

巨子生物(02367)

报告日期: 2024 年 04 月 22 日

好风凭借力，重组胶原蛋白龙头青云直上

——巨子生物首次覆盖报告

投资要点

□ 胶原蛋白：敷料、护肤、医美新宠，高壁垒+高盈利能力的蓝海赛道。

问题一、为什么看好胶原蛋白行业？——继玻尿酸之后的黄金风口

1) “万金油”成分，应用场景丰富，可对标玻尿酸。胶原蛋白作为人体自有成分，具有物理的支架结构+参与调控细胞行为的两大基础功效，并可延伸至多种应用场景。终端应用类比玻尿酸，可覆盖严肃医疗、护肤、医美、食品保健等，有望成为继玻尿酸之后的又一黄金风口。

2) 壁垒较高且原料差异化显著。相较玻尿酸，胶原技术壁垒较高且原料差异化较大。一方面，胶原的制备分为动物提取和基因工程法（对应重组胶原蛋白）；种类也十分丰富，目前人体内已知胶原蛋白共 29 种。另一方面，胶原蛋白在制备及规模化生产过程中均存在纯化、发酵等多个工艺难点，（如动物提取法难点在于解决致敏问题和病毒隐患；重组胶原蛋白难点在于设计基因序列，高效提纯等）。因此，各公司通常自原料开始布局并延伸至终端产品，产业链纵深，差异化发展。

3) 行业盈利能力强。参考已上市胶原蛋白公司，毛利率/净利率通常在 80%/20% 以上，龙头公司如巨子生物净利率超 40%，远超传统化妆品公司。

问题二、哪些胶原蛋白细分赛道值得关注？——敷料、护肤、医美

1) 看好重组胶原蛋白市场潜力。重组胶原蛋白相较动物胶原蛋白，克服了排异风险、病毒隐患等核心问题，在注射填充、严肃医疗领域均有广泛应用前景。据沙利文，17-21 年中国胶原蛋白市场零售额规模 CAGR 31% 增至 288 亿元，其中重组胶原蛋白 CAGR 63% 至 108 亿元，占比 38%，预计 27 年重组胶原蛋白渗透率有望提升至 60% 以上。

2) 看好医用敷料、功效性护肤和医美注射三大高增赛道。

① 医用敷料：伤口愈合+医美术后修护两大应用场景，17-21 年中国医用敷料零售规模 CAGR 40% 增至 259 亿，其中重组胶原蛋白敷料占 18.5%。② 功效性护肤：胶原蛋白具保湿修护、美白、滋养等功效，17-21 年中国胶原蛋白类功效性护肤品市场 CAGR 39% 增至 62 亿元，其中重组胶原市场规模 46 亿。③ 医美注射：胶原蛋白注射剂具备即时填充、自身修复、不易肿胀、无丁达尔现象以及一定的美白功效等优势。17-21 年中国医美注射市场 CAGR 20% 增至 424 亿，其中胶原蛋白医美注射产品市场规模 37 亿元，占比 8.7%。

□ 巨子生物：重组胶原龙头公司，妆械一体，盈利能力同业领先。

1) 深耕行业 20 余年，创始人重组胶原蛋白行业领军者之一。公司成立于 2000 年，在胶原蛋白领域深耕多年。创始人范代娣博士被誉为“类人胶原蛋白之母”，现任西北大学化工学院院长、生物医药研究院院长等，在学术领域及产业资源方面充分赋能。凭借深厚的研发积淀，公司重组胶原蛋白技术曾获得“国家技术发明奖二等奖”“中国专利金奖”等，近年多次参与行业标准与团体标准制定的工作，如《重组胶原蛋白》医药行业标准、胶原蛋白团体标准《化妆品用重组胶原蛋白原料》等，凸显行业影响力。截至 23 年，公司医疗端覆盖 1500 家公立医院、2500 家私立医院和诊所、650 个连锁药房和 6000 家 CS/KA 门店。

2) 线上转型+发力功能性护肤，正处成长黄金期。公司拥有全球最大的重组胶原蛋白产能，原主要通过经销渠道销售胶原蛋白医用敷料和护肤品，19 年敷料占比约 4 成，经销占比约 8 成。22 年以来公司积极进行渠道转型，并发力功能性护肤，驱动业绩高增。① 业务结构来看，23 年功能性护肤/敷料收入达 26.5/8.6 亿，占比 75%/24%，21-23 年 CAGR 75%/16%；② 渠道结构来看，23 年直销（线上）/经销收入 23.3/11.0 亿，占比 66%/31%，21-23 年 CAGR 90%/13%。23 年公司营收/归母净利润 35.2/14.5 亿，21-23 年 CAGR 达 51%/32%。

3) 占位重组胶原蛋白蓝海，规模优势显著，盈利能力同业领先。毛利率来看，公司占位重组胶原蛋白蓝海赛道，核心品牌可复美、可丽金均定位中高端，23

投资评级：买入(首次)

分析师：汤秀洁

执业证书号：S1230522070001
tangxiujie@stocke.com.cn

分析师：王长龙

执业证书号：S1230521020001
wangchangleong@stocke.com.cn

分析师：周明蕊

执业证书号：S1230523060002
zhoumingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$47.10
总市值(百万港元)	46,864.50
总股本(百万股)	995.00

股票走势图



相关报告

年公司毛利率维持 84% 的高位水准。净利率来看，公司过往销售渠道主要为经销，销售费用率保持低位，21 年净利率高达 53%；近年公司线上化妆品业务高增，净利率有所下行乃预期之内（参考化妆品龙头公司，历史净利率最高 20%+），但从 23 年全年来看，公司整体收入增长迅速+控费能力良好，规模效应显著，23 年净利率 41%，仍为行业前列，已初步印证线上运营能力，提振市场信心。

❑ **催化剂：24-25 年 4 款重组胶原蛋白医美注射产品有望获批，有望直接增厚业绩，提振整体估值水平。**

当前重组胶原蛋白医美注射仍处迅速发展，共同做大市场阶段，远非存量蛋糕。国内仅 2 款产品获批上市，而公司今明年有望各获批两款重组胶原蛋白医美产品，有望充分享受蓝海赛道高增红利，打开第二增长曲线。此外医美注射产品较化妆品、敷料类产品盈利能力更强，预计随着医美产品放量，有望直接增厚公司业绩，提高公司整体估值水平。

❑ **盈利预测与估值：**

预计公司 24-26 年实现营业收入 46.08/59.98/74.51 亿元，同比增长 31%/30%/24%。预计公司 24-26 年实现归母净利润 17.30/22.19/27.65 亿元，同比增长 19%/28%/25%，对应 PE 分别为 25/19/15 倍。若剔除股权激励费用摊销影响，预计经调净利分别为 18.17/22.58/27.57 亿元，对应经调 PE 分别为 23/19/15 倍。

公司系国内胶原蛋白赛道龙头之一，长坡厚雪，成长空间可期，首次覆盖给予“买入”评级。

❑ **风险提示**

化妆品及医用敷料增速不达预期、市场竞争加剧、医美新品获批上市进展不及预期、监管政策变化等风险

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	3524	4608	5998	7451
(+/-) (%)	49%	31%	30%	24%
归母净利润	1452	1730	2219	2765
(+/-) (%)	45%	19%	28%	25%
每股收益(元)	1.49	1.74	2.23	2.78
P/E	21.67	24.57	19.16	15.37
经调净利润	1469	1817	2258	2757
(+/-) (%)	39%	24%	24%	22%
经调 PE	21.86	23.39	18.83	15.42

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 巨子生物：重组胶原蛋白领域领军者	6
1.1 管理层：范教授为“类人胶原蛋白之母”，高管产业背景深厚	6
1.2 财务：盈利能力行业领先，净利率高达 41%	7
1.3 股权结构：结构清晰，创始人夫妇 6 成股权+前投资持股近 4 成	7
2 行业：胶原蛋白——与玻尿酸并驾齐驱的掘金赛道	8
2.1 科普：胶原在人体中广泛分部，具备物理支架+细胞调控功能	8
2.2 胶原蛋白行业看点四问四答：	9
2.2.1 问题一：不同方法制备的胶原是否存在差异，哪种效果好？	9
2.2.2 问题二：胶原蛋白行业最核心的壁垒有哪些，壁垒高不高？	10
2.2.3 问题三：哪几个胶原蛋白细分赛道景气度高、前景最可观？	11
2.2.4 问题四：胶原蛋白公司有什么特点？	16
3 巨子生物：胶原蛋白行业龙头，渠道转型+品牌破圈中	18
3.1 品牌：可复美发力功能性护肤，可丽金渠道转型完毕	18
3.2 渠道：“医疗+大众”双轨全渠道触达用户	20
3.3 深度剖析——市场最关心的三大问题	21
3.3.1 问题一：如何看待巨子生物在医用敷料及功能性护肤赛道的成长性？	21
3.3.2 问题二：巨子在注射胶原医美赛道的布局？	24
3.3.3 问题三：为什么巨子净利率超 40%，盈利能力领先同业？未来盈利能力趋势？	25
4. 盈利预测	28
4.1 盈利预测分析	28
4.2 估值分析	29
4.3 投资建议	30
5. 风险提示	30

图表目录

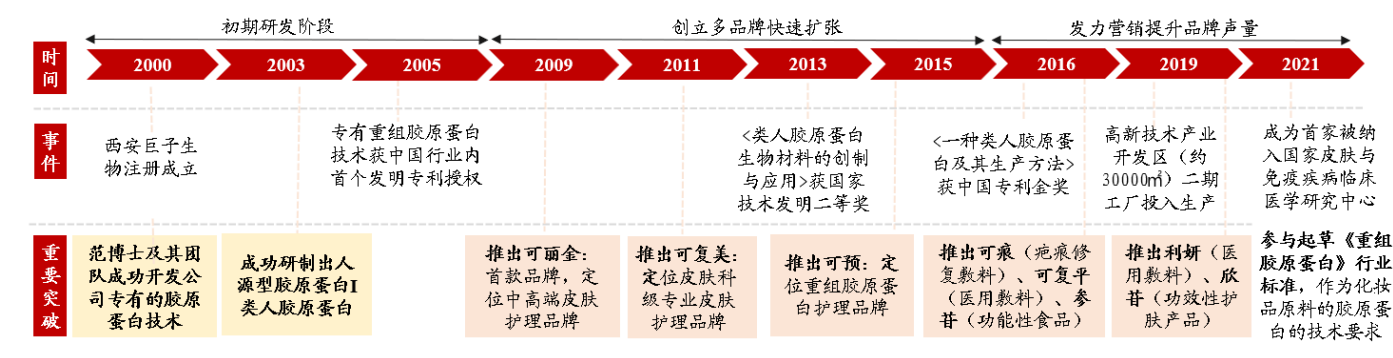
图 1: 巨子生物发展历程图	6
图 2: 巨子生物营收/净利润 (单位: 百万元)	7
图 3: 20-23 年可比公司毛利率/净利率走势	7
图 4: 23H1 巨子生物股权架构	8
图 5: 胶原蛋白在人体的主要分布	9
图 6: 胶原的三重螺旋结构是其特有的活性构象	10
图 7: 胶原蛋白产业链贯通完整度高、龙头通常自产原料	10
图 8: 胶原蛋白行业产业链纵深长, 关键环节存在技术壁垒	11
图 9: 高质量医院渠道奠定声量基础	11
图 10: 中国胶原蛋白市场零售额规模持续增长 (单位: 十亿元)	12
图 11: 2017-2027E 中国医用敷料市场零售额规模 (单位: 十亿元)	13
图 12: 中国医疗美容市场终端规模 (亿元)	14
图 13: 中国轻医美市场占比提升	14
图 14: 2017-2027E 中国肌肤焕活类产品市场零售额规模 (单位: 十亿元)	14
图 15: 胶原蛋白注射剂通过综合定制方案, 实现单次多支注射, 提升客单价	15
图 16: 2017-2027E 中国功效性护肤品市场零售额规模 (单位: 十亿元)	16
图 17: 锦波生物/巨子生物/华熙生物/创尔生物产品布局	17
图 18: 公司品牌占比——23 年可复美 79%+可丽金 17%	18
图 19: 公司品牌收入——19-23 年可复美 cagr 76% (百万元)	18
图 20: 巨子生物人参皂苷类品牌 SKIGIN 欣苷	20
图 21: 20-23 年公司线上渠道直销与经销占比	20
图 22: 20-23 年公司渠道结构 (亿元)	20
图 23: 20-22 年经销商 (西安创客村收益) 占比	20
图 24: 西安创客村股权架构 (截至 24 年 4 月 15 日)	20
图 25: 巨子生物医疗机构+大众消费者的营销渠道	21
图 26: 22 年医用敷料贴 (皮肤护理) 市场集中度较高——敷尔佳 17%+巨子生物 15%	21
图 27: 巨子生物、敷尔佳、薇诺娜医疗器械产品收入及 YOY (百万元)	23
图 28: 主流化妆品公司美容护肤产品收入 (亿元)	23
图 29: 公司合作超头发布《成分中国·原料之战》	24
图 30: 公司次抛产品放量驱动功能性护肤收入高增	24
图 31: 巨子生物盈利能力同业领先	25
图 32: 公司为全球胶原蛋白原料龙头, 规模化生产优势	26
图 33: 公司渠道转型, 销售费用率提升	26
图 34: 21 年公司品牌/产品在天猫官旗享有高复购率	26
图 35: 19-23 年公司线上销售占比从 16.5% 提升至 66.2%	27
图 36: 巨子线上收入占比及销售费用率低于传统化妆品公司	27
图 37: 公司管理费用率处同业低位, 规模效应凸显	27
图 38: 公司规模效应+背靠西北大学, 研发费用率处同业低位	27

表 1: 高管团队产业背景深厚.....	6
表 2: 动物源提取胶原与重组胶原对比.....	10
表 3: 中国重组胶原蛋白市场应用规模拆分（十亿元）.....	12
表 4: 可复美胶原贴与可复美医用敷料产品对比.....	13
表 5: 胶原蛋白 vs 玻尿酸.....	15
表 6: 胶原蛋白公司毛利率与净利率整体高于传统化妆品.....	17
表 7: 公司品牌矩阵.....	18
表 8: 可复美核心产品矩阵.....	19
表 9: 可丽金核心产品矩阵.....	19
表 10: 代表性医用敷料产品——本土品牌为主.....	22
表 11: 代表性次抛类产品梳理.....	24
表 12: 中国大陆注射类胶原蛋白（医美）获批 III 类医疗器械的产品.....	25
表 13: 公司在研医美产品及市场可比产品.....	25
表 14: 公司收入拆分及预测（百万元）.....	28
表 15: 公司估值比较（截至 24 年 4 月 20 日）.....	29
表附录: 三大报表预测值.....	31

1 巨子生物：重组胶原蛋白领域领军者

巨子生物是重组胶原蛋白行业先行者和领军者。公司聚焦重组胶原蛋白，基于重组I型/III型人胶原蛋白、重组类人胶原蛋白及小分子重组胶原蛋白肽，覆盖皮肤医学、医疗器械、预防医学和营养医学三大领域，共开发 8 个品牌、SKU 超 100 个。公司自 2000 年成立，历经研发、多品牌扩张、品牌声量提升三个阶段。21 年公司成为首家被纳入国家皮肤与免疫疾病临床医学研究中心的公司，并参与起草《重组胶原蛋白》行业标准。

图1：巨子生物发展历程图



资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

1.1 管理层：范教授为“类人胶原蛋白之母”，高管产业背景深厚

实控人为胶原蛋白行业领头人，学术领域及产业资源方面充分赋能。公司执行董事兼首席科学官范代娣博士为我国胶原蛋白及人参皂苷领域的学科带头人，被誉为“类人胶原蛋白之母”，发表文献约 300 篇，曾获国家技术发明奖二等奖、陕西省最高科学技术奖等荣誉，现任西北大学化工学院院长、西北大学生物医药研究院院长。

股权激励绑定企业高管及核心人才，员工持股平台 GBEBT Holding 占比 1.91%。21 年 12 月公司开启股权激励计划，截至目前已向 GBEBT Holding（持股平台）分配及发行 1900 万股普通股，约占公司上市前已发行股本的 1.9%，21/22/23 年确认的股权激励开支为 1649/1766/2052 万元。23 年 8 月 17 日，公司采纳新的股权激励计划，对应股份总数上限 9950 万股，占总股本的 10%，23 年 12 月公司已授出 2000 万购股权。

表1：高管团队产业背景深厚

姓名	年龄	职务	主要职责	相关背景
严建亚	57	董事会主席、执行董事兼首席执行官	负责集团的整体战略管理及发展、业务规划及整体运营	西北大学化学工程学士，2000 年创立巨子生物，2002 年曾创立西安三角防务公司（创业板上市公司）并自 2015 年起任其董事长，2019 年 8 月-2020 年 3 月曾任西安力邦临床营养公司董事。曾获西安市十佳科技企业家、陕西省科技创新创业人才等称号
范代娣	58	首席科学官	负责集团的技术研发	华东理工大学化学工程博士，2000 年创立巨子生物，2000-2020 年担任西安巨子生物及陕西巨子生物科技的董事及总经理，目前任西北大学化工学院/生物医药研究院院长、生物材料国家地方联合工程研究中心主任、西北大学学术委员会副主任
叶娟	53	执行董事兼高级副总裁	负责集团的临床项目、采购及人力资源管理	拥有约 20 年的生物技术及技术工程行业从业经验，1993-2003 年在中国建设银行风险管理部工作，2003-2010 年先后担任西安达威通信设备公司副总经理及董事会秘书，2010-2015 年担任西安威尔罗根科技公司董事会秘书，2016 年担任西安巨子生物副总经理。

方娟	51	执行董事兼高级副总裁	负责集团的销售渠道管理	拥有超 20 年的生物技术行业从业经验，2000 年 12 月起担任西安巨子生物经理，并分别自 2003 年 12 月及 2020 年 5 月担任其副总经理及董事。
张慧娟	37	执行董事兼首席财务官	负责集团的会计、财务管理及税项事宜	拥有约 14 年的会计和财务管理从业经验，2008-2010 年曾任德勤天津分所高级审计师，2011-2018 年任普华永道西安分所审计经理，2019-2022 年任易点天下网络科技有限公司财务总监。
严钰博	29	执行董事、董事会秘书、联席公司秘书兼首席产品官	负责集团的融资、投资者关系管理及企业管治相关工作	美国加州大学洛杉矶分校应用经济学硕士，2018 年 10 月加入巨子生物，2023 年 10 月 3 日获委任为执行董事及首席产品官。
严亚娟	55	高级副总裁	负责集团的整体生产及质量管控	中国西北大学无机化学工程专业，于生物技术和技术工程行业拥有逾 30 年经验。1990 年 7 月至 1994 年 7 月于武功化工厂担任技术员，其后自 1994 年 3 月至 2002 年 7 月于咸阳市长城集团总公司担任车间主任。自 2002 年 3 月起一直担任巨子生物的生产技术总监兼副总经理，并自 2020 年 12 月起一直担任该公司董事。
段志广	43	高级副总裁	负责提供技术研发有关的专业指导建议	西北大学生物化工工程博士学位，西北大学副教授，精细化学品评审员，西安市医药协会第三届理事会成员。在生物医用材料和相关医疗器械的开发、高活性天然产品的生物制造研究以及相关产品开发方面拥有约 16 年的经验。

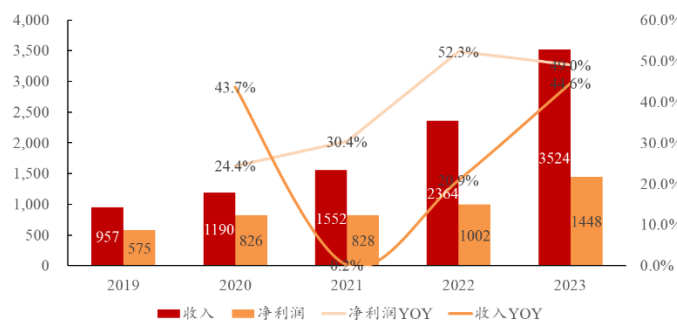
资料来源：公司招股书、同花顺 iFind、浙商证券研究所

1.2 财务：盈利能力行业领先，净利率高达 41%

收入利润均保持高增。23 年公司实现营业收入 35.2 亿元，归母净利润 14.5 亿元，21-23 年 CAGR 分别达 51%、32%。21-22 年，公司营业收入分别为 15.5/23.6 亿元，同增 30.4%/52.3%，净利润分别为 8.3/10.0 亿元，同增 0.2%/20.9%。

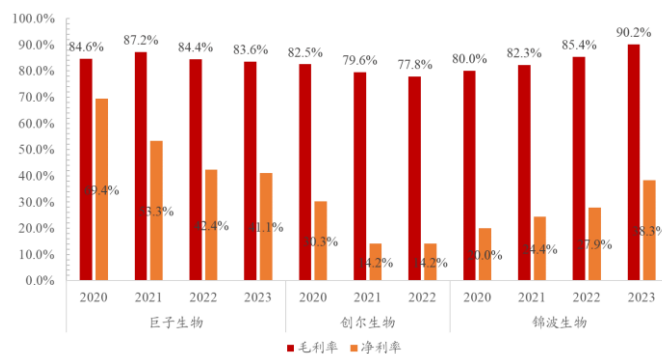
公司毛利率及净利率远超同业可比公司。23 年公司毛利率/净利率分别为 83.6%/41.1%。较 20-22 年盈利能力略有下行，主要系转型线上营销投入加大+上市开支等影响，但盈利能力整体仍高于同业平均水平。

图2：巨子生物营收/净利润（单位：百万元）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图3：20-23 年可比公司毛利率/净利率走势



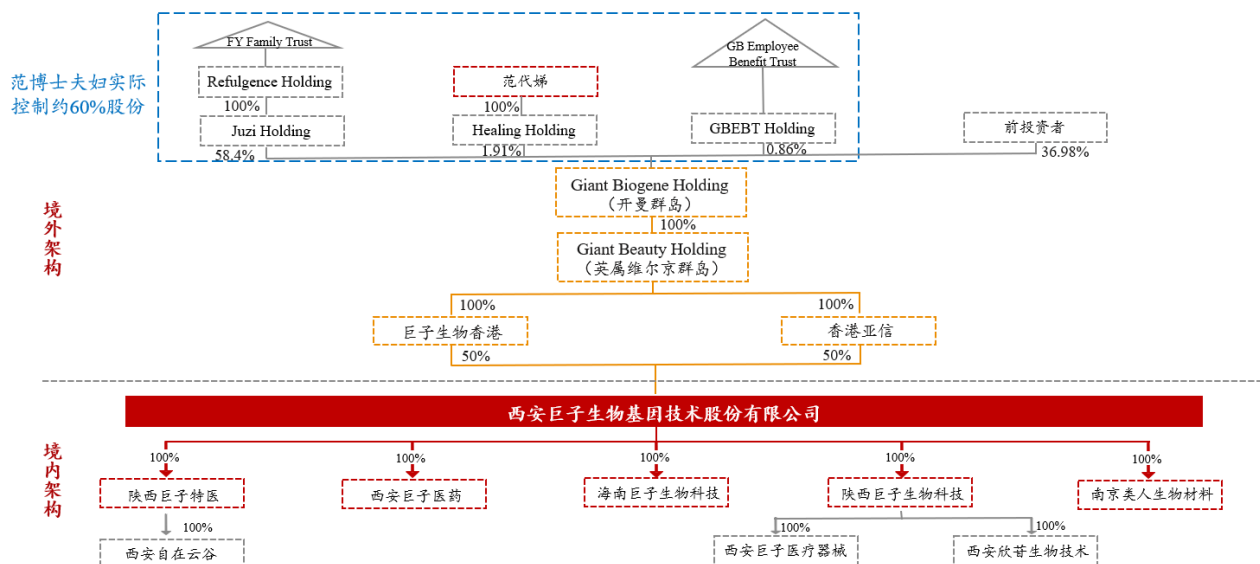
资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.3 股权结构：结构清晰，创始人夫妇 6 成股权+前投资持股近 4 成

创始人、实控人夫妇范代娣博士、严建亚先生合计持股近 6 成。截至 23H1，范博士夫妇合计持股近 6 成，其中 FY Family Trust 持股 58.4%（范博士为信托受益人和委托人）、Healing Holding 持股 0.09%（范博士控股 Healing Holding）、GBEBT Holding 持股 1.91%（员工股权平台，投票权委托给范博士）。

上市前引入中信产业基金、高瓴等参与 A 轮优先股认购。公司 21 年曾以每股 20 元人民币的价格引入多位投资者进行 A 轮优先股认购，发行股份占其上市前已发行总股本的 37.98%（CPE 源峰持股 4.33%+高瓴持股 4%+Shining Sea 持股 3.76%+其它），对应投前估值 193 亿元。

