

# 巨子生物 Giant Biogene (2367 HK)

## 首次覆盖：重组胶原蛋白领军者，2026 战略转型开启品牌化新篇章 Recombinant Collagen Leader: 2026 Strategy Ushers in Brand New Era: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

### 首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$35.74
目标价	HK\$43.60
HTI ESG	3.1-3.9-4.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$38.27bn / US\$4.91bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$58.76mn
发行股票数目	1,071mn
自由流通股 (%)	45%
1 年股价最高最低值	HK\$84.90-HK\$33.28
注：现价 HK\$35.74 为 2026 年 01 月 13 日收盘价	



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	1.8%	-33.1%	-26.0%
绝对值 (美元)	1.7%	-33.3%	-26.1%
相对 MSCI China	0.8%	-30.3%	-66.7%

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	5,539	5,487	5,986	6,691
Revenue (+/-)	57%	-1%	9%	12%
Net profit	2,062	1,876	2,000	2,211
Net profit (+/-)	42%	-9%	7%	11%
Diluted EPS (Rmb)	2.06	1.79	1.87	2.06
GPM	82.1%	80.5%	79.8%	79.2%
ROE	35.9%	24.2%	22.0%	20.7%
P/E	17	20	19	17

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

我们长期看好重组胶原蛋白赛道，在安全性、功效性及可持续性三个维度上展现出的综合优势，构建了行业发展的底层驱动力。首先，由于重组胶原蛋白生产过程完全在受控的发酵环境中进行，有效规避了动物源胶原蛋白可能携带的病毒或引起过敏反应的异种蛋白等病原体风险；同时，通过序列优化设计，重组胶原蛋白可最大限度地降低免疫原性，使其具有更高的人体生物相容性，尤其适用于敏感肌护理及创面修复等对安全性要求很高的场景，因此显著提升了产品的生物安全性。其次，重组技术通过对编码人胶原蛋白的基因进行设计与修饰，能够精确生产具有特定氨基酸序列和功能片段的重组胶原蛋白，如 I 型侧重支撑抗皱，III 型促进组织再生，IV 型强韧基底膜或复合配方的产品，实现功效的精准化和靶向化。最后，发酵生产工艺具备高度的可扩展性与一致性，易于实现低成本、大规模、高质量且标准化的生产，克服了动物源胶原蛋白受原料供应、批次差异和质量控制等因素制约的瓶颈，从生产模式与环保角度看，重组胶原蛋白展现出明显的可持续性优势。

巨子生物旗下六大品牌均以公司核心原料重组胶原蛋白为主要功效成分，受到产品含量热议短期业绩承压。六大品牌包括功效型护肤品核心品牌可复美和可丽金（两者贡献公司 95% 以上收入），和针对皮肤修复/皮肤炎症/疤痕修复/口腔溃疡/女性护理的医用敷料品牌可复美/可预/可痕/可复平/利妍，公司已发布 I/III/IV 型胶原蛋白用于不同产品。2024 年可复美和可丽金分别实现收入 45.4/8.4 亿元，2021-2024 年两个品牌复合增速为 73.4%/11.8%，可复美受益于公司战略侧重发展较快。2Q25 市场围绕重组胶原蛋白含量与检测方法的热议持续发酵，对巨子生物的短期经营构成了直接压力。从渠道看，由于大单品可复美胶原棒主要在线上直营渠道销售，我们判断 25 年线上承压，但线下直营仍实现正增长。从品牌看，25 年可复美品牌受到冲击较大，可丽金品牌也有所波及。

面对挑战，公司从依赖单一爆款向构建“多品牌、多品类、多渠道”转变。产品方面，计划于 2026 年推出 1 款医疗器械及 5 个护肤系列，并通过季度性营销活动强化胶原棒等核心单品。可丽金品牌计划于第二季度启动品牌重塑并推出全新产品线，通过深化与头部达人的合作及提升自播占比寻求突破。可预品牌则将深耕专业渠道，通过院内学术推广巩固医疗认知，并计划拓展 OTC 第二品牌。渠道布局方面，公司计划进一步强化专业化与多元化，线下渠道将持续扩大在全国约 15 万家药店的覆盖，同时计划将可复美品牌专柜拓展至 50 家以上，并深化与丝芙兰等高势能渠道的合作。线上运营将重点提升天猫、抖音等平台的自播占比与运营可控性。此外，公司计划于 2026 年第三至四季度在东南亚、北美等市场启动 KA 渠道入驻，迈出国际化探索的实质性步伐。在新业务拓展上，医美板块将成为重要战略增量。依托已获批的胶原冻干纤维（III 类医疗器械）产品，公司已成立独立医美事业部，并计划在 2026 年覆盖约 2000 家医美机构，旨在开辟新的高净值客户群体与利润增长点。

首次覆盖我们给予巨子生物“优于大市”评级，对应目标价 43.6 港元，有 22.0% 上行空间。我们预计 2025 年营收与净利润将同比小幅下滑，随后在 2026 年及以后重拾增长，2025-2027 年营收预计分别为 54.9/59.9/66.9 亿元，对应同比增速分别为 -0.9%/9.1%/11.8%。公司 2025-2027 年毛利率将维持分别为 80.5%/79.8%/79.2%；费用率分别为 43.5%/44.4%/44.5%。公司同期归母净利润预计分别为 18.8/20.0/22.1 亿元，对应同比增速分别为 -9.0%/6.6%/10.5%，归母净利率分别为 34.2%/33.4%/33.0%。参考可比公司估值水平，我们首次覆盖巨子生物，给予“优于大市”评级，给予 2026 年 21XPE，目标价为 43.6HKD，对应约 22.0% 的上行空间。

风险：医疗器械审批通过不及预期；同业重组胶原蛋白三类医疗器械审批通过导致行业竞争加剧；负面舆情；海外地缘政治。

寇媛媛 Yuanyuan Kou  
yy.kou@htisec.com

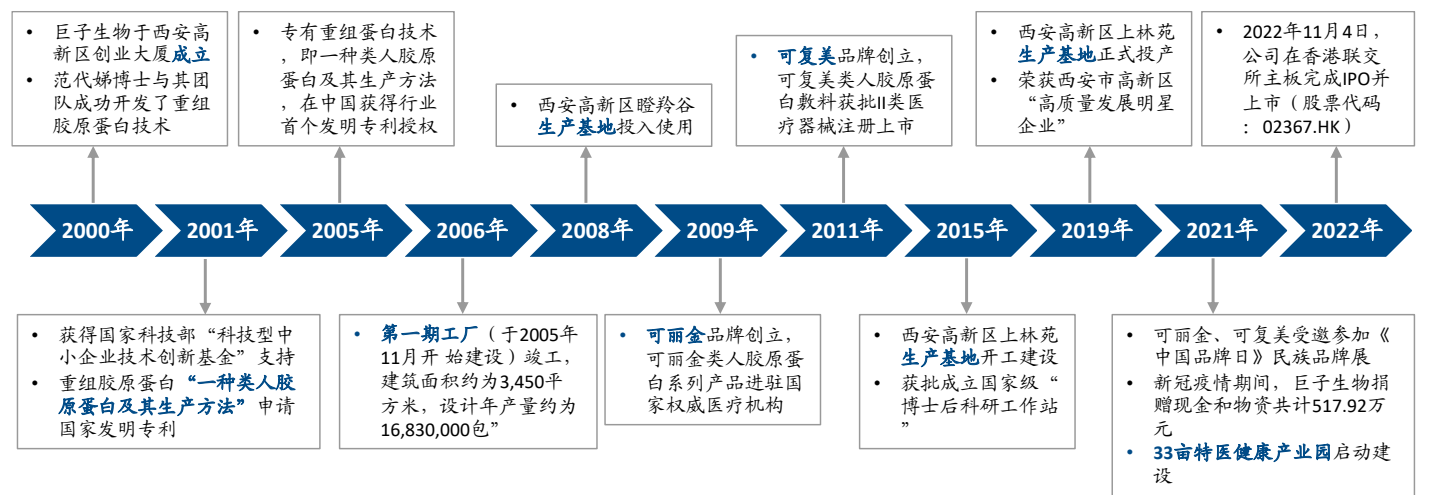
吴颖婕 Mindy Wu  
mindy.yj.wu@htisec.com

## 一. 成于重组胶原蛋白，26 年品牌化发展再出发

### 1. 2000 年范代娣团队成功开发重组胶原蛋白技术，同年巨子生物成立

巨子生物自 2000 年创立于西安高新区以来，始终以科技美学为引领，逐步成长为中国基于生物活性成分的专业皮肤护理行业先行者及领军企业。公司的创始源起可追溯至 1994 年，范代娣博士成为新中国首位生物化工专业博士，并随后于 2000 年带领团队在西北大学实验室成功实现重组胶原蛋白技术的关键突破。自此，巨子生物开启从基础科研到产业转化的系统发展：在 2000-2005 年的初创阶段，公司取得“类人胶原蛋白”首个行业专利，并承担多项国家科技计划；2006-2010 年间，西安高新区生产基地陆续建成，首个自有品牌“可丽金”问世，公司初步实现技术产业化；2011 年后，伴随“可复美”品牌及首张重组胶原蛋白 II 类医疗器械注册证的落地，公司迈入医疗应用深耕阶段；2016 年起，通过建设规模化生产基地、构建“产学研医”协同体系，并陆续获得中国专利金奖等多项荣誉，公司全面进入品牌化与全产业链布局阶段。截至最新，巨子生物已围绕功效性护肤品、医疗器械、功能性食品及特医食品三大板块构建业务矩阵，累计获授权及申请专利 186 项，掌握 2 项合成生物学关键技术。2022 年，公司成功在香港联交所主板上市，标志着其发展进入新阶段，持续以合成生物技术驱动，引领中国生物活性成分产业的高质量创新与全球化拓展。

图1 巨子生物发展历程



资料来源：巨子生物官网，海通国际整理

### 2. 巨子生物旗下八大品牌，可复美和可丽金是核心品牌

巨子生物旗下八大品牌，涵盖三大领域：**功效型护肤品、医用敷料和功能性食品**。护肤品方面的核心品牌包括可复美和可丽金，专注于抗衰和肌肤修复等护肤功能。医用敷料品牌包括可复美、可预、可痕和可复平，分别针对皮肤修复、皮肤炎症、疤痕修复和口腔溃疡等细分市场。功能性食品代表品牌参茸专注于人参皂苷功能性食品，提供营养素并增强免疫系统。公司牵头制定了《化妆品用人参皂苷》《发酵人参粉》等两项团体标准，填补了相关领域的空白，为人参皂苷成分的长远健康发展奠定了基础。

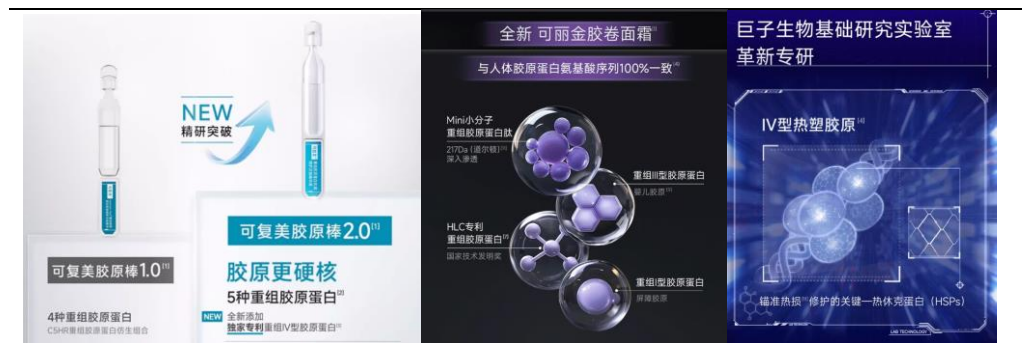
表 1 巨子生物旗下八大品牌，涵盖三大领域

品牌	推出时间	产品类目	品牌定位	品牌形象
可复美 可复美®	2011 年	功效性护肤品/医用敷料	中高端	专业、权威的皮肤科级重组胶原蛋白护理品牌
可丽金 可丽金® COLLIGENE	2009 年	功效性护肤品/医用敷料	中高端	多功能重组胶原蛋白皮肤护理品牌
可预 可预®	2015 年	功效性护肤品/医用敷料	中高端	重组胶原蛋白品牌，用于缓解和抑制皮肤炎症反应
可痕 可痕®	2016 年	疤痕修复敷料	中高端	重组胶原蛋白品牌，用于疤痕修复
可复平 可复平®	2016 年	医用敷料	中高端	重组胶原蛋白品牌，用于口腔溃疡预防和修复
利妍 利妍	2019 年	医用敷料	中高端	重组胶原蛋白品牌，用于女性护理
欣苒 SKIGIN®	2019 年	功效性护肤品	高端	基于稀有人参皂苷的皮肤护理品牌
参苒 参苒	2016 年	保健品	-	人参皂苷类保健食品品牌，为消费者提供营养素补充剂，改善免疫系统

资料来源：巨子生物官网，巨子生物招股书，海通国际整理

六大品牌的产品均以公司核心原料重组胶原蛋白为主要功效成分，目前已发布 I/III/IV 型胶原蛋白，用于不同产品。在医用敷料领域，核心产品如可复美重组胶原蛋白敷料，严格遵循医疗器械标准，其核心原料为重组 I 型胶原蛋白，专注于提供明确、稳定的皮肤屏障修复功能。而在面向大众市场的功效护肤品领域，两大核心品牌可复美与可丽金则拥有更丰富的技术组合，可复美胶原棒 1.0 是重组 I 型与 III 型胶原蛋白的协同作用，以满足抗衰、修护等多重护肤需求；升级的胶原棒 2.0 升级加入独加专利重组 IV 型胶原蛋白。可丽金以重组 III 型胶原蛋白为核心原料，同时添加了重组 I 型胶原蛋白。对于定位高端的可复美臻密御绣系列，则主要依托更为珍稀的重组 IV 型胶原蛋白，塑造其顶尖的产品力与品牌形象。

