



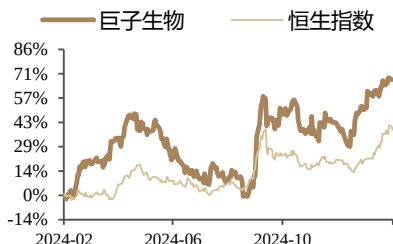
买入（维持）

所属行业：美容护理
当前价格(港币)：59.75 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(%)	11.76	17.76	20.10
相对涨幅(%)	-3.03	3.15	-0.18

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《巨子生物的三大预期差》，2025.2.19
- 《巨子生物：24H1 超预期，长期关注平台型企业转型》，2024.8.20
- 《巨子生物：618 业绩亮眼、单品高增长，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

巨子生物的三大预期差

投资要点

- 预期差一：胶原棒是否触及天花板：**（1）比较其他品牌大单品，胶原棒天花板几何。根据炼丹炉及蝉妈妈爬虫数据显示，可复美胶原棒 2023 年天猫+抖音双渠道 GMV 达 9 亿，占比超 40%，对应销售量 200 万件，2024 年胶原棒 GMV 近 24 亿，销售量 529 万件。对比其他品牌产品，2024 年珀莱雅的双抗精华面膜、红宝石面霜均为 400+万件，韩束红蛮腰超 1500 万件，珀莱雅红宝石面霜、OLAY 红蛮腰均契合多种肤质质地，定位大众护肤，而可复美主定位于问题肌肤修复、受众更窄。对标珀莱雅等，部分观点担忧胶原棒产品提升空间有限；（2）**胶原蛋白成分市场：**我们认为胶原蛋白成分市场仍处于成长期，远未到成熟期，相比于玻尿酸、胜肽等成分仍有较大空间，且当前市场竞争者寡，未来随着珀莱雅、丸美等更多新国货进场可共同做大胶原市场空间，而巨子生物作为胶原蛋白市场龙头，有望跟随成分热度持续扩容。
- 预期差二：产品矩阵后续接力情况：**（1）**市场观点：**可复美的产品结构过于单一，23 年以来大单品结构稳定，24M4 首推单品焦点面霜仅在推出首月 GMV 贡献过 10%，敷料营收稳定，故品牌收入增长长期依赖爆款胶原棒；（2）**新品表现未来可期：**对比珀莱雅大单品长线爬坡周期，焦点面霜处于起步阶段，且仅推出 7 个月便实现线上 2.77 亿 GMV，24M10 单月 GMV 突破 1 亿，月均 GMV 贡献约 8%，24 年表现已超预期。且可复美、可丽金 24 年不断推新，可复美接连完善胶原修复线产品：推出以人参皂苷为核心成分的祛痘系列；25 年 2 月推出了首个聚焦皮肤热损伤并围绕医美全周期护理的帧域密修系列，首次应用了全新研发的 IV 型热塑胶原；可丽金继续推出胶卷系列，进一步完善新品布局、培育后续品牌增长空间。
- 预期差三：医美产品后续空间：**（1）**市场观点：**中国骨修复市场增长趋势不改，竞争激烈。锦波生物遥遥领先，后进入者缺少优势，公司营收持续高增长，同时价格不断下探、后进入者缺少价格优势；（2）**巨子生物产品布局齐全，渠道优势更助放量：**巨子生物加速布局 III 类医疗器械，2024 年 12 月 16 日获骨修复材料 III 类医疗器械注册证；目前，公司具备四款医美新品储备，有望凭借全面适应症布局、快速获批节奏迅速抢占市场份额。胶原蛋白的应用逐步从医美走向严肃，在骨修复材料与可吸收生物膜有巨大拓展空间。渠道优势助力新医美产品实现迅速放量。
- 投资建议：**我们认为巨子生物深耕胶原蛋白、于成分市场占优，新品完善产品布局+医疗机构渠道优势+III 类械品获批利好长线发展，上调 24-26 年营收至 53.79/69.51/87.90 亿元（原为 50.27/65.72/81.92 亿），上调归母净利润至 20.60/26.09/32.13 亿（原为 19.53/25.47/31.65 亿），同比增速为 41.88%/26.65%/23.17%，对应 PE 为 27.47X/21.69X/17.61X，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。

股票数据

总股本(百万股):	1,035.90
流通股(百万股):	1,035.90
52 周内股价区间(港元):	35.150-60.750
总市值(百万港元):	62,516.81
总资产(百万港元):	8,525.05
每股净资产(港元):	6.36