图4：23H1 巨子生物股权架构



资料来源：公司公告、Wind、浙商证券研究所

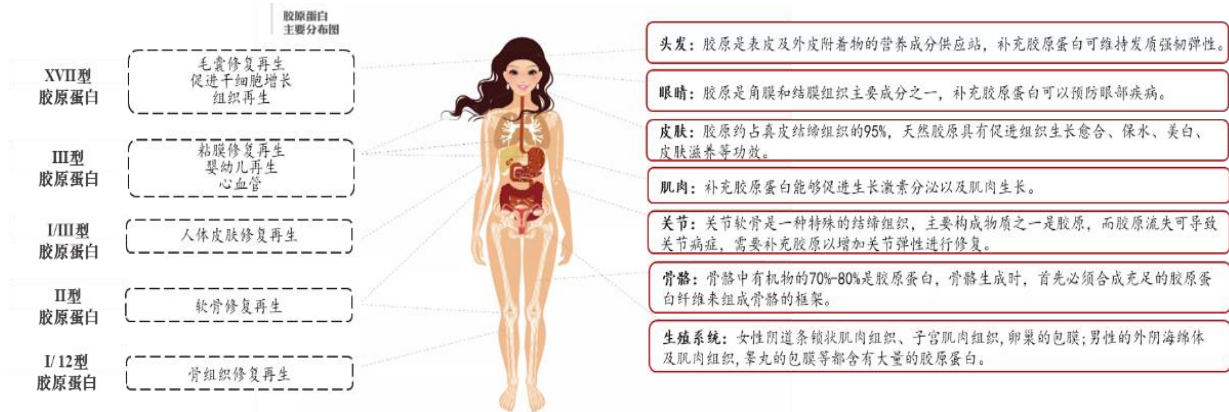
注：前投资者占比以公司上市前前投资者合计持股数/22 年总股本计算，考虑到当前已解禁，实际前投资者持股比例预计较图中更少

2 行业：胶原蛋白——与玻尿酸并驾齐驱的掘金赛道

2.1 科普：胶原在人体中广泛分部，具备物理支架+细胞调控功能

胶原蛋白的分布：胶原是人体中量最多的蛋白质，广泛分布于人体的结缔组织中。胶原分布在皮肤、软骨和骨、肌腱、韧带、角膜、器官被膜、硬脑膜等部位，正常人 90% 的胶原存在于皮肤和骨头中。在显微镜下观察发现，胶原约占真皮结缔组织的 95%；人体正常骨骼中含有 80% 左右的胶原；肌腱组织中胶原含量高达 85%（以脱脂后的干重计）。在目前已鉴定出的胶原蛋白中，最常见的类型是：I 型（真皮、骨骼、肌腱、韧带等，含量最多，约占胶原总量的 80%~90%）、II 型（软骨、玻璃体等）、III 型（皮肤、血管、肠等）、IV 型（基底膜等）、V 型（骨、真皮、角膜、胎盘等）。

图5：胶原蛋白在人体的主要分布



资料来源：创尔生物招股说明书，锦波生物官网，《胶原蛋白功能概述》，浙商证券研究所

胶原蛋白的功能：物理的支架结构+参与调控细胞行为。胶原作为细胞外基质的主要组分，不仅起到物理的支架结构，同时还可通过细胞外基质受体分子与细胞间实现信号传递，参与调控细胞的行为。胶原可直接与细胞表面受体结合，也可间接与其它中介分子结合后，参与细胞表面受体识别及信号传导过程。如组织重建，包括形态学的发生过程和创面的愈合，在免疫系统调控以及止血和血栓形成等方面也有重要的作用。

胶原蛋白的分类：胶原蛋白分类标准多样化。

1) 从来源上看，可分为天然胶原蛋白和人工合成胶原蛋白；

2) 从胶原分布和功能特点看，可分为间质胶原、基底膜胶原和细胞外周胶原；

3) 从是否能成纤维看，可分为成纤维胶原和非成纤维胶原两大类。胶原蛋白广泛分布在人体中，发挥支架及调控细胞的重要作用。

2.2 胶原蛋白行业看点四问四答：

2.2.1 问题一：不同方法制备的胶原是否存在差异，哪种效果好？

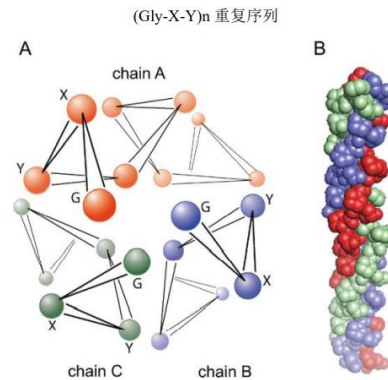
市面上的胶原蛋白分为动物源胶原蛋白与重组胶原蛋白。动物源胶原蛋白是指从哺乳动物如牛、猪等提取胶原蛋白，据沙利文，21年动物源胶原蛋白终端市场占比62%，相关企业有创尔生物、台湾双美等；重组胶原蛋白是指采取基因重组技术、结合发酵表达生产的胶原蛋白，2021年终端市场占比38%，相关企业有巨子生物、锦波生物等。

两者孰优孰劣存在争议，争议点如下：

1) 安全性问题：天然胶原蛋白存在免疫原性和病毒性两大问题，重组胶原安全性更高，但双美采用SPF猪胶原等方式解决动物源免疫原性的问题；

2) 产品效果问题：动物源可保留完整三螺旋结构；重组免疫原性低，但是否具备完整三螺旋结构、生物活性仍有待验证。

图6：胶原的三重螺旋结构是其特有的活性构象



资料来源：《动物源胶原蛋白提取及应用研究进展》，浙商证券研究所

表2：动物源提取胶原与重组胶原对比

	天然胶原-动物源性胶原蛋白	重组胶原-基因工程法重组
安全性	免疫原性高、病毒隐患、再加工性较弱。解决方法：如双美采用 SPF 猪、并通过去端肽技术尽可能去掉了致敏的氨基酸序列	免疫原性更低、漏检病原体隐患风险更低、无细胞毒性、可加工性优
便捷性	动物源胶原蛋白变性温度 $\approx 40^{\circ}\text{C}$	重组胶原变性温度 $\geq 72^{\circ}\text{C}$ ，重组胶原蛋白更易于运输和储存
实际效果	动物源可保留完整三螺旋结构，但免疫原性高	免疫原性低，但是否具备三螺旋结构、生物活性仍有待验证

资料来源：巨子生物招股书、浙商证券研究所

2.2.2 问题二：胶原蛋白行业最核心的壁垒有哪些，壁垒高不高？

壁垒一：产业链纵深长，进入壁垒高。胶原蛋白原料制备难度高，行业内公司需从原料开始参与产业链，覆盖原料制备-产品商业化-营销等多个环节，产业链纵深长、进入壁垒较高。对比玻尿酸行业，除华熙生物为全产业链布局，爱美客/昊海生科等龙头公司均主要在下游产品端切入，原料端则通过对过外采购，或部分自产+部分外购的方式布局。

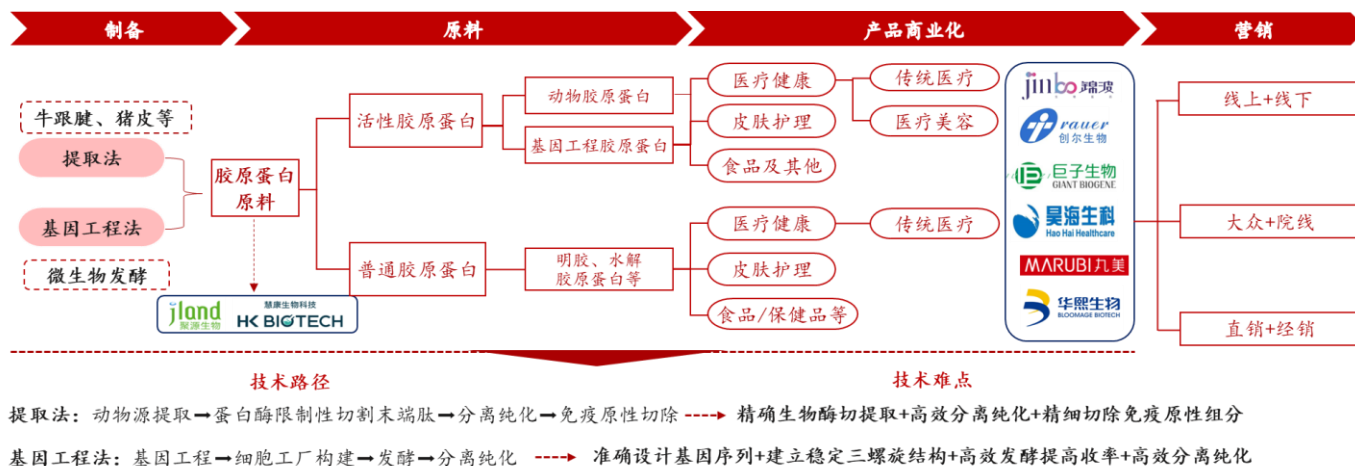
图7：胶原蛋白产业链贯通完整度高、龙头通常自产原料

胶原蛋白企业通常从原料端就开始布局，且原料技术一定程度上决定了终端产品差异化。		上游-原材料供应商 牛蹄筋/猪皮/蛋白粉/葡萄糖等	中游-原料生产商 胶原蛋白原料	下游-品牌商 胶原蛋白品牌	应用场景/渠道
胶原蛋白	创尔生物	外采购	自产：从动物组织中提取胶原蛋白	医疗器械/护肤：创福康、创尔美	天猫旗舰店、医院、医美等
	锦波生物	外采购	自产：重组人源胶原的研发与产业化	医疗器械/护肤：164.88° 肌频、重源	天猫旗舰店、医院、医美等
	巨子生物	外采购	自产：类人胶原蛋白的研发与产业化	医疗器械/护肤：可丽金、可复美等	天猫旗舰店、医院、医美等
玻尿酸原料相对标准化，企业不一定全产业链布局，医美龙头爱美客布局原料。		上游-原材料供应商 鸡冠/蛋白粉/葡萄糖等	中游-原料生产商 玻尿酸原料	下游-品牌商 玻尿酸品牌	应用场景/渠道
玻尿酸	华熙生物	外采购	自产：发酵法提取玻尿酸	医疗器械/护肤/食品：润百颜、夸迪等	天猫旗舰店、医美机构等
	爱美客	无	外采购：供应商为日本丘比株式会社、山东众山和华熙生物	医疗器械/护肤：嗨体/爱芙莱/宝尼达等	医美机构、天猫旗舰店等
	昊海生科	外采购	自产+外购：自产自用+部分外购	医疗器械：海薇、娇兰等和眼科产品	医院、医美机构等

资料来源：Wind，各公司官网，浙商证券研究所

壁垒二：胶原蛋白原料制备的关键环节存在技术壁垒。动物源/重组胶原蛋白制备及规模化生产过程中均存在纯化、发酵等多个工艺难点，技术壁垒较高。其中，动物提取法难点主要在于精准生物酶切提取、高效提纯、精准切除免疫原性组份等；重组胶原蛋白制备难点主要在于准确设计基因序列、建立三螺旋结构、高效发酵提纯等。

图8：胶原蛋白行业产业链纵深长，关键环节存在技术壁垒



资料来源：巨子生物招股说明书，创尔生物招股书，浙商证券研究所

壁垒三：终端产品偏消费属性，需营销能力加持。胶原蛋白行业终端产品多为医疗器械（敷料）及美容护肤产品，消费属性较强，与传统的化妆品公司存在一定的竞争关系，需要公司在做好原料制备、终端产品的同时，具备覆盖线上线下多渠道的营销能力。

图9：高质量医院渠道奠定声量基础

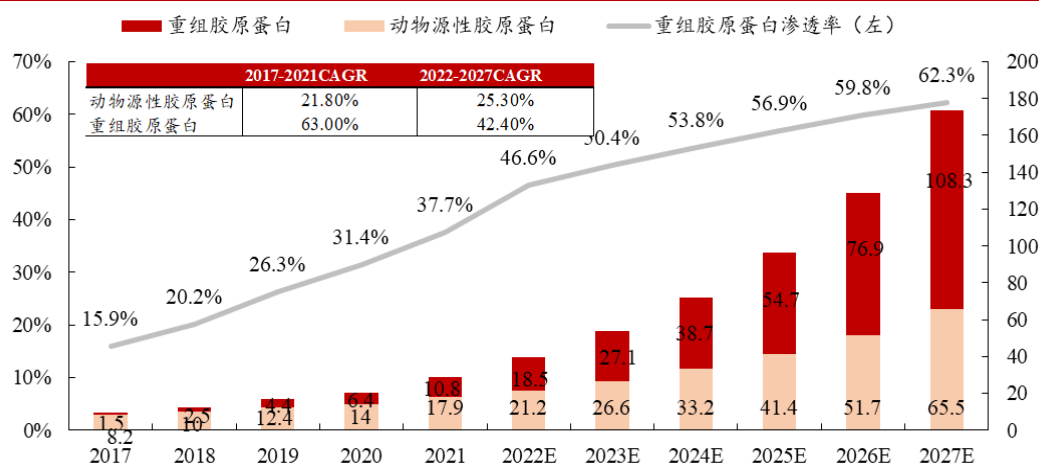


资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

2.2.3 问题三：哪几个胶原蛋白细分赛道景气度高、前景最可观？

胶原蛋白终端市场复合增速超 30%，重组胶原蛋白发展势头强劲。据沙利文，17-21 年中国胶原蛋白市场零售额规模增至 288 亿元，CAGR 31%。其中动物源胶原蛋白 179 亿元（CAGR 22%），占 62%；重组胶原蛋白至 108 亿元（CAGR 63%），占比 38%。

