

证券研究报告

公司研究

点评报告

江苏吴中(600200.SH)

投资评级 增持

上次评级 增持

刘嘉仁 社零&美护首席分析师  
执业编号: S1500522110002  
联系电话: 15000310173  
邮箱: liujiaren@cindasc.com

王越 社零&美护分析师  
执业编号: S1500522110002  
联系电话: 18701877193  
邮箱: wangyue1@cindasc.com

林凌 研究助理  
联系电话: 15859025717  
邮箱: linling@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 江苏吴中(600200.SH) 22 年报及 23 年一季报点评: 医美+医药双轮驱动, 23 年回归增长轨道可期

2023 年 4 月 28 日

- **公司公告:** 22 年实现营收 20.26 亿元/+ 14.12%, 归母净利-0.76 亿元/-435.43%, 扣非归母净利-0.97 亿元; 23Q1 实现营收 6.12 亿元/+37.69%, 归母净利 0.28 亿元/+ 269.61%, 扣非归母净利 0.06 亿元/+ 67.86%; 公司发布 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案。
- 分行业来看, 22 年药品行业收入 14.21 亿元/+10.04%, 毛利率 38.54%/+0.29pct; 贸易行业收入 5.86 亿元/+24.75%, 毛利率 4.40%/+0.20pct; 医美生科行业收入 27.25 万元, 毛利率 48.16%。从费用率看, 22 年销售费用率 22.13%/-1.23pct, 管理费用率 5.76%/-0.15pct, 研发费用率 1.41%/+0.22pct, 财务费用率 3.52%/-0.05pct。
- **我们认为 22 年公司归母净利同比下滑的主要原因:** 1) 22 年国内疫情多点散发, 医药商业物流配送阶段性暂停; 2) 公司为拓展医药业务, 增加了营销费用的投入; 3) 公司布局医美领域, 增加了医美业务前期组建费用&研发支出等各类费用投入; 4) 22 年股权激励计划的实施增加了股权激励费用。目前公司医药板块已经形成以“抗感染抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统”等为核心的产品群, 已建立起覆盖全国大部分地区的营销网络; 医美赛道布局也在有序推进中, 玻尿酸、胶原蛋白、再生针剂管线储备持续丰富, 尽管当前医美业务尚未大规模释放, 但随着医美产品陆续上市, 未来有望带动业绩提升。
- 公司发布 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案。公司拟募集资金总额不超过(含) 120,000 万元, 其中浙江复星控股集团有限公司拟以现金认购本次向特定对象发行的股票, 认购金额不低于 5,000 万元(含本数)。本次发行股票的定价基准日为发行期首日, 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%。募集资金拟用于江苏吴中医药集团研发及产业化基地一期项目的建设和偿还银行贷款。通过医药新基地的建设实施, 公司有望: 1) 提高生产效率, 优化产品质量; 2) 为现有在研产品与未来新药研发提供研发与生产基地, 并推动在研产品产业化; 3) 将自有的高技术附加值工艺研发能力与规模生产能力深度结合, 为制药公司和新药研发公司客户提供从临床前到商业化的研发生产一体化服务。
- 展望未来, 公司将聚焦医药+医美板块, 我们认为看点主要为: 1) 医美方面, 公司聚焦高端注射类产品, 不断丰富产品管线, 其中 AestheFill 目前在国内的注册申报正有序推进中, 参考国内 NMPA 临床审批流程, 产品有望于 2023 年底上市, 基于再生针剂长期市场空间及 AestheFill 可实现客制化浓度调配等优势, 我们认为产品上市后有望驱动公司业绩增长; 2) 医药制造方面, 医药业务 22 年受疫情影响阶段性承压, 23 年有望逐步恢复。公司重点聚焦高端仿制药、首仿药、专科用药, 稳步推进创新药研发, 谋划新的产能布局, 加码附加值较高的技术输出, 并在

高端仿制和创新药领域逐步发展 CDMO 核心能力；3) 研发方面，公司依托生物药的研发和产业化经验，围绕以重组胶原蛋白为核心的高端生物科技材料持续投入。

- 整体来看，医药业务 22 年受疫情影响阶段性承压，23 年有望逐步恢复；医美业务依托药企基因以“并购+自研”模式加速布局，重磅产品 AestheFill 有望于 2023 年底上市并逐步抢占市场份额，或将成为公司业绩的新增长点。我们预计 23-25 年归母净利润分别为 0.05/1.42/2.11 亿元，4 月 27 日收盘价对应 PE 分别为 1093/40/27 倍。
- **风险提示：**医药、医美行业政策风险；新品获批及推广不及预期；新药研发及注册风险；大股东高比例股权质押风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,775	2,026	2,374	2,942	3,300
增长率 YoY %	-5.1%	14.1%	17.2%	23.9%	12.1%
归属母公司净利润(百万元)	23	-76	5	142	211
增长率 YoY%	104.5%	-435.4%	106.9%	2602.2%	48.9%
毛利率%	28.8%	28.6%	32.2%	37.9%	40.8%
净资产收益率ROE%	1.2%	-4.2%	0.3%	7.3%	9.8%
EPS(摊薄)(元)	0.03	-0.11	0.01	0.20	0.30
市盈率 P/E(倍)	252.43	—	1,093.31	40.46	27.16

