

巨子生物 (02367.HK)

港股公司点评

证券研究报告

骨修复材料获批三类械，生物医用材料“攻下一城”

事件简评

国家药监局12月17日官网公示，巨子生物骨修复材料获批三类医疗器械，符合此前招股书24Q4拿证预期。1) 适应症：牙颌骨、牙槽骨缺损填充和修复；2) 优势：既能快速塑形不塌陷起到支撑作用，又具有引导骨再生的高效修复作用；3) 成分：无机成分为羟基磷灰石颗粒，有机成分为大分子多糖。

事件点评

- **严肃医疗领域：**基于胶原蛋白的生物医用材料市场规模由17年的10亿元增至21年的32亿元、复合增速33.5%，预计27年进一步增至199亿元，22-27年复合增速35.1%（沙利文数据）。供给端看，据药监局，除巨子生物外，奥精医疗科技、天津市赛宁生物等旗下的胶原蛋白+羟基磷灰石复合的骨修复材料已获批三类械。
- **更可期的是羟基磷灰石在医美领域的合规应用。**1) 优势：羟基磷灰石在医美领域主要用于骨缺损填充和软组织注射填充，特有粒径工艺的羟基磷灰石具备刺激胶原再生、收紧提升的功效，且可被人体安全代谢，对比传统的胶原和玻尿酸填充剂，效果持续周期更长。2) 国内获批进展：目前羟基磷灰石材料在国内医美领域尚无合规三类证。2023年Radiesse在国内已经启动了“纠正中重度鼻唇沟皱纹”适应症的注册临床；24年9月艾尔建宣布HArmonyCa在中国完成注册检验，即将展开临床试验；摩漾生物羟基磷酸钙面部填充剂产品推进三类证获批中。3) 市场空间：根据ISAPS（国际美容整形外科学会），23年统计的国家中羟基磷灰石疗程数总计达到34.5万次、同比-1.7%（同期玻尿酸/肉毒素556.5/887.8万次、同比+29.1%/-3.7%），19-23年复合增速12.8%（同期玻尿酸/肉毒素为6.6%/9.1%）。
- 布局羟基磷灰石材料公司包括丸美股份（投资了以改性羟基磷灰石材料为核心的摩漾生物）、昊海生科（海魅云境产品核心成分为活性多孔CaHA羟基磷灰石生物陶瓷），华熙生物（子公司益而康生物主营胶原蛋白海绵、人工骨产品）。

盈利预测、估值与评级

- 妆品持续完善多单品矩阵，医美明年预期落地。考虑双十一线上表现亮眼，上调盈利预测，预计24-26年经调整净利润20.9/25.5/30.6亿元（前值20.3/25.2/30.1亿元）、同增43%/22%/20%，归母净利润20/24.6/29.7亿元，同增38%/23%/21%、对应PE 25/20/17倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 营销投放/新品销售/技术发展/医美产品落地不及预期

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

分析师：周舒怡（执业S1130524120002）

zhoushuyi@gjzq.com.cn

市价（港币）：52.000元

相关报告：

- 1.《巨子生物点评：1H24收入与利润均超预期，持续发力品类拓展+多单品矩阵》，2024.8.20
- 2.《巨子生物23年报点评：23H2净利率超预期，品牌运营能力持续增强》，2024.3.27
- 3.《巨子生物点评：3.8大促亮眼收官，情绪面回暖、重申推荐逻辑》，2024.3.14



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,364	3,524	5,363	6,862	8,419
营业收入增长率	52.30%	49.05%	52.16%	27.95%	22.70%
归母净利润(百万元)	1,002	1,452	2,001	2,463	2,970
归母净利润增长率	21.00%	44.88%	37.84%	23.09%	20.58%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.41	1.95	2.40	2.89
每股经营性现金流净额	0.94	1.66	2.03	2.49	2.99
ROE(归属母公司)	35.36%	33.28%	31.46%	27.93%	25.20%
P/E	32.30	23.62	25.03	20.34	16.87
P/B	11.05	7.61	7.88	5.68	4.25

来源：公司年报、国金证券研究所（注：汇率取1港币=0.9369人民币）

图表1: 羟基磷灰石及人工骨相关公司

公司		羟基磷灰石及人工骨相关布局
上市公司	巨子生物	国家药监局 12 月 17 日官网公示, 巨子生物骨修复材料获批三类医疗器械, 针对牙颌骨、牙槽骨缺损填充和修复需求, 其无机成分为羟基磷灰石颗粒, 有机成分为大分子多糖, 具有良好的骨重建与再生功效
	丸美生物	22 年年报公告, 投资了科技再生材料注射类 (三类医疗器械) 美容公司“摩漾生物”, 摩漾生物成立于 2018 年, 以改性羟基磷灰石材料为核心
	昊海生科	海魅·云境是由昊海生科出品的三类医疗器械, 注册人为上海倍尔康生物医学科技有限公司。海魅·云境产品定位高定塑形, 核心成分为活性多孔 CaHA 羟基磷灰石生物陶瓷, 具有良好的离子交换性能和吸附性能, 其优良的生物组织相容性, 非炎性的主动再生力, 自体胶原蛋白再生路径, 以及可以被人体吸收代谢的生物性能
	华熙生物	持股 51% 子公司益而康生物主营胶原蛋白海绵、人工骨产品 (主要成分为 I 型胶原蛋白和羟基磷灰石)
	奥精医疗	国产人工骨修复材料 (由 I 型胶原蛋白和羟基磷灰石组成) 龙头, 基于不同适应症获批三张三类医疗器械证
非上市公司	摩漾生物	以改性羟基磷灰石材料为核心, 羟基磷酸钙面部填充剂产品预计 25 年初获批三类医疗器械

