

2024年06月24日

巨子生物 (2367.HK)

——重组胶原蛋白领军者 大单品增长势能强劲

买入 (首次覆盖)

证券分析师

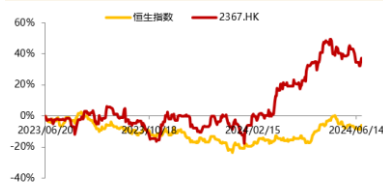
丁一
S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

研究支持

联系人

丁一
S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **重组胶原蛋白行业景气度高, 渗透率提升空间广阔。**胶原蛋白为皮肤护理产品理想成分, 从应用领域来看, 医用敷料和功效性护肤为重组胶原蛋白主要应用方向。根据弗若斯特沙利文, 2021年医用敷料/功效性护肤市场规模分别为48亿/46亿, 分别占比44%/43%, 预计2027年市场规模分别增至255/645亿, 2022-2027年CAGR分别达28.8%/55.0%, 此外, 肌肤焕活也为高速发展领域, 2022-2027年CAGR达36.5%, 为仅次于医用敷料和功效性护肤的第三大应用领域。
- **重组胶原蛋白龙头, 专业护肤引领者。**为全球首家成功研发并实现量产重组胶原蛋白产品的公司, 拥有可复美、可丽金、可预、可痕、可复平、利妍、欣苒、参茸八大品牌, 其中旗舰品牌可复美与可丽金为营收驱动引擎。2019-2023年营收/扣非归母净利润CAGR分别为38.5%/25.8%, 营收及扣非归母两端增长态势向好, 主要受益于明星大单品持续放量及叠加线上渠道迅速铺开。
- **“产品&渠道&研发”构筑核心竞争优势。产品端:** 1) 可复美, 当前践行妆械协同的开发策略, 大单品策略成效显著, 第二梯队蓄势待发。核心单品胶原棒次抛精华是国内首款以4种重组胶原蛋白为核心成分的高浓度修护精华, 2023年618及双11GMV分别同比高增700%+及200%+, 对比市面竞品分析, 同价格带竞品次抛主要成分多为玻尿酸及其衍生物, 而可复美胶原棒凭借所处高景气重组胶原蛋白赛道及专业医疗背景抢占消费者心智。第二梯队方面, 2023年接连上新胶原原乳、柔肤水2.0、吨吨次抛、秩序系列等多款产品, 持续扩充及升级产品矩阵; 2) 可丽金: 定位中高端多功能的功效性皮肤护理品牌, 2022年以来推出胶原大膜王涂抹面膜、嘭嘭次抛、胶原保龄霜、胶原眼霜、胶原面霜等, 推新反馈良好, 部分产品初具大单品雏形; **渠道端:** 实行“医疗机构+大众消费者”的双轨销售策略, 构建全渠道销售网络。线下方面, 公司搭建针对医疗结构的线下销售渠道, 为搭建品牌专业性奠定坚实基础。截至2023年底, 公司产品已铺设1500余家公立医院、2500余家私立医院和诊所、650个连锁药房品牌及6000家CS/KA门店; 线上方面, 以直销及经销模式建立电商及社媒平台的线上渠道, 通过DTC店铺的线上直销收入增长最快, 为驱动直销增长的主要动力; **研发端:** 公司在基础科学研究、新型原料开发、工艺配方优化、产品开发应用等领域持续突破, 同时积累丰富的专利布局, 截至2023年底, 公司获授权及申请中专利93项; 公司重组胶原蛋白分子库中拥有40余种胶原分子, 数量在业内处于领先水平且不断增长。此外公司在研项目差异化卡位高景气赛道, 四款重组胶原蛋白填充剂(液体、固体、凝胶和交联凝胶)分别应用于水光类、眉间和鱼尾纹、鼻唇沟和法令纹及颈纹, 前两款已进入临床试验阶段, 预计2024H2获批, 后两款产品预计2025年获批, 产品获批后有望贡献医美板块业绩增量。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司2024-2026年实现营业收入47.0/60.8/75.6亿元, 同比增速分别为33%/29%/24%, 实现归母净利润18.6/23.1/28.2亿元, 同比增速分别为28%/24%/22%。我们选取同处于重组胶原蛋白赛道的锦波生物及主攻功效性护肤品的珀莱雅、丸美股份及华熙生物作为可比公司, 2024年行业可比公司一致预期平均PE为30倍, 公司所处赛道具备高景气度, 且公司化妆品板块的两大旗舰品牌势能向好, 大单品增长势头持续高增叠加新品反馈良好, 医美板块III类械重组胶原蛋白产品未来落地后有望提供新增长引擎, 公司成长路径清晰, 中长期业绩确定性较高, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 政策变动风险; 行业竞争加剧风险; 电商渠道竞争加剧风险; 新品孵化风险。

股票数据: 2024年6月20日

收盘价(港元) 46.70
一年内最高/最低(港元) 54.40/28.75
总市值(亿港元) 480.18

基础数据: 2023年12月31日

总股本(亿股) 10.28
总资产(亿元) 49.73
净资产(亿元) 43.71
每股净资产(元) 4.38

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2364.45	3524.14	4701.91	6077.93	7557.66
同比增长率(%)	52.30	49.05	33.42	29.27	24.35
归母净利润(百万元)	1002.03	1451.75	1859.89	2308.73	2820.60
同比增长率(%)	21.00	44.88	28.11	24.13	22.17
每股收益(元/股)	0.97	1.41	1.81	2.25	2.74
毛利率(%)	84.39	83.63	83.37	83.35	83.28
ROE(%)	35.36	33.28	31.63	29.73	28.01
市盈率	43.70	30.16	23.55	18.97	15.53

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2024-2026 年实现营收 47.0/60.8/75.6 亿元，同比增速分别为 33%/29%/24%，归母净利润 18.6/23.1/28.2 亿元，同比增速分别为 28%/24%/22%，当前股价对应 PE 分别为 24/19/16 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 专业皮肤护理：可复美方面，旗下大单品胶原棒增长势能良好，且推新节奏紧凑，当前乳液、面膜等品类表现较为亮眼，产品矩阵进一步完善，基于核心大单品渗透率持续提升叠加大力发展线上直销渠道，可复美长期增长动能充足，预计 2024-2026 年可复美营收分别同比增长 36%/26%/24%；**可丽金方面**，近年因渠道及品牌定位调整收入致使营收出现微波波动，今年线上直销渠道逐步发力，未来有望持续平稳发力，预计 2024-2026 年可丽金营收分别同比增长 20%/16%/14%；

2) 医美板块：两款Ⅲ类械重组胶原蛋白填充剂预计于 24H2 获批，剩余两款Ⅲ类械重组胶原蛋白凝胶和交联重组胶原蛋白凝胶预计于 25 年获批，公司线下渠道铺设完善且具备成熟销售团队，叠加参考锦波生物薇旻美获批后产品销售爬坡节奏，预计 2024-2026 年医美板块分别实现营收 0.4/3/5 亿，毛利率维持 90%左右。

3) 期间费用率：基于化妆品板块新品孵化成功面世叠加医美产品上市后前期投入，公司或将加大投入销售资源，持续加强营销力度，考虑重组胶原蛋白赛道竞争格局较优且化妆品板块处于加速放量阶段，销售费用增长幅度可控，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 34.0%/35.5%/36.0%。

投资逻辑要点

公司所处赛道具备高景气度，且公司化妆品板块的两大旗舰品牌势能向好，大单品增长势头持续高增叠加新品反馈良好，医美板块Ⅲ类械重组胶原蛋白产品未来落地后有望提供新增长引擎，公司成长路径清晰，中长期业绩确定性较高。

核心风险提示

政策变动风险；行业竞争加剧风险；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

目录

1. 重组胶原蛋白龙头，专业护肤引领者.....	6
1.1 管理层团队实力强劲，产业积累资源深厚.....	6
1.2 营收快速增长，毛利率维持稳定.....	7
1.3 以美丽产品为主矩阵，旗舰品牌表现亮眼.....	9
2. 重组胶原蛋白行业景气度高，渗透率提升空间广阔.....	10
2.1 胶原蛋白含量高，分布广，为皮肤护理产品理想成分.....	10
2.2 长期展望，重组胶原蛋白渗透率或将高于动物源.....	11
2.3 专业皮肤护理为重要应用方向，肌肤焕活应用发展潜力大.....	12
2.3.1 重组胶原蛋白应用一：专业皮肤护理（功效性护肤品和医用敷料）.....	13
2.3.2 重组胶原蛋白应用二：肌肤焕活应用.....	16
3. “产品&渠道&研发”构筑核心竞争优势.....	16
3.1 产品：产品矩阵持续完善，主攻高景气赛道.....	16
3.1.1 可复美：妆品板块快速放量，成功孵化明星大单品.....	16
3.1.2 可丽金：定位中高端护肤，部分产品初具大单品雏形.....	19
3.2 渠道：构建“医疗机构+大众消费者”双轨销售矩阵，线上占比迅速提升... ..	20
3.3 研发：构筑强研发护城河，新品储备丰富.....	22
4. 收入拆分及盈利预测.....	24
5. 风险提示.....	26