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025	2026
营业收入(百万元)	2364	3524	5379	6951	8790
(+/-)YOY(%)	52.30%	49.05%	52.64%	29.23%	26.45%
净利润(百万元)	1002	1452	2060	2609	3213
(+/-)YOY(%)	21.00%	44.88%	41.88%	26.65%	23.17%
全面摊薄 EPS(元)	0.97	1.41	2.00	2.54	3.13
毛利率(%)	84.39%	83.63%	82.48%	81.83%	80.75%
净资产收益率(%)	35.36%	33.28%	38.96%	40.26%	40.22%

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

1. 预期差一：胶原蛋白成分红利仍在起步阶段

比较其他品牌大单品，胶原棒天花板几何？根据炼丹炉及蝉妈妈爬虫数据显示，可复美胶原棒 2023 年天猫+抖音双渠道 GMV 达 9 亿，占比超 40%，对应销售量 200 万件，2024 年胶原棒 GMV 近 24 亿，销售量 529 万件。对比其他品牌产品，2024 年珀莱雅的双抗精华面膜、红宝石面霜均为 400+万件，韩束红蛮腰约 1500 万件，珀莱雅红宝石面霜、OLAY 红蛮腰均契合多种皮肤质地，且定位大众护肤，可触达人群更广；而可复美主定位于问题肌肤修复、受众群体相对较窄。以及参考海外品牌中单一产品规模，市场有声音认为胶原棒短期内提升空间已经有限。

图 1：各品牌大单品线上销售额（万元）

品牌	产品系列	产品名	销售额（万元）			销售额yoy			销售量（万件）		
			2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
珀莱雅	双抗系列	双抗精华	88,856	120,584	93,029		35.7%	63.1%	326.60	443.22	341.94
		双抗精华面膜	26,988	61,706	75,511		128.6%	188.6%	149.06	340.82	417.07
	红宝石系列	红宝石精华	70,134	94,817	135,747		35.2%	488.8%	169.18	228.72	327.45
		红宝石面霜	50,154	126,530	176,822		152.3%	335.9%	179.52	452.90	632.91
可复美	械字号护肤	敷料	40,016	34,009	31,917		-15.0%	83.9%	207.68	176.50	165.64
	胶原修复线	胶原棒	20,174	90,322	238,123		347.7%	481.0%	44.78	200.49	528.58
薇诺娜	舒敏保湿系列	特护霜	62,036	58,918	66,151		-5.0%	185.1%	289.86	275.30	309.09
		冻干面膜	21,444	40,666	22,308		89.6%	57.0%	107.51	203.87	111.83
韩束	红蛮腰	红蛮腰	12,657	185,168	391,588		1362.9%	491.6%	47.18	690.26	1459.74
	白蛮腰	白蛮腰	86	23,726	82,152				0.31	85.00	294.30
雅诗兰黛		小棕瓶	216,547	243,266	276,625		12.3%	172.2%	285.49	320.72	364.69
		小白瓶	178,849	149,866	107,178		-16.2%	44.6%	482.55	404.36	289.18
OLAY		大红瓶	62,335	66,543	79,455		6.7%	126.9%	174.89	186.69	222.92
		玻色因系列	150,832	193,635	120,580		28.4%	-37.7%	463.70	595.28	370.69
欧莱雅	玻色因系列	黑精华	52,492	80,735	56,799		53.8%	-29.6%	154.46	237.56	167.13
		小蜜罐花蜜水	7,171	14,427	358		101.2%	-97.5%	15.08	30.34	0.75
	小蜜罐系列	小蜜罐保湿面霜	34,438	46,567	13,316		35.2%	-71.4%	101.38	137.08	39.20
		小蜜罐眼霜	9,378	2,507	497		-73.3%	-80.2%	23.41	6.26	1.24
		小蜜罐身体乳	628	2,145	1,151		241.8%	-46.3%	4.96	16.95	9.10
		小蜜罐	69,533	102,330	161,702		47.2%	58.0%	195.40	287.57	454.41

