



重组胶原蛋白市场有望快速增长，公司明星产品实现口碑及销量增长 — 巨子生物（2367.HK）投资价值分析报告

● 重组胶原蛋白市场未来有望保持快速增长

相较于动物源性胶原蛋白，重组胶原蛋白具有包括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、水溶性更加、无细胞毒性以及可进一步加工优化等内在优势，且重组胶原蛋白更易运输和储存。根据弗若斯特沙利文的资料，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%，并预计将进一步从 2022 年的 46.6% 增至 2027 年的 62.3%。据同一资料源，按应用领域划分，预计功效性护肤品及医用敷料未来仍是重组胶原蛋白的主要应用领域。预计到 2027 年重组胶原蛋白在功效性护肤、医用敷料、肌肤焕活领域的市场规模有望达到 645、255、121 亿元，预计 2027 年重组胶原蛋白整体市场规模有望达到 1083 亿元，2022-2027 年复合增长率为 42.4%。

● 明星产品在线上线下全渠道保持良好口碑及销量增长

根据弗若斯特沙利文的资料，公司是全球首家实现量产重组胶原蛋白护肤产品的公司，亦是中国首家获得重组胶原蛋白产品医疗器械注册证的公司。在稀有人参皂苷领域，公司是中国首家实现五种高纯度稀有人参皂苷（即 Rk3、Rh4、Rk1、Rg5 及 CK）均能以百公斤级规模量产的公司。公司采用专业医疗+大众消费、线下+线上的全渠道布局和运营模式，在消费者中树立专业皮肤护理的品牌形象。2023 年公司在主要电商渠道均实现较快增长，可复美和可丽金的线上全渠道 GMV 增速在 618 期间分别超过 165% 和 70%，在双十一期间分别超过 100% 和 50%。

● 新产品陆续上线，有望带来新增长

公司持续进行产品开发，根据公司招股书，预计 2024 年公司将有两款产品取得医疗器械第三类注册证，即重组胶原蛋白液体制剂、重组胶原蛋白固体制剂，前者用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对面部皮肤），后者用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对面部皱纹、如抬头纹及鱼尾纹），新产品上线，有望为公司带来新增长。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 48.27、62.31、80.70 亿元，YOY 分别为 36.97%、29.09%、29.52%；EPS 分别为 1.81、2.16、2.78 元/股，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 61.54 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

行业竞争激烈、研发活动存在不确定性

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,524.14	4,826.85	6,230.96	8,070.46
YOY	49.05%	36.97%	29.09%	29.52%
归母净利润	1,451.75	1,799.31	2,152.31	2,764.81
EPS	1.46	1.81	2.16	2.78
P/E	31.53	25.44	21.27	16.55

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际有限公司研究部

美容护理行业组

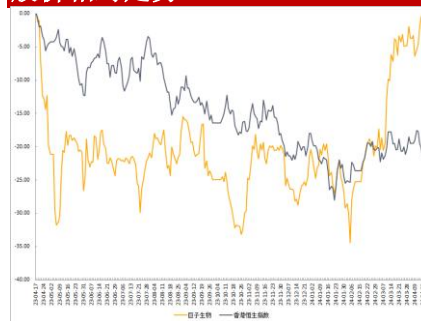
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2024.4.17

收盘价（港元）	46.00
一年中最低/最高（港元）	28.40/46.20
总市值（亿港元）	457.7
股东权益回报率	40.35%
PE（TTM）	28.57

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	4
1.1 重组胶原蛋白市场	4
1.2 人参皂苷市场	6
二、公司主要业务板块经营情况分析	7
2.1 公司主营业务及产品介绍	7
2.2 公司经营业绩情况	9
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	10
2.3.1 品牌及产品优势	10
2.3.2 研发优势	11
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	12
三、2023-2025 年公司整体业绩预测	14
四、公司估值分析	14
4.1 P/E 模型估值	14
4.2 DCF 模型	15
五、公司未来六个月内投资建议	16
5.1 公司股价催化剂分析	16
5.2 公司六个月内的目标价	16
六、公司投资评级	16
七、风险提示	16



图表目录

图 1: 重组胶原蛋白产品市场应用的市场规模细分 (单位: 十亿元)	6
图 2: 国内基于稀有人参皂苷的保健食品市场规模	7
图 3: 公司主要品牌组合	8
图 4: 公司营收及增速	9
图 5: 公司期内溢利及增速	9
图 6: 公司毛利率及净利率	10
图 7: 销售及管理费用率	10
图 8: 可比公司存货周转率对比	12
图 9: 可比公司总资产周转率对比	12
图 10: 可比公司销售费用率对比	13
图 11: 可比公司管理费用率对比	13
图 12: 可比公司毛利率对比	13
图 13: 可比公司净利率对比	13
图 14: 可比公司 ROE 对比	13
图 15: 可比公司 PE(TTM)对比	15
表 1: 各类别胶原蛋白及选定生物活性成分对比	4
表 2: 正在开发的产品	11
表 3: 2024-2026 年公司收入预测	14
表 4: 可比公司估值表 (截止 2024 年 4 月 16 日)	15
表 5: DCF 模型估值	15