图表目录

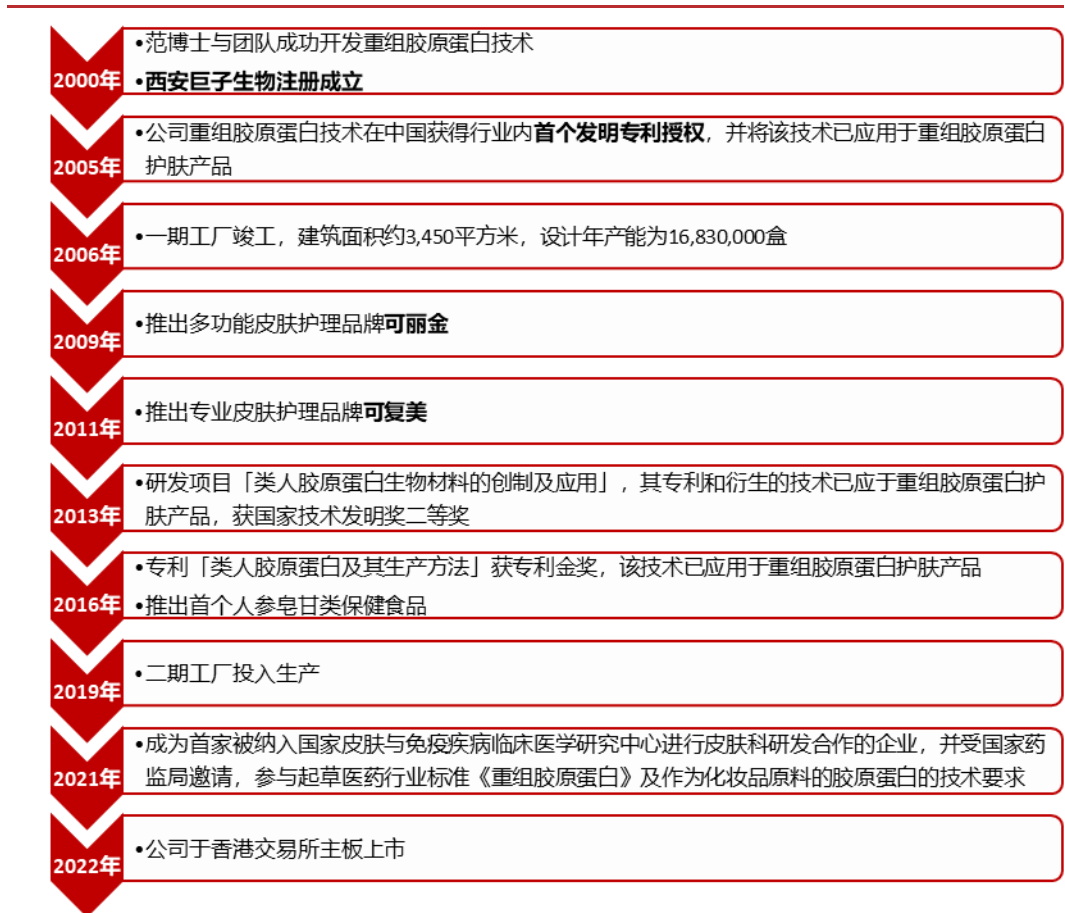
图 1: 公司发展历程梳理	6
图 2: 2019-2023 年公司营收及增长情况 (亿元)	8
图 3: 2019-2023 年公司扣非归母净利润及增长情况 (亿元)	8
图 4: 2019-2023 年公司毛利率及净利率	8
图 5: 2019-2023 年公司费用率情况	8
图 6: 公司主要品牌组合	9
图 7: 公司 2019-2023 年以产品口径拆分公司收入 (亿元)	9
图 8: 2017-2027 年中国胶原蛋白按产品市场技术路径拆分市场规模 (十亿元) .	12
图 9: 2017-2027 年中国重组胶原蛋白市场规模细分及预测 (十亿元)	13
图 10: 2021 年重组原蛋白产品市场应用占比情况.....	13
图 11: 重组胶原蛋白应用不同领域在 17-21 年及 22-27 年的 CAGR 比较情况	13
图 12: 2017 至 2027 年中国功效型护肤市场规模及预测 (十亿元)	14
图 13: 2017 至 2027 年中国医用敷料市场规模及预测 (十亿元)	15
图 14: 2017 至 2027 年中国肌肤焕活市场规模及预测 (十亿元)	16
图 15: 2019-2023 年可复美收入及占比情况 (亿元)	17
图 16: 2019-2022 年 1-5 月可复美妆械收入占比情况	17
图 17: 2019-2023 年可丽金收入及占比情况 (亿元)	19
图 18: 2019-2022 年 1-5 月可丽金妆械收入占比情况	19
图 19: 公司“医疗机构+大众消费者”的双轨销售策略.....	21
图 20: 2019-2023 年公司各个渠道收入情况 (亿元)	21
图 21: 2019-2022 年 5 月公司经销商数量情况 (个)	21
图 22: 2019-2023 年公司研发费用情况 (亿元)	22
图 23: 公司合成生物学技术平台	23
表 1: 公司管理层情况	7
表 2: 公司主要产品及定位情况.....	9

表 3: 胶原蛋白分布于人体各组织情况.....	10
表 4: 各家公司使用动物源性胶原蛋白/重组胶原蛋白情况梳理	11
表 5: 中国功效性护肤品市场竞争格局.....	14
表 6: 中国医用敷料市场竞争格局.....	15
表 7: 可复美 II 类械字号产品布局情况梳理.....	17
表 8: 市场主流次抛精华各维度对比.....	18
表 9: 可丽金主要产品线梳理.....	20
表 10: 公司在研肌肤焕活情况产品情况.....	23
表 11: 公司收入拆分及预测 (百万元)	24
表 12: 公司盈利预测 (百万元)	25
表 13: 可比公司估值情况	26

1. 重组胶原蛋白龙头，专业护肤引领者

巨子生物为全球首家实现量产重组胶原蛋白产品的公司。公司主营业务为研发、生产及销售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，为全球首家成功研发并实现量产重组胶原蛋白产品的公司。公司聚焦功效性护肤品、医疗器械、功能性食品及特殊医学用途配方食品三大领域，旗下拥有 8 个品牌，100+个 SKU。公司创始人范代娣博士于 2000 年携团队成功开发重组胶原蛋白技术，自 2009 年相继推出旗舰品牌可丽金与可复美。从 2019 年起，公司连续三年稳居中国最大的胶原蛋白专业皮肤护理首位，旗舰品牌可丽金和可复美分别荣登 2021 年中国专业皮肤护理产品行业第三和第四畅销品牌之列，2022 年 11 月，公司于港交所挂牌上市。

图 1：公司发展历程梳理



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

1.1 管理层团队实力强劲，产业积累资源深厚

管理层团队实力强劲，产业积累资源深厚。公司创始人为严建亚先生与范代娣博士，严建亚先生担任公司董事会主席兼首席执行官，负责整体战略管理及发展、业务规划及运营；范代娣博士担任公司首席科学官，其为重组胶原蛋白及人参皂苷领域的学科领军人物，

曾获得多项科研突破。此外，高级副总裁严亚娟系严建亚胞妹，拥有 30 余年生物技术和技术工程资深经验。整体来看，公司管理团队学历背景积淀深厚且从业经验普遍超 15 年，团队专业性高且稳定性强，为公司长期发展奠定稳定基石。

