

巨子生物 (02367.HK)

港股公司点评

证券研究报告

23H2 净利率同比环比均提升、超预期，品牌运营能力持续增强

业绩简评

- 3.25公告23年营收35.24亿元、同增49%，归母净利14.52亿元、同增44.9%、略超预期，净利率41.2%、同比-1.2PCT、降幅环比上一年度(-11PCT)大幅收窄，主要为随着“线下向线上+敷料向护肤”的持续升级、公司销售费用率升幅及毛利率降幅进入22H2以来持续收窄，以及进入2023年上市相关费用影响消除、行政开支费用率环比持续下降、2H23的2.6%已经恢复至历史低位。
- 分品牌，23年可复美营收27.88亿元、同比+73%（H1/H2同比+101%/+56%），可丽金营收6.17亿元、同比-0.3%（H1/H2同比+6.4%/-6.7%）、系创客村渠道拖累。分渠道，DTC店铺/电商平台/线下直销/经销营收21.55/1.78/0.89/11.04亿元，同比+77%/+43%/+40%/+15%，DTC占比升10PCT至61%。

经营分析

- 护肤：大单品能力得验证，明星成分持续储备助力产品矩阵逐步完善。**1) **可复美**：2年成功打造次抛精华（估算收入超8亿、占比超30%），重组胶原蛋白敷料双位数增长（估算收入8亿元左右），23年密集上新&产品升级，完善胶原修护系列（上新舒舒贴+胶原乳），秩序系列上新次抛、水乳霜等，补水安敏系列升级明星单品（柔肤水、小水膜等）+上新吨吨次抛；展望24年，持续主推胶原修护系列、夯实消费者心智，大单品胶原棒聚焦社交声量提升&人群和场景破圈&产品升级，向上增长仍有空间，3月底上新焦点面霜、期待霜类产品发力，补水安敏+秩序系列基本成型、进一步丰富品牌维度，敷料维持稳健增长。2) **可丽金**：23年聚焦人货场调整，嘭澎次抛、大膜王销售亮眼，线上占比估算40%；24年持续深化重组胶原蛋白抗老心智，胶卷系列陆续亮眼，加大投放+发力科学传播。
- 运营能力持续增强，2H23线上销售费用率同环比改善明显。**虽受线上占比提升+加大品牌投放影响，但持续强化能力+品牌势能释放下24年销售费用率预计低个位数提升。

盈利预测、估值与评级

- 护肤品牌运营能力增强；医美2款产品望年中落地，强研发实力奠定产品力+渠道及团队复用有望实现顺利发展。
- 预计24-26年归母净利18.6/22.9/27.7亿元，同增28%/23%/21%，对应PE 21/17/14倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 爬虫数据误差，营销投放/新品孵化/技术发展不及预期。

商贸零售组

分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（港币）：43.300元

相关报告：

- 《巨子生物点评：3.8大促亮眼收官，情绪面回暖、重申推荐逻辑》，2024.3.14
- 《巨子生物点评：双十一线上增长靓丽、大单品胶原棒亮眼》，2023.11.12
- 《巨子生物1H23点评：业绩超预期，持续提质增效》，2023.8.29



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,364	3,524	4,700	5,974	7,398
营业收入增长率	52.30%	49.05%	33.38%	27.09%	23.84%
归母净利润(百万元)	1,002	1,452	1,860	2,288	2,765
归母净利润增长率	21.00%	44.88%	28.14%	22.99%	20.86%
摊薄每股收益(元)	1.01	1.46	1.87	2.30	2.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.36%	33.28%	29.90%	26.88%	24.52%
P/E	30.76	22.50	21.35	17.36	14.37
P/B	10.88	7.49	6.38	4.67	3.52

来源：公司年报、国金证券研究所（注：汇率取1港币=0.922人民币）

图表1: 可复美产品矩阵逐步完善 (妆品主推胶原修复系列, 补水安敏+净痘清颜系列丰富品牌维度)