图10: 中国胶原蛋白市场零售额规模持续增长(单位: 十亿元)



资料来源: 巨子生物招股说明书, 浙商证券研究所

重组胶原蛋白终端市场零售额拆分=医用敷料 44%+功效型护肤 43%+一般护肤 5%+生物医用材料 5%。据巨子招股书(沙利文数据), 17-21 年中国重组胶原蛋白产品零售额在功效型护肤/一般护肤/医用敷料/生物医用材料等领域均实现强增长, 规模分别达 46/5/48/5 亿元(CAGR 52.8%/25.4%/92.2%/39.1%)。

表3: 中国重组胶原蛋白市场应用规模拆分(十亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2017-2027CAGR	2022-2027CAGR
功效型护肤品	0.8	1.3	2	2.9	4.6	7.2	11.2	17.4	26.9	41.6	64.5	52.8%	55.0%
医用敷料	0.4	0.8	1.9	2.8	4.8	7.2	10.1	13.5	17.3	21.3	25.5	92.2%	28.8%
医美应用	—	—	—	—	0.4	2.6	3.7	5.1	7	9.3	12.1	-	365.0%
一般护肤	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1	1.1	25.4%	13.3%
保健品	—	—	—	—	—	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-	18.6%
生物医用材料	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7	1	1.4	1.9	2.7	3.7	39.1%	39.3%
其他	0	0	0	0	0	0.1	0.3	0.4	0.6	0.9	1.3	64.7%	43.2%
合计	1.5	2.5	4.4	6.4	10.8	18.5	27.1	38.7	54.7	76.9	108.3	63.0%	42.4%

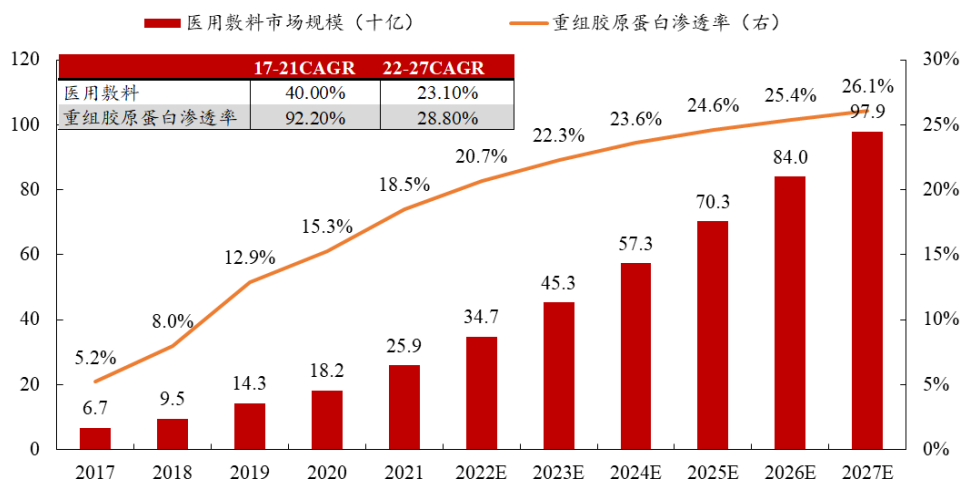
资料来源: 巨子生物招股书、浙商证券研究所

相应地, 我们建议关注以下三大高增、前景可观赛道——医用敷料、医美注射、功效性护肤。三大赛道深入拆解如下:

➤ 1) 贴片式胶原蛋白敷料: 迎医美修复+问题肌肤两大风口

医用敷料终端市场 259 亿元, 重组胶原蛋白渗透率提升。17-21 年中国医用敷料零售规模以 40% 的复合增速增至 259 亿元, 其中重组胶原蛋白占 18.5%。沙利文预计 22-27 年行业保持 23% 的复合增速, 其中重组胶原蛋白渗透率有望由 21 年的 18.5% 提升至 27 年的 26.1%。

图11: 2017-2027E 中国医用敷料市场零售额规模 (单位: 十亿元)



资料来源: 公司招股说明书 (引自 Frost&Sullivan), 浙商证券研究所

医用敷料 vs 面膜——主要区别体现在产品资质、使用场景/适用人群、使用频率。

1) 医用敷料的资质获取难度>面膜。产品资质: 医用敷料属于医疗器械产品 (需在省药监局注册 II 类医疗器械, 或在国家药监局注册 III 类医疗器械), 面膜属于妆字号产品 (若非特殊化妆品, 则仅需在国家药监局备案)。

2) 医用敷料的适用场景更专业: 医用敷料的使用场景通常为皮肤有创面的情况, 如医美术后、烧伤护理等情况; 主要针对医美人群、敏感肌、问题肌肤、有创面修复需求的人群; 面膜的使用场景则为日常护理、补水等, 主要针对有日常护肤需求的人群。

3) 医用敷料在疗程内要求较高的使用频次: 医用敷料通常约两周为一个疗程, 建议在使用初期 (如前 1 周左右) 较为频繁地使用 (如每天使用), 后逐渐减少频次; 而面膜在使用频次方面通常没有严格要求。

表4: 可复美胶原贴与可复美医用敷料产品对比

	妆字号胶原贴	械字号医用敷料
对比维度		
产品功效	日常强修护, 舒缓泛红, 舒润稳定	创面愈合、抑制缓解皮肤炎症
适用肤质	多种肤质, 尤其是娇嫩肌及需要舒缓修护的肌肤	寻常性痤疮、皮炎、敏感性肌肤
适用场景	无创面的项目前后 日常敏感长痘 猛药翻车等	激光治疗手术后 寻常性痤疮、皮炎、敏感性肌肤 创面愈合、减轻炎症后色素沉着与疤痕等
产品成分	水、甘油、丁二醇、1,2-戊二醇、甜菜碱、黄原胶、可溶性胶原、甘油聚醚-26、1,3-丙二醇	重组 I 型人源化胶原蛋白原液 (含有少量医用防腐剂及少量医用矫味剂)、无纺布
使用方法	每周 2-3 次, 每次 30 分钟	每贴 30 分钟, 每天一次, 连续一周, 第二周使用 2-3 次, 两周一疗程

资料来源: 可复美天猫旗舰店、浙商证券研究所

轻医美项目占比提升，推动医用创面敷料产品增长。医美可分为以整形美容为代表的¹手术类、以注射填充、激光美容等非手术类，根据沙利文，21年手术类/非手术类（轻医美）分别占医美收入的48%和52%。其中轻医美近年技术不断迭代，凭借风险低、恢复时间短、见效快等特性，更适合风险规避的消费者和喜欢试错的大众消费者，收入占比进一步提升。据沙利文预测，26年轻医美终端市场规模占比将达59%，较21年提升7pcts。而贴片式医用皮肤修复敷料核心用户之一即为接受轻医美手术后急需皮肤修复的医美人群，轻医美渗透率及消费频次的增加也将成为推动医用皮肤修复敷料市场增长的重要力量。

图12：中国医疗美容市场终端规模（亿元）

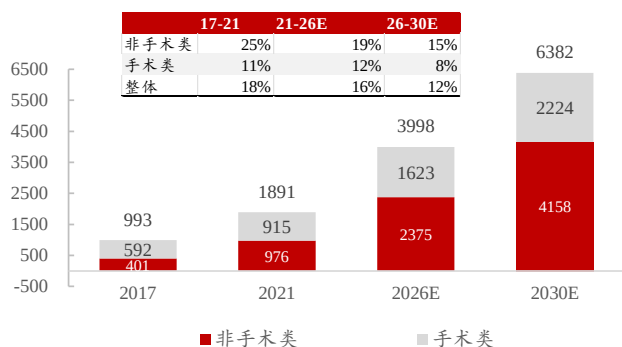
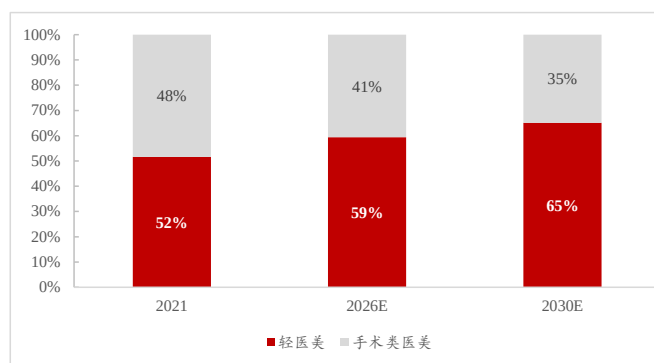


图13：中国轻医美市场占比提升



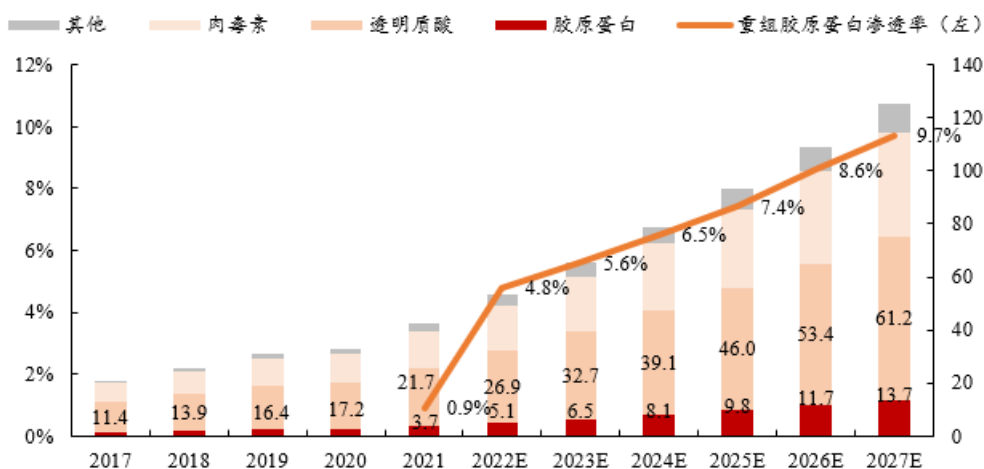
资料来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所

资料来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所

➤ 2）医美注射：胶原蛋白注射深耕中高端市场，眼周/细纹/水光市场大有可为。

中国肌肤焕活类产品市场规模超400亿，胶原蛋白注射仍为小众市场。据沙利文，2017-2021年，中国肌肤焕活类产品（注射类医美产品的一部分）以20%的复合增速增至424亿元，其中胶原蛋白医美注射产品37亿元，占比8.7%；预计22-27年零售规模将从532亿元增至1255亿元，CAGR为18.7%，胶原蛋白占比提升至10.9%。

图14：2017-2027E中国肌肤焕活类产品市场零售额规模（单位：十亿元）



资料来源：巨子生物招股书，浙商证券研究所

胶原蛋白注射成长点 1：眼周泪沟和黑眼圈&水光针&细纹填充市场大有可为。胶原蛋白应用于医美注射领域时，其支撑性、价格、消费者教育方面与透明质酸存在差距，但其具备自身修复（刺激胶原蛋白生成）、不易肿胀（吸水性低）、无丁达尔现象以及一定的美白功效（动物源胶原蛋白呈乳白色非透明）等优势；我们认为，其在眼周泪沟和黑眼圈、水光针、细纹填充等市场大有可为。未来有望通过技术升级拓展适应症，进一步挖掘高净值客户需求。此外，除单独使用外，胶原蛋白和透明质酸亦可在重叠功效外实现相互补充，释放更多需求。

表5：胶原蛋白 vs 玻尿酸

指标	胶原蛋白	玻尿酸
成分	高分子蛋白质	黏性多糖
皮肤中主要位置	真皮层	真皮层
提取技术	动物源提取为主，基因工程法为发展趋势	发酵法已成功替代提取法成为透明质酸制备主流技术
锁水能力	强，但通常弱于玻尿酸	极强，1个玻尿酸分子可携带 500 倍以上的水分
护肤功效	修复受损细胞，补充养分，刺激自体胶原再生	补水保湿
医美主要应用场景	细纹填充；面部轻度凹陷填充；水光针	面部软组织填充、塑形、祛皱；水光针（补水保湿）
医美效果	1、吸水率低，注射后不肿胀； 2、无丁达尔现象，具有一定美白作用； 3、可刺激胶原蛋白再生。注入体内的胶原对宿主细胞有诱导作用，使细胞向注射物内迁移，并进行正常生理代谢，合成自身胶原等细胞外间质成分。	1、亲水性好，使得肌肤丰满、有弹性；填充和支撑性优于胶原蛋白 2、吸水膨胀，注射后可能会移动； 3、注入体内后在透明质酸酶作用下逐渐降解。
医美安全性	目前动物源蛋白可能导致过敏	源于生物发酵基本不过敏，但玻尿酸医美针剂中的交联剂等成分可能导致过敏
医美产品普遍终端价格	从 2000-15000 元不等 3000-8000 元价格带较多	从 400 元-15000 元不等 1000-5000 元价格带较多
医美代表品牌	双美、薇旖美-锦波生物	嗨体-爱美客、润致-华熙生物、海魅-昊海生科、乔雅登-艾尔建

