

医美管线获批落地，有望重回健康增长

核心观点

公司发布 2025 年度业绩公告，受行业竞争及外部舆情影响，收入与利润端短期承压，业绩符合我们此前预期。可复美品牌持续推新，产品结构持续优化。可丽金品牌聚焦抗老，延续稳健增长。多款三类医疗器械注册证成功获批，医美产品即将步入商业化阶段，有望开启第二增长曲线。展望 2026：1）重点关注 III 类医美器械产品上市及渠道放量；2）战略向“多品牌、多品类、多渠道”转型，强化自营体系。公司作为国内重组胶原蛋白领域龙头企业，积极调整经营策略，看好公司重回健康增长轨道。

事件

公司发布 2025 年度业绩公告及分红派息公告

公司发布 2025 年度业绩公告，2025 年营收 55.19 亿元，同比下降 0.4%；净利润 19.15 亿元，同比下降 7.1%。董事会建议派发截至 2025 年 12 月 31 日止年度的末期股息每股人民币 0.54 元，特别股息每股人民币 0.67 元，总计每股 1.21 元。

简评

短期业绩增长放缓，品牌经营展现韧性

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,539	5,519	6,082	6,809	7,820
YOY(%)	57.2	-0.4	10.2	12.0	14.8
净利润(百万元)	2,062	1,915	2,002	2,228	2,545
YOY(%)	42.1	-7.2	4.6	11.3	14.2
毛利率(%)	82.1	80.3	79.0	79.7	80.4
净利率(%)	37.2	34.7	32.9	32.7	32.5
ROE(%)	29.0	19.3	17.2	16.5	16.2
EPS(元/股，摊薄)	1.93	1.79	1.87	2.08	2.38
P/E(倍)	13.0	14.0	13.4	12.0	10.5
P/B(倍)	3.8	2.7	2.3	2.0	1.7

资料来源：iFinD，中信建投证券

巨子生物(2367.HK)

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn
SAC 编号:S1440520030001
SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn
SAC 编号:S1440519080003
SFC 编号:BVX723

刘乐文

liulewen@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521080003
SFC 编号:BPC301

叶乐

yele@csc.com.cn
SAC 编号:S1440519030001
SFC 编号:BOT812

袁全

yuanquan@csc.com.cn
SAC 编号:S1440523070006

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521100001

贺菊颖

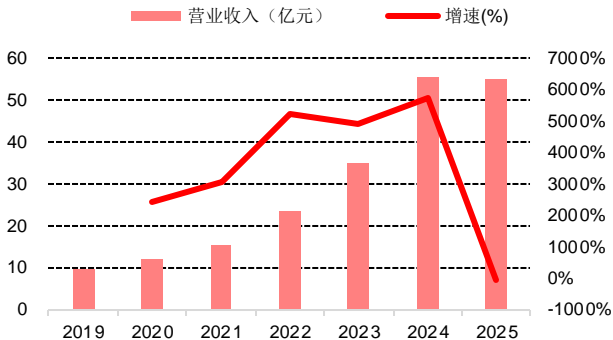
hejuying@csc.com.cn
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ591

发布日期： 2026 年 04 月 19 日
当前股价： 27.82 港元

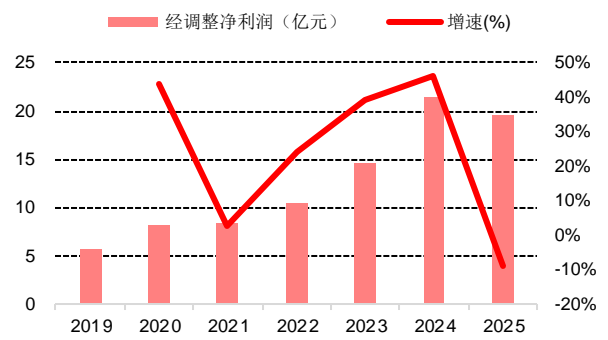
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.58/-8.18	-22.16/-18.52	-59.80/-83.50
12 月最高/最低价(港元)		84.90/27.50
总股本(万股)		107,090.40
流通 H 股(万股)		107,090.40
总市值(亿港元)		297.93
流通市值(亿港元)		295.37
近 3 月日均成交量(万)		514.38
主要股东		
Juzi Holding Co., Ltd		54.36%

图表1：巨子生物营业收入及增速（亿元）


资料来源：公司公告，iFind，中信建投

图表2：巨子生物经调整净利润及增速（亿元）


资料来源：公司公告，iFind，中信建投

2025 年公司营收 55.19 亿元，同比下降 0.37%；净利润 19.15 亿元，同比下降 7.15%；经调整净利润 19.60 亿元，同比下降 8.9%；业绩短期承压主要受到行业竞争加剧及外部舆情影响，核心大单品短期增长有所放缓。随着公司持续提高精细化运营能力，巩固明星单品增长及核心产品升级迭代，叠加公司新品推出后实现快速放量，有望推动核心品牌恢复健康增长。

