

公司報告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

巨子生物 (2367 HK)

品牌風波後估值向均值回歸

■ 25年上半年和7月的數據表現穩健，表明公司在質量爭議之後正在恢復

■ 創新產品儲備強勁，核心產品將陸續推出至2028年

■ 因稅率提高下調淨利潤預測1%；目標價基於21.5倍26年中市盈率；增持

品牌正在好轉；關注雙十一驅動增長

巨子生物2025年上半年業績表現強勁，營收達31.1億元，同比增長22.5%；淨利潤達11.8億元，同比增長20.2%。增長動力主要來自旗下品牌Comfy和Collgene的持續銷售動能，分別同比增長22.7%和26.9%。公司同時保持嚴格成本管控，銷售費用率同比下降1個百分點。明星單品如膠原棒2.0和焦點面霜持續帶動用戶增長與留存，進一步增強品牌粘性。儘管6.18大促期間因產品含量問題導致投資者情緒短暫受挫，公司已通過第三方檢測及監管信息披露全面回應並妥善解決相關問題。更重要的是，運營指標已表明公司情況正在好轉。根據渠道調研，7月GMV同比回升約20%，支撐管理層對實現2025財年目標的信心。該數據也反映出KOL合作恢復以及CRM持續投入開始見效——這些舉措正在幫助巨子生物重建消費者心智，重新確立其領導地位，逐步改善基本面：線下增長趨於穩定，線上動能在雙十一前重新加速。隨著這些趨勢逐步確立，預計投資者信心將回暖，推動估值出現均值回歸，從當前的26年中市盈率17.5倍回升至21.5倍水平。強勁的增長前景（公司未來三年銷售複合年增長率CAGR預計達25%，遠高於行業平均的中至高個位數增長）進一步強化了我們的投資邏輯。維持增持。

電話會要點

- **前景：**2025年下半年增長將由穩定的線下表現與線上升級共同驅動。管理層維持全年業績指引，其中焦點面霜表現預計將略超全年銷售目標。
- **創新：**膠原棒2.0繼續領跑增長，未來旗艦產品及新品線將擴充產品組合，並推動長期創新管線發展。公司預計將在2026年上半年推出另一款新品，管理層預計其首年銷售額將與膠原棒首年表現相當。此外，2027-28年還將有更多新品陸續上市。

盈利調整，估值與風險

- 除常規運營調整外，我們將2025-27年淨利潤預測略微下調，平均降幅約1%，主因有效稅率上調2個百分點。
- 我們目標價基於2026年中市盈率21.5倍（此前為25.0倍），為公司上市以來的長期平均水平（此前為平均值向上一個標準差）。**下行風險：**消費者支出疲軟，以及品牌聲譽風險。

財務摘要

財年截止于12月31日 人民幣百萬元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	3,524	5,539	7,084	8,924	10,962
同比增長	49.0%	57.2%	27.9%	26.0%	22.8%
公司擁有人應占利潤	1,445	2,061	2,504	3,041	3,589
稀釋後每股收益(人民幣)	1.48	2.06	2.50	3.04	3.58
同比增長	51%	39%	21%	21%	18%
市盈率(倍)	33.1x	23.8x	19.6x	16.1x	13.7x
ROE	33.1%	28.9%	30.7%	31.9%	32.3%

資料來源：公司、招商證券(香港)預測；股價截止2025年8月28日

黃銘謙

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

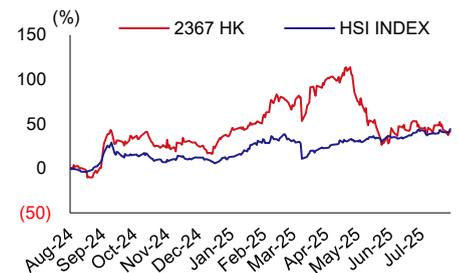
最新變動

品牌爭議過後上半年業績與7月數據表現穩健，顯示品牌正在好轉

增持

前次評級	增持
股價(2025年8月28日)	52.0港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	64.0港元 (+22.4%)
前次目標價	77.0港元

