

➤ **事件：巨子生物披露 2023 年业绩。**23 年，公司实现营收 35.24 亿元，yoy+49.05%；经调整净利润（剔除股份支付费用）为 14.69 亿元，yoy+39.04%。23H2，公司实现营收 19.18 亿元，yoy+39.07%；经调整净利润 7.92 亿元，yoy+33.56%。

➤ **23 年专业皮肤护理产品收入同比+51.1%，可复美明星单品放量持续高增，可丽金改善可期。**23 年公司实现总收入 35.24 亿元，同比+49.05%，其中：**1) 专业皮肤护理产品**实现收入 35.08 亿元，同比+51.10%，其中功效性护肤品收入 26.47 亿元，同比+69.52%，主要系公司持续加强全渠道营销活动、大单品收入稳健增长及明星单品的高速增长；医用辅料收入 8.61 亿元，同比+13.25%；分品牌来看：**①可复美：**23 年实现营收 27.88 亿元，同比+72.86%，主要系持续拓展线上及线下销售渠道，优化运营策略，品牌影响力持续增强，同时进一步将产品品类拓展至精华、面膜、乳液等品类，胶原棒等明星单品销售高增（23 年“618”和“双 11”胶原棒 GMV 分别同比增长 700%/+200%+）贡献收入增量；**②可丽金：**23 年实现营收 6.17 亿元，同比-0.29%，23 年可丽金持续改善，产品矩阵进行更新迭代，推出清爽版保龄霜和大膜王以及新品胶卷眼霜，同时优化调整渠道结构，加强全域渠道建设，持续建立品牌心智，期待 24 年品牌调整成效显现；**③其他品牌：**实现营收 1.03 亿元，yoy+14.29%。**2) 保健食品及其他**23 年实现收入 0.16 亿元，同比-62.53%。

➤ **23 年直销收入同比+72.7%至 24.2 亿元，抖音等线上渠道增长亮眼。**分渠道来看，**1) 直销渠道：**23 年公司直销收入 24.21 亿元，yoy+72.72%，其中，通过 DTC 店铺线上销售收入 21.55 亿元，yoy+77.49%，主要系①公司持续加强线上多平台布局及精细化运营，天猫、抖音等电商平台快速增长，根据公司公告，可复美和可丽金的线上全渠道 GMV 在 23 年“618”分别同比增长 165%/+70%+，在 23 年“双 11”分别同比增长 100%/+50%+；②精华类产品快速上升贡献收入增量；③品牌营销和推广提升品牌知名度和好感度，促进销量和收入增长；23 年面向电商平台的线上直销收入为 1.78 亿元，yoy+42.57%，主要系公司持续优化平台营销策略和货品结构拉动销量和收入增长；23 年公司线下直销收入为 0.89 亿元，同比+371.85%，主因公司持续加大连锁药房和化妆品连锁店等线下直销渠道的门店和产品布局，同时加强门店营销活动和人员培训；**2) 经销方面：**23 年公司经销收入 11.04 亿元，yoy+14.60%。

➤ **23 年毛利率/经调整净利润率分别为 83.6%/41.7%。**23 年公司实现毛利 29.47 亿元，对应毛利率为 83.6%，同比-0.8pct，主要系销售成本增加及产品类型扩充；费用率方面，23 年，公司销售费用率为 33.04%，同比+3.17pct，主要系公司线上直销渠道快速扩张致线上营销费用增加；管理费用率为 2.74%，同比-1.95pct，主要系上市费用开支减少；研发费用率为 2.13%，同比+0.26pct，主要系公司持续投入基础研究与管线产品研发以及研发人员薪酬增加。3) 净利率方面，23 年公司经调整净利润 14.69 亿元，对应经调整净利率 41.7%，同比-3.0pct。

➤ **投资建议：**公司依托深厚的研发实力，持续打造多品牌矩阵，功效性护肤品产品矩阵持续丰富，医美产品管线未来可期；并通过持续投入研发技术先发优势、精细化运营成功打造大单品的同时持续丰富产品管线、强化宣传力度以不断提升品牌影响力，我们预计 24-26 年经调整净利润为 18.14/22.77/28.23 亿元，同比增速 23.5%/25.5%/24.0%，当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 21x、17x、14x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；新品研发进度不及预期；行业监管超预期。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,524	4,583	5,779	7,105
(+/-)(%)	49.0	30.1	26.1	22.9
经调整净利润	1,469	1,814	2,277	2,823
(+/-)(%)	39.0	23.5	25.5	24.0
EPS(基于经调整净利润)	1.48	1.82	2.29	2.84
P/E(基于经调整净利润)	27	21	17	14
P/B	8.9	7.5	6.0	4.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 27 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

