

24 年业绩延续亮眼，品牌势能持续释放

业绩简评

公司 3.26 公告 24 年业绩，24 年营收 55.39 亿元、同增 57.2%，其中 H2 营收 29.98 亿元、同增 56.3% (H1+58.2%)；24 年归母净利润 20.62 亿元、同增 42%，其中 H2 为 10.79 亿元、同比+38% (H1+47%)，收入与利润均略超市场预期。

事件点评

- H2 毛利率下降幅度环比平稳，销售费用率提升至净利率降幅扩大。产品结构变化致 24 年毛利率同比-1.5PCT 至 82.1%，其中 H2 为 81.8% (同比-1.4PCT)；24 年销售费用率同比+3.21PCT 至 36.26%，其中 H2 为 37.2% (同比+5.5PCT)、系线上营销投入加大。
- 直销渠道延续高增。分渠道，24 年 DTC 店铺/电商平台/线下直销/经销营收 35.87/3.77/1.7/14.05 亿元，同比+66%/+112%/+92%/+27%，DTC 占比升 3.63PCT 至 64.8%。加强线下布局，截至 24 年末，进入约 1700 家公立医院、3000 家私立医院和诊所，约 650 个连锁药房品牌和约 6000 家 CA/KA 门店，可复美旗舰店/标准店约 18 家。
- H2 可复美持续景气、可丽金增长提速，强调并投入科学护肤传播，强化品牌力。24 年可复美/可丽金营收 45.42/8.41 亿元，同增 63%/36%。其中 H2 可复美营收 24.71 亿元、同比+58% (H1+69%)，可丽金 4.44 亿元、同比+50% (H1+23.6%)。
- ✓ 可复美：医用敷料大单品市占率领先，胶原棒持续破圈、复购与用户结构健康、新客占比仍较高，焦点面霜 24 年 4 月上市来初露锋芒。展望 25 年，胶原棒高基数下预计稳健增长，焦点面霜加速放量，坚持械妆协同，产品矩阵（医疗器械系列+胶原修护系列+焦点系列+补水安敏系列+秩序系列）将持续发力。
- ✓ 可丽金：持续强化抗老心智，TOP 大单品大膜王、嘭嘭次抛销售亮眼，胶卷系列 H2 逐步起量、25 年将继续放量。
- 持续投入专有成分的基础研究与应用研究。重组人 XVII 型胶原蛋白及重组 IV 型胶原蛋白等独家专利获得授权，“酵母制造低免疫重组胶原蛋白及其应用”整体达到国际领先水平。

盈利预测、估值与评级

- 考虑 24 年业绩超预期，上调 25-26 年盈利预测、新增 27 年盈利预测，预计 25-26 年归母净利润 25.67/31.4 亿元（前值 24.6/29.7 亿元）、同增 24%/22%，27 年为 37.9 亿元、同增 21%，25-27 年对应 PE 26/21/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 营销投放/新品销售/技术发展/医美产品落地不及预期

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：周舒怡 (执业 S1130524120002)

zhoushuyi@gjzq.com.cn

市价 (港币)：68.000 元

相关报告：

- 1.《巨子生物公司点评：骨修复材料获批三类械，生物医用材料“攻下一...》，2024.12.18
- 2.《巨子生物点评：1H24 收入与利润均超预期，持续发力品类拓展+...》，2024.8.20
- 3.《巨子生物 23 年报点评：23H2 净利率超预期，品牌运营能力持续...》，2024.3.27



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,524	5,539	7,095	8,891	10,971
营业收入增长率	49.05%	57.17%	28.09%	25.32%	23.40%
归母净利润(百万元)	1,452	2,062	2,567	3,142	3,790
归母净利润增长率	44.88%	42.06%	24.47%	22.41%	20.61%
摊薄每股收益(元)	1.40	1.99	2.48	3.03	3.66
每股经营性现金流净额	1.66	-	2.48	2.98	3.62
ROE(归属母公司)	33.28%	29.01%	26.53%	24.52%	22.82%
P/E	25.40	25.06	25.63	20.94	17.36
P/B	8.12	7.22	6.80	5.13	3.96