股價表現



資料來源：彭博；股價截至2025年8月28日

%	1m	6m	12m
2367 HK	(10.1)	(17.1)	30.1
恒生指數	(2.1)	9.1	41.5

行業：消費品

恒生指數(2025年8月28日)	25,017
------------------	--------

重要數據

52周股價區間(港元)	35.0 - 87.1
港股市值(百萬港元)	70,441
日均成交額(百萬港元)	4.21038

主要股東

JUZI HOLDING CO LTD	56.10%
E Fund Management Co	4.95%
GBEBT HOLDING LIMITE	1.83%
Vanguard Group Inc/T	1.73%
總股數(百萬股)	1,036
其他/自由流通量	35.39%

資料來源：公司、彭博

相關報告

1. Giant Biogene (2367 HK) - Stronger ahead start (增持) (2025/3/27)
2. 巨子生物 (2367 HK) - 三季度表現符合預期；雙十一首戰告捷(增持) (2024/10/17)
3. 巨子生物 (2367 HK) - 盈利預期穩健；雙十一或觸發另一波情緒修復(增持) (2024/9/26)

25 年上半年业绩亮点

主要财务指标

- 收入达人民币 31.1 亿元，同比增长 22.5%，主要得益于 Comfy (+22.7%) 和 Collgene (+26.9%) 品牌的强劲增长，以及持续的产品创新和线上线下渠道的拓展。
- 毛利增至人民币 25.4 亿元，同比增长 21.5%，毛利率为 81.7%，同比小幅下降 0.7 个百分点，主要受产品结构变化影响。
- 研发费用为人民币 41.2 百万元（占收入 1.3%），在研项目超 140 项，累计获得专利 186 项。
- 经营利润达人民币 14.4 亿元，同比增长 25.0%，反映出规模提升、产品升级及严格的成本管控。
- 归属于股东的净利润为人民币 11.8 亿元，同比增长 20.2%；调整后净利润（非 IFRS）为人民币 12.1 亿元，同比增长 17.4%。
- 基本每股收益为人民币 1.14 元，同比增长 15.2%；稀释每股收益为人民币 1.13 元，同比增长 16.5%。
- 未宣派中期股息。

营运资金、存货及门店网络

- 尽管未披露具体数据，经营性现金流保持健康状态，受益于强劲的 DTC 模式。
- 现金及现金等价物大幅上升至人民币 69.4 亿元（对比 24 财年增长 72.3%），反映公司流动性充裕及审慎的现金管理。
- 应收账款增加至人民币 4.66 亿元（24 财年为人民币 1.41 亿元），反映 B2B 销售版图扩大及回款时点变化。
- 存货增加至人民币 4.41 亿元（对比 24 财年增长 42%），与新产品上市及各渠道 SKU 覆盖面扩大保持一致。
- 资本性支出达到人民币 2.957 亿元，主要用于厂房、设备及设施扩建。
- 公司无借款及杠杆，保持净现金状况，资产负债表灵活性强。

各品牌收入分布

可复美

- 收入：人民币 25.4 亿元（同比增长 22.7%），占集团收入的 81.7%。
- 增长得益于产品矩阵扩充（如胶原棒 2.0、医美修复霜、焦点面霜）、618 大促的优异表现，以及在医院、药房和 DTC 渠道的渗透率提升。
- 618 大促在天猫、京东多个品类中排名第一。
- 线下门店网络扩展至杭州、南京、天津等核心城市，共计 24 家门店。
- 入驻马来西亚屈臣氏，迈出海外扩张的第一步。

可丽金

- 收入：人民币 5.027 亿元（同比增长 26.9%），占集团收入的 16.1%。
- 增长动力源于升级版胶原大膜王 3.0 和活元系列（面霜、眼霜等）强劲的消费者吸引力。
- 天猫面膜热销榜排名前四，618 大促京东护理面膜榜单排名第一。
- 定位为高端抗衰老品牌，目标群体为中高端护肤消费者。

