

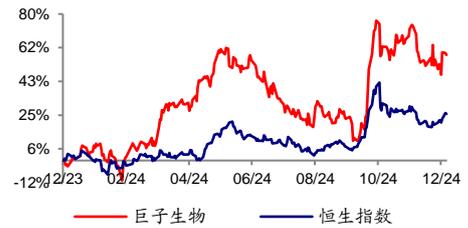
【广发商社&海外】巨子生物 (02367.HK)

注射用重组胶原蛋白获优先审批，医美管线再添

重磅产品

公司评级	买入
当前价格	50.85 港元
合理价值	55.72 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-12-11

相对市场表现



分析师: 嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

SFC CE No. AOB364



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师: 罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师: 方心诣



SAC 执证号: S0260524050001



fangxinyi@gf.com.cn

请注意，方心诣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点:

- **事件:** 12月5日，巨子生物旗下的“注射用重组胶原蛋白填充剂”获得优先审批，“该产品属于列入国家重点研发计划的医疗器械”。本次获批的为针对颈纹的重组胶原蛋白凝胶产品。
- 在医美领域，巨子生物目前的在研产品共有4款，分别是重组胶原蛋白液体制剂（水光）、重组胶原蛋白固体制剂（改善鱼尾纹）、重组胶原蛋白凝胶（针对中重度颈纹）和交联重组胶原蛋白凝胶（针对中重度法令纹），医美矩阵丰富。
- 据蝉妈妈，11月可复美/可丽金抖音同增57%/615%，10+11月可复美/可丽金抖音同增195%/628%，品牌势能强势。9-11月抖音渠道焦点面霜占比11%/7%/9%，自3.31日焦点面霜上新以来7个月抖音GMV达1.52亿元。
- **盈利预测与投资建议:** 公司当前市值对应24/25年PE23/18倍，化妆品业务稳健，支撑当前市值，医美预期始终是额外期权。预计公司24-26年归母净利润21.20、26.58、31.74亿元，考虑重组胶原蛋白市场的强增势，给予公司24年25倍PE估值，对应合理价值55.72港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 化妆品行业景气下降；市场竞争加剧；新品拓展不及预期。

盈利预测: (注:若无特殊说明货币均为人民币,汇率为1HKD=0.92508RMB)

单位:人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,364	3,524	5,398	6,952	8,348
增长率 (%)	52.3%	49.0%	53.2%	28.8%	20.1%
EBITDA	1,156	1,648	2,476	3,103	3,701
归母净利润	1,002	1,452	2,120	2,658	3,174
增长率 (%)	21.0%	44.9%	46.0%	25.4%	19.4%
EPS (元/股)	1.01	1.46	2.06	2.59	3.09
市盈率 (P/E)	30.9	22.6	22.8	18.2	15.2
ROE (%)	35.3%	33.1%	39.0%	39.3%	38.0%
EV/EBITDA	25.6	18.4	18.3	14.3	11.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

相关研究:

- 【广发商社&海外】巨子生物 2024-08-21 (02367.HK): 收入大超预期, 化妆品业务提供安全边际
- 【广发商社&海外】巨子生物 2024-03-27 (02367.HK): 业绩超预期, 可复美表现优异
- 【广发商社&海外】巨子生物 2024-01-27 (02367.HK): 重组胶原蛋白领军者, 科研实力诠释品牌