资料来源：公司招股书、大众点评、浙商证券研究所

胶原蛋白注射成长点 2：技术升级拓展适应症，挖掘高净值客户需求。胶原蛋白终端售价较高，未来有望通过加强市场教育和方案设计，深挖高净值客户需求；并通过单次多支注射/高频复购提升客单价及消费频次。

图 15：胶原蛋白注射剂通过综合定制方案，实现单次多支注射，提升客单价



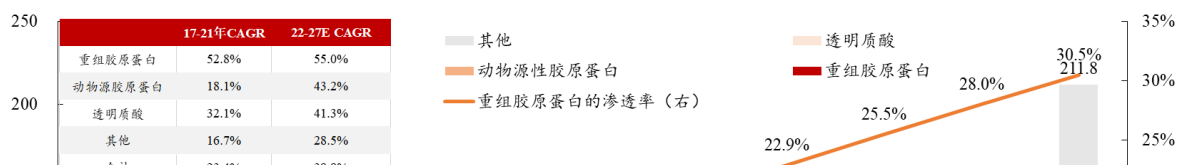
资料来源：薇旖美小红书官方号，浙商证券研究所

➤ 3) 功效性护肤品：胶原蛋白应用空间大，重组胶原渗透率提升

重组胶原蛋白增长靓丽，预计渗透率有翻倍提升空间。据沙利文，中国功效性护肤市场规模（零售额）从17年的133亿增至21年的308亿元，CAGR为23%。其中，功效性护肤市场规模308亿元=重组胶原46亿+动物源胶原16亿+透明质酸78亿+其它168亿。17-21年重组胶原蛋白/动物源胶原蛋白功效性护肤品市场CAGR分别为53%/18%，重组胶原蛋白增速领跑行业。据沙利文，重组胶原蛋白在功效性护肤中的渗透率有望从21年的15%翻倍至27年的30%以上。

“内”“外”兼修，胶原蛋白皮肤护理应用潜力大。胶原蛋白具有补水、美白、敏感修复等功效。小分子胶原蛋白肽被动扩散至皮肤浅层结构起到保湿作用；大分子胶原蛋白通过物理性透皮吸收以及细胞介导的生物性透皮方式进入角质层、真皮层，“内”“外”兼修，使其保水、美白、皮肤营养、促进组织生长愈合的功效得到充分发挥，在修护类贴片面膜、面霜、原液等品类均占据一席之地。

图16：2017-2027E 中国功效性护肤品市场零售额规模（单位：十亿元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

2.2.4 问题四：胶原蛋白公司有什么特点？

➤ 行业壁垒较高，盈利能力可观

胶原蛋白产业链长+技术壁垒较高，盈利能力普遍>化妆品公司。生物医美护肤品精准把握消费者功效诉求，平均盈利能力领先传统化妆品公司。通过精准定位用户需求，把握消费者精细化、功效化产品诉求，行业内企业凭借自研先进的原料制备技术进行皮肤护理产品转化，与传统护肤品相比更具差异化与技术优势，使消费者付出更高的品牌溢价。生物医美护肤品企业毛利率普遍约在80%的水平，高于美妆个护公司及其护肤品业务。

胶原蛋白上市公司主要玩家：巨子生物、锦波生物、华熙生物、创尔生物。

图17: 锦波生物/巨子生物/华熙生物/创尔生物产品布局

资料来源: 各公司公告及官网、浙商证券研究所

表6: 胶原蛋白公司毛利率与净利率整体高于传统化妆品

			2020	2021	2022	2023H1
胶原蛋白公司	巨子生物	销售毛利率	84.60%	87.20%	84.40%	84.10%
	巨子生物（专业皮肤护理产品）	销售毛利率	86.30%	87.30%	85.00%	84.10%
	巨子生物	销售净利率	69.30%	53.20%	42.20%	40.70%
	敷尔佳*	销售毛利率	76.50%	82.00%	83.10%	82.80%
	敷尔佳（医疗器械类）	销售毛利率	78.70%	84.10%	86.10%	—
	敷尔佳（化妆品类）	销售毛利率	73.70%	79.10%	80.20%	—
	敷尔佳	销售净利率	40.90%	48.90%	47.90%	40.70%
	锦波生物	销售毛利率	80.00%	82.30%	85.40%	89.20%
	锦波生物（化妆品）	销售毛利率	75.50%	—	—	64.00%
	锦波生物	销售净利率	20.00%	24.40%	27.90%	34.40%
	创尔生物	销售毛利率	82.50%	79.60%	77.80%	78.70%
	创尔生物	销售净利率	30.30%	14.20%	14.20%	14.40%
化妆品公司	华熙生物	销售毛利率	81.40%	78.10%	77.00%	73.80%
	华熙生物（功能性护肤产品）	销售毛利率	81.90%	79.00%	78.40%	74.50%
	华熙生物	销售净利率	24.50%	15.70%	15.10%	13.70%
	珀莱雅	销售毛利率	63.60%	66.50%	69.70%	71.20%
	珀莱雅	销售净利率	12.00%	12.00%	13.00%	14.60%
	贝泰妮	销售毛利率	76.30%	76.00%	75.20%	75.40%
	贝泰妮	销售净利率	20.60%	21.50%	21.00%	18.60%

资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

3 巨子生物：胶原蛋白行业龙头，渠道转型+品牌破圈中

3.1 品牌：可复美发力功能性护肤，可丽金渠道转型完毕

可复美和可丽金两大品牌收入占比超9成，可复美为近年核心驱动。23年巨子生物旗下主品牌为可复美和可丽金，23年分别贡献收入27.9/6.2亿元，合计收入占比97%。其中，可复美为核心驱动，19-23年CAGR达76%，收入占比由19年的30%增至23年的79%。可丽金原为公司第一大品牌，19年收入占比高达50%，但近年渠道转型，21年收入有所下行，22-23年持平略增，预计24年渠道调整成效初显，发展有望加速。

图18：公司品牌占比——23年可复美79%+可丽金17%

图19：公司品牌收入——19-23年可复美cagr 76%（百万元）

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表7：公司品牌矩阵

品牌	推出时间	产品类型	定位	SKU数量	零售价区间
专业皮肤护理					
可丽金	2009年	功效性护肤品	中高端多元品牌	60	109-680元
可复美	2011年	功效性护肤品/医用敷料（II类）	皮肤科级别品牌	30	99-459元
可预	2015年	功效性护肤品/医用敷料（II类）	抑制和环节皮肤炎症反应	4	86-283元
可痕	2016年	疤痕修复敷料（II类）	用于疤痕修复	1	498元
可复平	2016年	医用敷料（II类）	用于口腔溃疡	1	199元
利妍	2019年	医用敷料（II类）	用于女性护理	3	128-340元
欣苒	2019年	功效性护肤品	稀有人参皂苷皮肤护理品牌	5	247.5-585元

资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

可复美：发力功能性护肤及线上渠道，妆械一体。可复美于2011年推出，定位功效性护肤品/医用敷料（II类），单价普遍在99-459元，2015年起从线下公立/私人医院和诊所拓展到大众市场和线上渠道，21年天猫商城复购率达42.9%。22年以来可复美在渠道及产品方面均有新亮点：1）渠道端加码线上投放，23年大促合作超头。2）产品端：可复美原以销售医用敷料为主，畅销十余年，蝉联天猫京东TOP1。22年起产品端逐渐向“医用敷料+功效性护肤品”转型，胶原棒（重组胶原蛋白次抛）已成长为继敷料后的明星单品，并积极拓展水乳、霜等高价新品类。

表8: 可复美核心产品矩阵

类型	医用敷料		贴片面膜		涂抹面膜
名称	重组胶原蛋白敷料	生物修复敷料喷雾	小水膜	胶原贴	冰淇淋面膜
图例					
核心成分	重组 I 型人源化胶原蛋白原液	重组 I 型人源化胶原蛋白原液、透明质酸钠	玻尿酸、聚谷氨酸钠、依克多因	甜菜碱、黄原胶、甘油聚醚-26	牛油果树果脂、油橄榄果油、角鲨烷、积雪草提取物
功效	促进愈合 缓解炎症	治疗过敏 愈合创面	补水 缓解干燥	修护 舒缓	保湿 舒缓
定价	178 元/5 片	198 元/100ml	109 元/5 片	168 元/5 片	158 元/165 克
类型	水乳		精华		面霜
名称	肌御赋活修护精粹乳	焕能舒润柔肤水	胶原棒	秩序精华	吨吨霜 焦点面霜
图例					
核心成分	C5HR 重组胶原蛋白、三重神经酰胺、角鲨烷	维生素 B5、依克多因、β-葡聚糖、二裂酵母精粹	Human-like 重组胶原蛋白、依克多因、5D 玻尿酸	稀有人参皂苷 CK、羟基积雪草甙、灵芝提取物	甜菜碱、小球藻提取物、烟酰胺、复活草
功效	修护 保湿 舒缓	保湿 舒红	修护 舒缓 保湿	保湿 控油 舒缓	保湿 舒缓 抗皱 紧致
定价	178 元/40ml	145 元/500ml	379 元/30 支	249 元/30ml	269 元/50g 369 元/50g

资料来源: 可复美天猫官旗、浙商证券研究所

可丽金: 专研重组胶原抗老的功效性护肤品牌。2009 年推出, SKU60 个, 单价 109-680 元, 略高于可复美, 21 年天猫商城复购率达 32.4%。当前明星系列包括大膜王涂抹面膜, 以及 22 年新推出的嘭嘭次抛 (重组胶原蛋白次抛)。23 年年底以来上新胶卷眼霜和面霜, 瞄准面部及眼部抗老问题。

表9: 可丽金核心产品矩阵

类型	贴片面膜	涂抹面膜	水乳	精华	喷雾
名称	健肤保湿面膜	大膜王睡眠面膜	健肤肌底液	嘭嘭次抛	健肤大白喷
图例					
核心成分	泛醇、卷柏 (SELAGINELLA TAMARISCINA) 提取物、可溶性胶原	雨生红球藻提取物、玻色因、Human-like 重组胶原蛋白	神经酰胺 NP、积雪草提取物、Human-like 重组胶原蛋白、依克多因	Human-like 重组胶原蛋白、乙酰基六肽-1、乙酰基六肽-8、六肽-9	Human-like 重组胶原蛋白、馨肤怡、全谱玻尿酸、积雪草提取物
功效	保湿	紧致 抗皱	修护 舒缓 保湿	抗皱 紧致	保湿 修护
定价	138 元/盒	188 元/20 颗	168 元/30ml	379 元/30 支	194 元/150ml
类型	面霜		眼霜		
名称	抗皱保龄霜	健肤面霜	胶卷面霜	胶卷眼霜	
图例					
核心成分	牛油果树果脂、β-烟酰胺单核苷酸、乙酰基六肽-1、乙酰基六肽-8、六肽-9	生育酚乙酸酯、尿囊素、牛油果树 (BUTYROSPERMUM PARKII) 果脂	Mini 小分子重组胶原蛋白肽、六肽-9、乙酰基四肽-9、类肉毒杆菌肽、麦角硫因	C5HA 重组胶原仿生组合、HPR、蛇毒肽、乙酰基六肽-8、烟酰胺、新晋克斯皂苷元	
功效	紧致 抗皱 保湿	保湿 滋润 修护	抗皱 紧致 保湿	紧致 淡纹	
定价	179 元/15g	232 元/50g	229 元/30g	319 元/20g	

资料来源: 可丽金天猫官旗、浙商证券研究所

欣苒：人参皂苷类功能性品牌。23 年公司与众可集团强强联合推出功效护肤品牌，代表产品参苒阿胶红参饮品和 γ -氨基丁酸人参饮品等。

图20： 巨子生物人参皂苷类品牌 SKIGIN 欣苒

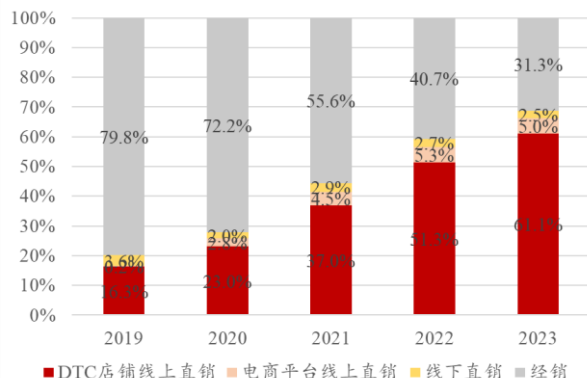


资料来源：SKIGIN 天猫官旗，浙商证券研究所

3.2 渠道：“医疗+大众”双轨全渠道触达用户

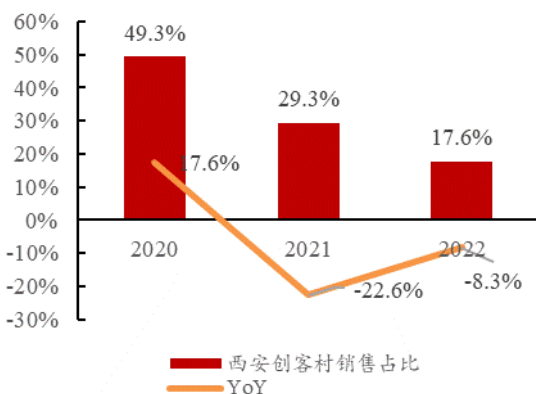
线上直销高增驱动，收入占比提升至 66%。23 年公司收入可拆分为：61%DTC 店铺线上直销+5%电商平台线上直销+2.5%线下直销+31%经销，同比+77%/+43%/+40%/+15%。近年公司线上转型，显著降低对经销渠道的依赖，23 年线上直销占比同比提升 10pcts，经销占比同比下降 9pcts，其中线上 DTC 直销渠道 20-23 年均保持 70%以上的同比增长。

