



巨子生物 (2367.HK): 618 大促表现亮眼, 管理层上调指引, 业绩确定性提升

巨子生物旗下可复美和可丽金品牌在 618 大促期间均交出亮眼的答卷 (可复美和可丽金全平台 GMV+60%+ 以及 100%+)。在 618 大促期间亮眼表现的驱动下, 巨子生物上调了全年业绩指引, 是公司业绩确定性提升的体现, 也符合我们的预期。巨子生物是我们在化妆品行业中的首选, 我们按公司指引上调盈利预测, 维持“买入”评级和 52 港元的目标价。

• **618 大促表现真的不及预期吗?** 根据公司 618 战报, 可复美品牌和可丽金品牌在 618 全周期线上全渠道 GMV 分别同比增长 60%+ 和 100%+, 可复美品牌在天猫和抖音渠道均位列护肤品前十榜单中。尽管巨子生物旗下两品牌均取得较为喜人的增长, 但是由于公司公告中的可复美品牌增速低于第三方平台先前公布的增速 (100%+), 令市场认为巨子生物在 618 期间表现不及预期。我们认为, 公司公告中的增速以及第三方平台公布的增速之间的差异来自于: (1) 公司在今年 618 期间未参与天猫购物金的活动 (充值后可享受相应的优惠), 而去年的战报口径包含购物金: 由于购物金并非全部会在大促期间转化为收入, 造成了今年 618 期间基数较高, GMV 增速同比放缓; (2) 统计时间有所差异: 巨子生物战报统计时间为 5 月 15 日至 6 月 20 日, 而以青眼情报为例的第三方平台统计时间为 5 月 20 日至 6 月 18 日。综合来看, 剔除购物金的影响, 公司实际的产品销售在 618 期间表现符合预期, 为公司上半年业绩奠定良好的基础。

• **管理层重申业绩确定性, 上调全年业绩指引:** 正如我们的预期, 在 618 大促高增速的驱动下, 公司上调 2024 年全年业绩指引。其中, 收入和经调整净利润增速分别提升至同比 35%-40% (原为 30% 左右) 和 30%-35% (原为 22%-24%)。公司也给出 2024 年中报收入和经调整净利润同比增长 40%-45% 以及 35%-40% 的指引。我们认为, 基于两大核心品牌在更为完善的线上布局以及可丽金品牌赋予的第二增长动力的成效, 公司在 618 期间实现高增长, 有望在 2024 年下半年延续增长势头。同时, 公司在中报前上调业绩指引展现出管理层对业绩达成和公司运营的信心。

• **上调盈利预测, 维持“买入”评级:** 基于巨子生物 618 大促期间良好的增长表现, 我们认为公司达成全年业绩指引的确定性较高。同时, 考虑到公司在重组胶原蛋白赛道的龙头地位, 以及两大主力品牌在大促期间的优异表现, 我们小幅上调公司 2024-2026E 的盈利预测, 并基于 26x2024E PE, 维持 52 港元的目标价以及“买入”评级。

• **投资风险:** 行业需求放缓; 化妆品线上竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,364	3,524	4,910	6,652	8,397
同比变动 (%)	52.3%	49.0%	39.3%	35.5%	26.2%
归母净利润	1,002	1,452	1,894	2,609	3,249
同比变动 (%)	21.0%	44.9%	30.5%	37.8%	24.5%
PE (X)	41.0	27.2	21.5	15.9	12.8
ROE (%)	52.0%	40.3%	32.4%	31.7%	31.6%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

2024 年 7 月 2 日

评级

买入

目标价 (港元)	52.0
潜在升幅/降幅	+20.1%
目前股价 (港元)	43.3
52 周内股价区间 (港元)	28.5-53.8
总市值 (百万港元)	44,471
近 3 月日均成交额 (百万港元)	200.1

