

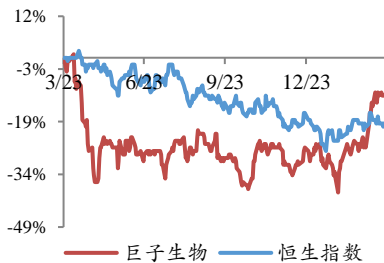
## 核心单品高速增长，注射产品上市在即

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-31

收盘价（港元）	42.55
近12个月最高/最低（港元）	48.60/29.30
总股本（百万股）	995
流通股本（百万股）	995
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	423
流通市值（亿港元）	423

### 公司价格与恒生指数走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

### 相关报告

1. 上半年业绩大幅增长，产品品牌价值快速提升 2023-08-29

### 主要观点：

#### ● 事件描述

3月25日，巨子生物发布了2023年业绩公告，2023年实现营业收入35.24亿元，同比增长49.0%；实现净利润14.52亿元，同比增长44.9%；实现经调整净利润14.69亿元，同比增长39.0%。

#### ● 医用敷料品牌心智成熟，核心单品延续放量

两大产品“双轮驱动”，核心单品贡献业绩增量。公司业绩分品牌来看，可复美实现27.88亿元收入，同比增长72.9%，占23年总收入的79.1%。作为公司核心品牌，可复美由械到妆，凭借线上营销叠加线下专业院线+械字号/皮肤科医生背书，新品可复美胶原棒在双11延续了618增长（GMV同比增长700%+）的趋势，GMV同比增长200%+，实现从胶原蛋白敷料到胶原棒单品的成功迭代。同时，巨子生物在报告期内推出可复美胶原乳，可复美次抛等多款新品，均在多个电商平台获得市场上的积极反馈，再次证明了公司强大的品牌力，助力可复美品牌持续放量。可丽金实现6.17亿元收入，与22年基本持平，占据2023年总收入的17.5%，可丽金系列为面部抗老提供综合解决方案，多项新品满足客户差异化需求，未来有望进入成长期。公司两大品牌可复美、可丽金23年营收占比超过公司总体业务的96%，“双轮驱动”下拉动业绩持续提升。预计今年消费复苏拉动美妆护肤类需求增加，公司凭借品牌及渠道优势以及产能的提前布局，业绩有望再攀新高。

#### ● 牵头制定原料标准，带领重组蛋白走入“标准化”

巨子牵头制定多项重组胶原蛋白行业标准，行业良性竞争下，巨子生物有望受益。巨子生物牵头的《化妆品用重组胶原蛋白原料》、《重组胶原蛋白促人源细胞胶原蛋白分泌测定方法》、《重组胶原蛋白透皮吸收测定方法》三个团体标准于23年正式实施。从客户角度来看，明确的标准参考值降低了客户对产品质量挑选的难度，从而降低了企业的市场教育成本。从公司角度看，行业标准化为重组胶原蛋白提供了良性的市场竞争环境，龙头公司以高权威性、强研发能力、优生产能力以及对行业的更深刻认知有望受益。

#### ● 注射类产品上市在即，三螺旋特征突破有望加速针剂替代进程

公司计划于2024年中期、2025年上半年先后拿到两款三类医疗器械证书。公司械字号产品包括液体制剂、固体制剂、非交联凝胶产品和交联凝胶产品，可满足不同部位和适应症的需求。由于技术壁垒存在叠加申请医疗器械时间成本较高，大多数企业规模化生产能力有限，因此重组胶原蛋白存在一定时间的技术红利窗口期。公司医美渠道多层次布局外加公司高权威原料龙头地位，有望实现针剂产品市场的快速突破，打开公司新的业务增长极。此外，根据3月13日消息，巨子生物在全球范围持续率先突破3类具有三螺旋特征的重组胶原蛋白，有望加速推动医美领域具备更强力学支撑、更长效的填充剂对透明质酸的替代进程。