图21： 20-23 年公司线上渠道直销与经销占比



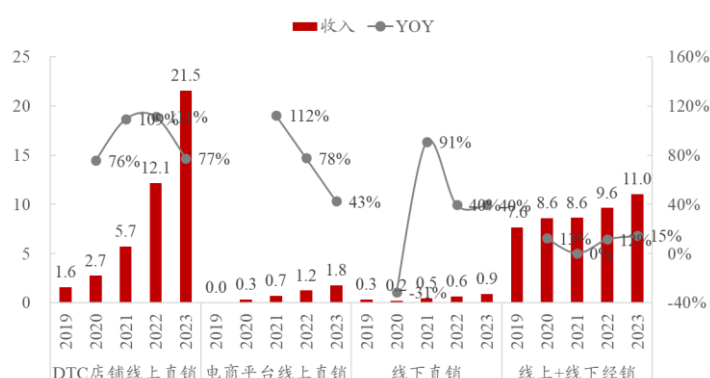
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图23： 20-22 年经销商（西安创客村收益）占比



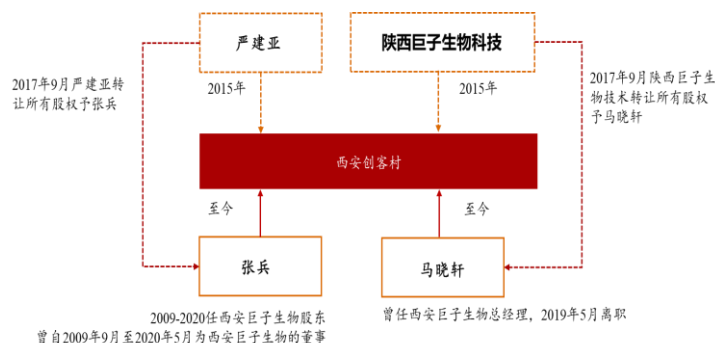
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图22： 20-23 年公司渠道结构（亿元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图24： 西安创客村股权架构（截至 24 年 4 月 15 日）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

“医疗机构+大众消费者”双轨制消费策略，直销+经销、线上+线下全渠道有效触达用户。截至 23 年，公司医疗端覆盖 1500 家公立医院、2500 家私立医院和诊所、650 个连锁药房和 6000 家 CS/KA 门店。

图25： 巨子生物医疗机构+大众消费者的营销渠道



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

3.3 深度剖析——市场最关心的三大问题

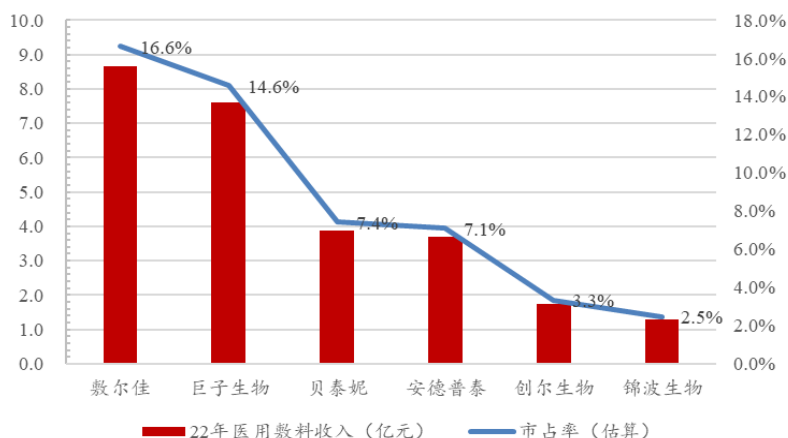
3.3.1 问题一：如何看待巨子生物在医用敷料及功能性护肤赛道的成长性？

我们认为，巨子生物在医用敷料与功能性护肤赛道均已跻身国货前列，持续受益于线上渠道转型+胶原蛋白行业红利。

➤ 医用敷料：23H1 巨子生物已与敷料龙头敷尔佳平分秋色。

从竞争格局来看，皮肤修护敷料以本土品牌为主导，市场集中度较高，竞争格局优于传统护肤品赛道。我们估算，22 年医用皮肤修护敷料 TOP3 分别为巨子生物（主品牌可复美）、敷尔佳（主品牌敷尔佳）、贝泰妮（主品牌薇诺娜），CR3 达 39%。而据欧睿，22 年中国护肤品市场 TOP3 分别为欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛，均为海外品牌，CR3 为 16%。

图26： 22 年医用敷料贴（皮肤护理）市场集中度较高——敷尔佳 17%+巨子生物 15%



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所测算

注 1：部分公司 22 年医用敷料收入存在估算与假设。其中，贝泰妮医用敷料收入采用 22 年“医疗器械收入”近似；安德普泰 22 年医用敷料收入采用其 21 年医用敷料收入近似（来自敷尔佳问询函回复公告）；创尔生物 22 年医用敷料收入根据其 21 年胶原敷料贴收入估算

注 2：市占率计算方式为 22 年医用敷料收入/22 年医用敷料贴市场规模，医用敷料贴市场规模来自沙利文预测的 21 年医用敷料贴市场规模（引自敷尔佳公告），主要系考虑到 22 年特殊事件影响，我们假设 22 年市场规模和 21 年持平。

从发展趋势来看，医用敷料核心应用场景为医美术后+问题肌肤，均为高潜力赛道，其中胶原蛋白为医用敷料领域的新兴热点成分，有一定溢价能力。过去医用敷料以透明质酸钠成分为主，据沙利文，21年中国医用敷料市场中重组胶原蛋白渗透率仅18.5%，预计27年可提升至26%以上。

表10：代表性医用敷料产品——本土品牌为主

公司	品牌	图例	天猫热销产品	每片单价	主要成分	医疗器械
巨子生物	可复美		重组胶原蛋白敷料	37.6	胶原蛋白	II类
敷尔佳	敷尔佳		医用透明质酸钠修复贴（白）	23.6	透明质酸钠	II类
			医用透明质酸钠修复贴（黑）	31.8	透明质酸钠	II类
			医用重组III型人源化胶原蛋白贴敷料	20.0	胶原蛋白	II类
薇诺娜	薇诺娜		透明质酸修护贴敷料	42.7	透明质酸钠	II类
			酵母重组胶原蛋白贴敷料	29.7	胶原蛋白	II类
安德普泰	芙清		抗菌功能性敷料贴/医用祛痘敷料	27.6	透明质酸钠、抗菌十三肽	II类
绽妍	绽妍		皮肤修护敷料	24.7	透明质酸钠	II类
可孚医疗	可孚		医用冷敷贴	13.0	透明质酸钠	II类
锦波生物	伯纳赫		医用重组人源胶原蛋白功能敷料	52.7	胶原蛋白	II类
创尔生物	创福康		胶原贴敷料	35.6	胶原蛋白	III类
			胶原贴敷料	27.6	胶原蛋白	II类

资料来源：各品牌天猫官旗、敷尔佳公司公告、浙商证券研究所

巨子生物：产品定位中高端胶原蛋白，受益于线上转型+乘胶原蛋白行业东风，后来居上。巨子生物19-22年医疗器械产品（主要为医用敷料）收入翻倍增长，23H1同比保持15%的稳健增长。23H1巨子生物在医用敷料领域已和敷尔佳已平分秋色，相关产品收入均约4亿。

敷尔佳：医用敷料行业龙头，先发优势+医用敷料行业教育领军者。近年医疗器械产品收入基本维持稳定，产品成分以透明质酸钠为主，并辅以积雪草、重组胶原蛋白、虾青素、传明酸等多成分搭建多产品矩阵。

贝泰妮：敏感肌护肤龙头，23H1医疗器械产品表现靓丽，其中OTC渠道贡献收入同增87%；产品以透明质酸修护生物膜、敷料为主。

图27: 巨子生物、敷尔佳、薇诺娜医疗器械产品收入及 YOY (百万元)



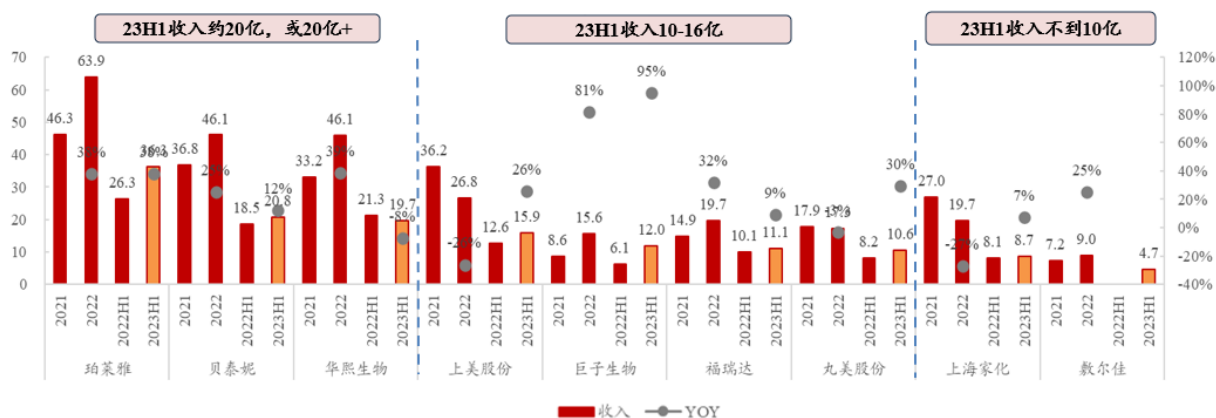
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

➤ 功能性护肤: 巨子生物借胶原蛋白行业东风, 叠加线上转型+次抛新品驱动, 跻身至国产品牌第二梯队

复盘目前 A&H 股已上市的主流化妆品公司, 巨子已跻身第二梯队。

- 1) 第一梯队: 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物。23H1 收入体量约 20 亿或超 20 亿。2) 第二梯队: 上美股份、巨子生物、福瑞达、丸美股份。23H1 收入体量在 10 亿-16 亿。3) 第三梯队: 上海家化、敷尔佳。23H1 收入体量在 10 亿以内。

图28: 主流化妆品公司美容护肤产品收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 巨子生物/华熙生物采用“功能性护肤收入”、贝泰妮/敷尔佳/福瑞达采用“化妆品收入”、上海家化采用“美容护肤收入”、其余采用总收入

重组胶原蛋白成分大热, 公司加码线上直销+次抛新品承接胶原流量红利。23 年 5 月公司深度合作新世相和超头, 发布《成分中国·原料之战》, 回溯重组胶原蛋白的发展历程及技术突破, 进一步提升影响力; 618 及双十一和超头持续合作, 大促表现亮眼。据巨子生物官方战报, 可复美和可丽金 23 年双十一线上全周期 GMV 同比增速分别超 100%/50%。其中, 次抛系列成为增长新驱动, 可复美胶原棒/可丽金嘭嘭次抛双十一期间线上 GMV 同比增速超 200%/80%。

图29: 公司合作超头发布《成分中国·原料之战》



资料来源: 新世相, 浙商证券研究所

图30: 公司次抛产品放量驱动功能性护肤收入高增



资料来源: 巨子生物官方微信公众号, 浙商证券研究所

注: 图中增速为23年天猫双十一增速(23.10.31-11.11)

表11: 代表性次抛类产品梳理

公司 品牌	华熙生物 润百颜	华熙生物 夸迪	丸美股份 丸美	巨子生物 可复美	巨子生物 可丽金	法国科兰黎 科兰黎	欧诗漫生物 欧诗漫
产品名称	屏障调理次抛	焕颜精粹蓝次抛2.0	小金针	胶原棒	嘭嘭次抛	VC次抛精华	珍白因安心小白管
主要功效	修护舒缓 保湿	紧致抗皱 修护保湿	紧致抗皱 修护	修护舒缓 保湿	紧致抗皱 保湿	美白抗氧	美白祛斑
价格	379元/45ml	399元/37.5ml	398元/30支	379元/30支	379元/30支	830元/12ml	200元/36ml
核心成分	玻尿酸、广藿香叶提取物等	专利蓝铜胜肽、香根鸢尾精粹等	专利重组双胶原(I型+III型)、依克多因、透明质酸钠等	4种重组胶原蛋白、透明质酸钠、依克多因等	4种重组胶原蛋白、乙酰基六肽等	VC等	珍白因Pro(水解贝壳硬蛋白)、玉兰花提取物等
图例							

资料来源: 各品牌天猫官旗、浙商证券研究所

3.3.2 问题二: 巨子在注射胶原医美赛道的布局?

重组胶原蛋白医美注射仍为蓝海市场, 7款获批产品仅2款为重组胶原蛋白产品。20年及之前, 我国胶原蛋白医美产品主要是台湾双美旗下的肤丽美、肤柔美等, 其来源为取自猪的动物源性胶原蛋白。21年锦波生物获批首款重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维医美产品, 并于23年8月获批国内第二张重组胶原植入剂III类医疗器械注册证。

表12: 中国大陆注射类胶原蛋白（医美）获批 III 类医疗器械的产品

产品	公司	获批时间	主打成分	实际价格区间	维持时间
肤柔美	台湾双美	2009	I 型胶原蛋白（猪皮）	4000-7000 元/ml	3 个月
肤丽美		2012	I 型胶原蛋白（猪皮）	7000-13000 元/ml	8-12 个月
肤莱美		2019	I 型胶原蛋白（猪皮）+ 利多卡因	8000-13000 元/ml	8-12 个月
弗缦 胶娇针	斐缦长春	2016	3.5% 牛胶原（I 型+III 型）+ 0.3% 盐酸利多卡因悬浮液	6000-8000 元/ml	3-6 个月
薇旖美	锦波生物	2021	重组人源 III 型胶原蛋白冻干纤维	4000-7000 元/瓶	3-6 个月
铂研胶原针		2023	重组 III 型人源化胶原蛋白溶液	—	—
爱贝芙	汉福生物科技	2012	80% 牛胶原溶液+20% PMMA 微球+0.3% 利多卡因	15000-20000 元/0.5ml	6-12 个月

资料来源：NMPA、各公司官网、大众点评、浙商证券研究所

公司旗下 4 款重组胶原蛋白医美注射产品有望于 24-25 年上市。其中 24 年公司计划上市的两款产品适应症分别为滋润保湿和面部皱纹，从适应症来看，较为相似的产品包括锦波生物旗下的薇旖美和双美旗下的肤柔美。25 年预计上市的两款产品适应症均为中度至重度皱纹，相似适应症的产品包括双美旗下的肤丽美。

表13: 公司在研医美产品及市场可比产品

公司	类别/产品	适应症	预计上市时间
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	用于皮下/皮内肌肤抗衰老+滋润保湿，主要针对面部皮肤	2024
巨子生物	重组胶原蛋白固体制剂	用于皮下/皮内肌肤抗衰老，主要针对面部皱纹（抬头纹、鱼尾纹）	2024
巨子生物	重组胶原蛋白凝胶	用于皮下/皮内肌肤抗衰老，主要针对中度至重度的皱纹	2025
巨子生物	交联重组胶原蛋白凝胶	用于皮下/皮内肌肤抗衰老，主要针对中度至重度法令纹	2025
台湾双美	胶原蛋白植入剂“Sunmax” Collagen Implant I（肤柔美）	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）	已上市
台湾双美	胶原蛋白植入剂 Sunmax Collagen Implant I-Plus（肤丽美）	面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	已上市
锦波生物	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维（薇旖美）	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）	已上市
锦波生物	注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液	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）	已上市

资料来源：各公司公告、国家药监局、浙商证券研究所

3.3.3 问题三：为什么巨子净利率超 40%，盈利能力领先同业？未来盈利能力趋势？

- 我们认为，巨子生物盈利水平远超同业可比公司主要系高毛利+费用率维持低位。20 年公司净利率一度高达 69%，远超同业。23H1 公司净利率 41%，毛利率 84%，保持行业领先水准。

图31: 巨子生物盈利能力同业领先

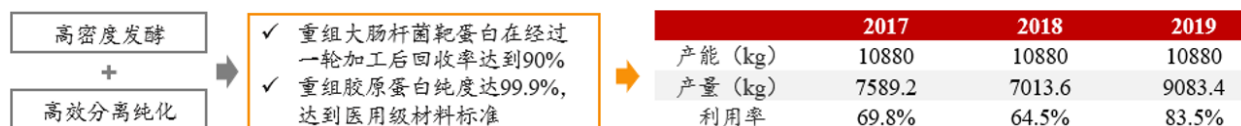
	公司	2019	2020	2021	2022	2023H1
毛利率	巨子生物	83.3%	84.6%	87.2%	84.4%	84.1%
	敷尔佳	77.0%	76.5%	82.0%	83.1%	82.8%
	创尔生物	83.5%	82.5%	79.6%	77.8%	78.7%
	锦波生物	84.7%	80.0%	82.3%	85.4%	89.2%
净利率	巨子生物	60.1%	69.3%	53.2%	42.2%	40.7%
	敷尔佳	49.2%	40.9%	48.9%	47.9%	40.7%
	创尔生物	23.8%	30.3%	14.2%	14.2%	14.4%
	锦波生物	27.1%	20.0%	24.4%	27.9%	34.4%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1) 毛利率保持高位——规模化生产+中高端定位优势。

一方面，公司为全球胶原蛋白原料龙头，生产具一定规模优势，降本增效。19-21年公司重组胶原蛋白产能达10.88吨，为全球最大的胶原蛋白生产企业之一，且21年6月扩建重组胶原蛋白发酵车间，设计年产能212.5吨，新生产设施于23年开始生产。

图32： 公司为全球胶原蛋白原料龙头，规模化生产优势



资料来源：巨子生物招股说明书，浙商证券研究所

另一方面，公司核心品牌可复美及可丽金均定位中高价格带，盈利水平较高。据公司招股书，可复美产品集中在99-459元，可丽金产品集中在109-680元。

从敷料产品来看，公司产品定位偏中高端，代表性产品类人胶原蛋白敷料单片价格超35元；敷料龙头敷尔佳，代表性产品白膜/黑膜敷料单片价格约20-35元。

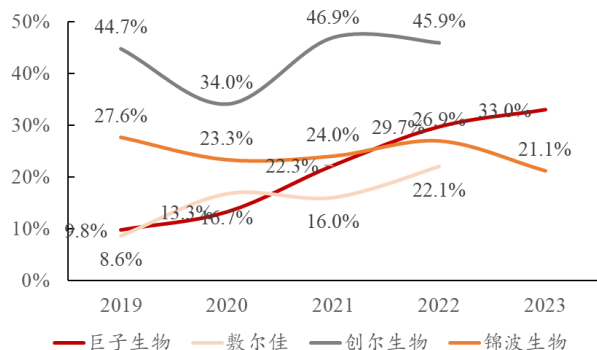
从功能性护肤来看，公司代表性新品主要瞄准次抛精华、乳液、霜等高客单价品类，如可复美胶原棒和可丽金嘭嘭次抛（均为重组胶原蛋白次抛精华）天猫官旗售价在300-400元/盒、可复美胶原乳天猫官旗售价在150-200元/40ml、可复美吨吨霜价格在200-300元/50g。

2) 期间费用率较低——前期主要受益于良好的行业竞争格局+线下为主的渠道结构；当前销售费用率随渠道转型明显提升，但预计整体可控。

销售费用率：19-23年公司销售费用率由9.8%提升至33.0%，主要系线上转型。

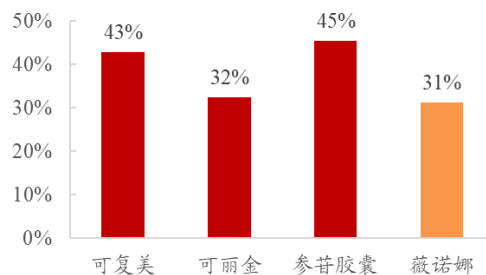
20年及以前销售费用率低，主要系创客村和医院等经销占比高+高复购+竞争格局佳。公司21年及以前销售费用率不到15%，我们认为主要原因如下：第一，公司过去以经销渠道为主，其中微商平台创客云原为自有平台，费用投放低；和公立/私立院线长期合作建立稳定关系，有助于稳定销售费用率。第二，公司产品复购率高，有效降低获客成本。21年公司主品牌认知度和客户粘性较强，可复美、可丽金以及功能性食品代表产品参茸胶囊天猫渠道复购率均超30%（可对标功能性护肤龙头薇诺娜）。第三，胶原蛋白蓝海市场，敷料市场/专业皮肤护理行业集中度较高，竞争格局佳。

图33： 公司渠道转型，销售费用率提升



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图34： 21年公司品牌/产品在天猫官旗享有高复购率

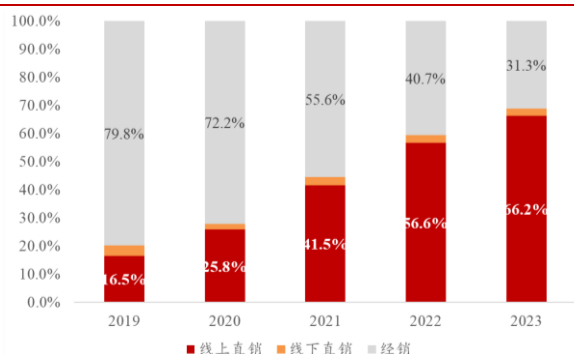


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

线上转型持续+加码功能性护肤+首批医美产品有望上市，我们预计短期销售费用率仍处上行通道。第一，21年以来，公司的销售费用率在线上转型的驱动下明显提升，23H1公司销售费用率高于胶原蛋白同业平均水准。第二，公司近年重点加码功能性护肤领域，由TOB胶原蛋白公司→TOC消费公司转型。若对标化妆品公司，龙头公司线上收入占比普遍在65%-95%左右，销售费用率在30%-50%左右。第三，4款医美产品有望于24-25年陆续上市，前期人员成本及营销推广费用预计有所提升。

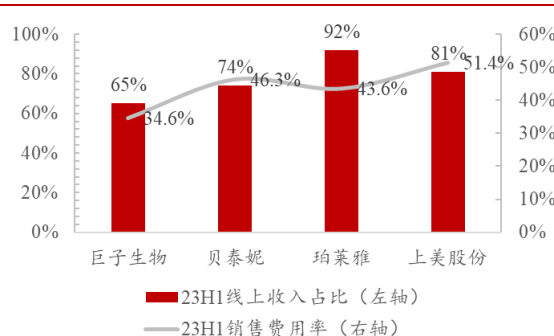
随着巨子线上及业务结构转型，预计销售费用率短期仍将有所上行，但考虑到公司踩位的胶原蛋白细分赛道整体竞争格局佳，蓝海市场潜力大，我们认为费用率的提升整体可控；且随着24-25年高盈利医美产品陆续上市并放量，相关费用有望摊薄。

图35：19-23年公司线上销售占比从16.5%提升至66.2%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图36：巨子线上收入占比及销售费用率低于传统化妆品公司

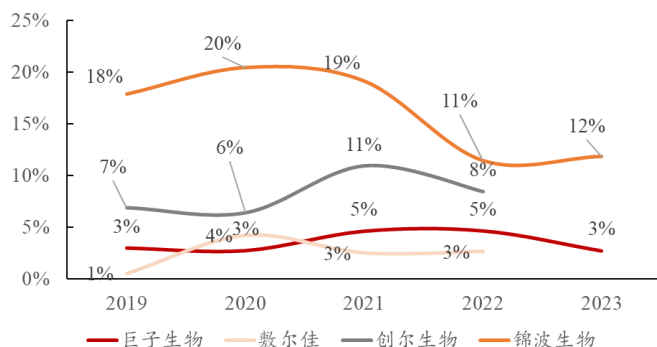


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

管理费用率：公司管理费用率整体稳定在3%-5%，处同业低位，我们认为主要系公司收入保持高增，规模效应下摊薄费用。21-22年管理费用率有所提升主要系上市相关开支增加等。