注: 截至 2024 年 7 月 2 日收盘价

市场预期区间

HKD 43.3 HKD 52.0 HKD 60.8

▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 巨子生物

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,364	3,524	4,910	6,652	8,397
同比	52.3%	49.0%	39.3%	35.5%	26.2%
销售成本	-369	-577	-824	-1,124	-1,445
毛利	1,995	2,947	4,086	5,527	6,952
毛利率	84.4%	83.6%	83.2%	83.1%	82.8%
销售费用	-706	-1,164	-1,646	-2,245	-2,886
管理费用	-111	-97	-193	-206	-226
研发费用	-44	-75	-119	-146	-185
核心经营溢利	1,134	1,611	2,128	2,931	3,656
经营利润率	48.0%	45.7%	43.4%	44.1%	43.5%
其他经营收入和损失	31	86	70	88	102
经营溢利	1,165	1,697	2,199	3,019	3,758
净融资成本	13	47	78	117	147
其他	-1	1	0	0	0
税前溢利	1,178	1,745	2,277	3,136	3,905
所得税开支	-176	-297	-387	-534	-664
所得税率	15.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东权益	0	-4	-5	-6	-8
归母净利润	1,002	1,452	1,894	2,609	3,249
归母净利率	42.4%	41.2%	38.6%	39.2%	38.7%
同比	21.0%	44.9%	30.5%	37.8%	24.5%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	491	663	873	1,071	1,113
使用权资产	60	48	49	49	50
投资资产	0	0	0	0	0
预付款	41	118	118	118	118
无形资产	7	7	9	10	10
其他	1	1	1	1	1
非流动资产	600	838	1,049	1,249	1,293
存货	184	200	274	374	481
应收贸易款项	69	102	218	295	373
其他应收款项—即期部分	87	54	54	54	54
金融资产	866	1,275	1,075	875	875
现金及等同现金项目	1,331	2,504	5,281	7,070	9,266
流动资产	2,538	4,135	6,901	8,669	11,049
应付贸易款项	55	133	162	310	467
租赁负债—即期部分	1	2	2	2	2
其他应付账款及应计费用	136	242	242	242	242
当期所得税负债	75	117	117	117	117
应付分红	0	0	0	0	0
其他	14	37	37	37	37
流动负债	281	531	560	707	865
租赁负债	2	1	1	1	1
递延收益	18	20	20	20	20
应付税款	0	51	51	51	51
非流动负债	20	71	72	72	72
股本	0	0	0	0	0
储备	2,833	4,362	7,315	9,141	11,415
非控制性权益	4	9	4	-2	-10
权益	2,837	4,371	7,319	9,139	11,405

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前溢利	1,178	1,745	2,277	3,136	3,905
折旧	24	31	41	51	58
摊销	1	2	2	2	2
融资开支净额	-13	-47	-78	-117	-147
存货减少/(增加)	-94	-18	-74	-100	-107
应收贸易款项(增加)/减少	-4	-33	-116	-77	-77
其他应收款项减少/(增加)	-62	34	0	0	0
应付贸易款项(减少)/增加	31	78	29	147	157
其他应付款项及应计费用增加	-3	25	0	0	0
已付所得税	-173	-206	-387	-534	-664
其他	46	36	0	0	0
经营活动所得(所用)现金净额	932	1,647	1,694	2,509	3,127
购入物业、机器及设备	-153	-193	-252	-252	-102
购入土地使用权	0	0	0	0	0
购入无形资产	-1	-2	-3	-3	-3
已收取利息	13	47	78	117	147
购入金融资产	-719	-379	200	200	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-859	-527	23	62	42
股份发行	-11,646	0	1,627	0	0
股东注资	4	9	0	0	0
收购	0	0	0	0	0
已付股利	-367	0	-568	-783	-975
已付利息	-16	-13	0	0	0
其他	6,236	56	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-5,790	52	1,059	-783	-975
现金及现金等价物变动	-5,717	1,172	2,775	1,789	2,195
于年初的现金及现金等价物	7,103	1,331	2,504	5,281	7,070
现金及现金等价物汇兑差额	-55	1	1	1	1
于年末的现金及现金等价物	1,331	2,504	5,281	7,070	9,266

