

2025年3月28日  
 巨子生物 (2367.HK)

SDICSI

## 公司动态分析

证券研究报告

医美

投资评级: **买入**  
**维持** 评级

6个月目标价 **79 港元**  
 股价 2025-3-27 67.45 港元

总市值(亿港元) 698.72  
 总股本(亿股) 10.36  
 12个月低/高(港元) 35.7/72.8  
 平均成交(百万港元) 209.03

### 股东结构

创始人夫妇 57%  
 其他 43%  
 总共 100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.75	14.29	20.10
绝对收益	11.76	31.61	61.98

数据来源: Wind、港交所、公司

## 可复美拉动业绩高增，期待后续填充剂上市

事件: 公司业绩高速增长, 2024 年收入和归母净利润同比增速分别为 57.2% 和 42.1%。

### 报告摘要

业绩高增长, 可复美增速达 62.9%。

公司 2024 年实现收入 55.4 亿元, 同比增长 57.2%, 主要得益于全渠道营销活动的持续加强, 胶原棒的稳健增长, 以及新品可复美焦点面霜、可丽金胶卷面霜、敷料等成功推出。公司 2024 年实现归母净利润 20.6 亿元, 同比增长 42.1%。公司毛利率较 2023 年下滑 1.5 个百分点, 降至 82.1%。值得注意的是, 旗舰品牌可复美同比增长 62.9%, 可丽金同比增长 36.3%, 线上直销收入同比增长 70.0%。

此外, 2024 年度公司建议派发末期股息 0.60 元/股和特别股息 0.59 元/股, 合计派息 12.4 亿元, 以持续回报股东。

获得骨修复材料 III 类械注册证, 注射用胶原蛋白填充剂被予以优先审批。

公司研发支出同比增长 42.1%, 占总收入的 1.9%。截至 2024 年 12 月 31 日, 公司拥有 188 个在研项目, 已获授权及申请中专利达 167 项。报告期内, 公司获得骨修复材料 III 类械注册证, 注射用胶原蛋白填充剂被予以优先审批。另外, 公司牵头制定的《化妆品用原料人参皂苷》《发酵人参粉》等两项团体标准正式发布。

丰富产品系列, 多款产品蝉联榜单 TOP1。

可复美: 在 2024 年双十一大促期间, 胶原棒延续 2024 年 618 大促的强劲表现, 蝉联天猫面部精华类目 TOP1、液态精华类目 TOP1 以及修复精华类目 TOP1, 并荣登抖音液态精华类目 TOP1。2024 年 4 月上市的可复美焦点面霜, 在双十一大促中位列天猫修复面霜热卖榜国货 TOP2 以及抖音品牌胶原蛋白霜好评榜 TOP1。

可丽金: 胶卷面霜荣登天猫抗皱面霜热销榜国货 TOP2、抖音涂抹面霜爆款榜 TOP2 和滋养面霜爆款榜 TOP1; 胶卷眼霜荣登抖音精华眼霜超值爆款榜国货 TOP2。

投资建议: 我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 70.1 亿元/87.3 亿元/108.1 亿元, 归母净利润分别为 25.1 亿元/30.7 亿元/38.1 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策风险; 研发进展不及预期风险; 销售不及预期; 行业竞争加剧; 消费复苏不及预期等。

### 财务及估值摘要

(年结 31/12; RMB 百万元)	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
营业收入	5,539	7,006	8,726	10,807
增长率 (%)	57.2%	26.5%	24.5%	23.9%
归母净利润	2,062	2,510	3,067	3,814
增长率 (%)	42.1%	21.7%	22.2%	24.4%
毛利率 (%)	82.1%	81.1%	80.4%	80.2%
每股盈利 (元)	2.10	2.56	3.12	3.88
市盈率 (x)	29.9	24.6	20.1	16.2

数据来源: Wind, 国证国际预测

谢欣茹 医药行业分析师  
 xiexinru@sdicsi.com.hk

**附表：财务报表预测**

<u>利润表</u>					<u>资产负债表</u>				
(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	5,539	7,006	8,726	10,807	现金及现金等价物	4,030	6,123	8,641	11,643
销售成本	-992	-1,324	-1,712	-2,140	应收账款	232	244	264	277
毛利	4,547	5,682	7,014	8,667	存货	311	342	376	414
销售费用	-2,008	-2,671	-3,339	-4,073	其他流动资产	1,829	2,194	2,633	3,160
管理费用	-151	-143	-179	-223	<b>流动资产总额</b>	6,402	8,904	11,914	15,493
研发费用	-106	-112	-123	-135	固定资产	1,042	948	863	863
税前盈利	2,458	2,991	3,655	4,546	使用权资产	51	56	62	68
所得税	-396	-482	-589	-732	其他非流动资产	543	706	918	1,193
<b>净利润</b>	2,062	2,509	3,066	3,813	<b>非流动资产总额</b>	1,636	1,710	1,842	2,124
归母净利润	2,062	2,510	3,067	3,814	<b>总资产</b>	8,038	10,614	13,756	17,617
<b>EPS (元, 基本)</b>	2.10	2.56	3.12	3.88	应付账款	696	751	811	841
<b>同比增长率</b>					应付税项	117	117	117	117
收入(%)	57.2%	26.5%	24.5%	23.9%	其他流动负债	23	22	23	22
归母净利润(%)	42.1%	21.7%	22.2%	24.4%	<b>流动负债总额</b>	836	890	950	981
<b>财务指标</b>					长期贷款	0	0	0	0
<b>盈利能力</b>					其他非流动负债	82	90	99	109
毛利率	82.1%	81.1%	80.4%	80.2%	<b>非流动负债总额</b>	82	90	99	109
净利率	37.2%	35.8%	35.2%	35.3%	<b>总负债</b>	918	980	1,050	1,090
<b>营运能力</b>					<b>现金流量表</b>				
行销费用/收入	39.0%	40.2%	40.3%	39.8%	经营活动现金流	2,142	2,444	2,985	3,399
研发费用率	1.9%	1.6%	1.4%	1.3%	投资活动现金流	-512	-256	-384	-320
存货周转天数	94	90	77	67	融资活动现金流	-100	-91	-80	-73
<b>资本结构</b>					现金净增加额	1,526	2,093	2,517	3,002
资产负债率	11.4%	9.2%	7.6%	6.2%	期初持有现金	2,504	4,030	6,123	8,641
					期末持有现金	4,030	6,123	8,641	11,643

注：应收账款包括贸易应收款项及应收票据、预付款项、其他应收款项及其他资产，应付账款同上；因2024年现金流量表未披露，数据为预测值  
 数据来源：Wind、国证国际预测

**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系**

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国证国际证券(香港)有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010