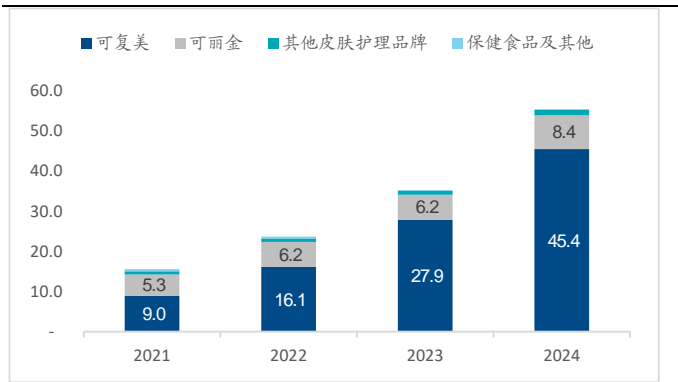
图 2 六大品牌以重组胶原蛋白为主要功效成分，目前已发布 I/III/IV 型胶原蛋白



资料来源：可复美天猫旗舰店，海通国际整理

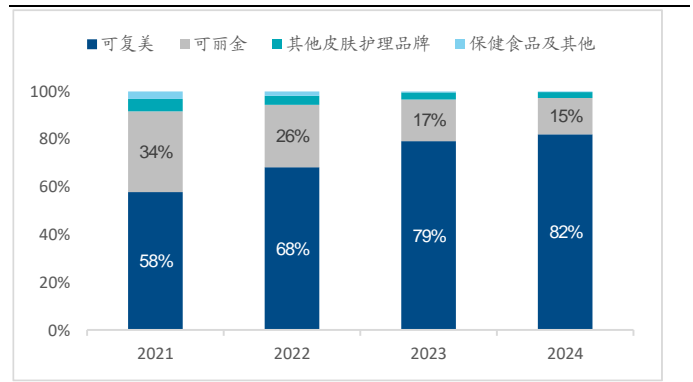
可复美和可丽金品牌贡献巨子生物 95%以上的收入，可复美胶原棒占比下降但被焦点面霜和其他水乳新品拉升品牌收入占比。2024 年可复美品牌实现销售收入 45.4 亿元，高增 62.9%，占总营收的 82.0%，主要得益于线上线下渠道拓展、明星产品胶原棒的持续增长以及新品焦点面霜的推出。可丽金品牌销售收入 8.4 亿元，同比增长 36.3%，占总营收的 15.2%，归因于线上渠道拓展和新品胶原卷面霜、胶原眼霜的推出。2025 年我们预期可复美品牌收入贡献仍在 80%以上，胶原棒受到重组胶原蛋白含量热议后，收入占比持续下滑，但焦点面霜和其他新品高增仍支持可复美品牌的收入占比。

图3 巨子生物营收：按品牌划分（亿元）



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

图4 巨子生物营收占比：按品牌划分



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

### 3. 2025 业务遇挑战，短期业务承压

#### 3.1 2025 年重组胶原蛋白含量热议对短期业绩冲击较大

2025 年第二季度，围绕重组胶原蛋白检测方法与含量标注的行业性讨论在公开渠道发酵，并上升为市场广泛关注的热议事件。争议焦点主要集中于化妆品复杂基质中重组胶原蛋白活性的检测标准与技术路径，热议重点围绕主品牌核心单品可复美胶原棒。该议题反映了生物活性成分产业化初期，行业标准建设滞后于市场发展的普遍现状。

从业务影响来看，此次热议对巨子生物的短期经营构成了直接压力。公司核心销售渠道以线上 DTC 模式为主，其品牌价值与重组胶原蛋白技术深度绑定，这使得消费者信任成为关键变量。在事件发酵高峰期，恰逢“618”电商大促关键阶段，市场负面声量对可复美等核心品牌的线上流量获取与转化效率产生了阶段性抑制，直接导致第二季度淘系排名迅速下降，抖音平台因为低基数和上线大量自播间抵消了短期影响。

图5 1-7 月抖音平台面部精华品牌月榜

排序	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
1	可复美	雅诗兰黛	可复美	可复美	可复美	韩束	韩束
2	雅诗兰黛	可复美	雅诗兰黛	养生堂	海蓝之谜	珀莱雅	科兰黎
3	娇韵诗	科兰黎	欧诗漫	欧诗漫	科兰黎	科兰黎	可复美
4	韩束	欧诗漫	修丽可及	韩束	SK-II	可复美	欧诗漫
5	SK-II	SK-II	澳诗莱	妮媞姬	娇韵诗	雅诗兰黛	露明明
6	珀莱雅	韩束	梵芙尼	珀莱雅	雅诗兰黛	海蓝之谜	羽素
7	迷奇	珀莱雅	伊丽莎白雅顿	科兰黎	珀莱雅	娇韵诗	五个女博士
8	丽可植	兰蔻	珀莱雅	黛莱皙	修丽可	妮媞姬	温博士
9	法素茜	澳诗莱	植美馥子	梵芙尼	丸美	欧诗漫	雅诗兰黛
10	科兰黎	圣罗兰	韩束	BeauEver	韩束	五个女博士	珀莱雅

资料来源：青眼情报，海通国际整理

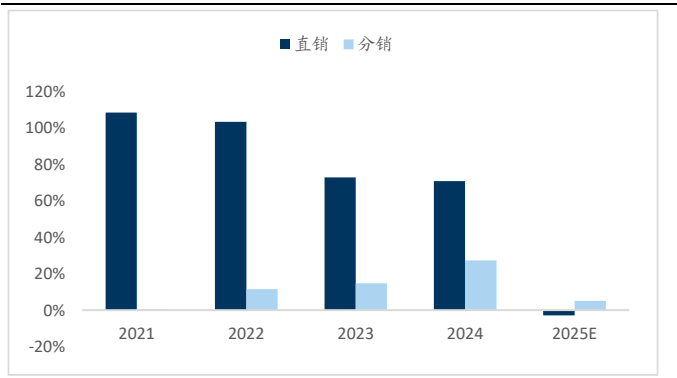
图6 1-7 月淘系平台面部精华品牌月榜

排序	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
1	娇韵诗	娇韵诗	海蓝之谜	海蓝之谜	娇韵诗	海蓝之谜	娇韵诗
2	海蓝之谜	SK-II	娇韵诗	娇韵诗	SK-II	珀莱雅	修丽可
3	珀莱雅	娇兰	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	修丽可	SK-II
4	修丽可	珀莱雅	SK-II	娇兰	可复美	娇韵诗	海蓝之谜
5	SK-II	玉兰油	可复美	SK-II	修丽可	SK-II	珀莱雅
6	可复美	雅诗兰黛	修丽可	修丽可	海蓝之谜	雅诗兰黛	雅诗兰黛
7	雅诗兰黛	修丽可	林清轩	雅诗兰黛	娇兰	玉兰油	玉兰油
8	娇兰	海蓝之谜	娇兰	可复美	雅诗兰黛	薇诺娜	可复美
9	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛	林清轩	玉兰油	娇兰	科颜氏
10	玉兰油	可复美	玉兰油	玉兰油	馥蕾诗	兰蔻	娇兰

资料来源：青眼情报，海通国际整理

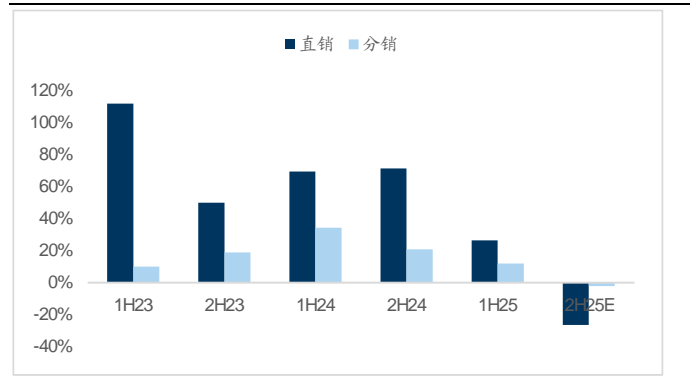
25 年渠道增长分化，线上承压，但线下直营仍实现正增长。具备医疗器械资质的专业产品线（主要经线下医院、药房渠道销售）受影响有限，销售额保持稳定；而面向大众市场的功效性护肤品（主要依赖线上兴趣电商及内容平台销售）则成为主要承压板块。这一分化体现了不同渠道在消费者决策基础和信任构建机制上的结构性差异。我们判断公司线下直营的传统渠道因为 2H25 进行渠道乱价和库存清理承压，但受益于线下新渠道扩展，整体仍实现正增长。

图7 巨子生物各渠道营收增速



资料来源：巨子生物年报，海通国际

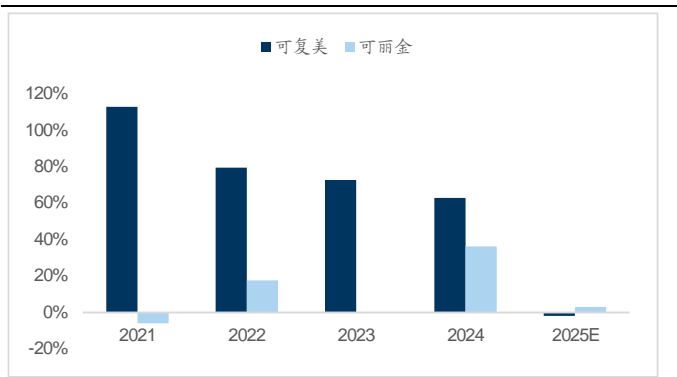
图8 巨子生物各渠道营收增速



资料来源：巨子生物年报，海通国际

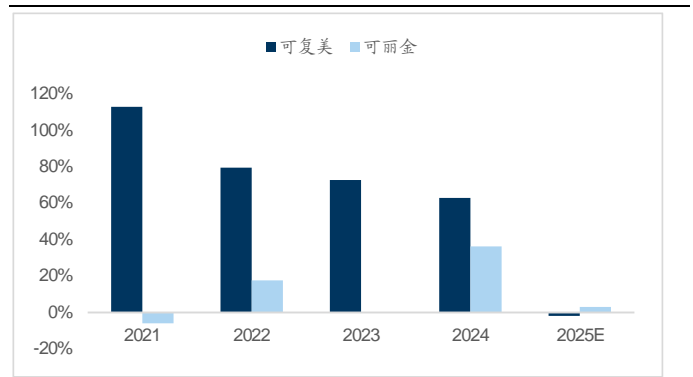
25年可复美品牌受到冲击较大，可丽金品牌也有所波及。主品牌可复美部分产品线受到较为明显的冲击；而可丽金等品牌受到的波及相对有限。这反映出公司在多品牌布局下，不同品牌的市场定位、客群结构与市场情绪风险敞口存在差异，在一定程度上起到了分散整体经营风险的作用。

图9 巨子生物各品牌营收增速



资料来源：巨子生物年报，海通国际

图10 巨子生物各品牌营收增速



资料来源：巨子生物年报，海通国际

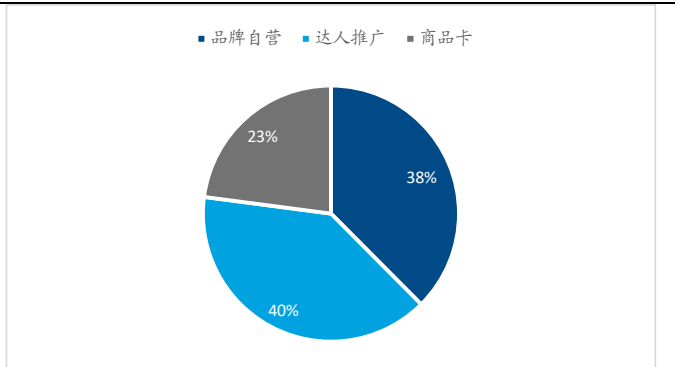
### 3.2 短期业绩承压，积极调整渠道和产品策略

面对突发热议，公司应对机制启动。在信息与沟通层面，公司多次发布公告说明产品合规依据，并公布权威第三方检测结果以回应市场疑问。在产业层面，公司承认当前行业检测方法尚需完善，并承诺联合科研机构推动相关标准共建。在运营层面，公司调整线上推广节奏，加强自播与会员运营，并对核心受影响单品实施专项客户维系计划。

抖音平台因为低基数和大量上自播间拉升了 6-7 月表现，淘系也有有一定修复。根据青眼情报第三方数据，在抖音平台面部精华品牌月榜中，其排名从 6 月的第 4 名上升至 7 月的第 3 名（后续 8 月位列第 5，9 月回升至第 3 名）；在淘系平台，该产品也从 6 月的 10 名开外攀升至 7 月的第 8 名，并于 8 月维持此位置。这一数据表明，公司通过积极的运营调整和沟通，核心产品的市场热度与消费者接纳度在争议后已实现一定程度的修复，为后续经营恢复奠定了基础。

但 9 月后由于达播间表现低于预期，“双十一”大促公司并未投放更多折价和宣传费用，业务仍处于修复阶段。根据第三方数据，双十一核心品牌可复美 GMV 同比下滑约 30%，而可丽金则实现同比微增，反映出不同品牌受冲击程度及恢复弹性的差异。大促期间，达播（达人直播）对销售额贡献度较高，但同时也暴露出公司产品结构过度集中于“胶原棒”单一爆款的问题。为保障品牌长期价值，公司在促销期间坚守核心价盘，并通过推出大规格包装提升胶原棒客单价，但在当前消费环境下，该策略对销量增长构成一定压力。

图11可复美 2025 年 1-10 月各带货方式 GMV 占比



资料来源：青眼情报，海通国际整理

图12可复美 2025 年 1-10 月 GMV TOP3 带货账号

排序	账号名称	粉丝数 (万)	GMV (万元)
1	贾乃亮	5116.8	1000+
2	多余和毛毛姐	3406.5	2500-5000
3	朱梓骁可复美专场	2.2	2500-5000

资料来源：青眼情报，海通国际整理

面临短期增长挑战，公司积极调整渠道和产品策略。未来增长潜力的释放，将取决于以下几方面的调整成效：一是渠道策略优化，公司已开始主动放弃部分费用不可控的达播合作以保障利润率，并计划在 2026 年加大天猫、抖音等平台的自营及自播投入，以提升渠道自主性与稳定性；二是产品结构均衡，当前“胶原棒”作为核心大单品的地位依然稳固，但二梯队产品及新品如“焦点面霜”仍需时间成长。公司预计在 2026 年推出更多新品，以期构建更健康均衡的产品矩阵与增长来源。

### 3.3 巨子生物 2026 年品牌化发展再出发：多维布局与执行展望

基于对 2025 年经营环境的复盘，公司已针对核心品牌与渠道体系制定了系统性的 2026 年发展规划。该规划体现了从依赖单一爆款向构建“多品牌、多品类、多渠道”综合品牌集团转型的战略意图，其实施效果将主要取决于新品迭代的市場接受度、医美新业务线的商业化进度、渠道结构调整后的增长质量，以及战略投入向品牌资产的转化效率。

从品牌与产品规划看，可复美品牌将采取“械妆协同”策略。计划于 2026 年推出 1 款医疗器械及 5 个护肤系列，并通过季度性营销活动强化胶原棒等核心单品，其中长期目标指向百亿规模。可丽金品牌计划于第二季度启动品牌重塑并推出全新产品线，通过深化与头部达人的合作及提升自播占比寻求突破。可预品牌则将继续深耕专业渠道，通过院内学术推广巩固医疗认知，并计划拓展 OTC 第二品牌。

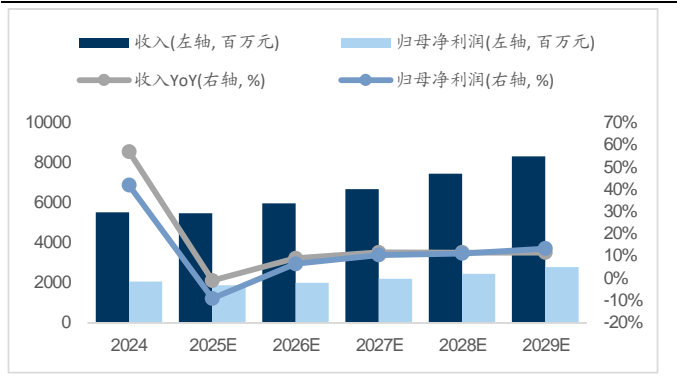
在渠道布局方面，公司计划进一步强化专业化与多元化。线下渠道将持续扩大在全国约 15 万家药店的覆盖，同时计划将可复美品牌专柜拓展至 50 家以上，并深化与丝芙兰等高势能渠道的合作。线上运营将重点提升天猫、抖音等平台的自播占比与运营可控性。此外，公司计划于 2026 年第三至四季度在东南亚、北美等市场启动 KA 渠道入驻，迈出国际化探索的实质性步伐。

在新业务拓展上，医美板块将成为重要战略增量。依托已获批的胶原冻干纤维（III 类医疗器械）产品，公司已成立独立医美事业部，并计划在 2026 年覆盖约 2000 家医美机构，旨在开辟新的高净值客户群体与利润增长点。整体而言，这些举措的推进有望逐步改善公司产品与渠道结构，但其对 2026 年当期财务的具体贡献程度，仍需结合后续执行效率与市场竞争动态进行持续评估。

### 3.4 我们预期 25 年收入利润承压，26 年归母净利润增速慢于收入增速

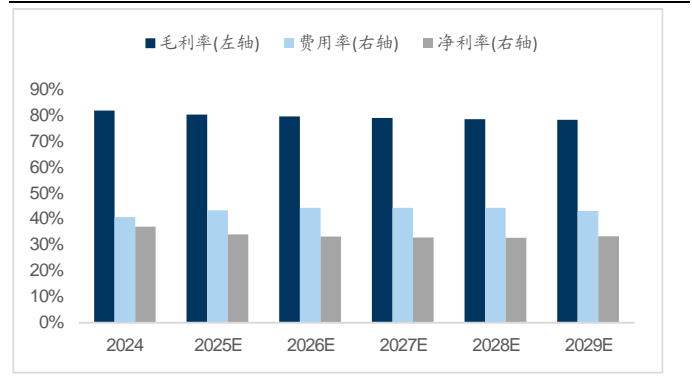
我们预期 2025 年收入同比持平至小幅下滑，2026 年收入增长接近 10%。其中可复美品牌 25 年收入小幅下滑，26 年恢复个位数正增长；可丽金品牌 25 年实现个位数增长，26 年恢复双位数增长。我们预期 25 年公司毛利率预计同比下滑 1.6 个百分点；26 年毛利率由于高毛利精华类产品胶原棒占比进一步下降，产品结构下行期间，毛利率仍有一定压力。我们预期 25 年销售及管理费用率预计呈低个位数增加，受益于公司总体收入体量相对稳定，且 2H25 公司控制了整体费用的投入，包括线上及线下；26 年销售及管理费用率呈双位数增长，主要用于新品宣传和品牌构建。因此，我们预期 25 年净利润水平下降高单位数，净利率收窄 3 个点；26 年净利润同比恢复增长，但增速慢于收入增长。

图13 巨子生物收入、归母净利润及相关增速预期



资料来源：巨子生物年报，海通国际

图14 巨子生物毛利率、费用率、净利率预期



资料来源：巨子生物年报，海通国际

## 二. 重组胶原蛋白赛道具备长期成长性的核心逻辑

我们长期看好重组胶原蛋白赛道，主要基于其相较于传统动物源胶原蛋白及同类生物活性成分，在**安全性、功效性及可持续性**三个维度上展现出的综合优势，这构成了行业发展的底层驱动力。同时，广阔的市场前景与较高的产业链壁垒，为已建立系统性优势的头部企业提供了广阔的成长空间与护城河。

### 1. 安全性：更低免疫原性与病原体风险，符合现代消费升级需求

皮肤是人体最大的器官，具有保护、调节体温和感知外界刺激等多种功能。它由表皮层、真皮层和皮下组织构成，其中真皮层主要由结缔组织组成，包括胶原纤维、弹性纤维和基质，为皮肤提供弹性和强度。

胶原蛋白是维持皮肤结构完整性与弹性的核心成分，在人体真皮层中含量最为丰富。它约占人体蛋白质总量的30%，一个成年人体内大约有3公斤的胶原蛋白，被称为“生命支架”、“骨中之骨、肤中之肤”。目前，已从40余种脊椎动物中鉴定出胶原蛋白基因，编码约28种胶原蛋白。基于胶原蛋白一级结构、三螺旋结构域的长度、分子量，不同研究文献资料将约28种胶原蛋白划分至不同分类。目前研究已发现的约28种胶原蛋白中，I型、III型和IV型等与皮肤健康关系最为密切。

表 2 胶原蛋白分类及分布情况 (蓝色标注为巨子生物主要涉及的胶原蛋白)

	型别	胶原类型	分子量 $\alpha$ 链/kDa	主要组织分布
1	I 型 (异源三聚体)	成纤维胶原	95	皮肤、骨骼、韧带、血管壁、肌腱、牙齿
2	I 型 (同源三聚体)	成纤维胶原	/	肿瘤、胚胎
3	II 型	成纤维胶原	95	软骨、玻璃体、肌腱软骨区、椎间盘
4	III 型	成纤维胶原	95	皮肤、肺、肝、肠、血管
5	IV 型	网状结构胶原	170-180	基底膜、晶状体囊、角膜后弹性膜
6	V 型	成纤维胶原	120-145	骨骼、肌腱、角膜、皮肤、血管
7	VI 型	珠状细丝胶原	140	真皮、骨骼肌、肺、血管、角膜、肌腱、皮肤
8	VII 型	锚定胶原	170	皮肤、直肠、结肠、小肠、食管、口腔粘膜
9	VIII 型	网状结构胶原	61	心脏、脑、肝、肺、肌肉、软骨
10	IX 型	纤维相关胶原	68-115	软骨、脊柱、玻璃体
11	X 型	纤维相关胶原	59	钙化软骨 (包括肌腱部位)
12	XI 型	成纤维胶原	110-145	关节软骨、睾丸、气管、肌腱、骨小梁、骨骼肌、胎盘、肺、大脑
13	XII 型	纤维相关胶原	220、340	皮肤、肌腱、软骨
14	XIII 型	跨膜胶原	62-67	内皮细胞、表皮
15	XIV 型	纤维相关胶原	220	皮肤、肌腱、角膜、软骨
16	XV 型	内皮抑制素相关胶原	125	微血管、心肌或骨骼肌细胞的基底膜区域
17	XVI 型	纤维相关胶原	150-160	皮肤、软骨、心脏、肠、动脉壁、肾脏
18	XVII 型	跨膜胶原	180	皮肤、粘膜、眼睛
19	XVIII 型	内皮抑制素相关胶原	200	肝脏、眼睛、肾脏
20	XIX 型	纤维相关胶原	165	乳腺、结肠、肾脏、肝脏、胎盘、前列腺、骨骼肌、皮肤、脾脏
21	XX 型	纤维相关胶原	185、170、135	角膜、血管
22	XXI 型	纤维相关胶原	/	心脏、胎盘、胃、空肠、骨骼肌、肾脏、肺、胰腺、淋巴结
23	XXII 型	纤维相关胶原	200	心脏、骨骼肌
24	XXIII 型	跨膜胶原	/	肺、角膜、皮肤、肌腱、羊膜
25	XXIV 型	成纤维胶原	/	骨骼、大脑、肌肉、肾脏、脾脏
26	XXV 型	跨膜胶原	50/100	脑、心脏、睾丸、眼睛
27	XXVI 型	/	约 80	卵巢、睾丸
28	XXVII 型	成纤维胶原	/	肥厚软骨

资料来源: Frost & Sullivan, 海通国际整理

重组胶原蛋白通过基因工程技术在特定宿主细胞 (如酵母、大肠杆菌) 中表达生产, 其核心优势在于显著提升了产品的生物安全性。首先, 由于生产过程完全在受控的发酵环境中进行, 有效规避了动物源胶原蛋白可能携带的病毒 (如疯牛病、口蹄疫病毒) 或引起过敏反应的异种蛋白等病原体风险。其次, 通过序列优化设计, 重组胶原蛋白可最大限度地降低免疫原性, 使其具有更高的人体生物相容性, 尤其适用于敏感肌护理及创面修复等对安全性要求很高的场景。因此, 重组胶原蛋白从源头上解决了传统原料的安全隐患, 更符合现代消费者对护肤品与医疗器械日益提升的安全性与纯净性要求。

图15 重组胶原蛋白具备相较动物源胶原蛋白具有显著优势

	重组胶原蛋白	动物源胶原蛋白
制备方法	基因工程	
病毒传播风险	无	有
细胞毒性	无	有
生物相容性	高	低
水溶性	有	无
变性温度	>72°C, 方便运输和储存	37 - 40°C
生物活性	生物活性高	相对较低
可加工性	有	无
大规模生产可实现性	生产难度相对较高	生产难度低

资料来源: Frost & Sullivan, 海通国际整理

### 2. 功效性: 活性可控、靶向明确, 满足多元化护肤与医疗需求

重组胶原蛋白不仅在安全性上占优, 其功效潜力也更为突出。传统动物源胶原蛋白的氨基酸序列和结构与人体存在差异, 生物活性受限。而重组技术通过对编码人胶原蛋白的基因进行设计与修饰, 能够精确生产具有特定氨基酸序列和功能片段的重组胶原蛋白。

这使得企业可以针对不同的皮肤问题(如修护、抗衰、紧致)设计开发特定型别(如 I 型侧重支撑抗皱, III 型促进组织再生, IV 型强韧基底膜)或复合配方的产品, 实现功效的精准化和靶向化。例如, 巨子生物通过技术迭代, 在核心产品胶原棒中应用了 IV 型+HLC 型+I 型+III 型+Mini 小分子型的重组胶原蛋白组合, 以满足从基础修护到高端抗衰的多元化需求。此外, 重组胶原蛋白通常具有更高的溶解性和稳定性(变性温度可达 72°C, 远高于动物源的 40°C), 更易于在产品配方中保持生物活性, 从而确保最终使用效果。在医用敷料领域, 基于重组胶原蛋白的产品已被临床证实能有效促进创面愈合、减少疤痕形成, 其功效优势正不断转化为市场渗透率的快速提升。

### 3. 可持续性: 生产环保、规模可控, 契合产业绿色发展趋势

从生产模式与环保角度看, 重组胶原蛋白展现出明显的可持续性优势。其生产不依赖于畜牧业屠宰, 避免了相关的环境负担(如土地、水资源消耗及温室气体排放), 符合全球范围内对绿色制造和可持续发展的要求。

同时, 发酵生产工艺具备高度的可扩展性与一致性, 易于实现低成本、大规模、高质量且标准化的生产, 克服了动物源胶原蛋白受原料供应、批次差异和质量控制等因素制约的瓶颈。这种规模化生产能力, 是支撑重组胶原蛋白在消费医疗市场实现广泛普及与成本优化的关键, 使其能够从高端专业市场向大众日常护肤市场快速渗透。

### 4. 市场前景广阔, 高壁垒护航头部企业成长

胶原蛋白产品在肌肤护理领域崛起。在肌肤护理领域, 透明质酸、植物活性成分和胶原蛋白是广受欢迎的生物活性成分。透明质酸以其卓越的保湿性能著称; 植物活性成分则以抗炎、抗氧化等功效备受青睐。胶原蛋白凭借其在提供结构支持、促进细胞黏附与再生、修复受损皮肤屏障以及补充营养等方面的独特优势, 在皮肤修复和抗衰老方面备受市场关注。自 2020 年起, 胶原蛋白专业皮肤护理产品的市场份额已超越基于植物活性成分的产品。

图16 胶原蛋白产品与透明质酸和植物活性成分对比

	重组胶原蛋白	动物源胶原蛋白	透明质酸	植物活性成分
产品特性	提供结构支持、刺激细胞再生及增殖、修复受损皮肤屏障，无潜在的细胞毒性和排异风险	提供结构支持、刺激细胞再生及增殖、修复受损皮肤屏障	皮肤润滑和保湿	帮助解决皮肤问题，如过敏、炎症及氧化
2021年市场规模 (亿人民币)	94	41	193	93
主要目标客户	追求具有高生物活性和生物相容性的抗敏感、抗早衰、受损皮肤屏障修复及相关美白功效的客户	追求抗敏感、抗早衰、受损皮肤屏障修复及相关美白功效的客户	最求保湿润滑功效的客户	追求抗敏感、抗痘及抗早衰功效的客户
主要应用	功能性护肤品、医用敷料、肌肤焕活、生物医用材料及保健食品	功能性护肤品、医用敷料、肌肤焕活、生物医用材料及保健食品	功能性护肤品、医用敷料、肌肤焕活、生物医用材料及保健食品	功能性护肤品及保健食品
保质期 (月)	24-36	24-36	24-36	24-36
生物复杂性	高	中	中	中