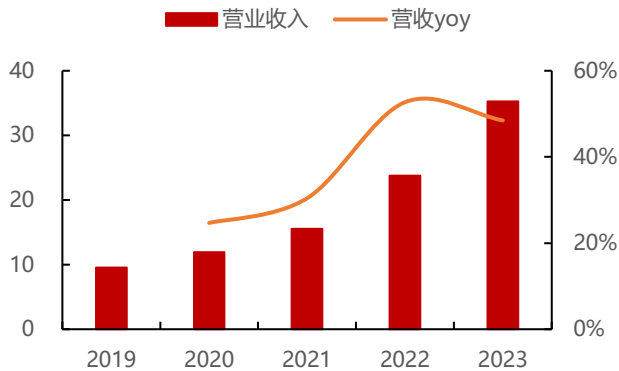
表 1：公司管理层情况

姓名	职务	经历
严建亚	执行董事、董事会主席、首席执行官	严先生于 2000 年 5 月创立公司，为公司若干运营附属公司的董事及总经理。于 2002 年，严先生创立西安威力通信有限责任公司，并自 2015 年 9 月起一直担任三角防务的董事长。其自 2019 年 8 月至 2020 年 3 月担任西安力邦临床营养股份有限公司的董事。严先生于 1988 年 7 月于中国西北大学获得化学工程学士学位。严先生为 (i) 公司执行董事兼联席公司秘书兼董事会秘书兼首席产品官严钰博士的父亲，(ii) 公司控股股东及首席科学官范代娣博士的配偶及 (iii) 本公司高级副总裁严亚娟女士的胞兄。
叶娟	执行董事、高级副总裁	叶女士于生物技术及技术工程行业拥有约 21 年的经验。加入公司之前，叶女士自 1993 年 7 月至 2003 年 5 月在中国建设银行股份有限公司风险管理部工作。随后，其自 2003 年 7 月至 2010 年 2 月先后分别担任西安达威（美国）通信设备有限公司副总经理及董事会秘书。随后自 2010 年 4 月至 2015 年 12 月，其于西安威尔罗根能源科技有限公司担任董事会秘书。其于 2016 年 4 月加入本集团，担任西安巨子生物的副总经理，并自 2020 年 5 月起担任其董事。叶女士于 2002 年 7 月获得中国西北工业大学法学学士学位。
方娟	执行董事、高级副总裁	方女士于生物技术行业拥有逾 21 年经验。其于 2000 年 12 月加入公司，担任西安巨子生物经理，并分别自 2003 年 12 月及 2020 年 5 月起担任其副总经理及董事。方女士于 1995 年 7 月获得陕西财经学院（现称西安交通大学经济与金融学院）国际企业管理大专学历。
段志广	高级副总裁	段先生在生物医用材料和相关医疗器械的开发、高活性天然产品的生物制造研究以及相关产品开发方面拥有约 16 年的经验。自 2012 年 2 月起，其一直担任陕西巨子生物技术的研发总监，负责稀有人参皂苷和其他高活性天然产品、医疗器械产品、保健食品及抗肿瘤药物的开发。加入公司之前，段先生自 2012 年 7 月至 2018 年 6 月为西北大学的讲师，并自 2018 年 7 月起一直为西北大学副教授。其自 2019 年 3 月至 2022 年 8 月担任精细化学品评审员，并自 2019 年起一直担任西安市医药协会第三届理事会成员。段先生于 2012 年 6 月获得中国西北大学生物化工工程博士学位。
张慧娟	首席财务官、执行董事	张女士在会计和财务管理方面拥有约 15 年的经验。加入公司前，曾自 2008 年 7 月至 2010 年 12 月在德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）天津分所担任高级审计师。其后自 2011 年 1 月至 2018 年 9 月于普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）西安分所担任审计经理。自 2019 年 4 月至 2022 年 1 月，其于易点天下网络科技股份有限公司担任财务部总监。张女士于 2008 年 7 月获得天津外国语大学颁发的日语（国商务）学士学位。
严亚娟	高级副总裁	严女士于生物技术和技术工程行业拥有逾 30 年经验。加入公司前，严女士自 1990 年 7 月至 1994 年 7 月于武功化工厂担任技术员，其后自 1994 年 3 月至 2002 年 7 月于咸阳市长城集团总公司担任车间主任。严女士自 2002 年 3 月起一直担任西安巨子生物的生产技术总监兼副总经理，并自 2020 年 12 月起一直担任该公司董事。严女士于 1990 年 12 月获得中国西北大学无机化学工程文凭。

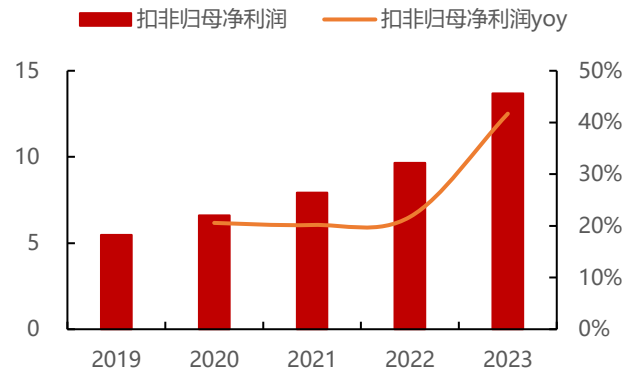
资料来源：公司年报，华源证券研究

1.2 营收快速增长，毛利率维持稳定

营收和归母净利润稳步增长。2019-2023 年营收/扣非归母净利润 CAGR 分别为 38.5%/25.8%，2023 年公司实现营收 35.3 亿元，同比增长 48.5%，扣非后归母净利润 13.7 亿元，同比增长 41.7%，营收及扣非归母两端增长态势向好，主要受益于明星大单品持续放量及叠加线上渠道迅速铺开。

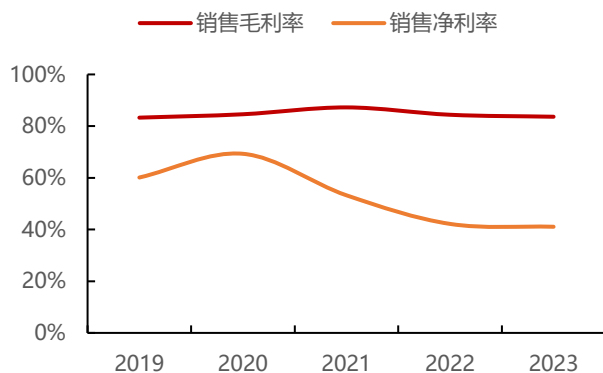
图 2：2019–2023 年公司营收及增长情况（亿元）


资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究

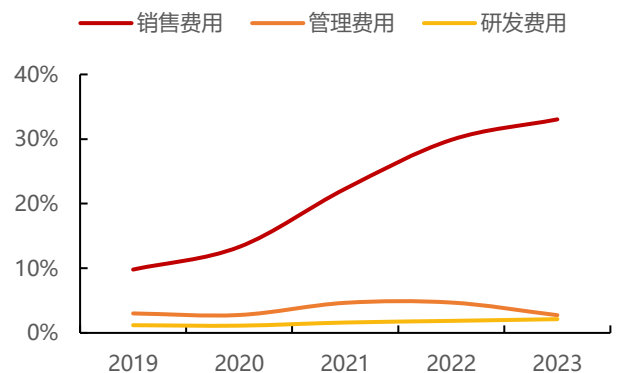
图 3：2019–2023 年公司扣非归母净利润及增长情况（亿元）


资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究

毛利率水平维稳，净利率有所下滑系销售费用率增长所致。2023 年公司毛利率/净利率分别为 83.6%/41.1%，2019-2023 年毛利率水平均维持在 83%以上，净利率随线上渠道占比逐年提升而有所下滑。2023 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 33.0%/2.7%/2.1%，分别同比变动 +3.2pct/-2.0pct/+0.3pct，其中销售费用率提升显著，主要原因系线上直销渠道快速扩张叠加社媒及电商平台营销支出大幅增长，此外，2021 年管理费用率略有增长，主因系上市开支、专业服务费、股份奖励开支等。

图 4：2019–2023 年公司毛利率及净利率


资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究

图 5：2019–2023 年公司费用率情况


资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究

1.3 以美丽产品为主矩阵，旗舰品牌表现亮眼

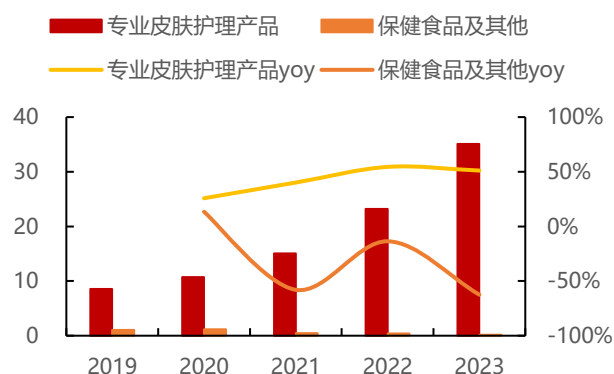
旗舰品牌可复美与可丽金为营收驱动引擎。公司产品矩阵为美丽产品与健康产品，其中以美丽产品为主矩阵；公司成功构建多品牌平台，包括可复美、可丽金、可预、可痕、可复平、利妍、欣昔、参昔八大主要品牌，依次对应皮肤修护保养、抗衰老、炎症缓解、疤痕修复、口腔溃疡、女性护理和功能性食品等功能。营收占比方面，受益于旗舰品牌可复美和可丽金的快速增长，2023 年公司专业皮肤护理产品板块营收占比 99.5%，较 2019 年（占比 89.1%）提升 10.4pct。

图 6：公司主要品牌组合



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

图 7：公司 2019-2023 年以产品口径拆分公司收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究

表 2：公司主要产品及定位情况

	品牌	推出年份	定位	畅销产品
护肤	可复美	2011 年	中高端	类人胶原蛋白敷料
	可丽金	2009 年	中高端	类人胶原蛋白健肤喷雾、赋能珍萃紧致驻颜面膜
	可预	2015 年	中高端	类人胶原蛋白修复敷料
	可痕	2016 年	中高端	类人胶原蛋白疤痕修复硅凝胶
	可复平	2016 年	中高端	类人胶原蛋白口腔黏膜修复液
	利妍	2019 年	中高端	卡波姆类人胶原蛋白妇科凝胶
	欣昔	2019 年	高端	御能肌底养润面霜
保健食品	参昔	2016 年	/	参昔胶囊

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

2. 重组胶原蛋白行业景气度高，渗透率提升空间广阔

2.1 胶原蛋白含量高，分布广，为皮肤护理产品理想成分

胶原蛋白为人体组织器官的重要结构蛋白，成年人体内 I 型占比最高，III 型其次。胶原蛋白属于功能性纤维型蛋白质，约占人体蛋白质总含量的 30-40%，为人体内含量最多、分布最广的结构性蛋白质，当前已发现 28 种型别的胶原蛋白分布于人体的各个组织器官，参与人体组织器官的再生及修复。具体来看，I 型胶原蛋白含量最高，占人体胶原约 80-85%，分布于皮肤、牙齿、骨组织、肌腱等部位，主要起支撑效用；III 型在婴儿皮肤中较为常见，占人体胶原约 10-15%，为面部维持弹性、抗应力性及促修复愈合。胶原含量随年龄增长呈下降态势，III 型胶原于出生后即呈下降趋势，25 岁后开始流失速度加快，其中 III 型胶原蛋白流失最快。

