

巨子生物 (02367.HK)

械三证落地打开新增长曲线，管理层持续增持彰显长期信心

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 化妆品

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码：S0980517070001
证券分析师：	孙乔容若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090004
证券分析师：	柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码：S0980522120001

事项：

2025年10月23日，巨子生物公告其自主研发的“重组Ⅰ型α1亚型胶原蛋白冻干纤维”获得国家药品监督管理局（NMPA）第三类医疗器械注册证。

国信零售观点：公司首款注射类重组胶原三类械获批明确开启医美第二增长曲线，虽然短期因市场对公司双11初期的销售波动影响而出现调整，但在本次双11大促机制下，公司仍有望通过中后半段发力，整体表现无需过度悲观。长期来看，在医美业务多管线处于审批、优先审评通道的连续催化预期，公司通过积累的线下医疗机构渠道资源与C端品牌影响力，有望为后续新品商业化快速起量打下基础，同时管理层通过多次增持释放积极信号。我们维持公司2025-2027年归母净利25.49/30.92/36.73亿元，对应PE为15/12/10倍，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 公司公告获批首张医美三类医疗器械证

2025年10月23日，巨子生物公告其自主研发的“重组Ⅰ型α1亚型胶原蛋白冻干纤维”获得国家药品监督管理局（NMPA）第三类医疗器械注册证，注册证编号为国械注准20253132049。该产品是巨子生物三类医疗器械管线中首个获批的药械组合类产品，标志着公司在医美注射领域实现关键性突破，其业务布局从功能性护肤品及二类医疗器械正式延伸至高壁垒的三类医美注射器械领域。

- 产品结构：白色或类白色海绵状固体，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。
- 产品型号规格：型号为D1型；规格包括10mg/瓶、12mg/瓶、16mg/瓶、18mg/瓶、20mg/瓶、22mg/瓶、24mg/瓶。
- 产品适应症：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。

而根据审评报告显示，该产品FAS中90天额纹有效率试验组为94.7%，眉间纹有效率为92.3%，左侧鱼尾纹有效率为95.8%，右侧鱼尾纹为97.2%；PPS中额纹试验组为94.6%，眉间纹为92.2%，左侧鱼尾纹有效率为95.8%，右侧鱼尾纹为97.2%。

目前来看，国内共有12款胶原蛋白三类械获批证，其中重组胶原蛋白相关仅4张，前三张均来自锦波生物重组Ⅲ型人源化胶原蛋白相关，巨子这张为首个重组Ⅰ型胶原蛋白三类械证，并通过器审与药审联合审评正式获批。

表1：我国目前获批的胶原蛋白三类械证

类型	商品名	注册证编号	注册人名称	主要组成成分	适用范围	上市时间
猪胶原	肤莱美	国械注册 20193130003	双美生物	由 SPF 猪皮纯化而成的交联 I 型胶原蛋白 35mg/mL 及含有 0.3% 利多卡因的磷酸盐缓冲液构成	面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹。	2019 年
	肤柔美	国械注册 20193130064	双美生物	由猪皮纯化而成的 I 型胶原蛋白经过滤除菌及无菌操作方式分散于磷酸生理食盐缓冲溶液	面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等）	2009 年
	肤丽美	国械注册 20173130007	双美生物	由猪皮纯化而成的交联 I 型胶原蛋白及磷酸盐缓冲生理盐水构成	面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	2012 年
牛胶原	弗缦	国械注册 20163131609	斐缦（长春）医药生物	为 3.5% 牛胶原蛋白及 0.3% 盐酸利多卡因的生理盐水悬浮液	用于面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	2012 年
	爱贝芙	国械注册 20163132859	荷兰汉福生物	含聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）微球体的胶原蛋白悬浮液，含微量利多卡因，预装在注射器中。其中胶原蛋白来自澳大利亚的牛皮。	用于注射到真皮深层以纠正鼻唇沟纹，或填充到骨膜外层以进行（鼻骨段）隆鼻	2002 年
	贝丽菲尔	国械注册 20243130041	圣诺华医疗	含有聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）微球的胶原蛋白悬浮液注射剂，其中包含 3.5% 牛胶原蛋白、3mg/mL 盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液	注射到真皮深层以矫正中度至重度的鼻唇沟皱纹，适用于 21 岁以上的成年患者	2024 年
	/	国械注册 20253131017	珂瑞康生物	该产品由预灌封注射器、一次性使用无菌注射针和分散于生理盐水中的胶原蛋白组成。	面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等）	2025 年
	/	国械注册 20253131612	珂瑞康生物	胶原溶液由牛皮中提取纯化而成的胶原和生理盐水组成，胶原含量为 4.0 mg/mL。	适用于面部鱼尾纹部位真皮组织注射填充以纠正鱼尾纹	2025 年
重组胶原蛋白	微旖美	国械注册 20213130488	锦波生物	白色海绵状固体，由重组 III 型人源化胶原蛋白组成	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）	2021 年
	修丽可铂研	国械注册 20233131245	锦波生物	为无色或类白色液体，由重组 III 型人源化胶原蛋白（A 型）和 0.9% 的生理盐水组成，胶原蛋白浓度 2mg/mL	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）	2023 年
	/	国械注册 20253130751	锦波生物	由重组 III 型人源化胶原蛋白和 0.9% 生理盐水组成，胶原蛋白浓度 16.00mg/mL	适用于注射到中部皮下至骨膜上层，以矫正中面部容量缺失和/或中部轮廓缺陷	2025 年
	/	国械注册 20253132049	巨子生物	由重组 I 型 α1 亚型胶原蛋白组成，选用天然 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。	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	2025 年