可复美产品系列	医用敷料系列	胶原修护系列	补水安敏系列	净痘清颜 (秩序) 系列
产品图				
适用人群	辅助治疗伤口或皮肤炎症, 可修复皮肤屏障并解决敏感、皮炎及痤疮等皮肤问题	肌肤屏障脆弱、特殊美容项目后、换季敏感、红痒干燥、作息不规律等人群	肌肤干燥缺水、暗沉、粗糙等人群	皮肤油脂分泌旺盛、痘痘频发、肌肤屏障脆弱、皮肤微生态失衡和肌肤水油失衡等人群
核心成分	重组胶原蛋白	添加巨子生物核心专研成分重组胶原蛋白仿生组合, 与人体胶原蛋白氨基酸序列100%一致, 四种重组胶原蛋白层层渗透, 科学仿生皮肤关键胶原蛋白构型及比例, 厚筑皮肤关键屏障, 释放胶原修护力	添加巨子生物专研成分巨润因原料组, 科学配比, 可以强效保湿、提升肌肤储水力、补水润泽	添加巨子生物专研稀有人参皂苷CK, 可以改善皮脂腺功能, 使皮脂腺细胞内脂质积累下降, 内源控油, 净肤清爽, 同时可以抑制致痘因子聚集, 温和抑痘祛痘
产品上新节奏	22.05 重组胶原蛋白生物修复敷料P型 22.06 重组胶原蛋白修复敷料G型	21.10 胶原棒次抛 23.02 舒舒贴 23.02 胶原乳 24.02 胶原冻膜 24.03 焦点面霜	22.10 吨吨水乳 23.04 柔肤水2.0升级 23.08 小水膜2.0升级 23.08 冰淇淋面膜2.0升级 23.09 吨吨次抛 23.11 吨吨洁面慕斯 24.03 柔肤水3.0升级	23.05 秩序乳 23.09 秩序水 23.10 秩序霜 23.12 秩序精华 23.12 秩序次抛 24.03 秩序清洁泥膜

来源: 可复美微信公众号, 可复美天猫旗舰店, 国金证券研究所

图表2: 可丽金 23 年聚焦 “人货场” 调整, 天猫旗舰店主要销售健肤、赋能、胶卷、安护系列, 24 年来胶卷系列陆续亮相

可丽金	健肤系列	赋能抗皱系列	安护系列	胶卷系列
品类	喷雾、面膜、乳液及面霜	面霜、次抛、面膜等	喷雾、面膜、面霜及乳液	眼霜、面霜
产品图				
功效	重点针对亚健康肤质、保持肌肤弹润充盈	熟龄肌日常养护, 自我赋能、肌肤换新	为敏感皮肤提供全面护理, 并适用于专业皮肤护理前后的使用	抗衰

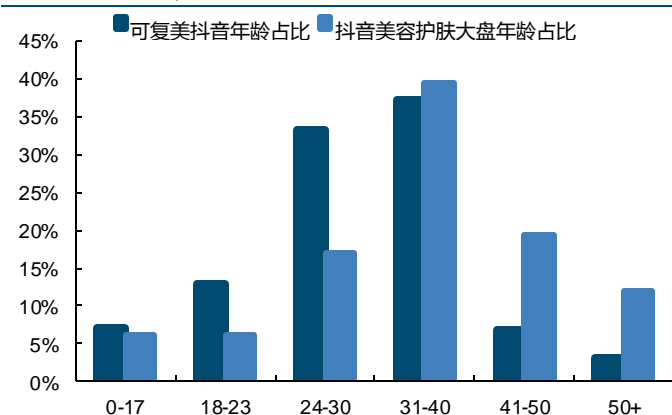
来源: 可丽金微信公众号, 可丽金天猫旗舰店, 国金证券研究所

图表3: 可复美天猫旗舰店产品结构

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1-2M24	1-2M24YOY	
可复美天猫旗舰店销售额 (百万元)	181	430	166	692	108	31%	
yoy	152%	114%	-13%	82%	31%		
可复美重组胶原蛋白敷料 (椭圆型)	2988	6024	2907	7346	1710	19%	
占比	16%	14%	18%	11%	16%		
胶原修护系列销售额 (万元)							
胶原棒	6798	11818	4815	28260	3599	32%	
占比	38%	27%	29%	41%	33%		
舒舒贴	67	207	190	252	36	14%	
占比	0.37%	0.48%	1.15%	0.36%	0.34%		
胶原乳	190	1675	645	4271	539	1879%	
占比	1.05%	3.90%	3.89%	6.17%	5.01%		
净痘清颜系列销售额 (万元)							
秩序精华	0	47	50	203	293	-	
占比	0.00%	0.11%	0.30%	0.29%	2.73%		
秩序次抛	0	0	0	7	104		
秩序水	0	0	12	62	39		
秩序乳	0	47	38	43	32		
秩序霜	0	0	0	64	69		
补水安敏系列销售额 (万元)							
小水膜	716	1830	1068	1882	289		-13%
占比	3.95%	4.26%	6.45%	2.72%	2.69%		
冰淇淋面膜	436	507	622	529	206		44%
占比	2.40%	1.18%	3.75%	0.76%	1.92%		
柔肤水	644	2147	1475	4016	713	106%	
占比	3.55%	4.99%	8.91%	5.80%	6.63%		
吨吨水乳霜	314	388	274	863	466	163%	
占比	1.73%	0.90%	1.65%	1.25%	4.34%		
吨吨次抛	0	0	8	297	50	-	
占比	0.00%	0.00%	0.05%	0.43%	0.47%		