表 3：胶原蛋白分布于人体各组织情况

类型	组织分布	类型	组织分布	类型	组织分布	类型	组织分布
I	真皮、骨骼、肌腱、韧带	VIII	真皮、大脑、心脏、肾脏	XV	毛细血管、睾丸、心脏、肾脏	XXII	组织连接
II	软骨、玻璃体	IX	软骨、角膜、玻璃体	XVI	真皮、肾	XXIII	心、视网膜
III	皮肤、血管、肠	X	软骨	XVII	上皮细胞中半脂小体	XXIV	骨头、角膜
IV	基底膜	XI	软骨、椎间盘	XVIII	基底膜、肝脏	XXV	大脑、心脏、睾丸
V	骨、真皮、角膜、真皮层	XII	真皮、肌腱	XIX	基底膜	XXVI	睾丸、卵巢
VI	骨头、软骨、角膜、真皮层	XIII	真皮、内皮细胞、眼睛、心脏	XX	角膜（小鸡）	XXVII	软骨
VII	真皮、膀胱	XIV	骨、真皮、软骨	XXI	胃、肾	XXVIII	真皮、坐骨神经

资料来源：《重组胶原蛋白表达体系研究进展》潘家豪等，华源证券研究

2.2 长期展望，重组胶原蛋白渗透率或将高于动物源

按工业化制备方式分类，胶原蛋白可分为动物源胶原蛋白和重组胶原蛋白。

动物源胶原蛋白制备：从动物组织中提取，通过酸法、酶法等方法从猪皮、牛皮、鱼皮、鱼鳞等胶原含量高的动物组织中获得，当前动物源胶原蛋白技术相对成熟，其优势在于较大保留了胶原蛋白的生物学活性及三螺旋结构，但由于动物基因序列与人源胶原蛋白存在较大差异，提取仍存在成本高、产量低、周期长、过敏等风险。代表企业包括台湾双美、益而康生物、昊海生科等。

重组胶原蛋白制备：通过基因工程技术将胶原蛋白基因导入至表达宿主细胞（大肠杆菌、酵母等）中，并通过表达、提取、纯化等步骤制备产品。较于动物胶原蛋白存在排异及病毒风险，重组胶原蛋白优势包括无病毒隐患、低免疫原性及良好的生物学相容性，同时克服动物胶原蛋白因动物种类及年龄差异而致使终端临床产品质量波动的劣势，但受制于技术发展，重组胶原蛋白的完整三螺旋结构及生物活性存疑，且成本相对较高。代表企业为巨子生物、锦波生物、丸美股份、华熙生物、江山聚源等。

表 4：各家公司使用动物源性胶原蛋白/重组胶原蛋白情况梳理

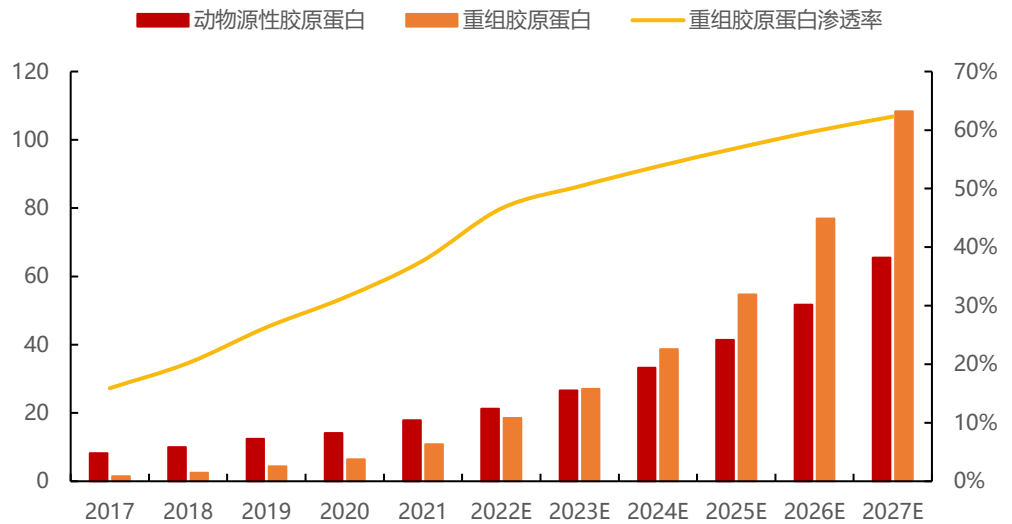
制备方法	公司	表达系统/来源	胶原类型	应用领域
动物源性胶原蛋白	创尔生物	牛源，猪源	I 型	医疗器械（I 型/II 型/III 型），化妆品
	台湾双美	猪源	I 型	医疗器械（III 型），化妆品，保健品
	华熙生物（益而康）	牛源	I 型，III 型	医疗器械（III 型），化妆品
	贝迪生物	牛源	I 型	医疗器械（II 型/III 型）
	爱美客（沛奇隆）	鱼源	I 型	医疗器械（II 型/III 型）
	昊海生科	牛跟腱	I 型	医疗器械（III 型）
	长春博泰	牛源	I 型，III 型	医疗器械（III 型）
重组胶原蛋白	巨子生物	大肠杆菌	I 型，II 型，III 型	医疗器械（II 型），化妆品
	锦波生物	大肠杆菌	I 型，II 型，III 型	医疗器械（II 型/III 型），化妆品
	丸美股份	/	I 型，III 型	医疗器械（II 型），化妆品
	创建医疗	毕赤酵母	I 型，II 型，III 型，XVII 型	医疗器械（II 型/III 型），化妆品
	聚源生物	毕赤酵母	I 型，III 型，XVII 型	医疗器械（II 型），化妆品，保健品

资料来源：各公司官网，华源证券研究

长期展望，重组胶原蛋白渗透率或将超过动物源性胶原蛋白。根据弗若斯特沙利文，以零售额口径计，2021 年动物性胶原蛋白/重组胶原蛋白市场规模分别为 179/108 亿，重组胶原蛋白的市场渗透率达 37.7%。未来随着重组胶原蛋白技术的成熟及规模化应用，其

市场渗透率有望持续提升, 预计 2027 年其市场规模增长至 1083 亿, 2022-2027 年 CAGR 达 42.4%, 远远高于同期动物源性胶原蛋白产品市场规模 CAGR (25.3%)。

图 8：2017-2027 年中国胶原蛋白按产品市场技术路径拆分市场规模（十亿元）

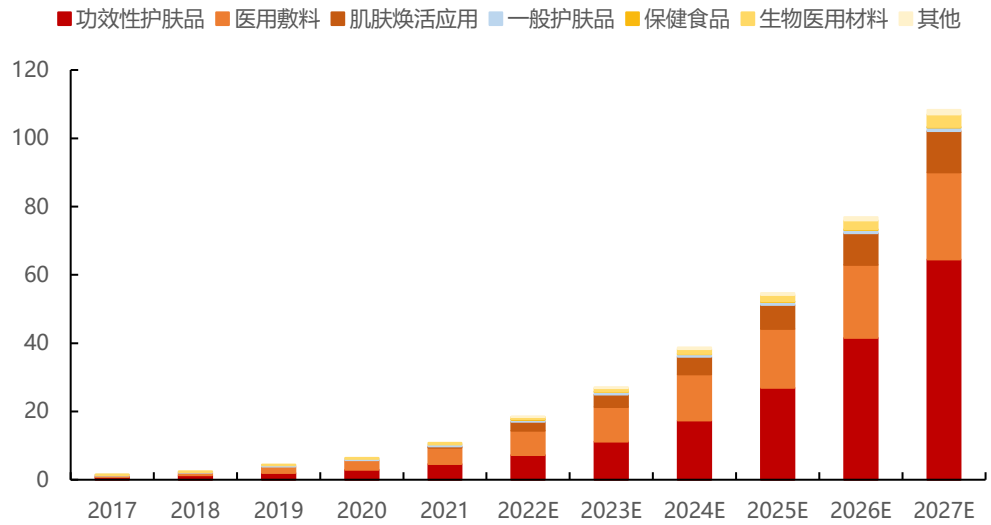


资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

2.3 专业皮肤护理为重要应用方向，肌肤焕活应用发展潜力大

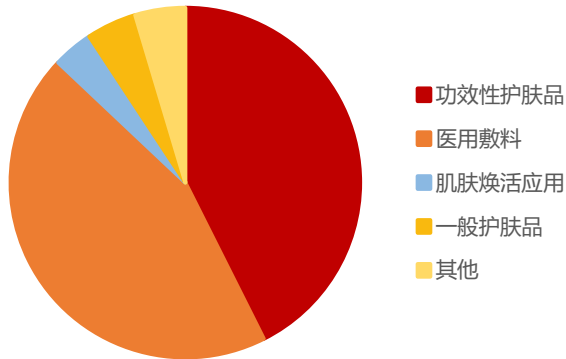
胶原蛋白为护肤及皮肤护理产品的理想成分，主要应用于：(i)功效性护肤品；(ii)医用敷料；(iii)一般护肤品；(iv)肌肤焕活应用。从应用领域来看，医用敷料和功效性护肤为重组胶原蛋白的主要应用方向。根据弗若斯特沙利文，2021 年医用敷料/功效性护肤市场规模分别为 48 亿/46 亿，分别占比为 44%/43%，预计 2027 年仍为市场主流应用领域，其市场规模分别增长至 255/645 亿，2022-2027 年 CAGR 分别达 28.8%/55.0%，此外，肌肤焕活也为高速发展领域，2022-2027 年 CAGR 达 36.5%，2027 年市场规模预计为 121 亿，成为仅次于医用敷料和功效性护肤的第三大应用领域。

