



锦波生物 (832982.BJ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

薇旖美放量确定性高，多剂型+多型别+多适应症蓄力中长期成长

投资逻辑

薇旖美放量确定性高，24年业绩兑现度高。薇旖美持续渠道拓展+强化品宣（投放分众传媒），24年高增确定性强、预计出厂收入8-10亿元。1) 薇旖美极纯（4mg）出货强劲、薇旖美至真（10mg）积极打造标杆医院；2) 持续深耕已覆盖机构、提升拿货量，新机构拓展仍有空间（1H24末覆盖医美机构3000家，据卫健委我国合规专科医美机构数量为18584家）；3) 3+17型联合治疗、主打多层次抗衰概念，丰富运营维度。

原料进入欧莱雅供应链&代工修丽可医美线贡献增量，出海起航。1) 原料：公司公告23年进入欧莱雅集团供应链，巴黎欧莱雅小蜜罐首添重组胶原蛋白并作为营销和宣传重点，24年应用到修丽可品牌护肤品；2) 代工：修丽可铂研胶原针（系公司此前获批的注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液）正式发布，主攻更高端价格带；3) 出海：计划优先开拓东南亚市场，24年11月获得越南一项D类医疗器械注册证。

多剂型+多型别+多适应症蓄力中长期成长。公司面中部增容项目24年8月提交注册申请，重组XVII型胶原蛋白启动多中心临床试验，压力性尿失禁项目已接近临床尾声。

- ✓ 兰蜜：我国女性私密保养市场正处于发展初期且潜在客群基数大，随消费者认知逐渐成熟，市场前景广阔；公司凭借兰蜜品牌前瞻布局私密健康赛道，目前分为抗HPV、阴道修复两大类，打造差异化、稀缺性强，具备做大空间。
- ✓ 面中部增容产品：具备支撑性，且不依赖交联剂，助力打开医美填充市场，有望替代部分高端玻尿酸、再生类、动物源胶原蛋白产品。

盈利预测、估值和评级

薇旖美24年高增确定性高，联合应用+深耕老机构+持续拓新机构+加强品牌建设，25-26年高基数下望继续较快增长；产品管线储备丰富+组合销售+出海，打开成长天花板。预计24-26年公司归母净利润7.05/9.69/12.39亿元、同比+135%/+37%/+28%，对应PE 28/20/16倍，参考可比公司平均估值，给予公司25年26倍PE，目标价284.67元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

技术发展/获证进展不及预期，重组胶原蛋白赛道竞争加剧，限售股解禁

国金证券研究所

分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）

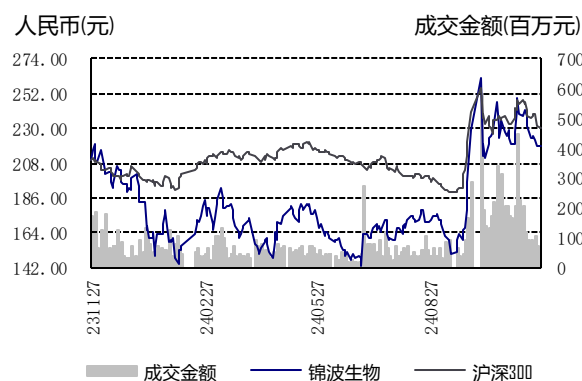
luoxiaoting@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（人民币）：219.24元

目标价（人民币）：284.67元



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	390	780	1,403	1,894	2,403
营业收入增长率	67.15%	99.96%	79.83%	34.96%	26.89%
归母净利润(百万元)	109	300	705	969	1,239
归母净利润增长率	90.24%	174.60%	135.14%	37.48%	27.81%
摊薄每股收益(元)	1.751	4.403	7.964	10.949	13.994
每股经营性现金流净额	1.99	4.34	8.30	11.12	14.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.80%	31.44%	51.21%	49.49%	45.85%
P/E	64.29	59.34	27.53	20.02	15.67
P/B	15.94	18.65	14.10	9.91	7.18

来源：公司年报、国金证券研究所（注：股价更新至11月25日）



内容目录

1、重组胶原蛋白领军者，医美针剂放量拉动业绩高增	4
1.1、重组胶原蛋白龙头，医美植入剂兼备先发优势&稀缺性	4
1.2、自有品牌差异化定位，功能性护肤起步	5
1.3、盈利能力&ROE 提升，重组胶原蛋白产品拉动业绩高增	5
2、短期业绩确定性：核心在于大单品薇旖美放量节奏	8
2.1、薇旖美：兼备先发优势&稀缺性、24 年出货延续高增	8
2.2、为何薇旖美 23 年来放量明显提速？——证照红利+加速渠道拓展	8
2.3、如何看薇旖美成长空间？	9
3、进入欧莱雅供应链、越南获批，“中国成分”出海星辰大海	9
4、中长期看点：多剂型+多型别+多适应症，兰蜜（妇科类）稀缺性强、具备做大空间	10
4.1、产品矩阵拓展：多剂型+多型别+多适应症	10
4.2、兰蜜引领私密健康赛道、具备做大空间	11
4.3、面中部增容产品突破望打开医美填充市场	12
5、盈利预测与投资建议	13
5.1、盈利预测	13
5.2、投资建议及估值	14
6、风险提示	15

图表目录

图表 1：主营重组胶原蛋白+抗 HPV 生物蛋白产品	4
图表 2：市场上唯一拥有重组人源化胶原蛋白三类证，前瞻布局私密抗衰+XVII 型重组胶原蛋白	5
图表 3：重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维贡献主要收入，功能性护肤品起航	5
图表 4：重组胶原蛋白医美针剂放量拉动收入高增	6
图表 5：重组胶原蛋白医美针剂放量拉动利润高增	6
图表 6：21 年来公司毛利率呈提升态势	6
图表 7：盈利能力提升，重组胶原蛋白产品拉动业绩高增	6
图表 8：锦波生物毛利率略低于爱美客，高于华熙生物/昊海生科	6
图表 9：锦波生物体量快速增长，24 年有望比肩昊海生科、华熙生物医美业务（单位：百万元）	7
图表 10：锦波生物收入增速表现亮眼	7
图表 11：公司 ROE-摊薄优于同业	7
图表 12：公司权益乘数高于同业	7
图表 13：医美业务占比越高，净利率越高	7
图表 14：21 年来锦波生物存货周转率在 1.5 次波动	7
图表 15：重组人源化胶原蛋白植入剂（三类证）23 年出货估算 4.5-5 亿元	8
图表 16：水光针明确按 III 类器械监管、合规产品稀缺	8
图表 17：薇旖美在眼周细纹改善领域具备显著优势	9
图表 18：薇旖美机构覆盖空间仍大（单位：家）	9
图表 19：“薇旖美®元计划”投放实景图	9



