

# 巨子生物 (02367.HK)

## 618 大促表现亮眼，品牌势能持续强化

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 美容护理 · 化妆品

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn 执证编码: S0980517070001  
证券分析师: 孙乔容若 021-60375463 sunqiaorongruo@guosen.com.cn 执证编码: S0980523090004

### 事项:

公司公布 618 大促期间旗下品牌表现情况, 其中可复美线上全渠道全周期 GMV 同比增长 60%+, 可丽金线上全渠道全周期 GMV 同比增长 100%+。

**国信零售观点:** 依托前期在胶原蛋白赛道多年积累赋能产业化快速发展, 公司目前已建立了较为深厚的重组胶原蛋白品牌心智, 本次 618 大促双品牌持续亮眼表现也印证公司强大品牌势能, 后续新品的持续迭代放量也有望带动化妆品业务的稳健增长。而未来医美注射类产品的获批也将为公司中长期增长贡献新引擎。考虑到公司 618 大促表现优异, 以及新品持续迭代带动公司全年业绩上行, 我们上调公司 2024-2026 年归母净利润至 18.37/23.18/27.78 (原值为 17.47/22.45/26.90) 亿元, 对应 PE 为 24/19/16 倍, 维持“优于大市”评级。

### 评论:

#### ◆ 公司 618 大促战绩表现优异, 大单品竞争力持续夯实

根据公司官方微信号公布 618 战报, 主品牌可复美持续表现优异, 线上全渠道全周期 GMV 同比增长 60%+。分渠道来看, 天猫/抖音/京东/唯品会同比分别实现增速 50%/65%/100%/200%+, 并在天猫国货美妆名列 TOP3, 抖音护肤国货总榜 TOP5。

分产品来看, 经典单品持续发力, 新品迭代夯实品牌胶原蛋白龙头心智。重组胶原蛋白敷料仍是可复美核心基石, 继续蝉联天猫伤口敷料类目 TOP1, 为可复美夯实深厚的胶原蛋白品牌心智; 核心大单品胶原棒持续表现亮眼, 在天猫面部精华类目和抖音液态精华国货类目均位列榜首; 新品焦点面霜自 3 月底上线以来凭借针对疲态、暗沉等亚健康肌肤功效深度触达当代年轻消费者, 在 618 期间位列天猫面霜新品 TOP1, 抖音胶原蛋白霜人气榜 TOP1。

可丽金在低基数下实现高速增长, 618 线上全渠道全周期 GMV 同比增长 100%+。分渠道来看, 天猫/抖音/京东/唯品会同比分别实现增速 70%/300%/200%/170%+。分产品看, 经典单品胶原大膜王和嘭嘭次抛持续表现稳健, 618 期间 GMV 分别同比增长 100%/60%+, 而去年年底推出的胶卷眼霜和今年 3 月推出的胶原面霜持续发力, 其中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, 胶卷眼霜位居抖音胶原蛋白眼霜人气榜 TOP1, 未来有望成为可丽金抗衰大单品, 成为品牌第二增长曲线。

图1: 可复美品牌 618 大促战报



资料来源: 官方微信公众号、国信证券经济研究所整理

图2: 可丽金品牌 618 大促战报



资料来源: 官方微信公众号、国信证券经济研究所整理

同时我们注意到前期第三方数据口径与公司大促官方战报表现有所差异, 经我们了解, 主要可能有以下 2 个原因: 1) 第三方在进行数据统计时主要跟踪护肤品类, 但可复美旗下包括护肤品和敷料两大类, 相对来说护肤品增速高于敷料增速, 导致实际战报和前期第三方统计数据存在差异; 2) 今年公司在天猫渠道未参加购物金活动, 而去年同期参加带动较高基数影响。整体来看, 依托胶原蛋白赛道的红利期, 以及公司作为龙头的先发优势, 公司今年 618 大促表现仍持续亮眼, 同时今年大促公司整体退货率保持稳定, 整体有望夯实公司中报业绩表现。

#### ◆ 投资建议

依托前期在胶原蛋白赛道多年积累赋能产业化快速发展, 公司目前已建立了较为深厚的重组胶原蛋白品牌心智, 本次 618 大促双品牌持续亮眼表现也印证公司强大品牌势能, 后续新品的持续放量也有望带动化妆品业务的稳健增长。而未来医美注射类产品的获批也将为公司中长期增长贡献新引擎。考虑到公司 618 大促表现优异带动公司全年业绩上行, 我们上调公司 2024-2026 年归母净利润至 18.37/23.18/27.78 (原值为 17.47/22.45/26.90) 亿元, 对应 PE 为 24/19/16 倍, 维持“优大于市”评级。

