

全年业绩超预期，产品矩阵持续丰富

——巨子生物 (2367.HK) 2023 年年报点评

买入|维持

事件：

公司发布 2023 年年报。

点评：

● 全年业绩超预期，H2 销售费用率明显优化

2023 年公司实现营业收入 35.24 亿元，同比增长 49.05%，实现归属母公司净利润 14.52 亿元，同比增长 44.88%。盈利能力方面，2023 年公司毛利率为 83.63%，同比下降 0.76pct，主要系销售成本增加及产品类型扩充；净利率为 41.19%，同比下降 0.98pct。费用端来看，2023 年公司销售费用率为 33.04%，同比提升 3.17pct，较 H1 的 34.6% 有明显优化，系线上直销渠道扩张致线上营销费用增加所致；管理费用率为 2.74%，同比下降 1.95pct；研发费用率 2.13%，同比提升 0.26pct。公司以科学研究为基，截止 23 年末已获得专利 93 项，新增 13 项，重组胶原蛋白分子库中拥有 40 多种胶原分子。23 年牵头制定首个重组胶原蛋白团标，今年 3 月 15 日发布行业首个“透明承诺”，持续夯实重组胶原蛋白赛道领先地位。

● 可复美同比增长 73%，可丽金同比持平，产品矩阵持续丰富

23 年可复美实现收入 27.88 亿元，同比增长 72.86%，旗下胶原修护系列“胶原棒”持续放量，双十一期间 GMV 同比增长超 200%，新品“胶原乳”、“胶原舒舒贴”上市以来多次进入天猫抖音好评榜；净痘清颜系列升级为秩序系列，以专研人参皂苷 CK 为核心成分，23 年上新秩序水乳霜及精华、次抛，聚焦油痘敏肌肤人群，助力建立肌肤内在秩序。可丽金实现收入 6.17 亿元，同比基本持平，赋能紧致系列明星单品如嘭嘭次抛、大膜王持续热销，胶卷眼霜、胶卷面霜相继上新，其中胶卷面霜 3 月登顶天猫新品榜 TOP1。

● 线上持续优化精细化运营，线下大众渠道积极扩张，产能落地助力成长

23 年公司整体直销渠道占比 68.7%，同比增长 72.7%，其中线上直销渠道收入占比 61.2%，同比增长 77.5%；经销渠道占比 31.3%，同比增长 14.6%。公司持续加强线上多平台布局和精细化运营，加大品牌营销和推广，天猫、抖音等电商平台收入快速增长；线下渠道覆盖约 1500 家公立医院、2500 家私立医院和诊所、650 个连锁药房品牌和约 6000 家 CS/KA 门店（较 22 年增加 2500 家）。23 年积极拓展线下专柜场景，于西安落地可复美全国首家线下标准店以及 3 家可丽金专营店。生产方面，23 年公司重组胶原蛋白发酵车间扩产顺利完成并投产，新增两条重组胶原蛋白产线、4 条化妆品产线以及 2 条医疗器械产品产线，4 项肌肤焕活产品的研发及注册顺利推进。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内胶原蛋白专业皮肤护理产品领军者，以研发为基，拓展八大消费品牌。我们预计 2024-2026 年公司实现归属于母公司净利润分别为 17.21/21.96/27.43 亿元，对应 PE 为 23/18/14x，维持“买入”评级。香港市场基准为恒生指数。

● 风险提示

新产品拓展不及预期的风险，品牌竞争加剧风险，医美产品注册进度不及预期风险

相关研究报告

《国元证券公司研究-巨子生物 (2367.HK) 2023 年半年报点评：上半年收入利润高增长，可复美表现亮眼》
2023.08.29

《国元证券公司研究-巨子生物 (2367.HK) 2022 年年报点评：妆字号发力，业绩增长符合预期》
2023.03.29

报告作者

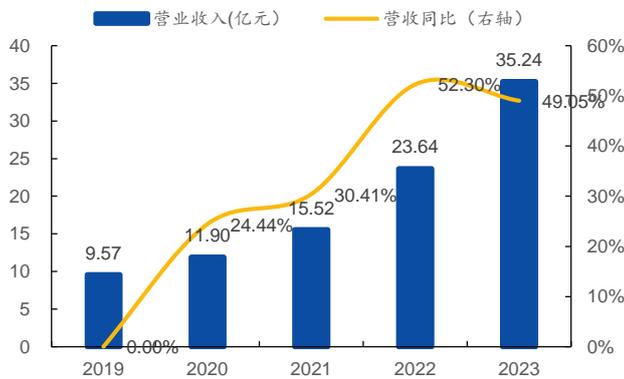
分析师	李典
执业证书编号	S0020516080001
电话	021-51097188-1866
邮箱	lidian@gyzq.com.cn
联系人	徐梓童
电话	021-51097188-1866
邮箱	xuzitong@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2364.45	3524.14	4568.02	5819.09	7250.65
收入同比(%)	52.30	49.05	29.62	27.39	24.60
归母净利润(百万元)	1,002.03	1,451.75	1,720.72	2,196.10	2,742.77
归母净利润同比(%)	21.00	44.88	18.53	27.63	24.89
每股收益(元)	1.01	1.46	1.73	2.21	2.76
市盈率(P/E)	39.03	26.94	22.73	17.81	14.26