资料来源：医美圈、国家药监局、国信证券经济研究所整理

从目前胶原蛋白的分类来看，已编码约 29 种类型胶原蛋白，胶原蛋白可根据结构和形状的不同分为 4 大类，其中 I 型胶原含量最多，约占胶原总量的 80-90%，主要分布在骨骼、跟腱、皮肤（成人）、血管壁中，其质地较坚硬，对皮肤起着支撑作用；III 型胶原蛋白血管中含量较高，作为重要的原料可用于组织修复，改善皮肤干燥、毛孔粗大、皮肤老化等现象。而目前获批的动物原胶原蛋白也以 I 型为主。

我们参考锦波生物此前销售情况来看，2021 年 9 月薇旖美正式推向市场，2021/2022 年分别实现 0.28/1.17 亿，后续来看，2023/2024/2025H1 锦波生物的单—材料医疗器械分别同比增长+254.65%/+99.7%/+34.7%。同时，据 Frost & Sullivan 数据，2025 年胶原蛋白注射市场预计约 98 亿，整体未来市场仍具较大发展空间仍，而巨子的重组 I 型胶原蛋白也有区别于锦波的重组 III 型，并非完全竞争关系，有望在后续为公司相关医美注射类业务贡献业绩增量。

此外，公司未来相关管线布局来看，据国家药监局药品审评中心显示，目前公司旗下“重组胶原蛋白植入剂”产品已于今年8月25日正式受理在审，而参考本次获证的“重组胶原蛋白冻干纤维”是于今年6月13日在审评中心受理，10月23日正式获批，因此我们预计“重组胶原蛋白植入剂”获批进度有望加快。

图1：公司今年三类械在审情况

受理品种目录浏览 在审品种目录浏览							
年度:	2025	药品类型:	全部	申请类型:	全部	查询	
受理号:	请输入受理号	药品名称:	请输入药品名称	企业名称:	巨子生物		
序号	受理号	药品名称	药品类型	申请类型	注册分类	企业名称	承办日期
1	CQZ2400069	重组胶原蛋白植入剂				陕西巨子生物技术有限公司	2025-08-25
2	CQZ2302036	重组胶原蛋白冻干纤维		医疗器械 (联合审评)		陕西巨子生物技术有限公司	2025-06-13

资料来源：国家药监局药品审评中心、国信证券经济研究所整理

◆ 短期股价因双11数据波动有所压力，大股东增持强化公司信心

公司近期股价回调主要系市场对于本次双11初期，公司旗下两大品牌可复美和可丽金短期销售数据波动的担忧。在上半场舆情事件后，公司及时调整战略并于三季度不断恢复与达播合作，据久谦数据，今年Q3线上天猫+京东+抖音共实现GMV约7.26亿/yoy+27.7%，其中天猫/京东/抖音分别实现增速40.6%/83.3%/-5.3%。而十月份随着双11大促到来，公司也通过和超头如李佳琦、贾乃亮等合作在进一步扩大品牌知名度同时提振销售。目前来看，据天猫和抖音官方公众号，公司旗下主品牌可复美在10月20日-10月24日于天猫美妆名列第16名，在10月9日-10月19日于抖音美容护肤国货榜中名列第10名。同时我们考虑到本次双11大促不同于以往，此次大促战线拉长，前期爆发力有所减弱，因此公司亦有望在大促中后阶段实现加速。

图2：天猫双11第一阶段排行榜



资料来源：天猫大美妆、国信证券经济研究所整理

图3：抖音双11第一阶段排行榜



资料来源：抖音公众号、国信证券经济研究所整理

通过持续增持股份释放强烈信心信号，成为公司稳定发展预期的重要支撑。自 6 月 9 日发布增持计划以来，控股股东 Juzi Holding 已多次在二级市场增持，截至 10 月 29 日，已累计购入 422.66 万股公司股份，合计投入资金约 2 亿港元（不含佣金及其他交易开支），持有公司股份数量增至 5.85 亿股，占已发行总股数的比例升至 54.66%。其中仅 10 月内便完成三次增持动作。