一、公司所属主要行业情况分析

1.1 重组胶原蛋白市场

胶原蛋白广泛分布于人体的结缔组织中，如皮肤、软骨和骨、肌腱、韧带、角膜、器官被膜、硬脑膜等。人体中常见的胶原蛋白分为 I 型、II 型、III 型、V 型和 XI 型。在正常皮肤组织中，胶原主要以 I 型、II 型胶原纤维的形式存在，在婴儿皮肤中间，III 型胶原蛋白的含量占比达 80% 以上，有优质的弹性和修复能力，其含量随年龄增加而减少，其合成速度比不上流失速度，而造成皱纹、松弛等衰老现象。作为人体中含量最多的蛋白质，胶原蛋白是皮肤护理产品的理想成分，同时还拥有止血和细胞再生作用，亦是医疗健康产品的理想生物医用材料。目前，胶原蛋白被广泛应用到功效性护肤品、医用敷料、肌肤焕活及生物医用材料领域。

用于美容护理领域的生物活性成分中，主要包括透明质酸、植物活性成分和胶原蛋白。透明质酸的主要特性为皮肤润滑和保湿。植物活性成分种类繁多，具有不同的功能和功效，其主要用于缓解过敏和炎症，以及提供抗氧化的效用。胶原蛋白通常在提供结构支持、促进止血及细胞黏附、刺激细胞再生及增殖、修复受损皮肤屏障并为老化及问题皮肤补充营养方面拥有更多生物学特性。因此，胶原蛋白相较于透明质酸及植物活性成分的优势在于其皮肤修护及抗衰老的功效。

按来源区分，胶原蛋白可分为重组胶原蛋白和动物源性胶原蛋白。前者由基因工程合成，后者从动物组织中提取。过去，由于动物源性胶原蛋白生产成本较低且生产过程更简单，因此被广泛运用。重组胶原蛋白具有包括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、水溶性更加、无细胞毒性以及可进一步加工优化等内在优势。此外，重组胶原蛋白的变性温度在 72 度以上，而动物源性胶原蛋白变性温度为 40 度，因此重组胶原蛋白更易运输和储存。随着行业技术进步，重组胶原蛋白生产成本逐步降低，其普及度及渗透率逐步提高。根据弗若斯特沙利文的资料，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%，并预计将进一步从 2022 年的 46.6% 增至 2027 年的 62.3%。

表 1：各类别胶原蛋白及选定生物活性成分对比

	重组胶原蛋白	动物源性胶原蛋白	透明质酸	植物活性成分
产品特性	提供结构支持、刺激细胞再生及增殖、修复受损皮肤屏障、无潜在的细胞毒性和排异风险	提供结构支持、刺激细胞再生及增殖、修复受损皮肤屏障	皮肤润滑和保湿	帮助解决皮肤问题，如过敏、炎症及氧化



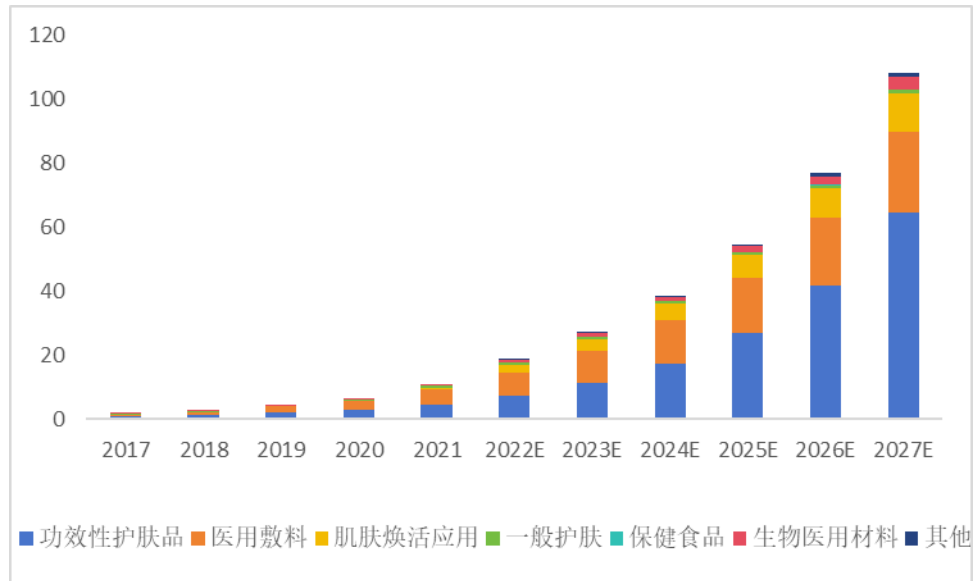
主要目标客户	追求具有高生物活性和生物相容性的抗敏感、抗痘、抗早衰、受损皮肤屏障修复及美白功效的客户	追求抗敏感、抗痘、抗早衰、受损皮肤屏障修复及美白功效的客户	追求保湿润滑功效的客户	追求抗敏感、抗痘及抗早衰功效的客户
主要应用	功效性护肤品、医用敷料、肌肤焕活、生物医用材料及保健食品			功效性护肤品、保健食品
用途限制	无明显使用限制	倘应用在肌肤焕活，存在潜在细胞毒性和排异。运输和储存存在困难	主要用于润滑和保湿	无明显使用限制

