

# 巨子生物 (02367.HK)

## 上半年营收同比增长 58%，可复美持续表现优异

优于大市

### 核心观点

**依托强劲产品力和渠道快速扩张，公司业绩快速提升。**公司上半年实现营业收入 25.4 亿/yoy+58.2%，净利润 9.8 亿/yoy+47.2%，经调整利润为 10.3 亿/yoy+51.8%。依托公司在胶原蛋白赛道多年积累的品牌势能，并通过全渠道的精细化布局，整体业绩实现持续快速增长。

**分品牌看，可复美实现营收 20.7 亿/yoy+69%，收入占比提升至 81.5%。**其中核心大单品胶原棒持续破圈，上半年收入增速达 50%，占可复美收入比重 30%，成为业绩主要增长驱动。新品焦点面霜目前仍处于培育阶段，上半年预计销售收入 5000 万，全年有望过亿。可丽金实现收入 4.0 亿/yoy+24%，占比下降至 15.6%，目前仍处于渠道调整期，线上渠道收入增长超 60%，占比约 60%，第一大经销商创客村上半年收入双位数下滑，目前收入占比已不足 10%，预计未来将进一步缩减。

**分产品看，功效性护肤实现收入 19.4 亿/yoy+62%，医用敷料实现收入 5.9 亿/yoy+49%，收入占比分别为 76%/23%。**医用敷料增长预计主要由于线下直销和经销渠道提速，其中院线接近双位数平稳增长，OTC 渠道则增速较快，同时新增新型械品同样带动收入快速增长。

**分渠道看，DTC/电商直销/线下直销/经销分别实现收入 16.0/1.7/0.7/7.0 亿，分别同比增长 64%/143%/82%/34%，**线上直销占比持续快速提升，线下直销和经销渠道依托核心敷料持续拓展。

**毛利率受护肤品占比提升而有所下滑，销售费用率持续高企。**公司上半年毛利率和净利率分别实现 82.4%/38.7%，分别同比下滑 1.7/2.8pct，毛利率由于低毛利功效护肤品占比提升而有所下滑；销售/管理/研发费用率分别为 35.1%/2.6%/1.9%，分别同比+0.5/-0.4/-0.2pct，公司整体线上占比持续提升，叠加线上流量成本愈发高企带动销售费用率上行。

**风险提示：**宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**公司作为胶原蛋白龙头企业，通过多年深耕已经建立较为深厚的重组胶原蛋白品牌心智，依托核心经典大单品稳健增长，支撑可复美和可丽金两大品牌的基本面，同时后续新品也有望持续放量带动业绩继续爆发。而未来医美产品的有望获批也给公司中长期增长贡献新引擎。考虑到公司上半年线下渠道敷料类销售表现优异，有望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 19.93/25.67/30.49（原值为 18.37/23.18/27.78）亿，对应 PE 为 19/15/13 倍，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,364	3,524	5,045	6,749	8,210
(+/-%)	52.3%	49.0%	43.1%	33.8%	21.7%
归母净利润(百万元)	1002	1452	1993	2567	3049
(+/-%)	21.0%	44.9%	37.3%	28.8%	18.8%
每股收益(元)	1.01	1.46	1.94	2.50	2.97
EBIT Margin	47.9%	45.7%	44.0%	42.8%	42.0%
净资产收益率 (ROE)	35.4%	33.3%	38.6%	41.5%	41.2%
市盈率 (PE)	36.8	25.4	19.1	14.9	12.5
EV/EBITDA	34.9	24.8	18.4	14.3	12.1
市净率 (PB)	13.02	8.46	7.39	6.16	5.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 美容护理 · 化妆品

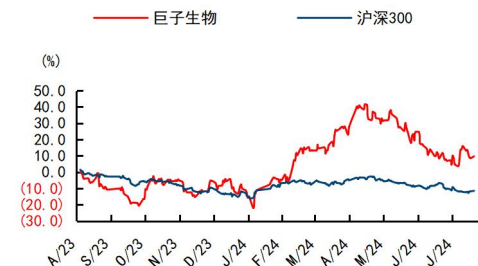
证券分析师：张峻豪  
021-60933168  
zhangjh@guosen.com.cn  
S0980517070001

证券分析师：孙乔容若  
021-60375463  
sunqiaorongruo@guosen.com.cn  
S0980523090004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	40.35 港元
总市值/流通市值	41489/41489 百万港元
52 周最高价/最低价	53.30/28.17 港元
近 3 个月日均成交额	131.38 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《巨子生物 (02367.HK) - 618 大促表现亮眼，品牌势能持续强化》——2024-07-01
- 《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

