



买入（维持）

所属行业：美容护理
当前价格(港币)：43.40元

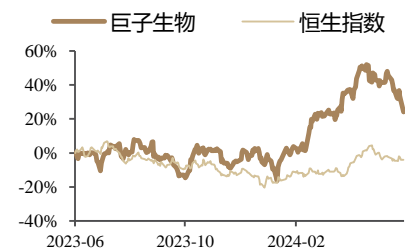
证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.41	-7.72	3.50
相对涨幅(%)	-8.28	-12.52	-5.77

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《巨子生物：23年业绩超预期，静待妆字新品放量+医美获批》，2024.3.26
- 《巨子生物：23H1收入、利润均超预期，渠道转型+产品矩阵完善，巩固胶原护肤龙头地位》，2023.8.29
- 《巨子生物(2367.HK)22年报点评：2022年收入、利润略超预期，重组胶原龙头持续领航》，2023.3.28
- 《胶原蛋白长坡厚雪，巨子生物何以成为龙头？》，2022.5.9

股票数据

总股本(百万股):	1,028.22
流通港股(百万股):	1,028.22
52周内股价区间(港元):	29.300-53.150
总市值(百万港元):	44,624.75
总资产(百万港元):	5,487.72
每股净资产(港元):	4.84

资料来源：公司公告

巨子生物：618业绩亮眼、单品高增长，上调全年业绩预期

投资要点

- 618大促结束，巨子生物两大品牌高增长，夯实品牌力。**根据巨子生物公众号显示，(1)**可复美**：线上全渠道全周期GMV同增60%+，其中天猫同增50%+、抖音同增65%+、京东同增100%+、唯品会同增200%+，排名方面，可复美位列天猫美妆国货top3、抖音电商年中大促护肤品牌总榜国货top3、京东大促国货品牌热销榜top5，同时首家旗舰店在重庆线下布局，线上线下齐发力扩大品牌影响力。(2)**可丽金**：线上全渠道全周期GMV同增100%+，其中天猫同增70%+、抖音同增300%+、京东同增200%+、唯品会同增170%+，品牌转型取得成效。
- 短期角度：两大品牌完善产品矩阵，明星单品增量明显，化妆品平台型逻辑逐步兑现。**(1)**可复美**：23年“双11”可复美胶原棒GMV同比增长200%+；24年3.8大促可复美胶原棒产品势头强劲，天猫李佳琦直播间可复美的次抛棒预定量10万+；24年618大促中在天猫李佳琦直播间预定量20万+、单品销售领先，全周期中位列天猫面部精华/天猫修复精华热卖榜/抖音液态精华类目国货榜单第一，核心大单品胶原棒表现持续亮眼。23年来，品牌陆续上新胶原乳、OK乳、胶原面霜等多款产品；24年4月上新焦点面霜，且该产品在天猫面霜新品榜/抖音品牌胶原蛋白霜人气榜位列618大促top1；胶原蛋白敷料产品蝉联天猫伤口敷料/天猫医用敷料热卖榜/京东医用美护类目top1，产品头部地位夯实。(2)**可丽金**：品牌定位中高端市场，主打以抗皱紧致美白为核心功效，23年公司进行全面视觉升级，以白紫为主色追求质感的包装展现出品牌升级决心；本次618大促，胶原大膜王/嘭嘭次抛GMV同增100%+/60%+，新品胶卷面霜位列天猫紧致面霜新品榜top4、胶原眼霜位列抖音胶原蛋白眼霜人气榜top1，巩固产品系列化，加速品牌升级。
- 长期维度：医美市场长坡厚雪，公司储备多款胶原注射产品。**玻尿酸&肉毒毒素占领市场高地，双美、长春博泰产能受限且价格较高，未来重组胶原价格降低+生物活性改善+水光合规化发展趋势下，将共同做大胶原市场。锦波生物为目前国内唯一拥有胶原蛋白械三的企业，营收高增长可验证市场景气度，巨子生物储备4款胶原医美产品，且公司有强销售能力和研发能力，预估产品效果较好，上市后有望在寡头竞争的格局下快速突破。
- 投资建议：**巨子生物以研发为支撑，化妆品业务电商渠道转型效果明显，产品矩阵逐渐完善，形成两大核心品牌，平台型思路完善；医美端前瞻性储备多款产品。基于公司618大促的动销数据，上调24-26年营收至48.83/62.76/77.67亿元（原为46.64/59.02/72.47亿），上调净利润至18.94/24.22/30.10亿（原为17.64/22.00/27.01亿），同比增速为30%/28%/24%，对应PE为22X/17X/14X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**化妆品景气度下降；胶原竞争加剧；产品研发风险；医美获批失败。

