

➤ **事件：巨子生物发布 2024 年业绩公告。** 24 年公司实现营收 55.39 亿元 (yoy+57.2%); 实现经调整净利润 21.52 亿元 (yoy+46.5%)。

➤ **24 年营收同比+57%，可复美表现亮眼、可丽金未来可期。** 2024 年，公司实现收入 55.39 亿元，同比+57.2%，24H2 实现营收 29.99 亿元，同比+56.36%。2024 年分业务收入来看：**1) 专业皮肤护理产品**，24 年收入为 55.20 亿元，同比+57.35%；24H2 收入为 29.90 亿元，同比+56.28%。**2) 保健食品及其他**，24 年收入 0.18 亿元，同比+15.0%；24H2 收入 0.10 亿元，同比+96.0%。分品牌来看：**1) 可复美**：24 年收入 45.42 亿元，同比+62.91%，主要系产品品类和渠道持续拓展，明星产品收入增长；24H2 收入 24.71 亿元，同比+58.40%。**2) 可丽金**：24 年收入 8.41 亿元，同比+36.31%，主要系持续拓展线上渠道及升级迭代和推出新品；24H2 收入 4.45 亿元，同比+50.34%。**3) 其他品牌**：24 年收入 1.38 亿元，同比+33.98%，主要系可预敷料在连锁药店的进一步拓展；24H2 收入 0.73 亿元，同比+28.07%。

➤ **结构性调整致毛利率微降，销售费用率略有提升。** 24 年公司实现毛利 45.47 亿元，对应毛利率为 82.1%，同比-1.5pct，主要系销售成本增加及产品类型扩充；24H2 实现毛利 24.54 亿元，对应毛利率为 83.20%，同比-1.4pct。费用率方面：24 年公司销售费用率为 36.26%，同比+3.22pct，主要系公司线上直销渠道快速扩张致线上营销费用增加；管理费用率为 2.72%，同比-0.02pct；研发费用率为 1.92%，同比-0.21pct，主要系公司持续投入基础研究与管线产品研发以及研发人员薪酬增加。净利率方面，24 年公司实现经调整净利润 21.52 亿元，对应经调整净利率 38.9%，同比-2.8pct；24H2 实现净利润 10.81 亿元，对应净利率 36.0%，同比-4.8pct。

➤ **深耕重组胶原蛋白领域，未来增长潜力较大。** 24 年巨子生物重组人 XVII 型胶原蛋白、其制备方法及应用及重组人 IV 型胶原蛋白等独家专利获得授权，公司 III 类医疗器械产品的研发和临床申报工作顺利推进，获得骨修复材料 III 类医疗器械注册证，注射用重组胶原蛋白填充剂产品被予以优先审批。24 年巨子生物拥有 188 个在研项目，已获授权及申请中专利达 167 项，其中 24 年新增 74 项。此外，为稳定生产，公司新增 2 条重组胶原蛋白生产线、3 条化妆品产品产线、3 条医疗器械产品产线，后续增长动能十足。

➤ **投资建议：** 预计 25-27 年公司归母净利润分别为 24.6 亿元、30.7 亿元、37.8 亿元，同比分别增长 19.1%/24.9%/23.1%，2025/03/28 收盘价对应 25-27 年估值分别为 27X/21X/17X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 行业竞争加剧、新品研发进度不及预期。

### 盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,539	7,094	9,051	11,499
增长率(%)	57.2	28.1	27.6	27.0
归母净利润	2,062	2,457	3,068	3,776
增长率(%)	42.1	19.1	24.9	23.1
EPS	1.99	2.37	2.96	3.64
P/E	32	27	21	17
P/B	9.3	7.9	6.3	5.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价，汇率 1HKD=0.93RMB)

## 推荐

维持评级

当前价格：

68.00 港元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

## 相关研究

- 巨子生物 (2367.HK) 事件点评：独家专利重组人IV型胶原蛋白获批，医美业务未来可期-2025/02/07
- 巨子生物 (2367.HK) 2024 年半年报点评：业绩超预期，核心单品持续放量，期待后续增长-2024/08/20
- 巨子生物 (2367.HK) 2023 年年报点评：23 年收入业绩高增，明星单品势能强劲，专业护肤业务表现亮眼-2024/03/27
- 巨子生物 (2367.HK) 事件点评：技术上突破高温紧密三螺旋结构，可丽金上新“胶卷面霜”，看好长期发展潜力-2024/03/14
- 巨子生物 (2367.HK) 事件点评：上线“幸运棒”与“胶卷眼霜”，产品矩阵持续完善，看好长期发展空间-2024/01/07