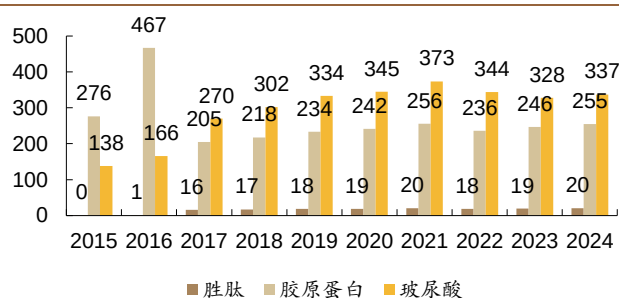
资料来源：蝉妈妈、炼丹炉、德邦研究所

注：产品数据为抖音及天猫渠道占比，抖音数据来自蝉妈妈，天猫数据来自炼丹炉，销售量根据产品单价推算

比较护肤热门成分，胶原蛋白仍将在未来成分市场享有一席之地。欧睿数据显示，对比胜肽、玻尿酸，前者中国市场规模较小、基本已触及天花板，后者 2021 年后规模已连续两年回落，反观胶原蛋白 2022 年顺大趋势回落落后于 2024 年几乎触及近 5 年峰值、依然体现增长潜力；2022 年美修大数据显示，动物胶原蛋白和重组胶原蛋白分别处于应用爆发期和概念普及期、未及成熟期，后者仍处于起步阶段，成分开发潜力巨大。

胶原蛋白成分市场潜力较大，将助推巨子生物延续增长。我们认为胶原蛋白成分市场仍处于成长期，远未到成熟期，相比于玻尿酸、胜肽等成分仍有较大空间。而巨子生物作为胶原蛋白市场龙头，有望跟随成分热度持续扩容。

图 2：按重量计不同成分中国市场规模（吨）



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

图 3：热门成分生命周期曲线

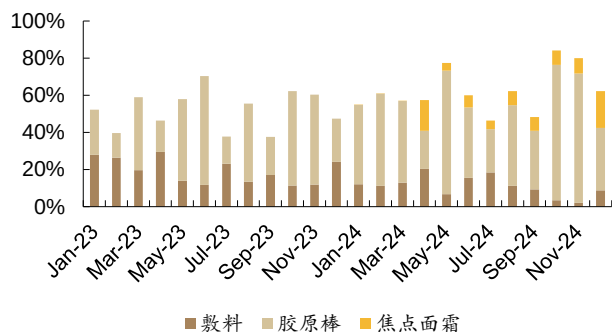


资料来源：美修大数据、德邦研究所

2. 预期差二：新品表现超预期，接力胶原次抛

可复美的产品结构过于单一，未来缺少新品接力？可复美线上 GMV 数据显示三大单品 23 年来销售额基本稳定过半，24 年占比持续提升，且在双十一期间通过合作李佳琦及贾乃亮两大超头部达播，实现月度业绩明显突破。可复美 23 年以来大单品结构稳定，24M4 单品焦点面霜仅在推出首月 GMV 贡献过 10%、敷料营收稳定。市场有声音认为可复美品牌的收入增长长期依赖爆品胶原棒，且暂无新爆品面世、后续增长略显乏力。

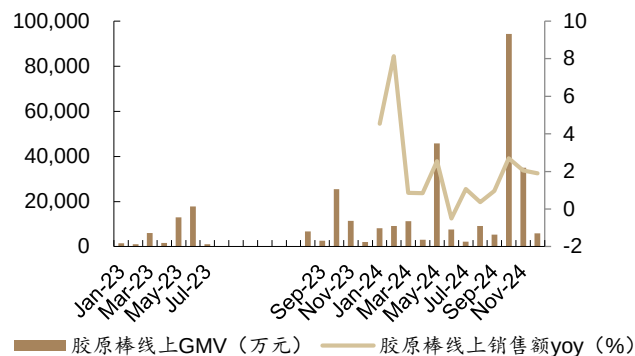
图 4：可复美线上产品结构（%）



资料来源：蝉妈妈、炼丹炉、德邦研究所

注：产品数据为抖音及天猫渠道占比，抖音数据来自蝉妈妈，天猫数据来自炼丹炉

图 5：胶原棒线上 GMV（左轴）及 YoY（右轴）

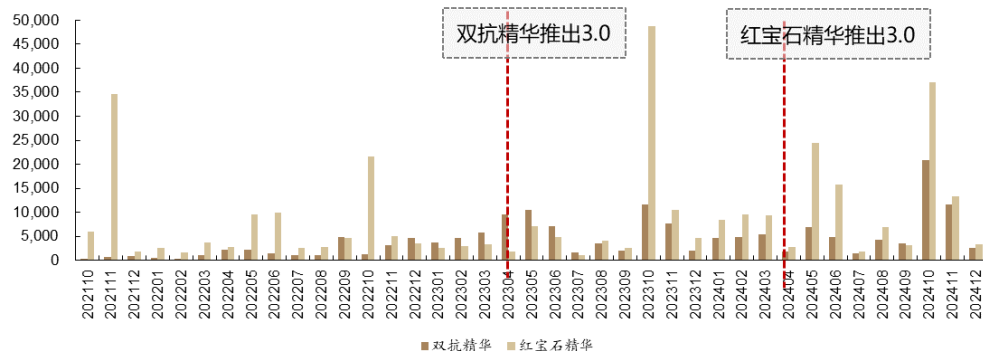


资料来源：蝉妈妈、炼丹炉、德邦研究所

注：该 GMV 数据为抖音及天猫数据加总，抖音数据来自蝉妈妈，天猫数据来自炼丹炉

从珀莱雅看大单品，概念带火产品组合，持续种草营销助长单品销量。2020 年珀莱雅推出大单品红宝石精华和双抗精华，同年推出“早 C 晚 A”概念，双抗精华+红宝石精华组合结合成功传播的“早 C 晚 A”概念上市、两大单品强势联手深化消费者印象，21 年 4、5 月又相继推出 2.0 系列，“双 11”期间两大单品销售额 3.5 亿；2022 年 11 月珀莱雅快闪活动强势占领“早 C 晚 A”心智，双抗精华、红宝石精华又分别于 23 年、24 年“618”活动前推出 3.0 系列，借平台活动+焕新升级铺开销量。珀莱雅大单品爬坡时间较长，历经多次概念营销及升级推新逐步抬升销售额。

图 6：2021 年 10 月起“早 C 晚 A”系列线上 GMV（万元）



资料来源：蝉妈妈、炼丹炉、久谦数据、德邦研究所

可复美焦点面霜初起步，表现已超预期，新品布局持续完善。对比珀莱雅大单品长线爬坡周期，焦点面霜处于起步阶段，且仅推出 9 个月便实现线上 2.77 亿 GMV（炼丹炉+蝉妈妈爬虫数据），24 年 10 月单月 GMV 突破 1 亿，月均 GMV 贡献约 8%，24 年表现超预期。巨子生物旗下两大品牌可复美、可丽金 24 年不断推新，且可复美、可丽金 24 年不断推新，可复美接连完善焦点系列胶原修复线产品；推出以人参皂苷为核心成分的祛痘系列；25 年 2 月，推出了首个聚焦皮肤热损伤并围绕医美全周期护理的帧域密修系列，首次应用了全新研发的 IV 型热塑胶原；可丽金继续推出胶卷系列，进一步完善新品布局、培育后续品牌增长空间。

表 1：2024 年至今可复美及可丽金上市新品

月份	可复美	可丽金
	产品	价格
2024 年 1 月		
2024 年 2 月	胶原冻膜	174 元/10 颗
2024 年 3 月	柔肤水 3.0	24.9 元/100ml
	医用透明质酸钠修复贴	199 元/15 片
	秩序清洁泥膜	
2024 年 4 月	焦点面霜	409 元/50g
	焦点精华	409 元/30ml
	秩序面膜	169 元/5 片
	焦点涂抹面膜	289 元/50g
2024 年 5 月	医用皮肤液体敷料	329 元/28 支
	焦点面膜	239 元/28 支
2024 年 6 月	秩序点痘棒	149 元/支
2024 年 7 月	胶原水	339 元/120ml
	胶原冻干面膜	309 元/7 片
	焦点水乳	439 元/水 150ml+乳 95g
2024 年 8 月	秩序洁颜蜜	169 元/150ml
2024 年 9 月	医用重组胶原蛋白液体敷料	189 元/50g
	胶原身体精华	199 元/100ml
	胶原护手霜	59 元/15g
2024 年 10 月	胶原身体乳	199 元/180g
	432 轻养油	169 元/50 粒
	医用透明质酸钠修复敷料	169 元/50g
	医用透明质酸钠喷剂敷料	85 元/50ml
2024 年 11 月		
2024 年 12 月		
2025 年 1 月		
2025 年 2 月	帧域密修精华面霜	599 元/50g
	帧域密修精华乳	319 元 30ml
	帧域密修精华水	309 元/50ml