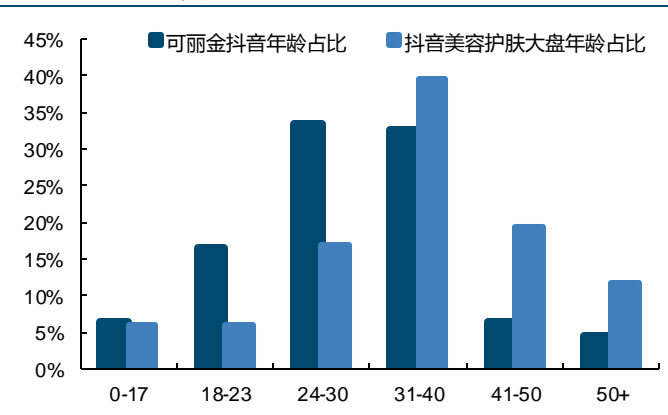
来源: 炼丹炉, 国金证券研究所

图表4: 可复美抖音消费者集中分布24-40岁, 其中24-30岁占比远高于美容护肤大盘



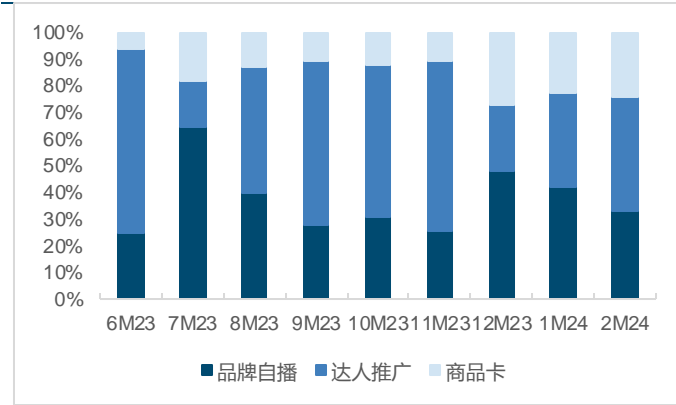
来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表5: 可丽金抖音消费者集中分布24-40岁, 其中24-30岁占比远高于美容护肤大盘



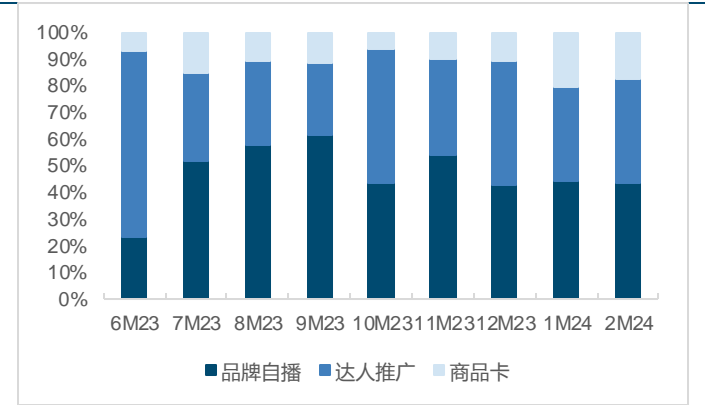
来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表6: 可复美抖音大促月份达人推广占比提升



