

巨子生物 (02367.HK)

25H1 业绩稳健增长，产品矩阵稳步扩张

公司 25H1 收入 31.1 亿元，同比+22.5%；净利润 11.8 亿元，同比+20.2%，在经历舆情影响后仍实现稳健增长，盈利能力保持稳定。预计 2025 年-2027 年公司归母净利润分别为 25.11 亿元、29.11 亿元、32.66 亿元，同比增速分别为 22%、16%、12%，对应 25PE20.3X，维持“强烈推荐”评级。

□ 公司上半年业绩稳健增长。25H1 收入 31.1 亿元，同比+22.5%；净利润 11.8 亿元，同比+20.2%，在经历舆情影响后仍实现稳健增长，呈现了较好的抗风险能力。

□ 核心品牌稳步推新，直销渠道快速增长。

收入分品牌看，25H1 可复美品牌收入 25.4 亿元，同比+22.7%；可丽金收入 5.0 亿元，同比+26.9%。可复美明星单品胶原棒 2.0 延续热卖，焦点系列持续破圈，帧域密修系列切入皮肤热损伤修复赛道；可丽金大膜王 3.0 迭代后亦表现强劲，凸显公司产品迭代能力。

收入分渠道看，1) 25H1 直销收入 23.3 亿，其中 DTC 直销 18.16 亿元，同比+13.3%；电商平台的在线直销收入 3.91 亿元，同比+133.6%，主要由京东自营渠道增长驱动；线下直销收入 1.18 亿元，同比+74.3%，主要系持续扩大门店数量和产品覆盖。2) 25H1 经销收入 7.87 亿元，同比增长 12.1%。

□ 盈利能力稳定，费用率控制良好。25H1 公司毛利率 81.7%，同比-0.7pct。费用端，25H1 销售费用率 34.0%，同比-0.9pct；管理费用率 2.7%，同比+0.1pct。预计费用率下降主要由于精细化运营+达播费率优化+线上渠道结构性变化，也为下半年预留较多的费用空间，可持续加强品牌建设、大单品和新品的推广培育。综合影响下，25H1 净利率 38.0%，同比-0.6pct。

□ 盈利预测及投资评级：公司明星单品地位稳固、持续引领增长，新品矩阵稳步扩张，线上+线下多渠道稳步拓展，同时肌肤焕活产品储备丰富，增长驱动力较强。预计 2025 年-2027 年公司归母净利润分别为 25.11 亿元、29.11 亿元、32.66 亿元，同比增速分别为 22%、16%、12%，对应 25PE20.3X，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：新品销售不及预期的风险；医美政策变动风险；医疗器械牌照审批进度不及预期；市场竞争加剧导致利润率下滑；线上营销流量成本上升导致费用率持续提升。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3526	5539	7086	8694	10273
同比增长	48%	57%	28%	23%	18%
营业利润(百万元)	1613	2279	2804	3316	3772
同比增长	41%	41%	23%	18%	14%
归母净利润(百万元)	1452	2062	2511	2911	3266
同比增长	11%	42%	22%	16%	12%
每股收益(元)	1.46	2.01	2.42	2.81	3.15
PE	33.7	24.5	20.3	17.5	15.6
PB	11.2	7.1	6.0	4.8	3.9

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

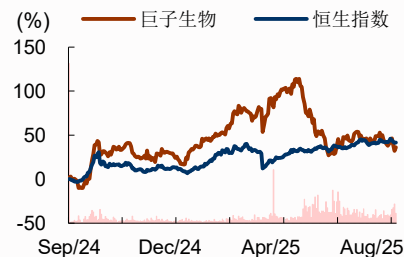
当前股价：53.95 港元

基础数据

总股本 (百万股)	1071
香港股 (百万股)	1071
总市值 (十亿港元)	57.8
香港股市值 (十亿港元)	57.8
每股净资产 (港元)	8.6
ROE (TTM)	22.5
资产负债率	18.6%
主要股东	范代娣
主要股东持股比例	57.3176%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-13	38
相对表现	-5	-23	-3



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《巨子生物 (02367) —2024 年业绩延续高增，品牌势能持续向上》2025-03-27
- 2、《巨子生物 (02367) —强产品&强运营驱动收入快速增长，24H1 业绩超预期》2024-08-20
- 3、《巨子生物 (02367) —核心单品驱动高增长，23 年业绩略超预期》2024-03-28