资料来源: Frost & Sullivan, 巨子生物招股书, 海通国际整理

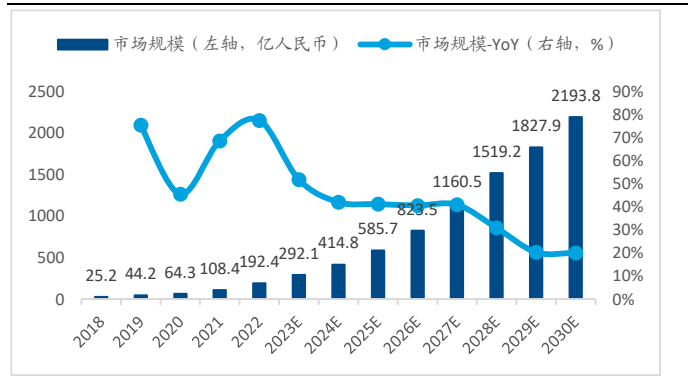
“安全性、功效性及可持续性”核心优势正在驱动市场高速增长。根据 Frost & Sullivan 的数据, 2022 年, 中国重组胶原蛋白原料市场规模达到 12.3 亿元, 而重组胶原蛋白产品市场规模则高达 192.4 亿元。随着技术的不断进步、应用领域的拓展以及市场可及性的提升, 未来几年这一领域将保持高速增长。Frost & Sullivan 预计 2022-2025 期间, 重组胶原蛋白原料市场及产品市场的 CAGR 分别为 42.98%和 44.93%; 2025-2030 期间, 重组胶原蛋白原料市场及产品市场的 CAGR 分别为 27.80%和 30.23%。

图17 中国重组胶原蛋白原料市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 海通国际整理

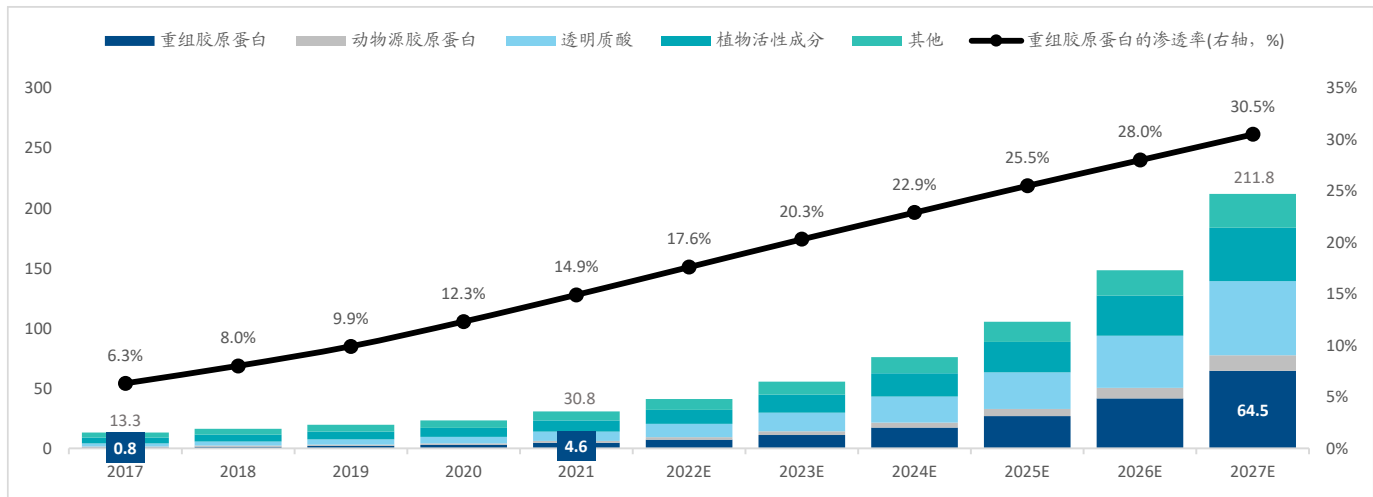
图18 中国重组胶原蛋白产品市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 海通国际整理

中国功效性护肤品市场发展迅速的同时, 基于重组胶原蛋白的功效性护肤品的市场渗透率明显提升。根据 Frost & Sullivan 的数据, 中国功效性护肤品市场按零售额计从 2017 年的 133 亿元增长至 2021 年的 308 亿元, CAGR 为 23.4%。预计到 2027 年, 市场规模将达到 2118 亿元, 2022 年至 2027 年的 CAGR 为 38.8%。2017 年至 2021 年, 基于重组胶原蛋白的功效性护肤品的市场渗透率从 6.3%增长至 14.9%, 预计到 2027 年将进一步增至 30.5%。市场规模方面, 从 2017 年的 8.398 亿元增长至 2021 年的 46 亿元, CAGR 为 52.8%, 并预计从 2022 年的 72 亿元进一步增长至 2027 年的 645 亿元, CAGR 为 55.0%。

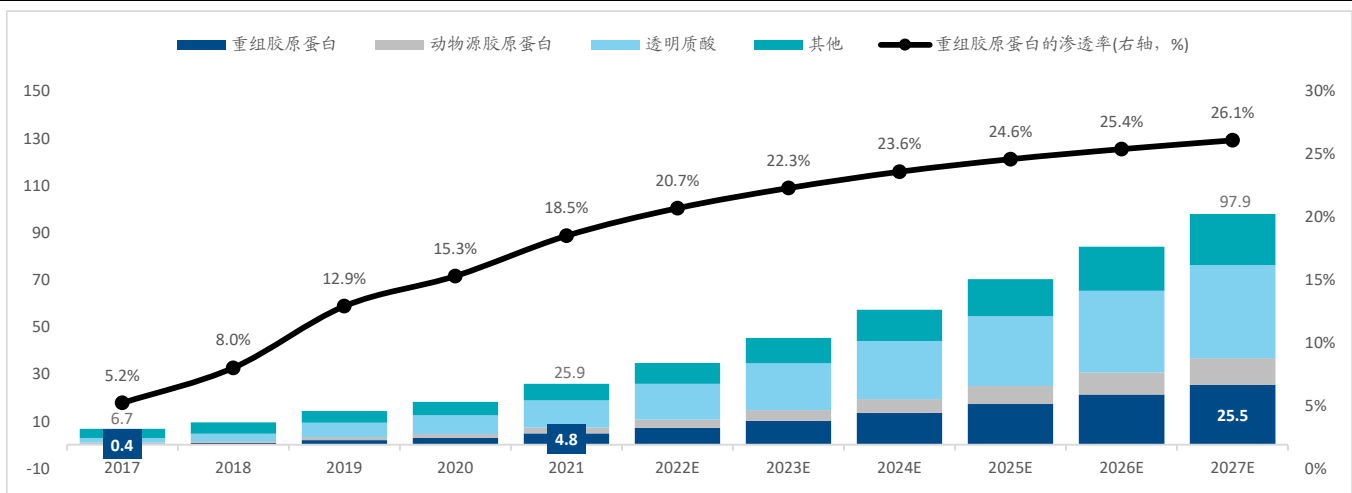
图19 中国功效性护肤品市场规模 (十亿, 左轴) 与重组胶原蛋白市场渗透率 (% , 右轴)



资料来源: Frost & Sullivan, 海通国际整理

中国医用敷料市场近年来呈现出强劲的增长态势，基于重组胶原蛋白的医用敷料的市场渗透率明显提升。根据 Frost & Sullivan 的数据，从市场规模来看，中国医用敷料市场按零售额计从2017年的67亿元增长至2021年的259亿元，复合年增长率为40.0%。预计到2027年，市场规模将达到979亿元，2022年至2027年的复合年增长率为23.1%。基于重组胶原蛋白的医用敷料在整个医用敷料市场的渗透率从2017年的5.2%增长至2021年的18.5%，预计到2027年将进一步增至26.1%。市场规模方面，基于重组胶原蛋白的医用敷料从2017年的3.52亿元增长至2021年的48亿元，复合年增长率为92.2%，并预计从2022年的72亿元进一步增长至2027年的255亿元，复合年增长率为28.8%。

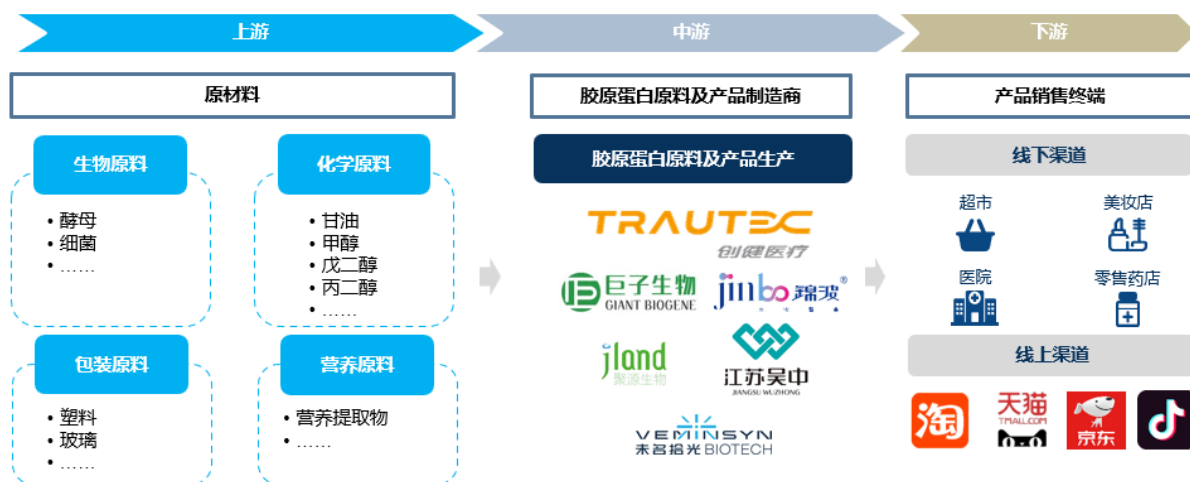
图20 中国医用敷料市场规模 (十亿, 左轴) 与重组胶原蛋白市场渗透率 (% , 右轴)



资料来源: Frost & Sullivan, 海通国际整理

重组胶原蛋白产业链上游、中游和下游分别为核心原材料供应商、重组胶原蛋白原料及产品制造商、销售终端。重组胶原蛋白产品产业链上游主要包括生物原料（酵母粉、细菌等）、化学品（甘油、甲醇、戊二醇、丙二醇等）、包装、营养原料等胶原蛋白制备原材料，供应商众多，能够稳定供应原材料。中游主要包括重组胶原蛋白原料及产品制造商。重组胶原蛋白原料及产品制造商可通过注册自有商标进行自主生产，或由 OEM（Original Equipment Manufacture，原始设备生产商）、ODM（Original Design Manufacture，原始设计制造商）公司帮助生产。OEM 公司通常按原公司（品牌公司）委托合同进行产品开发和制造，用原公司商标，由原公司销售或经营的合作经营生产方式。而 ODM 公司根据代生产公司的规格要求来设计和生产产品，与 OEM 的纯代工不同，ODM 厂商也会有自己研发的技术和设计，甚至是成型的产品。下游方面，重组胶原蛋白产品有多种销售渠道，主要分为线上和线下销售渠道。线上渠道主要包括各类电子商务平台，线下渠道则包括医院、零售药店、超市、美妆店等。

图21 重组胶原蛋白产业链上中下游



资料来源：Frost & Sullivan，海通国际整理

然而，行业的高壁垒决定了增长红利将主要被少数具备全产业链能力的头部企业所享有。壁垒主要体现在：一是高技术壁垒，涉及复杂的基因工程、蛋白质结构设计与发酵纯化工艺；二是长研发周期与高资金投入，从实验室研究到稳定量产往往需要数年时间与持续资本开支；三是严格的法规壁垒，尤其是医用敷料和Ⅲ类医疗器械需经过漫长的注册审批；四是品牌与渠道壁垒，终端消费品属性要求企业具备强大的品牌建设与多元渠道运营能力。

因此，重组胶原蛋白赛道并非“遍地黄金”，其长期价值将集中于像巨子生物这样，已成功打通“基础研究-原料生产-产品开发-品牌营销”全产业链，并在安全、功效、可持续三个维度均建立起系统性竞争优势的龙头企业手中。其成长逻辑，既来自行业的贝塔式扩容，更源于自身凭借高壁垒所获得的阿尔法式的市场份额与盈利能力的提升。

### 三、品牌与产品矩阵：以可复美为核心，构建多层次技术驱动体系

公司的收入高度集中于可复美与可丽金两大品牌，其成功根植于对重组胶原蛋白技术的差异化应用与持续迭代。两者虽均以重组胶原蛋白为核心，但定位与技术路径存在区隔：可复美侧重于专业修护，其产品迭代体现了从Ⅰ型到复合型（如Ⅰ+Ⅲ+Ⅳ型+HLC型+Mini小分子型）的技术深化；可丽金则聚焦抗衰与日常护肤，以重组Ⅰ型与Ⅲ型胶原蛋白的协同作用为基础。这种基于同一核心技术、针对不同客群与功效需求进行产品分化的策略，构成了公司品牌矩阵的核心逻辑。

1. 可复美：六大系列构建“械妆协同”产品矩阵，两大主力产品驱动增长

可复美已构建起以“医疗器械+功效护肤品”双轮驱动的六大系列产品矩阵。其中，医疗器械系列及五大护肤品系列中的胶原修复系列、焦点系列、帧域密修系列均以重组胶原蛋白为核心活性成分；而补水安敏系列与净痘清颜系列则不含胶原成分，主要针对基础保湿与痘痘肌等特定需求。从盈利结构看，医疗器械产品因专业壁垒较高，整体毛利率通常略高于护肤品；在护肤品内部，精华品类（如胶原棒）因其技术含量与定价优势，毛利率相对较高，其次是面霜，水乳等基础品类则相对较低，但具体单品毛利率会因配方成本与市场策略有所差异。