图 9：2017-2027 年中国重组胶原蛋白市场规模细分及预测（十亿元）



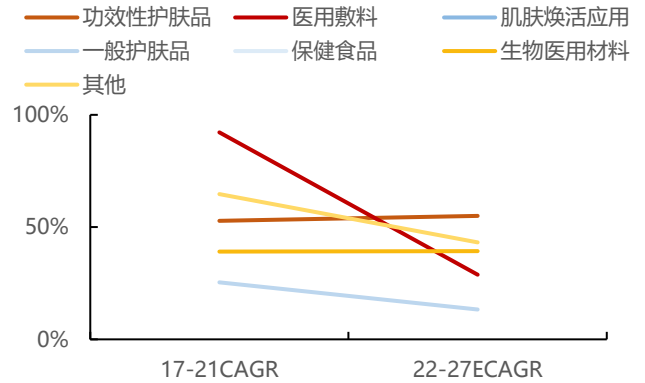
资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

图 10：2021 年重组胶原蛋白产品市场应用占比情况



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

图 11：重组胶原蛋白应用不同领域在 17-21 年及 22-27 年的 CAGR 比较情况



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

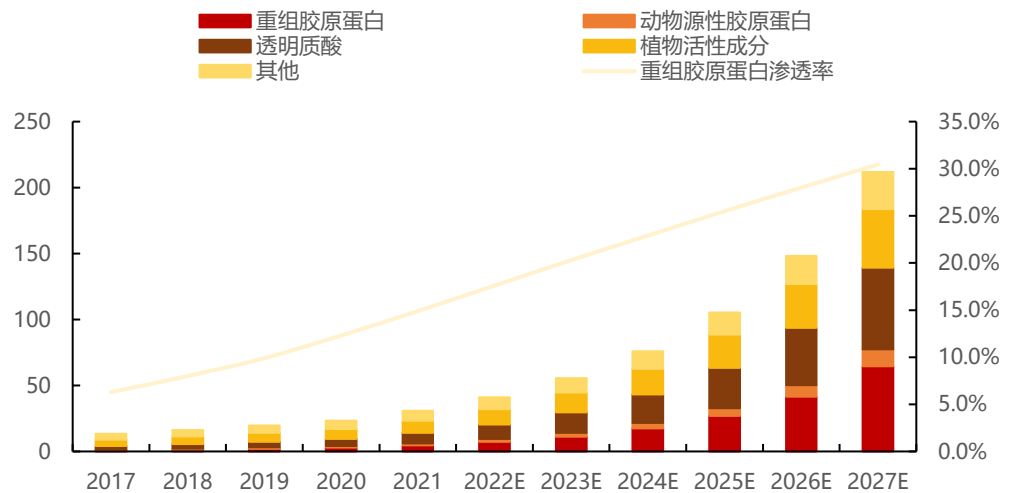
2.3.1 重组胶原蛋白应用一：专业皮肤护理(功效性护肤品和医用敷料)

➤ 功效性护肤品市场

受益于生物活性成分渗透率逐年提升，近年来功效性护肤品市场规模快速增长。根据弗若斯特沙利文，按零售额口径计，预计功效性护肤品市场规模 2027 年可达 2118 亿。而重组胶原蛋白的功效性护肤品市场规模从 2017 年的 8 亿增长至 2021 年的 46 亿，CAGR

高达 52.8%，远高于同期行业整体 CAGR (23.4%)，预计 2027 年市场将增至 645 亿，2022-2027 年 CAGR 为 55.0%，同期行业整体 CAGR (38.8%)。

图 12：2017 至 2027 年中国功效型护肤市场规模及预测（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

竞争格局方面，功效性护肤品市场集中度较高，行业 CR5 达 67.5%，其中巨子生物在功效性护肤品市场排名第三及在基于胶原蛋白的功效性护肤品产品排名第一，其市占率为 11.9%。与常规护肤品比较，研发、生产及销售功效性护肤品需要更高的差异化技术及成分、长期积淀的专有技术及知识，从而建立较高行业壁垒。同时，由于先进入者在活性成分研发、产品开发、品牌营销及销售渠道等方面积累明显的竞争优势，预计未来竞争格局或将呈现强者愈强态势。

表 5：中国功效性护肤品市场竞争格局

排名	公司	区域	主要核心成分	零售额 (十亿元)	市场份额
1	公司 A	国内	植物活性成分, 透明质酸 及胶原蛋白	6.5	21.0%
2	公司 B	国际	肌肽、羟基积雪草苷	3.8	12.4%
3	巨子生物	国内	重组胶原蛋白	3.7	11.9%
4	公司 C	国内	透明质酸	3.6	11.6%
5	公司 D	国际	氨基酸、神经酰胺	3.3	10.6%

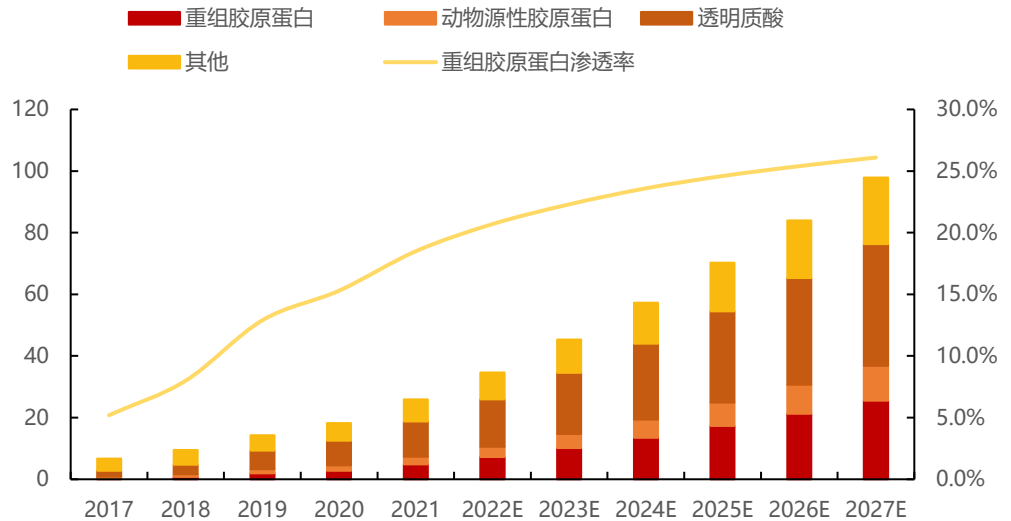
资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

➤ 医用敷料市场

近年来皮肤修复概念盛行，基于安全及功效双重需求，医用敷料凭借其适用范围广、功效性强及安全性高等特性高速增长。根据弗若斯特沙利文，按零售额口径计，预计医用敷料市场规模 2027 年可达 979 亿。而重组胶原蛋白的功效性护肤品市场规模从 2017 年

的 4 亿增长至 2021 年的 48 亿，CAGR 达 92.2%，高于同期行业整体 CAGR（40.0%），预计 2027 年市场将增至 255 亿，2022-2027 年 CAGR 为 28.8%，同期行业整体 CAGR（23.1%）。

图 13：2017 至 2027 年中国医用敷料市场规模及预测（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

竞争格局方面，医用敷料市场集中度相对分散，行业 CR5 仅为 26.5%，其中巨子生物位列第二位，市占率为 9.0%。国内医用敷料贴价格区间为 20-40 元/片，高于普通面膜价格 2-3 倍左右，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，第二、三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，综合而言行业具备较高进入壁垒。

表 6：中国医用敷料市场竞争格局

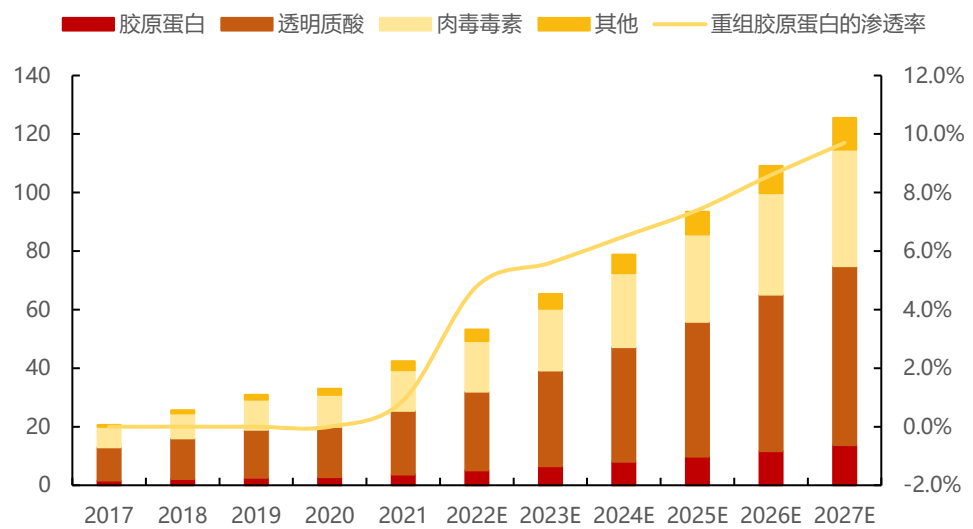
排名	公司	区域	主要核心成分	零售额 (十亿元)	市场份额
1	公司 E	国内	透明质酸	2.6	10.1%
2	巨子生物	国内	重组胶原蛋白	2.3	9.0%
3	公司 F	国内	硅酮	0.7	2.8%
4	公司 G	国内	动物源性胶原蛋白	0.7	2.6%
5	公司 H	国内	硅酮	0.5	2.0%

资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

2.3.2 重组胶原蛋白应用二：肌肤焕活应用

随着重组胶原蛋白获批应用，未来行业渗透率或将稳步提升。肌肤焕活作为非手术类项目，因其恢复期短、性价比高且安全性高而广受欢迎，其中透明质酸、肉毒毒素及胶原蛋白为适合肌肤焕活应用的三大生物活性成分，相较于透明质酸及肉毒毒素，动物源性胶原蛋白存在安全隐患，在肌肤焕活应用市场占比较低，2021年透明质酸/肉毒素/胶原蛋白规模占比分别为51.2%/32.8%/8.7%，但2021年后随着重组胶原蛋白获批应用并开始产业化，其高度适配肌肤焕活的多类生物学特性且价格逐步降低，预计未来行业渗透率将持续提升。

