

## 两大品牌双轮驱动， 新品推广成效显著

### 核心观点

公司发布 2024 年度业绩公告，收入及利润端保持快速增长，业绩超出此前预期。两大品牌双轮驱动，新品推广成效显著，可复美品牌超预期表现，可丽金品牌营收恢复增长态势。获得骨修复材料医疗器械注册证，进一步拓展与丰富公司产品线。公司为国内重组胶原蛋白领域龙头企业，经营业绩优秀，展望 2025：1) 关注 III 类器械产品上市及推广；2) 品牌双轮驱动，新品推广贡献动能，看好全年增长。

### 事件

#### 公司发布 2024 年度业绩公告及分红派息公告

公司发布 2024 年度业绩公告，2024 年营收 55.39 亿元，同比增长 57.2%；净利润 20.62 亿元，同比增长 42.4%。

董事会建议派发截至 2024 年 12 月 31 日止年度的末期股息每股人民币 0.6021 元，特别股息每股人民币 0.5921 元，总计每股 1.1942 元。

### 简评

业绩持续超预期，可复美可丽金两大品牌双轮驱动

#### 重要财务指标

|           | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E     |
|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 3,524.14 | 5,538.81 | 7,158.11 | 8,857.35 | 10,609.23 |
| YoY(%)    | 49.05    | 57.17    | 29.24    | 23.74    | 19.78     |
| 净利润(百万元)  | 1,451.75 | 2,062.35 | 2,559.35 | 3,079.94 | 3,580.92  |
| YoY(%)    | 44.88    | 42.06    | 24.10    | 20.34    | 16.27     |
| 毛利率(%)    | 83.63    | 82.09    | 81.62    | 81.46    | 81.23     |
| 净利率(%)    | 41.09    | 37.22    | 35.72    | 34.74    | 33.72     |
| ROE(%)    | 33.28    | 29.01    | 29.61    | 29.36    | 28.33     |
| EPS(摊薄/元) | 1.40     | 1.99     | 2.47     | 2.97     | 3.46      |
| P/E(倍)    | 45.29    | 31.88    | 25.69    | 21.35    | 18.36     |
| P/B(倍)    | 15.07    | 9.25     | 7.61     | 6.27     | 5.20      |

资料来源：iFinD，中信建投证券 数据截止 2025.3.30

## 巨子生物(2367.HK)

维持

买入

贺菊颖

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘乐文

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

叶乐

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

赖俊勇

SAC 编号:S1440523070007

于佳琪

SAC 编号:S1440521110003

黄杨璐

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 04 月 01 日

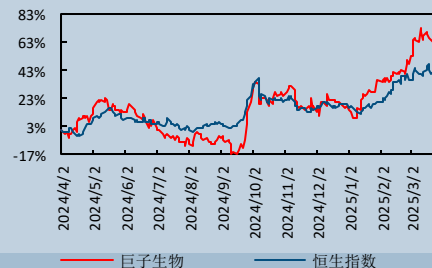
当前股价：68.00 港元

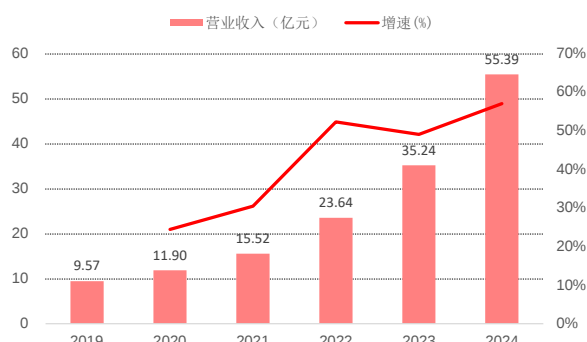
#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

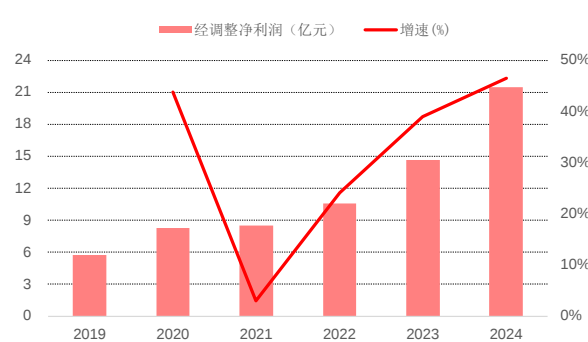
| 1 个月                  | 3 个月        | 12 个月       |
|-----------------------|-------------|-------------|
| 6.67/7.90             | 35.32/18.72 | 59.81/16.90 |
| 12 月最高/最低价(港元)        |             | 72.80/35.70 |
| 总股本(万股)               |             | 103,590.40  |
| 流通 H 股(万股)            |             | 103,590.40  |
| 总市值(亿港元)              |             | 704.41      |
| 流通市值(亿港元)             |             | 704.41      |
| 近 3 月日均成交量(万)         |             | 341.82      |
| 主要股东                  |             |             |
| Juzi Holding Co., Ltd |             | 56.52%      |

