

巨子生物 (2367 HK)

业绩超预期，持续发力线上渠道

2023年，巨子生物实现收入35.2亿元，同比增长49.0%，超出彭博一致预期3%，主要得益于可复美品牌的强劲增长；实现归母净利润14.5亿元，同比增长44.9%，超出彭博一致预期6%，我们认为主要得益于良好的费用率控制。分类别看，公司功效性护肤品收入同比增长69.5%至26.5亿元，收入占比增加9.1个百分点至75.1%；医用敷料销售稳健增长13.2%至8.6亿元，收入占比降至24.4%。由于销售结构的改变，公司毛利率下降0.8个百分点至83.6%。此外，公司进行了首次派息，计划派发末期股息人民币0.44元/股，派发特别股息0.45元/股，综合派息率高达61%。

■ **可复美延续强劲增长，可丽金逐渐度过调整期。**2023年，可复美核心单品胶原棒实现爆发式增长，产品组合快速扩充，带动可复美收入同比增长72.9%至27.9亿元，收入占比进一步提升至79.1%。我们估计可复美胶原棒在可复美品牌的销售占比已经超30%。可丽金在2023年继续进行渠道调整，创客村的经销收入持续下降，因此2023年可丽金收入基本持平，为6.2亿元。我们预计可丽金的经销商渠道调整已经基本完成，同时线上渠道将延续高增长，拉动可丽金品牌在2024年实现快速增长。

■ **线上渠道快速拓展，直销占比持续提升。**2023年巨子生物针对各大电商平台采取灵活的策略，持续优化电商平台的运营效能。2023年直销收入同比增长72.7%至24.2亿元，收入占比同比增长9.4个百分点至68.7%。其中，DTC店铺的线上直销增长强劲，收入同比增长77.5%至21.5亿元。

■ **精细化运营控制费用支出，盈利能力稳健。**2023年巨子生物实现归母净利润14.5亿元，归母净利率同比下降1.2个百分点至41.2%，高于彭博一致预期。2023年巨子生物销售费用率为33.0%，同比增长3.2个百分点，我们认为主要是线上销售占比提升所致，预计线上销售费用率较为稳定。管理费用率受益于上市费用的减少同比下降2.0个百分点至2.7%。公司持续加大研发投入，研发费用率同比增长0.3个百分点至2.1%。我们估计，2024年随着妆品占比提升，毛利率或将小幅下降。同时，线上渠道占比或将进一步提升，公司整体销售费用率或将进一步上行。公司持续进行精细化运营，提升费用投放效率。

■ **维持“买入”评级，目标价57.14港元。**我们看好巨子生物功能性护肤品线上销售的持续增长和稳健的盈利能力，预期注射类胶原蛋白产品在年内获批。基于DCF模型，上调目标价至57.14港元（WACC：10.6%，永续增长率：3.0%），目标价对应28.4x FY24 经调整市盈率，23.1x FY25 经调整市盈率。

财务资料

(截至12月31日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	2,364	3,524	4,602	5,865	7,377
同比增长(%)	52.3	49.0	30.6	27.4	25.8
毛利率(%)	84.4	83.6	83.0	83.1	83.2
净利润(百万人民币)	1,002	1,452	1,711	2,150	2,637
经调整净利润(百万人民币)	1,056	1,452	1,801	2,217	2,705
每股收益(人民币)	0.99	1.49	1.72	2.16	2.65
市盈率(倍)	38.6	25.7	22.2	17.7	14.4
市净率(倍)	9.5	8.5	6.8	5.4	4.2
净负债比率(%)	(46.8)	(57.2)	(62.2)	(67.6)	(72.1)

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	57.14 港元
(此前目标价)	48.84 港元
潜在升幅	34.4%
当前股价	42.50 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