其他品牌（可预、功能性食品等）

- 其他品牌收入为人民币 5,810 万元，同比下降 10.5%，主要由于可预进行战略性产品重组。
- 功能性食品及其他业务贡献收入人民币 1,000 万元（同比增长 16.3%），在总收入中占比较小。

渠道及运营亮点

- 直营销售占总收入 74.7%（同比提升 2.3 个百分点），主要包括：
- 线上 DTC 店铺：人民币 18.2 亿元（同比增长 13.3%）
- 线上至电商平台：人民币 3.911 亿元（同比增长 133.6%）
- 线下直营：人民币 1.178 亿元（同比增长 74.3%）
- 分销商销售额达到人民币 7.874 亿元，同比增长 12.1%，产品在药房及化妆品连锁渠道的覆盖范围进一步扩大。
- 天猫、京东、抖音和小红书平台持续保持增长势头，并持续投入于客户关系管理、直播 IP 和全链路数字营销。
- 线下渠道覆盖约 1,700 家公立医院、3,000 家私立诊所、130,000 家药房及 6,000 家 CS/KA 门店。

分析师电话会议问答要点

前瞻性声明及战略展望

- 2025年下半年目标：
 - 线下增长保持稳定，有望实现全年目标。
 - 线上增长将由自播、网红矩阵优化及双11执行推动。
- 2025财年收入展望：
 - 管理层有信心超额完成胶原面霜等重点SKU的全年目标。
 - 胶原棒预计将持续保持增长动力，新客户占比超过60%，复购率表现强劲。
- 市场营销策略：专注于品牌故事塑造、情感共鸣，并与网红精准共创内容。
- 预计销售效率将持续提升，2025财年费用率同比有望实现低单位数增长。

产品与创新管线

- 胶原棒2.0仍为增长主力，市场份额有望较当前规模实现翻倍。
- 2026年：公司将推出全新爆款产品，目标销售额与胶原棒首年表现持平。
- 2027-2028年：计划推出全新产品线。
- 将通过礼盒SKU、IP联名、旅行套装及其他组合形式，推动送礼及试用转化。
- 公司致力于通过丰富SKU形态与应用场景，打造“一站式护肤解决方案”。

全球扩张与品类聚焦

- 2025年是品牌“出海”的一年，拓展至香港、东南亚及免税渠道：
 - 可复美已入驻马来西亚、泰国、菲律宾、越南和新加坡屈臣氏，成为首个进入马来西亚屈臣氏的中国功能性护肤品牌。
 - 已进入首尔新罗免税店及三亚中免集团免税商城（7月1日在黄金奢侈品区开业）。
- 跨境战略优先推动品牌建设，而非仅限于渠道拓展：
 - 已在Instagram、脸书、抖音、YouTube、拼趣等平台开设官方账号。
 - 邀请东南亚地区影响力人士参与工厂溯源直播。

品牌业绩亮点

- 可复美延续强劲增长势头，2025年上半年收入超过20亿元，已超越2024年全年水平。新客户占比持续超过60%，复购率与胶原棒等畅销单品持平。
- 胶原棒 2.0 仍为明星产品，复购潜力巨大，并在 618 大促期间天猫排名位居前列。临床研究显示满意度超过 95%，并多次获得天猫奖项。
- 焦点面霜表现突出，2025 年上半年收入超过人民币 20 亿元，通过分层用户运营实现高客单价值。
- 2025 年上半年推出全新专业秘修系列，4 款 SKU 已进驻中国 80 家屈臣氏门店。冷启动表现超出预期。

库存、资本配置与运营效率

- 2025 年上半年销售费用率降至 34%，同比下降 1 个百分点，主要得益于：
 - 对头部网红的依赖度降低。
 - 京东渠道贡献提升（成本基础更低）。
 - 通过客户关系管理及会员运营提升天猫运营效率，通过内容优化提升抖音运营效率。
- 全年销售费用指引保持不变，2025 年下半年市场资源将聚焦于核心 SKU、品牌建设及新品上市。

