

美容护理

2025 年 10 月 24 日

巨子生物

(02367)

——医美针剂获批，重塑重组胶原蛋白药械端格局

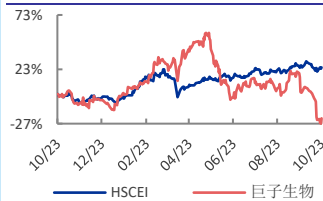
报告原因：有信息公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 10 月 23 日

收盘价（港币）	41.20
恒生中国企业指数	9300.74
52 周最高/最低（港币）	87.10/38.16
H 股市值（亿港元）	441.21
流通 H 股（百万股）	1,070.90
汇率（人民币/港币）	0.9130

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com

联系人

王盼
(8621)23297818x
wangpan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 2025 年 10 月 23 日，巨子生物发布自愿性公告，其全资子公司陕西巨子生物技术有限公司自主研发的中国首个重组 I 型天然序列胶原蛋白面部注射剂产品——“重组 I 型α1 亚型胶原蛋白冻干纤维”，获国家药品监督管理局（NMPA）批准上市，注册证编号为国械注准 20253132049。
- 医美针剂获批，打开业绩新增长曲线。**该产品为Ⅲ类医疗器械，呈白色或类白色海绵状固体，核心成分为重组 I 型α1 亚型胶原蛋白，通过器审与药审联合审评正式获批，产品规格涵盖 10mg/瓶、12mg/瓶等 7 种不同剂量。产品适用范围明确，可用于面部真皮组织填充，以纠正额部动力性皱纹，具体包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹。作为中国首个重组 I 型天然序列胶原蛋白面部注射剂，本次产品获批，体现了公司在技术研发和产业化落地方面的核心竞争力，进一步丰富了公司的产品类别，将为公司在肌肤焕活市场的业务发展带来新的机遇，也有望重塑医疗器械端及胶原蛋白品类的竞争格局，丰富供给端品牌选择，彰显公司在胶原蛋白类技术领域的地位。
- 大单品迭代，新品顺利放量。**可复美 25H1 营收 25.4 亿元，同比增长 22.7%，收入占比 81.7%。**分产品来看：**①**大单品：**历经两年打磨推出胶原棒 2.0，首次添加专有重组 4 型胶原蛋白，专注基底膜屏障修复。②**新品：**焦点面霜延续良好表现，持续人群破圈与声量提升。帧域系列针对皮肤热损伤修复，添加专研 4 型热塑胶原，自上市后在线下品牌零售渠道获广泛认可。③**经典产品：**重组胶原蛋白爆款敷料在 618 蝉联天猫伤口敷料类目、医用敷料热卖榜，京东医用美妆类目第一名。
- 新品助力增长，聚焦抗衰持续破圈。**可丽金 25H1 营收 5 亿元，同增长 26.9%，收入占比 16.1%。历经两年打磨推出胶原大魔王 3.0，在核心成分、配方、包装视觉等方面优化，精准改善皮肤松垮、多纹、暗沉问题，618 大促位列京东滋养面膜热卖榜第一名。蕴活系列胶卷面霜、胶卷眼霜分别占位抗老大众与细分品类，经一年种草培育获更多消费者认可。
- 直销渠道强势增长，线下渠道拓新+进货惊喜不断。**25H1 直销收入 23.3 亿元，同增 26.5%，其中 **DTC 店铺线上**直销收入 18.2 亿元，同增 13.3%。线上直销根据各线上平台客群不同因地制宜：**1) 在天猫，**结合 CRM 和数据运营，通过时点、场景、内容、品类的充分结合，激发用户价值；**2) 在抖音，**主账号+垂类子账号的自播矩阵，精细化迭代自播运营能力；**3) 在京东，**差异化运营急用场景和医疗场景，精准派样，渗透高价值客群。**线下直营：**收入 1.2 亿元，同增 74.3%，扩大化妆品连锁店、商超覆盖，加速可复美品牌店在西安、成都、重庆等城市布局，推出帧域系列拓宽场景。**经销收入** 7.9 亿元，同增 12.1%，实现稳健增长。
- 卡位胶原蛋白赛道，现阶段护肤品与医用敷料可复美、可丽金两大品牌保持较高增速，且仍有线上化空间。**除多品牌矩阵外，期待后续在医美、严肃医疗等场景外扩充 to B 端业务，成长天花板远阔。维持盈利预测，预计 25-27 年公司实现归母净利润 25.4/31.2/37.3 亿元，同比+23%/+23%/+19%，对应 PE 为 16/13/11 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**渠道费用率增长过快；医美在研产品进展不及预期；护肤新品表现不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,524	5,539	7,066	8,842	10,691
同比增长率（%）	49%	57%	28%	25%	21%
归母净利润（百万元）	1,452	2,062	2,537	3,119	3,726
同比增长率（%）	45%	42%	23%	23%	19%
每股收益（元/股）	.	.	.	.	.
净资产收益（%）	40%	36%	34%	32%	27%
毛利率（%）	84%	82%	83%	83%	82%
市盈率	28	19	16	13	11

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

百万元（人民币）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3524	5539	7066	8842	10691
营业成本	-577	-992	-1201	-1547	-1924
毛利	2947	4547	5865	7295	8767
销售费用	-1164	-2008	-2562	-3227	-3902
管理费用	-97	-151	-177	-221	-267
研发费用	-75	-106	-141	-177	-214
其他收入	103	139	0	0	0
营业利润	1745	2458	2985	3670	4383
除税前溢利	1745	2458	2985	3670	4383
所得税	-297	-396	-448	-550	-657
持续经营净利润	1448	2062	2537	3119	3726
净利润	1448	2062	2537	3119	3726
归母净利润	1452	2062	2537	3119	3726
少数股东损益	-4	-1	0	0	0

资料来源：Wind，申万宏源研究

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。