

美容护理 | 公司研究

2024年3月26日

买入

维持

市场数据: 2024年3月25日

收盘价 (港币)	43.30
恒生指数	16473.64
52周最高/最低价 (港币)	58.80/29.30
H股市值 (亿港元)	430.84
流通H股 (百万股)	995
汇率 (港币/人民币)	0.92

股价表现:



资料来源: Wind

证券分析师

王立平
A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com

联系人

王立平
A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

业绩高增印证核心技术优越性, 24 胶原大年巨子乘风起

巨子生物 (02367.HK)

公司发布 23 年年报, 营收净利润逆势高增, 略超市场预期。据公司公告 (下同), 1) 公司发布 23 年年报, 营收增速亮眼。23 年营收 35.2 亿元, 同增 49%; 归母净利润 14.5 亿元, 同增 45%; 经调整净利润 14.7 亿, 同增 45%。在相对高基数下, 业绩增长持续耀眼, 业绩高增得益于公司深耕 20 年建立的重组胶原蛋白强消费心智, 以及对产品类型的持续扩充以及线上线下载道的拓展。2) 公司重视股东回馈, 预计合计派息 8.8 亿人民币, 建议末期股息 0.44 元每股, 特别股息 0.45 元每股。

品类结构调整致毛利率略降, 销售投放增加致净利润略滑, 预计 24 年还将延续盈利能力略降的趋势。公司 2023 年毛利率略降 0.76pct 至 83.6%, 主要由产品类型扩充及拓展新渠道所致; 净利率率下降 1.2pct 至 41.2%, 其中销售/管理/研发费率分别上升 3.2/-2/0.27pct 至 33%/2.74%/2.1%, 其中销售费用主要是由线上直销渠道快速扩张令线上营销费用增加所致。

功效护肤承接品类增速主力, 预计 24 年妆械合力相辅相成。2023 年, 1) 功效性护肤品收入 26.5 亿元, 增长 72.9%, 收入占比 79.1%, 重组胶原蛋白护肤品 23 年迎消费热潮, 其强有效的修护能力与抗衰功效, 助力护肤板块强劲增长。2) 医用敷料收入 8.6 亿元, 增长 13%, 收入占比 24.4%。医用敷料品类稳健发展, 通过辅料品类与院线等渠道建立紧密合作与良好口碑, 预计后续降赋能医美药械品类产品。公司持续改善品类结构, 高单价高毛利精华类产品放量。

可复美修护强心智持续高增, 可丽金战略调整完毕 24 年蓄势待发。1) 可复美品牌 23 年实现营收 27.9 亿元, 同比增长 72.9%, 收入占比为 79.1%, 高基数高增长, 胶原棒携手重组胶原蛋白敷料为品牌增速保驾护航。2) 可丽金品牌 23 年营收 6.2 亿, 同比基本持平, 占比 17.5%。3) 其他护肤品牌 23 年营收约 1 亿元。4) 保健食品营收 1600 万元。

天猫稳健抖音高增, 线上渠道趋势大好, 线下经销渠道稳健发展。1) 23 年直销渠道收入 24.2 亿元, 增长 73%, 贡献营收占比为 68.7%。其中 DTC 店铺直销收入分别为 21.5 亿元, 分别增长 77%, 天猫稳健增长, 抖音保持高速增长; 电商平台线上直销 1.78 亿, 同比增长 42.7%。2) 经销渠道收入 11 亿元, 同比增长 14.6%, 营收占比 31%。

深耕研发, 牵头标准制定, 引领行业规范发展, 医美药械产品预计 24 年上市。1) 公司重组胶原蛋白开发技术、工业产量全球领先, 截止 2023 年末已授权及申请中专利达 93 项, 其中 2023 年新增加 13 项。牵头制定的《化妆品用重组胶原蛋白原料》等团体标准、行业标准正式实施。2) 化妆品、医美药械双轮驱动, 基于重组胶原蛋白的液体/固体类制剂, 预计将于 24 年取得三类药械证书后上市, 25 年预计还将迎来 2 款凝胶类三类药械医美针剂。

巨子生物以技术优势为基石, 以美丽健康为己任, 打造全面品牌和产品矩阵, 覆盖功效性护肤品、医用敷料及医美药械产品等下游美丽健康行业。公司重组胶原蛋白基底深厚, 未来有望持续引领中国重组胶原蛋白行业发展。考虑到 23 年实际业绩与未来预测的业绩增速, 上调盈利预测并新增 26 年预测, 预计 24-26 年公司实现归母净利润 19.1/24.2/29.2 亿元 (原预测为 24-25 年 16.6/21.4 亿元), 维持“买入”评级。

风险提示: 线上渠道费用率增长过快; 医美在研产品进展不及预期; 护肤新品表现不及预期。

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,364	3,524	4,947	6,476	8,065
同比增长率 (%)	52%	49%	40%	31%	25%
归母净利润 (百万元)	1,002	1,452	1,914	2,421	2,915
同比增长率 (%)	21%	45%	32%	26%	20%
每股收益 (元/股)	0.99	1.49	1.92	2.43	2.93
净资产收益 (%)	52%	40%	35%	31%	27%
毛利率 (%)	84%	84%	83%	83%	83%

注: “每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

财务摘要

合并损益表

百万元 (人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2364	3524	4947	6476	8065
营业成本	-369	-577	-821	-1088	-1371
毛利	1995	2947	4126	5388	6694
销售费用	-706	-1164	-1682	-2267	-2903
管理费用	-111	-97	-134	-175	-218
研发费用	-44	-75	-109	-149	-194
其他收入	69	103	50	50	50
营业利润	1178	1745	2251	2848	3429
除税前溢利	1178	1745	2251	2848	3429
所得税	-176	-297	-338	-427	-514
持续经营净利润	1002	1448	1914	2421	2915
净利润	1002	1448	1914	2421	2915
归母净利润	1002	1452	1914	2421	2915
少数股东损益	0	-4	0	0	0

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10%和 +10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。