



巨子生物 (2367.HK): 线上业务扩张势头不减, 2023 年业绩有望好于市场预期

虽然多数化妆品企业在 2023 年受到线上平台收入增长放缓的影响, 但由于巨子生物线上业务仍在爬坡期, 线上收入占比大幅提升, 我们预计公司 2023 年业绩有望好于市场预期。中长期来看, 巨子生物线上业务以及化妆品品类收入的提升、医美注射品类的推出均为公司收入提供更大的增长空间。基于以上因素, 我们小幅上调了巨子生物 2023 年的盈利预期, 并基本保持 2024-2025 年的盈利预测。我们维持目标价 43 港元以及“买入”评级。

• **2023 年业绩有望好于市场预期:** 由于巨子生物线上布局仍在不断扩张, 叠加旗下功能性护肤品收入占比的提升, 我们认为 2023 年公司整体收入仍保持高速增长。我们预计公司线上渠道收入占比在 2023 年末接近 70% (2022 年末占比为 56.6%), 功能性护肤品增速高于医用敷料品类, 带动 2H23 收入同比增长 32.4%, 毛利率同比基本持平, 促使巨子生物 2023 年有望取得高于 2023 年年中制定的管理层指引 (收入同比增长 40%+) 的业绩增长。

• **2024 年存在更大的可能性:** 除了线上平台和化妆品收入的扩张的因素外, 我们认为以下两点也将有助于推动公司 2024 年收入的增长:
1) 医美注射产品上市: 公司预计 2 款基于重组胶原蛋白的医美注射类产品分别将于 1H24 和 1H25 获批上市;
2) 市场营销塑造品牌价值: 公司逐步通过各类营销手段提高品牌专注度, 塑造品牌价值, 促使品牌力转化为收入增长。我们预计巨子生物 2024 年收入同比增长超 30%。

• **利润率降幅有望收窄:** 虽然高毛利的医美产品可拉升公司毛利率水平, 但因医美产品收入的规模在 2024 年尚且较小, 且线上平台竞争加剧以及低毛利的化妆品收入占比提升, 这些因素都将令巨子生物 2024 年毛利率保持下降趋势, 但我们预计降幅将有所缩窄。同时, 公司的市场营销费用率的提升也将拉低净利率水平, 但是考虑到公司目前费用率水平大幅低于同业, 我们认为营销费用率的提升有助于公司提升品牌形象, 进而促进收入增长, 利大于弊。

• **维持目标价以及“买入”评级:** 基于巨子生物 2023 年业绩增长确定性, 我们适度上调公司 2023E 的盈利预测, 除此之外, 我们基本保持 2024-2025E 盈利预测。我们维持目标价 43 港元以及“买入”评级。

• **投资风险:** 行业需求放缓; 化妆品线上竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,552	2,364	3,433	4,665	6,148
同比变动 (%)	30.4%	52.3%	45.2%	35.9%	31.8%
归母净利润	828	1,002	1,391	1,817	2,381
同比变动 (%)	0.2%	21.0%	38.8%	30.7%	31.0%
PE (X)	38.2	32.3	22.9	17.4	13.2
ROE (%)	112.3%	52.0%	39.4%	35.4%	32.9%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2024 年 1 月 11 日

评级

买入

目标价 (港元)	43.0
潜在升幅/降幅	+22.2%
目前股价 (港元)	35.2
52 周内股价区间 (港元)	28.4-58.8
总市值 (百万港元)	35,024
近 3 月日均成交额 (百万港元)	100.3