图 14：2017 至 2027 年中国肌肤焕活市场规模及预测（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

3. “产品&渠道&研发”构筑核心竞争优势

3.1 产品：产品矩阵持续完善，主攻高景气赛道

3.1.2 可复美：妆品板块快速放量，成功孵化明星大单品

可复美为皮肤科级别专业皮肤护理品牌，当前践行妆械协同的开发策略，敷料大单品奠定基本盘，妆品板块持续放量。可复美于2011年面世，起初受众为接受专业或医学皮肤护理的消费者，同年，可复美品牌医用敷料的类人胶原蛋白敷料成功获第二类医疗器械注册证，成为首款获得此类注册的重组胶原蛋白产品。基于其突出的功效及安全性，类人胶原蛋白敷料在推出后迅速获医学界认可，随后于2015年产品用户范围扩至大众消费市场，根据弗若斯特沙利文，以2021年零售额计，可复美为中国医用敷料市场的第二畅销品牌，也是中国第四畅销的专业皮肤护理品牌。收入方面，2023年，可复美实现营收27.9亿，

同比增长 72.9%，占营收比重 79.1%，较 2019 年（占比 30.3%）大幅提升 48.9pct，**拆分美妆来看**，妆字号板块占比收入迅速提升，由 2019 年的 6.1% 快速增长至 2022 年 1-5 月的 46.1%。

图 15：2019-2023 年可复美收入及占比情况（亿元）

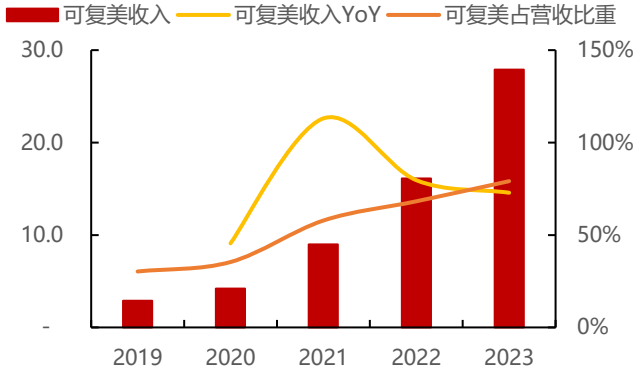
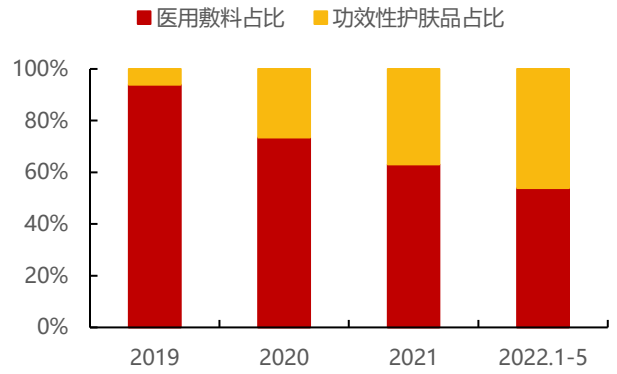


图 16：2019-2022 年 1-5 月可复美妆械收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

具体拆分美妆分析：

1) **械字号方面**：可复美医疗器械共有 4 款产品，包括 3 种 II 类医疗器械及 1 种 I 类医疗器械，其中类人胶原蛋白敷料为核心大单品，于 2011 年获批为 II 类医疗器械，同时也为国内首个获批重组胶原蛋白医疗器械注册证的产品，并于 2013 年获科技部批准为“国家重点新产品”。根据公司招股书，2019-2021 年该单品在可复美品牌销售占比均超 50%，并于 2023 年 618 及双 11 大促中均蝉联天猫伤口敷料类目 TOP1 及京东医用护肤单品 TOP1。

表 7：可复美 II 类械字号产品布局情况梳理

名称	注册编号	剂型	产品	医疗器械类别	用途	定价	销量
重组胶原蛋白敷料	陕械注准 20152140 026	椭圆型		II 类	用于提供激光治疗术后创面的愈合环境，抑制和缓解皮肤炎症反应，促进创面愈合，减轻炎症后色素沉着与瘢痕形成的风险	188 元/盒 (5 片)	40 万+
		方型		II 类	用于提供激光治疗术后创面的愈合环境，抑制和缓解皮肤炎症反应，促进创面愈合，减轻炎症后色素沉着与瘢痕形成的风险	188 元/盒 (10 片)	1 万+
重组胶原蛋白修复敷料	陕械注准 20142140 018	R 型		II 类	用于提供激光治疗术后创面的愈合环境，抑制和缓解皮肤湿疹、皮肤干燥症、敏感性肌肤等皮肤炎症反	178 元/40g	20 万+

		G 型		II 类	应, 减轻炎症后色素沉着与瘢痕形成的风险	268 元/80g	1 万+
重组胶原蛋白生物修复敷料	陕械注准 20192140 042	P 型		II 类	用于提供皮肤过敏、激光、光子治疗术后、痤疮受损创的愈合环境	198 元 /100g	4 万+

资料来源：公司官网，天猫，华源证券研究（注：标注价格为日常价格，且销量口径为过去 365 天销量加总，数据统计截止 2024 年 6 月 20 日）

2) 妆字号方面，大单品策略成效显著，第二梯队蓄势待发。可复美功效型护肤品包括胶原修护、清痘清颜、补水安敏及胶原焦点系列。

大单品方面，可复美的胶原棒次抛精华是国内首款以 4 种重组胶原蛋白为核心成分的高浓度修护精华，主要功效为强修护、筑屏障及高保湿。自 2021 年年底上市赢得消费者的广泛认同，根据公司披露，2023 年 618 及双 11GMV 分别同比高增 700%+及 200%+，获得抖音年度精华榜单 TOP1、京东家庭护理类目 TOP1 及天猫爆款单品 TOP3 的靓丽成绩；**对比市面竞品分析**，同价格带竞品次抛主要成分多为玻尿酸及其衍生物，而可复美胶原棒凭借所处高景气重组胶原蛋白赛道及专业医疗背景抢占消费者心智。此外，不同于市面多数 1-1.3ml 的容量规格，可复美胶原棒采用 1.5ml 大容量规格，在满足涂抹脸部同时可额外涂抹需重点修护肌肤区域。**第二梯队方面**，2023 年接连上新胶原乳、柔肤水 2.0 版、吨吨次抛、秩序系列等多款产品，持续扩充及升级产品矩阵，提升品牌市场竞争力。

表 8：市场主流次抛精华各维度对比

公司	品牌	名称	产品	备案编号	核心成分	产品功效	售价	单只容量 (ml)	单价 (ml/元)	销量
巨子生物	可复美	胶原棒次抛精华		陕 G 妆网备字 2021500328	C5HR 重组胶原蛋白仿生组合	强修护、筑屏障、高保湿	419 元 /30 只	1.5	9.31	40 万+
	可丽金	嘭嘭次抛		陕 G 妆网备字 2022000382	重组胶原蛋白体系，六肽体系	紧致、补水	477 元 /30 只	1.2	13.25	5 万+
华熙生物	润百颜	白纱布屏障次抛精华 3.0		鲁 G 妆网备字 2024001434	韧颜玻 PRO	速修红、稳肌底、韧屏障	479 元 /30 只	1.3	12.28	10 万+

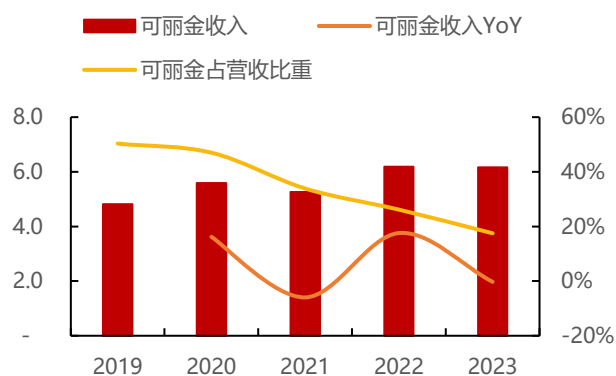
夸迪	战痘次抛		鲁 G 妆网备字 2023005599	3D 水杨酸, 五大花植菁 萃	控油、祛痘、 保湿	238 元 /20 只	1	11.9	3 万+
福瑞达	水光肌次抛		国妆特字 G20191592	聚谷氨酸, 玻 尿酸	高保湿、深润 肌肤	339 元 /30 只	1.3	8.69	4000 +
丸美股份	小金针次抛		粤 G 妆网备字 2024064362	重组双胶原 pro, 毕赤酵 母	去红敏、去细 纹	492 元 /30 只	1.5	10.93	4 万+
敷尔佳	透明质酸钠次抛修护精华		黑 G 妆网备字 2021500191	透明质酸钠	多重修复、水 润肌肤	600 元 /60 只	1.3	7.69	10 万+