推荐
维持评级
当前价格：
42.55 港元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

- 巨子生物 (2367.HK) 事件点评：技术上突破高温紧密三螺旋结构，可丽金上新“胶卷面霜”，看好长期发展潜力-2024/03/14
- 巨子生物 (2367.HK) 事件点评：上线“幸运棒”与“胶卷眼霜”，产品矩阵持续完善，看好长期发展空间-2024/01/07
- 巨子生物 (2367.HK) 事件点评：可复美持续高增，可丽金改善可期，“双 11”表现亮眼，看好长期发展空间-2023/11/14
- 巨子生物 (2367.HK) 事件点评：双“11”首发战报优异，产品矩阵与渠道建设稳步推进，看好长期空间-2023/11/07
- 巨子生物 (2367.HK) 2023 年中报点评：23H1 业绩超预期，可复美增速亮眼-2023/08/29

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	4,135	4,802	6,018	7,746
现金及现金等价物	2,504	2,205	2,467	3,301
应收账款及票据	102	127	197	217
存货	200	363	355	379
其他	1,329	2,106	2,998	3,849
非流动资产合计	838	976	1,123	1,287
固定资产	663	795	937	1,095
商誉及无形资产	56	62	67	72
其他	119	119	119	119
资产合计	4,973	5,778	7,140	9,033
流动负债合计	531	496	602	722
短期借贷	2	2	2	3
应付账款及票据	133	100	132	164
其他	396	394	468	554
非流动负债合计	71	71	71	71
长期借贷	0	0	0	0
其他	71	71	71	71
负债合计	602	568	673	793
普通股股本	0	0	0	0
储备	4,362	5,199	6,454	8,223
归属母公司股东权益	4,362	5,199	6,454	8,223
少数股东权益	9	11	13	17
股东权益合计	4,371	5,210	6,467	8,240
负债和股东权益合计	4,973	5,778	7,140	9,033

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	NA	1,306	2,125	2,758
净利润	1,452	1,723	2,204	2,749
少数股东权益	NA	2	3	4
折旧摊销	34	50	61	64
营运资金变动及其他	NA	-469	-143	-59
投资活动现金流	NA	-719	-914	-945
资本支出	NA	-188	-208	-228
其他投资	NA	-531	-706	-717
筹资活动现金流	NA	-885	-950	-979
借款增加	NA	0	1	1
普通股增加	NA	0	0	0
已付股利和利息	NA	-886	-950	-980
其他	NA	-0	-0	-0
现金净增加额	NA	-299	262	834

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,524	4,583	5,779	7,105
其他收入	2	0	0	0
营业成本	577	782	948	1,137
销售费用	1,164	1,687	2,081	2,522
管理费用	97	124	156	192
研发费用	75	96	110	128
财务费用	-47	-50	-44	-49
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	85	84	67	64
除税前利润	1,745	2,029	2,596	3,239
所得税	297	304	389	486
净利润	1,448	1,724	2,207	2,753
少数股东损益	-4	2	3	4
归属母公司净利润	1,452	1,723	2,204	2,749
EBIT	1,698	1,979	2,552	3,190
EBITDA	1,732	2,029	2,613	3,254
EPS (元)	1.46	1.73	2.22	2.76

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	49.05	30.06	26.09	22.94
归属母公司净利润	44.88	18.66	27.96	24.71
盈利能力(%)				
毛利率	83.63	82.93	83.60	84.00
净利率	41.19	37.58	38.14	38.69
ROE	33.28	33.13	34.16	33.43
ROIC	32.22	32.27	33.54	32.89
偿债能力				
资产负债率(%)	12.11	9.82	9.43	8.78
净负债比率(%)	-57.25	-42.29	-38.11	-40.02
流动比率	7.79	9.68	10.00	10.74
速动比率	7.42	8.95	9.41	10.21
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.85	0.89	0.88
应收账款周转率	41.11	39.97	35.59	34.28
应付账款周转率	6.15	6.71	8.18	7.69
每股指标 (元)				
每股收益	1.46	1.73	2.22	2.76
每股经营现金流	0.00	1.31	2.14	2.77
每股净资产	4.38	5.23	6.49	8.26
估值比率				
P/E	27	23	18	14
P/B	8.9	7.5	6.0	4.7
EV/EBITDA	21.05	17.96	13.95	11.20

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

注:由于2023年现金流量表数据尚未完全披露,因此部分数据暂用NA列示

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026