表 3 可复美品牌产品系列

系列	系列分类	介绍	代表产品	SKU 数量	价格
医疗器械系列	医疗器械	重组胶原蛋白敷料，用于寻常性痤疮、皮炎、敏感性肌肤、激光治疗后（陕械注准 20152140026）		3	面膜：30-40 元/片
胶原修复系列	护肤品（含胶原）	包含面膜、精华、乳液、洁面乳、护手霜等品类		12	面膜：25-35 元/片 胶原棒 2.0：8-13 元/支(1.5ml) 小蓝杯抹式面膜：12.5 元/颗 水乳/洁面乳：100-200 元
补水安敏系列	护肤品（不含胶原）	包含精华水、（涂抹式）面膜、精华喷雾、洗面奶等		10	精华水/乳等：85-170 元 面膜：15-17 元/片 顿顿次抛：9.5 元/支(1.5ml)
净痘清颜系列	护肤品（不含胶原）	包含面膜、水杨酸精华液、次抛精华、涂抹式面膜、水乳保湿霜等		10	面膜：25 元/片 秩序次抛：11 元/支(1.5ml) 点痘棒：115 元/支
焦点系列	护肤品（含胶原）	包含涂抹式面膜、面膜、净水水乳面霜等		6	面膜：15-20 元 焦点涂抹面膜：20-25 元/颗 水/乳/面霜：300-360 元
帧域密修系列	护肤品（含胶原）	针对“皮肤热损伤”痛点，包含精华水、精华乳、面霜		3	精华水/乳：310-320 元 精华面霜：600 元

资料来源：可复美天猫旗舰店，巨子生物官网，海通国际整理

1.1 医疗器械系列：基石产品稳固专业基本盘

医疗器械系列是可复美的基石与专业信任的来源。其核心产品——重组胶原蛋白敷料（椭圆形面膜）已上市逾 11 年，作为公司早期主力产品，广泛应用于痤疮、皮炎、敏感肌及医美术后修复。该系列凭借明确的医疗器械身份和临床功效验证，在线下医院、药房等专业渠道建立了深厚的信任壁垒。尽管随着护肤品类的爆发增长，其销售占比从早期主导地位逐步调整，但在 2024 年、2025 年上半年仍贡献 20%-30% 的收入，显示出稳定的基本盘作用。除经典敷料外，公司持续推出械字号乳液、喷雾等新品，丰富该系列的产品形态。渠道上，该系列以线下销售为主导（占比超 50%），并保持双位数增长；线上则主要依托天猫、京东等允许医疗器械销售的平台，销售表现稳健。我们预计 2025 全年可复美医疗器械系列产品销售占比约为 30% 左右。

图22 医疗器械系列：除椭圆形敷料以外，新产品持续推出（乳液、喷雾、次抛原液等）

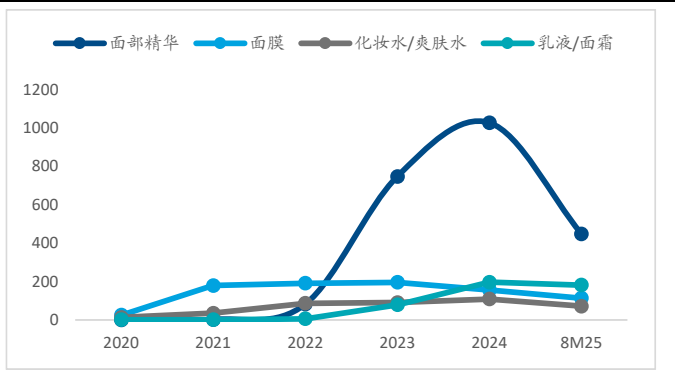


资料来源：可复美官方微信官方商场，海通国际整理

### 1.2 胶原棒精华：进阶大单品驱动品牌增长与客群拓展

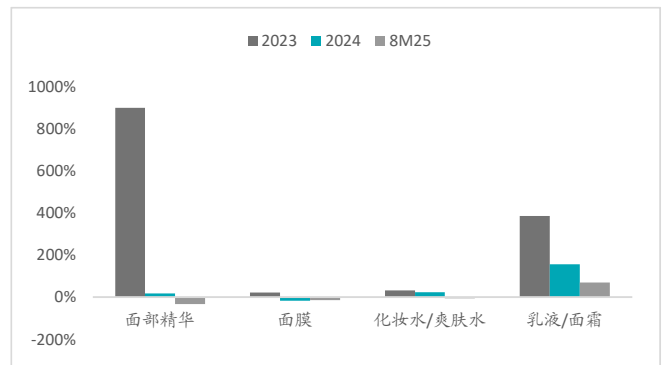
随着品牌向大众护肤市场延伸，胶原棒精华已超越医疗器械面膜，成为可复美当前的头号大单品。胶原棒 2024 年销售额占比约为 35-40%，热议后销售占比有所降低。该产品的成功得益于其突出的产品力：其新客占比持续超过 60%，显示出强大的拉新能力；产品具备安全性高、功效有临床报告背书的特性，公司通过持续的内容传播强化消费者认知。在价格策略上，公司致力于维持胶原棒的价格体系稳定，在大促期间前台划线价保持坚挺，主要通过平台活动、达人合作等方式优化消费者的实际到手价与优惠感知，以维护品牌价值。渠道层面，公司坚持自播与达播并重的策略，已就年度关键营销节点与天猫、抖音的头部主播进行合作洽谈，确保核心单品的曝光与转化。

图23 可复美主要子品类 GMV (百万元)



资料来源：魔镜，海通国际整理  
注：公司目前面部精华品类以胶原棒为主

图24 可复美主要子品类 GMV 同比增速



资料来源：魔镜，海通国际整理  
注：公司目前面部精华品类以胶原棒为主

### 1.3 持续推新：焦点系列担纲增长新引擎，产品矩阵向高阶与多元

在巩固两大主力产品的同时，可复美通过系统性推新，持续培育第二、第三增长曲线，并推动产品矩阵向更高价位段与更细分需求延伸。当前，焦点系列已成为公司新品矩阵中的主力。其核心单品“焦点面霜”自 2024 年启动运营以来增长迅速，2024 年销售占比约为 4-5%，且复购率表现健康，覆盖率已接近胶原棒的水平。该系列通过“反漏斗”营销模型，在小红书、抖音等平台进行精准内容种草与口碑积累，成功建立了市场认知。公司计划后续推出焦点水乳等二梯队产品，并为其设定了中期成长为 10 亿级单品的战略目标。

除焦点系列外，不含胶原蛋白的补水安敏（墩墩）系列、秩序系列等目前销售占比较低，仍处于市场培育与用户积累阶段。两个系列 2024 年销售占比一共不超过 5%。而于 2025 年 2 月全新推出的帧域密修系列，则标志着可复美向更高价格带的突破。该系列主打轻医美术后修复，针对声光电治疗后的皮肤热损伤问题，客单价约 800 元，显著突破了品牌原有价格上限。目前主要通过线下专业渠道进行销售，旨在锚定高客单价、高专业诉求的消费人群。

展望未来，公司的推新策略已初步明确。2026年上半年，计划推出一款重磅新品，公司对其上市首年的销售额寄予厚望，目标对标胶原棒上市初期的成功表现。此外，在2027至2028年，公司将继续基于对消费者肌肤问题的深度洞察，推出全新系列产品，旨在通过持续打磨创新产品，不断完善覆盖多元需求、兼顾专业与消费属性的健康产品矩阵，为品牌的长期成长储备动力。

图25可复美持续推新，公司称将在2026年上半年新推出一款重磅产品



资料来源：可复美微信官方商场，海通国际整理

## 2. 可丽金：增长符合预期，线上渠道恢复强劲，产品迭代与渠道聚焦并进

作为公司第二大品牌，可丽金专注于抗衰老与日常护肤。2024年，可丽金贡献了公司约15%的营收，目前通过三个系列约11个SKU满足市场需求。品牌坚持大单品驱动策略，核心产品胶原大膜王持续迭代至3.0版本，在2025年618大促期间，分别位列天猫涂抹面膜热卖榜第四名；另一主力单品澎澎次抛在更换新包装后，亦登上抖音618赋能精华液爆款榜第三名。同时，品牌通过推出胶卷面霜、胶卷眼霜等新品丰富产品线，并在促销期获得了积极的市场反馈。

表 4 可丽金品牌产品目前共 11 个 SKU

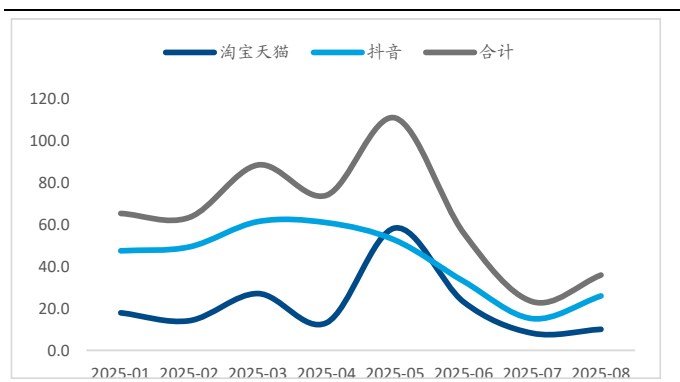
系列	介绍	代表产品	SKU 数量	价格
蕴活系列	包含可丽金的大单品：胶原大膜王 3.0、胶卷面霜、嘭嘭次抛、等		7	大膜王面膜：7.5-9.5 元/颗 胶卷面霜：500 元 嘭嘭次抛精华：12 元/支 胶卷眼霜：300-350 元 胶卷洁面：180-200 元 胶卷眼膜：35-40 元/对 胶卷眼霜精华：400-450 元
赋能系列	包含：赋能精粹水		1	250-300 元
健肤系列	包含：健肤喷雾和健肤高保湿面膜		3	喷雾 (50ml)：50-65 元 面膜：14-16 元/片

资料来源：可丽金天猫旗舰店，巨子生物官网，海通国际整理

从业绩表现看，可丽金 2025 年上半年的增长符合公司内部预期，实现收入约 5 亿元，与年初设定的全年收入达到 10 亿量级、同比增长 20% 以上的指引保持一致。与集团整体相比，可丽金的线上销售占比相对较低，其增长动力主要源于线上自运营部分的贡献，同时线下经销渠道也提供了稳定的收入基础。公司下半年对该品牌的运营策略保持连贯，将继续聚焦于嘭嘭次抛、胶原大膜王、胶卷眼霜和面霜等主力单品，在渠道机制、价格体系等方面预计不会出现重大调整。

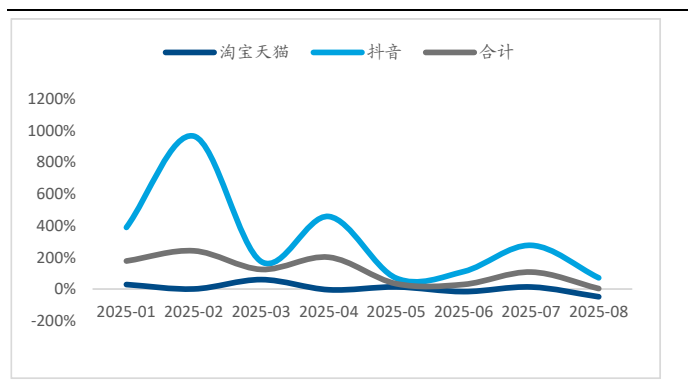
可丽金品牌相较可复美品牌展现出较强的抗波动能力。渠道方面，可丽金已形成以抖音为核心的线上增长引擎。2025 年 1-8 月，抖音平台贡献了品牌约 70% 的线上销售额，且其增速显著优于淘系平台。值得关注的是，在经历市场波动后，可丽金在抖音平台的同比增速于 6 月与 7 月均恢复至 100% 以上，显示出强劲的复苏势头与渠道运营韧性。结合全年最重要的“双十一”大促表现观察，可丽金品牌展现出较强的抗波动能力。在同期可比口径下，其 GMV 实现同比微增，这与可复美品牌的下滑形成对比。这一方面得益于品牌客群相对稳定、受此前热议事件直接影响较小；另一方面也反映出其聚焦核心单品、深耕抖音渠道的策略在稳定销售基本盘上取得了成效。然而，大促期间同样暴露出品牌对达人直播（达播）的销售依赖度较高的问题，未来渠道结构的优化与自播能力的提升，将是其实现更均衡、可持续发展的关键。

图 26 可丽金月度销售额（百万元）



资料来源：魔镜，海通国际整理

图 27 可丽金月度销售额同比增速



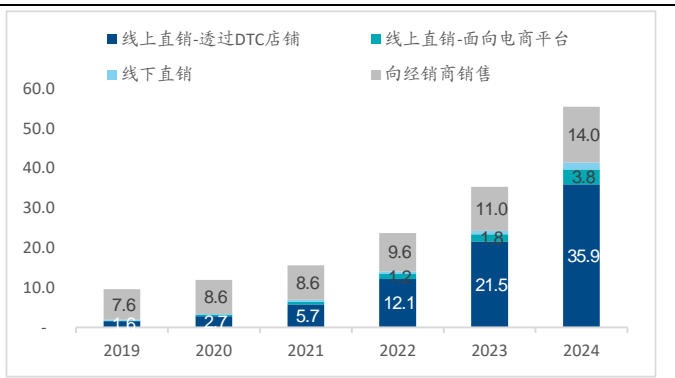
资料来源：魔镜，海通国际整理

#### 四、渠道、产能与治理：构建长期竞争的三角支撑

##### 1. 渠道策略：线上优化结构、线下拓展高端与国际化

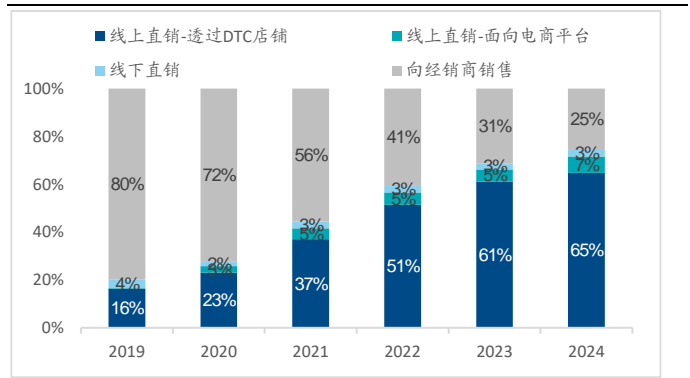
公司持续深耕线上和线下渠道，线上 DTC 店铺直销占比连续 6 年增长。巨子生物直销渠道收入增长强劲，2024 年直销收入达 41.34 亿元，同比增长 70.8%，占总营收的 74.6%。其中，DTC 店铺线上直销收入为 35.87 亿元，同比增长 66.5%，主要得益于线上多平台精细化运营、明星单品可复美胶原棒的稳健增长以及新品的推出。电商平台线上直销收入为 3.77 亿元，同比增长 112.5%，得益于平台营销策略优化和货品结构调整。线下直销收入为 1.70 亿元，同比增长 92.0%，主要源于线下门店数量增加和营销活动加强。经销渠道收入为 14.05 亿元，同比增长 27.3%，占总营收的 25.4%，得益于连锁药房、医院及化妆品连锁店布局的持续推进。

