

巨子生物 (2367 HK)

短期业绩承压，回购彰显信心

“双十一”期间，公司的销售承压，主要由于达播的销售表现不及预期。一方面是公司主动进行渠道战略调整，另一方面也体现了行业整体的竞争压力。然而，管理层在行业变化中保持战略定力，维护价盘和消费者体验，增加自播渠道占比，为长期增长奠定基础。公司称将于明年推出多款重磅新品，从而带动新一轮增长。为彰显长期发展信心，公司公告已获准以自有资金回购不超过 1.04 亿股，占总股本的 10%。短期内，可复美受制于流量红利消退和次抛竞争加剧，预计增速将放缓（我们预计 25E/26E 销售收入 -8%/+5%），但可丽金的稳健增长及 2026 年医美产品的商业化推进，或将对冲可复美降速风险。我们预计，公司有望依托“护肤+医美”双轮驱动，在 2027 年重回增长快车道。

■ **双十一复盘：达播拖累致可复美承压，自营与腰部达人显韧性。**可复美双十一全周期线上 GMV 同比下滑约 30%，其中：1) 天猫 GMV 同比下滑约 20%，主要由于可复美放弃卷入超头直播间的激烈价格战，但二梯队达人及自营渠道逆势增长，且官旗复购、新客及转化率等核心指标优化，印证品牌用户心智与资产壁垒稳固。2) 抖音 GMV 同比减少约 50%，达播疲软是主因，据蝉妈妈，可复美 10 月达人合作数同比减少超 50%，但自营渠道仍保持增长。管理层表示因达播爆发力减弱叠加固定费率上行，公司主动收缩达人合作。可丽金双十一的线上 GMV 同比增长双位数，其中抖音渠道增长强劲，头部达人贡献显著增量。展望 26 年，公司将继续强化自营与腰部矩阵以降低对于头部达人的依赖。我们认为，竞争加剧叠加渠道结构调整将为可复美带来短期阵痛。然而，公司更加重视维护价盘稳定以及消费者体验，从而为长期增长以及利润率的稳定打下基础。

■ **积极培育第二产品梯队以优化产品结构。**2025 年，公司的新品拓展卓有成效，我们预计可复美焦点面霜全年收入有望翻倍。2026 年可复美胶原修护、焦点和秩序系列合计将推出 4 款重磅新品，此外，吨吨系列和敷料将拓宽品类覆盖，帧域密修系列也将进行渠道拓展。我们认为，梯队化新品策略有望降低对单一爆品的依赖，提升可复美的品牌韧性。同时，可丽金品牌在 2026 年亦将通过“新品迭代+达播”的双轮驱动策略，并依托大单品“大膜王”的势能，有望延续高增长的趋势，共同推动公司实现从单核驱动向多核并进的可持续增长进阶。此外，公司医美产品蓄势待发，首款注射用重组胶原蛋白产品已获批，计划于 2026 年快速拓展终端覆盖。依靠渠道优势和品牌影响力，医美新品有望快速成长为公司的第二增长极，利润率有望显著高于妆品。

■ **维持“买入”评级，目标价 53.89 港元。**鉴于可复美短期承压，我们将公司 25E/26E 的收入增速下调至 -3.5%/ 13.6%。基于 DCF 模型，下调目标价至 53.89 港元，维持“买入”评级（WACC：10.6%，永续增长率：3.0%），分别对应 25x/ 21x 26E/ 27E PE。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	3,524	5,539	5,347	6,075	7,317
同比增长(%)	49.0	57.2	(3.5)	13.6	20.4
归母净利润(百万人民币)	1,452	2,062	1,903	2,126	2,513
同比增长(%)	44.9	42.1	(7.7)	11.7	18.2
市盈率(倍)	24.0	17.0	20.1	18.0	15.2

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	53.89 港元
(此前目标价)	58.35 港元)
潜在升幅	35.7%
当前股价	39.70 港元

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

中国消费

张苗

(852) 3761 8910

zhangmiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	39,173.7
3 月平均流通量(百万港元)	594.1
52 周内股价高/低(港元)	84.90/35.72
总股本(百万)	1070.9