图表 20: 欧莱雅小蜜罐首添重组胶原蛋白	10
图表 21: 修丽可铂研胶原针上市	10
图表 22: 公司产品矩阵拓展方向	10
图表 23: 公司在研产品丰富	11
图表 24: 重组胶原蛋白与女性私密健康	12
图表 25: 兰蜜主要重组胶原蛋白产品布局	12
图表 26: 重组胶原蛋白在抗衰医美领域具备潜力	13
图表 27: 公司营收及毛利率预测	14
图表 28: 可比公司估值	15



1、重组胶原蛋白领军者，医美针剂放量拉动业绩高增

1.1、重组胶原蛋白龙头，医美植入剂兼备先发优势&稀缺性

公司主营重组胶原蛋白产品、抗 HPV 生物蛋白产品，其核心成分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，覆盖医疗器械、功能性护肤品等品类。

图表1：主营重组胶原蛋白+抗 HPV 生物蛋白产品

产品分类	产品类别	产品	代表细分产品	品牌	应用领域	终端客户群体	22年收入/占比
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	薇旖美	皮肤科	医疗机构	2.55 亿元占比 65%
		重组胶原蛋白皮肤修复敷料	医用Ⅲ型胶原蛋白溶液	薇旖美	皮肤科	医疗机构	
			医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）	薇芙美	外科	医疗机构	
		重组胶原蛋白黏膜修复敷料	重组人源胶原蛋白阴道敷料	媪润、初蓉	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	肌频	日用护肤	终端消费者	0.66 亿元占比 17%
		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/膜	抗 HPV 生物蛋白敷料	金波	妇科	医疗机构	0.47 亿元占比 12%
			抗 HPV 生物蛋白隐形膜	新洛			

来源：锦波生物官网，公司招股书，国金证券研究所

市场上唯一拥有重组人源化胶原蛋白三类医疗器械注册证，前瞻布局私密抗衰+XVII 型重组胶原蛋白。

- 1) 重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维（三类）：21 年 9 月推出薇旖美极纯（4mg）、23 年 6 月薇旖美至真（10mg）上市，“薇旖美至真”品牌产品定价相对较高、规格相对较大、注射的皮肤层次相对较深；
- 2) XVII 型重组胶原蛋白：23 年 7 月“薇芙美”正式发布（深层修复基底膜带，实现表皮细胞焕新，根源对抗衰老）；
- 3) 联合应用：3+17 型联合应用，先进行多层次联合维稳修复，增强皮肤的多层屏障作用，再直补缺失胶原，进行多层次联合抗衰重塑。24 年 6 月推出医美术后产品倍护系列，均为二类械，包含三款 SKU（面膜、乳液、次抛）。
- 4) 私密：私密抗衰热度抬升、发展前景可期，兰蜜前瞻布局。



图表2：市场上唯一拥有重组人源化胶原蛋白三类证，前瞻布局私密抗衰+XVII型重组胶原蛋白



来源：兰蜜微信公众号，薇莱美官方微博，锦波生物官网，公司公告，国金证券研究所

1.2、自有品牌差异化定位，功能性护肤起步

功能性护肤业务销售策略：1) 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；2) 围绕公司创新材料优势建设自有品牌。

自有品牌差异化定位。1) ProtYouth：以 A 型重组人源化胶原蛋白为单一成分，通过外用涂抹方式补充胶原蛋白，具有保湿、修护、舒缓、控油等功能；2) 肌频：专注于修护、敏感肌可用的极简配方产品；3) 重源：以客户需求为导向开发精准护肤的极简配方为策略，主要用于减轻法令纹、眼周纹、颈纹等。23/1H24 年公司功能性护肤品营收 7593/4798 万元、同比+12%/+54%，复合成分同比+3%/+37%，单一成分同比+65%/+149%（系 ProtYouth 增长亮眼）。

图表3：重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维贡献主要收入，功能性护肤品起航

	2022	2023	1H24
复合成分功能性护肤品	58	59	36
yoy		3%	37%
毛利率	70%	62%	56%
单一成分功能性护肤品	10	17	12
yoy		65%	149%
毛利率	92%	90%	93%
功能性护肤品小计	68	75.93	47.98
yoy		12%	54%
占比	17%	10%	8%
毛利率	73%	68%	65%

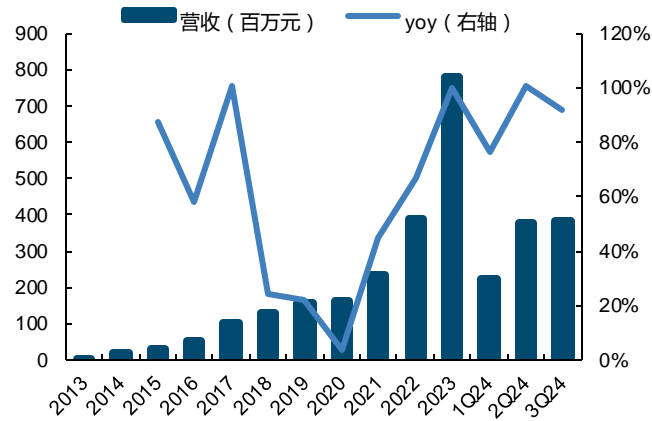
来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、盈利能力&ROE提升，重组胶原蛋白产品拉动业绩高增

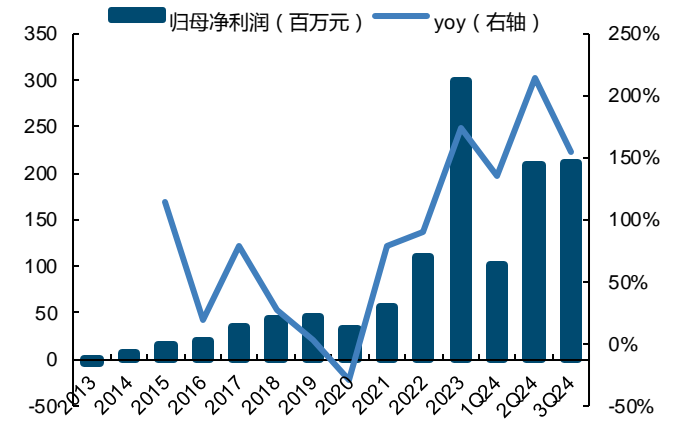
收入/利润端增长势头强劲。20-23 年公司营收由 1.61 亿元增长至 7.8 亿元，其中 21/22 年/23 年分别同增 45%/67%/100%、增长提速，主要系重组胶原蛋白医美针剂放量；归母净利润由 0.57 亿元增长至 3 亿元、其中 21 年/22 年/23 年分别同增 79.6%/90.2%/174.6%；24 年延续靓丽增速，1-3Q 收入/归母净利润 9.88/5.2 亿元、同比+91%/+170%。