公司数据

市值(百万港元)	42,287.5
3月平均流通量(百万港元)	116.9
52周内股价高/低(百万港元)	52.30/29.30
总股本(百万)	995.0

资料来源：FactSet

股东结构

Juzi Holding Co., Ltd	58.4%
GBEBT Holding Limited	1.9%

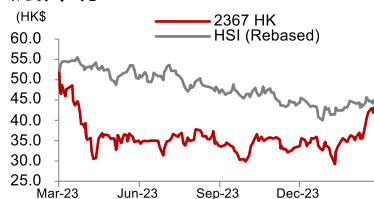
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	18.2%	18.3%
3-月	28.2%	26.1%
6-月	24.5%	30.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	4,602	5,865	7,377	4,358	5,590	7,064	5.6%	4.9%	4.4%
毛利	3,822	4,872	6,137	3,649	4,682	5,920	4.7%	4.1%	3.7%
归母净利润	1,711	2,150	2,637	1,607	1,972	2,441	6.5%	9.0%	8.1%
基本每股收益 (元)	1.72	2.16	2.65	1.62	1.98	2.45	6.5%	9.0%	8.1%
毛利率	83.04%	83.07%	83.18%	83.73%	83.76%	83.81%	-0.70 ppt	-0.69 ppt	-0.62 ppt
净利润率	37.18%	36.65%	35.75%	36.88%	35.28%	34.55%	+0.30 ppt	+1.37 ppt	+1.20 ppt

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
息税前利润	1,949	2,442	2,986	3,638	4,293	4,980	5,678	6,359	6,995
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)	1,657	2,076	2,538	3,093	3,649	4,233	4,826	5,405	5,946
+折旧与摊销	40	45	50	55	65	75	86	96	106
-营运资金变化	-131	-87	-102	-115	-136	-157	-179	-201	-221
-资本支出	-150	-150	-150	-150	-177	-205	-234	-262	-288
自由现金流	1,415	1,884	2,336	2,883	3,402	3,946	4,499	5,038	5,542
终值									75,075

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	1.1
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	30,309
现值	47,701
净负债	-3,473
少数股东权益	5
股权价值 (百万元人民币)	51,168
股权价值 (百万港元)	56,853
股份数 (百万股)	995
DCF 每股价值 (港元)	57.14

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 3: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%
永续增长率	4.0%	74.60	68.12	62.64	57.95	53.89
	3.5%	70.25	64.57	59.70	55.48	51.80
	3.0%	66.57	61.51	57.14	53.32	49.96
	2.5%	63.40	58.86	54.90	51.41	48.32
	2.0%	60.65	56.53	52.91	49.71	46.85

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际与市场预测

人民币百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	4,602	5,865	7,377	4,580	5,855	7,102	0.5%	0.2%	3.9%
毛利	3,822	4,872	6,137	3,858	4,937	5,933	-0.9%	-1.3%	3.4%
归母净利润	1,711	2,150	2,637	1,761	2,203	2,312	-2.8%	-2.4%	14.1%
基本每股收益 (元)	1.72	2.16	2.65	1.78	2.23	2.66	-3.3%	-3.1%	-0.2%
毛利率	83.04%	83.07%	83.18%	84.23%	84.31%	83.53%	-1.20 ppt	-1.25 ppt	-0.35 ppt
净利润率	37.18%	36.65%	35.75%	38.45%	37.63%	32.55%	-1.27 ppt	-0.98 ppt	+3.20 ppt

