



买入（维持）

所属行业：美容护理

当前价格(港币)：40.35 元

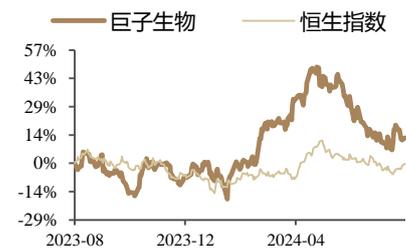
证券分析师

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(%) | 1.13 | -15.67 | -17.39 |
| 相对涨幅(%) | 0.26 | -11.00 | -7.24 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《巨子生物：618 业绩亮眼、单品高速增长，上调全年业绩预期》，2024.6.25
- 《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
- 《商社周报 0310：38 大促国货持续崛起，多品牌积极推新》，2024.3.10
- 《商社周报 0204：商社板块 23 年疫后恢复性增长，龙头预期内高增长、中小公司表现分化》，2024.2.4
- 《商社周报 0128：23Q4 基金重仓环比减配，板块配置机遇凸显》，2024.1.28

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)： | 41,488.68 |
| 总资产(百万港元)： | 8,525.05 |
| 每股净资产(港元)： | 6.34 |

资料来源：公司公告

巨子生物：24H1 超预期，长期关注平台型企业转型

投资要点

- 24 年中报收入及利润大超预期。**24H1 收入 25.40 亿/+58.2%，归母净利润为 9.83 亿/+47.4%，均超此前市场预期。毛利率为 82.4%/-1.7pcts，产品品类扩充及销售成本增加影响；销售费率为 35.1%/-0.5pcts，主因直销渠道扩张带来线上营销费用增加，行政及研发费率较 23H1 略有下降；净利率为 38.6%/-2.9%。
- 拆分品牌，可复美延续高增长、可丽金电商转型取得成效。**(1) 可复美：24H1 营收为 20.71 亿/+69%，来自渠道增长+胶原棒持续增长+新品焦点面霜，618 大促期间可复美线上全渠道全周期 GMV 同增 60%+，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。(2) 可丽金：24H1 营收为 3.96 亿/+24%，来自线上渠道拓展+重组胶原面霜及眼霜新品贡献，在 618 大促期间线上全渠道全周期 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。
- 拆分渠道，直销延续高增长趋势，经销商向上加速度增长。**(1) DTC 直销：24H1 营收为 16.03 亿/+64%，天猫及抖音高增长+精华类、涂抹面膜产品收入提升+面霜等新品丰富产品矩阵+持续推广扩大品牌影响力；(2) 电商平台的线上直销：24H1 营收为 1.67 亿/+143%，优化平台营销策略及货品结构取得成效。(3) 经销渠道：24H1 营收为 7.02 亿/+34%、扭转 23 年低增速表现，药房及 CS 布局贡献。
- 短期角度：化妆品产品矩阵持续丰富，“械妆协同”沉淀品牌力量：**化妆品新品爬坡迅速，焦点面霜和秩序点痘棒 618 多榜单居首，关注 H2 放量及焦点精华、焦点面膜、焦点涂抹面膜等推介情况；长红产品胶原棒保持增长态势，我们认为短期仍未触达天花板；医疗器械方面，明星单品胶原敷料已成为公司第一大明星单品，618 多主流电商榜单强势登顶，未来“械妆协同”带来的品牌效应仍将持续显现。
- 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，动物胶原产品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 50.27/65.72/81.92 亿元（原为 48.83/62.76/77.67 亿），上调净利润至 19.53/25.47/31.65 亿（原为 18.94/24.22/30.10 亿），同比增速为 34.55%/30.42%/24.23%，对应 PE 为 19.54X/14.98X/12.06X，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 | 5027 | 6572 | 8192 |
| (+/-)YOY(%) | 52.30% | 49.05% | 42.65% | 30.72% | 24.66% |
| 净利润(百万元) | 1002 | 1452 | 1953 | 2547 | 3165 |
| (+/-)YOY(%) | 21.00% | 44.88% | 34.55% | 30.42% | 24.23% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.97 | 1.41 | 1.90 | 2.48 | 3.08 |
| 毛利率(%) | 84.39% | 83.63% | 84.39% | 84.78% | 84.99% |
| 净资产收益率(%) | 35.36% | 33.28% | 37.31% | 39.66% | 39.87% |