两大品牌表现分化，产品矩阵升级迭代。从品牌来看，2025 年可复美品牌收入为 44.70 亿元，同比下降 1.6%；可丽金品牌收入为 9.18 亿元，同比增长 9.2%；其他专业皮肤护理品牌收入为 1.09 亿元，同比下降 21.0%；保健食品及其他产品收入为 0.22 亿元，同比增长 17.8%。**可复美品牌持续推新，产品结构持续优化：**（1）明星单品受达播影响销售有所波动，但市场认可度持续提升，年内正式推出首次添加专有重组 IV 型胶原蛋白的胶原棒 2.0，有望延续大单品生命周期；（2）产品矩阵不断完善，上新首次添加专研 IV 型热塑胶原的可复美帧域密修系列，聚焦医美术后热损伤修复，在线下品牌零售渠道获得积极反馈；叠加焦点面霜等新品保持高速健康增长，持续贡献收入增量。**可丽金品牌聚焦抗老，延续稳健增长，主要受益于：**（1）胶原大魔王 3.0 版本在核心成分、配方构建、包装视觉等方面实现升级，进一步加强抗老涂抹面膜品类等心智认知，市场反馈良好；（2）公司积极拓展线上渠道，品牌知名度进一步提升。

线上运营面临挑战，线下渠道持续拓展触点。公司 2025 年（1）**线上 DTC 直销：**实现营收 34.02 亿元，同比下降 5.2%，主要由于达播端收入受到行业价格竞争加剧及外部冲击影响有所承压，但公司通过新设自播间及强化自营端运营，部分对冲了业绩下行压力。（2）**线上电商平台：**实现营收 5.08 亿元，同比增长 34.8%，主要受益于京东等渠道依托“械妆协同”及精细化运营实现强劲增长。（3）**线下直销：**实现营收 2.25 亿元，同比增长 32.2%，持续拓展线下销售触点，公司产品进入约 1700 家公立医院，约 3000 家私立医院和诊所，超过 13 万家连锁药房门店和约 6000 家 CS/KA 门店，截至 25 年末已经在全国拥有 32 家可复美品牌专卖店。（4）**经销渠道：**实现营收 13.83 亿元，同比下降 1.5%，主要系公司为维护产品价格体系主动加强渠道销售管控所致。（5）**海外市场：**加大海外市场覆盖，可复美正式入驻新加坡及马来西亚屈臣氏、韩国首尔新罗免税店、北美线上渠道等，品牌影响力有望持续提升。

盈利水平略有回落，经营质量保持健康。2025 年公司毛利率为 80.3% (-1.8 pct)；净利率为 34.7% (-6.7 pct)。毛利率下降主要受产品品类结构变化（高毛利的精华类胶原棒及部分医疗敷料占比变化）、物流发货包装升级以及新厂房投入运营带来的相关成本增加影响。费用方面，销售费用率 37.25% (+1.0 pct)；管理费用率 4.7% (+0.1 pct)，研发费用率 1.61% (-0.3 pct)。销售费用率上升主要系公司持续加大品牌宣传与渠道建设投入，研发费用率下降主要由于公司部分研发项目进入成果转化阶段，目前公司在研项目超过 140 项，获授权及申请中专利 209

项，持续深耕 I 型、IV 型胶原蛋白与稀有人参皂苷研究，后续在研项目推进将为公司持续贡献增长来源。

未来展望：1) 关注 III 类器械商业化落地，打造全新业绩增长点。公司已成立独立医美事业部，积极孵化利妍等医美新品牌，III 类医疗器械产品重组 I 型 $\alpha 1$ 亚型胶原蛋白冻干纤维和重组 I 型 $\alpha 1$ 亚型胶原蛋白及透明质酸钠复合溶液分别于 25M10 和 26M1 获批；随着公司加快推进已获批产品的上市筹备工作，持续深耕后续管线的研发和报批，有望逐步打造全新业绩增长点。**2) 战略升级“多品牌、多品类、多渠道”，重回健康增长轨道。**公司近年来持续证明自身新品研发及推广能力，可复美胶原棒 2.0 和可丽金大魔王 3.0 已如期上市，可复美焦点面霜、可丽金胶卷面霜及胶卷眼霜等产品贡献有望继续提升。随着公司持续推进渠道精细化运营及产品矩阵构建，加大自营阵地建设，我们预计 26 年可复美及可丽金两大品牌有望重回健康增长轨道。

盈利预测及投资评级

我们预测 2026-2028 年，公司营收分别为 60.82、68.09 和 78.20 亿元，分别同比增长 10.2%、12.0% 和 14.8%；归母净利润分别为 20.02、22.28 和 25.45 亿元，分别同比增长 4.6%、11.3% 和 14.2%。折合 EPS 分别为 1.87 元/股、2.08 元/股和 2.38 元/股，对应 PE 为 13X、12X 和 11X，维持“买入”评级。

风险分析

功效性护肤品市场增长不及预期；线上直销渠道拓展不及预期：公司目前从品类来看功效性护肤品业务收入占营收比例超 70%，是目前公司最重要收入来源，渠道方面线上渠道占比超 60%，功效性护肤品市场增长及线上渠道拓展不及预期将对公司主营业务增长带来影响。

研发进度不及预期：公司目前在研管线丰富，III 类器械等相关品种研发进度如不及预期可能影响未来收入增长。

负面新闻及产品事件对公司品牌影响的风险：公司目前主要收入来自可复美及可丽金两大品牌，负面事件对品牌经营可能造成一定影响。

单一经销商依赖的风险。

不良医疗事件可能对行业造成冲击超出预期。

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部。

2020年-2023年新财富最佳分析师医药行业入围、第5名、第4名、第3名团队核心成员，2024-2025年证券时报医药行业最佳分析师第2名团队核心成员。2024年-2025年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第1名、第2名。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、CRO、基因测序等细分领域。

2025年、2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

叶乐

纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025年、2024年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护、IP潮玩等消费产业研究。

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、原料药、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024年、2023年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

黄杨璐

纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk