

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: S1500522110003
联系电话: 18701877193
邮箱: wangyue1@cindasc.com

林凌 美护行业研究助理
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) 23H1 点评: 医药业务持续恢复中, 期待医美产品获批贡献业绩增量

2023 年 8 月 29 日

- **公司公告:** 23H1 公司实现营收 11.01 亿元/+40.01%, 归母净利 0.27 亿元/+241.15%, 扣非归母净利 0.02 亿元/+107.89%; 23Q2 实现营收 4.89 亿元/+43.04%, 归母净利-0.01 亿元/+97.22%, 扣非归母净利-0.04 亿元/+ 86.65%。
- **通过进口+自研初步形成较为完善的高端医美产品管线矩阵。**进口产品引进方面: 1) 引进韩国 Regen 旗下外科整形用聚乳酸填充物 AestheFill, AestheFill 目前处于 CMDE 技术评审阶段, 参考国内 NMPA 临床审批流程, 该产品最快有望于 2023 年底获批; 2) 引进 Humedix 最新一款注射用双相交联含利多卡因透明质酸钠凝胶产品, 该项目目前已完成临床入组。自研产品方面: 1) 完成利丙双卡因乳膏(对应表皮麻醉)和去氧胆酸注射液(对应局部溶脂)两款药物的立项; 2) 围绕重组胶原蛋白开展技术研发, 完成两款重组 III 型胶原蛋白填充剂的立项。
- **23H1 医药产品销售势头恢复良好带动营收增长。**23H1 公司医药业务实现收入 9.14 亿元/+65.67%, 其中中医药工业收入 3.41 亿元, 医药商业收入 5.73 亿元。22 年国内疫情多点散发, 医药商业物流配送阶段性暂停, 23H1 医药产品销售势头恢复良好, 医药产品销售收入实现双位数增长。此外, 23H1 公司加大原料药销售、加工品业务、MAH 合作等项目, 着手推进部分老文号复产的评估和试生产工作, 同时配合研发及一致性评价项目做好样品试制、中试、工艺验证, 并启动利奈唑胺氯化钠注射液、多巴酚丁胺注射液的上市筹备和市场铺垫工作。
- **医药业务成本上涨导致毛利率略承压, 降本控费带动盈利改善。**23H1 公司综合毛利率 27.92%/-6.57pct, 其中医药业务毛利率 31.69%/-14.43pct, 毛利率下滑主要系医药业务采购成本增加所致。从费用率看, 23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.53%/4.77%/1.55%/3.00%, 同比分别-7.09/-2.10/-0.45/-1.20pct。从盈利端看, 23H1 归母净利率 2.49%/+4.96pct, 其中 23Q2 归母净利率 -0.15%/+7.76pct。
- **未来公司将聚焦医药+医美板块, 我们认为看点主要为:** 1) 医美业务依托药企基因以“并购+自研”模式加速布局, 主要聚焦高端注射类产品, 不断丰富产品管线, 其中重磅产品 AestheFill 目前在国内的注册申报正有序推进中, 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) 医药业务方面, 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, 大力推进注射剂、片剂等品种的一致性评价, 并持续完善销售渠道布局, 当前医药业务正在逐步恢复中。

- 我们预计 23-25 年归母净利分别为 0.14/1.18/2.62 亿元，8 月 29 日收盘价对应 PE 分别为 388/46/21 倍，维持“增持”评级。
- **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	2,418	2,957	3,657
增长率 YoY %	-5.1%	14.1%	19.3%	22.3%	23.7%
归属母公司净利润(百万元)	23	-76	14	118	262
增长率 YoY%	104.5%	-435.4%	118.4%	745.8%	121.8%
毛利率%	28.8%	28.6%	32.4%	37.9%	44.1%
净资产收益率ROE%	1.2%	-4.2%	0.8%	6.1%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	0.03	-0.11	0.02	0.17	0.37
市盈率 P/E(倍)	239.24	—	388.44	45.93	20.71

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,684	2,730	2,675	2,798	2,958
货币资金	1,131	1,477	1,234	1,093	907
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	760	859	1,021	1,279	1,565
预付账款	18	26	30	34	37
存货	126	113	160	146	194
其他	649	254	230	246	255
非流动资产	1,074	1,180	1,273	1,366	1,459
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
资产总计	3,758	3,910	3,948	4,164	4,417
流动负债	1,696	1,856	1,890	2,010	2,022
短期借款	1,116	1,370	1,370	1,370	1,370
应付票据	21	1	9	12	11
应付账款	132	240	215	296	272
其他	427	245	297	332	370
非流动负债	186	231	211	191	171
长期借款	167	165	145	125	105
其他	18	65	65	65	65
负债合计	1,881	2,086	2,101	2,200	2,193
少数股东权益	22	20	18	16	14
归属母公司股东权益	1,855	1,804	1,829	1,948	2,210
负债和股东权益	3,758	3,910	3,948	4,164	4,417

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,775	2,026	2,418	2,957	3,657
同比(%)	-5.1%	14.1%	19.3%	22.3%	23.7%
归属母公司净利润	23	-76	14	118	262
同比(%)	104.5%	-435.4%	118.4%	746.0%	121.8%
毛利率(%)	28.8%	28.6%	32.4%	37.9%	44.1%
ROE(%)	1.2%	-4.2%	0.8%	6.1%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	0.03	-0.11	0.02	0.17	0.37
P/E	239.24	—	388.44	45.91	20.70
P/B	2.93	3.01	2.97	2.79	2.46
EV/EBITDA	226.62	166.50	50.82	23.18	13.49

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,775	2,026	2,418	2,957	3,657
营业成本	1,264	1,447	1,635	1,837	2,043
营业税金及附加	12	14	17	21	26
销售费用	415	448	544	680	896
管理费用	105	117	121	169	238
研发费用	21	29	36	44	55
财务费用	63	71	85	103	128
减值损失合计	-2	-2	-1	0	0
投资净收益	18	12	22	22	22
其他	124	14	13	13	13
营业利润	37	-75	14	137	307
营业外收支	3	0	0	0	0
利润总额	39	-75	14	137	306
所得税	19	3	2	21	46
净利润	21	-78	12	116	260
少数股东损益	-2	-2	-2	-2	-2
归属母公司净利润	23	-76	14	118	262
EBITDA	28	33	113	253	447
EPS(当年)(元)	0.03	-0.11	0.02	0.17	0.37

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	448	56	-48	63	19
净利润	21	-78	12	116	260
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	-22	-22
营运资金变动	434	22	-153	-145	-333
其它	-104	1	0	0	0
投资活动现金流	43	61	-104	-106	-106
资本支出	43	-41	-3	-5	-5
长期投资	-134	-116	-123	-123	-123
其他	135	218	22	22	22
筹资活动现金流	-46	115	-90	-100	-99
吸收投资	0	0	5	0	0
借款	1,438	1,288	-20	-20	-20
支付利息或股息	-62	-71	-80	-80	-79
现金净增加额	445	232	-243	-142	-186



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。

李汶静，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。

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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。