

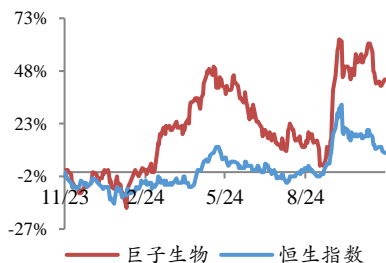
“双 11”双核心 GMV 增长，新标准发布助力行业标准化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-25

收盘价（港元）	50.25
近 12 个月最高/最低（港元）	58.00/28.75
总股本（百万股）	1,028
流通股本（百万股）	1,028
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	517
流通市值（亿港元）	517

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1.核心单品高速增长，注射产品上市在即 2024-03-31

主要观点：

● 事件描述

11月12日公司发布消息，核心品牌可复美/可丽金在双11期间线上全渠道全周期GMV同比增长分别达到80%/150%；由巨子生物主导制定的《发酵人参粉》团体标准正式发布，为该领域首个团体标准。

● 坚持双轮驱动战略，持续拓宽系列产品矩阵

公司采用两大品牌“双轮驱动”战略，推动明星单品高速增长、新品不断进入市场，实现业绩持续增长。24H1公司销售收入增长主要来自专业护肤品板块销量增长，核心品牌可复美、可丽金贡献销售收入占比达97.1%。24H1可复美实现20.71亿元收入，同比增长68.6%，618大促/双11期间线上全渠道GMV增速分别达到60%/80%，保持高速增长趋势；系列新品持续推出，24年4月推出可复美“焦点系列”面霜实现口碑与销量稳步提升，6月“秩序系列”上新，拓宽产品矩阵。24H1可丽金实现收入3.96亿元，同比增长23.6%，较23年同期+17.2PCT，618大促/双11期间线上全渠道GMV增速分别达到100%/150%，品牌营收增速在公司推广下大幅提升，有助于更好实现双轮驱动、均衡成长。

● 公司牵头制定新领域团体标准，助力行业标准体系建设

由巨子生物主导制定的《发酵人参粉》团体标准已正式发布，标志着公司在标准化体系建设上又迈出了坚实的一步。新团体标准规定了发酵人参粉的技术要求、检验方法等，可精确量化发酵人参产品中的关键成分含量，为产品品质鉴定提供了科学依据。此前，巨子牵头制定5项团体标准、参与起草1项行业标准，为重组胶原蛋白、人参皂苷等新兴行业的生产者、管理者、检测机构、消费者等提供了重要的规范性指导文件。

● 坚持研发创新巩固技术优势，全链路布局利于长期发展

公司进行“研发生产销售”一体化布局，持续研发新品、将原料与技术优势转化为量产成果，实现长期成长。公司始终以研发创新为核心，24H1产生研发费用0.49亿元，同比增长43.2%，新增专利40项；首获3项PCT国际发明专利授权，分别涉及人参皂苷在防治肿瘤、酒精性脂肪肝和肝癌药物组合物中的应用，进一步巩固了公司技术领先地位，为今后的科研成果转化和国际化进程提供了有力支撑；5月28日，公司通过了中国石油和化学工业联合会举办的“酵母制造低免疫重组胶原蛋白及其应用”科技成果鉴定会，委员会一致认为该技术整体达到国际领先水平。24H1公司新增1条化妆品产线、1条医疗器械产线，并将持续推进III类医疗器械证书的申报工作与医疗器械新工厂、健康产品新工厂的建设，其中医疗器械新工厂预计于24年内陆续投入使用。

