

# 公司報告

## 巨子生物 (2367 HK)

### 增长暂缓, 调整开启; 评级下调至中性

- 鉴于公关危机, 投资逻辑从增长转变为战略调整
- 26年或进入调整期, 缺乏催化剂; 我们净利润预测较一致预期低12%
- 净利润预测下调平均逾30%, 评级降至中性; 目标价基于26年末16.0倍市盈率

#### 退居观望: 从长期增长转向战略调整

我们将巨子生物评级由增持下调至中性。公司正面临诸多挑战, 包括一系列声誉危机, 以及其核心品牌可复美(Comfy)在双11大促期间出现两位数下滑。尽管我们认为公司股价已基本消化相关问题及随后下调的25年销售指引(由+25%增长调整为持平/低单位数下降), 但我们对2026年前景仍持谨慎态度。我们认为, 当前市场一致预期可能过于乐观。如下所述, 核心风险在于巨子生物能否守住客户基础并恢复品牌力。巨子生物的投资逻辑已由增长转向战略调整, 我们认为当前尚缺乏明显的反弹催化剂。在企稳迹象更加明朗之前, 我们持观望态度。

- **品牌势能。**可复美正在减少使用高佣金率、成本昂贵的头部博主, 这样的合作持续侵蚀公司盈利能力。这一战略举措虽导致销售短期承压, 但对提升公司长期利润率至关重要。公司正着力扩大自有直销渠道, 以实现更具可持续性的增长。
- **战略取舍。**2026年, 管理层的核心战略难题将在于如何在守护品牌力与保护利润率之间取得平衡。我们预计公司将提高广告与促销费用, 以支撑品牌健康发展, 但这不可避免将对EBIT利润率造成压力, 并限制短期盈利上行空间。
- **缺乏催化剂。**获批的胶原蛋白注射剂及海外扩张具备长期潜力, 但相关催化剂在短期无法带来效益。鉴于商业化推进所需周期较长, 我们预计2027E前销售贡献有限。

#### 盈利预测调整

- 我们将2025-27E收入预测平均下调30%, 以反映管理层最新指引及我们对2026年更加审慎的展望。
- 我们将销售费用率预测从36%上调至38%, 以反映调整阶段下的执行挑战。

#### 估值与风险

- 我们的目标价基于16.0倍(此前为21.5倍)2026年末市盈率, 对应自IPO以来平均估值下方1个标准差(此前为均值)。我们下调目标估值倍数, 以反映巨子生物投资逻辑由可持续增长转向战略重塑。
- **下行风险:**成分热度下降、声誉风险、同行引发价格战。
- **上行风险:**消费者情绪恢复快于预期, 医美业务增长加速。

#### 财务数据

截至12月31日止年度(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	3,524	5,539	5,539	6,065	6,889
同比增长	49.0%	57.2%	0.0%	9.5%	13.6%
归母净利润	1,445	2,061	1,982	2,007	2,205
稀释后每股收益(人民币)	1.48	2.06	1.98	2.00	2.20
同比增长	51%	39%	-4%	1%	10%
市盈率(倍)	21.9x	15.8x	16.4x	16.2x	14.8x
ROE	33.1%	28.9%	24.8%	22.5%	22.3%

资料来源: 公司, 招商證券(香港)预测; 股价截止2025年12月19日

黄铭谦

+852 3189 6357

joosephwong@cmschina.com.hk

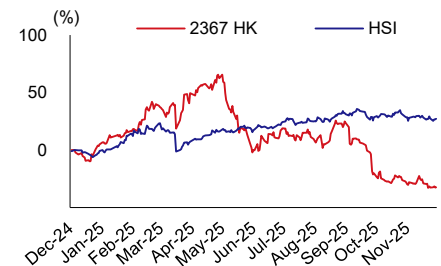
### 招商證券 vs 市场

我们不再进行增长外推, 而是与市场一致预期出现分歧, 预测2026E将进入过渡期, 销售额/净利润预测较市场预期低10%/12%。

### ▼ 中性

前次评级	增持
股价(25年12月29日)	34.5港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	35.0港元 (+1.4%)
前次目标价	64.0港元

