

证券研究报告

公司研究

点评报告

巨子生物 (2367. HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

蔡昕好 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

巨子生物 (2367. HK) 24H1 点评: 重组胶原蛋白赛道高景气延续, 品牌&渠道精细化运营带动公司业绩亮眼增长

2024年8月20日

事件: 公司发布 24H1 业绩, 实现收入 25.4 亿元, 同增 58.2%, 净利润 9.81 亿元, 同增 47.2%, 经调整后归母净利润 9.83 亿元, 同增 47.4%。

点评:

重组胶原蛋白赛道持续高景气, 公司依托可复美+可丽金两大品牌的全渠道运营优化、新品类&产品迭代拉动销售快速增长。分产品, 24H1 功能性护肤品/医用敷料/保健食品及其他分别实现收入 19.4/5.9/0.09 亿元, 占总收入的 76.4%/23.3%/0.3%。分品牌, 专业皮肤护理产品主要包含可复美和可丽金两大品牌, 24H1 分别实现收入 20.7/4.0 亿元, 同增 68.6%/23.6%, 占总收入的 81.5%/15.6%。可复美核心产品 Human-like 重组胶原蛋白次抛精华表现持续亮眼, 同时进行品类扩张、推出重组胶原蛋白的面霜等新品, 基于线上线下全渠道运营策略带动整体销售的较快增长。可丽金通过调整渠道结构, 线上渠道持续发力, 并迭代新品, 推出重组胶原蛋白精粹霜、淡纹精华眼霜等产品, 品牌定位的调整再次推动可丽金品牌收入的较快增长。

核心品牌于天猫、抖音“618”表现亮眼, 线下积极布局药房、化妆品连锁店等渠道。分渠道, 24H1 直销渠道中 DTC 店铺线上直销/电商平台线上直销/线下直销分别实现收入 16.0/1.7/0.7 亿元, 同增 64.1%/143.3%/82.2%, 占总收入的 63.1%/6.6%/2.7%。向经销商销售取得收入 7.0 亿元, 同增 34.4%, 占总收入的 27.6%。其中, 线上 DTC 渠道得益于 1) 天猫、抖音等电商平台的快速增长, “618”大促期间, 可复美多款明星产品位列天猫细分品类销售榜首。2) 精华、涂抹面膜等品牌核心品类的销售增长, 3) 拓展面霜等新品类, 4) 品牌营销及品牌美誉度的提升。线下直销、经销渠道均取得较快增长, 主要得益于公司大力拓展连锁药房、化妆品连锁店等的布局。

品类扩充&销售成本增加致毛利率小幅下降, 渠道结构变化致销售费用率小幅提升。24H1 毛利率 82.4%, 同比下降 1.7PCT, 主要来自产品类型的扩充和材料、物流、生产设备及人工等相关销售成本的增加。24H1 销售/管理/研发费用率分别为 35.1%/4.5%/1.9%, 同比+0.5/-0.6/-0.2PCT。销售费用的增长主要由于线上 DTC 渠道销售占比提升, 相应的线上营销费用增加。

盈利预测: 公司作为重组胶原蛋白护肤品及医用敷料龙头, 在技术研发、产品开发及品牌&渠道运营的全产业链具备领先优势, 我们持续看好重组胶原蛋白赛道高景气之下龙头公司竞争壁垒的不断强化。我们预计公司 2024-2026 收入分别为 51/66/81 亿元, 同比+46%/+29%/+22%, 归母净利润 19.69/25.45/31.15 亿元, 同比+36%/29%/22%, EPS 分别为 1.91/2.48/3.03

元，对应 8 月 20 日收盘价 PE 20/15/12X，维持“买入”评级。

风险提示：品牌&渠道&新品发展不及预期，线上竞争加剧导致营销费用率持续提升，医美产品获批进展不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2,364	3,524	5,143	6,633	8,111
增长率 YoY %	52.3%	49.0%	45.9%	29.0%	22.3%
归属母公司净利润(百万元)	696	1,452	1,969	2,545	3,115
增长率 YoY%	-13.9%	108.6%	35.6%	29.2%	22.4%
毛利率%	84.4%	83.6%	83.7%	84.3%	85.0%
净资产收益率ROE%	24.56%	33.28%	31.10%	28.67%	25.98%
EPS(摊薄)(元)	0.70	1.46	1.91	2.48	3.03
市盈率 P/E(倍)	44.32	22.51	19.63	15.19	12.41
市净率 P/B(倍)	10.89	7.49	6.11	4.36	3.22

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 20 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,538	4,135	6,069	8,682	11,879
货币资金	1,331	2,504	4,153	6,694	9,629
应收款项	157	156	232	276	351
存货	184	200	359	337	475
其他流动资产	866	1,275	1,325	1,375	1,425
非流动资产	600	838	1,160	1,260	1,350
权益性投资	0	0	0	0	0
固定资产	491	663	977	1,069	1,152
无形资产	9	10	18	26	33
资产总计	3,138	4,973	7,229	9,942	13,229
流动负债	281	531	820	990	1,165
应付款项	55	133	276	288	306
短期借款	1	2	4	6	8
其他流动负债	225	396	540	696	852
非流动负债	20	71	71	71	71
长期债务	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	71	71	71	71
负债合计	301	602	891	1,061	1,237
归属母公司股东权益	2,833	4,362	6,331	8,876	11,991
少数股东权益	4	9	7	4	1
负债和股东权益	3,138	4,973	7,229	9,942	13,229

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,364	3,524	5,143	6,633	8,111
营业成本	369	577	839	1,043	1,218
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	706	1,164	1,733	2,268	2,823
管理费用	111	97	139	179	219
研发费用	44	75	122	153	193
财务费用	-13	-47	-2	-4	-7
息税前利润	1,144	1,613	2,315	2,994	3,664
投资收益	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	0
税前利润	1,178	1,745	2,314	2,991	3,661
所得税	176	297	347	449	549
净利润	1,002	1,448	1,967	2,542	3,112
少数股东损益	0	-4	-2	-3	-3
归属母公司净利润	696	1,452	1,969	2,545	3,115
EBITDA	1,172.0	1,647.3	2,402.7	3,104.1	3,783.9
EPS (当年)(元)	0.70	1.46	1.91	2.48	3.03

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	932	1,647	2,101	2,795	3,189
净利润	696	1,452	1,969	2,545	3,115
少数股东损益	0	-4	-2	-3	-3
非现金支出	34	34	-8	-6	-7
营运资金变动	-132	128	52	146	-39
其他变动	334	38	90	113	123
投资活动现金流	-859	-527	-454	-256	-256
资本开支	-153	-228	-410	-210	-210
投资	-719	-379	-50	-50	-50
其他	13	81	6	4	4
筹资活动现金流	-5,790	52	2	2	2
现金流净增加额	-5,772	1,173	1,649	2,541	2,935

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,364	3,524	5,143	6,633	8,111
同比 (%)	52.3%	49.0%	45.9%	29.0%	22.3%
归属母公司净利润	696	1,452	1,969	2,545	3,115
同比 (%)	-13.9%	108.6%	35.6%	29.2%	22.4%
毛利率 (%)	84.4%	83.6%	83.7%	84.3%	85.0%
ROE%	24.56%	33.28%	31.10%	28.67%	25.98%
EPS (摊薄)(元)	0.70	1.46	1.91	2.48	3.03
P/E	44.32	22.51	19.63	15.19	12.41
P/B	10.89	7.49	6.11	4.36	3.22
EV/EBITDA	25.18	18.32	14.36	10.30	7.67

研究团队简介

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。