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	1,552	2,364	3,524	4,602	5,865	7,377
销售成本	(198)	(369)	(577)	(781)	(993)	(1,241)
毛利润	1,354	1,995	2,947	3,822	4,872	6,137
销售费用	(346)	(706)	(1,164)	(1,611)	(2,141)	(2,803)
行政费用	(72)	(111)	(97)	(115)	(141)	(170)
研发费用	(25)	(44)	(75)	(101)	(126)	(155)
其他收入	33	69	103	105	128	158
其他费用	(3)	(1)	(0)	(90)	(68)	(68)
其他盈亏	32	(23)	31	0	0	0
利息支出	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	(0)	(1)	1	0	0	0
税前利润	973	1,178	1,745	2,009	2,525	3,099
所得税	(145)	(176)	(297)	(301)	(379)	(465)
税后利润	828	1,002	1,448	1,708	2,146	2,634
非控股权益	0	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)
归母净利润	828	1,002	1,452	1,711	2,150	2,637
资产负债表						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	7,441	2,538	4,135	5,229	6,687	8,499
现金与现金等价物	7,103	1,331	2,504	3,475	4,803	6,462
应收账款	66	69	102	126	161	202
存货	89	184	200	257	327	408
以公允价值计入损益的资产	156	866	1,275	1,275	1,275	1,275
其他流动资产	28	87	54	96	122	152
非流动资产	437	600	838	948	1,052	1,151
物业及厂房及设备 (净额)	274	491	663	775	880	981
使用权资产	59	60	48	46	44	42
递延税项	1	1	1	1	1	1
无形资产	8	7	7	8	9	9
其他非流动资产	94	41	118	118	118	118
总资产	7,878	3,138	4,973	6,176	7,739	9,650
流动负债	6,843	281	531	522	565	616
应付账款	24	55	133	128	163	204
应付税款	71	75	117	117	117	117
其他流动负债	6,732	138	243	243	243	243
租赁负债	0	1	2	2	2	2
合同负债	16	12	36	31	40	50
非流动负债	18	20	71	71	71	71
递延收入	18	18	20	20	20	20
其他非流动负债	1	2	52	52	52	52
总负债	6,861	301	602	593	637	688
普通股股本	0	0	0	0	0	0
优先股股本	0	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	1,017	2,833	4,362	5,578	7,100	8,964
少数股东权益	0	4	9	5	2	(2)
股东权益总额	1,017	2,837	4,371	5,583	7,102	8,963
总负债和股东权益	7,878	3,138	4,973	6,176	7,739	9,650

现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	973	1,178	1,745	2,009	2,525	3,099
折旧摊销	24	28	34	40	45	50
税款	(218)	(173)	(297)	(301)	(379)	(465)
营运资金变化	(58)	(132)	193	(131)	(87)	(102)
其他	(29)	31	(57)	(39)	(62)	(92)
净经营现金流	692	932	1,619	1,577	2,042	2,490
投资现金流						
资本开支	(75)	(153)	(206)	(150)	(150)	(150)
其他	1,638	(706)	(334)	58	81	111
净投资现金流	1,563	(859)	(540)	(92)	(69)	(39)
融资现金流						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	0	508	0	0	0	0
其他	4,475	(6,298)	(881)	(513)	(645)	(791)
净融资现金流	4,476	(5,790)	(881)	(513)	(645)	(791)
净现金流变动						
年初现金	368	7,103	1,331	2,504	3,475	4,803
汇率变动	4	(55)	0	0	0	0
年末现金	7,103	1,331	1,529	3,475	4,803	6,462
增长率						
年结 12 月 31 日						
销售收入	30.4%	52.3%	49.0%	30.6%	27.4%	25.8%
毛利润	34.5%	47.3%	47.7%	29.7%	27.5%	26.0%
净利润	0.2%	21.0%	44.9%	17.9%	25.6%	22.7%
盈利能力比率						
年结 12 月 31 日						
毛利率	87.2%	84.4%	83.6%	83.0%	83.1%	83.2%
股本回报率	112.3%	52.0%	40.3%	34.4%	33.9%	32.8%
资产负债比率						
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(7.0)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.7)
应收账款周转天数	14	10	9	10	10	10
存货周转天数	142	135	122	120	120	120
应付帐款周转天数	51	39	59	60	60	60
估值指标						
年结 12 月 31 日						
市盈率	45.0	38.6	25.7	22.2	17.7	14.4
市净率	36.7	9.5	8.5	6.8	5.4	4.2
股息 (%)	0.0	0.0	2.6	1.3	1.7	2.0
企业价值 / 销售额	19.9	15.5	10.1	7.5	5.7	4.3
企业价值 / EBITDA	31.3	30.8	20.5	17.4	13.4	10.4
企业价值 / EBIT	32.1	31.5	20.9	17.7	13.6	10.6

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于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作守则的相关定义）（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 个月的潜在涨幅在-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定。

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定。

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。