图28 巨子生物营收：按销售渠道划分（亿元）



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

图29 巨子生物营收占比：按销售渠道划分



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

公司根据不同主力产品特性，有选择性制定不同的渠道定位。其中，胶原棒主要以线上销售为主；医用辅料因有线下医院、药店等医疗器械销售渠道，其线下占比相对品牌整体更高；焦点面霜线上渠道占比比较高，但也会通过线下渠道进行销售。

图30 巨子生物 Top3 产品渠道定位

##### Top1单品：胶原棒



线上销售为主

##### Top2单品：医用敷料



线下占比>可复美品牌整体线下占比

##### Top3单品：焦点面霜

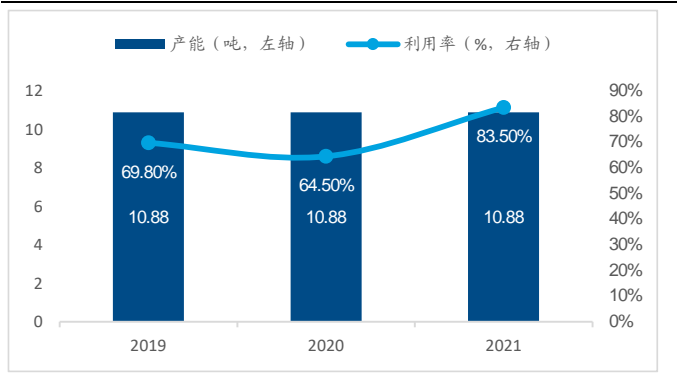


线上销售为主

资料来源：巨子生物，海通国际整理



图32 巨子生物 2019-2021 年产能及利用率



资料来源：巨子招股说明书，海通国际整理

图33 巨子生物 2021 年生产线 VS2024 年生产线

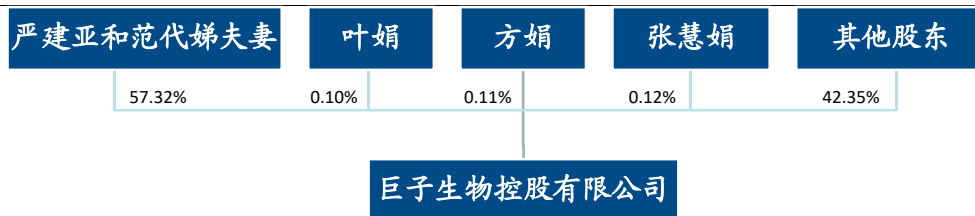
	2021年	2024年
重组胶原蛋白生产线	1条	6条
化妆品产品生产线	-	18条
医疗器械产品生产线	-	11条

资料来源：巨子生物微信公众号，海通国际整理

### 3. 公司创始人严建亚和范代娣夫妇股权集中，部分放权女儿严钰博。

严氏家族股权集中，部分放权年轻一代。公司由创始人严建亚和范代娣夫妇主导；截至 2024 年 12 月 31 日，他们共同持有公司 57.32% 的股份，对公司的发展方向和决策具有决定性影响。严建亚和范代娣的亲属，包括女儿严钰博和严建亚的妹妹严亚娟，均在公司担任关键职位。2023 年 7 月，范代娣辞去了执行董事的职务；同年 10 月，其女严钰博在担任董事会秘书的基础上，被提升为执行董事和首席产品官。

图34 巨子生物股权图（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：巨子生物官网，海通国际整理

核心高管团队具有资深的生化科研背景，团队稳定。公司核心创始人范代娣博士目前担任西北大学化工学院院长及西北大学生物医药研究院院长，其科研经历丰富、诸多科研成果用于巨子生物产品中。此外，公司执行董事及高级副总裁中，除 CFO 和严钰博外，其他高管均具有多年生物化学相关经验。大多数高管加入公司时间较长且未发生重大变动：自上市起，除范代娣辞任执行董事保留首席科学官职位，仅有一起非执行董事辞任事件。

表 5 巨子生物核心管理层及离职高管

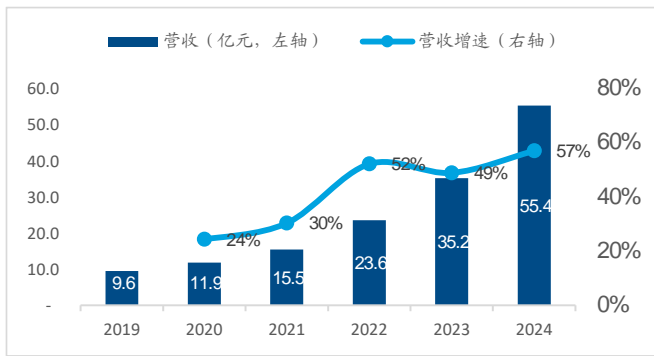
姓名	年龄	加入集团时间	职位	主要职责	人员简介
严建亚	59	2000 年 5 月	董事会主席兼执行董事兼首席执行官	负责公司战略规划与管理，领导董事会及各委员会工作	公司联合创始人之一，担任多家子公司董事及总经理。2002 年创立西安威力通信有限责任公司（后更名为三角防务）。1988 年毕业于西北大学化学工程专业。与公司多位高管有亲属关系：女儿严钰博、配偶范代娣、妹妹严亚娟。
范代娣	59	2000 年 5 月	执行董事兼首席科学官（2023 年 7 月辞任执行董事）	负责集团的技术研究	公司联合创始人之一，公司“一种类人胶原蛋白及其生产方法”发明人，2000 年 - 2020 年担任集团若干运营附属公司。现任中国西北大学化工学院院长。1988 年毕业于中国西北大学无机化工专业；1991 年获得化学工程硕士学位；1994 年获得中国华东理工大学化学工程博士学位。与公司多位高管有亲属关系：女儿严钰博、配偶严建亚。
叶娟	55	2016 年 4 月	执行董事兼高级副总裁	负责公司战略规划与执行，协助公司运营管理	拥有 22 年生物技术及技术工程行业经验。曾在 1993 年至 2003 年在中国建设银行风险管理部工作；2003 年至 2010 年担任西安达成（美国）通信设备有限公司副总经理及董事会秘书；2010 年至 2015 年担任西安威尔罗根能源科技有限公司董事会秘书。2002 年毕业于西北工业大学法学专业。
方娟	53	2000 年 12 月	执行董事兼高级副总裁	负责协助公司运营管理，参与公司治理相关事务	拥有 22 年生物技术行业经验。2000 年加入本集团，担任西安巨子生物经理，后升任副总经理及董事。1995 年毕业于陕西财经学院（现西安交通大学经济与金融学院），获得国际企业管理大专学历。
张慧娟	39	2022 年 1 月	执行董事兼首席财务官	负责财务部门的领导与管理，财务战略规划与执行	拥有 16 年会计和财务管理经验。2008 年至 2010 年在德勤华永会计师事务所担任高级审计师。2011 年至 2018 年在普华永道中天会计师事务所担任审计经理。2019 年至 2022 年担任易点天下网络科技有限公司财务总监。持有注册会计师、注册内部审计师等证书。2008 年毕业于天津外国语大学，获得日语（国际商务）学士学位。
严钰博	30	2018 年 10 月	执行董事、首席产品官、联席公司秘书、董事会秘书	负责公司产品管理、融资、投资者关系及企业治理相关事务	自 2018 年加入公司担任董事会秘书至今，2023 年获任执行董事、首席产品官。拥有多个金融和证券相关证书。2017 年本科毕业于加拿大多伦多大学，2018 年获得美国加州大学洛杉矶分校应用经济学硕士学位。与公司多位高管有亲属关系：父亲严建亚，母亲范代娣，姑姑严亚娟。
段志广	45	2012 年 2 月	高级副总裁	负责生物医用材料、高活性天然产品及医疗器械等产品的研发	拥有 18 年相关领域经验。曾在西北大学担任讲师和副教授，2012 年起担任陕西巨子生物技术研发总监。2005 年毕业于河南农业大学生物技术专业，后获得西北大学硕士和博士学位。
严亚娟	57	2007 年 3 月	高级副总裁	负责公司生产技术和运营管理	拥有 31 年生物技术和技术工程行业经验。曾在多家企业担任技术员和车间主任，2002 年起担任西安巨子生物生产技术总监及副总经理。1990 年毕业于西北大学无机化学工程专业。与公司多位高管有亲属关系：兄长严建亚，侄女严钰博。

资料来源：巨子生物年报，巨子生物招股书，海通国际整理

## 六. 首次覆盖给予“优于大市”评级，目标价为 43.6HKD，对应 22.0%的上行空间

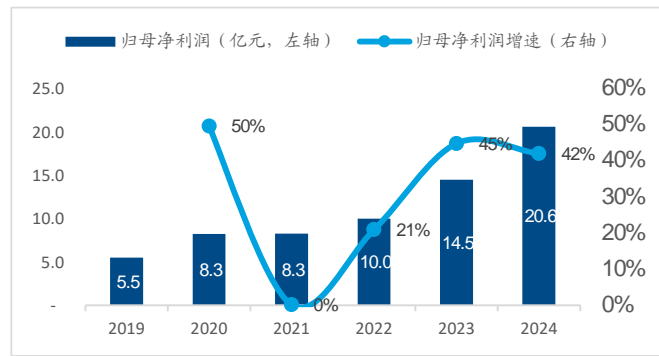
巨子生物营收增速近三年平均超 50%，归母净利润增速近两年均超 40%。巨子生物 2024 年公司总营收达 55.39 亿元，同比增长 57%；2020-2023 年营收增速分别为 24%/30%/52%/49%。巨子生物 2024 年归母净利润达 20.62 亿元，同比增长 42%；2020-2023 年归母净利润增速分别为 50%/0%/21%/45%。其中 21 年归母净利润增速显著下降系 2021 年经营及开销费用显著增加以及其他净收益减少导致。其中，2021 年经营及开销费用为 3.46 亿，同比增长 118.5%，增长主要用于加强线上营销活动。2021 年其他净收益减少了 117.3 百万元，其中主要原因是 2020 年出售若干金融产品时产生了可观的一次性收益。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 54.9/59.9/66.9 亿元，对应同比增速分别为 -0.9%/9.1%/11.8%；2025-2027 年公司归母净利润为 18.8/20.0/22.1 亿元，对应同比增速分别为 -9.0%/6.6%/10.5%，归母净利率分别为 34.2%/33.4%/33.0%。

图35 巨子生物营收及增速



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

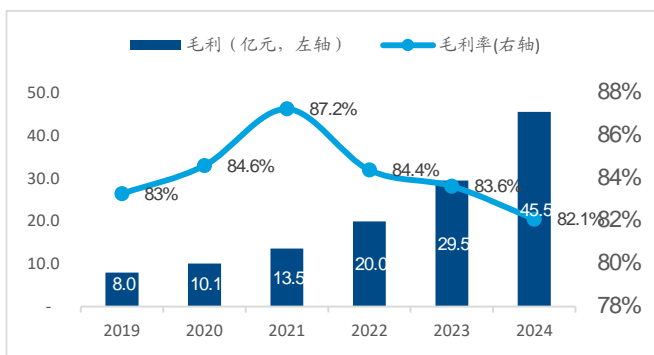
图36 巨子生物归母净利润及增速



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

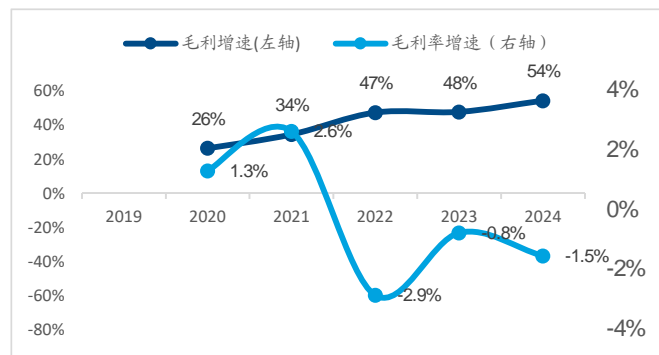
毛利稳步增长，毛利率维持在 80%以上。2024 年，巨子生物毛利达 45.5 亿元，同比增长 54.3%，主要得益于销售收入的增加。然而，毛利率从 2023 年的 83.6% 下降至 2024 年的 82.1%，主要由于产品成本增加及产品品类扩充。我们预计公司 2025-2027 年毛利率将维持在 80% 左右，分别为 80.5%/79.8%/79.2%。