#### 股价表现



**图表1：巨子生物营业收入及增速（亿元）**


资料来源：公司公告，iFind，中信建投

**图表2：巨子生物经调整净利润及增速（亿元）**


资料来源：公司公告，iFind，中信建投

公司 2024 年营收 55.39 亿元，同比增长 57.2%；净利润 20.62 亿元，同比增长 42.4%。收入及利润端均保持快速增长动能，业绩略超此前预期。我们预计主要受益于公司原有品类的增长势能保持，以及公司新品推出后实现快速放量，推动公司旗下两大业务品牌保持良好增长。

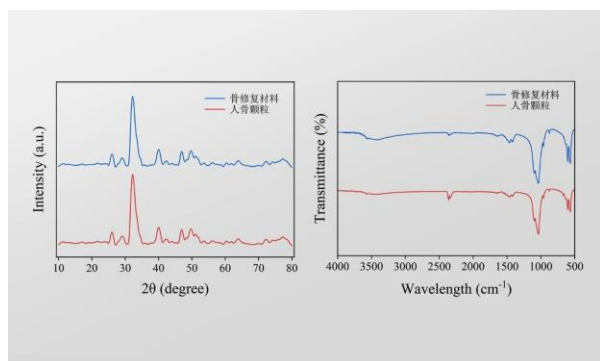
**两大品牌双轮驱动，可丽金重回增长轨道。**从品牌来看，2024 年可复美品牌收入为 45.42 亿元，同比增长 62.9%；可丽金品牌收入为 8.41 亿元，同比增长 36.3%；其他专业皮肤护理品牌收入为 1.38 亿元，同比增长 33.8%；保健食品及其他产品收入分别为 0.18 亿元，同比增长 15.0%。可复美品牌超预期表现主要受益于：（1）持续拓展线上线下销售渠道，优化运营策略；（2）明星产品：如可复美胶原棒收入持续增长；（3）新品拓展：持续拓展品类，推出新品可复美焦点面霜等贡献收入增量。可丽金品牌营收恢复增长态势（23 年同比下滑 0.29%），主要受益于：（1）持续拓展线上渠道，提升品牌知名度；（2）升级迭代推出新品，可丽金胶卷面霜及胶卷眼霜等放量贡献。

**线下渠道触点拓展，线上全域渠道健康增长。**公司 2024 年 DTC 店铺线上直销实现收入 35.87 亿元，同比增长 66.5%；电商平台自营线上直销收入为 3.77 亿元，同比增长 112.5%；线下直销收入为 1.70 亿元，同比增长 92.0%；经销渠道收入为 14.05 亿元，同比增长 27.3%。（1）线上直销渠道的快速增长得益于公司在多平台布局和精细化运营上的投入，以及明星单品（如可复美胶原棒）的稳健增长。公司在天猫、抖音、京东、小红书、快手等电商平台和社交平台上进行销售和推广，实现线上全域渠道的健康增长。（2）线下渠道持续扩展触点，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 个连锁药店品牌和约 6,000 家 CS/KA 门店。2024 年公司在西安、重庆、成都、三亚等城市开设了更多线下品牌旗舰店和体验店，覆盖了约 18 家门店。可复美成为首个进入香港万宁的国货美妆品牌，进一步提升了线下渠道的覆盖和影响力。全渠道销售网络有望在未来带来更广泛消费者触达。

**获得骨修复材料医疗器械注册证。**2024 年 12 月，公司获得骨修复材料 III 类医疗器械注册证。在骨修复方向，公司研发团队联合西北大学经过数年攻关，承担了该领域 4 项国家自然科学基金，通过对骨缺损形成机理、支架与修复过程、微环境组成适配性等一系列研究，构筑出与缺损修复适配的骨修复材料。产品成分：该骨修复材料针对牙颌骨、牙槽骨缺损填充和修复需求，构建了与人骨缺损修复匹配的有机无机复合材料，（1）无机成分为羟基磷灰石颗粒，与人骨骼主要无机成分一致；（2）有机成分为大分子多糖，通过构筑羟基磷灰石颗粒宏孔和微孔并对其表面进行特定修饰形成三维材料，为新骨形成提供支架及与之匹配的微环境。产品优势：1）与人体骨高度相似的晶相结构和化学组成；2）多孔结构，产品植入后成骨细胞和毛细血管进入孔隙，为新骨形成提供良好的微环境；3）该复合材料既能快速塑形不塌陷起到支撑作用，又具有引导骨再生的高效修复作用，

