

# 巨子生物 (02367.HK)

港股公司点评

证券研究报告

## 1H24 收入与利润均超预期，持续发力品类拓展+多单品矩阵

### 业绩简评

- 公司 8 月 19 日公告 24H1 营收 25.4 亿元、同增 58%、环比 2H23 增 32%，归母净利润 9.83 亿元、同增 47%、环比增 25%，经调整净利润 10.27 亿元、同增 52%、环比增 30%，收入与利润均超预期。
- “线下向线上+敷料向护肤”持续升级下毛利率下降、销售费用率提升、净利率下降整体可控。1H24 毛利率同比-1.7%、环比-0.8PCT，销售费用率同比+0.54PCT、环比+3.35PCT；管理/研发费用率分别同比-0.37/-0.2PCT、环比+0.02/-0.22PCT；归母净利率 38.7%、同比-2.8PCT，环比-2.2PCT。

### 经营分析

- 可复美延续靓丽，大单品矩阵稳步推进，无需过度担忧 2H23 高基数效应。1H24 可复美营收 20.71 亿元、同比+69%，大单品胶原棒势能延续+产品矩阵（焦点/秩序系列持续上新等）完善拉动继续高增（23H1/H2 同比+101%/+56%）。第一大单品胶原棒老客复购良好、新客占比高，仍处于快速增长阶段；全新焦点系列聚焦皮肤亚健康人群（与胶原棒差异化定位），焦点面霜起量节奏良好、有望成为下一大单品。据蝉妈妈+炼丹炉数据，焦点面霜猫旗+抖音 24Q2 估算 GMV 8517 万元、占比 7.4%（4-6 月 GMV 分别 3054/3000/2463 万元）。
- 可丽金恢复增长，持续强化抗老心智。1H24 营收 3.96 亿元、同比+23.6%（预计线上增长亮眼、线下承压），人货场调整显效（23H1/H2 同比+6.4%/-6.7%）。
- DTC 店铺继续高增，经销表现超预期。1H24 DTC 店铺/电商平台/线下直销/经销营收 16.03/1.67/0.68/7.02 亿元，同比+64%/+143%/+82%/+34%，DTC 店铺占比升 2.2PCT 至 63.1%，经销渠道增速提升主要系连锁药房渠道敷料铺货顺利+械字号新品拉动同店高增。

### 盈利预测、估值与评级

- 护肤品牌运营能力增强；医美 2 款产品有序推进，强研发实力奠定产品力+渠道及团队复用有望实现顺利发展。
- 考虑 1H24 业绩超预期，上调盈利预测，预计 24-26 年经调整净利润 20.3/25.2/30.1 亿元、同增 38%/24%/20%，归母净利润 19.4/24.3/29.2 亿元（前值 18.6/22.9/27.7 亿元）、同增 34%/25%/21%、对应 PE 20/16/13 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 营销投放/新品孵化/技术发展不及预期，限售股解禁风险

国金证券研究所

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（港币）：40.350 元

### 相关报告：

- 《巨子生物 23 年报点评：23H2 净利率超预期，品牌运营能力持续增强》，2024.3.27
- 《巨子生物点评：3.8 大促亮眼收官，情绪面回暖、重申推荐逻辑》，2024.3.14
- 《巨子生物点评：双十一线上增长靓丽、大单品胶原棒亮眼》，2023.11.12



### 主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,364	3,524	5,212	6,665	8,174
营业收入增长率	52.30%	49.05%	47.89%	27.89%	22.63%
归母净利润(百万元)	1,002	1,452	1,940	2,426	2,923
归母净利润增长率	21.00%	44.88%	33.60%	25.06%	20.52%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.41	1.89	2.36	2.84
每股经营性现金流净额	0.94	1.66	1.97	2.46	2.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.36%	33.28%	30.78%	27.79%	25.09%
P/E	31.60	23.11	19.60	15.67	13.01
P/B	10.81	7.44	6.03	4.36	3.26