图1: 盈利调整

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	7,084	8,924	10,962	7,084	8,924	10,962	0.0%	0.0%	0.0%
Gross Profit	5,750	7,160	8,688	5,750	7,160	8,688	0.0%	0.0%	0.0%
Operating Profit	2,896	3,555	4,227	2,846	3,483	4,150	1.7%	2.0%	1.8%
Net profit	2,504	3,041	3,589	2,536	3,070	3,629	-1.3%	-0.9%	-1.1%
GPM	81.2%	80.2%	79.3%	81.2%	80.2%	79.3%	0ppt	0ppt	0ppt
OPM	40.9%	39.8%	38.6%	40.2%	39.0%	37.9%	0.7ppt	0.8ppt	0.7ppt
NPM	35.3%	34.1%	32.7%	35.8%	34.4%	33.1%	-0.4ppt	-0.3ppt	-0.4ppt

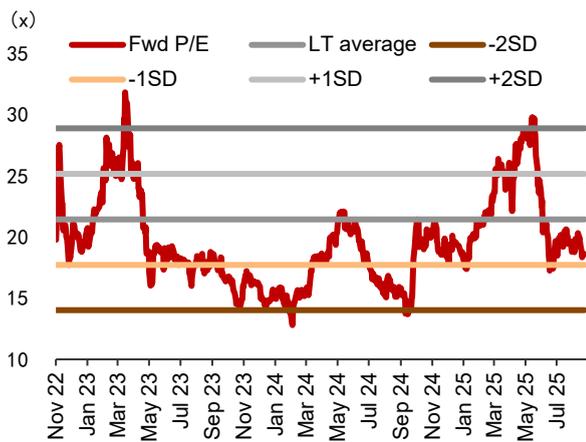
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图2: 招证预测对比一致预测

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	7,084	8,924	10,962	7,002	8,852	10,785	1.2%	0.8%	1.6%
Gross Profit	5,750	7,160	8,688	5,647	7,087	8,589	1.8%	1.0%	1.2%
Operating Profit	2,896	3,555	4,227	2,899	3,458	4,090	-0.1%	2.8%	3.3%
Net profit	2,504	3,041	3,589	2,573	3,045	3,568	-2.7%	-0.1%	0.6%
GPM	81.2%	80.2%	79.3%	79.7%	79.4%	79.6%	1.5ppt	0.8ppt	-0.4ppt
OPM	40.9%	39.8%	38.6%	40.9%	38.8%	37.9%	0ppt	1.1ppt	0.6ppt
NPM	35.3%	34.1%	32.7%	36.3%	34.1%	33.1%	-1ppt	0ppt	-0.3ppt

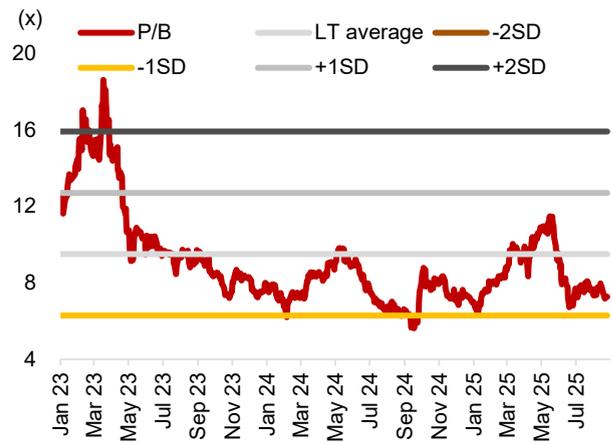
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图3: 前瞻市盈率水平



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图4: 市净率水平



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	663	1,042	1,116	1,356	1,652
使用权资产	48	51	51	51	51
递延税务资产	1	1	1	1	1
其他非流动性资产	125	542	541	540	539
非流动性资产总值	838	1,636	1,709	1,948	2,244
库存	200	311	438	532	685
应收账款及预付款	102	141	206	283	369
其他	1,329	1,920	1,920	1,920	1,920
银行结余及现金	2,504	4,030	5,160	6,408	7,854
流动性资产总值	4,135	6,402	7,724	9,142	10,827
资产总值	4,973	8,038	9,434	11,090	13,071
应付款项	133	287	292	367	473
租赁负债	2	2	2	2	2
递延收益	2	5	5	5	5
其他流动负债	394	543	816	1,037	1,298
流动负债	531	836	1,115	1,410	1,777
递延税项负债	20	19	19	19	19
递延收益	51	61	61	61	61
银行借款	1	2	2	2	2
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	71	82	82	82	82
总负债	602	918	1,197	1,492	1,859
股本	0	0	0	0	0
储备	4,362	7,108	8,225	9,586	11,200
其他	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
非控股权益	9	12	12	12	12
权益总额	4,371	7,120	8,237	9,598	11,212
权益与负债总额	4,973	8,038	9,434	11,090	13,071

