公司研究

公司财报点评

证券研究报告

巨子生物（02367.HK）

买入（维持评级）

23 年利润+45%超预期，看好重组胶原蛋白龙头成长空间

投资要点：

➢ **发布业绩公告，2023 年利润同增 45%。**2023 年营收 35.24 亿元/ yoy +49.0%，净利润 14.52 亿元/ yoy +44.9%，经调净利润 14.69 亿元/ yoy+39.0%；毛利率 83.6%/ yoy -0.8pct，净利率 41.2%/ yoy -1.2pct。销售/管理/研发费用率 33%/2.7%/2.1%，yoy +3.2pct/ -2.0pct/ +0.3pct。同时宣布拟派发特别股息＆末期股息共 8.8 亿元，分红率 61%，为上市以来首次。

➢ **2023 年可复美营收 28 亿元。**1）品牌：可复美营收 27.9 亿元/ yoy +73%，占比 79%/ yoy+11pct；可丽金营收 6.2 亿元/ yoy -0.3%，占比 17.5%。2）品类：护肤品营收 26.5 亿元/ yoy +70%，占比 75%；敷料营收 8.6 亿元/ yoy +13%，占比 24%。3）渠道：DTC 线上直销营收 21.5 亿元/ yoy +77%，占比 61%；电商线上直销营收 1.8 亿元/ yoy +43%，占比 5%；线下直销营收 0.9 亿元/ yoy +40%，占比 2.5%；经销营收 11 亿元/ yoy +15%，占比 31%。

➢ **妆品矩阵完善大单品打造能力持续验证。**1）可复美成功打造从敷料到胶原棒的大单品，胶原棒 23 年 618GMV 同比+700%+，双 11GMV 同比+200%+；并延伸至胶原修护、秩序系列、补水安敏，3 大系列日臻完善，预计 24 年上新焦点系列拓展产品线。可丽金新品胶卷眼霜+面霜推广培育，期待 618 放量。2）三八大促亮眼，可复美天猫美妆排名第 13/ 国货排名第 3，抖音美妆排名第 8/ 国货排名第 3，品牌势能持续释放。3）线上线下渠道结构日趋稳定，净利率的结构性调整有望企稳。

➢ **商业化研发领先三类械拿证在即。**1）研发端储备 40+种类型的重组胶原蛋白，包含功能片段型、功能片段重复型、全长链；成功构建低温松散、常温稳定、高温紧密 3 类具有三螺旋特征的重组胶原蛋白。2）预计 24 年 Q2~Q3 两款针对鱼尾纹的水光拿证，25 年两款分别针对颈纹和法令纹的植入剂拿证，将完善全产业链布局，二类械成熟渠道+新渠道拓展有望共同推动医美产品放量。看好重组胶原蛋白赛道景气度，及巨子以研发为基的产品力持续提升。

➢ **减持和流动性影响有望改善。**Pre-IPO 股东减持已近尾声，24 年 2 月巨子纳入 MSCI 中国指数，流动性有望持续改善。

➢ **盈利预测与投资建议：**公司深耕重组胶原蛋白高景气度赛道，商业化研发领先，大单品打造能力持续验证，三类械即将获批，看好长期成长性。基于营收超预期，上调 24-25 年营收预测；考虑股权激励费用，下调 24-25 年利润预测。预计 24-26 年营收分别为 46.0/ 59.4/ 72.5 亿元（24-25 前值 45.1/ 59.3 亿元），归母净利润分别为 17.3/22.0/27.5 亿元（24-25 前值 17.7/22.8 亿元）。考虑股权激励费用，预计 24 年经调整净利润 18 亿元，给予 26 倍目标 PE，对应目标价 52.51 港元，维持“买入”评级。

➢ **风险提示：**竞争加剧，需求增长、营销效果、研发进度不及预期。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,364	3,524	4,598	5,942	7,251
增长率	52%	49%	30%	29%	22%
净利润（百万元）	1,002	1,452	1,733	2,204	2,753
增长率	21%	45%	19%	27%	25%
EPS（元/股）	1.01	1.46	1.74	2.21	2.77
市盈率（P/E）	38.3	26.4	22.1	17.4	13.9
市净率（P/B）	13.5	8.8	7.4	5.5	4.2

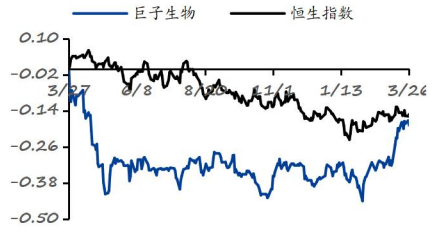
数据来源：公司公告、华福证券研究所　　币种：人民币

当前价格:	42.50 港元
目标价格:	52.51 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	995.00/995.00
流通市值(百万港元)	42,287.50
每股净资产(港元)	4.84
资产负债率(%)	12.11
一年内最高/最低价(港元)	52.30/28.40

