

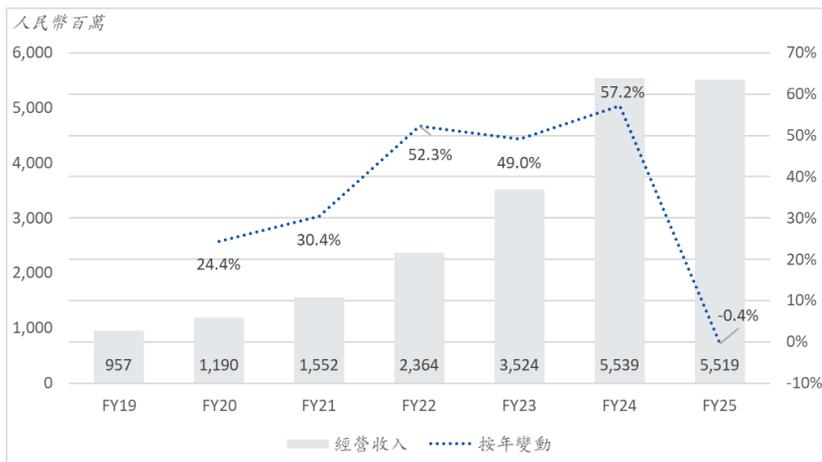
今日焦點:

► 巨子生物 (2367 HK, 股價30.86港元, 市值330億港元) - 全年業績遜預期, 增長放緩

中國護膚產品開發商及銷售商巨子生物公佈2025財年收益為人民幣55.2億元, 大致持平(按年微跌0.4%), 經營溢利為人民幣23.5億元, 按年下跌4.4%。兩項指標均遜於市場共識逾10%。表現疲軟反映行業競爭加劇及品牌危機干擾, 對收入構成壓力。網上DTC直銷按年下跌5.2%, 部分跌幅被平台合作及線下直銷的強勁增長所抵銷。公司宣派末期股息每股人民幣0.539元及特別股息每股人民幣0.6714元, 派息比率為68%, 股息率為4.45%。

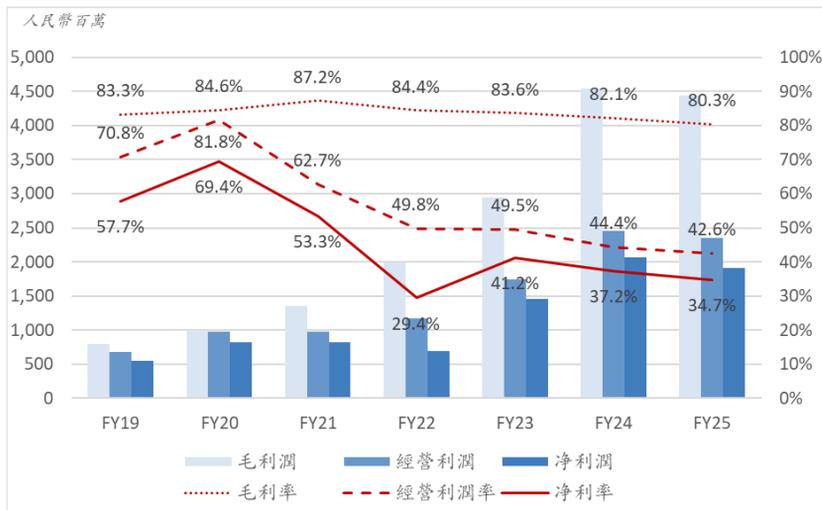
利潤率持續收窄 - 毛利率及經營溢利率連續第四年下跌, 經營溢利率較2020財年81.8%的峰值近乎腰斬。毛利率按年下跌180個基點至80.3%, 經營溢利率下跌180個基點至42.6%。利潤率受壓主要由於銷售開支增加(按年增長9.4%), 因公司在競爭下加大品牌投資, 以及產品組合轉向利潤率較低的功能性護膚品。展望未來, 隨著管理層指引優先增長, 預期2026財年利潤率受壓情況將有所緩解, 收入反彈或有助提升盈利能力, 惟營銷開支增加或會部分抵銷短期的利潤率增幅。