资料来源：公司官网，天猫，华源证券研究（注：标注价格为日常价格，且销量口径为过去 365 天销量加总，数据统计截止 2024 年 6 月 20 日）

3.1.2 可丽金：定位中高端护肤，部分产品初具大单品雏形

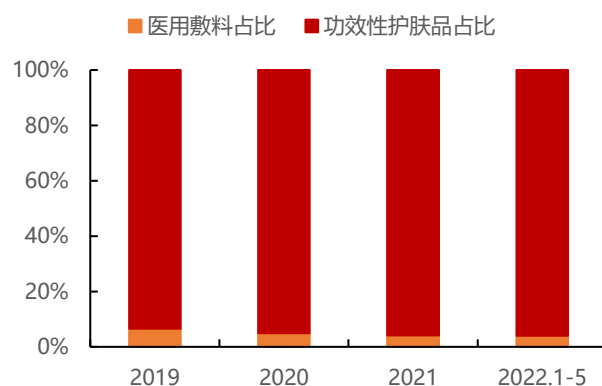
可丽金定位为中高端多功能的功效性皮肤护理品牌，妆品板块产品丰富。品牌于 2009 年面世，定位为中高端多功能的功效性皮肤护理品牌，主客群画像为抗衰老、皮肤保养和皮肤修护的护肤品的消费者。基于专有的重组胶原蛋白安全及功效显著，护肤性能优异，可丽金广获消费者认可。收入方面，2023 年，可丽金实现营收 6.17 亿，同比小幅下滑 0.3%，占营收比重 17.5%，较 2019 年（占比 50.3%）下降 32.8pct，下滑主要原因系销售渠道创客村减少投入叠加资源向可复美倾斜所致。拆分妆械收入来看，2022 年 1-5 月，可丽金功效性护肤品/医用敷料分别实现营收 2.3/0.1 亿元，占比分别为 96%/4%。

图 17：2019-2023 年可丽金收入及占比情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

图 18：2019-2022 年 1-5 月可丽金妆械收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

可丽金产品系列较为丰富，部分产品初具大单品雏形。可丽金拥有 60 余个 SKU，产品类型包括精华、面膜、水乳、面霜、洁面、眼霜等，其单价略高于可复美，其中大单品包括类人胶原蛋白健肤喷雾、类人胶原蛋白健肤修护面膜等，2019-2022 年 5 月，类人胶原蛋白健肤喷雾为可复美品牌销售贡献最大的单品，单品销售占品牌比重达 22%-28%，此外，2022 年以来推出胶原大膜王涂抹面膜、嘭嘭次抛、胶原保龄霜、胶卷眼霜及胶卷面霜，推新效果反馈良好，产品增长势头迅速，2023 年双 11 期间嘭嘭次抛/胶原大膜王/胶原胶原蛋白保龄霜线上全渠道 GMV 分别同比增长 80%+/160%+/170%+，分别获得抖音品牌次抛精华人气榜 TOP6/京东驻龄面膜榜单 TOP1/抖音品牌蛋白面霜人气榜 TOP4。

表 9：可丽金主要产品线梳理

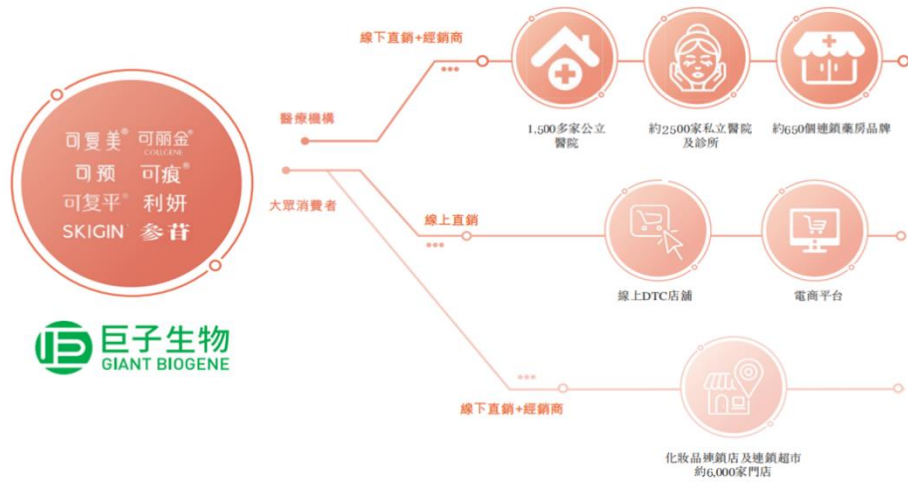
产品线	主打成分	面部精华	面膜	化妆水/爽肤水	乳液面霜	洁面	眼霜眼膜
蕴活抗老系列	重组胶原蛋白				胶卷面霜		胶卷眼霜 胶卷眼膜
赋能抗皱系列	重组胶原蛋白	嘭嘭次抛 赋能精华露	胶原大膜王	赋能精萃水	赋能保龄霜	赋能洁面乳	
维稳健肤系列	重组胶原蛋白		健肤高保湿面膜 健肤水润面膜	健肤喷雾 健肤小喷	健肤面霜 健肤乳液	健肤洁面	
舒缓安护系列	重组胶原蛋白		安护修护面膜 安护焕颜面膜	安护喷雾 安护小喷	安护特润霜		

资料来源：天猫，华源证券研究

3.2 渠道：构建“医疗机构+大众消费者”双轨销售矩阵，线上占比迅速提升

实行“医疗机构+大众消费者”的双轨销售策略，构建全渠道销售网络，实现有效用户触达。线下方面，公司搭建针对医疗机构的线下销售渠道，为搭建品牌专业性奠定坚实基础。截至 2023 年底，公司产品已铺设 1500 余家公立医院、2500 余家私立医院和诊所、650 个连锁药房品牌及 6000 家 CS/KA 门店；线上方面，以直销及经销模式建立电商及社媒平台的线上渠道，包括天猫、京东、抖音、小红书、唯品会及拼多多。

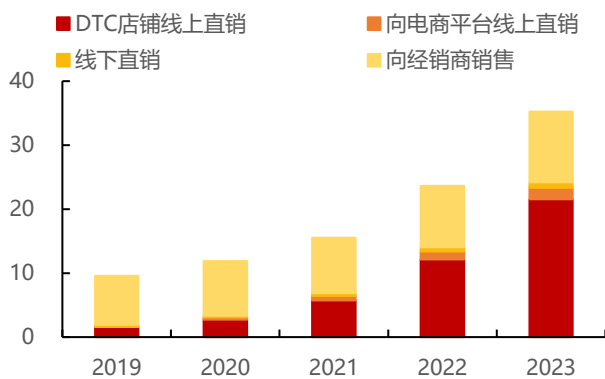
图 19：公司“医疗机构+大众消费者”的双轨销售策略



资料来源：公司公众号，华源证券研究

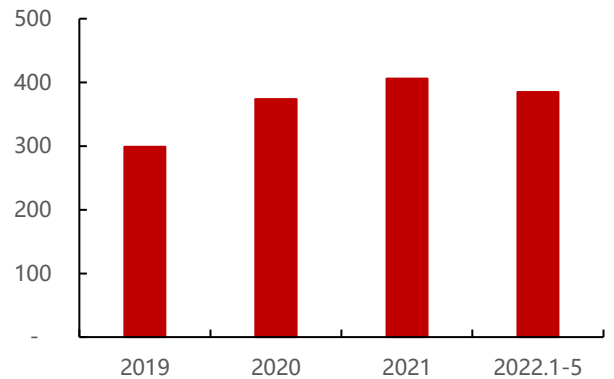
收入占比方面,2023年直销渠道实现收入24.2亿,同比增长72.7%,占总收入68.7%,较2019年占比20.1%大幅提升48.5pct。具体来看,通过DTC店铺的线上直销收入增长最快,为驱动直销增长的主要动力,2023年实现营收21.5亿,同比大幅增长77.5%,分析其主要原因包括:1)公司持续加强线上多品牌布局以及精细化运营,在品牌营销及推广中大力投入资源吸引客流,实现天猫、抖音等平台收入的快速增长;2)优化产品结构,高客单价品类(如精华类)占比提升,如可复美重组胶原蛋白肌御修护次抛精华、可丽金重组胶原蛋白赋能珍萃紧致弹润次抛精华等。

图 20：2019-2023 年公司各个渠道收入情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究

图 21：2019-2022 年 5 月公司经销商数量情况（个）

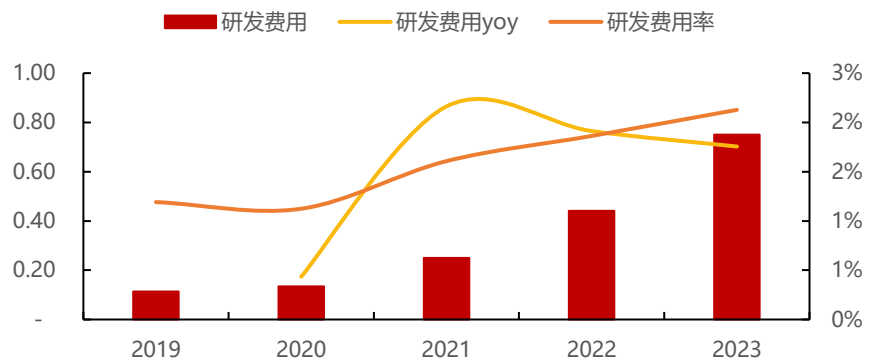


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

3.3 研发：构筑强研发护城河，新品储备丰富

持续提升企业科研实力，专利储备丰富。公司在基础科学研究、新型原料开发、工艺配方优化、产品开发应用等领域持续突破。研发投入方面，2023年，公司研发支出0.8亿，同比增长70.2%，研发支出占收入比重为2.1%，同比提升0.3pct。研发团队方面，根据公司年报，截至2023年，研发团队165人，占雇员比重达14.2%。此外，公司积累丰富的专利布局，截止2023年底，公司获授权及申请中专利93项，其中2022年新增13项，在研项目100余项；同时基于强大的研发实力，公司对胶原分子结构进行优化调整以制备性能优越的新型产品，公司重组胶原蛋白分子库中拥有40余种胶原分子，数量在业内处于领先水平且不断增长。