图表4: 重组胶原蛋白医美针剂放量拉动收入高增



图表5: 重组胶原蛋白医美针剂放量拉动利润高增

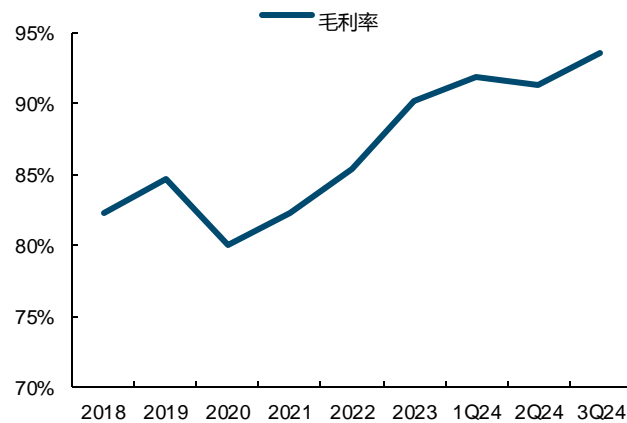


来源: 公司公告, 公司招股书, 国金证券研究所

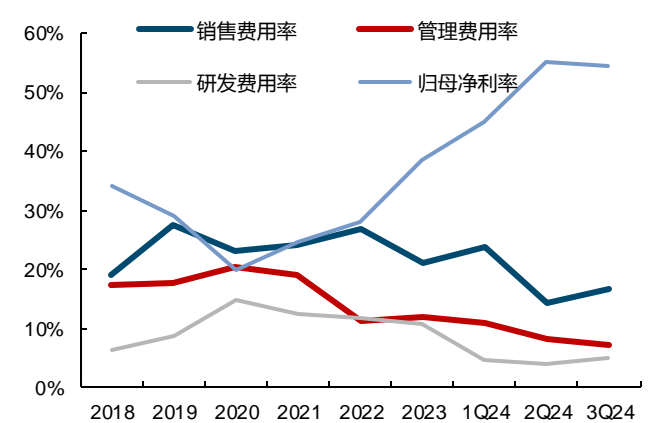
来源: 公司公告, 公司招股书, 国金证券研究所

受益高毛利三类医疗器械产品“重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维”放量, 21年来公司毛利率呈提升态势。20-22年公司销售费用率由23.3%提升至26.9% (系职工薪酬、线上推广及服务费用增多), 管理费用率由20.4%下降至11.4% (系规模效应逐步显现)。盈利能力提升, 20-22年归母净利率由19.8%提升至28%, 主要系毛利率提升、管理费用率下降。随着高毛利重组胶原蛋白植入剂占比持续提升, 23年毛利率/归母净利率90.2%/38.4%、同比+4.7/+10.4PCT, 1-3Q24毛利率/归母净利率92.4%/52.6%、同比+2.4/+15.4PCT。

图表6: 21年来公司毛利率呈提升态势



图表7: 盈利能力提升, 重组胶原蛋白产品拉动业绩高增

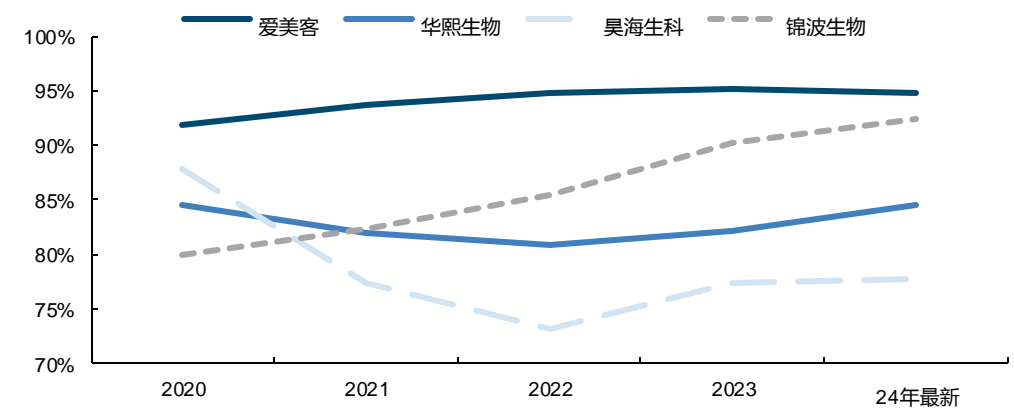


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

医美上游耗材24年表现分化, 重组胶原细分赛道景气度高。对比玻尿酸医美耗材公司爱美客、华熙生物、昊海生科, 锦波生物收入增速领跑, 毛利率略低于爱美客、高于华熙生物/昊海生科。

图表8: 锦波生物毛利率略低于爱美客, 高于华熙生物/昊海生科

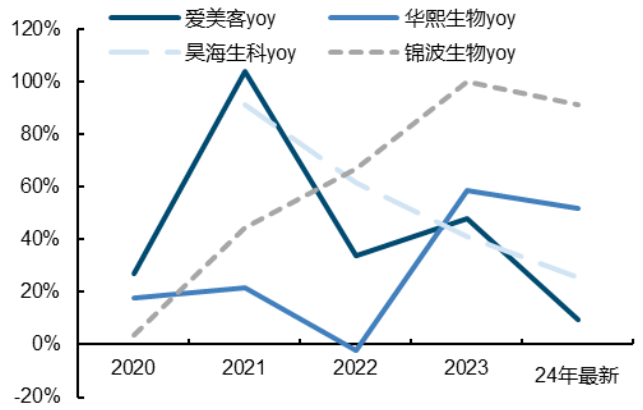
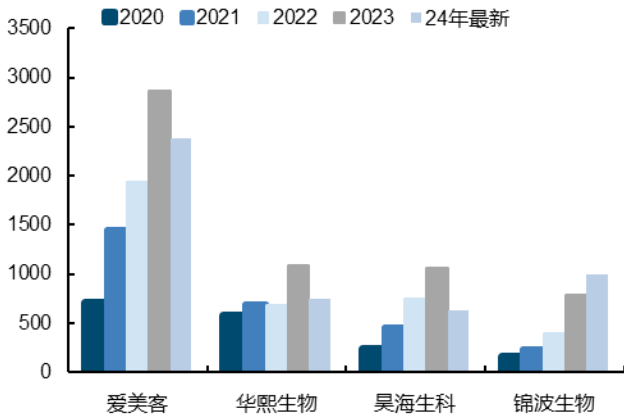


来源: 同花顺, 国金证券研究所: 1) 华熙生物取医疗终端产品毛利率, 昊海生科取医疗美容与创面护理产品毛利率; 2) 因数据披露不同, 昊海生科、华熙生物24年最新取1H24数据, 爱美客、锦波生物24年最新取1-3Q24数据)



图表9: 锦波生物体量快速增长, 24年有望比肩昊海生科、华熙生物医美业务 (单位: 百万元)