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 | 1.90 | 2.48 | 3.08 |
| 每股净资产 | 4.38 | 5.09 | 6.25 | 7.72 |
| 每股经营现金流 | 1.60 | 1.98 | 2.63 | 3.25 |
| 每股股利 | 0.89 | 1.05 | 1.32 | 1.60 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 21.98 | 19.54 | 14.98 | 12.06 |
| P/B | 7.47 | 7.29 | 5.94 | 4.81 |
| P/S | 9.25 | 7.59 | 5.81 | 4.66 |
| EV/EBITDA | 17.72 | 14.74 | 11.07 | 8.61 |
| 股息率% | 2.7% | 2.8% | 3.6% | 4.3% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 83.63% | 84.39% | 84.78% | 84.99% |
| 净利润率 | 41.19% | 38.85% | 38.76% | 38.63% |
| 净资产收益率 | 33.28% | 37.31% | 39.66% | 39.87% |
| 资产回报率 | 29.19% | 32.94% | 34.98% | 35.31% |
| 投资回报率 | 32.22% | 36.38% | 38.80% | 39.01% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 49.05% | 42.65% | 30.72% | 24.66% |
| EBIT 增长率 | 45.77% | 35.33% | 30.68% | 24.14% |
| 净利润增长率 | 44.88% | 34.55% | 30.42% | 24.23% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 12.1% | 11.6% | 11.8% | 11.5% |
| 流动比率 | 7.8 | 7.8 | 7.7 | 8.0 |
| 速动比率 | 7.4 | 7.4 | 7.3 | 7.6 |
| 现金比率 | 4.7 | 4.6 | 4.7 | 5.2 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 8.8 | 8.7 | 8.6 | 8.3 |
| 存货周转天数 | 119.9 | 101.0 | 93.2 | 85.7 |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| 固定资产周转率 | 6.1 | 7.1 | 8.3 | 9.5 |

| 现金流量表(百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 1452 | 1953 | 2547 | 3165 |
| 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 | -16 | -16 | -17 |
| 营运资金变动 | 234 | 11 | 77 | 87 |
| 经营活动现金流 | 1597 | 2034 | 2703 | 3337 |
| 资产 | -173 | -205 | -205 | -205 |
| 投资 | -397 | -300 | -300 | -200 |
| 其他 | 59 | 13 | 17 | 17 |
| 投资活动现金流 | -510 | -492 | -488 | -388 |
| 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 | 462 | 854 | 1300 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 19 日，采用最新的汇率测算
 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 | 5027 | 6572 | 8192 |
| 营业成本 | 577 | 785 | 1000 | 1230 |
| 毛利率% | 83.63% | 84.39% | 84.78% | 84.99% |
| 营业税金及附加 | | | | |
| 营业税金率% | | | | |
| 营业费用 | 1164 | 1734 | 2300 | 2908 |
| 营业费用率% | 33.04% | 34.50% | 35.00% | 35.50% |
| 管理费用 | 97 | 131 | 164 | 197 |
| 管理费用率% | 2.74% | 2.60% | 2.50% | 2.40% |
| 研发费用 | 75 | 96 | 122 | 147 |
| 研发费用率% | 2.13% | 1.90% | 1.85% | 1.80% |
| EBIT | 1698 | 2297 | 3002 | 3727 |
| 财务费用 | -47 | -50 | -59 | -76 |
| 财务费用率% | -1.34% | -1.00% | -0.90% | -0.93% |
| 资产减值损失 | | | | |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1613 | 2282 | 2986 | 3710 |
| 营业外收支 | | | | |
| 利润总额 | 1745 | 2347 | 3061 | 3803 |
| EBITDA | 1698 | 2388 | 3103 | 3838 |
| 所得税 | 297 | 399 | 520 | 647 |
| 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 | 1953 | 2547 | 3165 |

| 资产负债表(百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 2504 | 2966 | 3821 | 5120 |
| 应收账款及应收票据 | 102 | 140 | 173 | 205 |
| 存货 | 200 | 240 | 278 | 308 |
| 其它流动资产 | 1329 | 1650 | 1973 | 2198 |
| 流动资产合计 | 4135 | 4996 | 6245 | 7830 |
| 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 | 934 | 1037 | 1132 |
| 资产总计 | 4973 | 5930 | 7283 | 8962 |
| 短期借款 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应付票据及应付账款 | 133 | 131 | 167 | 205 |
| 预收账款 | | | | |
| 其它流动负债 | 396 | 508 | 644 | 778 |
| 流动负债合计 | 531 | 640 | 812 | 985 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 71 | 50 | 50 | 50 |
| 非流动负债合计 | 71 | 50 | 50 | 50 |
| 负债总计 | 602 | 690 | 862 | 1035 |
| 实收资本 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股股东权益 | 4362 | 5235 | 6423 | 7938 |
| 少数股东权益 | 9 | 4 | -2 | -10 |
| 负债和所有者权益合计 | 4973 | 5930 | 7283 | 8962 |

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 |
|--|----|------|--------------------------------|
| 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。 |
| 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。