表1: 盈利预测主要调整项

	现值	2024 原值	现值	2025 原值	原因
营收增速	37.4%	33.2%	28.6%	28.5%	公司旗下双品牌 618 表现均较好, 品牌势能持续得到验证, 预期整体收入有望高于此前预测。
毛利率	82.9%	82.5%	82.7%	82.4%	公司产品力持续强化, 同时新品推出带动整体毛利率上行。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			总市值 (亿元)
代码	名称	评级	2024/6/28	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024/6/28
2367. HK	巨子生物	优大于市	45.85	1.46	1.79	2.25	22.11	25.66	20.34	471
603605. SH	珀莱雅	优大于市	110.99	3.01	3.77	4.57	33.03	29.44	24.30	440
603983. SH	丸美股份	优大于市	27.53	0.65	0.92	1.15	39.06	29.98	23.90	110

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

◆ 风险提示

宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

**相关研究报告：**

《巨子生物（02367.HK）-重组胶原蛋白领导者，产研结合铸就行业标杆》——2024-05-30

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1331	2504	2997	3648	4310	营业收入	2364	3524	4843	6229	7571
应收款项	157	156	438	563	684	营业成本	369	577	827	1079	1308
存货净额	184	200	290	361	421	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	706	1164	1660	2224	2754
<b>流动资产合计</b>	<b>2538</b>	<b>4135</b>	<b>5000</b>	<b>6102</b>	<b>7251</b>	管理费用	157	173	321	331	382
固定资产	491	663	741	831	928	财务费用	(0)	(0)	(5)	(7)	(8)
无形资产及其他	9	10	9	9	8	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	100	165	165	165	165	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	10	30	50	其他收入	9	52	77	82	90
<b>资产总计</b>	<b>3138</b>	<b>4973</b>	<b>5925</b>	<b>7137</b>	<b>8402</b>	营业利润	1141	1661	2118	2683	3225
短期借款及交易性金融负债	1	2	1	1	1	营业外净收支	37	84	75	83	90
应付款项	135	257	350	492	501	利润总额	1178	1745	2193	2766	3315
其他流动负债	145	273	369	480	588	所得税费用	176	297	351	443	530
<b>流动负债合计</b>	<b>281</b>	<b>531</b>	<b>719</b>	<b>973</b>	<b>1090</b>	少数股东损益	(0)	(4)	4	6	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1002	1452	1837	2318	2778
其他长期负债	20	71	95	121	151						
<b>长期负债合计</b>	<b>20</b>	<b>71</b>	<b>95</b>	<b>121</b>	<b>151</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>301</b>	<b>602</b>	<b>815</b>	<b>1093</b>	<b>1241</b>	净利润	1002	1452	1837	2318	2778
少数股东权益	4	9	13	19	26	资产减值准备	0	0	3	0	0
股东权益	2833	4362	5097	6024	7135	折旧摊销	28	34	77	82	90
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3138</b>	<b>4973</b>	<b>5925</b>	<b>7137</b>	<b>8402</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(0)	(0)	(5)	(7)	(8)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(6688)	220	(155)	83	(34)
每股收益	1.01	1.46	1.79	2.25	2.70	其它	(0)	(1)	1	6	7
每股红利	0.00	0.88	1.07	1.35	1.62	经营活动现金流	(5659)	1704	1763	2488	2840
每股净资产	2.85	4.38	4.96	5.86	6.94	资本开支	0	(205)	(157)	(172)	(186)
ROIC	69%	53%	58%	73%	80%	其它投资现金流	(710)	(409)	0	(255)	(306)
ROE	35%	33%	36%	38%	39%	投资活动现金流	(686)	(613)	(167)	(447)	(512)
毛利率	84%	84%	83%	83%	83%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	48%	46%	42%	42%	41%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	49%	47%	44%	43%	42%	支付股利、利息	0	(880)	(1102)	(1391)	(1667)
收入增长	52%	49%	37%	29%	22%	其它融资现金流	573	1842	(1)	0	0
净利润增长率	21%	45%	27%	26%	20%	融资活动现金流	573	82	(1103)	(1390)	(1667)
资产负债率	10%	12%	14%	16%	15%	现金净变动	(5772)	1173	493	651	662
息率	0.0%	1.9%	2.4%	3.0%	3.7%	货币资金的期初余额	7103	1331	2504	2997	3648
P/E	42.4	29.2	23.9	18.9	15.8	货币资金的期末余额	1331	2504	2997	3648	4310
P/B	15.0	9.7	8.6	7.3	6.1	企业自由现金流	(5698)	1385	1474	2172	2497
EV/EBITDA	40	28	23	18	15	权益自由现金流	(5124)	3227	1478	2178	2503

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032