图表10: 锦波生物收入增速表现亮眼



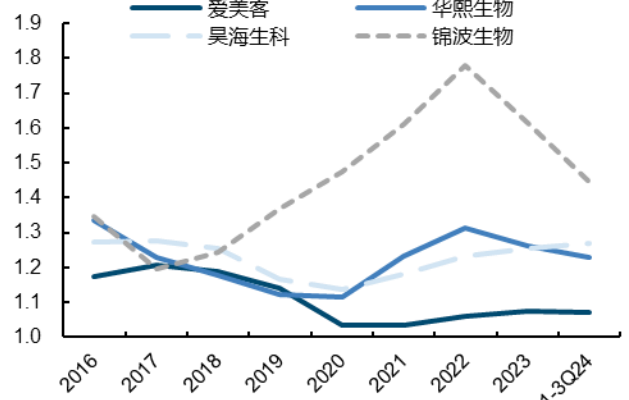
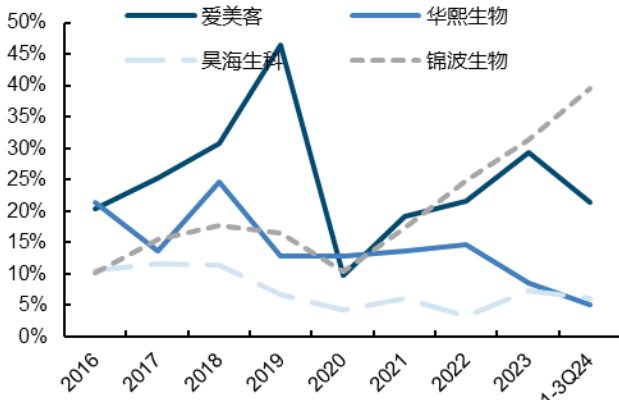
来源: 同花顺, 国金证券研究所 (注: 1) 华熙生物取医疗终端产品收入, 昊海生科取医疗美容与创面护理产品收入; 2) 因数据披露不同, 昊海生科、华熙生物 24 年最新取 1H24 数据, 爱美客、锦波生物 24 年最新取 1-3Q24 数据)

来源: 同花顺, 国金证券研究所 (注: 1) 华熙生物取医疗终端产品收入增速, 昊海生科取医疗美容与创面护理产品收入增速; 2) 因数据披露不同, 昊海生科、华熙生物 24 年最新取 1H24 数据, 爱美客、锦波生物取 1-3Q24 数据)

21 年来公司 ROE 表现优于同业, 快速提升主要系大单品放量显著拉高毛利率与净利率。大单品薇旎美毛利率 90%+, 加速放量摊薄费用, 进一步提升净利率。

图表11: 公司 ROE-摊薄优于同业

图表12: 公司权益乘数高于同业

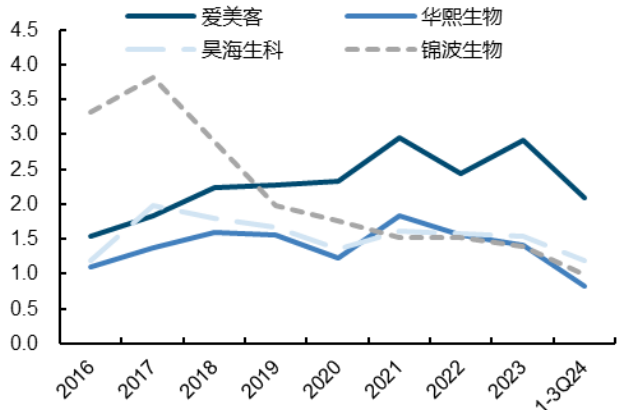
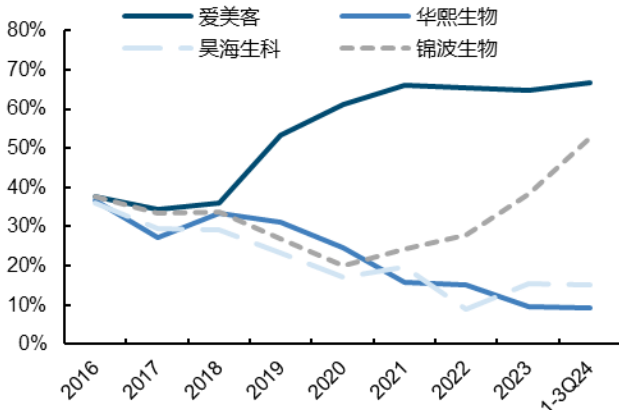


来源: 同花顺, 国金证券研究所

来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表13: 医美业务占比越高, 净利率越高

图表14: 21 年来锦波生物存货周转率在 1.5 次波动



来源: 同花顺, 国金证券研究所

来源: 同花顺, 国金证券研究所



2、短期业绩确定性：核心在于大单品薇旖美放量节奏

2.1、薇旖美：兼备先发优势&稀缺性、24年出货延续高增

21年6月重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维获批三类证，系我国市场首款和唯一获证重组胶原蛋白植入剂，21年9月基于该张证的产品薇旖美极纯上市。21年/1H22公司重组人源化胶原蛋白植入剂销售额 2842.21/4434.79 万元、占主营比例 12.18%/28.77%，毛利率分别为 93.76%/95.41%，直销渠道占比为 71%/62%；22年销售额 1.17 亿元、占收入比例 29.86%；23年销售额估算 4.5-5 亿元，24年较高基数上出货延续高增。

图表15：重组人源化胶原蛋白植入剂（三类证）23年出货估算 4.5-5 亿元

时间	销售金额（百万元）	规格	销售数量（瓶）	销售单价（元/瓶）
2023	估算 450-500	2mg、4mg、10mg	57.6 万瓶	-
2022	116.53	2mg、4mg	-	-
1-3Q22	73.95		9.12 万瓶	810
2021	28.42	4mg	2.51 万瓶	1133

来源：公司公告，国金证券研究所

2.2、为何薇旖美 23 年来放量明显提速？——证照红利+加速渠道拓展

对于终端医美机构，重组胶原蛋白针剂利润空间高于中低端玻尿酸，主要系中低端玻尿酸产品丰富、市场竞争激烈、机构陷入“价格战”困境，而重组胶原蛋白作为新材料、合规产品少。薇旖美定位水光&眼周细纹改善，23年加速渠道拓展，至年底覆盖机构 2000 家。

■ 水光：市场空间大、合规产品稀缺

22年3月30日，国家药品监督管理局发布关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告，明确水光针（注射用透明质酸钠溶液）按照三类器械监管。市面上水光产品众多，但仅有华熙生物润致娃娃针，爱美客嗨体/乔活泡泡针，高德美瑞蓝唯琨等拥有三类医疗器械注册证。丝丽/菲洛嘉/三文鱼/英诺小棕瓶等消费者熟知的动能素（功能型水光）产品暂未获得三类医疗器械注册证。