来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表7: 1-2M24 可丽金抖音自播占比 40%+



来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	1,552	2,364	3,524	4,700	5,974	7,398	货币资金	7,103	1,331	2,504	4,037	6,048	8,538	
增长率	30.4%	52.3%	49.0%	33.4%	27.1%	23.8%	应收账款	93	157	156	201	256	316	
主营业务成本	198	369	577	784	986	1,212	存货	89	184	200	261	329	404	
%销售收入	12.8%	15.6%	16.4%	16.7%	16.5%	16.4%	其他流动资产	156	866	1,275	1,575	1,875	2,175	
毛利	1,354	1,995	2,947	3,917	4,988	6,186	流动资产	7,441	2,538	4,135	6,074	8,506	11,433	
%销售收入	87.2%	84.4%	83.6%	83.3%	83.5%	83.6%	%总资产	94.5%	80.9%	83.1%	87.3%	90.3%	92.4%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	274	491	663	708	731	756	
销售费用	346	706	1,164	1,620	2,151	2,743	%总资产	3.5%	15.7%	13.3%	10.2%	7.8%	6.1%	
%销售收入	22.3%	29.9%	33.0%	34.5%	36.0%	37.1%	无形资产	8	9	56	61	65	70	
管理费用	72	111	97	127	155	192	非流动资产	437	600	838	888	915	945	
%销售收入	4.7%	4.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	%总资产	5.5%	19.1%	16.9%	12.7%	9.7%	7.6%	
研发费用	25	44	75	94	119	148	资产总计	7,878	3,138	4,973	6,962	9,422	12,379	
%销售收入	1.6%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	0	1	2	2	2	2	
息税前利润 (EBIT)	964	1,165	1,698	2,158	2,645	3,185	应付款项	24	55	133	131	164	202	
%销售收入	62.1%	49.3%	48.2%	45.9%	44.3%	43.0%	其他流动负债	6,819	225	396	531	675	836	
财务费用	-9	-13	-47	-25	-40	-60	流动负债	6,843	281	531	663	841	1,039	
%销售收入	-0.6%	-0.6%	-1.3%	-0.5%	-0.7%	-0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	18	20	71	71	71	71	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	6,861	301	602	735	912	1,111	
营业利润	907	1,142	1,613	2,075	2,562	3,102	普通股股东权益	1,017	2,833	4,362	6,222	8,510	11,276	
营业利润率	58.4%	48.3%	45.8%	44.1%	42.9%	41.9%	其中：股本	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	0	0	0	0	0	0	未分配利润	1,017	2,833	4,362	6,222	8,510	11,276	
税前利润	973	1,178	1,745	2,183	2,685	3,245	少数股东权益	0	4	9	4	-1	-8	
利润率	62.7%	49.8%	49.5%	46.4%	44.9%	43.9%	负债股东权益合计	7,878	3,138	4,973	6,962	9,422	12,379	
所得税	145	176	297	327	403	487	比率分析		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税率	14.9%	15.0%	17.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标							
净利润	828	1,002	1,448	1,856	2,282	2,758	每股收益	0.83	0.99	1.49	1.87	2.30	2.78	
少数股东损益	0	0	-4	-5	-6	-7	每股净资产	1.02	2.85	4.38	6.25	8.55	11.33	
归属于母公司的净利润	828	1,002	1,452	1,860	2,288	2,765	每股股利	0.00	0.00	0.89	0.00	0.00	0.00	
净利率	53.3%	42.4%	41.2%	39.6%	38.3%	37.4%	回报率							
							净资产收益率	81.44%	35.36%	33.28%	29.90%	26.88%	24.52%	
							总资产收益率	10.51%	31.93%	29.19%	26.72%	24.28%	22.34%	
							投入资本收益率	80.66%	34.90%	32.22%	29.45%	26.41%	24.02%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	30.41%	52.30%	49.05%	33.38%	27.09%	23.84%	
							EBIT 增长率	0.02%	20.87%	45.77%	27.12%	22.55%	20.42%	
							净利润增长率	0.20%	21.00%	44.88%	28.14%	22.99%	20.86%	
							总资产增长率	197.17%	-60.17%	58.47%	39.98%	35.34%	31.39%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	13.9	10.3	8.8	8.9	8.9	9.0	
							存货周转天数	139.9	133.2	119.9	106.0	107.7	108.8	
							应付账款周转天数	50.5	38.2	58.6	60.6	53.9	54.4	
							固定资产周转天数	59.7	58.3	59.0	52.5	43.4	36.2	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-712.05%	-76.69%	-84.78%	-88.95%	-92.24%	-94.43%	
							EBIT 利息保障倍数	—	55,457.7	15,158.1	—	—	—	
							资产负债率	87.09%	9.60%	12.11%	10.55%	9.68%	8.97%	

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806