资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际有限公司研究部

根据头豹研究院的资料，胶原蛋白产业链上游由制备胶原蛋白所需的原料供应商组成：对于天然胶原的制备，需采购牛跟腱等动物原料，对于重组胶原蛋白生产厂商，需采购酵母浸粉、菌种等原辅料，其市场较为分散。中游生产胶原蛋白原料，可分为天然胶原和重组胶原原料供应商，国内相关企业有江山聚源、慧康生物等，国外相关企业有法国罗赛洛集团日本 nippi 和德国嘉利达集团。下游应用范围包括：医疗、食品/保健品、化妆品、医美、化工、饲料等领域。部分企业可同时覆盖中下游，生产胶原蛋白原料并将其应用到终端产品中。如巨子生物生产类人胶原蛋白，并应用到旗下可复美、可丽金两大品牌。创尔生物同时进行活性胶原原料、医疗器械及生物护肤品的研发。侧重医美方向企业中，采用天然胶原的企业主要有创尔生物、中国台湾双美、博泰医药，采用重组胶原的企业主要有江山聚源、巨子生物；侧重医疗应用的企业主要采用天然胶原，包括益而康生物、其胜生物、迈科唯医疗、湃生生物等。

根据弗若斯特沙利文的资料，按重组胶原蛋白的应用领域划分，预计功效性护肤品及医用敷料未来仍是重组胶原蛋白的主要应用领域。预计到 2027 年重组胶原蛋白在功效性护肤、医用敷料、肌肤焕活领域的市场规模有望达到 645、255、121 亿元，预计 2022-2027 年上述三领域市场规模的复合增长率分别为 55%、28.8%、36.5%。预计 2027 年重组胶原蛋白整体市场规模有望达到 1083 亿元，2022-2027 年复合增长率为 42.4%。

图 1：重组胶原蛋白产品市场应用的市场规模细分（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际有限公司研究部

1.2 人参皂苷市场

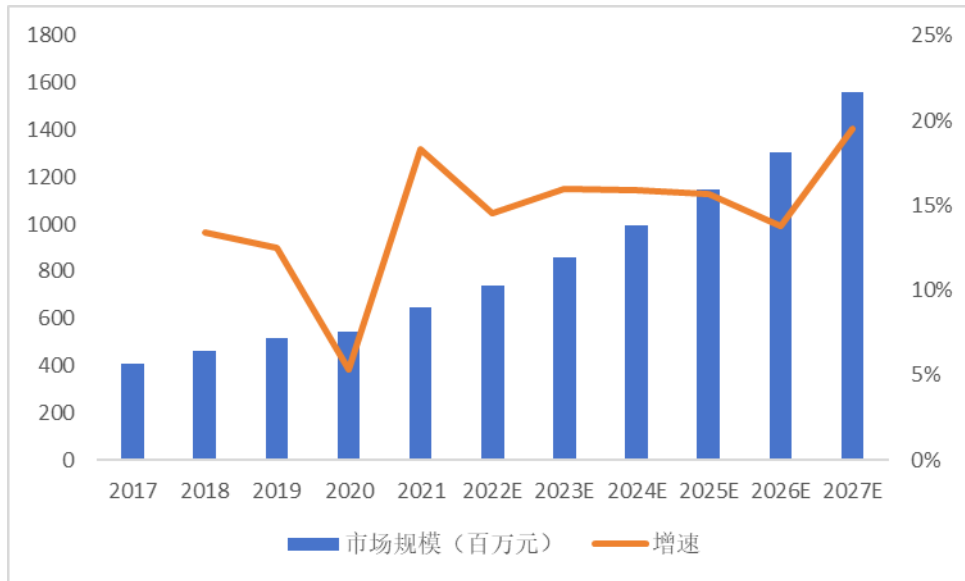
人参皂苷是人参和其他人参属植物的主要活性成分，其具有抗肿瘤功效以及降血糖及降血脂的功效。人参皂苷可分为原型人参皂苷和稀有人参皂苷。原型人参皂苷天然存在于人参中并可通过简单物理提纯提取，而稀有人参皂苷可通过运用合成生物学技术(如酶法水解或微生物发酵)从原型人参皂苷获得。稀有人参皂苷较原型人参皂苷特性上发生了转变，更易被人体吸收，并相较于原型人参皂苷表现出更强的生物活性，从而形成功效更强、且适用于保健药品的生物活性成分。

稀有人参皂苷的药理功效包括但不限于抑制肿瘤生长及增强免疫系统，因此其常被用于制作健康产品及药品。目前，稀有人参皂苷 Rg3 已在中国获批准用于临床癌症治疗，而其他种类的稀有人参皂苷已被广泛地用于制作能够增强免疫系统、改善睡眠等方面的健康产品。

此前，稀有人参皂苷的生产传统上受限于将原型人参皂苷转化为稀有人参皂苷所需的生产成本和技术要求。而受益于合成生物学的持续进步，多种稀有人参皂苷实现了商业应用的大规模生产。随着稀有人参皂苷生产技术的进步，健康产品及药品制造商制作稀有人参皂苷产品的成本效益增加，进而促使其在整个健康产品市场的渗透率提高。

人参皂苷产品的消费者主要来自于传统医药文化及应用较为普及的亚洲国家，中国基于稀有人参皂苷技术的保健食品的销售额从2017年的405.9百万元增至2021年的645.4百万元，复合年增长率为12.3%。随着消费者健康保健意识提升，以及对人参皂苷认知提升，预计2027年市场规模有望达到1561.4百万元。此外，随着对稀有人参皂苷功效及功能的研究进一步深入，预计其应用将进一步拓展。

图 2：国内基于稀有人参皂苷的保健食品市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际有限公司研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1 公司主营业务及产品介绍

巨子生物成立于 2000 年，公司设计、开发和生产以重组胶原蛋白为关键生物活性成分的专业皮肤护理产品，亦开发和生产基于稀有人参皂苷技术的保健食品。利用专有的生物合成学技术，公司自主开发和生产多种类型的重组胶原蛋白和稀有人参皂苷。根据弗若斯特沙利文的资料，公司是全球首家实现量产重组胶原蛋白护肤产品的公司，亦是中国首家获得重组胶原蛋白产品医疗器械注册证的公司。在稀有人参皂苷领域，公司是中国首家实现五种高纯度稀有人参皂苷（即 Rk3、Rh4、Rk1、Rg5 及 CK）均能以百公斤级规模量产的公司。

在功效性护肤品、医用敷料和保健食品领域，公司设立了八大主要品牌，即可复美、可丽金、可预、可痕、可复平、利妍、欣昔及参昔。截至 2023 年末，公司共有超过 100 项产品 SKU。

图 3：公司主要品牌组合



资料来源：公司招股书，华通证券国际有限公司研究部

专业医疗+大众消费、线下+线上的全渠道布局和运营模式，是公司的渠道特色和优势。2023年，公司进一步强化渠道力，扩大消费者触达。线下场景中，公司继续深耕专业院线这一传统优势渠道，同时快速推进在药店、CS/KA等大众渠道的布局。2023年，公司开展超1,000场针对医院和药房等机构的培训交流活动，包括学术会议、科室会培训、沙龙会等形式，面对面沟通市场需求、产品应用、新品研发等信息；定期召开经销商大会、组织经销商深度返场交流等，了解市场和客户需求，及时解决问题，实现渠道的稳定健康发展。截至2023年末，公司的产品通过线下直销和经销途径进入中国约1,500家公立医院，约2,500家私立医院和诊所，约650个连锁药房品牌和约6,000家CS/KA门店。此外，2023年公司拓展线下专柜场景，2023年11月可复美全国首家线下标准店在西安王府井百货正式开业，满足消费者更多元的护肤需求。2023年5月至12月，3家可丽金专营店在西安赛格国际购物中心等商业体开业，拓展可丽金的线下露出，增加消费者互动。

公司亦通过天猫、抖音、京东、小红书、唯品会和拼多多等电商平台和社交媒体平台进行销售和宣传。2023年，公司持续优化各电商平台的运营能力。在天猫，公司致力于建设品牌心智高地，在更多场景和更大范围人群中实现品牌曝光和心智占领；通过和天猫共建会员体系，提高老客复购，优化运营效率。在抖音，公司在抖音自播领域全面发力，把握自造节等活动场景，提升内容丰富度，优化货品供应，以内容带动销售，提升转化率和客单价；同时注重多层次达人矩阵的建设，初步构建起更健康、更优质的达人合作生态体系。在京东，公司通过运营PLUS会员系统，触达更多高净值消费人群，实现高质量拉新。2023年主要电商渠道均实现较快增长，可复美和可丽金的线上全渠道GMV增速在618期间分别超过165%和70%，在双十一期间分别超过100%和50%。

公司始终坚持核心原料和终端产品自主生产。为了保障生产稳定和持续满足消费者需求，



公司按照计划实现产能扩张。2023 年，重组胶原蛋白发酵车间扩产顺利完成并投产，新增 2 条重组胶原蛋白产线。此外，公司新增 4 条化妆品产品产线、2 条医疗器械产品产线。公司持续推进医疗器械新工厂、健康产品新工厂的建设，业务线的拓展有望为公司带来新增长。

2.2 公司经营业绩情况

受益于公司持续加强全渠道的营销活动、产品品类持续拓展以及明星单品可复美的快速增长，公司功效性护肤品收入增长较快。2023 年，可复美实现收入 27.88 亿元，同比增长 72.9%，占 2023 年总收益的 79.1%。可丽金实现收入 6.17 亿元，与上年基本持平，占 2023 年总收益的 17.5%。其他品牌实现收入 1.03 亿元，同比增长 14.2%，占 2023 年总收益的 2.9%。保健食品及其他实现收入 0.16 亿元，同比下降 62.4%，占 2023 年总收益的 0.5%。该下降是由于保健食品渠道和推广策略调整所致。2023 年，公司实现营业收入 35.24 亿元，同比增长 49.05%，实现期内溢利 14.48 亿元，同比增长 44.59%。

图 4：公司营收及增速

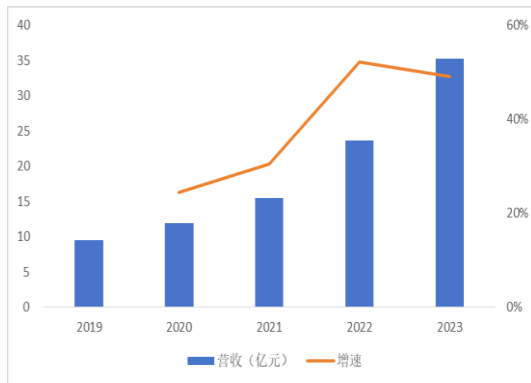
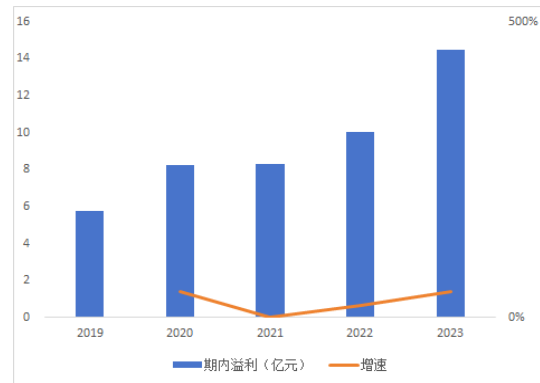