来源：公司年报、国金证券研究所（注：汇率取 1 港币=0.9164 人民币）

图表1: 可复美焦点面霜、大单品胶原棒天猫旗舰店及抖音 GMV 跟踪

单位 (万元)	4 月	5 月	6 月	Q2
可复美	16125	73720	24681	114526
猫旗	7806	51320	12781	71907
抖音	8319	22400	11900	42619
胶原棒				
抖音+猫旗合计 GMV	2452	48077	10136	60665
占比	15%	65%	41%	53%
猫旗	1822	37082	5514	44418
占比	23%	72%	43%	62%
抖音	630	10995	4622	16247
占比	8%	49%	39%	38%
焦点面霜				
抖音+猫旗合计 GMV	3054	3000	2463	8517
占比	18.9%	4.1%	10.0%	7.4%
猫旗	577	1199	649	2424
占比	7.39%	2.34%	5.08%	3.37%
抖音	2477	1802	1814	6093
占比	30%	8%	15%	14%

来源: 炼丹炉, 蝉妈妈, 国金证券研究所

图表2: 可复美天猫旗舰店产品结构

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
可复美天猫旗舰店销售额 (百万元)	181	430	166	692	268	715
yoy			-14%	93%	48%	72%
胶原修护系列销售额 (万元)						
胶原棒	6798	11818	4815	28260	11747	44418
yoy	2388%	328%	31%	509%	73%	276%
占比	37.51%	27.49%	29.09%	40.84%	43.91%	61.87%
销量 (万)	15.46	33.90	15.68	58.94	22.42	90.69
均价 (元)	440	349	307	479	524	490
舒舒贴	67	207	190	252	74	131
yoy	-	-	-	-	10.75%	-36.94%
占比	0.37%	0.48%	1.15%	0.36%	0.28%	0.18%
销量 (万)	0.59	1.15	1.17	1.51	0.36	0.84
均价 (元)	113	180	162	167	206	155
胶原乳	190	1675	645	4271	907	1966
yoy	-	-	-	-	377%	17%
占比	1.05%	3.90%	3.89%	6.17%	3.39%	2.74%
销量 (万)	0.68	5.90	2.40	11.27	4.58	9.24
均价 (元)	281	284	268	379	198	213
净痘清颜系列销售额 (万元)						
秩序精华	-	-	-	28	115	254
销量 (千)	-	-	-	1.12	3.84	11.81
秩序次抛	-	-	-	7	214	1566
销量 (千)	-	-	-	0.192	5.54	52.617
秩序水	-	-	12	62	91	123
销量 (千)	-	-	0.89	2.83	2.93	6.12
秩序乳	-	47	38	43	59	125
销量 (千)	-	1.99	1.50	1.77	2.47	5.66
秩序霜	-	-	-	64	118	156
销量 (千)	-	-	-	3.05	3.93	5.65
合计	-	47	50	203	597	2225
占比	-	0.11%	0.30%	0.29%	2.23%	3.11%
补水安敏系列销售额 (万元)						
柔肤水	644	2147	1475	4016	1805	3688

	yoy	0%	54%	24%	102%	180%	72%
	占比	3.55%	4.99%	8.91%	5.80%	6.75%	5.14%
	销量 (万)	4.29	15.99	9.63	28.92	12.40	31.28
	均价 (元)	150	134	153	139	146	118
吨吨水乳霜		314	388	274	863	885	1181
	yoy	-	-	-	1445.9%	0.0%	204.7%
	占比	1.73%	0.90%	1.65%	1.25%	3.31%	1.64%
	销量 (万)	1.57	1.47	1.04	2.62	2.71	5.41
	均价 (元)	201	263	263	329	326	218
吨吨次抛		-	-	8	297	105	212
	yoy	-	-	-	-	-	-
	占比	-	-	0.05%	0.43%	0.39%	0.30%
	销量 (万)	-	-	0.03	0.96	0.24	0.72
	均价 (元)	-	-	325	308	430	296

