

业绩稳健增长，期待下半年表现

2025 年 08 月 31 日

➤ **事件：巨子生物发布 2025 年半年度报告。**25H1 公司实现营收 31.13 亿元 (yoy+22.52%); 实现经调整净利润 12.05 亿元 (yoy+17.39%)。

➤ **25H1 营收同比+22.52%，可复美、可丽金收入增长亮眼。**2025 年上半年，公司实现收入 31.13 亿元，同比+22.52%。25H1 收入分业务来看：1) 专业皮肤护理产品，25H1 收入为 31.03 亿元，同比+22.55%；2) 保健食品及其他，25H1 收入 0.1 亿元，同比+16.28%。分品牌来看：1) 可复美：25H1 收入 25.42 亿元，同比+22.74%，主要系线上线下销售渠道拓展，运营策略优化，品牌影响力进一步提升，同时明星产品市场认可度提升，有效拉动收入增长，并且产品矩阵不断完善。2) 可丽金：25H1 收入 5.03 亿元，同比+26.91%，主要系持续拓展线上渠道，同时明星单品大膜王升级迭代成功。3) 其他品牌：25H1 收入 0.58 亿元，同比-10.48%，主要系可预品牌正在进行战略性产品升级调整，相关产品正处于有序上市过渡阶段。

➤ **产品品类结构调整致毛利率微降，销售费用率管改善。**25H1 公司实现毛利 25.42 亿元，对应毛利率为 81.68%，同比-0.72pct，主要系产品品类结构变化。费用率方面：25H1 公司销售费用率为 34.01%，同比-1.10pct，主要系公司加大品牌建设投入同时持续优化运营效能成效显著，营业收入实现高增长；管理费用率为 3.98%，同比-0.52pct；研发费用率为 1.32%，同比-0.59pct，主要系部分研发项目已进入成果转化阶段，同时股份奖励相关开支减少。净利率方面，25H1 公司实现经调整净利润 12.05 亿元，对应经调整净利率 38.72%，同比-1.69pct。

➤ **重组胶原蛋白应用边界进一步拓展，行业高质量发展未来可期。**25 年上半年成功将重组胶原蛋白的研究延展到增发护发、美白等领域，已获得《具有增发护发功效的重组人 XVII 型胶原蛋白及其应用》、《I 型重组胶原蛋白,其金属螯合物及美白化妆品》等重要专利授权。截至 25H1，公司已获得授权及申请中专利 186 项，25 年上半年新增 19 项。在此期间，公司参与起草的医药行业标准《重组胶原蛋白敷料》正式发布，作为该领域首个行业标准。

➤ **产品矩阵持续丰富。**25H1 公司推出新产品可复美重组胶原蛋白肌御修护次抛精华液，产品首次添加专有的重组 IV 型胶原蛋白，在 618 大促期间位列天猫液态精华热卖榜国货 TOP1。同时，可丽金胶原大膜王升级至 3.0 版本，在 618 大促中位列天猫涂抹面膜热卖榜 TOP4 和京东滋养面膜热卖榜 TOP1。

➤ **投资建议：**公司依托深厚的研发实力，持续打造多品牌矩阵，功效性护肤产品矩阵持续丰富，医美产品管线未来可期。我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 25.0 亿元、31.3 亿元、38.8 亿元，同比分别增长 21.4%/25.0%/24.0%，当前市值对应 25-27 年估值分别为 21X/17X/14X，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	7,230	9,221	11,711
增长率(%)	57.2	30.5	27.5	27.0
归母净利润	2,062	2,503	3,129	3,881
增长率(%)	42.1	21.4	25.0	24.0
EPS	1.93	2.34	2.92	3.62
P/E	26	21	17	14
P/B	7.5	6.4	5.1	4.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

53.95 港元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@glms.com.cn

相关研究

1.巨子生物 (02367.HK) 2024 年年报点评：可复美高增、品类拓展，可丽金调整可期，成长空间广阔-2025/03/30

2.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

3.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

4.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

5.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

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
流动资产合计	6,402	7,856	10,032	13,014
现金及现金等价物	4,030	4,214	5,401	7,266
应收账款及票据	141	247	282	358
存货	311	398	471	587
其他	1,920	2,997	3,879	4,803
非流动资产合计	1,636	1,330	1,494	1,665
固定资产	1,042	1,183	1,342	1,508
商誉及无形资产	12	18	23	29
其他	582	129	129	129
资产合计	8,038	9,186	11,526	14,679
流动负债合计	836	771	957	1,223
短期借贷	5	5	5	5
应付账款及票据	287	181	233	305
其他	545	585	719	913
非流动负债合计	82	67	67	67
长期借贷	0	0	0	0
其他	82	67	67	67
负债合计	918	838	1,024	1,291
普通股股本	0	0	0	0
储备	7,108	8,333	10,482	13,364
归属母公司股东权益	7,108	8,333	10,482	13,364
少数股东权益	12	15	19	25
股东权益合计	7,120	8,348	10,502	13,389
负债和股东权益合计	8,038	9,186	11,526	14,679

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,041	2,021	3,196	3,904
净利润	2,062	2,503	3,129	3,881
少数股东权益	-1	3	5	6
折旧摊销	49	61	64	66
营运资金变动及其他	-70	-546	-2	-50
投资活动现金流	-1,106	-559	-1,028	-1,038
资本支出	-247	-208	-228	-238
其他投资	-859	-351	-800	-800
筹资活动现金流	583	-1,278	-980	-1,000
借款增加	-4	0	0	0
普通股增加	1,491	0	0	0
已付股利	-908	-1,278	-980	-1,000
其他	5	0	0	0
现金净增加额	1,526	184	1,187	1,865

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,539	7,230	9,221	11,711
其他收入	0	0	0	0
营业成本	992	1,301	1,614	2,112
销售费用	2,008	2,711	3,596	4,626
管理费用	151	166	184	234
研发费用	106	123	157	187
财务费用	0	-40	-42	-54
权益性投资损益	-4	0	0	0
其他损益	180	-20	-25	-32
除税前利润	2,458	2,948	3,687	4,573
所得税	396	442	553	686
净利润	2,062	2,506	3,134	3,887
少数股东损益	-1	3	5	6
归属母公司净利润	2,062	2,503	3,129	3,881
EBIT	2,458	2,908	3,645	4,519
EBITDA	2,507	2,969	3,709	4,586
EPS (元)	1.93	2.34	2.92	3.62

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	57.17	30.53	27.55	26.99
归属母公司净利润	42.06	21.37	25.01	24.04
盈利能力(%)				
毛利率	82.09	82.00	82.50	83.00
净利率	37.23	34.62	33.93	33.14
ROE	29.01	30.04	29.85	29.04
ROIC	28.94	29.60	29.49	28.68
偿债能力				
资产负债率(%)	11.42	9.12	8.89	8.79
净负债比率(%)	-56.54	-50.42	-51.39	-54.24
流动比率	7.66	10.19	10.48	10.64
速动比率	7.29	9.68	9.99	10.16
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.84	0.89	0.89
应收账款周转率	45.53	37.24	34.88	36.62
应付账款周转率	4.73	5.57	7.80	7.85
每股指标 (元)				
每股收益	1.93	2.34	2.92	3.62
每股经营现金流	1.91	1.89	2.98	3.65
每股净资产	6.64	7.78	9.79	12.48
估值比率				
P/E	26	21	17	14
P/B	7.5	6.4	5.1	4.0
EV/EBITDA	18.43	15.56	12.46	10.08

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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