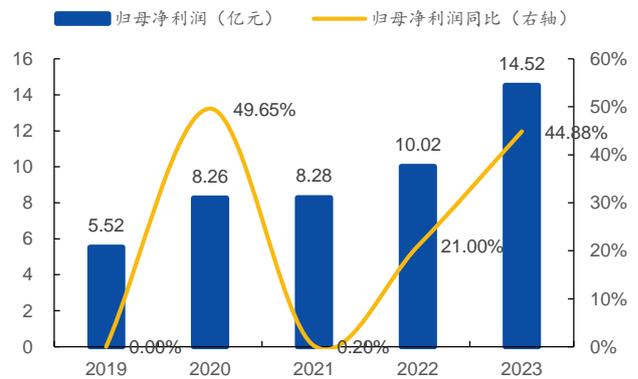
资料来源：Wind,国元证券研究所

图 1：2019-2023 公司收入及增速



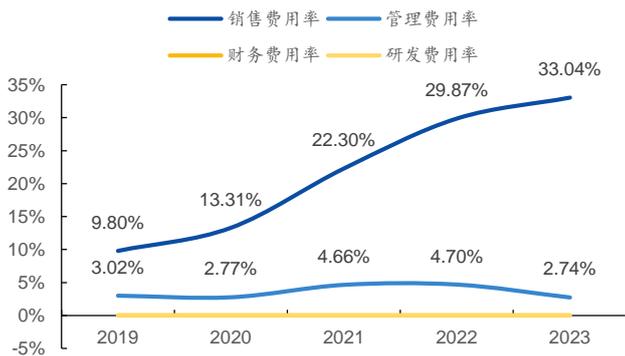
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 2：2019-2023 公司归母净利润及增速



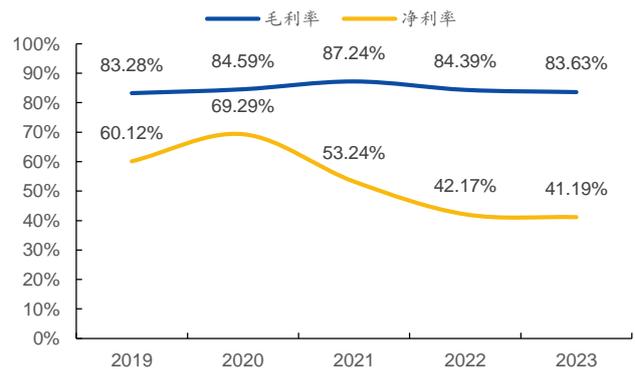
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 3：2019-2023 公司期间费用率



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 4：2019-2023 公司毛利率和净利率



资料来源：iFind，国元证券研究所

表 1：巨子生物利润表预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1552.49	2364.45	3524.14	4568.02	5819.09	7250.65
增长率	30.41%	52.30%	49.05%	29.62%	27.39%	24.60%
销售成本	-198.15	-369.21	577.00	-769.08	-971.27	-1204.13
毛利	1354.34	1995.24	2947.14	3798.93	4847.82	6046.52
毛利率	87.24%	84.39%	83.63%	83.16%	83.31%	83.39%
销售及经销开支	-346.21	-706.37	-1164.50	-1553.13	-2036.68	-2537.73
行政开支	-72.27	-111.07	-96.66	-197.90	-174.57	-203.02
研发成本	-24.95	-44.04	-74.97	-114.20	-145.48	-181.27
其他开支	-2.95	-0.70	-0.40	-0.55	-0.48	-0.51
其他收入	33.16	68.71	102.96	41.08	61.48	68.56
其他收益或亏损净额	32.14	-23.38	30.93	52.74	23.11	20.85
财务费用	-	-0.02	-0.11	20.83	37.91	50.10
金融资产减值亏损拨备净额	-0.33	-0.61	0.70	0.51	0.07	0.17
税前利润	972.92	1177.75	1745.09	2048.32	2613.18	3263.67
所得税开支	-144.79	-176.16	-296.89	-327.73	-418.11	-522.19
年内利润	828.13	1001.59	1448.20	1720.59	2195.07	2741.48
以下各方应占：						
母公司所有人	828.13	1002.03	1451.75	1720.72	2196.10	2742.77
非控股权益	0.00	-0.44	-3.55	-0.13	-1.03	-1.29

资料来源：公司公告，Wind，IFind，国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(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, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。本公司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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188