



买入（维持）

所属行业：美容护理
当前价格(港币)：42.50 元

证券分析师

赵雅楠

资格编号：S0120523070002

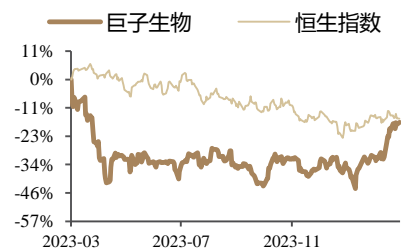
邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	19.28	24.78	30.62
相对涨幅(%)	20.79	23.17	29.80

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《巨子生物：23H1 收入、利润均超预期，渠道转型+产品矩阵完善，巩固胶原护肤龙头地位》，2023.8.29
- 《巨子生物 (2367.HK) 2022 年报点评-2022 年收入、利润略超预期，重组胶原龙头持续领航》，2023.3.28

巨子生物：23 年业绩超预期，静待妆字新品放量+医美获批

投资要点

- **23 年营收/利润进一步增长，均超预期表现亮眼。**公司 23 年实现营业收入 35.24 亿/+49.0%，归母净利润 14.52 亿/+44.9%，收入、利润均超预期，主因电商渠道放量增长。收入结构调整影响综合毛利率及净利率表现，拆分数据来看：（1）毛利率：23 年为 83.6%/-0.76pcts，稳定高位水平，因产品结构及渠道结构调整略有下降；23H1/23H2 分别为 84.1%/83.2%，下半年盈利能力进一步提高。（2）期间费用：销售费率 33.0%/+3.17pcts，主因高销售费率投放的电商渠道营收快速增长带来综合销售费率提升；管理费率为 2.75%/-1.95pcts，规模效应下有所摊薄；研发费率为 2.1%、基本持平，持续加大研发投入。（3）净利率：23 年为 41.1%/-1.27pcts，23H1/23H2 分别为 41.5%/40.8%，整体保持稳定。
- **两大品牌完善产品矩阵，明星单品增量明显。**（1）可复美：23 年营收 27.88 亿/+72.9%。核心大单品胶原棒表现持续亮眼，23 年“双 11”可复美胶原棒 GMV 同比增长 200%+，24 年 3.8 大促可复美胶原棒产品势头强劲，天猫李佳琦直播间可复美的次抛棒预定量 10 万+，且可复美品牌位列前 10 名榜单，看好未来增长趋势延续。23 年来，品牌陆续上新胶原乳、OK 乳、胶原面霜等多款产品，开拓修复、深度清洁等领域，完善产品功能覆盖，产品矩阵进一步完善。（2）可丽金：23 年营收 6.17 亿元，与 22 年基本持平，品牌定位中高端市场，主打以抗皱紧致美白为核心功效，23 年公司进行全面视觉升级，以白紫为主色追求质感的包装展现出品牌升级决心；可丽金近日上新胶卷眼霜、胶卷面霜等产品，推新巩固产品系列化，加速品牌升级。
- **电商渠道稳步增长，渠道建设成果明显。**（1）线上 DTC 直销：23 年营收 21.55 亿元/+77.5%，占比 61.2%、持续提升；23 年“双 11”可复美线上全渠道全周期 GMV 同比增长超 100%，占据天猫面部精华类目/京东家庭护理单品/抖音品牌次抛精华好评榜 TOP1；其中天猫官方旗舰店/京东平台/抖音官方直播间全周期 GMV 分别同比增长 80%/+100%/+200%+；可丽金线上全渠道全周期 GMV 同比增长 50%+，其中天猫官方旗舰店/京东平台/抖音官方直播间全周期 GMV 分别同比增长 100%/+60%/+70%+；（2）其他渠道：面向电商平台的线上直销营收为 1.78 亿/+43%；线下直销为 0.89 亿/+40%；经销渠道为 11.04 亿/+15%，持续加强线上平台精细化运营，加大费用投入，线上渠道均实现高增，渠道建设成果明显。
- **投资建议：**巨子生物不断强化研发投入夯实基本盘，形成两大品牌+多子品牌的多元架构模式，布局全渠道销售网络，未来拟持续强化研发、丰富产品矩阵，深化胶原蛋白龙头地位，预计 24-26 年营收为 46.64/59.02/72.47 亿，净利润为 17.64/22.00/27.01 亿，对应 PE 为 22X/18X/14X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**解禁风险；化妆品景气度下降；销售渠道单一风险；产品研发风险。