● 投资建议

公司作为重组胶原蛋白龙头，凭借多元化产品矩阵和渠道优势，业绩有望持续高增。据公司 2024 半年度报告，我们调整公司的业绩预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.82、27.33、35.30 亿元，同比增速为 43%、31%、29%（2024-2026 年前值为 19.22、24.21、30.16 亿元）。对应 PE 分别为 23、18、14 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目投产进度不及预期；
- (2) 研发投资不及预期效果；
- (3) 重组胶原蛋白渗透不及预期；
- (4) 行业竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3524	5064	6803	8922
收入同比 (%)	49%	44%	34%	31%
归母净利润	1452	2082	2733	3530
归母净利润同比 (%)	45%	43%	31%	29%
ROE (%)	33.20%	36.47%	32.37%	29.49%
每股收益 (元)	1.46	2.03	2.66	3.43
市盈率 (P/E)	22.72	23.10	17.60	13.63

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,135	5,573	8,278	11,541	营业收入	3,524	5,064	6,803	8,922
现金	2,504	3,572	6,247	9,123	其他收入	2	0	0	0
应收账款及票据	102	175	185	286	营业成本	577	899	1,221	1,556
存货	200	435	417	665	销售费用	1,164	1,513	2,134	2,939
其他	1,329	1,391	1,429	1,467	管理费用	97	238	246	290
非流动资产	838	720	987	1,406	研发费用	75	94	135	179
固定资产	663	546	813	1,231	财务费用	-47	-50	-71	-125
无形资产	10	10	10	10	除税前溢利	1,745	2,454	3,223	4,168
其他	165	165	165	165	所得税	297	372	490	638
资产总计	4,973	6,293	9,265	12,946	净利润	1,448	2,082	2,733	3,530
流动负债	531	503	743	894	少数股东损益	-4	0	0	0
短期借款	2	2	2	2	归属母公司净利润	1,452	2,082	2,733	3,530
应付账款及票据	133	110	224	211					
其他	396	392	517	681	EBIT	1,613	2,319	3,067	3,959
非流动负债	71	71	71	71	EBITDA	1,647	2,454	3,217	4,186
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	1.46	2.03	2.66	3.43
其他	71	71	71	71					
负债合计	602	575	814	965					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率				
储备	4,362	5,709	8,442	11,972	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司股东权益	4,362	5,709	8,442	11,972	成长能力				
少数股东权益	9	9	9	9	营业收入	49.05%	43.68%	34.34%	31.15%
股东权益合计	4,371	5,718	8,451	11,981	归属母公司净利润	44.88%	43.43%	31.24%	29.18%
负债和股东权益	4,973	6,293	9,265	12,946	获利能力				
					毛利率	83.63%	82.24%	82.05%	82.56%
					销售净利率	41.19%	41.12%	40.17%	39.57%
					ROE		33.28%	36.47%	32.37%
					ROIC	30.62%	34.41%	30.77%	27.98%
					偿债能力				
					资产负债率	12.11%	9.13%	8.79%	7.46%
					净负债比率	-57.25%	-62.43%	-73.90%	-76.13%
					流动比率	7.79	11.08	11.15	12.91
					速动比率	7.42	10.21	10.59	12.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	0.90	0.87	0.80
					应收账款周转率	41.11	36.53	37.81	37.93
					应付账款周转率	6.15	7.41	7.32	7.16
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.46	2.03	2.66	3.43
					每股经营现金流	1.66	1.69	2.93	3.34
					每股净资产	4.38	5.55	8.21	11.64
					估值比率				
					P/E	22.72	23.10	17.60	13.63
					P/B	7.56	8.43	5.70	4.02
					EV/EBITDA	18.50	18.15	13.01	9.31

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,647	1,734	3,008	3,437
净利润	1,452	2,082	2,733	3,530
少数股东权益	-4	0	0	0
折旧摊销	34	134	151	227
营运资金变动及其他	165	-482	124	-320
投资活动现金流	-527	68	-333	-561
资本支出	-228	-17	-418	-646
其他投资	-299	85	85	85
筹资活动现金流	52	-735	0	0
借款增加	1	0	0	0
普通股增加	44	0	0	0
已付股利	0	-735	0	0
其他	7	0	0	0
现金净增加额	1,173	1,068	2,675	2,876

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。