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位:人民币百万元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	2,538	4,135	5,139	6,251	7,576
现金及现金等价物	1,331	2,504	3,127	4,088	5,097
应收账款及票据	69	102	188	267	401
存货	184	200	367	453	601
其他	953	1,329	1,457	1,443	1,477
非流动资产合计	600	838	1,202	1,572	1,972
固定资产净值	491	663	928	1,238	1,593
长期投资	0	0	50	50	50
商誉及无形资产	9	10	55	95	130
其他	100	165	169	189	199
资产总额	3,138	4,973	6,341	7,823	9,549
流动负债合计	281	531	861	1,015	1,155
短期借款	1	2	2	2	2
应付账款及票据	55	133	175	228	277
其他	225	396	685	786	877
非流动负债合计	20	71	50	50	50
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	71	50	50	50
总负债	301	602	911	1,065	1,205
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	2,833	4,362	5,422	6,751	8,338
其他	0	0	0	0	0
归母权益总额	2,833	4,362	5,422	6,751	8,338
少数股东权益	4	9	8	7	6
股东权益合计	2,837	4,371	5,430	6,758	8,344
负债及股东权益合计	3,138	4,973	6,341	7,823	9,549

利润表

单位:人民币百万元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,364	3,524	5,398	6,952	8,348
营业成本	369	577	901	1,171	1,423
毛利	1,995	2,947	4,496	5,781	6,925
其他收入	11	2	5	5	5
营销费用	706	1,164	1,808	2,398	2,880
行政管理费用	111	97	143	188	225
研发费用	44	75	113	146	184
其他营业费用合计	2	0	0	0	0
营业利润	1,142	1,613	2,436	3,053	3,641
利息收入	13	47	56	72	92
利息支出	0	0	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-14	1	0	0	0
除税前利润	1,178	1,745	2,493	3,126	3,732
所得税	176	297	374	469	560
合并净利润	1,002	1,448	2,119	2,657	3,173
少数股东损益	0	-4	-1	-1	-1
归母净利润	1,002	1,452	2,120	2,658	3,174

现金流量表

单位:人民币百万元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	932	1,647	2,108	2,710	3,056
合并净利润	1,002	1,448	2,119	2,657	3,173
折旧与摊销	28	34	40	50	60
营运资本变动	-132	128	-50	3	-176
其他非经营性调整	34	34	0	0	0
投资活动现金流净额	-859	-527	-426	-420	-460
处置固定资产收益	0	0	0	0	0
资本性支出	-153	-228	-350	-400	-450
投资资产支出	-719	-379	-54	-20	-10
其他	13	81	-21	0	0
融资活动现金流净额	-5,790	52	-1,060	-1,329	-1,587
长期债权融资	0	-1	0	0	0
股权融资	-5,426	44	0	0	0
支付股利	367	0	1,060	1,329	1,587
其他	-731	9	-2,120	-2,658	-3,174
现金净增加额	-5,772	1,173	623	961	1,009
期初现金余额	7,103	1,331	2,504	3,127	4,088
期末现金余额	1,331	2,504	3,127	4,088	5,097

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	52.3%	49.0%	53.2%	28.8%	20.1%
营业利润增长率	26.0%	41.2%	51.1%	25.3%	19.2%
归母净利增长率	21.0%	44.9%	46.0%	25.4%	19.4%
获利能力					
毛利率	84.4%	83.6%	83.3%	83.2%	83.0%
净利率	42.2%	41.1%	39.2%	38.2%	38.0%
ROE	35.3%	33.1%	39.0%	39.3%	38.0%
偿债能力					
资产负债率	9.6%	12.1%	14.4%	13.6%	12.6%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	9.0	7.8	6.0	6.2	6.6
利息保障倍数	53708.4	14409.1	52011.5	65245.6	77792.1
营运能力					
应收账款周转天数	10.6	10.4	12.5	13.8	17.3
存货周转天数	179.3	125.1	146.7	139.3	152.1
应付账款周转天数	53.3	83.0	70.0	70.0	70.0
每股指标					
每股收益	1.01	1.46	2.06	2.59	3.09
每股净资产	2.85	4.39	5.28	6.57	8.12
每股经营现金流	0.94	1.66	2.05	2.64	2.97
估值比率					
PE	30.9	22.6	22.8	18.2	15.2
PB	10.9	7.5	8.9	7.2	5.8
EV/EBITDA	25.6	18.4	18.3	14.3	11.7

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。