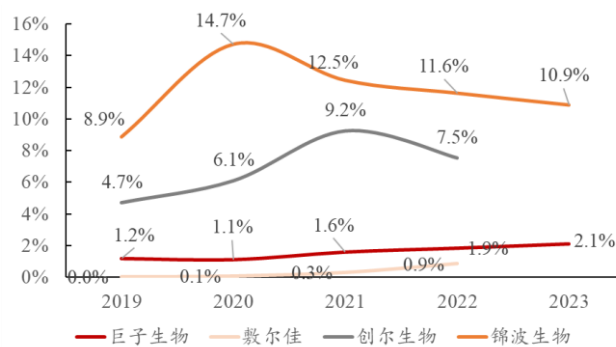
研发费用率：公司研发费用率处同业低位，我们认为主要有以下几点原因。第一，规模效应显著。公司19-22年研发费用合计为0.94亿元，锦波生物/创尔生物分别为1.12/0.73亿元，研发费用投入绝对值相近，但巨子收入规模领先，研发费用率较低。第二，公司当前收入主要来自II类械医用敷料及功能性护肤品，对研发投入的要求较以III类械或药品为主的生物医药公司较低；若参考化妆品公司如珀莱雅/贝泰妮，研发费用率普遍在2%-5%，与公司研发费用率基本匹配。第三，公司背靠西北大学，预计在胶原蛋白研发技术方面有所赋能。第四，公司在2000-2010年期间进行较多基础研究开发，为后续研发打下坚实基础。

图37：公司管理费用率处同业低位，规模效应凸显



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图38：公司规模效应+背靠西北大学，研发费用率处同业低位



资料来源：Wind、浙商证券研究所

4. 盈利预测

4.1 盈利预测分析

关键假设-收入端:

1) 专业皮肤护理产品业务: 胶原蛋白概念火爆, 预计该板块保持高增速, 24-26 年收入分别为 46/57/68 亿, 同增 30%/24.5%/20%。

按品类来看: 23 年功效型护肤/医用敷料收入 26/9 亿 (同比+70%/+13%)。24-26 年来看, 功效性护肤仍处线上转型红利期+次抛等新品强驱动, 但随着整体基数的提升, 预计有所降速。医用敷料整体发展较为成熟, 围绕医美术后、问题肌肤修复问题, 预计未来保持 12%-13%左右的稳健增长。

按品牌来看: 23 年可复美/可丽金/其他品牌收入 28/6/1.03 亿 (同比+73%/持平/+14%)。24-26 年来看, 主品牌可复美收入预计将超过 30 亿大关, 在功效性护肤+医用敷料的双重驱动下, 预计未来保持 21%-30%的增速。可丽金定位中高端功效性护肤, 近年因渠道转型收入有所波动, 预计 24 年恢复至 30%+的增速, 25-26 年保持 20%-25%的增长。

毛利率: 胶原蛋白+功效性护肤正值风口, 公司该板块整体毛利率高于传统化妆品公司, 但随着功能性护肤产品占比的提升, 整体略有下行, 预计 24-26 年毛利率 82.9%/82.3%/81.7%。

2) 功能性食品业务: 渠道和推广策略调整, 近年收入有所波动。预计 24-26 年调整后保持 15%-20%的稳健增长。

3) 医美: 预计 24 年获批 2 款重组胶原蛋白医美产品 (定位水光、细纹), 25 年再获批 2 款重组胶原蛋白医美产品 (定位中重度皱纹)。参考锦波生物重组胶原蛋白注射医美产品爬坡节奏, 我们预计公司医美注射产品 24-26 年收入规模分别为 0.3、3、6 亿元。毛利率在 95%及以上。

表14: 公司收入拆分及预测 (百万元)

收入拆分	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1190	1552	2364	3524	4608	5998	7451
yoy	24.4%	30.4%	52.3%	49.0%	30.8%	30.2%	24.2%
毛利率	84.6%	87.2%	84.4%	83.6%	83.0%	83.0%	82.9%
一、专业皮肤护理产品	1073	1503	2322	3508	4559	5676	6826
YOY	25.8%	40.1%	54.5%	51.1%	30.0%	24.5%	20.3%
毛利率	86.3%	87.3%	84.4%	83.6%	82.9%	82.3%	81.7%
其中: 皮肤护理按产品种类拆分							
1、功能性护肤品	671	861	1,562	2647	3589	4592	5616
YOY	40%	28%	81%	70%	36%	28%	22%
2、医用敷料	402	642	760	861	970	1083	1209
YOY	8%	60%	18%	13%	13%	12%	12%
其中: 皮肤护理按品牌拆分							
1、可复美	421	898	1613	2788	3621	4519	5448
YOY	46%	113%	80%	73%	30%	25%	21%
2、可丽金	559	526	618	617	814	1017	1221
YOY	16%	-6%	18%	0%	32%	25%	20%
3、其他	92	79	90	103	118	133	151
YOY	12%	-14%	14%	14%	14%	13%	13%
二、功能性食品	118	49	43	16	19	22	25
YOY	13.4%	-58.0%	-13.6%	-62.5%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	69.0%	85.4%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%	85.0%
三、医美					30	300	600
毛利率					95.0%	96.0%	97.0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 23 年皮肤护理产品及功能性食品毛利率为预测值

关键假设-费用端:

销售费用率: 预计随着公司化妆品业务线上转型持续推进,以及医美产品上市前期营销推广费用,销售费用率仍呈上行趋势。但考虑到胶原蛋白行业竞争格局仍优于传统化妆品+医美产品有望迅速放量,摊薄费用,我们预计销售费用率的提升整体可控。预计 24-26 年销售费用率分别为 35.3%、37.0%、37.9%;

管理费用率: 随着公司收入规模迅速增长,规模效应凸显;但考虑到 23 年 8 月公司采纳股权激励计划,预计 24 年相关费用确认较多。预计 24-26 年管理费用率分别为 3.2%、2.5%、2.0%。

研发费用率: 公司持续加码研发,多款 III 类械医美产品有望获批,相关临床报批等费用或有所增长。我们预计 24-26 年研发费用率分别为 2.4%、2.3%、2.0%。

4.2 估值分析

巨子生物作为重组胶原蛋白赛道龙头公司,当前收入主要来自化妆品和医用敷料,今年有望切入医美赛道。我们选取化妆品、医美、和重组胶原蛋白行业部分公司作为参照。其中**爱美客**为注射医美龙头,产品矩阵丰富,已通过收购沛奇隆布局动物源胶原蛋白,wind 一致预期下 24 年 PE 为 **24X**。**珀莱雅**作为国货化妆品龙头,大单品策略+多品牌矩阵驱动下保持 25%左右的稳健增长,wind 一致预期下 24 年 PE 为 **27X**。**上美股份**作为传统化妆品公司,近年发力下沉市场发展迅猛,wind 一致预期下 24 年 PE 为 **21X**。**锦波生物**(北交所)同处重组胶原蛋白赛道,重组胶原蛋白植入剂持续贡献业绩增量,wind 一致预期下 24 年 PE 为 **29X**。

4 家可比公司 24-25 年平均 PE 分别为 25、19 倍,而公司同期经调 PE 分别为 23、19 倍。考虑到公司还有 4 款医美产品有望于 24-25 年获批,参考近年有大单品获批/放量逻辑公司如①锦波生物市值 136 亿(截止 24 年 4 月 20 日,下同),注射医美产品贡献主要业绩增量。②江苏吴中市值 78 亿,23 年报表端仍有亏损,24 年 Wind 一致预期 1.4 亿,预计主要来自今年的再生新品 AestheFill(艾塑菲)。我们认为巨子生物在重组胶原蛋白领域多年深耕,待获批的 4 款产品有望提振业绩及估值水平。

表15: 公司估值比较(截至 24 年 4 月 20 日)

代码	上市公司	市值	归母净利(亿元)				归母净利 YOY				PE			
			22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E
603605.SH	珀莱雅	411	8.2	11.9	15.0	18.6	42%	46%	26%	24%	58	33	27	22
300896.SZ	爱美客	605	12.6	18.6	25.0	32.8	32%	47%	35%	31%	97	34	24	18
832982.BJ	锦波生物	136	1.1	3.0	4.7	6.5	90%	175%	57%	38%		59	29	21
2145.HK	上美股份	170	1.5	4.6	8.0	10.5	-64.7%	213%	73%	32%	82	20	21	16
平均											79	37	25	19
2367.HK	巨子生物	425	10.0	14.5	17.3	22.2	21%	45%	19%	28%	30	22	25	19
			10.6	14.7	18.2	22.6	24%	39%	24%	24%	28	22	23	19

资料来源: Wind、浙商证券研究所

注 1: 除巨子生物,其余来自 Wind 一致预期

注 2: 标蓝为巨子生物经调净利润口径(剔除股权激励费用摊销影响)

4.3 投资建议

预计公司 24-26 年实现营业收入 46.08/59.98/74.51 亿元，同比增长 31%/30%/24%。预计公司 24-26 年实现归母净利润 17.30/22.19/27.65 亿元，同比增长 19%/28%/25%，对应 PE 分别为 25/19/15 倍。若剔除股权激励费用摊销影响，预计经调净利分别为 18.17/22.58/27.57 亿元，对应经调 PE 分别为 23/19/15 倍。公司系国内胶原蛋白赛道龙头之一，长坡厚雪，成长空间可期，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

1) 化妆品及医用敷料增速不达预期。公司当前收入基本来自功能性护肤及医用敷料业务，产品矩阵较为依赖爆品胶原蛋白次抛、以及经典敷料系列。若后续推新能力不足或导致降速明显。

2) 市场竞争加剧。胶原蛋白行业景气度高，多家公司入局胶原蛋白，或加码相关产品布局，若公司产品差异化不明显，将影响公司产品销量及发展空间。

3) 监管政策变化。医美监管政策趋严，若监管政策变化而公司不能及时作出调整，将面临业绩波动的风险。

4) 医美等新品研发及上市进展不及预期。若公司新管线研发进度不及预期/研发失败，将影响公司成长速度及发展空间。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,135	5,159	7,434	10,251
现金	2,504	3,238	5,188	7,669
应收账款及票据	102	132	200	266
存货	200	327	463	606
其他	1,329	1,462	1,583	1,709
非流动资产	838	824	817	824
固定资产	663	619	582	559
无形资产	56	86	116	146
其他	119	119	119	119
资产总计	4,973	5,983	8,250	11,075
流动负债	531	505	614	735
短期借款	2	2	2	2
应付账款及票据	133	98	157	212
其他	396	406	456	522
非流动负债	71	71	71	71
长期债务	0	0	0	0
其他	71	71	71	71
负债合计	602	577	686	807
普通股股本	0	0	0	0
储备	4,362	5,402	7,566	10,276
归属母公司股东权益	4,362	5,402	7,566	10,276
少数股东权益	9	5	(1)	(8)
股东权益合计	4,371	5,406	7,565	10,268
负债和股东权益	4,973	5,983	8,250	11,075

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,688	1,536	2,084	2,591
净利润	1,452	1,730	2,219	2,765
少数股东权益	(4)	(4)	(6)	(7)
折旧摊销	91	104	97	93
营运资金变动及其他	149	(294)	(227)	(259)
投资活动现金流	(510)	(111)	(93)	(75)
资本支出	(218)	(90)	(90)	(100)
其他投资	(292)	(21)	(3)	25
筹资活动现金流	1	(636)	14	20
借款增加	1	0	0	0
普通股增加	0	250	0	0
已付股利	(0)	(886)	14	20
其他	0	0	0	0
现金净增加额	1,124	734	1,950	2,481

资料来源：浙商证券研究所

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,524	4,608	5,998	7,451
其他收入	2	5	6	7
营业成本	577	784	1,019	1,273
销售费用	1,164	1,627	2,219	2,824
管理费用	97	148	150	145
研发费用	75	111	135	148
财务费用	(47)	(34)	(58)	(90)
除税前溢利	1,745	2,055	2,635	3,283
所得税	297	329	422	525
净利润	1,448	1,726	2,214	2,758
少数股东损益	(4)	(4)	(6)	(7)
归属母公司净利润	1,452	1,730	2,219	2,765
EBIT	1,698	2,021	2,577	3,194
EBITDA	1,789	2,125	2,675	3,286
EPS (元)	1.49	1.74	2.23	2.78

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	49.05%	30.76%	30.15%	24.24%
归属母公司净利润	44.88%	19.20%	28.23%	24.60%
获利能力				
毛利率	83.63%	82.98%	83.01%	82.91%
销售净利率	41.19%	37.55%	37.00%	37.11%
ROE	33.28%	32.04%	29.33%	26.91%
ROIC	32.22%	31.39%	28.61%	26.12%
偿债能力				
资产负债率	12.11%	9.64%	8.31%	7.29%
净负债比率	-57.25%	-59.87%	-68.56%	-74.68%
流动比率	7.79	10.21	12.10	13.94
速动比率	7.42	9.57	11.35	13.11
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.84	0.84	0.77
应收账款周转率	41.11	39.44	36.18	31.98
应付账款周转率	6.15	6.79	8.00	6.90
每股指标 (元)				
每股收益	1.49	1.74	2.23	2.78
每股经营现金流	1.70	1.54	2.09	2.60
每股净资产	4.38	5.43	7.60	10.33
估值比率				
P/E	21.67	24.57	19.16	15.37
P/B	7.37	7.87	5.62	4.14
EV/EBITDA	16.56	18.48	13.95	10.60

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>