

2025 年 09 月 05 日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(HKD)

70

巨子生物 (02367.HK)

买进 (Buy)

25H1 净利增长 20%，直销占比提升

公司基本资讯

产业别	美容护理
H 股价(2025/09/04)	55.50
恒生指数(2025/09/04)	25,058.5
股价 12 个月高/低	82.99/34.9
总发行股数(百万)	1,070.90
H 股数(百万)	1,070.90
H 市值(亿元)	630.87
主要股东	范代娣 (57.32%)
每股净值(元)	8.57
股价/账面净值	6.48
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.29% -7.22% 43.02%

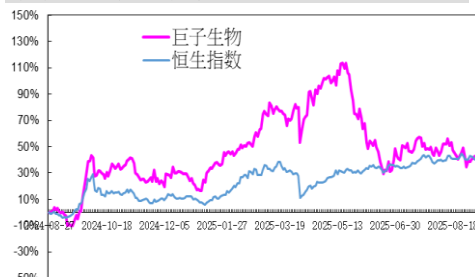
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-04-08	60.90	买进

产品组合

功效性护肤品	78.6%
医用敷料	23.3%
保健品及其他	0.3%

股价相对大盘走势



结论与建议：

- **公司业绩：**公司发布 2025H1 业绩，25H1 实现营收 31.1 亿元，YOY+22.5%，录得归母净利润 11.8 亿元，YOY+20.2%，经调整利润为 12.1 亿元，YOY+17.4%，公司业绩基本符合预期。
- **可复美保持快速增长，直销渠道占比进一步提升：**(1) 分品牌来看，可复美（主要是敷料及 4 大功效护肤系列产品组合）实现营收 25.4 亿元，YOY+22.7%，保持快速增长；可丽金（主要是功效护肤品）实现收入 5.0 亿元，YOY+26.9%，公司产品在 5 月卷入成分舆论风波，但实际影响有限，近期来看，销售端恢复较好。(2) 从渠道来看，直销渠道实现收入 23.3 亿元，YOY+26.5%，收入占比提升 2.3 个百分点，主要得益于公司在直销渠道的深耕细作，经销渠道实现营收 7.9 亿元，YOY+12%。
- **毛利率略有下降，费用管控加强：**公司 25H1 综合毛利率为 81.7%，同比下降 0.7 个百分点，主要是产品品类扩充及成本增加所致。费用率方面，25H1 销售费用率为 34.0%，同比下降 1.1 个百分点，主要是营销渠道费用管控增加；管理费用率为 2.7%，同比持平，研发费用率为 1.3%，同比下降 0.6 个百分点。
- **盈利预测及投资建议：**公司是重组胶原蛋白医用敷料、功效性护肤品龙头公司，原料研发优势突出，并且在线上营销方面成效显著，电商渠道高速增长，短期虽受舆论风波影响，但从目前销售来看，已有恢复，我们看好公司 Q4 旺季的销售。我们预计公司 2025-2027 年分别实现净利 26.5/32.9/40.2 亿元，分别 YOY+28.3%/+24.2%/+22.3%，折合 EPS 分别为 2.57/3.20/3.91 元。目前股价对应的 PE 分别 21X/17X/14X，估值偏低，继续给与“买进”的投资建议。
- **风险提示：**营销效果不及预期、行业竞争加剧、新品上市进度不及预期
..... 接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1452	2062	2646	3286	4019
同比增减	%	44.88%	42.06%	28.31%	24.18%	22.31%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.49	2.10	2.47	3.07	3.75
同比增减	%	50.51%	40.94%	17.67%	24.18%	22.31%
H 股市盈率 (P/E)	X	34	24	21	17	14
股利 (DPS)	RMB 元	0.89	1.19	1.38	1.72	2.10
股息率 (Yield)	%	1.75%	2.34%	2.72%	3.38%	4.14%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等
	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表（合并后）

人民币百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业总收入	3524	5539	7290	8992	10915
营业总支出	577	992	1305	1610	1954
营业利润	1745	2462	3150	3912	4785
除税前利润	1745	2458	3150	3912	4785
持续经营净利润	1448	2062	2646	3286	4019
归属普通股股东净利润	1452	2062	2646	3286	4019

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	2504	4030	4963	5764	6309
存货	200	311	320	330	340
应收账款及票据	102	141	170	203	244
流动资产合计	4135	6402	7234	8175	9237
固定资产	663	1042	1052	1063	1073
非流动资产合计	838	1636	1767	1908	2061
资产总计	4973	8038	9001	10083	11298
流动负债合计	531	836	978	1144	1339
非流动负债合计	71	82	191	324	483
负债合计	602	918	1169	1468	1822
少数股东权益	9	12	12	12	12
股东权益合计	4371	7120	7832	8615	9476

附三：合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	1092	1772	2041	2248	2401
投资活动产生的现金流量净额	-282	-443	-510	-719	-982
筹资活动产生的现金流量净额	-352	-471	-598	-728	-873
现金及现金等价物净增加额	458	859	933	800	546

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。