

巨子生物 (2367 HK)

首款注射类医美产品获批，开启公司第二成长曲线

巨子生物的首款注射用重组胶原蛋白产品——重组 I 型 $\alpha 1$ 亚型胶原蛋白冻干纤维获批上市，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。此次获批标志着公司完成医美注射类+医美术后修复（敷料类）+功效护肤的全场景产品矩阵布局。公司正有序推进注射类产品的商业化工作。

■ **注射类新品将开启公司第二增长曲线。**中国医美注射类市场空间广阔，据 F&S 预测，2027 年中国医美注射市场规模将达到 1,470 亿元，其中注射类胶原蛋白市场规模预计将达 168 亿元，赛道具备高增长潜力。目前，国内已获批面部注射用重组胶原蛋白产品共 4 款。除巨子生物此次获批产品外，另有锦波生物的重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维（薇旖美）和注射用重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶（重源新生 HiveCOL），以及锦波生物与修丽可合作推出的注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液（铂研）。巨子生物本次获批产品与薇旖美、铂研均作用于真皮层，针对额部动力性皱纹填充，未来或将在眼部及面部抗衰场景展开竞争。我们认为，巨子生物具备较强的渠道优势：一方面，可复美医用敷料在医美终端积累了深厚渠道网络和品牌认知；另一方面，近期推出的可复美帧域密修系列精准覆盖医美术后修复人群，进一步强化了医美渠道渗透力。因此，注射类新品的市场潜力有望快速兑现，成为驱动公司增长的核心引擎之一。

■ **多款注射类产品已在审批阶段，预计获批节点临近。**公司另外有 2 款注射类胶原蛋白产品均处于审批阶段：1) 注射用重组胶原蛋白填充剂（针对中重度颈纹）：2024 年 12 月被纳入医疗器械优先审批程序；2) 重组胶原蛋白植入剂：2025 年 8 月以药械组合形式提交注册申请，目前已获受理并进入审评阶段。我们认为，上述产品的陆续获批将进一步丰富公司医美产品矩阵，覆盖从额部到面部及颈部、从动力性皱纹改善到全面部皮肤质地提升的多层次抗衰场景。

■ **维持“买入”评级，目标价 58.35 港元。**可复美在双十一首阶段线上销售表现相对疲软，我们估算 2H25 可复美的线上收入或将同比下滑 10%，拖累可复美全年线上收入增速回落至约 5%。然而，可丽金的全年线上收入有望实现约 40% 的高增长。线下业务预计将保持稳健增长。我们预计公司 25 年收入增速预测将放缓至 12%。考虑到可复美线上销售面临的短期压力，我们将可复美 25E-27E 的收入增长 CAGR 由 26% 下调至 14.5%。基于 DCF 模型，我们下调目标价至 58.35 港元，维持“买入”评级（WACC: 10.6%，永续增长率：3.0%），分别对应 26x/ 23x 25E/ 26E PE。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	3,524	5,539	6,192	7,405	8,715
同比增长 (%)	49.0	57.2	11.8	19.6	17.7
净利润(百万人民币)	1,451.8	2,062.3	2,167.5	2,485.1	2,820.5
同比增长 (%)	44.9	42.1	5.1	14.7	13.5
市盈率(倍)	25.4	18.0	18.7	16.3	14.3
净负债比率 (%)	(57.2)	(56.5)	(68.4)	(71.0)	(73.4)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	58.35 港元
(此前目标价)	71.30 港元)
潜在升幅	41.6%
当前股价	41.20 港元

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

张苗

(852) 3761 8910

zhangmiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	44,121.2
3 月平均流通量(百万港元)	617.9
52 周内股价高/低(港元)	84.90/38.62
总股本(百万)	1070.9

资料来源：FactSet

股东结构

Juzi Holding Co., Ltd	54.6%
-----------------------	-------

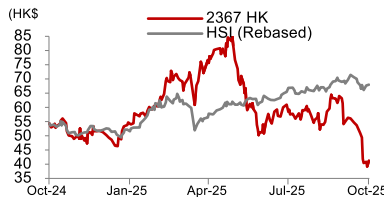
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-33.0%	-32.5%
3 - 月	-29.5%	-30.6%
6 - 月	-45.5%	-53.7%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 巨子生物审批阶段的注射类产品梳理

名称	进度	适应症	公示时间/获批时间	
重组胶原蛋白冻干纤维	获批	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹，包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹	2025.10.21	药械组合
注射用重组胶原蛋白填充剂	纳入医疗器械优先审批	针对中重度颈纹	2024.12.5	医疗器械
重组胶原蛋白植入剂	上市申请获 CDE 受理	全脸水光	2025.08.25	药械组合