圖一: 收益及按年變動



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖二: 溢利及利潤率



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,500	-2.0%	-0.5%
中資企業指數	8,695	-1.6%	-2.4%
紅籌指數	4,240	-1.4%	5.6%
滬深300指數	4,583	-1.6%	-1.0%
上海A股	4,201	-1.4%	3.9%
上海B股	263	-0.5%	3.9%
深圳A股	2,741	-2.3%	3.5%
深圳B股	1,223	-1.1%	-3.3%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	46,021	-0.4%	-4.2%
標普500	6,606	-0.3%	-3.5%
美國納斯達克指數	22,090	-0.3%	-5.0%
日經平均指數	53,372	-3.4%	6.0%
英國富時指數	10,063	-2.3%	1.3%
法國證商公會指數	7,807	-2.0%	-4.2%
德國法蘭克福指數	22,839	-2.8%	-6.7%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,650	-3.5%	7.8%
銅價 (美元/盎司)	2,636	-1.9%	3.7%
銀價 (美元/盎司)	72	-3.4%	1.7%
原油 (美元/桶)	96	-0.2%	64.8%
銅價 (美元/盎司)	12,146	-4.9%	-2.2%
鋁價 (美元/盎司)	3,252	-4.3%	8.6%
鎳價 (美元/盎司)	1,973	-2.5%	-4.4%
鎘價 (美元/盎司)	3,071	-4.8%	-1.5%
小麥 (美分/蒲式耳)	608	0.6%	20.1%
玉米 (美分/蒲式耳)	469	1.4%	4.5%
糖 (美分/磅)	152		20.4%
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,168	0.6%	10.5%
PVC (美元/噸)	5,923	1.5%	40.0%
CRB 指數	364	-0.1%	3.0%
BDI			10.0%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	157.7	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.1	10.1	0.9
歐羅	1.2	9.1		182.8	1.1	8.0
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	200.1		8.7
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.9	0.1	

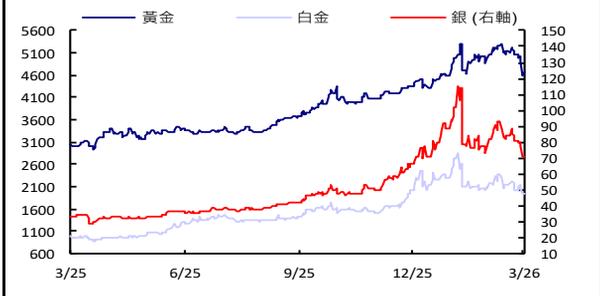
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	24	-11.8%

醫療美容產品線尚未貢獻收益 - 兩款重組膠原蛋白第三類醫療器械注射劑（2025年10月及2026年1月）獲批，標誌著重要里程碑，但考慮到醫院滲透速度循序漸進（目標於2026年底前覆蓋2,000間醫院），加上參照同業的商業化路徑，短期內難以帶來可觀收益貢獻。

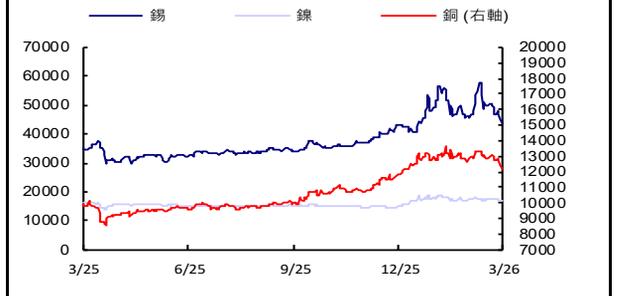
我們的觀點 - 巨子生物2025財年業績受競爭加劇、品牌危機干擾及利潤率持續受壓所拖累。展望未來，消費環境逐步復甦將提供有利的宏觀順風，2026年1月至2月中國化妝品零售額按年增長4.5%，而網上食品及服裝類別更飆升逾18%。公司籌備中的新產品（四款「S級」新品、兩款近期獲批的第三類醫療器械注射劑）可成為新增長催化劑。公司持有淨現金人民幣63億元，相當於市值約19%。該股目前交易於13.0倍2026財年預測市盈率。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

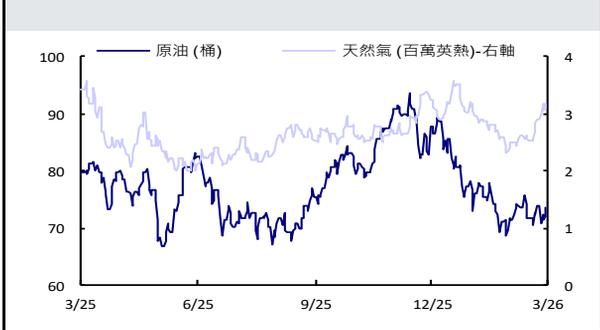
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4606	6.1	6.1	51.3
白金 (盎司)	1944	(4.5)	(4.5)	95.9
銀 (盎司)	71	0.4	0.4	109.9



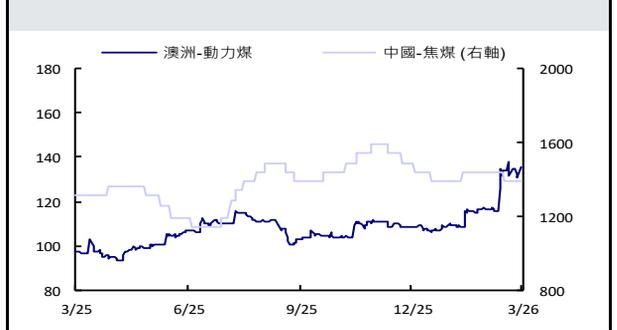
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12147	(2.2)	(2.2)	22.2
鎳 (噸)	16984	2.0	2.0	4.3
錫 (噸)	43540	7.4	7.4	23.2



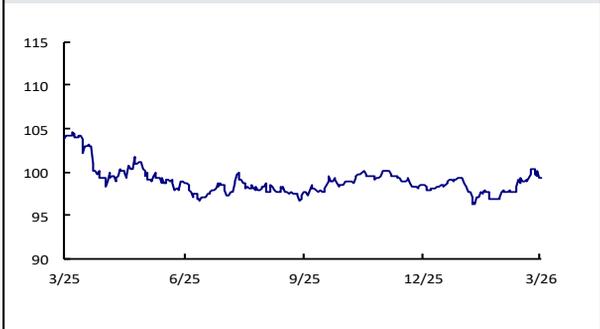
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	96.1	67.4	67.4	40.8
天然氣 (百萬英熱)	3.2	(14.1)	(14.1)	(20.4)



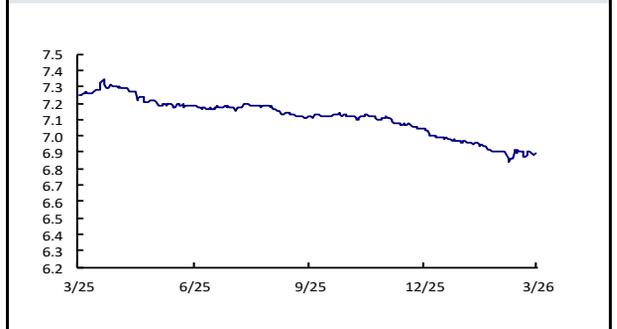
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	(3.5)	(3.5)	6.1
澳洲動力煤 (US\$/t)	135.5	26.0	26.0	38.6



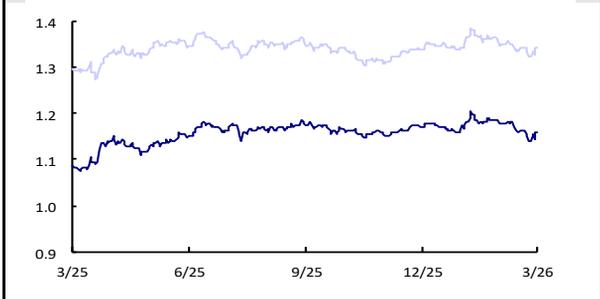
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.2	0.9	0.9	(4.4)



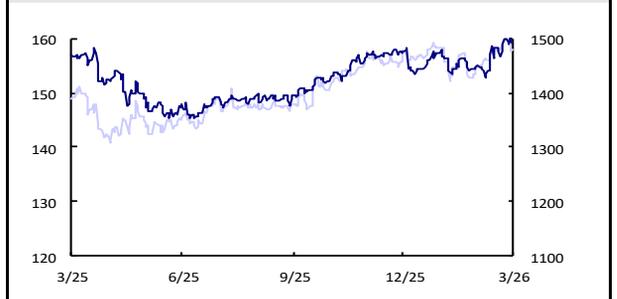
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(14)	(14)	(4.9)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(13)	(13)	6.8
英鎊	1.3	(0.3)	(0.3)	3.6



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	157.7	0.7	0.7	6.0
韓圓	1494.2	3.4	3.4	1.8



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		26年3月19日
批發庫存	月		26年3月19日
工廠訂單	月		26年4月10日
成屋銷售量	月		26年4月13日
生產者物價指數	月		26年4月14日
工業生產指數	月		26年4月16日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
採購經理人指數	月		26年4月1日
個人收入與支出	月		26年4月9日
耐久財訂單	月		26年4月7日
貿易收支	月		26年4月2日
就業報告	月		26年4月3日
消費者物價指數	月		26年4月10日
零售業銷售額	月		26年4月1日
國內生產毛額	季		26年4月9日
消費者信心指數	月		26年3月31日
新屋銷售	月		26年3月19日
商業庫存	月		26年4月1日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年3月31日
外匯儲備	季		26年4月7日
M2貨幣供應量	月		26年4月9日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
消費者物價指數	月		26年3月20日
貿易收支	月		26年3月26日
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
零售業銷售額	月		26年4月1日
採購經理人指數	月		26年4月8日
外匯儲備	月		26年4月9日
失業率報告	月		26年4月23日
國內生產毛額	季		26年5月5日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455