

巨子生物(02367)

报告日期: 2026年06月02日

# 景气拐点逐步明晰, 静待王者归来

## ——巨子生物更新报告

### 投资要点

□ **短期数据拐点确立催化** (妆品线上销售额 5-6 月增速望转正、医美逐步贡献增量), 中长期渠道结构优化+新品周期开启驱动景气向上, 长期出海+医美多款产品商业化打开成长空间。

□ **短期: 妆品经营数据拐点确立催化, 预计 5-6 月线上销售额增速转正、ROI 改善**

25 年自 6 月来因外部舆情+主动渠道/营销调整致基数较低, 随着 618 大促加持+新品放量+大单品持续渗透, 经营数据拐点望逐步确立、景气进入修复通道。据蝉妈妈, 5 月抖音渠道销售边际改善, 随基数走低+势能持续释放, 6 月望继续强化, 可复美 5 月 (截至 28 日, 下同) 抖音 GMV 同比-11% (26Q1/26M4 同比-29%/-19%), 可丽金 5 月抖音 GMV 同比+32% (26Q1/26M4 同比-3%/-7%), 两者合计 5 月抖音 GMV 同比-6% (26Q1/26M4 同比-23%/-16%)。

□ **中长期: 产品、渠道双重共振**

① **渠道: 强化自播能力, 优化达播合作、降低单一主播依赖, 26M5 品牌自播/商品卡/达播 GMV 占比 20%/20%/50%+ (蝉妈妈)。**

✓ **自播体系强化: 搭建自播矩阵 (可复美官方旗舰店等综合直播间+可复美胶原水乳/超透棒等单品直播间)、打造总裁大场等直播 IP。**

✓ **达播合作常态化: 构建与品牌定位/受众契合的多元化达人矩阵, 合作趋于常态化 (5 月合作费乃亮/小奶桔/黄子韬等达播)。**

② **新品周期开启、超透棒 (S+级) 崭露头角, 新增长极发力**

✓ **可复美: 2 月上新胶原乳 2.0, 3 月上新焦点面霜分肤专研; 4 月推出 S+新品超透棒 (主打透亮/去浊相/水油黄金配比), 上市首周全渠道自营 GMV 破 3000 万、4-5 月抖音 GMV 破 5000 万, 中长期对标大单品胶原棒、有望 3-5 年成长为 10 亿级单品; 5 月推出柔焦精华 (主打无酸焕肤)。**

✓ **可丽金: 重塑定位, 26Q2 上新胶卷小金瓶&胶卷水乳 (主打结构抗垮)。**

□ **长期: 出海+医美商业化打开成长空间**

✓ **护肤: 品牌认知度、渠道运营力等基本盘稳固, 产品矩阵+重组胶原蛋白&人参皂苷原料优势, 构建多元增长。**

✓ **医美: 医美业务公布四款在研产品管线, 已有两款 III 类医疗器械产品获批, 分别是重组 I 型  $\alpha 1$  亚型胶原蛋白冻干纤维 (2025 年 10 月获批) 和重组 I 型  $\alpha 1$  亚型胶原蛋白及透明质酸钠复合溶液 (2026 年 1 月获批), 其他 2 款有序推进中。首款产品(可丽金芯生)主攻眼纹改善, 26Q2 正式商业化。**

✓ **出海: 2025 年公司已成功进入多个海外市场, 旗下品牌可复美已入驻新加坡和马来西亚的屈臣氏、韩国首尔新罗免税店以及北美线上渠道。**

□ **盈利预测与估值**

考虑到 25 年 1-5 月达播高基数、重组胶原蛋白赛道竞争激烈, 我们预计 26-28 年公司归母净利润 19.59/23.60/27.62 亿元 (包含医美业务在内), 同比 +2%/+20%/+17%, 对应 6.1 日市值 PE 为 14/11/10 倍。短期经营数据拐点逐步确立带来催化, 中长期医美+护肤协同驱动, 当前估值低位, 维持“买入”评级。

□ **风险提示**

新品放量不及预期, 医美械三获批不及预期, 营销转化效率不及预期, 医美产品商业化不及预期

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 罗晓婷

执业证书号: S1230525020003

luoxiaoting@stocke.com.cn

分析师: 周舒怡

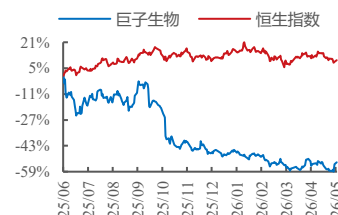
执业证书号: S1230525060002

zhoushuyi@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	HK\$29.48
总市值(百万港元)	31,299.03
总股本(百万股)	1,061.70