资料来源：国家药监局，巨子生物，招银国际环球市场

图 2: 已获批用于面部注射的重组胶原蛋白注射类产品梳理

名称	适应症	公司	获批时间
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）。	锦波生物	2021.06.28
注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液（修丽可铂研）	该产品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）。	锦波生物	2023.08.28
注射用重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶（重源新生 HiveCOL）	用于注射到中面部皮下至骨膜上层，以矫正中面部容量缺失和/或中面部轮廓缺陷	锦波生物	2025.04.09
重组 I 型 α1 亚型胶原蛋白冻干纤维	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。	巨子生物	2025.10.21

资料来源：国家药监局，招银国际环球市场

图 3: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	6,192	7,405	8,715	6,754	8,628	11,094	-8.3%	-14.2%	-21.4%
毛利	5,034	5,944	6,981	5,471	6,905	8,846	-8.0%	-13.9%	-21.1%
归母净利润	2,167	2,485	2,820	2,333	2,842	3,490	-7.1%	-12.6%	-19.2%
基本每股收益 (元)	2.02	2.32	2.63	2.18	2.65	3.26	-7.1%	-12.6%	-19.2%
毛利率	81.30%	80.27%	80.11%	81.00%	80.03%	79.74%	+0.30 ppt	+0.24 ppt	+0.37 ppt
净利率	35.00%	33.56%	32.37%	34.55%	32.94%	31.46%	+0.45 ppt	+0.62 ppt	+0.90 ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

图 4: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	2,391	2,697	3,044	3,507	4,139	4,842	5,617	6,460	7,364
税率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润*(1-税率)	2,033	2,292	2,588	2,981	3,518	4,116	4,774	5,491	6,259
+ 折旧与摊销	63	72	81	90	106	124	144	165	189
- 营运资金变化	-124	-77	-79	-90	-107	-125	-145	-166	-190
- 资本支出	-250	-250	-250	-250	-295	-345	-400	-460	-525
自由现金流	1,722	2,038	2,340	2,731	3,222	3,770	4,373	5,029	5,733
终值									77,664

永续增长率	3.0%
加权平均资本成本 WACC	10.6%
股本成本	14.0%
债务成本	5.0%
市场风险系数 β	1.05
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	10.5%
目标负债率	35.0%
有效公司税率	15.0%

终值 (百万元人民币)	31,354
现值 (百万元人民币)	48,857
净负债 (百万元人民币)	-7,388
少数股东权益 (百万元人民币)	11
股权价值 (百万元人民币)	56,234
股权价值 (百万港元)	62,482
股份数 (百万股)	1,071
DCF 每股价值 (港元)	58.35

资料来源：招银国际环球市场预测

图 5: 敏感性分析

		WACC				
		9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%
永续增长率	4.0%	75.09	68.88	63.63	59.14	55.26
	3.5%	70.91	65.47	60.80	56.77	53.25
	3.0%	67.37	62.53	58.35	54.69	51.48
	2.5%	64.32	59.98	56.19	52.86	49.90
	2.0%	61.68	57.75	54.29	51.22	48.49

资料来源：招银国际环球市场预测

图 6: 招银国际与市场预测对比

人民币百万元	招银国际			一致预期			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	6,192	7,405	8,715	7,603	9,478	11,530	-18.6%	-21.9%	-24.4%
毛利	5,034	5,944	6,981	6,186	7,690	9,338	-18.6%	-22.7%	-25.2%
归母净利润	2,167	2,485	2,820	2,730	3,341	4,006	-20.6%	-25.6%	-29.6%
基本每股收益 (元)	2.02	2.32	2.63	2.58	3.16	3.80	-21.5%	-26.6%	-30.7%
毛利率	81.30%	80.27%	80.11%	81.36%	81.14%	80.99%	-0.06 ppt	-0.86 ppt	-0.88 ppt
净利率	35.00%	33.56%	32.37%	35.91%	35.25%	34.74%	-0.90 ppt	-1.69 ppt	-2.38 ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	2,364	3,524	5,539	6,192	7,405	8,715
销售成本	(369)	(577)	(992)	(1,158)	(1,461)	(1,734)
毛利	1,995	2,947	4,547	5,034	5,944	6,981
销售费用	(706)	(1,164)	(2,008)	(2,415)	(2,999)	(3,634)
行政费用	(111)	(97)	(151)	(170)	(204)	(240)
研发费用	(44)	(75)	(106)	(87)	(104)	(122)
其他收入	69	103	139	188	257	303
其他费用	(1)	(0)	(3)	(45)	(15)	(15)
其他盈亏	(23)	31	44	44	44	44
利息支出	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	(1)	1	(0)	0	0	0
税前利润	1,178	1,745	2,458	2,549	2,923	3,317
所得税	(176)	(297)	(396)	(382)	(438)	(498)
税后利润	1,002	1,448	2,062	2,167	2,485	2,820
非控股权益	(0)	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
归母净利润	1,002	1,452	2,062	2,167	2,485	2,820
调整后净利润	1,056	1,452	2,152	2,169	2,456	2,792