图 5：公司期内溢利及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

由于公司扩大再生产规模，购买新设备及增加一线员工数量，公司销售成本有所增加，同时产品类型扩充等因素，导致公司毛利率有所下降。2023 年，公司毛利率为 84.4%，较上年同期下降 0.8 个百分点。由于线上直销渠道快速扩张，导致公司销售费用率有所上升，2023 年，公司销售费用率为 33.04%，较上年增加 3.17 个百分点，公司管理费用率为 2.74%，较上年下降 1.95 个百分点。公司加大对基础研究和管线产品的研发投入，以及研发人员数量增加，导致公司研发费用率较上年增加 0.2 个百分点，2023 年公司研发费用率为 2.1%。公司净利率为 41.09%。

图 6：公司毛利率及净利率

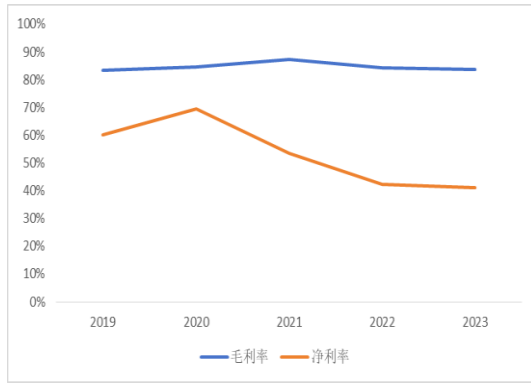
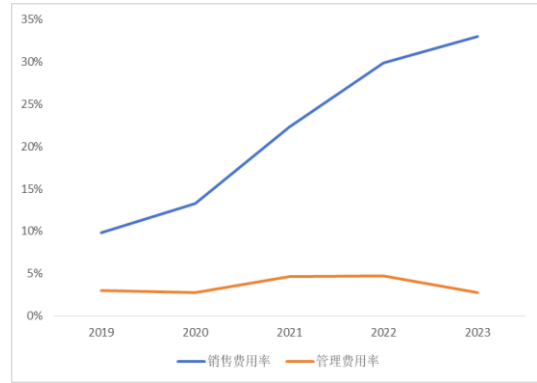


图 7：销售及管理费用率



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 品牌及产品优势

可复美品牌定位‘肌肤有问题，就找可复美’，在各类肌肤问题场景下提供全面优质的解决方案。产品维度坚持‘妆械协同’的思路，医疗器械系列中，明星单品可复美重组胶原蛋白敷料（‘胶原敷料’）自 2011 年上市以来，在线上线下全渠道保持良好口碑及销量增长。2023 年，胶原敷料在 2023 年 618 大型促销活动（‘618 大促’）和双十一大型促销活动（‘双十一大促’）中，均蝉联天猫伤口敷料类目 TOP1，蝉联京东医用美护类目 TOP1。

可复美胶原修护系列，专为敏感性肌肤、屏障脆弱、泛红干燥等人群提供修护、舒缓的解决方案。Human-like 重组胶原蛋白肌御修护次抛精华（‘胶原棒’）自 2021 年底上市以来，凭借产品品质逐步成长为明星单品。2023 年，胶原棒荣获中国好配方‘年度修护精华’，荣登 2023 美丽修行年榜‘悦享护肤榜（精华榜）’和‘国货之光榜’。2023 年 618 大促期间，胶原棒 GMV 同比增长超过 700%，荣登抖音年度精华金榜 TOP1，京东家庭护理类目 TOP1；双十一大促期间，胶原棒 GMV 同比增长超过 200%，荣登天猫面部精华类目 TOP1，京东家庭护理单品 TOP1，抖音品牌次抛精华好评榜 TOP1。

胶原修护系列 2023 年上新两款单品：可复美胶原乳，采用专研 C5HR 重组胶原蛋白仿生组合，革新双仿生屏障修护体系，强韧肌肤；可复美胶原舒舒贴，采用专研 C5HS 重组胶原蛋白仿生组合，快速褪红、舒稳肌肤。2023 年，胶原乳 3-4 月蝉联天猫乳液新品榜 TOP1，8-9 月蝉联天猫修护乳液好评榜 TOP3，天猫修护乳液热销榜 TOP3。在 2023 年双十一大促中，胶原乳荣登抖音修护精萃乳好评榜 TOP1，抖音面霜热卖金榜国货 TOP8；胶原舒舒贴荣获抖音百大美丽好物金榜一宅家美容院 2023 金榜单品。

2023 年，可复美品牌进一步丰富旗下产品系列。可复美净痘清颜系列开辟新版图‘秩序系列’，以专研稀有人参皂苷 CK 为核心成分，专为油痘敏肌肤人群研制，助力肌肤水油



平衡。系列新品秩序水乳霜及秩序精华、秩序次抛，科学遵循油痘敏肌肤问题形成链路，针对性打造相应单品，分阶段解决肌肤油、敏、痘的问题，找寻油皮护肤最优解。于 2023 年，可复美实现品牌收入人民币 2,788.3 百万元，与 2022 年同期相比增长 72.9%。

可丽金品牌定位‘专研重组胶原蛋白抗老’，采用专研 C5HA 重组胶原蛋白仿生组合。核心系列赋能紧致系列自 2022 年焕新上市以来，明星单品如嘭嘭次抛、大膜王持续获得消费者喜爱，让胶原抗皱的品牌心智逐步走到消费者心中。2023 年，嘭嘭次抛荣获金物奖 2022 一最具潜力奖，在 2023 年 618 大促中，嘭嘭次抛位列京东修护面部精华榜 TOP8，天猫紧致液态精华热卖榜 TOP10；在双十一大促期间，嘭嘭次抛位列抖音品牌次抛精华人气榜 TOP6；大膜王位列京东驻龄面膜榜 TOP1，抖音品牌抗皱面膜好评榜国货 TOP4，天猫涂抹面膜热销榜国货 TOP7。