来源: 国家药监局, 医美部落, 丸美生物公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	1,552	2,364	3,524	5,363	6,862	8,419	货币资金	7,103	1,331	2,504	4,194	6,378	9,069	
增长率	30.4%	52.3%	49.0%	52.2%	28.0%	22.7%	应收账款	93	157	156	229	294	360	
主营业务成本	198	369	577	932	1,214	1,500	存货	89	184	200	311	405	500	
%销售收入	12.8%	15.6%	16.4%	17.4%	17.7%	17.8%	其他流动资产	156	866	1,275	1,575	1,875	2,175	
毛利	1,354	1,995	2,947	4,431	5,647	6,919	流动资产	7,441	2,538	4,135	6,308	8,951	12,104	
%销售收入	87.2%	84.4%	83.6%	82.6%	82.3%	82.2%	%总资产	94.5%	80.9%	83.1%	87.9%	90.9%	92.9%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	274	491	663	708	731	756	
销售费用	346	706	1,164	1,870	2,492	3,121	%总资产	3.5%	15.7%	13.3%	9.9%	7.4%	5.8%	
%销售收入	22.3%	29.9%	33.0%	34.9%	36.3%	37.1%	无形资产	8	9	10	15	20	24	
管理费用	72	111	97	145	184	223	非流动资产	437	600	838	869	896	926	
%销售收入	4.7%	4.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	%总资产	5.5%	19.1%	16.9%	12.1%	9.1%	7.1%	
研发费用	25	44	75	107	137	168	资产总计	7,878	3,138	4,973	7,177	9,847	13,030	
%销售收入	1.6%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	0	1	2	2	2	2	
息税前利润 (EBIT)	964	1,165	1,698	2,323	2,849	3,422	应付款项	24	55	133	155	202	250	
%销售收入	62.1%	49.3%	48.2%	43.3%	41.5%	40.6%	其他流动负债	6,819	225	396	606	775	951	
财务费用	-9	-13	-47	-25	-42	-64	流动负债	6,843	281	531	763	979	1,203	
%销售收入	-0.6%	-0.6%	-1.3%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	18	20	71	50	50	50	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	6,861	301	602	813	1,029	1,253	
营业利润	907	1,142	1,613	2,310	2,835	3,408	普通股股东权益	1,017	2,833	4,362	6,360	8,820	11,786	
营业利润率	58.4%	48.3%	45.8%	43.1%	41.3%	40.5%	其中：股本	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	0	0	0	0	0	0	未分配利润	1,017	2,833	4,362	6,360	8,820	11,786	
税前利润	973	1,178	1,745	2,348	2,891	3,485	少数股东权益	0	4	9	4	-2	-9	
利润率	62.7%	49.8%	49.5%	43.8%	42.1%	41.4%	负债股东权益合计	7,878	3,138	4,973	7,177	9,847	13,030	
所得税	145	176	297	352	434	523	比率分析		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税率	14.9%	15.0%	17.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标							
净利润	828	1,002	1,448	1,996	2,457	2,963	每股收益	0.83	0.99	1.49	1.95	2.40	2.89	
少数股东损益	0	0	-4	-5	-6	-7	每股净资产	0.99	2.85	4.38	6.19	8.58	11.46	
归属于母公司的净利润	828	1,002	1,452	2,001	2,463	2,970	每股经营现金净流	0.67	0.94	1.66	2.03	2.49	2.99	
净利率	53.3%	42.4%	41.2%	37.3%	35.9%	35.3%	每股股利	0.00	0.00	0.89	0.00	0.00	0.00	
现金流量表(人民币 百万)							回报率							
净利润	828	1,002	1,452	2,001	2,463	2,970	净资产收益率	81.44%	35.36%	33.28%	31.46%	27.93%	25.20%	
少数股东损益	0	0	-4	-5	-6	-7	总资产收益率	10.51%	31.93%	29.19%	27.88%	25.01%	22.79%	
非现金支出	-102	34	34	-18	-19	-21	投入资本收益率	80.66%	34.90%	32.22%	31.02%	27.45%	24.69%	
非经营收益							增长率							
营运资金变动	-58	-132	128	49	58	62	主营业务收入增长率	30.41%	52.30%	49.05%	52.16%	27.95%	22.70%	
经营活动现金净流	692	932	1,647	2,092	2,564	3,071	EBIT增长率	0.02%	20.87%	45.77%	36.85%	22.61%	20.11%	
资本开支	-111	-153	-228	-110	-90	-90	净利润增长率	0.20%	21.00%	44.88%	37.84%	23.09%	20.58%	
投资	1,649	-719	-379	-300	-300	-300	总资产增长率	197.17%	-60.17%	58.47%	44.32%	37.21%	32.32%	
其他	26	13	81	11	13	13	资产管理能力							
投资活动现金净流	1,563	-859	-527	-399	-377	-377	应收账款周转天数	13.9	10.3	8.8	8.4	8.9	9.1	
股权募资	7,094	-5,426	44	0	0	0	存货周转天数	139.9	133.2	119.9	98.7	106.0	108.6	
债权募资	0	0	-1	0	0	0	应付账款周转天数	50.5	38.2	58.6	55.7	53.0	54.3	
其他	-2,618	-363	9	0	0	0	固定资产周转天数	59.7	58.3	59.0	46.0	37.7	31.8	
筹资活动现金净流	4,476	-5,790	52	0	0	0	偿债能力							
现金净流量	6,735	-5,772	1,173	1,690	2,184	2,691	净负债/股东权益	-712.05%	-76.69%	-84.78%	-89.83%	-93.01%	-95.03%	
							EBIT利息保障倍数	—	55,457.7	15,158.1	—	—	—	
							资产负债率	87.09%	9.60%	12.11%	11.33%	10.45%	9.62%	

来源：公司年报、国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806