图表16：水光针明确按III类器械监管、合规产品稀缺

品类	公司	产品	是否三类器械	零售价	成分
玻尿酸	华熙生物	润致娃娃针	是	700-1200 元/2ml	经修饰的透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液
		润致熨纹针	是	1200-1800 元/1.5ml	
	爱美客	嗨体 2.5	是	300-600 元/2.5ml	透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素 B2
		乔活泡泡针	是	1300-2200 元/2.5ml	
高德美	瑞蓝唯琨	是	3700-4000 元/1ml	经 BDDE 交联的透明质酸钠、氯化钠、磷酸二氢钾、磷酸氢二钠	
胶原蛋白	双美生物	肤柔美	是	2500-3500 元/0.5ml	猪胶原（I型胶原）
动能素	华熙生物	丝丽 516	否	300-400 元/5ml	透明质酸+50 种活性成分（21 种氨基酸、11 种维生素、14 种矿物质、2 种核酸、1 种辅酶及 1 种抗氧化物）
		丝丽 532	否	500-1000/5ml	
	菲洛嘉	菲洛嘉 135HA	否	400-700/2ml	玻尿酸+53 种活性成分（23 种氨基酸、12 种维生素、6 种矿物质、6 种辅酶、5 种核酸、1 种抗氧化剂）
	英诺	小棕瓶	否	400-700/5ml	纯活性维 C、硫辛酸、有机硅、葡糖酸铜、谷胱甘肽
	氏殊	三文鱼	否	1300-1500/2.2ml	PDNR

来源：新氧 APP，国家药品监督管理局，国金证券研究所

■ 眼周年轻化：胶原蛋白具有不可替代优势

眼周区域是人体皮肤最薄的地方，玻尿酸填充泪沟后容易出现长时间的淤青、支起来一条棱等情况。双美胶原蛋白产品凭借乳白色、不透光的物理特性可以起到即刻遮盖效果，同时避免丁达尔现象，并且降解的氨基酸组合还可以在皮肤源头改善黑色素，在黑眼圈治疗、泪沟填充领域有着其他注射材料无法替代的优势；薇旖美在眼周细纹改善领域具



备显著优势。

图表17: 薇旖美在眼周细纹改善领域具备显著优势

品牌	产品	主要成分	功效	适用项目	公司/厂商	NMPA 首次认证	管理类别	零售价	维持时间
双美	肤丽美(凝固型胶原蛋白)	猪胶原(I型)	改善组织老化,全面部注射(轻、中度全面部皮肤软组织松弛、改善黑眼圈、填充泪沟、面部轮廓修饰与美化)	填充	台湾双美生物	2012年	第三类	7000-9000元/1ml	8-12个月
双美	肤柔美(非凝固型胶原蛋白)	猪胶原(I型)	改善皮肤肤质,肤色、补充营养,可作为胶原蛋白美塑疗法治疗	水光	台湾双美生物	2009年	第三类	3000-4500元/0.5ml	3个月
双美	肤莱美(含利多卡因胶原蛋白植入剂)	猪胶原(I型)+利多卡因	改善组织老化,全面部注射	填充	台湾双美生物	2019年	第三类	16800元/1ml	6-12个月
弗缦 FILLDERM(原名肤美达)		牛胶原(I型+III型)	苹果肌填充、泪沟填充等	填充	长春博泰	2012年	第三类	5000-6000元/1ml	3-6个月
薇旖美	极纯III型人源化胶原蛋白	重组III型人源化胶原蛋白	全眼周抗衰、全面部皮肤年轻化	-	山西锦波生物	2021年6月	第三类	6000-6800/4mg	3-6个月

来源: 国家药品监督管理局, 双美官网, 锦波生物招股说明书, 新氧, 国金证券研究所

2.3、如何看薇旖美成长空间?

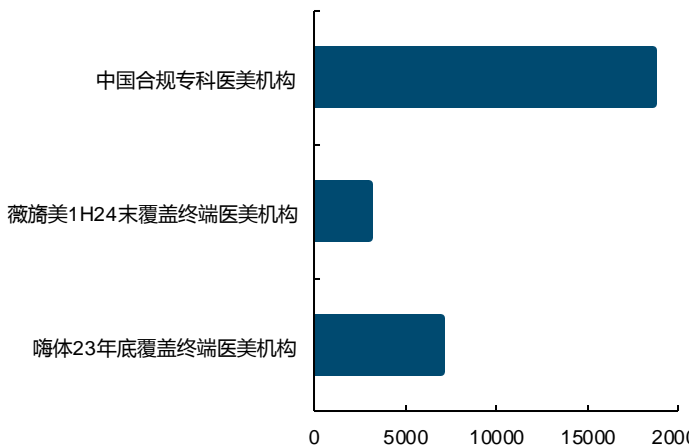
随着C端用户教育持续加深&继续深耕覆盖机构&拓展新机构、渗透率望持续提升。

机构覆盖仍有拓展空间: 爱美客23年底覆盖终端机构7000家, 根据国家卫健委2024年1月份公示数据整理, 中国合规专科医美机构数量为18584家(不含公立机构及民营综合), 薇旖美1H24末覆盖终端机构3000家, 覆盖机构仍有拓展空间。

合作分众传媒强化C端用户教育: 2024年初登陆分众传媒, 开启“薇旖美元计划”, 联动全国40多家头部机构, 在北京、上海、深圳、苏州、广州、重庆、成都、杭州、太原、厦门10大城市开启线下推广。

图表18: 薇旖美机构覆盖空间仍大(单位: 家)

图表19: “薇旖美®元计划”投放实景图



来源: 爱美客公司公告, 国家卫健委, 锦波生物公司公告, 国金证券研究所

来源: 分众传媒公众号, 国金证券研究所

3、进入欧莱雅供应链、越南获批, “中国成分”出海星辰大海

公司主要在三类医疗器械、化妆品、原料业务上布局海外市场, 初期阶段采用与国际大



公司合作等方式来开展业务。

原料：23 年进入欧莱雅供应链体系，合作巴黎欧莱雅品牌护肤线，23 年底重磅升级欧莱雅小蜜罐 2.0，首添重组胶原蛋白并作为营销和宣传重点；24 年应用到修丽可品牌护肤品，24 年 5 月修丽可 III 型胶原精华上市。

医美代工：24 年 3 月修丽可铂研胶原针（系公司此前获批的注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液）正式发布。

产品出海：公司主要考虑注册证获取速度、距离远近、客户群体等多个因素，目前公司计划优先进行东南亚市场的开拓。2024 年 11 月公告获得越南主管当局颁发的一项 D 类医疗器械注册证，适应症为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）。