资料来源：可复美小红书官方号、可复美抖音官方旗舰店、医美部落微信公众号等，德邦研究所

图 7：可复美焦点面霜线上 GMV（万元）

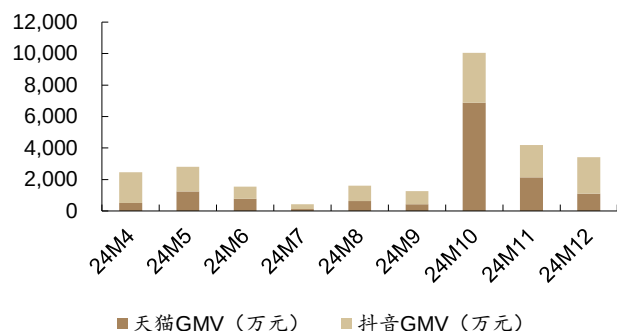
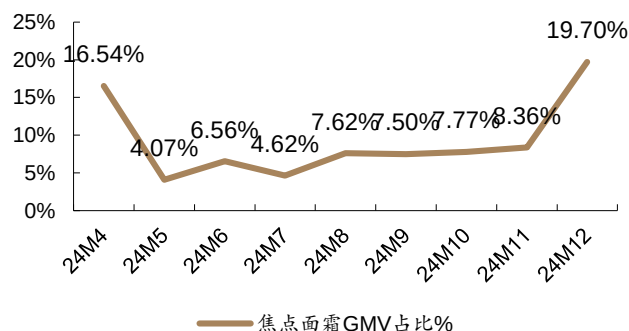


图 8：可复美焦点面霜线上 GMV 占比（%）



资料来源：蝉妈妈、炼丹炉、德邦研究所

注：产品数据为抖音及天猫渠道占比，抖音数据来自蝉妈妈，天猫数据来自炼丹炉

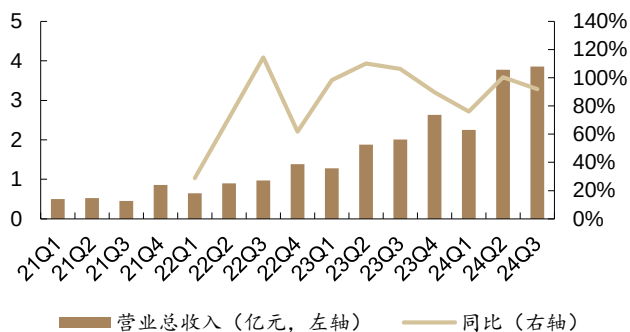
资料来源：蝉妈妈、炼丹炉、德邦研究所

注：产品数据为抖音及天猫渠道占比，抖音数据来自蝉妈妈，天猫数据来自炼丹炉

3. 预期差三：医美市场后进入者，但空白点多、空间大

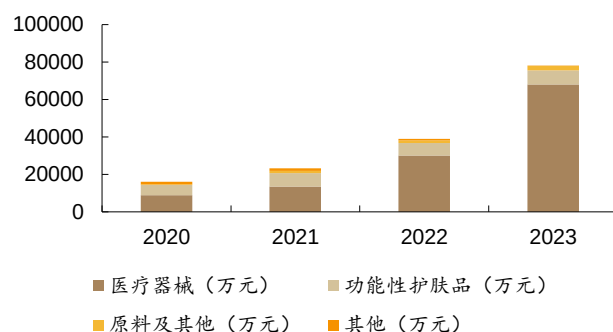
锦波生物遥遥领先，后进入者缺少优势。锦波生物国内领先、已实现重组人源化胶原蛋白产业化，2021年3月公司成为国内首个获得医疗器械原材料登记的企业，同年6月公司自主研发的三类医疗器械“重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维”获国家药监局批准上市，为国内首个自主研制的采用重组人源化胶原蛋白制备的医疗器械。锦波生物作为国内医美企业领头者，已在医疗器械领域深耕多年，该业务线贡献公司大部分营收，支撑公司保持高增长，尽显先发者优势及公司强劲实力。

图 9：锦波生物 21Q1-24Q3 营业收入（单季度）



资料来源：Wind、锦波生物招股书、锦波生物年报、德邦研究所

图 10：锦波生物各业务线收入结构



资料来源：锦波生物招股书、锦波生物年报、德邦研究所

获证能力方面：加速布局 III 类医疗器械。2024 年 12 月 5 日，国家药品监督管理局医疗器械技术审评中心（CMDE）公示医疗器械优先审核结果，巨子生物旗下产品注射用重组胶原蛋白填充剂因属“列入国家重点研发计划的医疗器械”予以优先审批；2024 年 12 月 16 日，巨子生物获骨修复材料 III 类医疗器械注册证。

图 11：巨子生物骨修复材料获批 III 类械



资料来源：医美部落公众号，德邦研究所

图 12：巨子生物注射用重组胶原蛋白填充剂获优先审批



资料来源：国家药监局，德邦研究所

当前，公司具备四款医美新品储备，分别为重组胶原蛋白液体制剂、重组胶原蛋白固体制剂、重组胶原蛋白凝胶和交联重组胶原蛋白凝胶，涵盖水光、鱼尾纹、颈纹、法令纹等多适应症。我们认为，当前胶原赛道医美产品仍然具备较大空白，巨子生物有望凭借全面适应症布局、快速获批节奏迅速抢占市场份额。

