

2025年03月28日

## 巨子生物(02367.HK)

投资评级：买入（维持）

——24年业绩表现亮眼 优质美妆国货持续高增

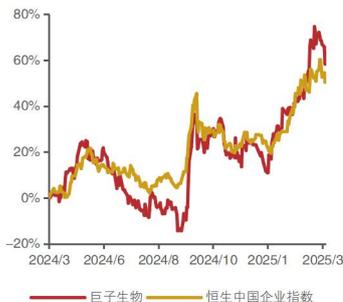
## 证券分析师

丁一  
SAC: S1350524040003  
dingyi@huayuanstock.com

## 联系人

王悦  
wangyue03@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025年03月26日

收盘价(港元)	68.00
一年内最高/最低(港元)	75.20/35.00
总市值(百万港元)	70,441.47
流通市值(百万港元)	70,441.47
资产负债率(%)	11.42

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **24年营收同比增长57.2%**。公司发布2024年业绩，24年实现营收55.4亿元，同比增长57.2%；归母净利润为20.6亿元，同比增长42.1%；经调整净利润为21.5亿元，同比增长46.5%。拆分来看，24H1/24H2分别实现营收25.4/30.0亿元，同比增长58.2%/56.3%，分别实现归母净利润9.8/10.8亿元，同比增长47.4%/37.5%。
- **胶原蛋白延续高增态势，焦点面霜大单品雏形渐显。分品牌看：1)可复美**：24年贡献营收45.4亿元，同比增长62.9%，占整体营收比重达82%，实现较高增速的原因一方面系核心大单品胶原蛋白凭借较强的产品实力、严格的价格管控及高效的推广运营实现收入持续高增。根据公司年报，24年双11可复美胶原蛋白蝉联天猫面部精华类目TOP1、液体精华类目TOP1及修复精华类目TOP1，并获得抖音液体精华类目TOP1，另一方面系新品焦点面霜通过精准洞察场景及人群实现高效触达及拉新，大单品雏形渐显，24年双11焦点面霜位居天猫修复面霜热卖榜国货TOP2及抖音品牌胶原蛋白霜好评榜TOP1；2)可丽金：24年贡献营收8.4亿元，同比增长36.3%，占整体营收比重达15%，可丽金持续强化重组胶原蛋白在抗老领域的品牌心智，24年积极推出蕴活系列、胶卷眼霜、胶原面霜、胶原眼膜、胶卷眼精萃等多款新品。24年双11中可丽金胶卷面霜获抗皱面霜热销榜国货TOP2、抖音涂抹面霜爆款TOP2等。
- **以“线上+线下、专业+大众”模式全渠道布局，精准触达消费者。1)线下方面**，持续深耕医疗院线，加深药店渠道覆盖度。具体来看，公司持续在CS/KA连锁、百货等开设更多门店，捕捉不同场景下的差异化消费者需求，截至24年底，公司产品进入约1,700家公立医院，约3,000家私立医院和诊所，约650个连锁药房品牌和约6,000家CS/KA门店，同时可复美已在西安、重庆、成都、三亚等城市购物中心开设约18家门店，涵盖旗舰店、标准店等不同店型，持续打磨线下场景运营，夯实品牌专业口碑；2)线上方面，公司通过天猫、抖音、京东、小红书、快手等线上电商平台进行销售，根据平台特性匹配差异化货品及运营策略，因势快速调整，实现线上全域渠道持续高增长，24年618期间可复美/可丽金线上全渠道GMV增速达60%/100%，24年双11期间两品牌增速分别超过80%/150%。
- **毛利率小幅下滑，销售费用率小幅增长**。24年公司毛利率同比-1.5pct至82.1%，主因系销售产品成本提升叠加产品品类扩充。期间费用方面，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+3.2/-0.02/-0.2pct至36.3%/2.7%/1.9%，销售费用率提升主因系线上直销渠道投入增长。
- **盈利预测与评级**：基于公司线上渠道靓丽销售表现，我们预计公司2025-2027年归母净利润预测分别为27.5/34.1/40.4亿元，同比增长33.4%/23.9%/18.6%。我们看好公司所处赛道具备高景气度，且公司化妆品板块的两大旗舰品牌势能向好，大单品增长势头持续高增叠加新品反馈良好，医美板块Ⅲ类械重组胶原蛋白产品未来落地后有望提供新增长引擎，成长路径清晰，中长期业绩确定性较高，维持“买入”评级。
- **风险提示**：化妆品行业竞争加剧风险；渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