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	2,538	4,135	6,402	9,861	11,586	13,550
现金与现金等价物	1,331	2,504	4,030	7,395	8,973	10,794
应收账款	69	102	141	305	365	430
存货	184	200	311	317	400	475
以公允价值计入损益的资产	866	1,275	1,829	1,829	1,829	1,829
其他流动资产	87	54	91	15	19	23
非流动资产	600	838	1,636	1,823	2,000	2,169
物业及厂房及设备 (净额)	491	663	1,042	1,235	1,418	1,593
使用权资产	60	48	51	46	41	36
递延税项	1	1	1	1	1	1
无形资产	7	7	6	5	4	3
其他非流动资产	41	118	536	536	536	536
总资产	3,138	4,973	8,038	11,684	13,587	15,719
流动负债	281	531	836	807	877	941
应付账款	55	133	287	245	309	367
应付税款	75	117	117	117	117	117
其他流动负债	138	243	410	410	410	410
租赁负债	1	2	5	5	5	5
合同负债	12	36	17	30	35	42
非流动负债	20	71	82	82	82	82
递延收入	18	20	19	19	19	19
其他非流动负债	2	52	63	63	63	63
总负债	301	602	918	889	959	1,023
普通股股本	0	0	0	0	0	0
优先股股本	0	0	0	0	0	0
库存股	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	2,833	4,362	7,108	10,784	12,618	14,686
少数股东权益	4	9	12	11	10	10
股东权益总额	2,837	4,371	7,120	10,795	12,628	14,696
总负债和股东权益	3,138	4,973	8,038	11,684	13,587	15,719

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,178	1,745	2,458	2,549	2,923	3,317
折旧摊销	28	34	49	63	72	81
税款	(173)	(206)	(385)	(382)	(438)	(498)
营运资金变化	(132)	128	(26)	(124)	(77)	(79)
其他	31	(54)	(55)	(64)	(132)	(179)
净经营现金流	932	1,647	2,041	2,042	2,348	2,643
投资现金流						
资本开支	(153)	(226)	(247)	(250)	(250)	(250)
其他	(706)	(301)	(859)	158	226	273
净投资现金流	(859)	(527)	(1,106)	(92)	(24)	23
融资现金流						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	508	0	0	0	0	0
其他	(6,298)	52	583	1,414	(746)	(846)
净融资现金流	(5,790)	52	583	1,414	(746)	(846)
净现金流变动						
年初现金	7,103	1,331	2,504	4,030	7,395	8,973
汇率变动	(55)	1	8	0	0	0
年末现金	1,331	2,504	4,030	7,395	8,973	10,794
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	52.3%	49.0%	57.2%	11.8%	19.6%	17.7%
毛利润	47.3%	47.7%	54.3%	10.7%	18.1%	17.4%
净利润	21.0%	44.9%	42.1%	5.1%	14.7%	13.5%
调整后净利润	24.1%	37.4%	48.2%	0.8%	13.3%	13.7%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	84.4%	83.6%	82.1%	81.3%	80.3%	80.1%
调整后净利润率	44.7%	41.2%	38.8%	35.0%	33.2%	32.0%
股本回报率	52.0%	40.3%	35.9%	24.2%	21.2%	20.6%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
流动比率 (倍)	9.0	7.8	7.7	12.2	13.2	14.4
应收账款周转天数	na	na	na	na	na	na
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	38.2	25.4	18.0	18.7	16.3	14.3
市盈率 (摊薄)	38.5	25.6	18.3	18.7	16.3	14.3
市帐率	9.4	8.4	5.2	3.7	3.2	2.8
股息 (%)	0.0	2.4	3.4	1.6	1.8	2.1
企业价值 / 销售额	14.8	9.6	5.8	4.7	3.7	2.9
企业价值 / EBITDA	29.4	19.6	13.5	11.8	9.9	8.2
企业价值 / EBIT	30.1	20.0	13.8	12.1	10.2	8.4

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操守守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。