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《业绩符合预期, 看好品牌势能持续向上》 2025.08.29
- 2 《可复美延续高增势能超预期, 子品牌可丽金提速未来可期》 2025.04.10
- 3 《收入及利润均超预期, 品类拓展卓有成效+全渠道向好》 2024.09.02

## 财务摘要

单位/百万	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5519	6044	7065	8164
(+/-) (%)	0%	10%	17%	16%
归母净利润	1915	1959	2360	2762
(+/-) (%)	-7%	2%	20%	17%
每股收益(元)	1.83	1.84	2.22	2.60
P/E	13.90	13.79	11.45	9.78

资料来源：浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	9,019	10,908	13,265	16,030	<b>营业收入</b>	5,519	6,044	7,065	8,164
现金	6,306	8,098	10,172	12,659	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	202	201	216	227	<b>营业成本</b>	1,085	1,149	1,333	1,526
存货	391	383	437	487	销售费用	2,056	2,325	2,680	3,067
其他	2,119	2,225	2,440	2,657	管理费用	168	181	212	245
<b>非流动资产</b>	1,823	1,864	1,908	1,957	研发费用	89	103	113	131
固定资产	1,204	1,221	1,241	1,266	财务费用	(167)	(63)	(81)	(102)
无形资产	15	19	23	26	<b>除税前溢利</b>	2,350	2,389	2,878	3,368
其他	605	625	645	665	所得税	436	430	518	606
<b>资产总计</b>	10,841	12,772	15,173	17,987	<b>净利润</b>	1,915	1,959	2,360	2,762
<b>流动负债</b>	800	876	1,021	1,176	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	6	6	6	6	<b>归属母公司净利润</b>	1,915	1,959	2,360	2,762
应付账款及票据	199	217	252	288	<b>EBIT</b>	2,183	2,326	2,797	3,267
其他	595	653	763	882	<b>EBITDA</b>	2,265	2,414	2,883	3,348
<b>非流动负债</b>	117	117	117	117	<b>EPS (元)</b>	1.83	1.84	2.22	2.60
长期债务	0	0	0	0					
其他	117	117	117	117					
<b>负债合计</b>	917	993	1,138	1,293	<b>主要财务比率</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
普通股股本	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
储备	10,078	11,932	14,188	16,846	营业收入	-0.37%	9.52%	16.90%	15.56%
<b>归属母公司股东权益</b>	9,911	11,766	14,022	16,680	归属母公司净利润	-7.15%	2.29%	20.49%	17.03%
少数股东权益	13	13	13	13	<b>获利能力</b>				
<b>股东权益合计</b>	9,925	11,779	14,036	16,694	毛利率	80.34%	80.99%	81.14%	81.31%
负债和股东权益	10,841	12,772	15,173	17,987	销售净利率	34.70%	32.41%	33.40%	33.83%
					ROE	19.32%	16.65%	16.83%	16.56%
					ROIC	17.91%	16.18%	16.33%	16.04%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	资产负债率	8.45%	7.77%	7.50%	7.19%
<b>经营活动现金流</b>	1,781	2,136	2,437	2,851	净负债比率	-63.47%	-68.70%	-72.43%	-75.79%
净利润	1,915	1,959	2,360	2,762	流动比率	11.27	12.45	12.99	13.63
少数股东权益	0	0	0	0	速动比率	10.78	12.01	12.56	13.21
折旧摊销	82	88	86	82	<b>营运能力</b>				
营运资金变动及其他	(216)	89	(9)	7	总资产周转率	0.58	0.51	0.51	0.49
<b>投资活动现金流</b>	(319)	(240)	(260)	(260)	应收账款周转率	32.16	29.97	33.86	36.89
资本支出	(429)	(110)	(110)	(110)	应付账款周转率	4.47	5.53	5.69	5.65
其他投资	110	(130)	(150)	(150)	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	918	0	0	0	每股收益	1.83	1.84	2.22	2.60
借款增加	(7)	0	0	0	每股经营现金流	1.66	2.01	2.30	2.69
普通股增加	2,202	0	0	0	每股净资产	9.26	11.08	13.21	15.71
已付股利	(1,282)	0	0	0	<b>估值比率</b>				
其他	5	0	0	0	P/E	13.90	13.79	11.45	9.78
<b>现金净增加额</b>	2,276	1,792	2,074	2,487	P/B	2.75	2.30	1.93	1.62
					EV/EBITDA	9.25	7.84	5.84	4.29

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>