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2364	3524	4883	6276	7767
(+/-)YOY(%)	52.30%	49.05%	38.56%	28.52%	23.75%
净利润(百万元)	1002	1452	1894	2422	3010
(+/-)YOY(%)	21.00%	44.88%	30.48%	27.85%	24.30%
全面摊薄EPS(元)	0.97	1.41	1.84	2.36	2.93
毛利率(%)	84.39%	83.63%	84.13%	84.38%	84.55%
净资产收益率(%)	35.36%	33.28%	36.99%	39.52%	40.50%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.49	1.84	2.36	2.93
每股净资产	4.38	4.98	5.96	7.23
每股经营现金流	1.60	1.85	2.43	3.02
每股股利	0.89	1.05	1.32	1.60
价值评估(倍)				
P/E	21.98	21.67	16.95	13.64
P/B	7.47	8.02	6.70	5.52
P/S	9.25	8.41	6.54	5.29
EV/EBITDA	17.72	16.49	12.71	9.97
股息率%	2.7%	2.6%	3.3%	4.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	83.63%	84.13%	84.38%	84.55%
净利润率	41.19%	38.79%	38.59%	38.76%
净资产收益率	33.28%	36.99%	39.52%	40.50%
资产回报率	29.19%	32.54%	34.71%	35.69%
投资回报率	32.22%	36.04%	38.65%	39.66%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	49.05%	38.56%	28.52%	23.75%
EBIT 增长率	45.77%	31.14%	28.17%	24.32%
净利润增长率	44.88%	30.48%	27.85%	24.30%
偿债能力指标				
资产负债率	12.1%	11.9%	12.2%	12.0%
流动比率	7.8	7.8	7.6	7.8
速动比率	7.4	7.4	7.2	7.4
现金比率	4.7	4.6	4.5	4.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.8	8.8	8.6	8.3
存货周转天数	119.9	101.6	93.5	85.8
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
固定资产周转率	6.1	6.9	7.9	9.0

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1452	1894	2422	3010
少数股东损益	-4	-5	-6	-8
非现金支出	0	90	101	111
非经营收益	-85	-86	-87	-88
营运资金变动	234	4	70	81
经营活动现金流	1597	1898	2500	3107
资产	-173	-205	-205	-205
投资	-397	-300	-300	-200
其他	59	86	87	88
投资活动现金流	-510	-419	-418	-317
债权募资	1	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-915	-1080	-1360	-1650
融资活动现金流	-915	-1080	-1360	-1650
现金净流量	117	344	666	1084

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 24 日，采用最新的汇率 0.92 测算
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3526	4883	6276	7767
营业成本	577	775	980	1200
毛利率%	83.63%	84.13%	84.38%	84.55%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	1164	1685	2165	2679
营业费用率%	33.04%	34.50%	34.50%	34.50%
管理费用	97	176	226	256
管理费用率%	2.74%	3.60%	3.60%	3.30%
研发费用	75	107	138	171
研发费用率%	2.13%	2.20%	2.20%	2.20%
EBIT	1698	2226	2854	3548
财务费用	-47	-50	-57	-70
财务费用率%	-1.34%	-1.02%	-0.91%	-0.90%
资产减值损失				
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1613	2140	2767	3460
营业外收支				
利润总额	1745	2276	2911	3618
EBITDA	1698	2317	2955	3658
所得税	297	387	495	615
有效所得税率%	17.01%	17.00%	17.00%	17.00%
少数股东损益	-4	-5	-6	-8
归属母公司所有者净利润	1452	1894	2422	3010

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2504	2848	3514	4598
应收账款及应收票据	102	136	166	194
存货	200	237	272	300
其它流动资产	1329	1648	1969	2191
流动资产合计	4135	4868	5921	7284
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	663	753	832	901
在建工程				
无形资产	10	35	60	85
非流动资产合计	838	953	1056	1151
资产总计	4973	5821	6977	8434
短期借款	2	2	2	2
应付票据及应付账款	133	129	163	200
预收账款				
其它流动负债	396	493	615	738
流动负债合计	531	624	780	939
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	71	71	71	71
非流动负债合计	71	71	71	71
负债总计	602	695	851	1011
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	4362	5121	6128	7433
少数股东权益	9	4	-2	-9
负债和所有者权益合计	4973	5821	6977	8434

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

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，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。