

巨子生物 (02367.HK)

优于大市

2024 年经调净利润同比增长 47%，大单品势能持续强劲

核心观点

公司业绩维持高速增长。公司 2024 年实现营业收入 55.39 亿/yoy+57.2%，经调整利润为 21.52 亿/yoy+46.5%，全年经调净利润率 38.8%/yoy-2.8pct。其中 2024H2 实现营收 29.98 亿/yoy+56.3%，经调净利润 11.25 亿/yoy+42.0%，经调净利润率为 37.5%/yoy-3.8pct。同时公司派发末期股息及特别股息合计每股 1.19 元。同时公司给出 2025 年指引，预计实现收入增速 25-28%，毛利率由于产品结构下降 1-2%，销售费用率中低个位数增长，归母净利润在 25-25.5 亿/yoy+21-24%。

分品牌看，可复美实现营收 45.42 亿/yoy+62.9%，收入占比提升至 82%。其中胶原棒和敷料产品占比均不足 30%；焦点面霜收入超 2 亿，同时今年有望实现翻倍增长。可丽金实现营收 8.41 亿元/yoy+36.3%，其中预计线下滑超 10%，线上接近翻倍增长，线上占比已超 60%。**分品类看**，功效性护肤实现收入 43.02 亿/yoy+62.5%，医用敷料实现收入 12.18 亿/yoy+41.5%。**分渠道看**，DTC 直销/电商直销/线下直销/经销分别实现收入 35.87/3.77/1.70/14.05 亿，分别同比增长 66.5%/112.5%/92.0%/27.3%，目前线上仍是公司主要增长渠道，线下则靠拓展销售触点、扩大线下客户覆盖。

毛销差受多因素影响不断降低。公司 2024 年毛利率和净利率分别实现 82.1%/37.2%，分别同比-1.5/-3.8pct，产品结构调整导致毛利率下滑，销售/管理/研发费用率分别为 36.3%/2.7%/1.9%，分别同比+3.2/0.0/-0.2pct。2024H2 毛利率和净利率分别实现 81.8%/36.0%，2024H2 销售/管理/研发费用率分别为 37.2%/2.8%/1.9%，毛销差达 44.6%，同环比分别下降 -6.8pct/-2.7pct，主要由于 1) 下半年整体线上平台流量成本提升；2) 高费用率线上渠道占比提高；3) 为推动新品发展营销投放增多。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司依托多年研发积累，核心大单品持续稳健增长，同时新品不断放量带动业绩持续表现亮眼，验证了其在重组胶原蛋白领域的龙头地位及产品矩阵的市场竞争力。后续随着产品矩阵搭建的逐步完善，叠加医美产品获批预期也给公司中长期增长贡献新引擎。考虑到今年整体线上平台费用率持续高企，同时多款新品推动导致投放增加，但公司产品品质长期发展竞争力犹存，因此我们略调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润至 25.49/30.92/36.73（2025/2026 年原值为 25.67/30.49）亿元，对应 PE 为 26/21/18 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,524	5,539	7,084	8,791	10,611
(+/-%)	49.0%	57.2%	27.9%	24.1%	20.7%
归母净利润(百万元)	1452	2062	2549	3092	3673
(+/-%)	44.9%	42.1%	23.6%	21.3%	18.8%
每股收益(元)	1.41	1.99	2.46	2.98	3.55
EBIT Margin	45.7%	41.2%	40.0%	39.4%	39.0%
净资产收益率 (ROE)	33.3%	29.0%	31.4%	33.0%	33.9%
市盈率 (PE)	44.9	31.8	25.8	21.2	17.9
EV/EBITDA	43.1	30.8	24.3	20.1	16.9
市净率 (PB)	14.94	9.24	8.08	7.01	6.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

67.45 港元

总市值/流通市值

69872/69872 百万港元

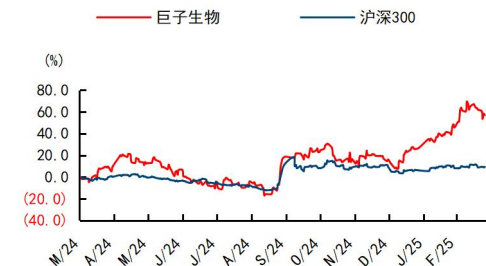
52 周最高价/最低价

75.20/35.00 港元

近 3 个月日均成交额

210.62 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《巨子生物 (02367.HK) - 上半年营收同比增长 58%，可复美持续表现优异》——2024-08-20

《巨子生物 (02367.HK) - 618 大促表现亮眼，品牌势能持续强化》——2024-07-01

《巨子生物 (02367.HK) - 重组胶原蛋白领导者，产研结合铸就行业标杆》——2024-05-30

公司 2024 年实现营业收入 55.39 亿/yoy+57.2%，净利润 20.62 亿/yoy+42.4%，经调整利润为 21.52 亿/yoy+46.5%，全年经调净利润率 38.8%/yoy-2.8pct。其中 2024H2 实现营收 29.98 亿/yoy+56.3%，净利润 10.81 亿/yoy+38.2%，经调净利润 11.25 亿/yoy+42.0%，经调净利润率为 37.5%/yoy-3.8pct。同时公司派发末期股息及特别股息合计每股 1.19 元。