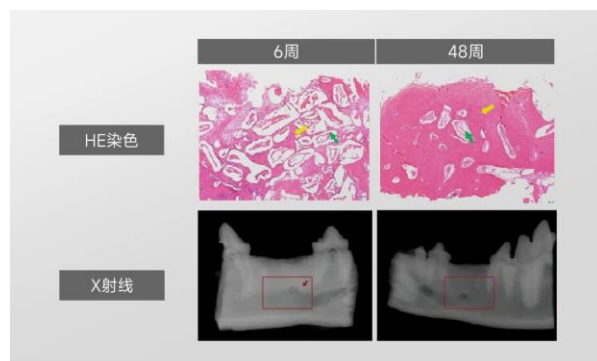
加快愈合进程。产品获批证明公司在严肃医疗及医美产品研发领域的能力积累，同时将进一步拓展与丰富公司产品线。

图表3：巨子生物骨修复材料与人体骨相似性



资料来源：公司公告，中信建投

图表4：巨子生物骨修复材料引导新骨再生能力



资料来源：公司公告，中信建投

**盈利水平保持高位。**2024 年公司毛利率 82.1% (-1.5 pct)；净利率 37.2% (-3.9 pct)。主要受产品类型扩充带来结构调整（新品类毛利率相较于此前医疗器械产品略有差异）以及销售成本增加影响。费用方面，销售费用率 36.3% (+3.2 pct)，管理费用率 2.7% (-0.02 pct)，研发费用率 1.9% (-0.2 pct)。销售费用率变化主要由于公司线上直销渠道快速扩张带来线上营销费用有所增加。研发方面公司对基础研究和产品管线持续保持投入，目前公司有超过 188 个在研项目，已获授权及申请中专利达 167 项，后续在研项目推进将为公司持续贡献增长来源。

**未来展望：1）关注 III 类器械产品上市及推广。**公司已获得骨修复材料 III 类医疗器械注册证，同时注射用重组胶原蛋白填充剂产品被予以优先审批（2024 年 12 月），目前公司正逐步启动对三类医疗器械商业化的准备工作，包括市场教育和培训，公司在研管线中的丰富 III 类器械产品预计 2025 年起有望陆续获批上市，成为未来业绩增长点。**2）品牌双轮驱动，新品推广贡献动能：**公司近年来持续证明自身新品研发及推广能力，可复美焦点面霜、可丽金胶卷面霜及胶卷眼霜等产品贡献预计将继续提升。同时新品上市推动两大品牌发展，25Q2 预计可复美胶原棒 2.0 和可丽金大魔王 3.0 有望发布。受益于线上渠道深耕，我们预计可复美及可丽金两大品牌 2025 年仍将保持良好增长态势。

## 盈利预测

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 71.58、88.57 和 106.09 亿元，分别同比增长 29.2%、23.7%和 19.8%；归母净利润分别为 25.59、30.8 和 35.81 亿元，分别同比增长 24.1%、20.3%和 16.3%。折合 EPS 分别为 2.47 元/股、2.97 元/股和 3.46 元/股，对应 PE 为 25.7X、21.3X 和 18.4X，维持“买入”评级。

## 风险分析

**功效性护肤品市场增长不及预期；线上直销渠道拓展不及预期：**公司目前从品类来看功效性护肤品业务收入占营收比例超 70%，是目前公司最重要收入来源，渠道方面线上渠道占比超 60%，功效性护肤品市场增长及线上渠道拓展不及预期将对公司主营业务增长带来影响。

**研发进度不及预期：**公司目前在研管线丰富，III 类器械等相关品种研发进度如不及预期可能影响未来收入增长。

**负面新闻及产品事件对公司品牌影响的风险：**公司目前主要收入来自可复美及可丽金两大品牌，负面事件对品牌经营可能造成一定影响。

**单一经销商依赖的风险。**

**不良医疗事件可能对行业造成冲击超出预期。**

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

### 刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

### 叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

### 赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇SCI论文。2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

### 于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

### 黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
电话:(8610) 56135088  
联系人:李祉瑶  
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
电话:(8621) 6882-1600  
联系人:翁起帆  
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
电话:(86755) 8252-1369  
联系人:曹莹  
邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话:(852) 3465-5600  
联系人:刘泓麟  
邮箱:charleneliu@csci.hk