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

wangxueyu@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4135	6402	7918	10264	12868
现金及现金等价物	2504	4030	5370	7528	9938
交易性金融资产	1275	1829	1829	1829	1829
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	102	141	181	222	262
其它应收款	54	91	116	143	169
存货	200	311	422	542	671
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	838	1636	1726	1810	1889
长期投资	0	11	11	11	11
固定资产	663	1042	1131	1216	1295
无形资产	56	57	57	57	57
其他	119	526	526	526	526
资产总计	4973	8038	9643	12074	14757
流动负债	531	836	1082	1356	1647
应付账款	133	287	389	500	619
应交税金	123	127	127	127	127
短期借款	2	5	0	0	0
其他	273	418	567	729	902
长期负债	71	82	82	82	82
长期借款	0	0	0	0	0
其他	71	82	82	82	82
负债合计	602	918	1164	1438	1730
股本	0	0	0	0	0
储备	4362	7108	8468	10625	13019
少数股东权益	9	12	11	10	9
归属于母公司所有者权益	4362	7108	8468	10626	13019
负债及权益合计	4973	8038	9643	12074	14757

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1647	2041	2458	2910	3313
净利润	1452	2062	2511	2911	3266
折旧与摊销	34	49	60	66	71
营运资本变动	128	(26)	75	86	96
其他非现金调整	34	(44)	(188)	(152)	(121)
投资活动现金流	(527)	(1106)	38	2	(30)
资本性支出	(228)	(247)	(150)	(150)	(150)
出售资产及现金	0	0	0	0	0
投资增减	1737	4819	0	0	0
其它	81	104	188	152	120
筹资活动现金流	52	583	(1156)	(753)	(873)
债务增减	(1)	(4)	(5)	0	0
股本增减	44	1491	0	0	0
股利支付	0	908	1151	753	873
其它筹资	9	5	(0)	0	0
其它调整	0	(1817)	(2302)	(1507)	(1746)
现金净增加额	1173	1526	1340	2158	2409

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	3526	5539	7086	8694	10273
主营收入	3524	5539	7086	8694	10273
营业成本	577	992	1345	1731	2141
毛利	2947	4547	5741	6963	8132
营业支出	1337	2268	2937	3647	4360
营业利润	1613	2279	2804	3316	3772
利息支出	0	0	0	0	0
利息收入	47	0	38	52	70
权益性投资损益	0	(4)	0	0	0
其他非经营性损益	1	183	150	100	50
非经常项目损益	84	0	0	0	0
除税前利润	1745	2458	2991	3468	3892
所得税	297	396	481	558	626
少数股东损益	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属普通股股东净利润	1452	2062	2511	2911	3266
EPS(元)	1.46	2.01	2.42	2.81	3.15

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	48%	57%	28%	23%	18%
营业利润	41%	41%	23%	18%	14%
净利润	11%	42%	22%	16%	12%
获利能力					
毛利率	83.6%	82.1%	81.0%	80.1%	79.2%
净利率	41.2%	37.2%	35.4%	33.5%	31.8%
ROE	33.3%	29.0%	29.7%	27.4%	25.1%
ROIC	31.5%	28.9%	29.6%	27.4%	25.1%
偿债能力					
资产负债率	12.1%	11.4%	12.1%	11.9%	11.7%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	7.8	7.7	7.3	7.6	7.8
速动比率	7.4	7.3	6.9	7.2	7.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.0	3.9	3.7	3.6	3.5
应收帐款周转率	22.5	28.5	26.8	26.3	25.8
应付帐款周转率	6.1	4.7	4.0	3.9	3.8
每股资料(元)					
每股收益	1.46	2.01	2.42	2.81	3.15
每股经营现金	1.66	1.99	2.37	2.81	3.20
每股净资产	4.38	6.91	8.17	10.26	12.57
每股股利	0.88	1.12	0.73	0.84	0.95
估值比率					
PE	33.7	24.5	20.3	17.5	15.6
PB	11.2	7.1	6.0	4.8	3.9
EV/EBITDA	27.7	18.8	15.4	13.3	11.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。