#### 股价表现



资料来源: 彭博; 股价截至2025年12月19日

%	1m	6m	12m
2367 HK	(6.6)	(31.3)	(33.3)
恒生指数	(0.8)	10.2	29.6

#### 行业: 消费品

恒生指数(2025年12月19日) 25,588

#### 重要数据

52周股价区间(港元)	34.0 - 87.1
港股市值(百万港元)	36,971
日均成交额(百万港元)	4,21038

#### 主要股东

JUZI HOLDING CO LTD	56.10%
E Fund Management Co	4.95%
GBEBT HOLDING LIMITE	1.83%
Vanguard Group Inc/T	1.73%
总股数(百万股)	1,036
其他/自由流通量	35.39%

资料来源: 公司, 彭博

#### 相关报告

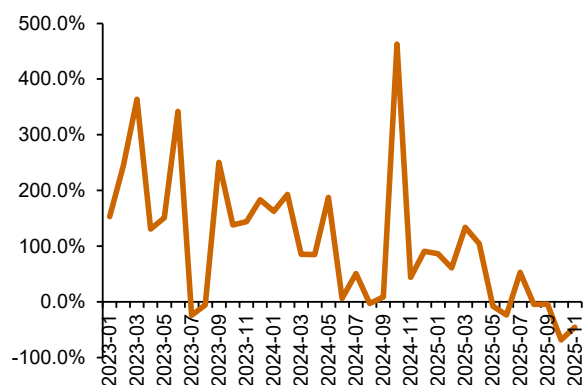
1. 巨子生物(2367 HK) - 品牌风波后估值向均值回归(增持)(2024/8/29)
2. Giant Biogene(2367 HK) - Stronger ahead start(增持)(2025/3/27)
3. 巨子生物(2367 HK) - 三季度表现符合预期; 双十一首战告捷(增持)(2024/10/17)

## 核心讨论

### 品牌势能趋缓，渠道战略调整推进

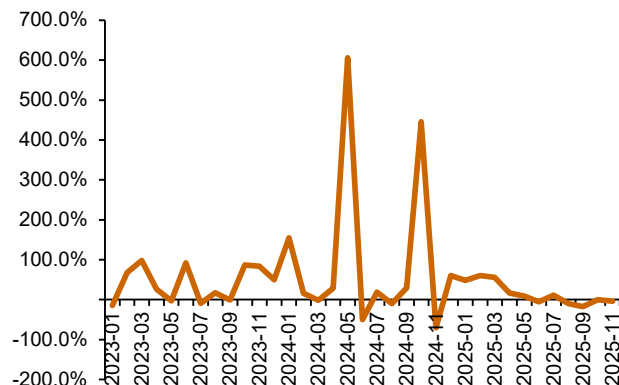
可复美品牌在关键双 11 期间 GMV 同比平均下滑约 30%，显示品牌短期压力仍然存在。为此，巨子生物有意识地减少对头部博主的依赖，以更好地维护价格定位和长期利润结构。我们认为，这一战略调整或导致阶段性销量缺口，自营直播渠道及与中小型 KOL 的合作尚未形成足够规模，无法完全弥补头部 KOL 带来的销售贡献。与此同时，这也反映出品牌正处于转型期，关键挑战在于加快自有渠道建设，并丰富营销组合，以重塑增长动能。

图1: Comfy在抖音平台11月GMV同比下降45%



数据来源: 魔镜, 招商证券 (香港)

图2: .. 而在淘宝/天猫则下滑4%



数据来源: 魔镜, 招商证券 (香港)

### 战略权衡: 短期利润与长期品牌价值

我们预计，巨子生物在 2026 年很可能面临战略两难，需在维护品牌长期价值和保障短期盈利能力之间做出选择。双 11 业绩已充分展现这种权衡的实际影响。公司主动未将可丽金 (Collgene) 的主打产品分配给头部博主，以维护其高端定价，并主动减少与高成本博主合作，以保障利润率。尽管策略较为克制，但这些举措也直接冲击了销量。展望未来，公司 2026 年战略进一步明确，品牌建设需要大幅投入。具体计划包括：

- **加大广告及促销投入:** 承诺每月开展营销活动，与顶级 IP 合作，对可丽金进行品牌定位重塑，并首次引入品牌代言人，这些举措都将显著增加市场及促销费用。
- **积极产品管线:** 四款“S 级”新品的推出及现有产品线 (嘭嘭、祛痘等) 的全面升级，将需要大量研发和市场投入，以实现其宏大的销售目标 (如每款新品首年销售 1 亿元)。