注: 截至 2024 年 1 月 10 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 巨子生物

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,552	2,364	3,433	4,665	6,148
同比	30.4%	52.3%	45.2%	35.9%	31.8%
销售成本	-198	-369	-551	-765	-1,028
毛利	1,354	1,995	2,881	3,899	5,120
毛利率	87.2%	84.4%	83.9%	83.6%	83.3%
销售费用	-346	-706	-1,188	-1,683	-2,218
管理费用	-72	-111	-100	-140	-184
研发费用	-25	-44	-69	-93	-123
核心经营溢利	911	1,134	1,525	1,983	2,594
经营利润率	58.7%	48.0%	44.4%	42.5%	42.2%
其他经营收入和损失	53	31	79	103	131
经营溢利	964	1,165	1,604	2,086	2,725
净融资成本	9	13	30	50	73
其他	0	-1	0	0	0
税前溢利	973	1,178	1,635	2,136	2,799
所得税开支	-145	-176	-245	-320	-419
所得税率	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东权益	0	0	-1	-1	-1
归母净利润	828	1,002	1,391	1,817	2,381
归母净利润率	53.3%	42.4%	40.5%	39.0%	38.7%
同比	0.2%	21.0%	38.8%	30.7%	31.0%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	274	491	507	521	535
使用权资产	59	60	68	76	84
投资资产	24	0	0	0	0
预付款	70	41	41	41	41
无形资产	8	7	8	9	10
其他	1	1	1	1	1
非流动资产	437	600	626	649	671
存货	89	184	184	283	380
应收贸易款项	66	69	182	247	325
其他应收款项—即期部分	28	87	87	87	87
金融性资产	156	866	866	866	866
现金及等同现金项目	7,103	1,331	2,725	4,482	6,822
流动资产	7,441	2,538	4,044	5,966	8,482
应付贸易款项	24	55	194	323	480
租赁负债—即期部分	0	1	1	1	1
其他应付款项及应计费用	6,363	136	136	136	136
当期所得税负债	71	75	75	75	75
应付分红	367	0	0	0	0
其他	18	14	14	14	14
流动负债	6,843	281	421	549	707
租赁负债	0	2	2	2	2
递延收益	18	18	20	20	20
应付税款	1	0	0	0	0
非流动负债	18	20	22	22	22
股本	0	0	0	0	0
储备	1,017	2,833	4,224	6,042	8,423
非控制性权益	0	4	3	2	1
权益	1,017	2,837	4,227	6,044	8,424

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除所得税前溢利	973	1,178	1,635	2,136	2,799
折旧	22	24	44	46	47
摊销	1	1	1	2	2
融资开支净额	-9	-13	-30	-50	-73
存货减少/(增加)	-25	-94	0	-99	-97
应收贸易款项(增加)/减少	-11	-4	-112	-65	-78
其他应收款项减少/(增加)	-19	-62	0	0	0
应付贸易款项(减少)/增加	-8	31	140	128	158
其他应付款项及应计费用增加	14	-3	2	0	0
已付所得税	-218	-173	-245	-320	-419
其他	-26	46	-12	-12	-12
经营活动所得(所用)现金净额	692	932	1,423	1,766	2,326
购入物业、机器及设备	-58	-153	-70	-70	-70
购入土地使用权	-36	0	0	0	0
购入无形资产	0	-1	-3	-3	-3
已收取利息	9	13	30	50	73
购入金融性资产	1,447	-719	0	0	0
其他	201	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	1,563	-859	-43	-23	0
股份发行	7,094	-11,646	0	0	0
股东注资	0	4	0	0	0
收购	-68	0	0	0	0
已付股利	-2,550	-367	0	0	0
已付利息	0	-16	0	0	0
其他	0	6,236	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	4,476	-5,790	0	0	0
现金及现金等价物变动	6,731	-5,717	1,380	1,743	2,326
于年初的现金及现金等价物	368	7,103	1,331	2,725	4,482
现金及现金等价物汇兑差额	4	-55	14	14	14
于年末的现金及现金等价物	7,103	1,331	2,725	4,482	6,822

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	0.83	0.98	1.38	1.83	2.39
每股销售额	1.55	2.32	3.41	4.69	6.18
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	30.4%	52.3%	45.2%	35.9%	31.8%
经营溢利	45.2%	0.3%	20.9%	37.7%	30.0%
归母净利润	0.2%	21.0%	38.8%	30.7%	31.0%
费用与利润率					
毛利率	87.2%	84.4%	83.9%	83.6%	83.3%
经营利润率	58.7%	48.0%	44.4%	42.5%	42.2%
归母净利润率	53.3%	42.4%	40.5%	39.0%	38.7%
回报率					
平均股本回报率	112.3%	52.0%	39.4%	35.4%	32.9%
平均资产回报率	10.5%	18.2%	35.6%	32.2%	30.2%
资产效率					
库存周转天数	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应付账款周转天数	16.4	8.9	0.6	0.6	0.6
财务杠杆					
流动比率(x)	1.1	9.0	9.6	10.9	12.0
速动比率(x)	0.0	1.2	1.1	1.1	1.1
现金比率(x)	1.0	4.7	6.5	8.2	9.7
负债/权益(%)	674.8%	10.6%	10.5%	9.4%	8.6%
估值					
市盈率(x)	38.2	32.3	22.9	17.4	13.2
市销率(x)	20.4	13.7	9.3	6.8	5.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

图表 2: 巨子生物 2022-2023 年上、下半年及全年经营情况与预测

(百万人民币)	1H22	1H23	YoY	2H22	2H23E	YoY	2022A	2023E	YoY
收入	985	1,606	63.0%	1,380	1,827	32.4%	2,364	3,433	45.2%
销售成本	-147	-255	73.7%	-223	-297	33.3%	-369	-551	49.3%
毛利润	838	1,351	61.2%	1,157	1,530	32.3%	1,995	2,881	44.4%
毛利率	85.1%	84.1%		83.9%	83.8%		84.4%	83.9%	
销售费用	-264	-555	110.3%	-442	-633	43.0%	-706	-1,188	68.2%
销售费用率	26.8%	34.6%		32.1%	34.6%		29.9%	34.6%	
管理费用	-50	-47	-5.7%	-61	-52	-14.3%	-111	-100	-10.4%
管理费用率	5.1%	3.0%		4.4%	2.8%		4.7%	2.9%	
研发费用	-19	-34	80.8%	-25	-35	37.3%	-44	-69	55.9%
研发费用率	1.9%	2.1%		1.8%	1.9%		1.9%	2.0%	
核心经营利润	505	714	41.4%	629	811	29.0%	1,134	1,525	34.5%
核心经营利润率	51.3%	44.5%		45.6%	44.4%		48.0%	44.4%	
财务支出	7	24	255.7%	6	6	0.4%	13	30	129.9%
其他收入及支出	10	9	-18.1%	44	57	27.6%	55	65	18.9%
其他盈利及亏损	-3	52	n.m.	-8	-8	7.6%	-10	44	n.m.
税前利润	513	775	51.1%	665	859	29.1%	1,178	1,635	38.7%
所得税	-76	-110	44.4%	-100	-135	34.5%	-176	-245	38.8%
净利润	437	666	52.3%	565	724	28.2%	1,002	1,390	38.7%
少数股东权益	0	-1	n.a.	0	0	n.m.	0	-1	38.8%
归母净利润	437	667	52.5%	566	724	28.0%	1,003	1,391	38.7%
归母净利润率	44.4%	41.5%		41.0%	39.6%		42.4%	40.5%	

注: E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2023E	2024E	2025E
营业收入			
旧预测	3,400	4,691	6,102
新预测	3,433	4,665	6,148
变动	1.0%	-0.6%	0.7%
归母净利润			
旧预测	1,325	1,834	2,398
新预测	1,391	1,817	2,381
变动	5.0%	-0.9%	-0.7%

注: E=浦银国际预测
资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 巨子生物 (2367.HK)



注: 截至 2024 年 1 月 10 日收盘价;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	17.7	买入	26.9	2024年1月2日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	71.3	买入	85.2	2024年1月5日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	5.9	买入	8.4	2023年12月16日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.4	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	42.1	买入	67.7	2023年11月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	304.6	买入	528.2	2023年11月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.4	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	9.2	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.5	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	30.7	买入	56.9	2023年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	62.8	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	13.1	买入	17.9	2023年11月29日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	50.0	买入	81.7	2023年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	69.7	持有	98.2	2023年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.6	买入	33.9	2023年11月1日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	19.0	买入	32.2	2023年8月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.9	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.5	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	15.2	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.3	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	8.5	买入	7.8	2023年9月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	97.9	买入	125.9	2023年12月11日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	35.2	买入	43.0	2024年1月11日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	66.8	持有	70.1	2023年12月11日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	68.5	持有	76.5	2023年12月11日	化妆品

注：截至 2024 年 1 月 10 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