图表20：欧莱雅小蜜罐首添重组胶原蛋白



图表21：修丽可铂研胶原针上市



来源：欧莱雅小红书号，国金证券研究所

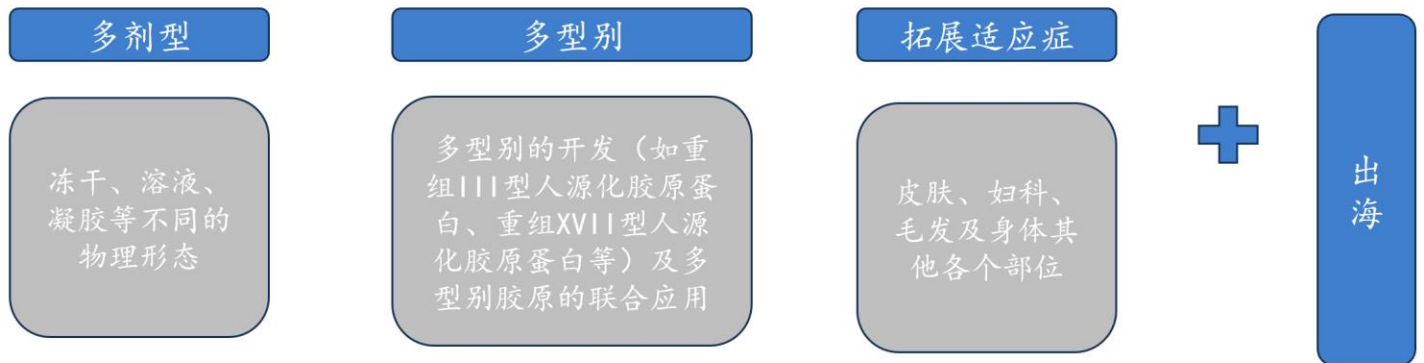
来源：修丽可微信公众号，国金证券研究所

4、中长期看点：多剂型+多型别+多适应症，兰蜜（妇科类）稀缺性强、具备做大空间

4.1、产品矩阵拓展：多剂型+多型别+多适应症

未来公司的产品矩阵拓展方向包括：多剂型（如冻干、溶液、凝胶等不同的物理形态）、多型别的开发（如重组 III 型人源化胶原蛋白、重组 XVII 型人源化胶原蛋白等）及多型别胶原的联合应用（比如现在已经上市的重组 III 型人源化胶原蛋白、重组 XVII 型人源化胶原蛋白的联合应用，未来可能开发以重组 III 型人源化胶原蛋白为基础与各种型别胶原蛋白的联合应用）、拓展适应症（皮肤、妇科、毛发及身体其他各个部位）等。

图表22：公司产品矩阵拓展方向



来源：公司公告，国金证券研究所

在研产品丰富。当前公司已完成 I 型、III 型、XVII 型等重组人源化胶原蛋白主要的基础研究，已在妇科、泌尿科、皮肤科、骨科、外科、口腔科、心血管科等领域持续开展应用研究。公司面中部增容项目 24 年 8 月提交注册申请，重组 XVII 型胶原蛋白启动多中心临床临床试验，压力性尿失禁项目已接近临床尾声。



图表23：公司在研产品丰富

核心成分	相关产品	项目名称/项目概述	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治疗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	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	吸入型	临床阶段

来源：公司招股书（注册稿），国金证券研究所

4.2、兰蜜引领私密健康赛道、具备做大空间

胶原的数量和质量与女性私密健康息息相关。女性阴道粘膜组织和肌肉组织中都含有大量的胶原蛋白，随着年龄增长、激素内分泌、炎症和物理化学损伤等相关因素都会导致胶原蛋白大量流失，引起阴道松弛综合症、压力性尿失禁、绝经生殖泌尿综合症、阴道粘膜萎缩等相关症状。

补充重组III型胶原蛋白可以促进萎缩的阴道粘膜恢复正常，恢复阴道上皮组织和受损细胞，增加和改善阴道细胞外基质、为细胞提供更好的环境，恢复阴道组织超微结构、褶皱和微绒毛网状结构重新使细胞排列紧密。



图表24: 重组胶原蛋白与女性私密健康



来源: 锦波生物招股书, 《绝经生殖泌尿综合征临床诊疗专家共识》, 兰蜜微信公众号, 国金证券研究所

我国女性私密保养市场正处于发展初期且潜在客群基数大, 随消费者认知逐渐成熟, 市场前景广阔。公司凭借兰蜜品牌前瞻布局私密健康赛道, 打造差异化、具备稀缺性, 引领市场发展, 在市场爆发时望优先受益。

图表25: 兰蜜主要重组胶原蛋白产品布局

产品	规格	类别	证书号
兰蜜医用III型胶原蛋白溶液	5g/支*2支/盒	II类医疗器械	晋械注准 20162640009
兰蜜重组人源胶原蛋白阴道敷料	2g/支*5支/盒	II类医疗器械	晋械注准 201442640008

来源: 兰蜜公众号, 国家药品监督管理局, 国金证券研究所

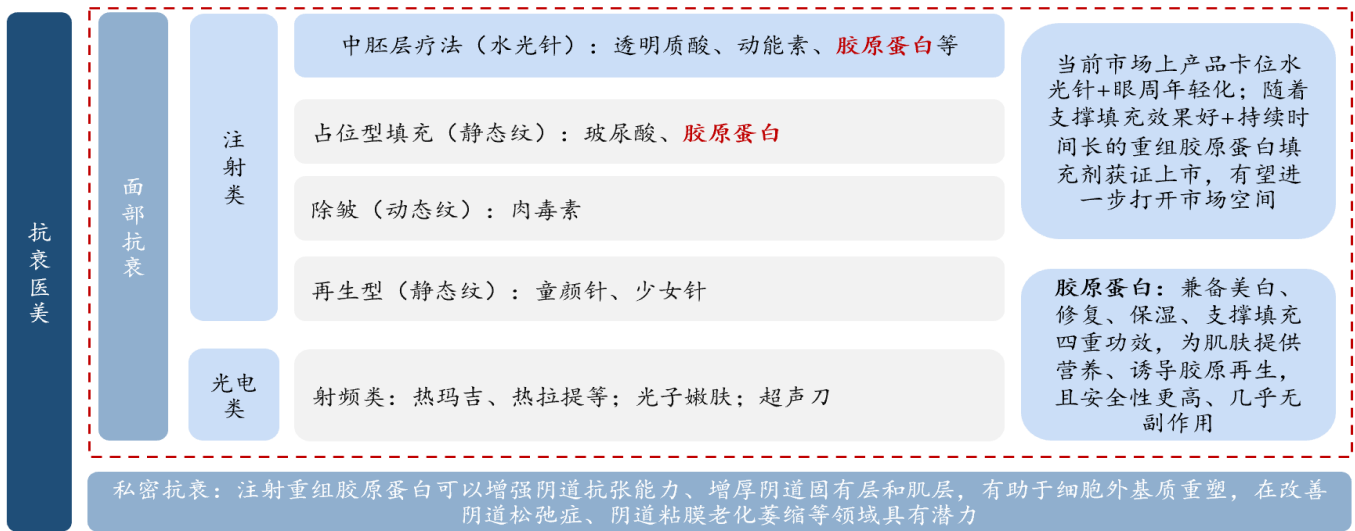
4.3、面中部增容产品突破望打开医美填充市场

胶原蛋白作为皮肤中重要成分, 拥有良好的消费者认知基础, 有望凭借其良好的支撑、修复、保湿、美白等性能, 成为注射类项目的重要材料之一。受限前端技术(修饰、交联技术等), 市面上暂且没有支撑填充效果好+持续时间长的胶原蛋白面部填充医美产品; 当前市场上产品主要卡位水光针+眼周年轻化。我们预计随着更具塑形性+稳定性的重组胶原蛋白填充剂产业化生产实现突破, 未来有望替代部分高端玻尿酸、再生类、动物源胶原蛋白产品。

公司面中部增容项目已于24年8月提交注册申请, 该产品的竞争优势在于: 1) 使用重组人源化胶原蛋白, 没有其他外源成分, 解决了动物胶原蛋白的免疫原性; 2) 其氨基酸序列重复单元与人III型胶原蛋白核心功能区一致; 3) 基于胶原蛋白的自交联特性可自组装成胶原蛋白纤维网, 具备支撑性, 且不依赖交联剂。



图表26: 重组胶原蛋白在抗衰医美领域具备潜力



来源：国金证券研究所绘制

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

收入及毛利率预测

✓ 收入预测

我们预计公司 2024-2026 年收入 14.03/18.94/24.03 亿元、同比+80%/35%/+27%，具体看：

- 1) 单一材料医疗器械：核心单品薇旖美快速放量，单一材料医疗器械 23/1H24 年营收同比+255%/+105%，24 年薇旖美持续渠道拓展+强化品宣（投放分众传媒），叠加证照红利，预计全年兑现高速增长，假设 24 年单一材料医疗器械收入同比+92%至 10.85 亿元；随着继续深耕老机构+拓新机构，以及持续加强品牌认知，预计 25-26 年收入同比+35%/+28%。
- 2) 复合材料医疗器械：消费者越来越注重术后养护、全程抗衰，望促进术后护理产品（如复合重组人源化胶原蛋白功能敷料、重组胶原蛋白液体敷料等）销售，私密品牌兰蜜持续放量，预计 24-26 年复合材料医疗器械收入同比+20%/+20%/+20%。
- 3) 功能性护肤品：自有品牌差异化定位、尚处起步阶段，基数较低。23/1H24 年营收 7593/4798 万元、同比+12%/+54%，随公司借力医美产品提升消费者认知，同时加大投入产品开发及拓展试水抖音、天猫渠道，预计 24-26 年收入同比+68%/+53%/+27%。
- 4) 原料及其他：重组胶原蛋白主要销售化妆品级，23 年进入欧莱雅供应链体系，预计 24 年收入同比+120%至 0.52 亿元；重组胶原蛋白在化妆品中应用越来越广泛，公司持续开拓客户，预计 25-26 年收入同比+30%/+20%。

✓ 毛利率预测

- 1) 医疗器械：高毛利率三类械植入剂占比提升拉动毛利率持续提升，预计 24-26 年毛利率分别为 94.41%、94.89%/95.18%。
- 2) 功能性护肤品：更高毛利的单一成分功能性护肤品占比提升拉动毛利率呈提升趋势，预计 24-26 年毛利率 68%/70.1%/70.4%。
- 3) 原料：毛利率整体稳健，预计 24-26 年分别为 83%/83%/83%。

✓ 期间费用率预测

销售费用率：24 年薇旖美快速放量致收入高增、摊薄效应明显，预计 24 年销售费用率 18%、同比-3.14PCT；薇旖美到达一定收入体量，破圈是重点，预计公司加大投入品牌建设致品牌宣传费用增多，假设 25-26 年销售费用率 18.2%/18.4%。

管理费用率：收入规模快速增长具备摊薄效应，预计管理费用率稳中有降，假设 24-26 年管理费用率 8.8%/8.5%/8.4%。

研发费用率：公司在研项目丰富，重组胶原蛋白技术开发空间广阔，为维持龙头地位，



将持续加大研发投入，假设 24-26 年研发费用率 5.3%/5.1%/5.2%。

综上，预计 24-26 年公司归母净利润 7.05/9.69/12.39 亿元、同比+135%/+37%/+28%。

图表27：公司营收及毛利率预测

	2022	2023	1H24	2024E	2025E	2026E
单一材料医疗器械	159	565	479	1085	1465	1875
yoy		255%	105%	92%	35%	28%
毛利率	93.5%	95.6%	96.2%	96.5%	96.8%	97.0%
复合材料医疗器械	146	115	52	138	166	199
yoy		-21%	20%	20%	20%	20%
毛利率	83%	81%	78%	78.0%	78.0%	78.0%
医疗器械小计	305	680	531	1223	1630	2073
yoy		123%	92%	80%	33%	27%
毛利率	88.3%	93.2%	94.4%	94.41%	94.89%	95.18%
复合成分功能性护肤品	58	59	36	86	121	151
yoy		3%	37%	45%	40%	25%
毛利率	70%	62%	56%	56%	56%	56%
单一成分功能性护肤品	10	17	12	41	74	97
yoy		65%	149%	150%	80%	30%
毛利率	92%	90%	93%	93%	93%	93%
功能性护肤品小计	68	75.93	47.98	127	195	247
yoy		12%	54%	68%	53%	27%
毛利率	73%	68%	65%	68.0%	70.1%	70.4%
原料及其他小计	17	24	24	52	68	82
yoy		43%	180%	120%	30%	20%
毛利率	83%	76%	83%	83%	83%	83%
其他业务	0.10	0.19	0.39	0.5	0.5	0.5
yoy		98%	1266%	165%	0%	0%
毛利率	60%	54%	30%	30%	30%	30%
营收合计	390	780	603	1403	1894	2403
yoy		100%	91%	80%	35%	27%
毛利率	85.4%	90.2%	91.6%	91.6%	91.9%	92.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2、投资建议及估值

我们选取 A 股市场医美上游耗材公司爱美客、华熙生物、昊海生科、江苏吴中作为可比公司，24/25 年可比公司均值为 42/28 倍。

公司拥有国内首款且唯一三类械重组胶原蛋白注射剂（薇旖美），新材料+合规产品+治疗效果自然，先发优势显著，叠加渠道加速扩张，24 年高增确定性强，联合应用+提升老机构渗透+持续拓新机构+加强品牌建设，25-26 年高基数下快速增长；中长期看，重组胶原蛋白研发及产业化国际领先，在研项目储备丰富（面中部增容项目以提交申报）、前瞻布局 XVII 型胶原蛋白、兰蜜（妇科类）具有稀缺性、目前均在打造标杆机构、期待后续超预期放量。参考可比公司平均估值水平，给予公司 25 年 26 倍 PE，目标价 284.67 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。



图表28：可比公司估值

公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE				24-26年CAGR
		23	24E	25E	26E	23	2024E	2025E	2026E	
爱美客	612	18.6	21.1	25.5	30.3	33	29	24	20	20%
华熙生物	276	5.9	5.9	7.7	9.3	47	47	36	30	26%
昊海生科	132	4.2	4.8	5.9	7.1	32	27	22	19	21%
江苏吴中	69	-0.7	1.1	2.3	3.6	-	64	30	19	83%
均值	-	-	-	-	-	37	42	28	22	-
锦波生物	194	3.0	7.0	9.7	12.4	65	28	20	16	33%

来源：同花顺，国金证券研究所（注：1）市值更新至2024年11月25日；2）爱美客、华熙生物、昊海生科、江苏吴中盈利预测采用同花顺一致预期）

6、风险提示

技术发展不及预期：在医美/骨科/妇科等领域的应用，对重组胶原蛋白的活性/纯度等要求较高，若技术发展不及预期、应用进程或放缓，影响公司业绩。

医疗事故引发的舆情风险：重组胶原蛋白在医美领域的运用处于起步期，若有相关舆情事件，可能在一段时间内显著影响重组胶原蛋白在医美行业的渗透速度。

功效性护肤品品牌培育不及预期：功效性护肤品赛道竞争激烈、玩家众多，公司相较于传统美妆企业在品牌建设、多平台运营方面略显劣势，旗下品牌肌频、重源培育或不及预期，从而影响公司业绩。

行业竞争加剧：薇旻美高毛利以及快增放量部分原因系市场同类产品少，若竞争对手陆续拿证，市场上产品增加、竞争或将加剧，从而导致收入增速和毛利率低于预期。

限售股解禁风险：24年10月10日公告股票解除限售数量总额为1513.52万股，占公司总股本17.10%，可交易时间为2024年10月15日。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	233	390	780	1,403	1,894	2,403	货币资金	71	129	519	596	967	1,583	
增长率	44.7%	67.2%	100.0%	79.8%	35.0%	26.9%	应收款项	39	61	133	188	260	336	
主营业务成本	-41	-57	-77	-118	-153	-187	存货	32	44	66	88	105	128	
%销售收入	17.7%	14.6%	9.8%	8.4%	8.1%	7.8%	其他流动资产	13	18	35	46	54	61	
毛利	192	333	703	1,285	1,740	2,216	流动资产	155	253	753	918	1,385	2,108	
%销售收入	82.3%	85.4%	90.2%	91.6%	91.9%	92.2%	%总资产	27.8%	31.0%	52.5%	50.7%	58.9%	67.1%	
营业税金及附加	-5	-7	-8	-13	-13	-17	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	2.3%	1.9%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	固定资产	291	382	493	652	719	777	
销售费用	-56	-105	-165	-253	-345	-442	%总资产	52.3%	46.8%	34.4%	36.1%	30.6%	24.7%	
%销售收入	24.0%	26.9%	21.1%	18.0%	18.2%	18.4%	无形资产	29	36	72	111	125	137	
管理费用	-45	-45	-92	-123	-161	-202	非流动资产	402	563	682	892	968	1,034	
%销售收入	19.1%	11.4%	11.8%	8.8%	8.5%	8.4%	%总资产	72.2%	69.0%	47.5%	49.3%	41.1%	32.9%	
研发费用	-29	-45	-85	-74	-97	-125	资产总计	557	816	1,435	1,810	2,353	3,142	
%销售收入	12.5%	11.6%	10.9%	5.3%	5.1%	5.2%	短期借款	15	45	102	125	50	50	
息税前利润 (EBIT)	57	131	353	822	1,125	1,430	应付款项	26	44	71	88	114	141	
%销售收入	24.5%	33.6%	45.3%	58.6%	59.4%	59.5%	其他流动负债	25	43	90	101	136	172	
财务费用	-2	-8	-11	0	5	15	流动负债	66	132	262	313	300	363	
%销售收入	0.8%	2.1%	1.4%	0.0%	-0.3%	-0.6%	长期贷款	45	57	31	31	31	31	
资产减值损失	-1	-3	-7	0	0	0	其他长期负债	115	186	188	90	65	47	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	226	375	481	434	396	441	
投资收益	1	0	0	0	0	3	普通股股东权益	331	440	954	1,377	1,958	2,701	
%税前利润	1.5%	n.a	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	其中：股本	62	62	68	89	89	89	
营业利润	64	126	348	831	1,140	1,457	未分配利润	155	258	521	944	1,525	2,268	
营业利润率	27.3%	32.4%	44.6%	59.2%	60.2%	60.6%	少数股东权益	0	1	-1	-1	-1	-1	
营业外收支	0	1	3	0	0	0	负债股东权益合计	557	816	1,435	1,810	2,353	3,142	
税前利润	64	127	351	831	1,140	1,457	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	27.2%	32.6%	45.0%	59.2%	60.2%	60.6%	每股指标							
所得税	-7	-18	-52	-126	-171	-219	每股收益	0.921	1.751	4.403	7.964	10.949	13.994	
所得税率	10.5%	14.3%	14.9%	15.2%	15.0%	15.0%	每股净资产	5.311	7.062	14.007	15.553	22.122	30.519	
净利润	57	109	299	705	969	1,239	每股经营现金净流	0.915	1.987	4.341	8.300	11.117	14.347	
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股股利	1.000	0.000	1.500	3.186	4.380	5.597	
归属于母公司的净利润	57	109	300	705	969	1,239	回报率							
净利率	24.6%	28.0%	38.4%	50.2%	51.2%	51.5%	净资产收益率	17.34%	24.80%	31.44%	51.21%	49.49%	45.85%	
							总资产收益率	10.31%	13.39%	20.90%	38.96%	41.18%	39.42%	
							投入资本收益率	13.04%	20.63%	27.64%	45.50%	46.90%	43.69%	
							增长							
							主营业务收入增长率	44.75%	67.15%	99.96%	79.83%	34.96%	26.89%	
							EBIT 增长率	82.97%	129.20%	169.42%	132.70%	36.87%	27.13%	
							净利润增长率	79.62%	90.24%	174.60%	135.14%	37.48%	27.81%	
							总资产增长率	17.83%	46.50%	75.91%	26.14%	30.04%	33.53%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	43.0	41.4	42.7	46.0	47.0	48.0	
							存货周转天数	240.8	241.1	261.0	270.0	250.0	250.0	
							应付账款周转天数	85.9	144.6	209.4	200.0	200.0	200.0	
							固定资产周转天数	369.4	336.6	168.9	130.2	105.5	88.9	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-3.30%	-6.27%	-40.50%	-32.01%	-45.27%	-55.61%	
							EBIT 利息保障倍数	31.7	16.3	32.3	1,899.7	-207.5	-96.3	
							资产负债率	40.54%	45.95%	33.56%	23.96%	16.81%	14.05%	

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	11	29	44	80
增持	0	2	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.15	1.12	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究