这一必要的投入提升将导致销售及管理费用占比上升，2025E 甚至 2026E 年净利润或将下滑。

图3: 我们将2025-27E年销售预测下调了22-37%，以反映更新后的管理层指引及我们所述假设

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	5,539	6,065	6,889	7,084	8,924	10,962	-21.8%	-32.0%	-37.2%
Gross Profit	4,488	4,851	5,444	5,750	7,160	8,688	-22.0%	-32.2%	-37.3%
Operating Profit	2,256	2,286	2,530	2,896	3,555	4,227	-22.1%	-35.7%	-40.2%
Net profit	1,982	2,007	2,205	2,504	3,041	3,589	-20.8%	-34.0%	-38.5%
GPM	81.0%	80.0%	79.0%	81.2%	80.2%	79.3%	-0.2ppt	-0.2ppt	-0.2ppt
OPM	40.7%	37.7%	36.7%	40.9%	39.8%	38.6%	-0.2ppt	-2.1ppt	-1.8ppt
NPM	35.8%	33.1%	32.0%	35.3%	34.1%	32.7%	0.4ppt	-1ppt	-0.7ppt

数据来源: 招商证券(香港)

图4: 我们认为市场对2026-27E的盈利预测或过于乐观

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	5,539	6,065	6,889	5,764	6,699	7,854	-3.9%	-9.5%	-12.3%
Gross Profit	4,488	4,851	5,444	4,667	5,384	6,304	-3.8%	-9.9%	-13.7%
Operating Profit	2,256	2,286	2,530	2,145	2,372	2,755	5.2%	-3.6%	-8.2%
Net profit	1,982	2,007	2,205	2,009	2,290	2,667	-1.3%	-12.4%	-17.3%
GPM	81.0%	80.0%	79.0%	81.0%	80.4%	80.3%	0.1ppt	-0.4ppt	-1.2ppt
OPM	40.7%	37.7%	36.7%	37.2%	35.4%	35.1%	3.5ppt	2.3ppt	1.6ppt
NPM	35.8%	33.1%	32.0%	34.9%	34.2%	34.0%	0.9ppt	-1.1ppt	-1.9ppt

数据来源: Visible alpha, 招商证券(香港)

### 催化剂空窗期: 注射类产品的显著销售预计 2027E 之后才会出现

重组胶原蛋白注射剂有望于 2025 年 10 月获批, 这将成为重要的里程碑事件, 但其属于较远期及长期催化剂, 无法解决公司目前所面临的问题。我们认为, 2026E 可能存在显著的“催化剂空窗期”, 因为从商业化到实现显著收入贡献需要时间, 并且资源投入较大。

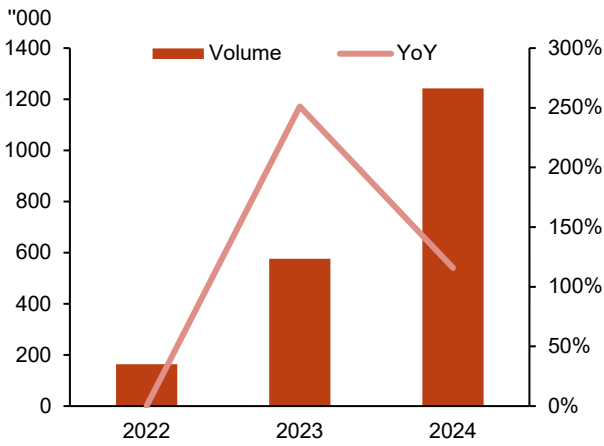
- **商业化仍处于初级阶段:** 巨子生物目前仍在商业化的基础期, 包括组建医美事业部和招募具备丰富经验的专业人才。
- **市场渗透进展逐步:** 根据管理层规划, 初步目标是在 2026 年底前实现对约 2,000 家医院的覆盖, 体现出推广进展相对谨慎和有序, 而非快速占领市场。
- **同业可比进程:** 竞争对手锦波类似产品商业化的成功案例为巨子生物提供了现实参考。锦波的产品于 2021 年 6 月上市, 历时两年多才实现十亿元人民币的收入规模。如果参照类似发展路径, 巨子生物的相关产品最早也需至 2027 年才会有实质性销售贡献。

图5: 巨子生物医美注射剂产品线

Classification	SKU	Indication	Approval date
Class III	Recombinant Collagen skin rejuvenating powder	Crow's feet	Oct-25
Class III	Recombinant Collagen skin rejuvenating cream	Skinbooster	N/A
Class III	Recombinant Collagen skin rejuvenating hydrogel	Correction of moderate to severe neck lines.	Priority approval granted
Class III	Cross-linked Recombinant Collagen hydrogel	Correction of moderate to severe nasolabial folds	N/A

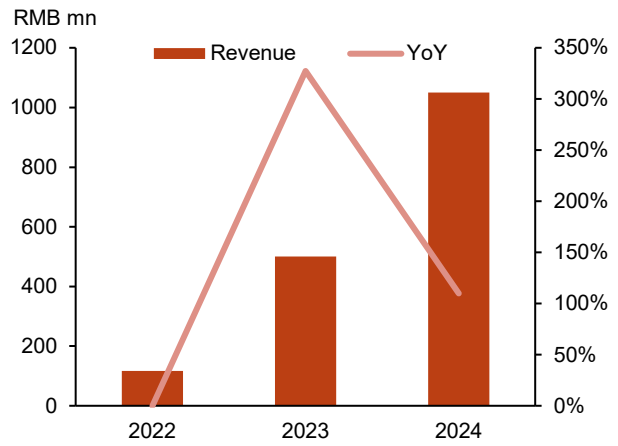
数据来源: 公司数据, 招商证券(香港)

图6: 锦波生物的唯伊美销量增长...



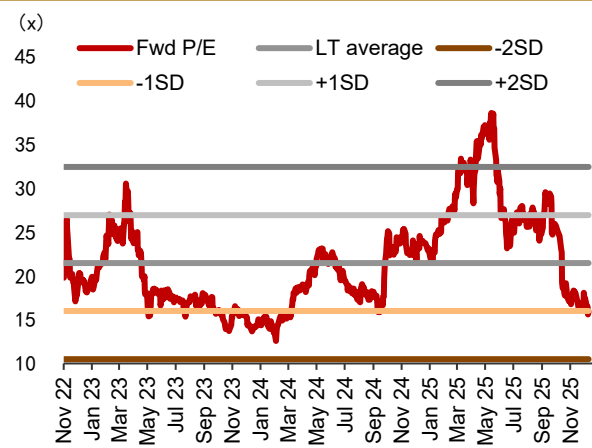
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

图7: .....及其收入提升轨迹



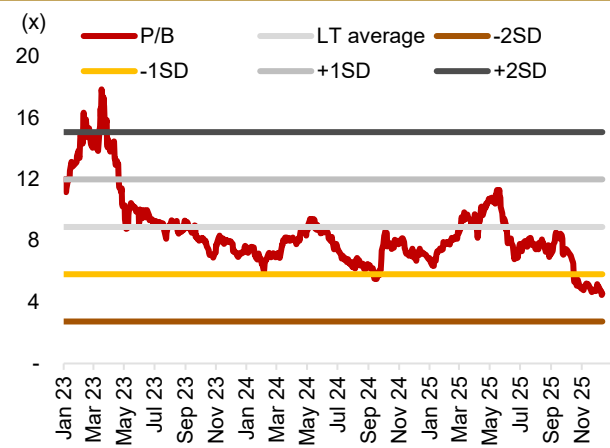
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

图8: 前瞻市盈率



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港) 预测

图9: 市净率



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

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	1,085	1,227	1,389
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
<b>非流动性资产总值</b>	<b>838</b>	<b>1,636</b>	<b>1,678</b>	<b>1,819</b>	<b>1,980</b>
库存	200	311	346	366	436
应收账款及预付款	102	141	141	163	198
其他	1,329	1,920	1,920	1,920	1,920
银行结余及现金	2,504	4,030	4,909	5,732	6,628
<b>流动性资产总值</b>	<b>4,135</b>	<b>6,402</b>	<b>7,315</b>	<b>8,181</b>	<b>9,181</b>
<b>资产总值</b>	<b>4,973</b>	<b>8,038</b>	<b>8,993</b>	<b>10,000</b>	<b>11,161</b>
应付款项	133	287	230	253	301
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	672	755	874
<b>流动负债</b>	<b>531</b>	<b>836</b>	<b>909</b>	<b>1,014</b>	<b>1,181</b>
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	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>71</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>82</b>
<b>总负债</b>	<b>602</b>	<b>918</b>	<b>991</b>	<b>1,096</b>	<b>1,263</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	4,362	7,108	7,991	8,892	9,887
其他	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
非控股权益	9	12	12	12	12
<b>权益总额</b>	<b>4,371</b>	<b>7,120</b>	<b>8,003</b>	<b>8,904</b>	<b>9,898</b>
<b>权益与负债总额</b>	<b>4,973</b>	<b>8,038</b>	<b>8,993</b>	<b>10,000</b>	<b>11,161</b>