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,745	2,458	3,072	3,731	4,403
利息收入	-47	-139	-139	-139	-139
物业、厂房及设备折旧	31	43	67	72	88
投资物业折旧	0	0	0	0	0
无形资产摊销	2	2	1	1	1
使用权资产折旧	2	5	0	0	0
营运资本变动	103	-273	87	125	128
其他	-187	1,334	-454	-546	-637
来自经营活动的现金流	1,648	3,429	2,635	3,245	3,844
资本支出	-226	-251	-142	-312	-384
购买以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	-1,058	-554	0	0	0
其他	757	139	139	139	139
来自投资活动的现金流	-527	-666	-3	-174	-245
已付股息	0	-1,237	-1,502	-1,824	-2,153
资本增加	0	0	0	0	0
其他	52	1	0	0	0
来自融资活动的现金流	52	-1,236	-1,502	-1,824	-2,153
净现金流	1,172	1,526	1,130	1,247	1,446

损益表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	3,524	5,539	7,084	8,924	10,962
销售成本	-577	-992	-1,333	-1,764	-2,274
毛利	2,947	4,547	5,750	7,160	8,688
经销开支	-1,164	-2,008	-2,550	-3,212	-3,946
行政开支	-97	-151	-191	-241	-296
其他	-75	-106	-113	-152	-219
经营溢利	1,611	2,282	2,896	3,555	4,227
财务成本	0	0	0	0	0
其他收益(成本)	134	176	176	176	176
税前利润	1,745	2,458	3,072	3,731	4,403
所得税开支	-297	-396	-568	-690	-815
净利润	1,448	2,062	2,504	3,041	3,589
非控股权益	-4	-1	0	0	0
本公司拥有人应占利润	1,445	2,061	2,504	3,041	3,589
摊薄每股盈利(人民币)	1.48	2.06	2.50	3.04	3.58
每股股息(人民币)	0.90	1.19	1.53	1.86	2.19

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	49.0%	57.2%	27.9%	26.0%	22.8%
毛利	47.7%	54.3%	26.5%	24.5%	21.3%
经营利润	-2.2%	-4.5%	-0.3%	-1.0%	-1.3%
净利润	44.9%	42.1%	21.4%	21.4%	18.0%
每股盈利	51.0%	39.1%	21.4%	21.4%	18.0%
利润率					
毛利润率	83.6%	82.1%	81.2%	80.2%	79.3%
经营利润率	45.7%	41.2%	40.9%	39.8%	38.6%
净利润率	41.2%	37.2%	35.3%	34.1%	32.7%
流动性					
应收账款天数	16.1	15.3	15.3	15.3	15.3
库存天数	126.8	114.4	120.0	110.0	110.0
应付账款天数	84.2	105.5	80.0	76.0	76.0
现金周转天数	58.7	24.2	55.3	49.3	49.3
现金流与杠杆率					
自由现金流	1873.8	3680.2	2776.6	3557.0	4227.3
股息分配比率	61%	60%	60%	60%	60%
股息率	1.7%	2.3%	2.9%	3.6%	4.2%
回报分析					
ROE	33.1%	28.9%	30.4%	31.7%	32.0%
ROA	29.0%	25.6%	26.5%	27.4%	27.5%
ROCE	39.3%	34.1%	36.9%	38.5%	39.0%
估值倍数					
P/E	33.1	23.8	19.6	16.1	13.7
P/B	11.7	7.3	6.3	5.4	4.6

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828