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>6,402</b>	<b>7,398</b>	<b>9,510</b>	<b>12,387</b>
现金及现金等价物	4,030	3,775	4,901	6,656
应收账款及票据	141	242	277	351
存货	311	390	462	587
其他	1,920	2,990	3,870	4,792
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,636</b>	<b>1,783</b>	<b>1,947</b>	<b>2,119</b>
固定资产	1,042	1,183	1,342	1,508
商誉及无形资产	57	62	67	73
其他	537	537	537	537
<b>资产合计</b>	<b>8,038</b>	<b>9,181</b>	<b>11,457</b>	<b>14,505</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>836</b>	<b>756</b>	<b>939</b>	<b>1,207</b>
短期借贷	5	5	5	5
应付账款及票据	287	177	229	305
其他	545	574	706	897
<b>非流动负债合计</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>82</b>
长期借贷	0	0	0	0
其他	82	82	82	82
<b>负债合计</b>	<b>918</b>	<b>838</b>	<b>1,022</b>	<b>1,289</b>
普通股股本	0	0	0	0
储备	7,108	8,328	10,416	13,192
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>7,108</b>	<b>8,328</b>	<b>10,416</b>	<b>13,192</b>
少数股东权益	12	15	19	25
<b>股东权益合计</b>	<b>7,120</b>	<b>8,342</b>	<b>10,435</b>	<b>13,216</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8,038</b>	<b>9,181</b>	<b>11,457</b>	<b>14,505</b>

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>/</b>	<b>1,979</b>	<b>3,135</b>	<b>3,793</b>
净利润	/	2,457	3,068	3,776
少数股东权益	-1	3	5	6
折旧摊销	/	61	64	66
营运资金变动及其他	1	-542	-2	-54
<b>投资活动现金流</b>	<b>/</b>	<b>-997</b>	<b>-1,028</b>	<b>-1,038</b>
资本支出	/	-208	-228	-238
其他投资	/	-789	-800	-800
<b>筹资活动现金流</b>	<b>/</b>	<b>-1,237</b>	<b>-980</b>	<b>-1,000</b>
借款增加	/	0	0	0
普通股增加	/	0	0	0
已付股利	/	-1,237	-980	-1,000
其他	/	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>/</b>	<b>-255</b>	<b>1,126</b>	<b>1,755</b>

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>5,539</b>	<b>7,094</b>	<b>9,051</b>	<b>11,499</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	992	1,277	1,584	2,112
销售费用	2,008	2,660	3,530	4,542
管理费用	151	163	181	230
研发费用	106	121	154	184
财务费用	0	-40	-38	-49
权益性投资损益	-4	0	0	0
其他损益	180	-19	-25	-31
除税前利润	2,458	2,894	3,615	4,449
所得税	396	434	542	667
净利润	2,062	2,460	3,073	3,781
少数股东损益	-1	3	5	6
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,062</b>	<b>2,457</b>	<b>3,068</b>	<b>3,776</b>
EBIT	2,458	2,854	3,578	4,400
EBITDA	2,458	2,914	3,642	4,466
EPS (元)	1.99	2.37	2.96	3.64

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	57.17	28.07	27.60	27.05
归属母公司净利润	42.06	19.12	24.90	23.05
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	82.09	82.00	82.50	83.00
净利率	37.23	34.63	33.90	32.83
ROE	29.01	29.50	29.46	28.62
ROIC	28.94	29.06	29.13	28.29
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	11.42	9.13	8.92	8.89
净负债比率(%)	-56.54	-45.19	-46.92	-50.33
流动比率	7.66	9.78	10.12	10.26
速动比率	7.29	9.27	9.63	9.78
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.85	0.82	0.88	0.89
应收账款周转率	45.53	36.98	34.88	36.63
应付账款周转率	4.73	5.50	7.80	7.91
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.99	2.37	2.96	3.64
每股经营现金流	0.00	1.91	3.03	3.66
每股净资产	6.86	8.04	10.06	12.73
<b>估值比率</b>				
P/E	32	27	21	17
P/B	9.3	7.9	6.3	5.0
EV/EBITDA	25.19	21.25	17.00	13.87

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测,由于2024财年现金流量表数据尚未完全披露,因此暂用"/"列示

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048