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,745	2,458	2,432	2,463	2,706
利息收入	-47	-139	-139	-139	-139
物业、厂房及设备折旧	31	43	67	70	79
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	38	63	63
<b>其他</b>	<b>-187</b>	<b>1,334</b>	<b>-360</b>	<b>-357</b>	<b>-389</b>
<b>来自经营活动的现金流</b>	<b>1,648</b>	<b>3,429</b>	<b>2,040</b>	<b>2,101</b>	<b>2,321</b>
资本支出	-226	-251	-111	-212	-241
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
<b>来自投资活动的现金流</b>	<b>-527</b>	<b>-666</b>	<b>28</b>	<b>-74</b>	<b>-102</b>
已付股息	0	-1,237	-1,189	-1,204	-1,323
资本增加	0	0	0	0	0
其他	52	1	0	0	0
<b>来自融资活动的现金流</b>	<b>52</b>	<b>-1,236</b>	<b>-1,189</b>	<b>-1,204</b>	<b>-1,323</b>
<b>净现金流</b>	<b>1,172</b>	<b>1,526</b>	<b>879</b>	<b>823</b>	<b>896</b>

损益表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	<b>3,524</b>	<b>5,539</b>	<b>5,539</b>	<b>6,065</b>	<b>6,889</b>
销售成本	-577	-992	-1,051	-1,213	-1,445
<b>毛利</b>	<b>2,947</b>	<b>4,547</b>	<b>4,488</b>	<b>4,851</b>	<b>5,444</b>
经销开支	-1,164	-2,008	-1,994	-2,305	-2,618
行政开支	-97	-151	-150	-164	-186
其他	-75	-106	-89	-97	-110
<b>经营溢利</b>	<b>1,611</b>	<b>2,282</b>	<b>2,256</b>	<b>2,286</b>	<b>2,530</b>
财务成本	0	0	0	0	0
其他收益(成本)	134	176	176	176	176
<b>税前利润</b>	<b>1,745</b>	<b>2,458</b>	<b>2,432</b>	<b>2,463</b>	<b>2,706</b>
所得税开支	-297	-396	-450	-456	-501
<b>净利润</b>	<b>1,448</b>	<b>2,062</b>	<b>1,982</b>	<b>2,007</b>	<b>2,205</b>
非控股权益	-4	-1	0	0	0
<b>本公司拥有人应占利润</b>	<b>1,445</b>	<b>2,061</b>	<b>1,982</b>	<b>2,007</b>	<b>2,205</b>
摊薄每股盈利(人民币)	1.48	2.06	1.98	2.00	2.20
每股股息(人民币)	0.90	1.19	1.21	1.23	1.35

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>同比增长率变化</b>					
收入	49.0%	57.2%	0.0%	9.5%	13.6%
毛利	47.7%	54.3%	-1.3%	8.1%	12.2%
经营利润	-2.2%	-4.5%	-0.5%	-3.0%	-1.0%
净利润	44.9%	42.1%	-3.9%	1.3%	9.9%
每股盈利	51.0%	39.1%	-3.9%	1.3%	9.9%
<b>利润率</b>					
毛利润率	83.6%	82.1%	81.0%	80.0%	79.0%
经营利润率	45.7%	41.2%	40.7%	37.7%	36.7%
净利润率	41.2%	37.2%	35.8%	33.1%	32.0%
<b>流动性</b>					
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
<b>现金流与杠杆率</b>					
自由现金流	1873.8	3680.2	2150.3	2312.9	2562.0
股息分配比率	61%	60%	60%	60%	60%
股息率	2.6%	3.5%	3.5%	3.6%	3.9%
<b>回报分析</b>					
ROE	33.1%	28.9%	24.8%	22.5%	22.3%
ROA	29.0%	25.6%	22.0%	20.1%	19.8%
ROCE	39.3%	34.1%	30.1%	27.4%	27.1%
<b>估值倍数</b>					
P/E	21.9	15.8	16.4	16.2	14.8
P/B	7.7	4.9	4.3	3.9	3.5

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.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

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。

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