来源：公司年报、国金证券研究所（注：汇率取 1 港币=0.934 人民币）

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,364	3,524	5,539	7,095	8,891	10,971	货币资金	1,331	2,504	4,030	6,426	9,349	12,933
增长率	52.3%	49.0%	57.2%	28.1%	25.3%	23.4%	应收款项	157	156	232	284	356	439
主营业务成本	369	577	992	1,301	1,662	2,089	存货	184	200	311	397	508	638
%销售收入	15.6%	16.4%	17.9%	18.3%	18.7%	19.0%	其他流动资产	866	1,275	1,829	2,129	2,429	2,729
毛利	1,995	2,947	4,547	5,794	7,229	8,882	流动资产	2,538	4,135	6,402	9,236	12,641	16,739
%销售收入	84.4%	83.6%	82.1%	81.7%	81.3%	81.0%	%总资产	80.9%	83.1%	79.6%	84.7%	88.2%	90.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	11	11	11	11
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	491	663	1,042	1,065	1,090	1,120
销售费用	706	1,164	2,008	2,712	3,426	4,252	%总资产	15.7%	13.3%	13.0%	9.8%	7.6%	6.1%
%销售收入	29.9%	33.0%	36.3%	38.2%	38.5%	38.8%	无形资产	9	10	57	62	66	71
管理费用	111	97	151	184	231	285	非流动资产	600	838	1,636	1,664	1,694	1,729
%销售收入	4.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	%总资产	19.1%	16.9%	20.4%	15.3%	11.8%	9.4%
研发费用	44	75	106	133	164	200	资产总计	3,138	4,973	8,038	10,900	14,335	18,468
%销售收入	1.9%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	短期借款	1	2	5	5	5	5
息税前利润 (EBIT)	1,165	1,698	2,458	2,978	3,631	4,365	应付款项	55	133	287	361	462	580
%销售收入	49.3%	48.2%	44.4%	42.0%	40.8%	39.8%	其他流动负债	225	396	545	766	960	1,185
财务费用	-13	-47	0	-40	-64	-93	流动负债	281	531	836	1,132	1,427	1,770
%销售收入	-0.6%	-1.3%	0.0%	-0.6%	-0.7%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-4	0	0	0	其他长期负债	20	71	82	82	82	82
%税前利润	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	301	602	918	1,214	1,509	1,852
营业利润	1,142	1,613	2,279	2,765	3,408	4,146	普通股股东权益	2,833	4,362	7,108	9,675	12,817	16,607
营业利润率	48.3%	45.8%	41.1%	39.0%	38.3%	37.8%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
营业外收支							未分配利润	2,833	4,362	7,108	9,675	12,817	16,607
税前利润	1,178	1,745	2,458	3,018	3,695	4,459	少数股东权益	4	9	12	10	9	9
利润率	49.8%	49.5%	44.4%	42.5%	41.6%	40.6%	负债股东权益合计	3,138	4,973	8,038	10,900	14,335	18,468
所得税	176	297	396	453	554	669	比率分析						
所得税率	15.0%	17.0%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,002	1,448	2,062	2,566	3,141	3,790	每股指标						
少数股东损益	0	-4	-1	-1	-2	0	每股收益	0.99	1.49	0.00	2.48	3.03	3.66
归属于母公司的净利润	1,002	1,452	2,062	2,567	3,142	3,790	每股净资产	2.85	4.38	6.91	9.34	12.37	16.03
净利率	42.4%	41.2%	37.2%	36.2%	35.3%	34.5%	每股经营现金净流	0.94	1.66	0.00	2.48	2.98	3.62
							每股股利	0.00	0.89	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表(人民币 百万)							回报率						
							净资产收益率	35.36%	33.28%	29.01%	26.53%	24.52%	22.82%
							总资产收益率	31.93%	29.19%	25.66%	23.55%	21.92%	20.52%
							投入资本收益率	34.90%	32.22%	28.94%	26.12%	24.05%	22.32%
							增长率						
							主营业务收入增长率	52.30%	49.05%	57.17%	28.09%	25.32%	23.40%
							EBIT 增长率	20.87%	45.77%	44.78%	21.16%	21.91%	20.23%
							净利润增长率	21.00%	44.88%	42.06%	24.47%	22.41%	20.61%
							总资产增长率	-60.17%	58.47%	61.63%	35.60%	31.51%	28.83%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	10.3	8.8	7.9	8.1	8.1	8.1
							存货周转天数	133.2	119.9	92.8	98.0	98.0	98.8
							应付账款周转天数	38.2	58.6	76.2	89.7	89.1	89.8
							固定资产周转天数	58.3	59.0	55.4	53.4	43.6	36.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-76.69%	-84.78%	-81.07%	-87.43%	-91.15%	-93.74%
							EBIT 利息保障倍数	55,457.7	15,158.1	10,284.5	—	—	—
							资产负债率	9.60%	12.11%	11.42%	11.14%	10.53%	10.03%

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，国金证券不承担任何法律责任。

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