

成功获批重组胶原三类械，医美与护肤品共振打开长期空间

巨子生物(2367.HK)

评级：	买入	股票代码：	2367
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价(港元)：	84.85/38.62
目标价格(港元)：	--	总市值(亿港元)	441.21
最新收盘价(港元)：	41.2	自由流通市值(亿港元)	441.21
		自由流通股数(百万)	1,070.90

事件概述

根据国家药监局通告，公司自主研发生产的中国首个“重组 I 型 α1 亚型胶原蛋白冻干纤维”三类械通过器审和药审联合审评后正式获得国家药监局批准上市，产品规格涵盖 10mg/瓶至 24mg/瓶等 7 种型号，适用于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。

分析判断：

► 医美：顺利打造增长新引擎，彰显技术优势和强化领先地位。

公司“重组 I 型 α1 亚型胶原蛋白冻干纤维”产品由重组 I 型 α1 亚型胶原蛋白组成，选用人天然 I 型 α1 单链氨基酸序列中的 305-1057 位，共 753 个氨基酸，不具有三螺旋结构。I 型胶原蛋白具有纤维粗大和排列紧密的特点，能为皮肤提供更强的结构支撑力，可有效改善因胶原流失导致的动态皱纹；其中 I 型胶原蛋白由两条 α1 链和一条 α2 链组成，公司产品对 α1 链特定片段的精准截取不仅有效保证产品活性及有效性，同时也将形成公司的产品创新点和研发壁垒。

根据弗若斯特沙利文数据，中国重组胶原蛋白市场规模在 2025 年将达到 547 亿元，其中医美市场规模在 2025 年达 70 亿元，并将继续保持高速增长，凭借高生物相容性、无病毒风险、低致敏性、生产稳定性等显著优势不断提高市场渗透率。公司作为国内第二家获批重组胶原蛋白三类械的企业，有望充分享受行业扩容红利。此外，公司医美产品亦能与原有效性护肤品形成良好协同，进一步巩固公司在重组胶原蛋白领域的技术优势和领先地位，彰显其在科学研究方面的强大实力。

► 护肤品：短期波动未损稳固积淀，期待多措并举下的企稳回升。

公司护肤品短期受制达人合作数量减少影响，部分渠道销售暂时受到波及，但公司产品力及品牌力依然强劲，产品端经历长期市场验证获得消费者广泛认可，品牌端依托科学营销等方式深入人心。短期内有望通过优化渠道结构补齐流量缺口，长期借助“科学背书”持续提振消费信心，叠加丰富的产品矩阵和稳健的产品迭代节奏，有望逐步修复销售波动，实现业绩稳健回升。

投资建议

公司在重组胶原蛋白领域具备深厚的研发壁垒和品牌优势，伴随品牌认可度提高和产品矩阵完善，渗透率有望持续提升；公司将进一步拓宽材料应用边界，将重组胶原蛋白的研究从护肤和医美扩展至增发护发及美白等领域，并积极探索海外发展机会，为集团打开长期成长空间。结合公司销售业绩表现，我们调整 2025 年预测，并新增 2026-2027 年预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 69.17/85.40/104.19 亿元（前值 2025 年 53.76 亿），2025-2027 年归母净利润分别为 24.52/29.89/36.03 亿元（前值 2025 年 21.87 亿），对应 EPS 分别为 2.29/2.79/3.36 元（前值 2025 年 2.20 元），对应 2025 年 10 月 23 日收盘价 41.2 港元，PE 分别为 17/14/11X，维持“买入”评级。

风险提示

1) 消费市场表现不及预期; 2) 品牌声誉风险; 3) 新品推广不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3524.14	5538.81	6916.61	8540.27	10418.55
YoY (%)	49.05%	57.17%	24.88%	23.47%	21.99%
归母净利润(百万元)	1451.75	2062.35	2452.44	2988.70	3603.05
YoY (%)	44.88%	42.06%	18.91%	21.87%	20.56%
毛利率 (%)	83.63%	82.09%	80.07%	79.17%	78.29%
每股收益 (元)	1.49	2.10	2.29	2.79	3.36
ROE (%)	0.33	0.29	0.29	0.28	0.27
市盈率	22.09	21.97	16.63	13.65	11.32

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 刘文正

邮箱: liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话:

分析师: 徐林峰

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5538.81	6916.61	8540.27	10418.55	净利润	1451.80	2452.44	2988.70	3603.05
YoY (%)	57.17%	24.88%	23.47%	21.99%	折旧和摊销	150.00	112.91	117.37	122.88
营业成本	991.90	1378.73	1778.67	2262.08	营运资金变动	150.00	-31.18	59.27	65.76
营业税金及附加					经营活动现金流	1781.80	2435.08	3095.66	3768.93
销售费用	2008.24	2489.98	3006.17	3583.98	资本开支	-200.00	-150.00	-165.00	-180.00
管理费用	150.54	190.21	230.59	276.09	投资	-380.00	-400.00	-300.00	-200.00
财务费用	0.24	0.14	0.17	0.21	投资活动现金流	-470.00	68.18	-285.65	-213.30
资产减值损失					股权募资	1490.67	0.00	0.00	0.00
投资收益	-3.60	6.92	8.54	10.42	债务募资	-4.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	2279.10	2705.53	3336.95	4072.40	筹资活动现金流	-800.00	-1033.85	-1073.48	-1118.46
营业外收支					现金净流量	519.98	1444.45	1711.57	2412.22
利润总额	2457.75	2885.22	3516.12	4238.89	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	396.03	432.78	527.42	635.83	成长能力				
净利润	2061.73	2452.44	2988.70	3603.05	营业收入增长率	57.17%	24.88%	23.47%	21.99%
归属于母公司净利润	2062.35	2452.44	2988.70	3603.05	净利润增长率	42.06%	18.91%	21.87%	20.56%
YoY (%)	42.06%	18.91%	21.87%	20.56%	盈利能力				
每股收益(元)	2.10	2.29	2.79	3.36	毛利率	82.09%	80.07%	79.17%	78.29%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率率	37.23%	35.46%	35.00%	34.58%
货币资金	4030.21	5474.66	7186.23	9598.44	总资产收益率 ROA	25.66%	25.66%	25.48%	24.81%
预付款项					净资产收益率 ROE	29.01%	28.57%	28.24%	27.32%
存货	310.81	363.83	444.67	534.10	偿债能力				
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	7.66	9.31	9.78	10.50
流动资产合计	6401.96	8336.88	10463.66	13196.89	速动比率	7.29	8.91	9.37	10.08
长期股权投资	11.44	11.44	11.44	11.44	现金比率	4.82	6.12	6.72	7.64
固定资产	1041.77	1032.59	1033.83	1044.45	资产负债率	11.42%	10.07%	9.69%	9.12%
无形资产	12.31	58.58	104.97	151.47	经营效率				
非流动资产合计	1636.00	1219.98	1267.61	1324.73	总资产周转率	0.85	0.79	0.80	0.79
资产合计	8037.96	9556.85	11731.27	14521.62	每股指标 (元)				
短期借款	4.70	4.70	4.70	4.70	每股收益	2.10	2.29	2.79	3.36
应付账款及票据	286.71	268.09	296.45	314.18	每股净资产	6.91	8.01	9.88	12.31
其他流动负债	417.67	415.00	512.42	625.11	每股经营现金流	1.73	2.27	2.89	3.52
流动负债合计	836.00	895.28	1069.77	1256.55	每股股利	1.19	0.89	0.90	0.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	82.14	67.37	67.37	67.37	PE	21.97	16.63	13.65	11.32
非流动负债合计	82.14	67.37	67.37	67.37	PB	6.67	4.75	3.85	3.09
负债合计	918.14	962.66	1137.14	1323.92					
股本	0.07	0.07	0.07	0.07					
少数股东权益	11.61	11.61	11.61	11.61					
股东权益合计	7119.82	8594.20	10594.13	13197.70					
负债和股东权益合计	8037.96	9556.85	11731.27	14521.62					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。