股票数据

总股本(百万股)：	995.00
流通港股(百万股)：	995.00
52 周内股价区间(港元)：	29.300-52.300
总市值(百万港元)：	42,287.50
净资产(百万元)：	4,371.05
每股净资产(元)：	4.38

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2364	3524	4664	5902	7247
(+/-)YOY(%)	52.30%	49.05%	32.35%	26.54%	22.79%
净利润(百万元)	1002	1452	1764	2200	2701
(+/-)YOY(%)	21.00%	44.88%	21.51%	24.69%	22.78%
全面摊薄 EPS(元)	1.01	1.46	1.77	2.21	2.71
毛利率(%)	84.39%	83.63%	82.85%	82.72%	82.72%
净资产收益率(%)	35.36%	33.28%	35.34%	38.09%	39.89%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.49	1.77	2.21	2.71
每股净资产	4.38	5.02	5.80	6.81
每股经营现金流	1.60	1.76	2.28	2.81
每股股利	0.89	1.09	1.37	1.66
价值评估(倍)				
P/E	21.98	22.05	17.69	14.41
P/B	7.47	7.79	6.74	5.75
P/S	9.25	8.34	6.59	5.37
EV/EBITDA	17.72	16.76	13.29	10.63
股息率%	2.7%	2.8%	3.5%	4.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	83.63%	82.85%	82.72%	82.72%
净利润率	41.19%	37.82%	37.27%	37.27%
净资产收益率	33.28%	35.34%	38.09%	39.89%
资产回报率	29.19%	31.10%	33.35%	34.92%
投资回报率	32.22%	34.38%	37.21%	39.05%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	49.05%	32.35%	26.54%	22.79%
EBIT 增长率	45.77%	21.93%	25.10%	22.92%
净利润增长率	44.88%	21.51%	24.69%	22.78%
偿债能力指标				
资产负债率	12.1%	11.9%	12.5%	12.5%
流动比率	7.8	7.8	7.4	7.3
速动比率	7.4	7.4	7.0	7.0
现金比率	4.7	4.5	4.2	4.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.8	8.9	8.7	8.4
存货周转天数	119.9	100.1	93.1	85.7
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
固定资产周转率	6.1	6.6	7.4	8.4

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1452	1764	2200	2701
少数股东损益	-4	-4	-5	-7
非现金支出	0	90	101	111
非经营收益	-85	-85	-86	-87
营运资金变动	234	-12	60	73
经营活动现金流	1597	1752	2270	2791
资产	-218	-205	-205	-205
投资	-351	-300	-300	-200
其他	59	86	86	87
投资活动现金流	-510	-419	-419	-318
债权募资	1	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-886	-1080	-1360	-1650
融资活动现金流	-885	-1080	-1360	-1650
现金净流量	147	198	435	768

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为3月26日，采用最新的汇率0.92测算
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3526	4664	5902	7247
营业成本	577	800	1020	1252
毛利率%	83.63%	82.85%	82.72%	82.72%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	1164	1609	2036	2500
营业费用率%	33.04%	34.50%	34.50%	34.50%
管理费用	97	168	212	239
管理费用率%	2.74%	3.60%	3.60%	3.30%
研发费用	75	103	130	159
研发费用率%	2.13%	2.20%	2.20%	2.20%
EBIT	1698	2070	2590	3183
财务费用	-47	-50	-54	-63
财务费用率%	-1.34%	-1.07%	-0.91%	-0.87%
资产减值损失				
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1613	1985	2503	3096
营业外收支				
利润总额	1745	2120	2644	3246
EBITDA	1698	2160	2691	3294
所得税	297	360	449	552
有效所得税率%	17.01%	17.00%	17.00%	17.00%
少数股东损益	-4	-4	-5	-7
归属母公司所有者净利润	1452	1764	2200	2701

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2504	2702	3137	3905
应收账款及应收票据	102	130	156	181
存货	200	244	283	313
其它流动资产	1329	1645	1963	2183
流动资产合计	4135	4720	5539	6583
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	663	753	832	901
在建工程				
无形资产	56	81	106	131
非流动资产合计	838	953	1056	1151
资产总计	4973	5673	6596	7733
短期借款	2	2	2	2
应付票据及应付账款	133	133	170	209
预收账款				
其它流动负债	396	471	578	688
流动负债合计	531	606	750	899
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	71	71	71	71
非流动负债合计	71	71	71	71
负债总计	602	677	821	970
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	4362	4991	5776	6771
少数股东权益	9	5	-1	-8
负债和所有者权益合计	4973	5673	6596	7733

信息披露

分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。