同时，公司持续进行产品开发，根据公司招股书，预计 2024 年公司将有两款产品取得医疗器械三类注册证，即重组胶原蛋白液体制剂、重组胶原蛋白固体制剂，两类新产品上线，有望为公司带来新增长。

表 2：正在开发的产品

产品	适应症	预计研发期间	预计获得的医疗器械注册证	预计取证时间
重组胶原蛋白液体制剂	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对面部皮肤）	超过 36 个月（包括临床试验）	第三类	2024 年第一季度
重组胶原蛋白固体制剂	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对面部皱纹、如抬头纹及鱼尾纹）	超过 36 个月（包括临床试验）	第三类	2024 年第一季度
重组胶原蛋白凝胶	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对中度至重度的皱纹）	超过 36 个月（包括临床试验）	第三类	2025 年上半年
交联重组胶原蛋白凝胶	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对中度至重度法令纹）	超过 36 个月（包括临床试验）	第三类	2025 年上半年

资料来源：公司招股书，华通证券国际有限公司研究部

2.3.2 研发优势

天然胶原的不同长度、不同片段重复不同次数后的功能和性能具有不可预知性，公司积累了较多的研发经验，并进行相应的专利布局，对胶原分子进行结构调整和优化，制备筛选



得到性能优越的新型胶原。例如 2023 年 6 月公司获授权专利《透皮吸收性肽及通过该肽的重复构建的重组胶原蛋白》，专利所述的重组胶原蛋白，具有优异的透皮吸收性能，可作为原料用于生产多种胶原蛋白产品如注射剂、面部填充剂、化妆品、保健食品、组织工程材料、胶原蛋白海绵等。

截至 2023 年末，公司已获授权及申请中专利 93 项，其中 2023 年新增 13 项。公司的重组胶原蛋白分子库中已拥有超过 40 种胶原分子，数量在业内保持领先且不断增长。公司有超过 100 个在研项目，2023 年，公司顺利推进 4 项重组胶原蛋白肌肤焕活产品的研发及注册工作。

2023 年，公司推出多种自研原料或原料组。稀有人参皂苷 CK 单体，通过高效调节抗炎相关基因的表达，具有显著控油、抗炎、祛痘的功效，以此为核心成分的可复美秩序系列已上市。专研巨昔源原料组可实现对胶原蛋白、弹性蛋白等皮肤关键蛋白的修护，在可复美胶原乳等产品中发挥祛红、舒缓等功效。

公司积极参与不同维度的行业标准及团体标准的起草与制定，2023 年 4 月，公司牵头制定的《化妆品用重组胶原蛋白原料》团体标准正式发布，这是中国化妆品行业首个重组胶原蛋白团体标准。2023 年 9 月，公司牵头制定的《重组胶原蛋白促人源细胞胶原蛋白分泌测定方法》《重组胶原蛋白透皮吸收测定方法》两项团体标准正式发布，为重组胶原蛋白的生物学功能评价等提供标准依据和方法指导，填补了相关测定方法的空白。

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取美容护理领域锦波生物、爱美客、上海家化、上美股份为可比公司。存货周转率方面，巨子生物、锦波生物、爱美客、上海家化、上美股份 2023 年存货周转率依次为 3.00、1.40、2.92、3.17、2.28；总资产周转率方面，巨子生物在可比公司中处于第二位，上述公司 2023 年总资产周转率依次为 0.87、0.69、0.44、0.55、1.34。

图 8: 可比公司存货周转率对比

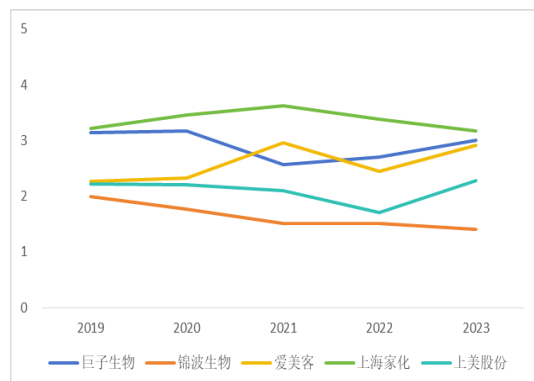
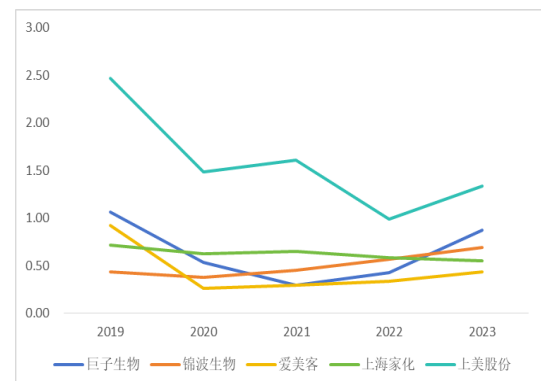


图 9: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，巨子生物、锦波生物、爱美客、上海家化、上美股份 2023 年销售费用率依次为 33.04%、21.14%、9.07%、41.98%、53.46%；管理费用率方面，上述公司 2023 年管理费用率依次为 2.74%、22.71%、13.75%、11.56%、5.00%。