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,684</b>	<b>2,730</b>	<b>2,643</b>	<b>2,804</b>	<b>2,860</b>
货币资金	1,131	1,477	1,242	1,073	1,141
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	760	859	987	1,301	1,265
预付账款	18	26	29	33	36
存货	126	113	156	149	176
其他	649	254	228	247	242
<b>非流动资产</b>	<b>1,074</b>	<b>1,180</b>	<b>1,273</b>	<b>1,366</b>	<b>1,459</b>
长期股权投资	395	426	426	426	426
固定资产(合计)	244	223	257	290	324
无形资产	111	102	102	102	102
其他	324	429	489	548	608
<b>资产总计</b>	<b>3,758</b>	<b>3,910</b>	<b>3,916</b>	<b>4,170</b>	<b>4,319</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,696</b>	<b>1,856</b>	<b>1,879</b>	<b>2,013</b>	<b>1,973</b>
短期借款	1,116	1,370	1,370	1,370	1,370
应付票据	21	1	8	12	10
应付账款	132	240	207	301	242
其他	427	245	293	330	352
<b>非流动负债</b>	<b>186</b>	<b>231</b>	<b>211</b>	<b>191</b>	<b>171</b>
长期借款	167	165	145	125	105
其他	18	65	65	65	65
<b>负债合计</b>	<b>1,881</b>	<b>2,086</b>	<b>2,089</b>	<b>2,203</b>	<b>2,144</b>
少数股东权益	22	20	18	16	14
归属母公司股东权益	1,855	1,804	1,809	1,950	2,162
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,758</b>	<b>3,910</b>	<b>3,916</b>	<b>4,170</b>	<b>4,319</b>

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,775	2,026	2,374	2,942	3,300
同比(%)	-5.1%	14.1%	17.2%	23.9%	12.1%
归属母公司净利润	23	-76	5	142	211
同比(%)	104.5%	-435.4%	106.9%	2602.2%	48.9%
毛利率(%)	28.8%	28.6%	32.2%	37.9%	40.8%
ROE(%)	1.2%	-4.2%	0.3%	7.3%	9.8%
EPS(摊薄)(元)	0.03	-0.11	0.01	0.20	0.30
P/E	252.43	—	1,093.31	40.46	27.16
P/B	3.09	3.18	3.17	2.94	2.65
EV/EBITDA	226.62	166.50	55.07	21.33	15.88

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>1,775</b>	<b>2,026</b>	<b>2,374</b>	<b>2,942</b>	<b>3,300</b>
营业成本	1,264	1,447	1,609	1,828	1,953
营业税金及附加	12	14	17	21	23
销售费用	415	448	522	647	759
管理费用	105	117	135	168	188
研发费用	21	29	28	35	40
财务费用	63	71	83	103	115
减值损失合计	-2	-2	0	0	0
投资净收益	18	12	12	12	12
其他	124	14	13	13	13
<b>营业利润</b>	<b>37</b>	<b>-75</b>	<b>4</b>	<b>165</b>	<b>246</b>
营业外收支	3	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>39</b>	<b>-75</b>	<b>4</b>	<b>164</b>	<b>246</b>
所得税	19	3	1	25	37
<b>净利润</b>	<b>21</b>	<b>-78</b>	<b>3</b>	<b>140</b>	<b>209</b>
少数股东损益	-2	-2	-2	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>23</b>	<b>-76</b>	<b>5</b>	<b>142</b>	<b>211</b>
EBITDA	28	33	110	290	384
EPS(当年)(元)	0.03	-0.11	0.01	0.20	0.30

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>448</b>	<b>56</b>	<b>-19</b>	<b>46</b>	<b>283</b>
净利润	21	-78	3	140	209
折旧摊销	51	49	35	35	35
财务费用	65	75	80	80	79
投资损失	-16	-18	-12	-12	-12
营运资金变动	434	22	-125	-197	-28
其它	-104	1	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>43</b>	<b>61</b>	<b>-116</b>	<b>-116</b>	<b>-116</b>
资本支出	43	-41	-5	-5	-5
长期投资	-134	-116	-123	-123	-123
其他	135	218	12	12	12
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-46</b>	<b>115</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-99</b>
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	1,438	1,288	-20	-20	-20
支付利息或股息	-62	-71	-80	-80	-79
<b>现金净增加额</b>	<b>445</b>	<b>232</b>	<b>-235</b>	<b>-170</b>	<b>68</b>

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**林凌**，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>

华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	王爽	18217448943	<a href="mailto:wangshuang3@cindasc.com">wangshuang3@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>
华南区销售	张佳琳	13923488778	<a href="mailto:zhangjialin@cindasc.com">zhangjialin@cindasc.com</a>
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。