

# 巨子生物 (2367 HK)

## 产品周期向上，期待大促靓丽表现

巨子生物在5月17日公告以49.40港元/股的价格配售3,322万股，约占公司已发行股份的3.34%，及经配发及发行认购股份扩大后的股份的3.23%。配售价格较5月16日收市价折让约6.7%。预计配售所得款项净额约为16.27亿港元，资金用途为：1) 约90%拟用于核心业务的发展及生态圈布局，包括但不限于品牌推广、市场营销及研发投入；及2) 约10%拟用于补充流动资金及作一般企业用途。截至2023年底，公司在手净现金为25.0亿元，另有金融资产12.7亿元。2023年公司经营现金流为16.5亿元。我们预计公司将借助充足的现金储备打造品牌影响力，进一步丰富产品线布局。

■ **巨子生物推新势头延续，产品矩阵持续完善。**今年以来，可复美和可丽金围绕重点产品系列，密集推出多款产品，拓宽产品品类。可复美在2024年针对肌肤亚健康重点打造焦点系列，陆续推出了焦点面霜、焦点精华、焦点涂抹面膜和焦点面膜，产品采用天然序列重组I型胶原蛋白、天然序列重组III型胶原蛋白、重复序列重组I型胶原蛋白和Mini小分子重组I型胶原蛋白肽的仿生组合，协同修护皮肤屏障、增强皮肤弹性，并实现紧致抗皱及亮肤保湿等功效。目前，可复美焦点面霜已蝉联天猫面霜新品榜榜首，并列天猫面霜热销榜第11位、天猫面霜好评榜第8位。根据蝉妈妈的数据，今年4月，可复美焦点面霜在抖音的销售额达到2,500-5,000万元，大单品潜力初显。此外，公司新推出可复美秩序系列的新品秩序面膜和秩序清洁泥膜，推出胶原修护系的新品胶原冻膜并升级可复美柔肤水3.0。可丽金品牌则针对消费者抗皱紧致需求，重点打造胶卷系列，在今年陆续推出胶卷面霜、胶卷眼霜和胶卷眼膜。目前，可丽金胶卷面霜名列天猫面霜新品榜第5位。据蝉妈妈的数据，胶卷面霜4月在抖音的销售额已达到500-750万元。

■ **“618”大促临近，期待公司妆品靓丽的销售表现。**头部主播李佳琦于5月19日开启“618”预售，可复美胶原棒等产品再次上线李佳琦直播间。目前，可复美胶原棒名列天猫修复精华热销榜第7位、天猫修复精华回购榜第3位，爆品放量势头延续。我们估计，2023年胶原棒占可复美品牌超过3成收入。我们认为，胶原棒将继续展现重磅单品实力，持续快速增长。同时，我们期待可复美焦点系列、可丽金胶卷系列等新品在大促期间快速放量。

■ **维持“买入”评级，目标价60.83港元。**我们继续看好巨子生物功能性护肤品线上销售的持续增长，预期注射类胶原蛋白产品在年内获批。基于DCF模型，上调目标价至60.83港元（WACC：10.6%，永续增长率：3.0%），目标价对应30.8x FY24 经调整市盈率，24.9x FY25 经调整市盈率。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	2,364	3,524	4,636	5,908	7,682
同比增长(%)	52.3	49.0	31.6	27.4	30.0
毛利率(%)	84.4	83.6	83.0	83.1	83.5
经调整净利润(百万人民币)	1,056	1,452	1,828	2,261	2,859
经调整每股收益(人民币)	1.03	1.48	1.78	2.20	2.78
经调整市盈率(倍)	43.4	30.4	25.2	20.4	16.1
市净率(倍)	11.4	10.3	6.6	5.4	4.4
净负债比率(%)	(46.8)	(57.2)	(70.8)	(73.8)	(76.6)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

### 买入(维持)

目标价	60.83 港元
(此前目标价)	57.14 港元)
潜在升幅	22.0%
当前股价	49.85 港元

### 中国医药

#### 武煜, CFA

(852) 3900 0842  
jillwu@cmbi.com.hk

#### 王云逸

(852) 3916 1729  
cathywang@cmbi.com.hk

#### 李昀嘉

(852) 3757 6202  
bellali@cmbi.com.hk

### 公司数据

市值(百万港元)	51,256.8
3月平均流通量(百万港元)	205.2
52周内股价高/低(百万港元)	53.15/29.30
总股本(百万)	1028.2

资料来源：FactSet

### 股东结构

Juzi Holding Co., Ltd	58.4%
GBEBT Holding Limited	1.9%

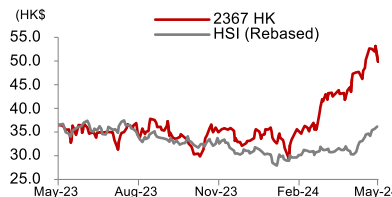
资料来源：港交所

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	8.4%	-9.9%
3-月	39.8%	15.5%
6-月	44.1%	28.6%