图 10: 可比公司销售费用率对比

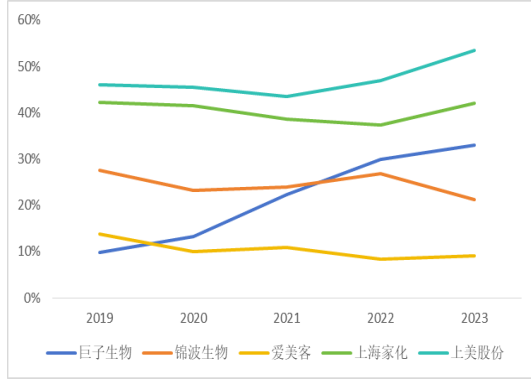
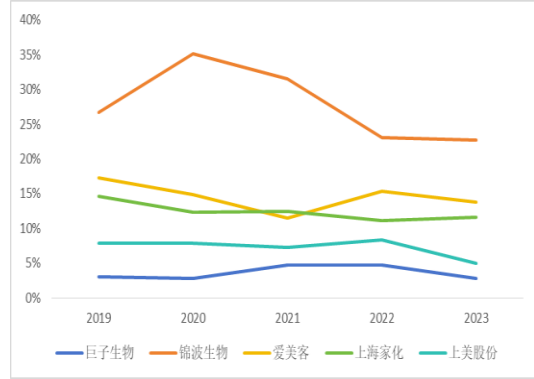


图 11: 可比公司管理费用率对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面，巨子生物在可比公司中处于第三位，巨子生物、锦波生物、爱美客、上海家化、上美股份 2023 年毛利率依次为 83.63%、90.16%、95.09%、58.97%、72.05%；净利率方面，巨子生物在可比公司中处于第二位，上述公司 2023 年净利率依次为 41.09%、38.28%、64.65%、7.58%、11.02%；净资产收益率方面，巨子生物在可比公司中处于第二位，上述公司 2023 年 ROE 依次为 40.35%、43.02%、30.48%、6.69%、24.83%。

图 12: 可比公司毛利率对比

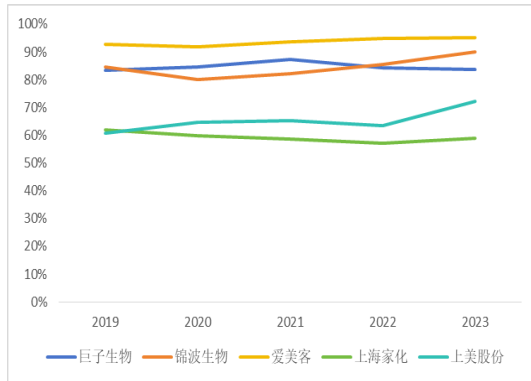


图 13: 可比公司净利率对比

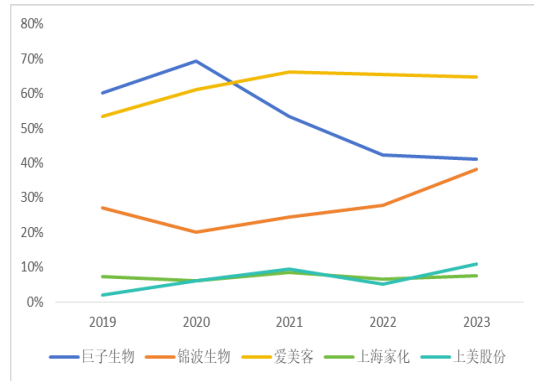
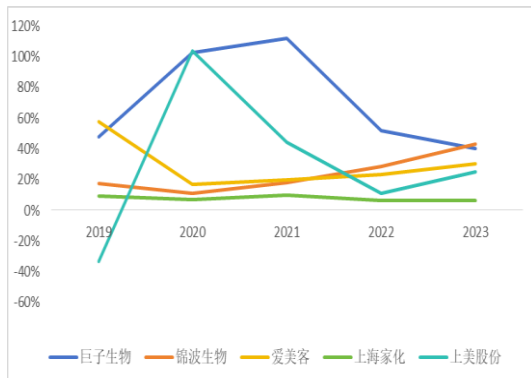


图 14: 可比公司 ROE 对比





数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设:

a. 随着消费者对胶原蛋白产品认知度提升, 重组胶原蛋白有望逐步替代动物源性胶原蛋白, 行业有望保持快速增长。公司明星产品可复美、可丽金品牌知名度逐步提升, 在天猫等渠道获得良好增长, 未来有望受益于重组胶原蛋白市场增长。根据公司招股书, 预计 2024 年公司将有两款产品取得医疗器械第三类注册证, 即重组胶原蛋白液体制剂、重组胶原蛋白固体制剂, 两类新产品上线, 有望为公司带来新增长。稀有人参皂苷的药理功效包括但不限于抑制肿瘤生长及增强免疫系统, 随着消费者健康保健意识提升, 以及对人参皂苷认知提升, 预计保健食品业务有望恢复增长。

b. 结合往年数据, 将功效性护肤品、医用敷料、保健食品及其他的 2024 年收入增长预测均设为 43%、19%、5%; 参考往年数据进行预测, 将 2025 及 2026 年上述行业的收入增长设定为 33%、15%、7%。