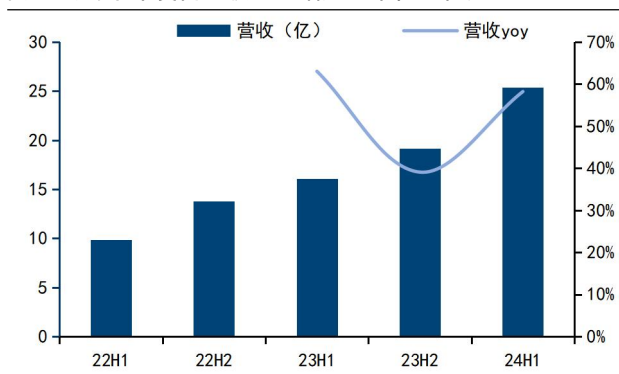
**公司业绩持续快速提升。**公司上半年实现营业收入 25.4 亿元，同比增长 58.2%，净利润 9.8 亿，同比增长 47.2%，经调整利润为 10.3 亿元，同比增长 51.8%。依托公司在胶原蛋白赛道多年积累势能，并通过全渠道进行业绩转化，整体业绩实现快速增长。同时公司不进行中期派息。

**分品牌看，**可复美实现营收 20.7 亿/yoy+69%，收入占比提升至 81.5%。核心大单品胶原棒持续破圈，上半年收入增速达 50%，占可复美收入比重 30%，成为业绩主要增长驱动力。新品焦点面霜目前仍处于培育阶段，上半年预计销售收入 5000 万，全年有望过亿。可丽金 4.0 亿元/yoy+24%，占比下降至 15.6%，仍处于调整期，目前渠道线上占 6 成，上半年电商渠道收入增长 60%+，第一大经销商创客村双位数下滑，目前创客村收入占比不足 10%，预计未来将进一步缩减。

**分产品看，**功效性护肤实现收入 19.4 亿/yoy+62%，医用敷料实现收入 5.9 亿/yoy+49%，收入占比分别为 76%/23%。医用敷料快速增长预计主要由于线下直销和经销渠道提速，其中线下院线接近双位数平稳增长，OTC 渠道增速较快。

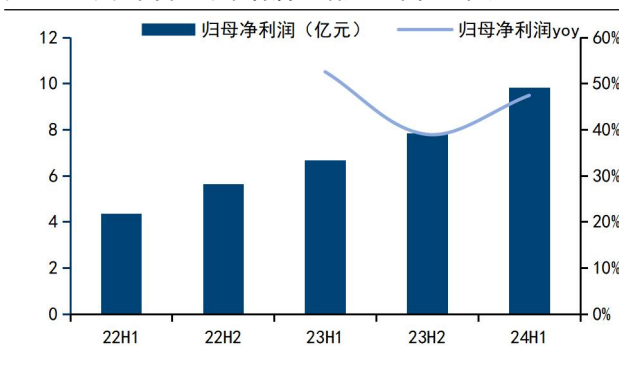
**分渠道看，**DTC 直销/电商直销/线下直销/经销分别实现收入 16.0/1.7/0.7/7.0 亿，分别同比增长 64%/143%/82%/34%，线上直销持续快速提升，线下直销和经销渠道依托核心敷料产品拓展顺利，同时新增新型械品销售而带动收入快速增长。

图1: 公司半年度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

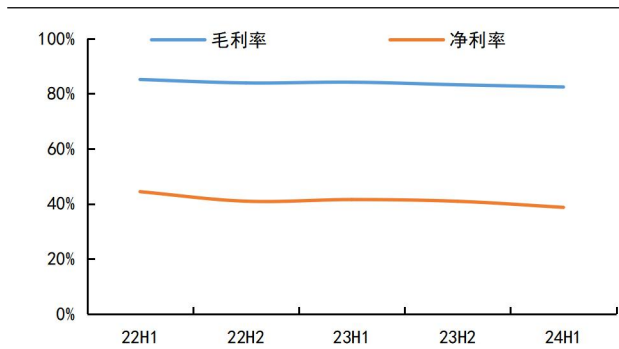
图2: 公司半年度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

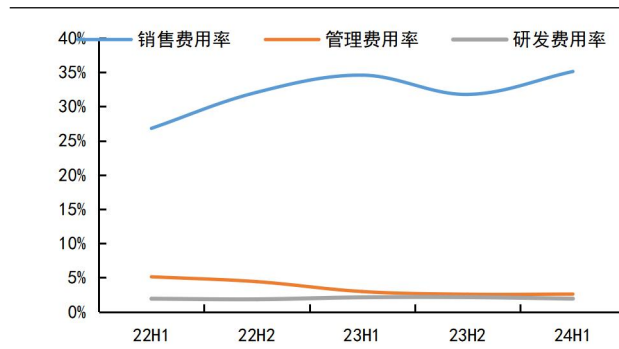
**盈利能力方面，**公司上半年毛利率和净利率分别实现 82.4%/38.7%，分别同比下滑 1.7/2.8pct，毛利率由于低毛利功效护肤品占比提升而有所下滑；销售/管理/研发费用率分别为 35.1%/2.6%/1.9%，分别同比+0.5/-0.4/-0.2pct，公司整体线上占比持续提升，叠加线上流量成本愈发高企带动销售费用率上行。

图3: 公司半年度毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司半年度费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**