图37 巨子生物毛利及毛利率



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

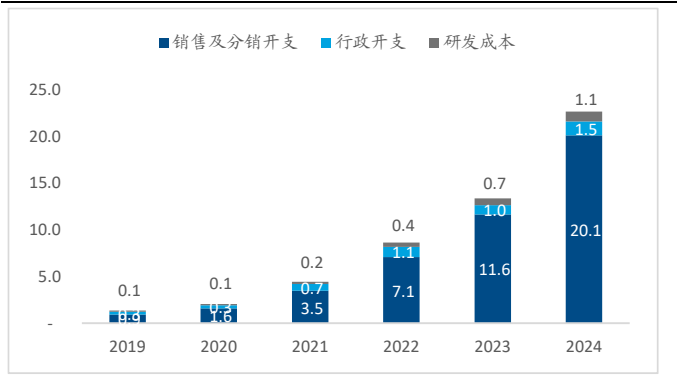
图38 巨子生物毛利增速及毛利率增速



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

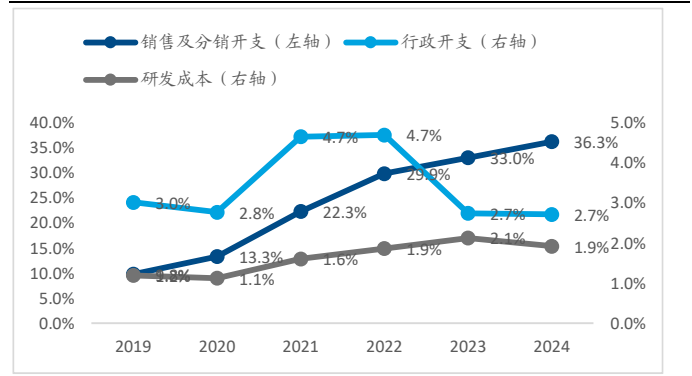
巨子生物重视销售营销及研发，相关成本连续五年正增长，销售相关费用占比逐步提升。公司 2024 年销售及经销开支达 20.1 亿元，同比增长 72.5%；销售相关费率为 36.3%，同比增长 3.3pct，主要由于线上直销渠道快速发展，公司在线上营销方面进行了相应投入。公司 2024 年行政开支达 1.5 亿元，对应费率为 2.7%。研发成本为 10.7 亿元，同比增长 42.1%，占 2024 年收入的 1.9%，增长主要源于研发人员的股份奖励支出增加及对管线产品和基础研究的持续投入。

图39 巨子生物经营支出 (亿元, 左轴)



资料来源: 巨子生物年报, 海通国际整理

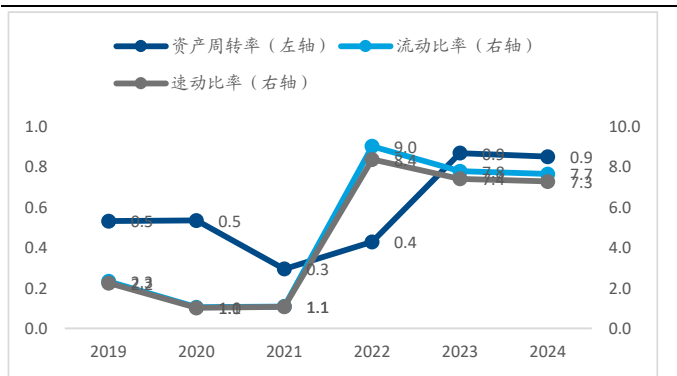
图40 巨子生物经营支出/营收



资料来源: 巨子生物年报, 海通国际整理

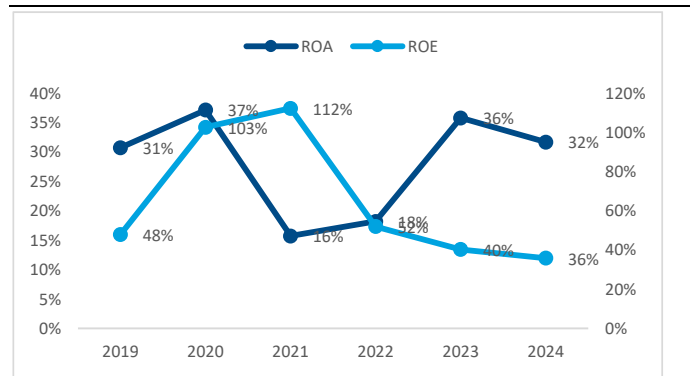
公司短期偿债能力在逐步增强, 2024 年盈利能力和资产利用效率有所回落。2023 年, 公司盈利能力显著增强, 公司 ROA 和 ROE 分别为 36%和 40%; 2024 年 ROA 和 ROE 同时下降了 4 个百分点, 分别为 32%和 36%。在资产周转率方面, 2023 年有效提升了资产的利用效率, 资产周转率显著上升 0.5 至 0.9, 2024 年保持在 0.9。公司的短期偿债能力在逐步增强。流动比率从 2021 年的 1.1 上升至 2024 年的 7.7, 速动比率也从 2021 年的 1.1 上升至 2024 年的 7.3, 能够有效应对短期债务, 财务状况较为稳健。

图41 巨子生物资产周转率、流动比率、速动比率



资料来源: 巨子生物年报, 海通国际整理

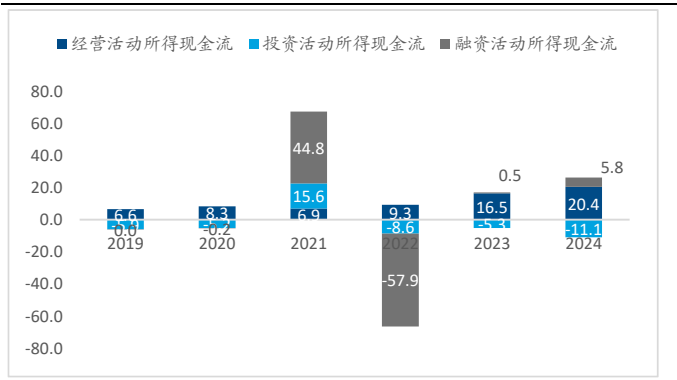
图42 巨子生物 ROA、ROE



资料来源: 巨子生物年报, 海通国际整理

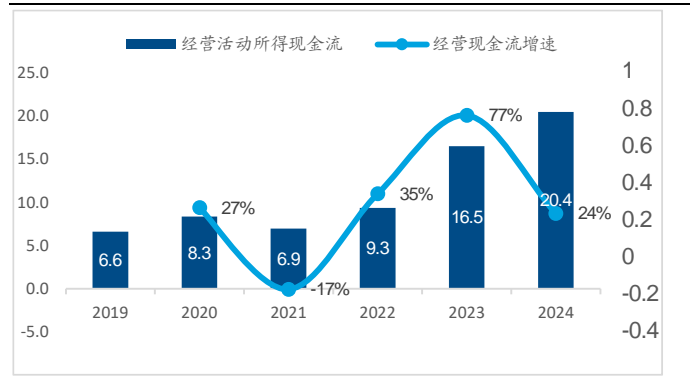
公司经营现金流稳健, 现金流量比率微降但仍然大于 2。公司 2024 年总现金流净额为 15.2 亿元, 同比增加 30%。其中经营活动所得现金流净额为 20.4 亿元, 同比增长 24%。公司 2024 年现金流量比率 (经营活动现金流量净额/流动负债) 为 2.4, 较 2023 年的 3.1 下降 0.7。公司 2024 年投资活动所用现金流净额为 -11.1 亿元, 较 2023 年投资活动所用现金流净额 -5.3 亿元增加现金流出 5.8 亿元, 主要是由于购买金融资产。公司 2024 年融资活动所用现金流净额为 5.8 亿元, 较 2023 年融资活动所用现金流净额 0.5 亿元增长 5.3 亿元, 主要是由于发现普通股所得 15.0 亿元被部分派息抵消。

图43 巨子生物现金流净额 (亿元)



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

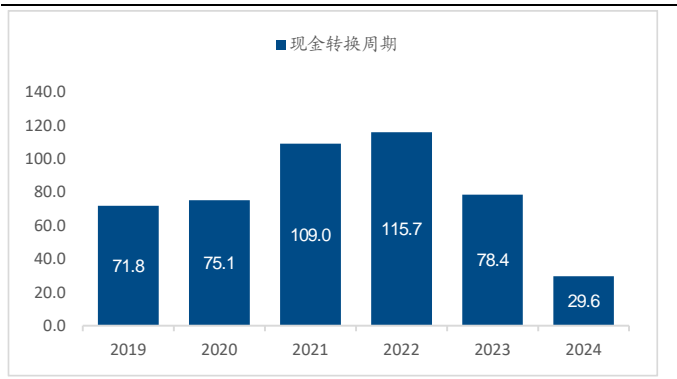
图44 巨子生物经营活动所得现金流净额 (亿元)



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

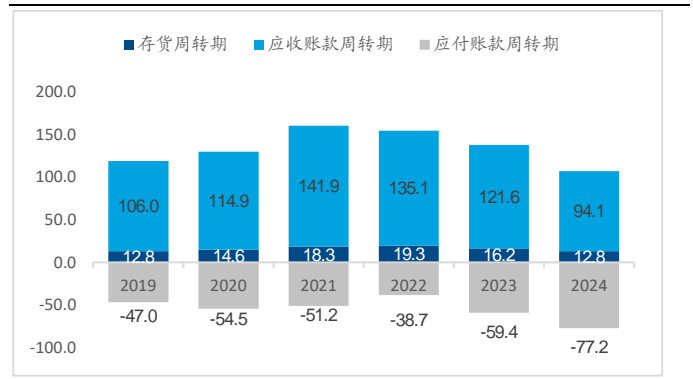
公司现金转换周期 2022-2024 年呈现显著优化趋势。经我们测算从 115.7 天大幅缩短至 29.6 天，这主要得益于应收账款周转期从 135.1 天的大幅上涨至 94.1 天，以及应付账款周转期从 38.7 天的大幅上涨至 77.2 天。存货周转期稳定在 20 天以下，2022-2024 年从 19.3 天小幅下降至 12.8 天。我们预计巨子生物的 2025-2027 年现金转换周期将分别为 53.0 天、77.8 天、78.1 天。

图45 巨子生物现金转换周期 (天)



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

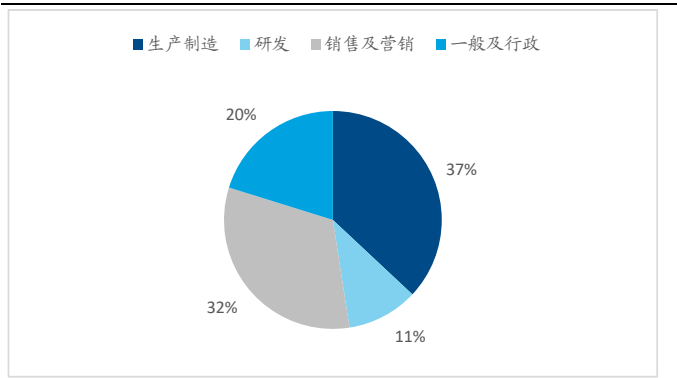
图46 巨子生物现金转换周期 (天)



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

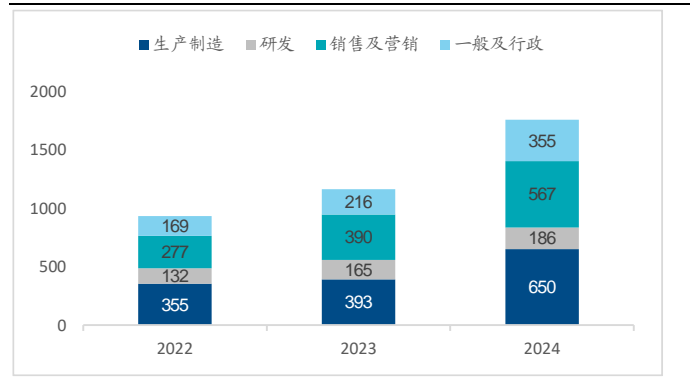
随着公司规模扩大，员工数量显著增长。截至 2024 年 12 月 31 日，巨子生物拥有 1,758 名全职员工，其中大部分位于中国陕西省。2023 年和 2024 年，公司员工人数同比分别增长 25%和 51%。按职能划分，2024 年生产制造、研发、销售及营销、一般及行政相关员工分别占比 37%、11%、32%、20%。公司通过校园招聘和有经验的招聘等方式吸引人才，提供竞争力薪酬和持续培训，以支持员工发展和公司业务增长。

图47 巨子生物 2024 年员工职能分布



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

图48 巨子生物员工数量显著增长



资料来源：巨子生物年报，海通国际整理

我们首次覆盖给予巨子生物优于“优于大市”评级。我们认为公司在 2025 年经历行业事件带来的短期业绩调整后，市场悲观预期已经落地。我们看好为重组胶原蛋白技术长期在 2C 化妆品和 2B 医美端的长期应用，公司作为重组胶原龙头，仍有望取得该赛道较多份额。随着公司 2026 年系统性品牌战略的落地，包括产品线拓展、渠道优化及医美新业务的启动，预计其营收与净利润将重回稳健轨道。我们预计 2025-2027 年营收预计分别为 54.8/59.9/66.9 亿元，对应同比增速分别为-0.9%/9.1%/11.8%。公司 2025-2027 年毛利率将维持分别为 80.5%/79.8%/79.2%；费用率分别为 43.5%/44.4%/44.5%。公司同期归母净利润预计分别为 18.8/20.0/22.1 亿元，对应同比增速分别为-9.0%/6.6%/10.5%，归母净利率分别为 34.2%/33.4%/33.0%。参考可比公司估值水平，我们首次覆盖巨子生物，给予“优于大市”评级，给予 2026 年 21XPE，目标价为 43.6HKD，对应约 22.0%的上行空间。我们首次覆盖巨子生物，给予“优于大市”评级，给予 2026 年 20XPE，目标价为 43.6HKD，对应约 22.0%的上行空间。

表 6 巨子生物收入及盈利预期 (2024-2027E)

	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万元)	5,538.8	5,486.7	5,986.0	6,690.8
按产品类别拆分:				
医用敷料 (百万元)	4,302.3	3,987.6	4,410.9	4,998.2
功能性护肤品 (百万元)	1,218.1	1,479.8	1,555.0	1,671.9
保健食品及其他 (百万元)	18.4	19.3	20.1	20.7
按销售渠道拆分:				
直销 (百万元)	4,134.2	4,011.9	4,393.2	5,018.4
经销 (百万元)	1,404.6	1,474.8	1,592.8	1,672.5
毛利率	82.1%	80.5%	79.8%	79.2%
按产品类别拆分:				
医用敷料	88.8%	86.8%	87.3%	87.8%
功能性护肤品	80.2%	78.2%	77.2%	76.3%
保健食品及其他	85.5%	85.0%	84.5%	84.0%
按销售渠道拆分:				
直销	82.6%	80.9%	80.0%	79.3%
经销	80.7%	79.7%	79.2%	78.9%
销售费用 (百万元)	2,008.2	2,126.5	2,379.9	2,673.5
销售费用率	36.3%	38.8%	39.8%	40.0%
管理费用 (百万元)	150.5	149.1	156.7	168.5
管理费用率	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%
研发费用 (百万元)	106.5	111.0	121.4	135.7
研发费用率	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非运营收入及支出 (百万元)	180.0	230.4	286.9	337.4
归母净利润 (百万元)	2,062.3	1,876.3	2,000.0	2,210.8
归母净利润率 (百万元)	37.2%	34.2%	33.4%	33.0%

资料来源: 海通国际

图49 可比公司估值情况 (倍, 2026年1月8日)

公司名称	股票代码	收盘价	市值	EPS (LC)			PE			PEG
		LC	亿	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	25-27E
珀莱雅	603605.SH	70.3	278	4.3	4.8	5.4	16.5	14.6	12.9	1.3
上海家化	600315.SH	23.6	158	0.6	0.7	0.9	40.5	31.9	26.4	0.9
华熙生物	688363.SH	47.3	228	0.9	1.2	1.4	55.3	40.3	32.8	1.0
敷尔佳	301371.SZ	24.6	128	0.0	0.0	0.0	25.8	23.4	22.1	1.7
贝泰妮	300957.SZ	41.3	175	1.1	1.4	1.6	36.3	29.2	25.7	-1.9
欧莱雅	OR.PA	392.4	2,087	12.8	13.7	14.7	30.5	28.5	26.5	5.0
雅诗兰黛	EL.N	113.0	407	1.5	2.2	2.9	76.5	52.5	38.5	1.5
行业平均		101.8	494.5	3.0	3.4	3.9	40.2	31.5	26.4	1.4
巨子生物	02367.HK	87.2	427	2.5	3.2	4.0	31.8	24.6	19.6	1.1

资料来源: Wind, BBG, 海通国际整理

注: 珀莱雅、上海家化、华熙生物、敷尔佳、贝泰妮数据来自于 Wind 一致预期; 欧莱雅、雅诗兰黛、巨子生物数据来自于 BBG 一致预期

## 七. 风险

医疗器械审批通过不及预期；同业重组胶原蛋白三类医疗器械审批通过导致行业竞争加剧；负面舆情；海外地缘政治。

Table 1 巨子生物财务报表分析及预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	5,539	5,487	5,986	6,691	<b>税前利润</b>	2,458	2,263	2,406	2,660
营业成本	-992	-1,068	-1,208	-1,390	折旧和摊销	44	70	79	87
毛利润	4,547	4,419	4,778	5,300	缴纳所得税	-396	-387	-407	-450
销售费用	-2,008	-2,127	-2,380	-2,673	其他经营现金流	-264	500	-14	-12
管理费用 (含研发费用)	-257	-260	-278	-304	<b>经营现金流合计</b>	1,842	2,446	2,065	2,286
<b>EBIT</b>	2,282	2,033	2,120	2,323	购买PPE	-166	-165	-150	-147
折旧与摊销	44	70	79	87	预付租赁土地	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	2,326	2,103	2,199	2,410	其他投资现金流	-557	-369	-442	-531
其他收入及收益	180	230	287	337	<b>投资现金流合计</b>	-723	-534	-592	-678
税前收益	2,458	2,263	2,406	2,660	发行普通股	0	0	0	0
所得税	-396	-387	-407	-450	分配股利、利润或偿付利	-908	-674	-526	-537
<b>净利润</b>	2,062	1,876	1,999	2,210	其他融资现金流	45	59	82	98
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	<b>融资现金流合计</b>	-864	-615	-444	-438
<b>归属于母公司股东的净利</b>	2,062	1,876	2,000	2,211	<b>现金及现金等价物净增加</b>	255	1,297	1,029	1,169
<b>资产负债表</b>					<b>主要财务指标</b>				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,030	5,327	6,356	7,525	<b>每股指标 (美元)</b>				
存货	311	336	381	438	每股摊薄净收益	2.1	1.8	1.9	2.1
应收账款	141	184	239	310	每股股利	0.9	1.3	0.5	0.6
其他流动资产	1,920	2,241	2,646	3,130	每股经营现金流	1.9	2.3	1.9	2.1
流动资产	6,402	8,088	9,621	11,404	<b>盈利能力</b>				
固定资产	1,042	1,137	1,209	1,272	EBITDA Margin%	42.0%	38.3%	36.7%	36.0%
无形资产	6	8	10	11	毛利率%	82.1%	80.5%	79.8%	79.2%
使用权资产	51	51	51	51	净利率%	37.2%	34.2%	33.4%	33.0%
其他非流动资产	537	526	526	526	<b>成本控制能力</b>				
非流动资产	1,636	1,722	1,796	1,860	销售费用率	-36.3%	-38.8%	-39.8%	-40.0%
<b>资产总计</b>	8,038	9,810	11,417	13,264	管理费用率	-4.6%	-4.7%	-4.6%	-4.5%
应付账款	287	140	159	175	所得税率	16.1%	17.1%	16.9%	16.9%
其他流动负债	549	1,240	1,350	1,509	成长能力				
流动负债	836	1,381	1,509	1,685	营业收入yoy%	57.2%	-0.9%	9.1%	11.8%
长期借款	2	2	2	2	营业利润yoy%	41.6%	-10.9%	4.3%	9.6%
其他长期负债	80	69	65	63	毛利润yoy%	54.3%	-2.8%	8.1%	10.9%
非流动性负债	82	71	67	65	净利润yoy%	42.1%	-9.0%	6.6%	10.5%
<b>负债合计</b>	918	1,452	1,576	1,749	<b>偿债能力</b>				
股本	0	0	0	0	资产负债率	11.4%	14.8%	13.8%	13.2%
归属于母公司所有者权益	7,108	8,346	9,827	11,501	流动比率	7.7	5.9	6.4	6.8
少数股东权益	12	12	13	13	<b>回报能力</b>				
<b>股东权益合计</b>	7,120	8,358	9,840	11,514	ROA	31.7%	21.0%	18.8%	17.9%
<b>负债股东权益总计</b>	8,038	9,810	11,417	13,264	ROE	35.9%	24.2%	22.0%	20.7%

资料来源: Company data, 海通国际

## APPENDIX 1

### Summary

**We maintain a long-term positive outlook on the recombinant collagen sector.** Its comprehensive advantages in safety, efficacy, and sustainability form the foundational drivers for industry growth. First, the production process of recombinant collagen occurs entirely within a controlled fermentation environment, effectively avoiding pathogen risks associated with animal-derived collagen, such as viruses or allergenic heterologous proteins. Concurrently, through sequence optimization design, recombinant collagen can minimize immunogenicity, granting it higher human biocompatibility—particularly suitable for high-safety-demand scenarios like sensitive skin care and wound repair—thus significantly enhancing product biosafety. Second, recombinant technology, via the design and modification of genes encoding human collagen, enables precise production of recombinant collagen with specific amino acid sequences and functional fragments. For instance, Type I focuses on support and anti-wrinkle properties, Type III promotes tissue regeneration, Type IV strengthens the basement membrane, or products with composite formulations achieve precise and targeted efficacy. Finally, the fermentation production process offers high scalability and consistency, facilitating low-cost, large-scale, high-quality, and standardized production. This overcomes bottlenecks faced by animal-derived collagen, such as constraints in raw material supply, batch variability, and quality control. From both production model and environmental perspectives, recombinant collagen demonstrates clear sustainability advantages.

**The six major brands under Giant Biogene all utilize the company's core ingredient, recombinant collagen, as their primary active component.** Short-term performance has been pressured by discussions surrounding product content. These six brands include the core efficacy skincare brands Comfy and Collgene (which together contribute over 95% of company revenue), and the medical dressing brands Comfy, Keyu, Kehen, Kefuping, and Liyan, targeting skin repair/skin inflammation/scar repair/oral ulcers/women's care, respectively. The company has launched Type I/III/IV collagen for use in different products. In 2024, Comfy and Collgene achieved revenues of RMB 4.54 billion and RMB 840 million, respectively. Their compound annual growth rates (CAGR) from 2021 to 2024 were 73.4% and 11.8%, with Comfy benefiting from greater strategic focus and faster development. In Q2 2025, ongoing discussions regarding recombinant collagen content and testing methods continued to intensify, posing direct pressure on Giant Biogene's short-term operations. From a channel perspective, as the hero product Comfy Collagen Bar is primarily sold through online direct channels, we expect online pressure in 2025, while offline direct sales still achieve positive growth. From a brand perspective, the Comfy brand was significantly impacted in 2025, with the Collgene brand also affected to some extent.

**Facing these challenges, the company is transitioning from reliance on a single hit product towards building a "multi-brand, multi-category, multi-channel" structure.** Regarding products, plans include launching 1 medical device and 5 skincare series in 2026, alongside quarterly marketing campaigns to reinforce core items like the Collagen Bar. The Collgene brand plans a brand refresh and launch of a new product line in Q2, seeking breakthroughs through deeper collaboration with top Key Opinion Leaders (KOLs) and increasing the proportion of self-hosted live streams. The Keyu brand will continue to deepen its presence in professional channels, consolidating medical recognition through in-hospital academic promotion, with plans to expand into a second OTC brand. In terms of channel strategy, the company plans to further enhance specialization and diversification. Offline channels will continue expanding coverage to approximately 150,000 pharmacies nationwide, while also planning to expand Comfy brand counters to over 50 locations and deepen cooperation with high-potential channels like Sephora. Online operations will focus on increasing the proportion of self-hosted live streams and operational controllability on platforms such as Tmall and Douyin. Furthermore, the company plans to initiate entry into KA (Key Account) channels in markets like Southeast Asia and North America in Q3-Q4 2026, taking substantive steps in international exploration. Regarding new business expansion, the medical aesthetics segment will become a key strategic growth driver. Leveraging the approved Collagen Lyophilized Fiber (Class III Medical Device) product, the company has established an independent medical aesthetics division and plans to cover approximately 2,000 medical aesthetics institutions by 2026, aiming to tap into a new high-net-worth customer base and profit growth point.

**Initiating coverage, we assign Giant Biogene an "Outperform" rating with a target price of HKD 43.6, implying approximately 22.0% upside potential.** We anticipate a slight year-on-year decline in revenue and net profit for 2025, followed by a resumption of growth in 2026 and beyond. Revenue for 2025-2027 is forecasted at RMB 5.49 billion / RMB 5.99 billion / RMB 6.70 billion, corresponding to year-on-year growth rates of -0.9% / 9.1% / 11.8%, respectively. The company's gross margin for 2025-2027 is expected to remain at 80.5% / 79.8% / 79.2%; expense ratios are forecasted at 43.5% / 44.4% / 44.5%. Net profit attributable to shareholders for the same period is projected at RMB 1.88 billion / RMB 2.00 billion / RMB 2.21 billion, corresponding to year-on-year growth rates of -9.0% / 6.6% / 10.5%, with net margins of 34.2% / 33.4% / 33.0%. Referring to comparable company valuation levels, we initiate coverage on Giant Biogene with an "Outperform" rating, applying a 20X P/E multiple for 2026, arriving at a target price of HKD 43.6, implying approximately 22.0% upside potential.

**Risks:** Delays in medical device regulatory approvals; intensified industry competition from peer approvals of Class III medical devices for recombinant collagen; negative public sentiment; overseas geopolitical risks.

## APPENDIX 2

### ESG Comments

#### Environmental:

巨子生物在环境维度展现出“结构性优势与系统性短板并存”的特点。其核心亮点在于生物制造技术路径本身的环境友好性：通过基因工程发酵生产重组胶原蛋白，从源头避免了动物提取带来的土地使用、温室气体排放等负担，契合绿色循环经济趋势，创造了显著的正向环境效益。然而，公司在系统性的环境管理方面尚处于建设期。虽已开始披露基础排放数据并建立环境管理体系，但缺乏明确的碳中和或深度减排目标，对价值链（范围三）碳排放的管理、包装材料的可持续转型以及水资源与废弃物管理的雄心动议仍显不足。整体而言，公司环境表现由核心技术驱动，但全面的环境风险管理与战略规划有待加强。

#### Social:

社会维度是巨子生物表现最为扎实和突出的领域。公司成功将社会价值创造深度融入主营业务，形成了“以产品责任为核心，以科研公益为延伸”的良性循环。在产品责任方面，依托深厚的科研背景，建立了全周期、高标准的质量与安全管控体系，并注重基于科学证据的合规营销，在消费者健康与信任方面建立了高壁垒。在社会机会方面，其公益投入（如皮肤健康研究资助、问题皮肤人群关爱）与核心业务能力高度协同，放大了社会影响力。公司在员工权益与供应链责任方面符合基本规范，但未来可在员工多元化与包容性、供应链劳工标准审核的透明度上做更细致的披露与管理。

#### Governance:

公司治理维度建立了稳健且符合规制的框架，整体表现可靠。董事会层面对 ESG 负有监督责任，并设立了专门的 ESG 工作委员会负责战略推进，确保了 ESG 管理的组织保障。在企业行为方面，已制定商业道德、反腐败及供应商行为准则等制度，并配有相应的执行与举报机制。治理结构清晰，董事会在商业与科学领域的专业配置合理。为进一步提升，公司可致力于两项深化：一是将环境与社会方面的关键绩效指标更明确地与高管薪酬挂钩，以强化 ESG 执行的激励与问责；二是在董事会层面，增加对具体环境与社会议题（如气候情景分析）的实质性监督与战略讨论的披露，展现更深层的治理融合。

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，寇媛媛，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuanyuan Kou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我，吴颖婕，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Mindy Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

## 截至 2025 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

## 截至 2025 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	93.9%	6.0%	0.1%	92.3%	7.5%	0.2%
投资银行客户*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2025

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	93.9%	6.0%	0.1%	92.3%	7.5%	0.2%
IB clients*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：**海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款：**在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

#### 重要免责声明：

**非印度证券的研究报告：**本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：**本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

#### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话:(65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) ) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

(条款链接: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People’s Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

## Giant Biogene - 2367 HK