表 3: 2024-2026 年公司收入预测

	项目	2023A	2024E	2025E	2026E
功效性护肤品	收入 (亿元)	26.47	37.86	50.35	66.96
	YOY	69.52%	43.00%	33.00%	33.00%
医用敷料	收入 (亿元)	8.61	10.24	11.78	13.55
	YOY	13.25%	19.00%	15.00%	15.00%
保健食品及其他	收入 (亿元)	0.16	0.17	0.18	0.19
	YOY	-62.53%	5.00%	7.00%	7.00%
合计	收入 (亿元)	35.24	48.27	62.31	80.70
	YOY	49.05%	36.97%	29.09%	29.52%

公司预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 48.27、62.31、80.70 亿元, 同比增长 36.97%、29.09%、29.52%, 归属于母公司股东净利润分别为 17.99、21.52、27.65 亿元, 对应 EPS 分别为每股 1.81、2.16、2.78 元。

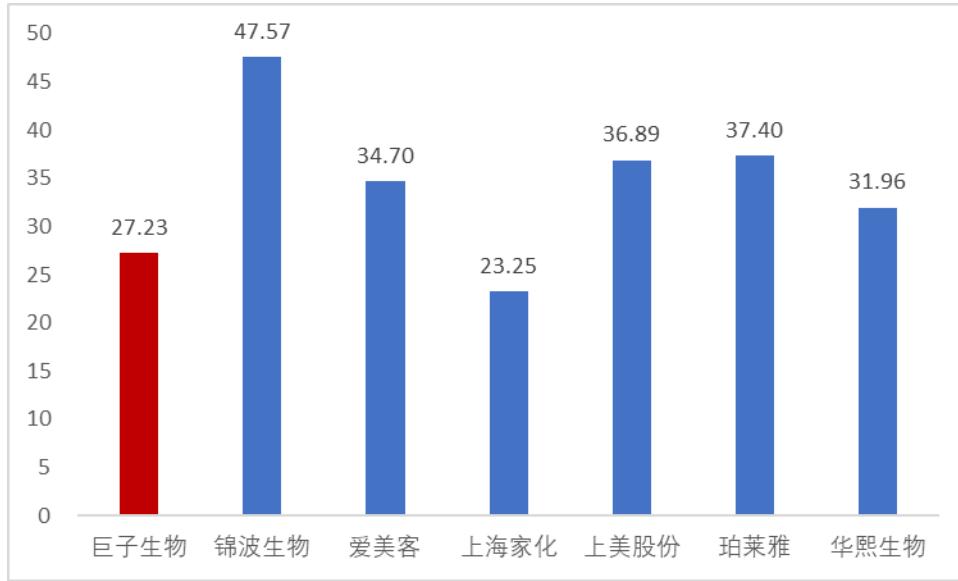
四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

选取美容护理领域锦波生物、爱美客、上海家化、上美股份、珀莱雅、华熙生物为可比公司, 以 2024 年 4 月 16 日数据为基准, 可看出巨子生物 PE (TTM) 处于较低水平。



图 15: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFind, 华通证券国际有限公司研究部

对比爱美客、锦波生物、上海家化、上美股份估值水平, 综合考虑公司业绩成长性, 公司给予公司 PE 估值 24X-35X, 对应股价 43.44 元/股-63.35 元/股为合理估值区间。

表 4: 可比公司估值表 (截止 2024 年 4 月 16 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
爱美客	298.09	8.59	11.51	15.08	18.76	34.27	25.74	19.64	15.77
锦波生物	209.44	4.40	6.87	9.46	12.96	59.34	30.15	21.90	15.90
上海家化	17.19	0.74	0.95	1.10	1.24	28.64	18.07	15.61	13.92
上美股份	46.85	1.16	1.99	2.64	3.52	20.47	21.77	16.44	12.35
平均值						35.68	23.93	18.40	14.49

数据来源: 同花顺 iFind, 华通证券国际有限公司研究部

4.2 DCF 模型

公司以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 1.81、2.16、2.78 元为基础, 进行绝对估值测算, 对应每股合理的内在价值为 63.62 元。

表 5: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	6.19	49.10	55.29
组合二	8.00%	4.00%	6.19	61.97	68.16
组合三	8.00%	5.00%	6.19	83.42	89.61
组合四	9.00%	3.00%	6.13	40.17	46.30
组合五	9.00%	4.00%	6.13	48.67	54.80
组合六	9.00%	5.00%	6.13	61.42	67.55
平均值					63.62

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部



估值说明：（1）永续增长率采用略低于GDP增长率；

（2）DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为2023-2025年，永续期自2026年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

公司持续进行产品开发，根据公司招股书，预计 2024 年公司将有两款产品取得医疗器械第三类注册证，即重组胶原蛋白液体制剂、重组胶原蛋白固体制剂，前者用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对面部皮肤），后者用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对面部皱纹、如抬头纹及鱼尾纹），两类新产品上线，有望为公司带来新增长。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，公司给予公司六个月内的目标价为 61.54 元/股，对应 2023 年 PE 为 34 倍。以 2024 年 4 月 17 日收盘价 46.00 港元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 21.74% 的上涨空间（以港元兑人民币汇率 0.91 换算）。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，公司给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

七、风险提示

1、行业竞争激烈

消费品领域的产品竞争涉及多个维度，包括产品功能、质量、安全性、价格、品牌知名



度、销售和营销能力、研发能力等，公司在功效性护肤品及保健食品领域均面临国际品牌、国内品牌等众多品牌的竞争。

2、研发活动存在不确定性

完成研究与产品开发、获得监管批准以及将在研产品商业化的过程可能耗时且成本高昂。同时，由于研发活动存在不确定性，公司在研发方面的投资可能不会产生预期效果。



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告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的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。