来源：炼丹炉，国金证券研究所

图表3：可复美天猫旗舰店品类结构

一级类目	美容护肤/美体/精油							医疗器械	保健用品
	涂抹面膜	液态精华	乳液/面霜	化妆水/爽肤水	贴片面膜	面部护理套装	洁面		
2024-01	1.2%	32.4%	7.3%	2.5%	3.5%	2.5%	1.6%	25.7%	22.2%
2024-02	0.9%	27.8%	8.6%	1.2%	3.2%	3.4%	1.8%	29.4%	23.1%
2024-03	1.2%	52.1%	4.5%	4.1%	5.0%	1.6%	1.2%	18.1%	11.9%
2024-04	1.7%	23.6%	16.8%	2.0%	4.8%	2.6%	1.9%	26.1%	19.6%
2024-05	1.81%	75.22%	4.03%	3.27%	4.62%	0.64%	0.51%	5.56%	4.23%
2024-06	0.40%	49.54%	10.76%	2.67%	3.23%	1.06%	2.72%	13.59%	15.97%
2024-07	2.42%	26.05%	9.38%	2.25%	7.11%	3.50%	3.70%	21.42%	23.51%

来源：炼丹炉，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,552</b>	<b>2,364</b>	<b>3,524</b>	<b>5,212</b>	<b>6,665</b>	<b>8,174</b>
增长率	30.4%	52.3%	49.0%	47.9%	27.9%	22.6%
主营业务成本	198	369	577	896	1,167	1,440
%销售收入	12.8%	15.6%	16.4%	17.2%	17.5%	17.6%
<b>毛利</b>	<b>1,354</b>	<b>1,995</b>	<b>2,947</b>	<b>4,316</b>	<b>5,499</b>	<b>6,734</b>
%销售收入	87.2%	84.4%	83.6%	82.8%	82.5%	82.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	346	706	1,164	1,834	2,396	3,000
%销售收入	22.3%	29.9%	33.0%	35.2%	35.9%	36.7%
管理费用	72	111	97	141	179	217
%销售收入	4.7%	4.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用	25	44	75	104	133	163
%销售收入	1.6%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>964</b>	<b>1,165</b>	<b>1,698</b>	<b>2,251</b>	<b>2,805</b>	<b>3,368</b>
%销售收入	62.1%	49.3%	48.2%	43.2%	42.1%	41.2%
财务费用	-9	-13	-47	-25	-41	-63
%销售收入	-0.6%	-0.6%	-1.3%	-0.5%	-0.6%	-0.8%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>907</b>	<b>1,142</b>	<b>1,613</b>	<b>2,238</b>	<b>2,792</b>	<b>3,355</b>
营业利润率	58.4%	48.3%	45.8%	42.9%	41.9%	41.0%
营业外收支						
税前利润	973	1,178	1,745	2,276	2,847	3,431
利润率	62.7%	49.8%	49.5%	43.7%	42.7%	42.0%
所得税	145	176	297	341	427	515
所得税率	14.9%	15.0%	17.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	828	1,002	1,448	1,935	2,420	2,916
少数股东损益	0	0	-4	-5	-6	-7
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>828</b>	<b>1,002</b>	<b>1,452</b>	<b>1,940</b>	<b>2,426</b>	<b>2,923</b>
净利率	53.3%	42.4%	41.2%	37.2%	36.4%	35.8%