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	0.98	1.48	1.87	2.53	3.15
每股销售额	2.32	3.59	4.85	6.47	8.17
每股股息	0.00	0.90	0.56	0.76	0.95
同比变动					
收入	52.3%	49.0%	39.3%	35.5%	26.2%
经营溢利	20.9%	45.6%	29.6%	37.3%	24.5%
归母净利润	21.0%	44.9%	30.5%	37.8%	24.5%
费用与利润率					
毛利率	84.4%	83.6%	83.2%	83.1%	82.8%
经营利润率	48.0%	45.7%	43.4%	44.1%	43.5%
归母净利率	42.4%	41.2%	38.6%	39.2%	38.7%
回报率					
平均股本回报率	52.0%	40.3%	32.4%	31.7%	31.6%
平均资产回报率	31.9%	35.8%	29.3%	29.2%	29.2%
资产效率					
库存周转天数	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	8.9	0.5	0.5	0.5	0.5
财务杠杆					
流动比率(x)	9.0	7.8	12.3	12.3	12.8
速动比率(x)	1.2	0.7	1.0	1.0	1.1
现金比率(x)	4.7	4.7	9.4	10.0	10.7
负债/权益(%)	10.6%	13.8%	8.6%	8.5%	8.2%
估值					
市盈率(x)	41.0	27.2	21.5	15.9	12.8
市销率(x)	17.4	11.2	8.3	6.2	4.9
股息率	0.0%	2.1%	1.3%	1.8%	2.2%

图表 2: 巨子生物 2023-2024 年上、下半年及全年经营情况及预测

(百万人民币)	1H23	1H24E	YoY	2H23	2H24E	YoY	2023A	2024E	YoY
收入	1,606	2,302	43.4%	1,918	2,607	35.9%	3,524	4,910	39.3%
销售成本	-255	-387	51.9%	-322	-437	35.6%	-577	-824	42.8%
毛利润	1,351	1,915	41.8%	1,596	2,171	36.0%	2,947	4,086	38.6%
毛利率	84.1%	83.2%		83.2%	83.2%		83.6%	83.2%	
销售费用	-555	-803	44.7%	-609	-842	38.2%	-1,164	-1,646	41.3%
销售费用率	34.6%	34.9%		31.8%	32.3%		33.0%	33.5%	
管理费用	-47	-83	74.5%	-49	-110	124.7%	-97	-193	100.0%
管理费用率	3.0%	3.6%		2.6%	4.2%		2.7%	3.9%	
研发费用	-34	-53	55.7%	-41	-66	60.3%	-75	-119	58.2%
研发费用率	2.1%	2.3%		2.1%	2.5%		2.1%	2.4%	
核心经营利润	714	976	36.7%	897	1,152	28.5%	1,611	2,128	32.1%
核心经营利润率	44.5%	42.4%		46.7%	44.2%		45.7%	43.4%	
其他收入及支出	61	50	-18.4%	73	98	34.7%	134	148	10.4%
税前利润	776	1,026	32.3%	970	1,250	29.0%	1,745	2,277	30.5%
所得税	-110	-159	45.2%	-187	-228	21.8%	-297	-387	30.5%
净利润	666	867	30.2%	782	1,022	30.7%	1,448	1,889	30.5%
少数股东权益	-1	-2	118.1%	-3	-3	-0.1%	-4	-5	30.5%
归母净利润	667	869	30.3%	785	1,025	30.6%	1,452	1,894	30.5%
归母净利润率	41.5%	37.8%		40.9%	39.3%		41.2%	38.6%	

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2023E	2024E	2025E
营业收入			
旧预测	4,675	6,174	7,911
新预测	4,910	6,652	8,397
变动	5.0%	7.7%	6.1%
归母净利润			
旧预测	1,798	2,405	3,040
新预测	1,894	2,609	3,249
变动	5.3%	8.5%	6.9%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 巨子生物 (2367.HK)



注: 截至 2024 年 7 月 2 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.1	持有	23.0	2024 年 4 月 30 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	73.0	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.9	买入	7.0	2024 年 5 月 23 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.1	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	30.5	买入	49.9	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	237.6	买入	389.3	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.9	持有	22.5	2024 年 5 月 16 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	14.0	买入	20.8	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	17.5	买入	26.7	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.9	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.5	买入	26.3	2024 年 5 月 7 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	26.3	买入	43.2	2024 年 6 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	59.6	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.4	买入	14.0	2024 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	50.3	持有	65.1	2024 年 5 月 6 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	71.0	持有	86.2	2024 年 5 月 6 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.8	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	25.8	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	14.0	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.8	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.6	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.2	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	12.6	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	12.2	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	105.4	买入	129.1	2024 年 4 月 21 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	43.3	买入	52.0	2024 年 7 月 2 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	56.6	持有	58.5	2024 年 4 月 30 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	47.2	持有	60.6	2024 年 4 月 29 日	化妆品

注：截至 2024 年 7 月 2 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