## 盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,526.26	5,538.81	7,477.13	9,170.26	10,731.91
同比增长率(%)	48.5	57.1	35.0	22.6	17.0
归母净利润(百万元)	1,451.75	2,062.35	2,751.46	3,408.63	4,042.98
同比增长率(%)	44.9	42.1	33.4	23.9	18.6
每股收益(元/股)	1.49	2.10	2.66	3.29	3.90
ROE(%)	33.3	29.0	27.9	25.7	23.4
市盈率(P/E)	22.05	21.93	23.6	19.1	16.1

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,539	7,477	9,170	10,732	货币资金	4,030	6,173	9,008	12,281
增长率	57.2%	35.0%	22.6%	17.0%	应收款项	232	299	364	423
营业成本	992	1,361	1,678	1,975	存货	311	420	513	598
%销售收入	17.9%	18.2%	18.3%	18.4%	其他流动资产	1,829	2,329	2,829	3,329
毛利	4,547	6,116	7,492	8,757	流动资产	6,402	9,220	12,714	16,631
%销售收入	82.1%	81.8%	81.7%	81.6%	权益性投资	11	16	21	26
其他收入	0	0	0	0	固定资产	1,042	1,367	1,635	1,905
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	57	59	66	87
销售费用	2,008	2,692	3,274	3,799	非流动资产	1,636	1,958	2,229	2,515
%销售收入	36.3%	36.0%	35.7%	35.4%	资产总计	8,038	11,178	14,943	19,146
管理费用	151	202	246	282	应付款项	287	378	443	494
%销售收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	短期借款	5	105	205	205
研发费用	106	150	193	236	其他流动负债	545	703	834	944
%销售收入	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	流动负债	836	1,186	1,482	1,643
财务费用	0	-108	-162	-238	长期债务	0	40	100	100
%销售收入	0.0%	-1.4%	-1.8%	-2.2%	其他长期负债	82	82	82	82
息税前利润 (EBIT)	2,458	3,147	3,871	4,546	非流动负债	82	122	182	182
%销售收入	44.4%	42.1%	42.2%	42.4%	负债总计	918	1,308	1,664	1,825
投资收益	-4	0	0	0	归属母公司股东权益	7,108	9,860	13,268	17,311
%税前利润	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	12	11	10	10
除税前利润	2,458	3,256	4,033	4,784	负债股东权益合计	8,038	11,178	14,943	19,146
利润率	44.4%	43.5%	44.0%	44.6%					
所得税	396	505	625	741	比率分析				
所得税率	16.1%	15.5%	15.5%	15.5%		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	2,062	2,751	3,408	4,042	每股指标				
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	每股收益	2.10	2.66	3.29	3.90
归属于母公司的净利润	2,062	2,751	3,409	4,043	每股净资产	6.91	9.52	12.81	16.71
增长率	42.1%	33.4%	23.9%	18.6%	每股经营现金净流	0.00	2.77	3.37	3.94
净利率	37.2%	36.8%	37.2%	37.7%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表					增长分析				
单位：人民币(百万)					增长分析				
	2024A	2025E	2026E	2027E	营业收入增长率	57.17%	35.00%	22.64%	17.03%
净利润	2,062	2,751	3,409	4,043	EBIT增长率	44.78%	28.04%	22.99%	17.45%
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	净利润增长率	42.06%	33.41%	23.88%	18.61%
营运资金变动	0	74	38	17	总资产增长率	61.63%	39.07%	33.68%	28.13%
其他变动	-2,062	40	40	22	资产管理能力				
经营活动现金流量净额	0	2,865	3,486	4,080	应收账款周转天数	7.9	7.9	8.1	8.2
资本开支	0	-440	-400	-410	存货周转天数	92.8	96.6	100.0	101.2
投资	0	-495	-495	-495	应付账款周转天数	76.2	87.9	88.0	85.4
其他	0	75	92	107	固定资产周转天数	55.4	58.0	58.9	59.4
投资活动现金流量净额	0	-860	-803	-798	偿债能力				
股权募资	0	0	0	0	流动比率	7.66	7.78	8.58	10.12
债权募资	0	140	160	0	速动比率	7.29	7.42	8.23	9.76
其他	0	-2	-7	-10	净负债/股东权益	-56.54%	-61.07%	-65.55%	-69.14%
筹资活动现金流量净额	0	138	153	-10	EBIT利息保障倍数	10,284.5	1,289.3	520.2	448.3
现金净变动	0	2,143	2,836	3,273	资产负债率	11.42%	11.70%	11.14%	9.53%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。