资料来源：FactSet

### 股份表现



资料来源：FactSet

## 巨子生物线上销售表现

图 1: 可复美抖音平台销售情况

排名	GMV (万元)	平均客单价 (元)	达人号占比	品牌及商家自营号占比	胶原棒 GMV (万元)	焦点面霜 GMV (万元)
2024.1	5,000-7,500	269	56.2%	43.8%	5,000-7,500	-
2024.2	7,500-10,000	301	54.8%	45.2%	5,000-7,500	-
2024.3	> 10,000	244	58.7%	47.3%	7,500-10,000	-
2024.4	7,500-10,000	231	52.5%	47.6%	2,500-5,000	2,500-5,000

资料来源: 蝉妈妈, 招银国际环球市场

注: 单品 GMV 为 SPU 口径的销售额

图 2: 可丽金抖音平台销售情况

排名	GMV (万元)	平均客单价 (元)	达人号占比	品牌及商家自营号占比	胶卷面霜 GMV (万元)	大膜王 GMV (万元)
2024.1	750-1,000	190	44.4%	55.6%	-	250-500
2024.2	500-750	211	46.1%	53.9%	-	250-500
2024.3	1,000-2,500	241	71.2%	28.8%	100-250	1,000-2,500
2024.4	1,000-2,500	212	62.1%	37.9%	500-750	100-250

资料来源: 蝉妈妈, 招银国际环球市场

注: 单品 GMV 为 SPU 口径的销售额

图 3: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	4,636	5,908	7,682	4,602	5,865	7,377	0.7%	0.7%	4.1%
毛利	3,850	4,908	6,412	3,822	4,872	6,137	0.7%	0.7%	4.5%
归母净利润	1,738	2,193	2,791	1,711	2,150	2,637	1.6%	2.0%	5.9%
基本每股收益 (元)	1.69	2.13	2.71	1.72	2.16	2.65	-1.7%	-1.3%	2.4%
毛利率	83.04%	83.07%	83.47%	83.04%	83.07%	83.18%	0.00 ppt	0.00 ppt	+0.29 ppt
净利润率	37.48%	37.12%	36.33%	37.18%	36.65%	35.75%	+0.30 ppt	+0.47 ppt	+0.58 ppt

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
息税前利润	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
税率	1,964	2,460	3,132	3,914	4,619	5,358	6,108	6,841	7,525
息税前利润*(1-税率)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
+ 折旧与摊销	1,669	2,091	2,663	3,327	3,926	4,554	5,192	5,815	6,396
- 营运资金变化	40	45	50	55	65	75	86	96	106
- 资本支出	-133	-88	-114	-124	-146	-169	-193	-216	-238
自由现金流	-150	-150	-150	-150	-177	-205	-234	-262	-288
终值	1,426	1,898	2,449	3,109	3,668	4,255	4,851	5,433	5,976

永续增长率	3.0%
加权平均资本成本 WACC	10.6%
股本成本	14.0%
债务成本	5.0%
市场风险系数 $\beta$	1.1
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	10.5%
目标负债率	35.0%
有效公司税率	15.0%

终值	32,681
现值	51,183
净负债	-5,119
少数股东权益	5
股权价值 (百万元人民币)	56,296
股权价值 (百万港元)	62,551
股份数 (百万股)	1,028
DCF 每股价值 (港元)	60.83

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 5: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%
永续增长率	4.0%	79.05	72.29	66.58	61.68	57.45
	3.5%	74.51	68.58	63.50	59.11	55.27
	3.0%	70.67	65.40	60.83	56.85	53.35
	2.5%	67.36	62.63	58.49	54.86	51.63
	2.0%	64.49	60.20	56.43	53.08	50.10

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 6: 招银国际与市场预测

人民币百万元	招银国际全球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	4,636	5,908	7,682	4,661	5,955	7,388	-0.5%	-0.8%	4.0%
毛利	3,850	4,908	6,412	3,885	4,966	6,162	-0.9%	-1.2%	4.1%
归母净利润	1,738	2,193	2,791	1,790	2,270	2,771	-2.9%	-3.4%	0.7%
基本每股收益 (元)	1.69	2.13	2.71	1.79	2.28	2.79	-5.7%	-6.2%	-2.8%
毛利率	83.04%	83.07%	83.47%	83.36%	83.40%	83.41%	-0.32 ppt	-0.33 ppt	+0.06 ppt
净利率	37.48%	37.12%	36.33%	38.40%	38.12%	37.51%	-0.92 ppt	-1.00 ppt	-1.17 ppt

资料来源：彭博，招银国际全球市场预测

## 财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	1,552	2,364	3,524	4,636	5,908	7,682
销售成本	(198)	(369)	(577)	(786)	(1,000)	(1,270)
毛利润	1,354	1,995	2,947	3,850	4,908	6,412
销售费用	(346)	(706)	(1,164)	(1,623)	(2,157)	(2,919)
行政费用	(72)	(111)	(97)	(116)	(142)	(177)
研发费用	(25)	(44)	(75)	(102)	(127)	(161)
其他收入	33	69	103	121	161	192
其他费用	(3)	(1)	(0)	(90)	(68)	(68)
其他盈亏	32	(23)	31	0	0	0
利息支出	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	(0)	(1)	1	0	0	0
税前利润	973	1,178	1,745	2,040	2,576	3,280
所得税	(145)	(176)	(297)	(306)	(386)	(492)
税后利润	828	1,002	1,448	1,734	2,189	2,788
非控股权益	0	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)
归母净利润	828	1,002	1,452	1,738	2,193	2,791
资产负债表						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	7,441	2,538	4,135	6,878	8,370	10,298
现金与现金等价物	7,103	1,331	2,504	5,121	6,482	8,240
应收账款	66	69	102	127	162	210
存货	89	184	200	259	329	418
以公允价值计入损益的资产	156	866	1,275	1,275	1,275	1,275
其他流动资产	28	87	54	96	123	156
非流动资产	437	600	838	948	1,052	1,151
物业及厂房及设备 (净额)	274	491	663	775	880	981
使用权资产	59	60	48	46	44	42
递延税项	1	1	1	1	1	1
无形资产	8	7	7	8	9	9
其他非流动资产	94	41	118	118	118	118
总资产	7,878	3,138	4,973	7,826	9,422	11,449
流动负债	6,843	281	531	523	567	623
应付账款	24	55	133	129	164	209
应付税款	71	75	117	117	117	117
其他流动负债	6,732	138	243	243	243	243
租赁负债	0	1	2	2	2	2
合同负债	16	12	36	32	40	53
非流动负债	18	20	71	71	71	71
递延收入	18	18	20	20	20	20
其他非流动负债	1	2	52	52	52	52
总负债	6,861	301	602	594	638	694
普通股股本	0	0	0	0	0	0
优先股股本	0	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	1,017	2,833	4,362	7,226	8,782	10,757
少数股东权益	0	4	9	5	2	(2)
股东权益总额	1,017	2,837	4,371	7,232	8,784	10,755
总负债和股东权益	7,878	3,138	4,973	7,826	9,422	11,449

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
<b>经营现金流</b>						
税前利润	973	1,178	1,745	2,040	2,576	3,280
折旧摊销	24	28	34	40	45	50
税款	(218)	(173)	(206)	(306)	(386)	(492)
营运资金变化	(58)	(132)	128	(133)	(88)	(114)
其他	(29)	31	(54)	(53)	(93)	(124)
<b>净经营现金流</b>	<b>692</b>	<b>932</b>	<b>1,647</b>	<b>1,588</b>	<b>2,054</b>	<b>2,600</b>
<b>投资现金流</b>						
资本开支	(75)	(153)	(226)	(150)	(150)	(150)
其他	1,638	(706)	(301)	74	114	145
<b>净投资现金流</b>	<b>1,563</b>	<b>(859)</b>	<b>(527)</b>	<b>(76)</b>	<b>(36)</b>	<b>(5)</b>
<b>融资现金流</b>						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	0	508	0	0	0	0
其他	4,475	(6,298)	52	1,106	(658)	(837)
<b>净融资现金流</b>	<b>4,476</b>	<b>(5,790)</b>	<b>52</b>	<b>1,106</b>	<b>(658)</b>	<b>(837)</b>
<b>净现金流变动</b>						
年初现金	368	7,103	1,331	2,504	5,121	6,482
汇率变动	4	(55)	1	0	0	0
<b>年末现金</b>	<b>7,103</b>	<b>1,331</b>	<b>2,504</b>	<b>5,121</b>	<b>6,482</b>	<b>8,240</b>
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	30.4%	52.3%	49.0%	31.6%	27.4%	30.0%
毛利润	34.5%	47.3%	47.7%	30.6%	27.5%	30.7%
净利润	0.2%	21.0%	44.9%	19.7%	26.2%	27.3%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	87.2%	84.4%	83.6%	83.0%	83.1%	83.5%
股本回报率	112.3%	52.0%	40.3%	30.0%	27.4%	28.6%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(7.0)	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.8)
流动比率 (倍)	1.1	9.0	7.8	13.2	14.8	16.5
应收账款周转天数	14	10	9	10	10	10
存货周转天数	142	135	122	120	120	120
应付帐款周转天数	51	39	59	60	60	60
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	52.8	45.3	30.2	26.5	21.0	16.5
经调整市盈率	52.8	43.4	30.4	25.2	20.4	16.1
市净率	43.0	11.1	10.0	6.4	5.3	4.3
股息 (%)	0.0	0.0	1.9	1.1	1.4	1.8
企业价值 / 销售额	25.1	18.9	12.4	8.8	6.7	4.9
企业价值 / EBITDA	39.5	37.6	25.2	20.5	15.8	11.9
企业价值 / EBIT	40.5	38.5	25.7	20.9	16.1	12.1

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。