表 2：巨子生物医美储备产品

产品	适应部位
重组胶原蛋白液体制剂	主要针对面部皮肤
重组胶原蛋白固体制剂	主要针对面部皱纹，如抬头纹、鱼尾纹等
重组胶原蛋白凝胶	主要针对中度至重度颈纹
交联重组胶原蛋白凝胶	主要针对中度至重度法令纹

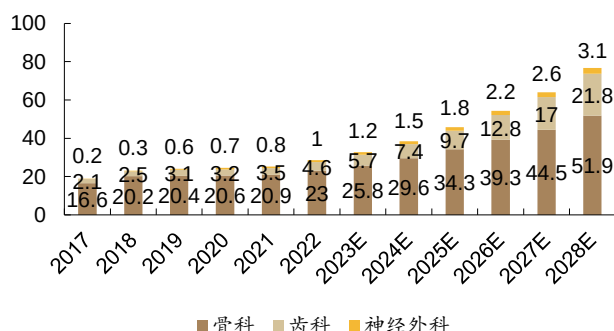
资料来源：聚美丽微信公众号，巨子生物招股书，德邦研究所

胶原蛋白的应用逐步从医美市场走向严肃医疗。

应用场景一：骨修复市场

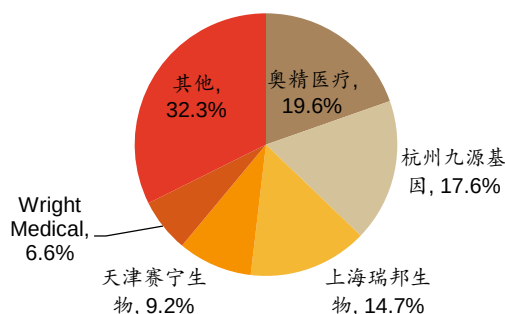
中国骨修复市场增长趋势不改，竞争较为激烈。弗若斯特沙利文显示，2023 年我国骨修复材料行业的市场规模约为 32.7 亿元，其中骨科骨修复材料 25.8 亿，口腔科骨修复材料 5.7 亿，神经外科骨修复材料 1.2 亿，整体市场稳定增长，未来空间较大。当前骨修复材料共有 21 张注册证书(含骨科、口腔等)，奥精医疗下拥有 3 张，截至 2022 年奥精医疗于中国人工骨缺损修复材料市场占有率居首、为 19.6%，前五大竞争者已占据市场 67.7%的空间。奥精医疗旗下的齿贝即为仿生矿化胶原人工骨修复材料，23 年收入为 0.22 亿元、占比 9.89%，同年公司人工骨修复材料产品进入国采，24 年上半年，全国各省区市陆续开展本次集采中选产品的三方协议签订工作，并从 4 月底起开始陆续落地执行，公司入选价格为 330 元/cm³（最高有效申报价 342.4 元/cm³）、年度采购需求量在全部人工骨企业中排名第一、报量医疗机构最终确认 1464 家。

图 13：中国骨修复市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、德邦研究所

图 14：2022 中国人工骨缺损修复材料市占率（按出厂价口径计）



资料来源：弗若斯特沙利文、德邦研究所

注：Wright Medical Technology 于 2019 年 11 月被史塞克收购

巨子生物旗下的骨修复材料于 2024 年 12 月 16 日获批，其注册编号为国械注准 20243172566，无机成分主要为羟基磷灰石颗粒、与人骨骼主要无机成分一致，有机成分为大分子多糖，该复合材料能够快速塑性不塌陷起到支撑作用，并引导骨再生发挥高效修复作用，加快愈合进程。该骨修复材料拥有与人体骨高度相似的晶相结构和化学组成，多孔结构为新骨形成提供良好的微环境，且具备显

著的骨修复能力，引导新骨再生使得缺损完全修复，适用于牙科手术的牙槽骨缺损修复，未来表现仍需市场验证。

图 15：巨子生物旗下的骨修复产品于 2024 年 12 月 16 日获批

 国家药品监督管理局 National Medical Products Administration		 数据查询	 首页	 政务服务门户
境内医疗器械（注册）——“国械注准20243172566” 基本信息				
注册证编号	国械注准20243172566			
注册人名称	陕西巨子生物技术有限公司			
注册人住所	西安市高新区锦业路69号创业研发园C区20号			
生产地址	西安市高新区锦业路69号创业研发园C区20号，西安市高新区上林苑七路1855号			
产品名称	骨修复材料			
管理类别	第三类			
型号规格	见附页。			
结构及组成/主要组成成分	本品由牛脱骨松质骨经过脱细胞、脱脂、去蛋白等工艺后获得的无机材料（主要成分为羟基磷灰石），与注射级透明质酸钠组合而成。本产品经射线灭菌灭菌，无菌包装，有效期2年，一次性使用。			
适用范围/预期用途	本产品需要与屏障膜联合使用，适用于牙科手术的牙槽骨缺损修复，包括：拔牙后、残根拔除术后拔牙窝填充；牙槽嵴修复；牙周疾病引起的牙槽骨缺损修复。			
产品储存条件及有效期				
附件	产品技术要求			
其他内容	/			
备注	/			
审批部门	国家药品监督管理局			
批准日期	2024-12-16			
生效日期	2024-12-16			
有效期至	2029-12-15			
变更情况				
●注	详情			

资料来源：国家药品监督管理局、德邦研究所

应用场景二：可吸收生物膜

可吸收生物膜市场保持较高的增长速度，应用领域不断拓展。可吸收生物膜是以重组胶原蛋白为主要原料，经过物理交联制备而成的膜状产品，主要用于口腔种植牙的同时进行引导骨组织再生，具有良好的骨组织诱导再生功能、可生物降解性、低抗原性和良好的组织相容性。可吸收生物膜在口腔种植，颌面外科手术等口腔医疗中应用广泛。随着我国居民健康管理意识的上升，对口腔健康的关注度不断提升，口腔生物膜的需求不断扩大。据陕西国七加知识产权运营有限公司旗下公众号，2020 年我国种植牙超过 320 万颗，一台种植牙手术中平均需要 2000 元的口腔修复材料。其市场需求量巨大。预计到 2025 年，可吸收生物膜行业市场规模将达到 41.3 亿元。而我们的可吸收生物膜行业主要由海外厂商覆盖市场，由瑞士盖氏生物的 bio-gide 占据中国约 70% 的市场，正海生物作为国内第一，占据约 10% 的市场，根据口腔修复膜技术的主要探索方向为复合材料和生物功能性材料，且该产品质量、效果良好、价格较低，未来有可能逐渐替代临床上同类进口产品。

渠道能力：巨子生物产品推广携手医美机构布局，渠道优势助力迅速放量。公司针对医疗机构和大众市场实施“医疗机构+大众消费者”的双轨销售策略，截至 24H1，公司产品已通过线下直销和经销途径进入中国约 1500 家公立医院、约 2700 家私立医院和诊所、约 650 个连锁药房品牌和约 6000 家 CS/KA 店，建立面向大众市场的全国性销售网络之余，与医院等医疗机构达成密切合作。借助渠道优势，新医美产品有望实现迅速放量。

4. 盈利预测与投资建议

我们认为巨子生物深耕胶原蛋白、于成分市场占优，新品完善产品布局+医疗机构渠道优势+III 类械品获批利好长线发展，上调 24-26 年营收至 53.79/69.51/87.90 亿元（原为 50.27/65.72/81.92 亿），上调归母净利润至 20.60/26.09/32.13 亿（原为 19.53/25.47/31.65 亿），同比增速为 41.88%/26.65%/23.17%，对应 PE 为 27.47X/21.69X/17.61X，维持“买入”评级。

表 3：可比公司盈利预测

代码	简称	归母净利润（亿元）					PE			总市值（亿）
		23A	24E	25E	26E	24-26 年 CAGR	24E	25E	26E	
603605. SH	珀莱雅	11.94	15.49	18.69	21.69	22.0%	21.47	17.79	15.33	332.53
1318. HK	毛戈平	6.62	9.13	12.12	15.33	32.3%	34.97	26.33	20.82	347.05
603983. SH	丸美生物	2.59	3.82	4.97	6.31	34.6%	31.82	24.46	19.26	121.54
	平均					29.6%	29.42	22.86	18.47	
2367. HK	巨子生物	14.52	20.60	26.09	32.13	30.3%	27.47	21.69	17.61	618.95

资料来源：珀莱雅、毛戈平及巨子生物来自于德邦研究所预测，毛戈平来自 wind 一致预期，收盘价截至 2025 年 2 月 25 日

注：总市值为当地货币，采用港币兑人民币 0.92 汇算

5. 风险提示

(1)化妆品景气度下降：借助化妆品行业红利公司快速发展，若经济下滑、投资者需求下降，将对整体经营环境带来不利影响。

(2)胶原竞争加剧：胶原蛋白成分市场仍处于成长期，远未到成熟期，行业竞争格局愈发激烈，若公司不能针对市场需求推出产品或者及时调整经营策略，将会影响经营情况。

(3)产品研发风险：若产品研发不及预期，或市场存在强力竞品，将会影响经营情况。

(4)医美获批失败：若医美没有按预期获得批准，将对经营情况带来不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025	2026
每股指标(元)				
每股收益	1.49	2.00	2.54	3.13
每股净资产	4.38	5.14	6.30	7.77
每股经营现金流	1.60	2.01	2.61	3.23
每股股利	0.89	1.05	1.32	1.60
价值评估(倍)				
P/E	22.01	27.47	21.69	17.61
P/B	7.48	10.70	8.73	7.08
P/S	9.26	10.52	8.14	6.44
EV/EBITDA	17.74	21.29	16.60	13.20
股息率%	2.7%	1.9%	2.4%	2.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	83.63%	82.48%	81.83%	80.75%
净利润率	41.19%	38.29%	37.53%	36.56%
净资产收益率	33.28%	38.96%	40.26%	40.22%
资产回报率	29.19%	33.97%	35.05%	35.05%
投资回报率	32.22%	38.04%	39.39%	39.36%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	49.05%	52.64%	29.23%	26.45%
EBIT 增长率	45.77%	42.87%	26.78%	23.07%
净利润增长率	44.88%	41.88%	26.65%	23.17%
偿债能力指标				
资产负债率	12.1%	12.8%	13.0%	13.0%
流动比率	7.8	7.3	7.1	7.2
速动比率	7.4	6.9	6.8	6.8
现金比率	4.7	4.3	4.3	4.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.8	8.4	8.6	8.3
存货周转天数	119.9	93.3	91.0	82.3
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1
固定资产周转率	6.1	7.6	8.8	10.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025	2026
净利润	1452	2060	2609	3213
少数股东损益	-4	-5	-7	-8
非现金支出	0	90	101	111
非经营收益	-85	-87	-87	-88
营运资金变动	234	10	71	89
经营活动现金流	1597	2068	2687	3317
资产	-173	-205	-205	-205
投资	-397	-300	-300	-200
其他	59	87	87	88
投资活动现金流	-510	-418	-418	-317
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	514	854	1295

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 19 日，采用最新的汇率 0.92 测算
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025	2026
营业总收入	3526	5379	6951	8790
营业成本	577	942	1263	1692
毛利率%	83.63%	82.48%	81.83%	80.75%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	1164	1856	2398	3032
营业费用率%	33.04%	34.50%	34.50%	34.50%
管理费用	97	140	174	211
管理费用率%	2.74%	2.60%	2.50%	2.40%
研发费用	75	102	129	158
研发费用率%	2.13%	1.90%	1.85%	1.80%
EBIT	1698	2425	3075	3784
财务费用	-47	-50	-60	-77
财务费用率%	-1.34%	-0.93%	-0.87%	-0.88%
资产减值损失				
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1613	2339	2988	3696
营业外收支				
利润总额	1745	2476	3135	3862
EBITDA	1698	2516	3176	3895
所得税	297	421	533	656
有效所得税率%	17.01%	17.00%	17.00%	17.00%
少数股东损益	-4	-5	-7	-8
归属母公司所有者净利润	1452	2060	2609	3213

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025	2026
货币资金	2504	3018	3873	5168
应收账款及应收票据	102	149	183	220
存货	200	288	351	423
其它流动资产	1329	1655	1979	2207
流动资产合计	4135	5111	6386	8017
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	953	1056	1151
资产总计	4973	6064	7442	9168
短期借款	2	2	2	2
应付票据及应付账款	133	157	211	282
预收账款				
其它流动负债	396	543	681	835
流动负债合计	531	702	893	1119
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	71	71	71	71
非流动负债合计	71	71	71	71
负债总计	602	773	965	1190
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	4362	5287	6480	7988
少数股东权益	9	4	-3	-11
负债和所有者权益合计	4973	6064	7442	9168

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，美妆&零售行业负责人，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责美妆、零售、社服、潮玩等领域研究，曾获得第四届21世纪金牌分析师批发与零售团队第五名、第12届Choice最佳分析师评选“最佳美容护理行业分析师团队”，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。

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。