◆ 投资建议

公司首款注射类重组胶原三类械获批明确开启医美第二增长曲线，虽然短期受到双 11 初期销售波动带来的市场情绪担忧调整，但在本次双 11 大促机制下，中后半段仍有望发力，整体表现仍需观察。长期来看，在多管线处于审批、优先审评通道的连续催化预期，公司通过积累的线下医疗机构渠道资源与 C 端品牌影响力，有望为后续新品商业化具备快速起量打下基础，同时管理层通过多次增持释放强烈长期信号。我们暂维持公司 2025-2027 年归母净利 25.49/30.92/36.73 亿元，对应 PE 为 15/12/10 倍，维持“优于大市”评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-10-29)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
2367.HK	巨子生物	38.00	407	1.99	2.38	2.89	3.43	23.04	14.88	12.27	10.33	37.78	0.76	优于大市
603605.SH	珀莱雅	76.87	304	3.92	4.45	4.87	5.20	21.63	17.28	15.78	14.77	28.73	1.27	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：巨子生物股价与市值为港元

◆ 风险提示

宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

相关研究报告：

- 《巨子生物（02367.HK）-上半年业绩稳定增长 20%，持续推进多品类多渠道战略》——2025-08-30
- 《巨子生物（02367.HK）-2024 年经调净利润同比增长 47%，大单品势能持续强劲》——2025-03-28
- 《巨子生物（02367.HK）-上半年营收同比增长 58%，可复美持续表现优异》——2024-08-20
- 《巨子生物（02367.HK）-618 大促表现亮眼，品牌势能持续强化》——2024-07-01
- 《巨子生物（02367.HK）-重组胶原蛋白领导者，产研结合铸就行业标杆》——2024-05-30

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2504	4030	4754	5687	6589	营业收入	3524	5539	7084	8791	10611
应收款项	156	232	640	795	959	营业成本	577	992	1296	1653	2027
存货净额	200	311	455	553	654	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	1164	2008	2671	3350	4075
流动资产合计	4135	6402	7678	9229	10835	管理费用	173	259	284	326	372
固定资产	663	1042	1075	1122	1175	财务费用	(0)	(0)	(9)	(10)	(12)
无形资产及其他	10	12	12	11	10	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	165	570	570	570	570	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	11	21	41	61	其他收入	135	177	119	126	134
资产总计	4973	8038	9357	10974	12653	营业利润	1744	2458	2961	3599	4284
短期借款及交易性金融负债	2	5	1	1	1	营业外净收支	1	0	75	83	90
应付款项	257	414	549	753	778	利润总额	1745	2458	3036	3682	4374
其他流动负债	273	418	558	702	856	所得税费用	297	396	486	589	700
流动负债合计	531	836	1107	1457	1635	少数股东损益	(4)	(1)	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1452	2062	2549	3092	3673
其他长期负债	71	82	110	139	169						
长期负债合计	71	82	110	139	169	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	602	918	1217	1596	1805	净利润	1452	2062	2549	3092	3673
少数股东权益	9	12	12	13	14	资产减值准备	0	0	5	(0)	(0)
股东权益	4362	7108	8128	9365	10834	折旧摊销	28	34	119	126	134
负债和股东权益总计	4973	8038	9357	10974	12653	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(0)	(0)	(9)	(10)	(12)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	220	(280)	(245)	127	(57)
每股收益	1.41	1.99	2.38	2.89	3.43	其它	(1)	(0)	(4)	1	1
每股红利	0.97	1.19	1.43	1.73	2.06	经营活动现金流	1698	1817	2424	3346	3750
每股净资产	4.24	6.86	7.59	8.74	10.12	资本开支	0	(411)	(157)	(172)	(186)
ROIC	53%	46%	54%	80%	89%	其它投资现金流	(409)	(554)	0	(366)	(439)
ROE	33%	29%	31%	33%	34%	投资活动现金流	(409)	(976)	(167)	(558)	(645)
毛利率	84%	82%	82%	81%	81%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	46%	41%	40%	39%	39%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	46%	42%	42%	41%	40%	支付股利、利息	(997)	(1237)	(1530)	(1855)	(2204)
收入增长	49%	57%	28%	24%	21%	其它融资现金流	1878	3160	(4)	0	0
净利润增长率	45%	42%	24%	21%	19%	融资活动现金流	(116)	686	(1534)	(1855)	(2204)
资产负债率	12%	12%	13%	15%	14%	现金净变动	1173	1526	724	933	902
息率	2.5%	3.1%	3.9%	4.7%	5.6%	货币资金的期初余额	1331	2504	4030	4754	5687
P/E	25.1	17.8	14.9	12.3	10.3	货币资金的期末余额	2504	4030	4754	5687	6589
P/B	8.3	5.2	4.7	4.0	3.5	企业自由现金流	1583	1256	2097	2990	3366
EV/EBITDA	24	17	14	12	10	权益自由现金流	3462	4417	2100	2999	3376

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032