图 22： 2019-2023 年公司研发费用情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华源证券研究

深耕合成生物学领域，研发水平居于行业领先水平。公司以合成生物学技术为核心，设计及开发重组胶原蛋白、稀有人参皂苷及其他生物活性成分，成功实现量产且完成多项技术突破。具体来看：

重组胶原蛋白方面，通过高密度发酵及高效分离纯化技术，以解决之前阻碍重组胶原蛋白产品全球商业化的效率问题，该项突破推动行业实现领先水平的重组胶原蛋白表达，同时使得重组大肠杆菌靶蛋白在经过一轮的加工后回收率达到90%（为领先行业的纯化及回收率水平），重组胶原蛋白纯度达99.9%，细菌内毒素浓度低于0.1EU/mg，显著优于医疗级材料的行业标准。公司在高效生产优质产品的同时扩大生产规模，成为全球范围内拥有最大重组胶原蛋白产能的公司之一；

稀有人参皂苷方面，此前行业存在稀有人参皂苷生物转化效率低及易失活的普遍性问题，公司成功将原型人参皂苷转化为具有高活性的人参皂苷，且成功合成大量稀有人参皂苷，以CK人参皂苷为例，其生产效率是其他已报道公司生产效率的20倍以上，且在其生物转化后的粗品形式下，CK人参皂苷的浓度明显高于植物中所发现的天然CK人参皂苷浓

度。公司为国内首家实现五种高纯度稀有人参皂苷（即 Rk3、Rh4、Rk1、Rg5 和 CK）均能实现百公斤级规模量产的公司，且为具有全球最大的稀有人参皂苷产能的公司之一。

图 23：公司合成生物学技术平台



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

公司在研项目储备丰富，差异化卡位高景气赛道，产品获批后有望医美贡献业绩增量。根据企业年报，公司在研产品达 100+ 个，涉及肌肤焕活产品、生物医用材料、功能性食品、特殊医学用途配方食品、功效性护肤品、医用敷料等。其中在研重组胶原蛋白填充剂包括液体、固体、凝胶和交联凝胶四个类别，分别应用于水光类、眉间和鱼尾纹、鼻唇沟和法令纹及颈纹，前两款已进入临床试验阶段，预计 2024H2 获批，后两款产品处于开发阶段，预计 2025 年获批。

表 10：公司在研肌肤焕活情况产品情况

产品	产品类别	发展阶段				预计获得的医疗器械注册证	预计取证时间
		产品开发	产品转换	型检阶段	产品注册		
重组胶原蛋白液体制剂	肌肤焕活产品	[Progress bar: 100%]				第三类	2024H2
重组胶原蛋白固体裂剂	肌肤焕活产品	[Progress bar: 100%]				第三类	2024H2
重组胶原蛋白凝胶	肌肤焕活产品	[Progress bar: 75%]				第三类	2025 年
交联重组胶原蛋白凝胶	肌肤焕活产品	[Progress bar: 75%]				第三类	2025 年

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究

4. 收入拆分及盈利预测

关键假设:

收入端:

1) 专业皮肤护理: 可复美方面, 主攻大众消费市场, 旗下大单品胶原棒增长势能良好, 且推新节奏紧凑, 当前乳液、面膜等品类表现较为亮眼, 产品矩阵进一步完善, 基于核心大单品渗透率持续提升叠加大力发展线上直销渠道, 可复美品牌长期增长动能充足, 预计 2024-2026 年可复美营业收入分别同比增长 36%/26%/24%; **可丽金方面**, 定位中高端市场, 近年因渠道及品牌定位调整收入致使营收出现略微波动, 今年线上直销渠道逐步发力, 调整接近尾声, 预计今年营收同比实现双位数增长, 未来有望持续平稳发力, 预计 2024-2026 年可丽金营业收入分别同比增长 20%/16%/14%;

2) 功能性食品及其他: 当前公司在功能性食品领域布局参茸品牌, 上市后或可贡献新营收增长点, 预计 2024-2026 年功能性食品及其他分别同比增长 2%/2%/2%;

3) 医美板块: 24H2 预计获批两款Ⅲ类械重组胶原蛋白填充剂, 液体制剂和固体制剂分别定位于水光及眼周细纹填充, 剩余两款Ⅲ类械重组胶原蛋白凝胶和交联重组胶原蛋白凝胶或于 25 年获批, 公司线下渠道铺设完善且具备成熟销售团队, 叠加参考锦波生物薇旖美获批后产品销售爬坡节奏, 预计 2024-2026 年医美板块分别实现营收 0.4/3/5 亿, 毛利率维持 90%左右。

利润端:

1) 毛利率: 随着功能性护肤品占比提升, 综合毛利率或略微下滑, 预计 2024-2026 年综合毛利率水平分别为 83.4%/83.4%/83.3%;

2) 期间费用率: 基于化妆品板块新品孵化成功面世叠加医美产品上市后前期投入, 公司或将加大投入销售资源, 持续加强营销力度, 考虑重组胶原蛋白赛道竞争格局较优且化妆品板块处于加速放量阶段, 销售费用增长幅度可控, 预计 2024-2026 年销售费用率分别为 34.0%/35.5%/36.0%。

表 11: 公司收入拆分及预测 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
专业皮肤护理						
营业收入	1503.1	2321.7	3508.1	4645.5	5761.2	7040.6
yoy	40%	54%	51%	32%	24%	22%
毛利率	87.2%	84.4%	83.6%	83.3%	83.0%	82.8%
以品牌口径拆分皮肤护理						
可复美	897.7	1613.0	2788.3	3792.1	4778.0	5924.8
yoy	113%	80%	73%	36%	26%	24%

可丽金	525.9	618.4	616.6	739.9	858.3	978.5
yoy	-6%	18%	0%	20%	16%	14%
其他品牌	79.4	90.3	103.2	113.5	124.9	137.4
yoy	-14%	14%	14%	10%	10%	10%
功能性食品及其他						
营业收入	49.4	42.7	16.0	16.3	16.6	17.0
yoy	-58%	-14%	-63%	2%	2%	2%
毛利率	85.4%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%
医美板块						
营业收入		/		40.0	300.0	500.0
毛利率		/		90%	90%	90%

资料来源：公司年报，华源证券研究（注：2022及2023年专业皮肤护理、功能性食品及其他的细分毛利率未披露，为预测值）

盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 47.0/60.8/75.6 亿元，同比增速分别为 33%/29%/24%，实现归母净利润 18.6/23.1/28.2 亿元，同比增速分别为 28%/24%/22%。

表 12：公司盈利预测（百万元）

时间	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2364	3524	4702	6078	7558
收入同比	52%	49%	33%	29%	24%
毛利	1996	2947	3920	5066	6294
毛利同比	48%	48%	33%	29%	24%
归母净利润	1002	1452	1860	2309	2821
归母净利润同比	21%	45%	28%	24%	22%

资料来源：wind，公司年报，华源证券研究

公司作为重组胶原蛋白龙头，我们选取同处于重组胶原蛋白赛道的锦波生物及主攻功效性护肤品的珀莱雅、丸美股份及华熙生物作为可比公司，根据 Wind，2024 年行业可比公司一致预期平均 PE 为 30 倍，公司当前估值低于行业平均水平。公司所处赛道具备高景气度，且公司化妆品板块的两大旗舰品牌势能向好，大单品增长势头持续高增叠加新品反馈良好，医美板块Ⅲ类械重组胶原蛋白产品未来落地后有望提供新增长引擎，公司成长路径清晰，中长期业绩确定性较高，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE			EPS		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
832982.BJ	锦波生物	150.20	132.94	27.03	19.42	14.59	5.56	7.74	10.29
603605.SH	珀莱雅	108.05	428.70	28.08	22.77	18.73	3.85	4.75	5.77
603983.SH	丸美股份	28.45	114.08	30.09	23.86	19.49	0.95	1.19	1.46
688363.SH	华熙生物	58.08	279.76	33.57	26.99	22.39	1.73	2.15	2.59
平均				29.69	23.26	18.80	3.02	3.96	5.03
2367.HK	巨子生物	42.59	437.92	23.55	18.97	15.53	1.81	2.25	2.74

资料来源：wind，华源证券研究（注：可比公司的盈利预测来自 wind 一致预期，巨子的盈利预测来自华源证券研究，数据更新基于 2024 年 6 月 20 日收盘价）

5. 风险提示

(1) 政策变动风险：随着医疗器械行业的发展，有关部门或进一步对企业生产经营执业许可、质量标准等方面提出更为严格的要求，若公司未能达到监管部门制定的政策标准，或存在被处罚风险进而影响公司生产经营活动。

(2) 行业竞争加剧风险：重组胶原蛋白赛道景气度高，多家公司纷纷布局该赛道，若公司品牌策略及渠道投放不及预期，或将影响产品销售收入；

(3) 电商渠道竞争加剧风险：公司渠道营销未顺应市场趋势，投放效果不及预期；

(4) 新品孵化风险：若公司未能准确预测行业趋势及多元化市场需求并成功推出契合消费者需求的新品，公司经营业绩或受不利影响。

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

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。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。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，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。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。

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。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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 : 恒生中国企业指数 (HSCEI)