● **投资建议**

公司作为重组胶原蛋白龙头，凭借多元化产品矩阵和渠道优势，业绩有望持续高增。据公司 2023 年度报告，我们调整公司的业绩预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.22、24.21、30.16 亿元，同比增速为 32%、26%、25%（2024-2025 年前值为 17.29、20.95 亿元）。对应 PE 分别为 19、15、12 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 项目投产进度不及预期；
- (2) 研发投资不及预期效果；
- (3) 重组胶原蛋白渗透不及预期；
- (4) 行业竞争加剧风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3524	4581	6144	7729
收入同比 (%)	49%	30%	34%	26%
归母净利润	1452	1922	2421	3016
归母净利润同比 (%)	45%	32%	26%	25%
ROE (%)	33.20%	34.64%	30.38%	27.45%
每股收益 (元)	1.46	1.93	2.43	3.03
市盈率 (P/E)	21.35	19.28	15.30	12.29

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4,135	5,339	7,763	10,396	<b>营业收入</b>	3,524	4,581	6,144	7,729
现金	2,504	3,459	5,719	8,207	其他收入	2	0	0	0
应收账款及票据	102	149	176	231	<b>营业成本</b>	577	781	1,153	1,394
存货	200	352	453	516	销售费用	1,164	1,369	1,927	2,546
其他	1,329	1,380	1,414	1,441	管理费用	97	215	238	268
<b>非流动资产</b>	838	720	987	1,406	研发费用	75	85	123	157
固定资产	663	546	813	1,231	财务费用	-47	-50	-69	-114
无形资产	56	56	56	56	<b>除税前溢利</b>	1,745	2,265	2,856	3,563
其他	119	119	119	119	所得税	297	343	435	547
<b>资产总计</b>	4,973	6,059	8,750	11,801	<b>净利润</b>	1,448	1,922	2,421	3,016
<b>流动负债</b>	531	430	699	735	少数股东损益	-4	0	0	0
短期借款	2	2	2	2	<b>归属母公司净利润</b>	1,452	1,922	2,421	3,016
应付账款及票据	133	78	237	153					
其他	396	350	460	581	<b>EBIT</b>	1,613	2,131	2,702	3,364
<b>非流动负债</b>	71	71	71	71	<b>EBITDA</b>	1,613	2,265	2,853	3,591
长期债务	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	1.46	1.93	2.43	3.03
其他	71	71	71	71					
<b>负债合计</b>	602	501	770	806					
普通股股本	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
储备	4,362	5,549	7,970	10,986	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>归属母公司股东权益</b>	4,362	5,549	7,971	10,986	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	9	9	9	9	营业收入	49.05%	30.00%	34.11%	25.80%
股东权益合计	4,371	5,558	7,979	10,995	归属母公司净利润	44.88%	32.39%	25.98%	24.55%
负债和股东权益	4,973	6,059	8,750	11,801	<b>获利能力</b>				
					毛利率	83.63%	82.94%	81.23%	81.97%
					销售净利率	41.19%	41.95%	39.41%	39.02%
					ROE		33.28%	34.64%	30.38%
					ROIC	30.62%	32.52%	28.71%	25.89%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	12.11%	8.27%	8.80%	6.83%
					净负债比率	-57.25%	-62.20%	-71.65%	-74.63%
					流动比率	7.79	12.42	11.11	14.15
					速动比率	7.42	11.61	10.46	13.44
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.87	0.83	0.83	0.75
					应收账款周转率	41.11	36.53	37.81	37.93
					应付账款周转率	6.15	7.41	7.32	7.16
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.46	1.93	2.43	3.03
					每股经营现金流	0.00	1.63	2.61	3.06
					每股净资产	4.38	5.58	8.01	11.04
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.35	19.28	15.30	12.29
					P/B	7.11	6.68	4.65	3.37
					EV/EBITDA	17.67	14.83	10.98	8.03

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	0	1,621	2,593	3,049
净利润	1,452	1,922	2,421	3,016
少数股东权益	-4	0	0	0
折旧摊销	0	134	151	227
营运资金变动及其他	-1,448	-435	21	-194
<b>投资活动现金流</b>	0	68	-333	-561
资本支出	0	-17	-418	-646
其他投资	0	85	85	85
<b>筹资活动现金流</b>	0	-735	0	0
借款增加	1	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-735	0	0
其他	-1	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	0	955	2,260	2,488

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。