资料来源：FactSet

股东结构

Juzi Holding Co., Ltd	54.7%
-----------------------	-------

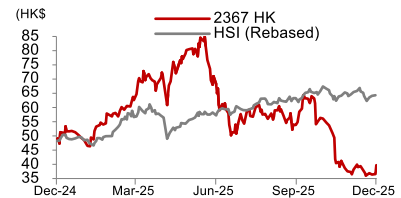
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	6.5%	6.7%
3 - 月	-27.6%	-29.7%
6 - 月	-39.0%	-45.0%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	5,347	6,075	7,317	6,192	7,405	8,715	-13.7%	-18.0%	-16.0%
毛利	4,331	4,880	5,870	5,034	5,944	6,981	-14.0%	-17.9%	-15.9%
归母净利润	1,903	2,126	2,513	2,167	2,485	2,820	-12.2%	-14.5%	-10.9%
基本每股收益 (元)	1.78	1.99	2.35	2.02	2.32	2.63	-12.2%	-14.5%	-10.9%
毛利率	81.00%	80.33%	80.22%	81.30%	80.27%	80.11%	-0.30 ppt	+0.06 ppt	+0.12 ppt
净利率	35.59%	34.99%	34.34%	35.00%	33.56%	32.37%	+0.59 ppt	+1.43 ppt	+1.98 ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

图 2: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	2,082	2,282	2,696	3,246	3,830	4,482	5,199	5,978	6,815
税率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润*(1-税率)	1,770	1,939	2,292	2,759	3,256	3,809	4,419	5,082	5,793
+折旧与摊销	65	78	88	96	114	133	154	178	202
- 营运资金变化	-75	-46	-74	-84	-100	-117	-135	-156	-177
- 资本支出	-350	-300	-250	-250	-295	-345	-400	-460	-525
自由现金流	1,410	1,672	2,056	2,521	2,975	3,481	4,038	4,643	5,293
终值									71,703

永续增长率	3.0%
加权平均资本成本 WACC	10.6%
股本成本	14.0%
债务成本	5.0%
市场风险系数 β	1.05
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	10.5%
目标负债率	35.0%
有效公司税率	15.0%

终值 (百万元人民币)	28,947
现值 (百万元人民币)	44,696
净负债 (百万元人民币)	-7,253
少数股东权益 (百万元人民币)	11
股权价值 (百万元人民币)	51,938
股权价值 (百万港元)	57,708
股份数 (百万股)	1,071
DCF 每股价值 (港元)	53.89

资料来源：招银国际环球市场预测

图 3: 敏感性分析

		WACC				
		9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%
永续增长率	4.0%	69.34	63.61	58.77	54.63	51.04
	3.5%	65.48	60.46	56.16	52.44	49.19
	3.0%	62.21	57.75	53.89	50.52	47.56
	2.5%	59.40	55.39	51.90	48.82	46.10
	2.0%	56.96	53.33	50.14	47.31	44.79

资料来源：招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际与市场预测对比

人民币百万元	招银国际			一致预期			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	5,347	6,075	7,317	6,938	8,619	10,214	-22.9%	-29.5%	-28.4%
毛利	4,331	4,880	5,870	5,649	6,987	8,274	-23.3%	-30.1%	-29.1%
归母净利润	1,903	2,126	2,513	2,490	2,905	3,586	-23.6%	-26.8%	-29.9%
基本每股收益 (元)	1.78	1.99	2.35	2.36	2.89	3.42	-24.7%	-31.3%	-31.4%
毛利率	81.00%	80.33%	80.22%	81.42%	81.06%	81.01%	-0.42 ppt	-0.73 ppt	-0.78 ppt
净利润率	35.59%	34.99%	34.34%	35.89%	33.70%	35.11%	-0.30 ppt	+1.29 ppt	-0.77 ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	2,364	3,524	5,539	5,347	6,075	7,317
销售成本	(369)	(577)	(992)	(1,016)	(1,195)	(1,447)
毛利润	1,995	2,947	4,547	4,331	4,880	5,870
销售费用	(706)	(1,164)	(2,008)	(2,032)	(2,381)	(2,905)
行政费用	(111)	(97)	(151)	(155)	(173)	(205)
研发费用	(44)	(75)	(106)	(91)	(103)	(123)
其他收入	69	103	139	186	249	290
其他费用	(1)	(0)	(3)	(45)	(15)	(15)
其他盈亏	(23)	31	44	44	44	44
利息支出	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	(1)	1	(0)	0	0	0
税前利润	1,178	1,745	2,458	2,238	2,500	2,956
所得税	(176)	(297)	(396)	(336)	(375)	(443)
税后利润	1,002	1,448	2,062	1,902	2,125	2,512
非控股权益	(0)	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
归母净利润	1,002	1,452	2,062	1,903	2,126	2,513
调整后净利润	1,056	1,452	2,152	1,904	2,097	2,484

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	2,538	4,135	6,402	9,643	11,045	12,795
现金与现金等价物	1,331	2,504	4,030	7,260	8,574	10,190
应收账款	69	102	141	264	300	361
存货	184	200	311	278	327	396
以公允价值计入损益的资产	866	1,275	1,829	1,829	1,829	1,829
其他流动资产	87	54	91	13	16	19
非流动资产	600	838	1,636	1,920	2,142	2,304
物业及厂房及设备 (净额)	491	663	1,042	1,332	1,560	1,728
使用权资产	60	48	51	46	41	36
递延税项	1	1	1	1	1	1
无形资产	7	7	6	5	4	3
其他非流动资产	41	118	536	536	536	536
总资产	3,138	4,973	8,038	11,564	13,187	15,098
流动负债	281	531	836	773	814	873
应付账款	55	133	287	215	253	306
应付税款	75	117	117	117	117	117
其他流动负债	138	243	410	410	410	410
租赁负债	1	2	5	5	5	5
合同负债	12	36	17	26	29	35
非流动负债	20	71	82	82	82	82
递延收入	18	20	19	19	19	19
其他非流动负债	2	52	63	63	63	63
总负债	301	602	918	855	896	955
普通股股本	0	0	0	0	0	0
优先股股本	0	0	0	0	0	0
库存股	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	2,833	4,362	7,108	10,698	12,280	14,133
少数股东权益	4	9	12	11	10	10
权益总额	2,837	4,371	7,120	10,709	12,291	14,143
总负债和股东权益	3,138	4,973	8,038	11,564	13,187	15,098

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,178	1,745	2,458	2,238	2,500	2,956
折旧摊销	28	34	49	65	78	88
税款	(173)	(206)	(385)	(336)	(375)	(443)
营运资金变化	(132)	128	(26)	(75)	(46)	(74)
其他	31	(54)	(55)	(62)	(125)	(165)
净经营现金流	932	1,647	2,041	1,831	2,033	2,361
投资现金流						
资本开支	(153)	(226)	(247)	(350)	(300)	(250)
其他	(706)	(301)	(859)	156	219	259
净投资现金流	(859)	(527)	(1,106)	(194)	(81)	9
融资现金流						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	508	0	0	0	0	0
其他	(6,298)	52	583	1,593	(638)	(754)
净融资现金流	(5,790)	52	583	1,593	(638)	(754)
净现金流变动						
年初现金	7,103	1,331	2,504	4,030	7,260	8,574
汇率变动	(55)	1	8	0	0	0
年末现金	1,331	2,504	4,030	7,260	8,574	10,190
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	52.3%	49.0%	57.2%	(3.5%)	13.6%	20.4%
毛利润	47.3%	47.7%	54.3%	(4.7%)	12.7%	20.3%
净利润	21.0%	44.9%	42.1%	(7.7%)	11.7%	18.2%
调整后净利润	24.1%	37.4%	48.2%	(11.5%)	10.1%	18.5%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	84.4%	83.6%	82.1%	81.0%	80.3%	80.2%
调整后净利润率	44.7%	41.2%	38.8%	35.6%	34.5%	33.9%
股本回报率	52.0%	40.3%	35.9%	21.3%	18.5%	19.0%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
流动比率 (倍)	9.0	7.8	7.7	12.5	13.6	14.7
应收账款周转天数	na	na	na	na	na	na
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	36.1	24.0	17.0	20.1	18.0	15.2
市盈率 (经调)	34.5	24.2	16.6	20.1	18.2	15.4
市帐率	8.9	8.0	4.9	3.6	3.1	2.7
股息 (%)	0.0	2.5	3.6	1.5	1.7	2.0

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。