毛利率分别为 95.0%/95.2%/95.4%;

2) **功能性护肤品**: 23 年 5 月锦波合成生物产业园一期正式投产, 其中 A 型人源化胶原蛋白单一成分无菌化妆品的生产线年产能为 5000 万支, 同时随着医美端薇旖美持续塑造品牌势能, 或对妆品端消费者心智的培养产生一定促进作用, 我们预计 24-26 年公司功能性护肤品营收分别增长 30%/20%/15%; 毛利率方面, 考虑当前淘天及抖音平台流量成本较贵叠加国货竞争态势趋于激烈, 我们预计 24-26 年功能性护肤品毛利率分别为 65.0%/62.0%/60.0%;

3) **原料及其他业务**: 公司 24 年 3 月与欧莱雅达成战略合作, 与旗下美国高端品牌修丽可合作推出注射美容旗舰产品铂研, 首次进入外资大牌供应链体系一方面可在行业内奠定公

司重组胶原蛋白赛道龙头地位，另一方面在消费者心智塑造端加深其品牌信任度和专业性，我们预计 24–26 年公司原料及其他业务营收分别增长 45%/30%/20%，预计 24–26 年原料及其他业务毛利率分别为 83.0%/84.0%/85.0%。

期间费用率端：考虑大单品薇旖美品牌势能仍处于快速放量阶段驱动营收端快速增长，我们认为公司销售费用率及管理费用率或将被持续摊薄，预计 2024–2026 年公司销售费用率分别为 17.0%/16.7%/16.6%，预计 2024–2026 年管理费用率分别为 8.0%/7.9%/7.8%；预计公司持续加码研发投入，2024–2026 年研发费用率分别为 8.0%/8.3%/8.6%。

图表 25：公司按产品类型营收预测（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
医疗器械					
营收	3.1	6.8	12.6	18.9	24.5
营收 yoy		123%	85.0%	50.0%	30.0%
毛利率	88.29%	93.2%	95.0%	95.2%	95.4%
功能性护肤品					
营收	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
营收 yoy		12%	30.0%	20.0%	15.0%
毛利率	73.15%	68%	65.0%	62.0%	60.0%
原料及其他					
营收	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
营收 yoy		43%	45.0%	30.0%	20.0%
毛利率	83.26%	76%	83.0%	84.0%	85.0%

资料来源：公司年报，公司招股说明书，华源证券研究所

盈利预测：我们预计公司 24–26 年实现营收 13.9/20.5/26.4 亿元，同比增速分别为 78.4%/47.4%/28.9%，实现归母净利润 7.2/10.7/13.8 亿元，同比增速分别为 139.5%/48.6%/29.4%，当前股价对应 PE 分别为 28/19/14 倍。

图表 26：公司盈利预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	390.2	780.3	1392.0	2051.5	2644.6
收入 yoy	67.2%	100.0%	78.4%	47.4%	28.9%
毛利	333.4	703.5	1288.5	1908.3	2468.7
毛利 yoy	73.5%	111.0%	83.2%	48.1%	29.4%
归母净利润	109.2	299.8	718.1	1067.4	1381.2
归母净利润 yoy	90.2%	174.6%	139.5%	48.6%	29.4%

资料来源：wind，公司年报，公司招股说明书，华源证券研究所

3.2. 相对估值

锦波作为北交所首家上市的重组胶原蛋白公司，其大单品重组人源化胶原蛋白薇旖美为目前国内唯一可用于注射的重组胶原蛋白三类医疗器械。我们选取 A 股布局医美的美容客及华熙生物，及港股布局重组胶原蛋白赛道的巨子生物作为可比公司，2023 年可比公司平均 PE 为 34 倍，考虑其所处重组胶原蛋白赛道具备较高景气度叠加其余竞品尚未推出，当前薇旖美具备较高稀缺性及竞争壁垒，我们看好公司具备较强先发优势，且储备产品丰富，后续

持续加码研发驱动技术创新，未来随着重组胶原蛋白渗透率的持续提升，公司有望实现收入及利润快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 27：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			EPS			PE		
		2024/11/18	24E	25E	26E	24E	25E	26E		
300896.SZ	爱美客	210.8	7.0	8.4	10.0	30.1	25.0	21.0		
688363.SH	华熙生物	59.4	1.2	1.6	2.0	48.8	37.2	30.5		
2367.HK	巨子生物	46.0	1.5	1.9	2.4	22.1	24.2	18.9		
	平均值					33.7	28.8	23.5		
832982.BJ	锦波生物	224.2	8.1	12.1	15.6	27.6	18.6	14.4		

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，EPS 单位为元，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，其他公司盈利预测来自华源证券研究所(收盘价按 2024 年 11 月 18 日统计)

4. 风险提示

1) 医疗器械政策变动风险：当前相关监督管理部门对二、三类医疗器械的生产、经营及流通等多环节要求严格，若公司不能满足相关部门所制定规定及政策要求，则存在被相关部门处罚的风险，或对公司生产经营带来不利影响；

2) 重组胶原蛋白赛道竞争加剧风险：当前重组胶原蛋白赛道景气度处于上升通道，若竞争对手研发出新品，或将对公司业绩产生较大影响；

3) 新品投入市场不及预期风险：公司推新受渠道、产品及营销等多重因素影响，若新品投入市场效果不及预期，或将对公司业绩产生较大影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	519	1,050	2,021	3,333
应收票据及账款	129	213	314	405
预付账款	18	50	74	95
其他应收款	4	17	25	32
存货	66	83	114	140
其他流动资产	16	28	31	32
流动资产总计	753	1,440	2,578	4,036
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	454	544	627	705
在建工程	132	110	88	66
无形资产	25	44	78	103
长期待摊费用	21	10	0	0
其他非流动资产	50	71	66	62
非流动资产合计	682	778	860	937
资产总计	1,435	2,219	3,438	4,973
短期借款	69	119	199	299
应付票据及账款	54	54	75	92
其他流动负债	139	166	236	296
流动负债合计	262	340	510	688
长期借款	151	139	121	97
其他非流动负债	68	68	68	68
非流动负债合计	219	208	189	165
负债合计	481	547	699	853
股本	68	89	89	89
资本公积	331	310	310	310
留存收益	555	1,273	2,340	3,721
归属母公司权益	954	1,672	2,739	4,120
少数股东权益	-1	-1	-1	-1
股东权益合计	953	1,671	2,739	4,120
负债和股东权益合计	1,435	2,219	3,438	4,973

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	299	708	1,057	1,371
折旧与摊销	49	54	69	73
财务费用	11	8	8	7
投资损失	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-60	-129	-76	-69
其他经营现金流	-3	12	12	12
经营性现金净流量	296	652	1,068	1,393
投资性现金净流量	-151	-151	-151	-151
筹资性现金净流量	245	30	53	69
现金流量净额	389	532	971	1,312

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	780	1,392	2,051	2,645
营业成本	77	104	143	176
税金及附加	8	14	21	26
销售费用	165	237	343	439
管理费用	92	111	162	206
研发费用	85	111	170	227
财务费用	11	8	8	7
资产减值损失	-3	-1	-2	-3
信用减值损失	-4	-1	-2	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	13	9	9	9
营业利润	348	814	1,211	1,568
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	351	816	1,213	1,570
所得税	52	98	146	188
净利润	299	718	1,067	1,381
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司股东净利润	300	718	1,067	1,381
EPS(元)	3	8	12	16

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	99.96%	78.41%	47.37%	28.91%
营业利润增长率	175.68%	133.84%	48.75%	29.44%
归母净利润增长率	174.60%	139.52%	48.64%	29.40%
经营现金流增长率	138.57%	120.63%	63.78%	30.42%
盈利能力				
毛利率	90.16%	92.56%	93.02%	93.35%
净利率	38.28%	51.58%	52.03%	52.23%
ROE	31.44%	42.95%	38.97%	33.52%
ROA	20.90%	32.37%	31.05%	27.78%
估值倍数				
P/E	66.19	27.64	18.59	14.37
P/S	25.43	14.26	9.67	7.50
P/B	20.81	11.87	7.24	4.82
股息率	0.51%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	43	22	15	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。