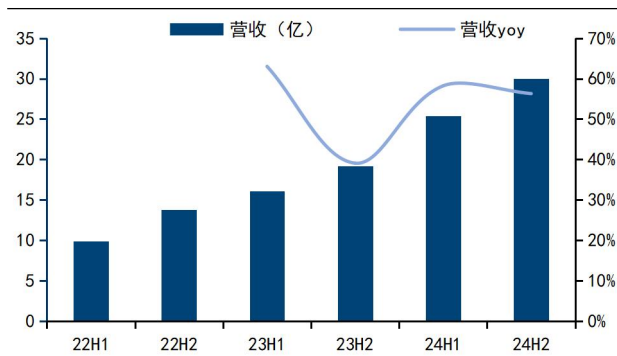
同时公司给出 2025 年指引，预计实现收入增速 25-28%，毛利率由于产品结构下降 1-2%，销售费用率中低个位数增长，归母净利润在 25-25.5 亿/yoy+21-24%。

分品牌看，可复美实现营收 45.42 亿/yoy+62.9%，收入占比提升至 82%。其中胶原棒和敷料产品占比均不足 30%；焦点面霜收入超 2 亿，同时今年有望实现翻倍增长。可丽金实现营收 8.41 亿元/yoy+36.3%，其中预计线下滑超 10%，线上接近翻倍增长，线上占比已超 60%。

分品类看，功效性护肤实现收入 43.02 亿/yoy+62.5%，医用敷料实现收入 12.18 亿/yoy+41.5%。功效性护肤品依托全渠道营销活动，以及大单品胶原棒的稳健增长和新品焦点面霜、胶卷系列等的成功推出而持续高速增长。

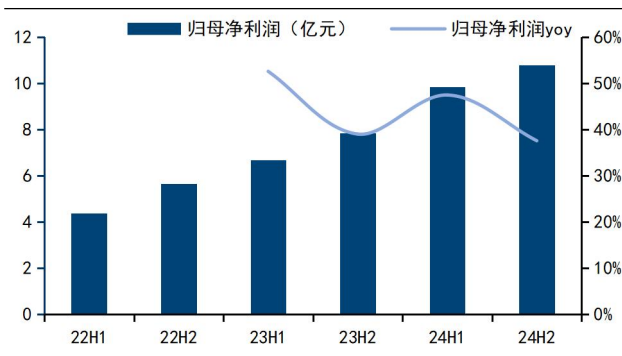
分渠道看，DTC 直销/电商直销/线下直销/经销分别实现收入 35.87/3.77/1.70/14.05 亿，分别同比增长 66.5%/112.5%/92.0%/27.3%，目前线上仍是公司主要增长渠道，线下则靠拓展销售触点、扩大线下客户覆盖，目前公司已布局 1700 家公立医院、3000 家私立医院及诊所，650 家连锁药房以及 6000 家 CS&KA 门店，全渠道布局持续推进。

图1：公司半年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

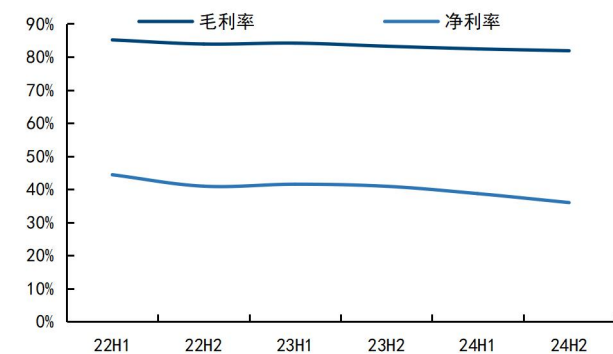


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，公司 2024 年毛利率和净利率分别实现 82.1%/37.2%，分别同比-1.5/-3.8pct，产品结构调整导致毛利率下滑，销售/管理/研发费用率分别为 36.3%/2.7%/1.9%，分别同比+3.2/0.0/-0.2pct。

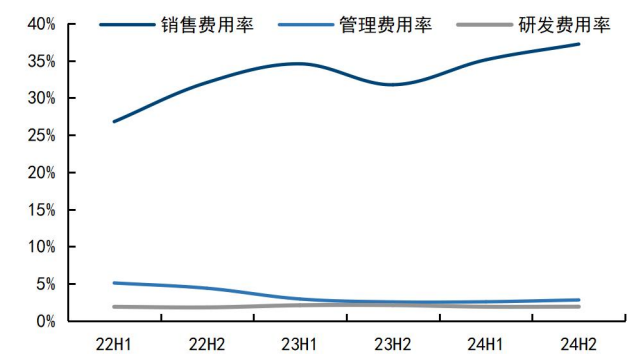
2024H2 毛利率和净利率分别实现 81.8%/36.0%，分别同比-1.4/-4.9pct，2024H2 销售/管理/研发费用率分别为 37.2%/2.8%/1.9%，分别同比+5.5/+0.3/-0.2pct，毛销差达 44.6%，同环比分别下降-6.8pct/-2.7pct，主要由于 1) 下半年整体线上平台流量成本提升；2) 高费用率线上渠道占比提高；3) 为推动新品发展营销投放增多。

图3：公司半年度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

公司依托多年研发积累，核心大单品持续稳健增长，同时新品不断放量带动业绩持续表现亮眼，验证了其在重组胶原蛋白领域的龙头地位及产品矩阵的市场竞争力。后续随着产品矩阵搭建的逐步完善，叠加医美产品获批预期也给公司中长期增长贡献新引擎。考虑到今年整体线上平台费用率持续高企，同时多款新品推动导致投放增加，但公司产品品质长期发展竞争力犹存，因此我们略调整公司2025-2026年并新增2027年归母净利润至25.49/30.92/36.73（2025/2026年原值为25.67/30.49）亿元，对应PE为26/21/18倍，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-3-26)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
2367.HK	巨子生物	68.00	704	1.99	2.46	2.98	3.55	31.93	25.83	21.29	17.93	37.78	1.09	优于大市
600223.SH	福瑞达	7.65	78	0.24	0.29	0.32	0.35	31.89	26.53	24.06	21.93	5.93	1.31	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：巨子生物股价与市值为港元

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2504	4030	4756	5692	6595	营业收入	3524	5539	7084	8791	10611
应收款项	156	232	640	795	959	营业成本	577	992	1296	1653	2027
存货净额	200	311	455	553	654	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	1164	2008	2671	3350	4075
流动资产合计	4135	6402	7680	9233	10842	管理费用	173	259	286	328	374
固定资产	663	1042	1075	1122	1175	财务费用	(0)	(0)	(9)	(10)	(12)
无形资产及其他	10	57	54	51	48	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	165	526	526	526	526	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	11	21	41	61	其他收入	52	177	121	128	136
资产总计	4973	8038	9357	10974	12653	营业利润	1661	2458	2961	3599	4284
短期借款及交易性金融负债	2	5	1	1	1	营业外净收支	84	0	75	83	90
应付款项	257	414	549	753	778	利润总额	1745	2458	3036	3682	4374
其他流动负债	273	418	558	702	856	所得税费用	297	396	486	589	700
流动负债合计	531	836	1107	1457	1635	少数股东损益	(4)	(1)	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1452	2062	2549	3092	3673
其他长期负债	71	82	110	139	169						
长期负债合计	71	82	110	139	169	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	602	918	1217	1596	1805	净利润	1452	2062	2549	3092	3673
少数股东权益	9	12	12	13	14	资产减值准备	0	0	5	(0)	(0)
股东权益	4362	7108	8128	9365	10834	折旧摊销	28	34	121	128	136
负债和股东权益总计	4973	8038	9357	10974	12653	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(0)	(0)	(9)	(10)	(12)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	220	(235)	(245)	127	(57)
每股收益	1.41	1.99	2.46	2.98	3.55	其它	(1)	(0)	(4)	1	1
每股红利	0.97	1.19	1.48	1.79	2.13	经营活动现金流	1698	1861	2427	3348	3752
每股净资产	4.24	6.86	7.85	9.04	10.46	资本开支	0	(411)	(157)	(172)	(186)
ROIC	53%	46%	54%	80%	89%	其它投资现金流	(409)	(554)	0	(366)	(439)
ROE	33%	29%	31%	33%	34%	投资活动现金流	(409)	(976)	(167)	(558)	(645)
毛利率	84%	82%	82%	81%	81%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	46%	41%	40%	39%	39%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	46%	42%	42%	41%	40%	支付股利、利息	(997)	(1237)	(1530)	(1855)	(2204)
收入增长	49%	57%	28%	24%	21%	其它融资现金流	1878	3116	(4)	0	0
净利润增长率	45%	42%	24%	21%	19%	融资活动现金流	(116)	641	(1534)	(1855)	(2204)
资产负债率	12%	12%	13%	15%	14%	现金净变动	1173	1526	726	935	904
息率	1.4%	1.8%	2.2%	2.6%	3.1%	货币资金的期初余额	1331	2504	4030	4756	5692
P/E	44.9	31.8	25.8	21.2	17.9	货币资金的期末余额	2504	4030	4756	5692	6595
P/B	14.9	9.2	8.1	7.0	6.1	企业自由现金流	1583	1301	2097	2990	3366
EV/EBITDA	43	31	24	20	17	权益自由现金流	3462	4417	2101	2999	3377

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032