**现金流量表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	828	1,002	1,452	1,940	2,426	2,923
少数股东损益	0	0	-4	-5	-6	-7
非现金支出	-102	34	34	-18	-19	-20
非经营收益						
营运资金变动	-58	-132	128	44	57	60
<b>经营活动现金净流</b>	<b>692</b>	<b>932</b>	<b>1,647</b>	<b>2,026</b>	<b>2,526</b>	<b>3,023</b>
资本开支	-111	-153	-228	-110	-90	-90
投资	1,649	-719	-379	-300	-300	-300
其他	26	13	81	11	13	13
<b>投资活动现金净流</b>	<b>1,563</b>	<b>-859</b>	<b>-527</b>	<b>-399</b>	<b>-377</b>	<b>-377</b>
股权募资	7,094	-5,426	44	0	0	0
债权募资	0	0	-1	0	0	0
其他	-2,618	-363	9	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>4,476</b>	<b>-5,790</b>	<b>52</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>6,735</b>	<b>-5,712</b>	<b>1,173</b>	<b>1,627</b>	<b>2,149</b>	<b>2,647</b>

**资产负债表(人民币 百万)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,103	1,331	2,504	4,131	6,280	8,927
应收款项	93	157	156	223	285	350
存货	89	184	200	299	389	480
其他流动资产	156	866	1,275	1,575	1,875	2,175
<b>流动资产</b>	<b>7,441</b>	<b>2,538</b>	<b>4,135</b>	<b>6,227</b>	<b>8,829</b>	<b>11,931</b>
%总资产	94.5%	80.9%	83.1%	87.8%	90.8%	92.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	274	491	663	708	731	756
%总资产	3.5%	15.7%	13.3%	10.0%	7.5%	5.9%
无形资产	8	9	10	15	20	24
非流动资产	437	600	838	869	896	926
%总资产	5.5%	19.1%	16.9%	12.2%	9.2%	7.2%
<b>资产总计</b>	<b>7,878</b>	<b>3,138</b>	<b>4,973</b>	<b>7,096</b>	<b>9,725</b>	<b>12,857</b>
短期借款	0	1	2	2	2	2
应付款项	24	55	133	149	194	240
其他流动负债	6,819	225	396	589	753	924
流动负债	6,843	281	531	740	949	1,165
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	20	71	50	50	50
负债	6,861	301	602	790	999	1,215
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,017</b>	<b>2,833</b>	<b>4,362</b>	<b>6,302</b>	<b>8,727</b>	<b>11,651</b>
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	1,017	2,833	4,362	6,302	8,727	11,651
少数股东权益	0	4	9	4	-2	-9
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,878</b>	<b>3,138</b>	<b>4,973</b>	<b>7,096</b>	<b>9,725</b>	<b>12,857</b>

**比率分析**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.83	0.99	1.49	1.89	2.36	2.84
每股净资产	0.99	2.85	4.38	6.13	8.49	11.33
每股经营现金净流	0.67	0.94	1.66	1.97	2.46	2.94
每股股利	0.00	0.00	0.89	0.00	0.00	0.00
<b>回报率</b>						
净资产收益率	81.44%	35.36%	33.28%	30.78%	27.79%	25.09%
总资产收益率	10.51%	31.93%	29.19%	27.33%	24.94%	22.74%
投入资本收益率	80.66%	34.90%	32.22%	30.34%	27.32%	24.59%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	30.41%	52.30%	49.05%	47.89%	27.89%	22.63%
EBIT增长率	0.02%	20.87%	45.77%	32.61%	24.62%	20.06%
净利润增长率	0.20%	21.00%	44.88%	33.60%	25.06%	20.52%
总资产增长率	197.17%	-60.17%	58.47%	42.69%	37.05%	32.21%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	13.9	10.3	8.8	8.5	8.9	9.1
存货周转天数	139.9	133.2	119.9	100.3	106.1	108.6
应付账款周转天数	50.5	38.2	58.6	56.7	53.0	54.3
固定资产周转天数	59.7	58.3	59.0	47.4	38.9	32.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-712.05%	-76.69%	-84.78%	-89.66%	-92.87%	-94.91%
EBIT利息保障倍数	—	55,457.7	15,158.1	—	—	—
资产负债率	87.09%	9.60%	12.11%	11.13%	10.28%	9.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

### 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806