巨子生物作为胶原蛋白龙头企业，通过多年深耕已经建立了较为深厚的重组胶原蛋白品牌心智，依托核心经典大单品稳健增长，支撑可复美和可丽金两大品牌，的基本面，同时后续新品也有望持续放量带动业绩快速爆发。而未来医美产品的有望获批也给公司中长期增长贡献新引擎。考虑到公司上半年线下渠道敷料类销售表现优异，有望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 19.93/25.67/30.49 (原值为 18.37/23.18/27.78) 亿元，对应 PE 为 19/15/13 倍，维持“优大于市”评级。

**表1：盈利预测主要调整项**

	2024		2025		原因
	现值	原值	现值	原值	
营收增速	43.1%	37.4%	33.8%	28.6%	公司不断开拓线下渠道，入驻各大 OTC 和 KA、CS 门店，带动线下渠道增长提速。
毛利率	82.8%	82.9%	82.3%	82.7%	护肤品占比提升加速，带动毛利率持续下行。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**表2：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 (2024-8-19)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)		PEG		投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)			
2367.HK	巨子生物	40.35	415	1.46	1.94	2.50	2.97	22.11	19.13	14.86	12.51	33.28	0.58	0.58	优大于市	
300957.SZ	贝泰妮	42.80	181	1.79	2.40	2.79	3.13	38.16	17.84	15.33	13.68	12.91	0.52	0.52	优大于市	
603605.SH	珀莱雅	84.74	336	3.01	3.77	4.57	5.39	33.03	22.48	18.55	15.73	27.45	0.89	0.89	优大于市	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 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	3047	3810	4580	营业收入	2364	3524	5045	6749	8210
应收款项	157	156	456	610	742	营业成本	369	577	867	1197	1500
存货净额	184	200	305	403	487	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	1729	2370	2923
<b>流动资产合计</b>	<b>2538</b>	<b>4135</b>	<b>5083</b>	<b>6353</b>	<b>7645</b>	管理费用	157	173	228	291	337
固定资产	491	663	741	831	928	财务费用	(0)	(0)	(6)	(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>6008</b>	<b>7388</b>	<b>8795</b>	营业利润	1141	1661	2304	2980	3548
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	368	550	580	<b>利润总额</b>	<b>1178</b>	<b>1745</b>	<b>2379</b>	<b>3063</b>	<b>3638</b>
其他流动负债	145	273	371	510	630	所得税费用	176	297	381	490	582
<b>流动负债合计</b>	<b>281</b>	<b>531</b>	<b>740</b>	<b>1061</b>	<b>1211</b>	少数股东损益	(0)	(4)	5	6	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1002</b>	<b>1452</b>	<b>1993</b>	<b>2567</b>	<b>3049</b>
其他长期负债	20	71	95	121	151	<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>长期负债合计</b>	<b>20</b>	<b>71</b>	<b>95</b>	<b>121</b>	<b>151</b>	净利润	<b>1002</b>	<b>1452</b>	<b>1993</b>	<b>2567</b>	<b>3049</b>
<b>负债合计</b>	<b>301</b>	<b>602</b>	<b>835</b>	<b>1182</b>	<b>1362</b>	资产减值准备	0	0	3	0	0
少数股东权益	4	9	14	20	27	折旧摊销	28	34	77	82	90
股东权益	2833	4362	5159	6186	7406	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3138</b>	<b>4973</b>	<b>6008</b>	<b>7388</b>	<b>8795</b>	财务费用	(0)	(0)	(6)	(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	(168)	94	(35)
每股收益	1.01	1.46	1.94	2.50	2.97	其它	(0)	(1)	2	6	7
每股红利	0.00	0.88	1.16	1.50	1.78	<b>经营活动现金流</b>	<b>(5659)</b>	<b>1704</b>	<b>1907</b>	<b>2750</b>	<b>3111</b>
每股净资产	2.85	4.38	5.02	6.02	7.20	资本开支	0	(205)	(157)	(172)	(186)
ROIC	69%	53%	63%	81%	88%	其它投资现金流	(710)	(409)	0	(255)	(306)
ROE	35%	33%	39%	41%	41%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(686)</b>	<b>(613)</b>	<b>(167)</b>	<b>(447)</b>	<b>(512)</b>
毛利率	84%	84%	83%	82%	82%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	48%	46%	44%	43%	42%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	49%	47%	46%	44%	43%	支付股利、利息	0	(880)	(1196)	(1540)	(1829)
收入增长	52%	49%	43%	34%	22%	其它融资现金流	573	1842	(1)	0	0
净利润增长率	21%	45%	37%	29%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>573</b>	<b>82</b>	<b>(1197)</b>	<b>(1540)</b>	<b>(1829)</b>
资产负债率	10%	12%	14%	16%	16%	现金净变动	(5772)	1173	543	763	770
息率	0.0%	2.2%	3.0%	3.8%	4.6%	货币资金的期初余额	7103	1331	2504	3047	3810
P/E	36.8	25.4	19.1	14.9	12.5	货币资金的期末余额	1331	2504	3047	3810	4580
P/B	13.0	8.5	7.4	6.2	5.1	企业自由现金流	(5698)	1385	1618	2433	2767
EV/EBITDA	35	25	18	14	12	权益自由现金流	(5124)	3227	1621	2439	2774

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