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：　陈照林(S0210522050006)
CZL3792@hfzq.com.cn
分析师：　来舒楠(S0210523040002)
LSN3916@hfzq.com.cn

相关报告

1、【华福社服】巨子生物 23H1 点评：H1 归母净利润同比+53%，产品矩阵完善线上直销引领增长——2023.08.30
2、【华福社服】巨子生物（2367.HK）22 年业绩点评：发力护肤品类和线上直销，重组胶原蛋白龙头成长可期——2023.03.29
3、【华福社服】巨子生物（2367.HK）深度研究：重组胶原蛋白领军者，紧握行业发展机遇——2023.01.05

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,504	3,220	4,883	7,066
应收款项合计	156	235	304	371
存货	200	274	359	443
其他流动资产	1,275	1,274	1,274	1,275
流动资产合计	4,135	5,003	6,820	9,155
固定资产净额	663	741	810	895
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0
商誉及无形资产	56	62	72	96
土地使用权	0	30	59	88
其他非流动资产	119	119	120	119
非流动资产合计	838	952	1,061	1,198
资产总计	**4,973**	**5,955**	**7,881**	**10,353**
应付账款及票据	133	182	238	294
循环贷款	2	2	2	2
其他流动负债	396	533	697	858
流动负债合计	531	717	937	1,154
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	71	20	20	20
非流动负债合计	71	20	20	20
负债总计	**602**	**737**	**957**	**1,174**
归母公司净利润增长率	4,362	5,209	6,915	9,171
少数股东权益	9	9	8	8
股东权益总计	**4,371**	**5,218**	**6,924**	**9,179**
负债及股东权益总计	**4,973**	**5,955**	**7,881**	**10,353**

现金流量表

投资活动现金流	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	0	5,025	4,810	4,891
净利润	1,452	1,733	2,204	2,753
折旧和摊销	**0**	**3,316**	**2,621**	**2,193**
营运资本变动	-1,429	54	60	61
其他非现金调整	-23	-77	-75	-115
投资活动现金流	0	-3,430	-2,730	-2,330
资本支出	0	-3,440	-2,740	-2,340
长期投资	**0**	**0**	**0**	**0**
其他长期资产	0	10	10	10
融资活动现金流	0	-879	-417	-378
借款增加	1	0	0	0
股利分配	**-**	**-886**	**-498**	**-498**
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动现金流	-	6	81	120

利润表

单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	**3,526**	**4,600**	**5,945**	**7,253**
主营业务收入	3,524	4,598	5,942	7,251
营业总支出	**1,914**	**2,670**	**3,450**	**4,136**
营业成本	577	788	1,033	1,276
营业开支	1,337	1,882	2,417	2,860
营业利润	1,613	1,930	2,494	3,117
净利息支出	-47	-57	-81	-119
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	2	0	0	0
非经常项目前利润	1,662	1,988	2,575	3,237
非经常项目损益	83	100	80	80
除税前利润	**1,745**	**2,088**	**2,655**	**3,317**
所得税	297	355	452	564
少数股东损益	-4	0	0	0
持续经营净利润	**1,452**	**1,733**	**2,204**	**2,753**
非持续经营净利润	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股东净利润	**1,452**	**1,733**	**2,204**	**2,753**
EPS（最新股本摊薄）	**1.46**	**1.74**	**2.21**	**2.77**

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	49.0%	30.5%	29.2%	22.0%
归母公司净利润增长率	44.9%	19.3%	27.2%	24.9%
获利能力				
毛利率	83.6%	82.9%	82.6%	82.4%
净利率	41.2%	37.7%	37.1%	38.0%
ROE	40.4%	36.2%	36.4%	34.2%
ROA	35.8%	31.7%	31.9%	30.2%
偿债能力				
资产负债率	12.1%	12.4%	12.1%	11.3%
流动比率	7.8	7.0	7.3	7.9
速动比率	7.4	6.6	6.9	7.5
每股指标（元）				
每股收益	1.5	1.7	2.2	2.8
每股经营现金流	0.0	5.1	4.8	4.9
每股净资产	4.4	5.2	7.0	9.2
估值比率				
P/E	26	22	17	14
P/B	9	7	6	4
EV/EBITDA	38	12	13	12

数据来源：公司公告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所　上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn