

江苏吴中（600200）

立足医药迈向医美，童颜针蓄势待发

买入（首次）

2023年11月29日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

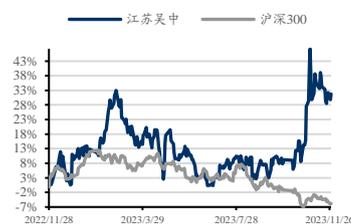
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,026	2,267	2,794	3,452
同比	14%	12%	23%	24%
归属母公司净利润（百万元）	-76	21	128	259
同比	-435%	127%	513%	103%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.11	0.03	0.18	0.36
P/E（现价&最新股本摊薄）	—	316.17	51.55	25.35

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **立足医药迈向大健康新格局，打造“医药+医美”双产业：**公司成立于1994年，为适应市场形势的发展变化，先后剥离服装、地产、化工等业务，2020年以来明确打造“医药+医美”双产业。2022年公司实现营收20.26亿元，同增14.13%。2023年Q1~Q3公司营收/归母净利分别同增8.91%/123.39%，呈现良好恢复趋势。未来若童颜针、玻尿酸等医美产品顺利获批，有望带来营收业绩新的增长驱动。
- **搭建医美产业平台，内生外延布局医美赛道：**2021年4月成立医美事业部以来，公司搭建医美产业平台，并且不断扩充在研发、生产、销售方面的核心人才，推动医美管线全面布局。（1）**Aesthefill 童颜针：**采用聚双旋乳酸成分&空心微球专利技术，定位再生材料高端市场，具有刺激再生效率较高、可多浓度复配、速溶性、安全性等显著差异化优势，有望于2024Q1获批。（2）**HARA 玻尿酸：**艾莉薇的迭代新品，使用最新交联技术，拥有更高的安全性和稳定性，处于临床阶段，有望于2024Q1提交注册申请。（3）**重组胶原蛋白：**内外并进，外部和浙大、东万生物以及美国企业达成技术合作或引进，内部中凯生物制药拥有重组蛋白药物产业化经验，溶液和植入剂处于临床前阶段，敷料自有品牌“婴芙源”于2022年上市。（4）**溶脂针：**发展潜力较大，2022年已完成立项工作，在临床前阶段。（5）**利丙双卡因乳膏：**依托吴中医药团队研发，处于临床阶段，有望于2025年获批。
- **深耕医药产业链，产品线丰富底蕴深厚：**（1）**产品线丰富：**公司已在“抗病毒、抗肿瘤、抗感染、免疫调节”等多个规模大且成长迅速的领域形成了完善的产品布局，构筑了核心竞争优势。（2）**研产销一体化：**已经形成集研发、生产、销售为一体化的完整产业链。（3）**CDMO 蓄力新增长：**吴中医药集团研发及产业化基地一期项目总投资额为17.28亿元，集研究、中试放大和规模化生产一体，也承接CDMO业务。
- **盈利预测与投资评级：**公司医药产品和产业链布局完善，通过内生外延医美业务也蓄势待发，童颜针和玻尿酸等产品有望在未来陆续获批贡献新的利润增长。我们预计公司2023~25年分别实现归母净利润0.2/1.3/2.6亿元，分别同增127%/513%/103%，当前市值对应2023~25年PE 316/52/25X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**在研产品进展不及预期，产品推广不及预期，行业政策变化风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.23
一年最低/最高价	6.85/10.96
市净率(倍)	3.60
流通 A 股市值(百万元)	6,549.22
总市值(百万元)	6,574.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.56
资产负债率(%，LF)	56.73
总股本(百万股)	712.29
流通 A 股(百万股)	709.56

内容目录

1. 立足医药迈向大健康新格局，打造“医药+医美”双产业.....	4
1.1. 管理层经验丰富，兼具各方人才.....	6
1.2. 股权结构稳定，股权激励激发团队活力.....	6
1.3. 业务调整下收入增长趋势向好，毛利率稳中有升.....	8
2. 搭建医美产业平台，内生外延布局医美赛道.....	10
2.1. Aesthefill 童颜针：采用独家专利技术，引领再生市场风潮.....	11
2.2. HARA 玻尿酸：定位精致轻奢市场，有望成为业绩增长新动力.....	14
2.3. 重组胶原蛋白：持续推进技术研发，赋能终端产品上市.....	16
2.4. 溶脂针：积极布局产品研发工作，发展潜力较大.....	18
2.5. 医美团队：核心成员履厉经验丰富，推动医美管线全面布局.....	19
3. 深耕医药产业链，产品线丰富底蕴深厚.....	20
3.1. 多年深耕打下坚实基础，丰富产品管线构筑竞争优势.....	20
3.2. 研产销一体化助力医药业务快速发展.....	21
3.3. 定增布局医药业务，CDMO 蓄能业绩新增长.....	22
4. 盈利预测与估值.....	23
4.1. 盈利预测.....	23
4.2. 估值比较.....	24
4.3. 投资建议.....	25
5. 风险提示.....	25

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司股权结构.....	7
图 3:	公司分业务收入占比.....	8
图 4:	公司营业收入及同比增速.....	9
图 5:	公司归母净利润及同比增速.....	9
图 6:	公司毛利率和净利率变化.....	9
图 7:	分行业毛利率变化.....	9
图 8:	公司期间费用率变化.....	10
图 9:	公司医美管线整体布局.....	11
图 10:	聚双旋乳酸 (PDLLA) 可结合即时填充与刺激胶原蛋白再生双重效果.....	12
图 11:	空心微球表面多孔, 内部呈海绵状疏松.....	12
图 12:	高浓度立即填充凹陷, 低浓度改善皮肤状态.....	12
图 13:	Aesthefill 全球年销量超过 20 万支.....	13
图 14:	Aesthefill 在海南完成首例注射.....	13
图 15:	Rephoria HARA-L 产品.....	14
图 16:	HiVE 交联技术原理.....	14
图 17:	我国玻尿酸注射剂市场竞争格局 (按销售额).....	15
图 18:	联合研究室 AI 驱动的蛋白质设计技术.....	16
图 19:	公司实施“内部研发+外部合作”的双重战略开展重组胶原蛋白研发工作.....	17
图 20:	婴芙源销售启动会现场.....	18
图 21:	婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料产品.....	18
图 22:	溶脂针作用原理.....	19
图 23:	公司各类药品占比.....	20
图 24:	公司内外结合研发体系.....	22
表 1:	公司主要管理层履历.....	6
表 2:	公司限制性股票激励计划主要内容.....	7
表 3:	Aesthefill 与国内已获批再生针剂产品对比.....	13
表 4:	HARA 玻尿酸与国内主要竞品对比.....	15
表 5:	我国胶原蛋白填充剂市场主要产品.....	18
表 6:	国内主要溶脂针产品审批进展对比.....	19
表 7:	公司核心医美团队成员.....	20
表 8:	公司医药业务主要产品.....	21
表 9:	公司募集资金用途.....	23
表 10:	公司分业务收入拆分预测.....	24
表 11:	分部估值表.....	24
表 12:	可比公司估值比较.....	25

1. 立足医药迈向大健康新格局，打造“医药+医美”双产业

江苏吴中成立于1994年，通过收购、改制、存续分立、资产重组，公司先后剥离服装、房地产、化工等业务，目前主要业务有医药、医美和投资。

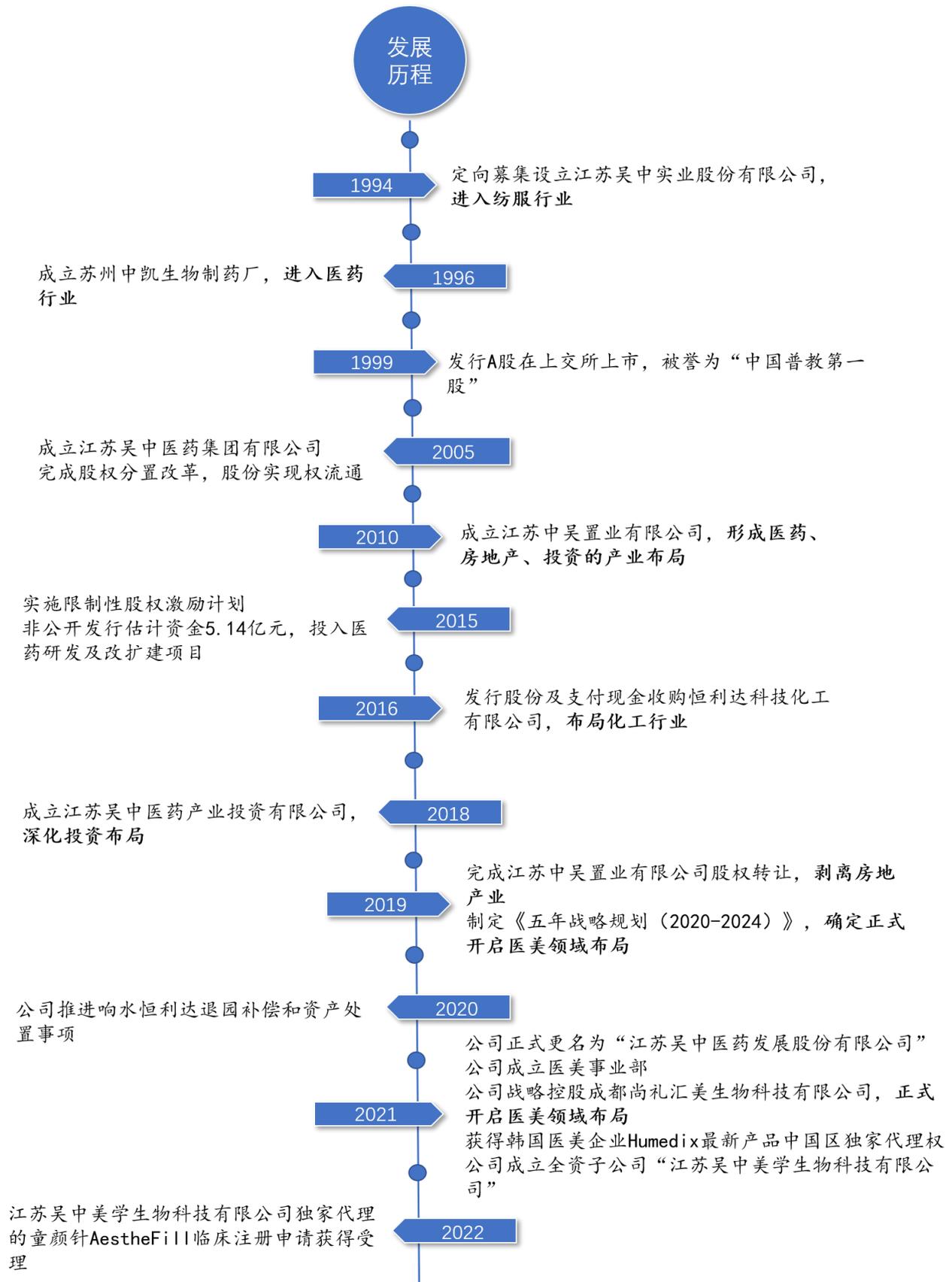
服装+医药（1994-2009）：江苏吴中实业股份有限公司于1994年成立，通过收购兼并吴县制衣厂、上海市服装进出口公司等校办企业进入纺服行业，1996年成立苏州中凯生物制药厂司，从传统服装业转型医药行业，**1999年发行A股在上交所上市，成为苏州第六家上市公司。2005年9月，江苏吴中医药集团有限公司成立，深耕医药制造业。**

医药+地产（2010-2015）：2010年，江苏吴中转让江苏吴中服装集团有限公司股权，剥离了服装业务，同年成立江苏中吴置业，形成医药、房地产、投资的产业布局。

医药+化工（2016-2020）：公司于2016年发行股份及支付现金收购恒利达科技化工有限公司，开始布局化工行业。**2018年5月，成立江苏吴中医药产业投资有限公司，依托医药资源，深化投资布局。**2019年，“321响水爆炸事故”导致工业园区关停，同年完成江苏中吴置业有限公司股权转让，剥离房地产业。2020年，与江苏响水生态化工园区管理委员会签订《响水生态化工园区企业退出补偿协议》。

医药+医美（2020-至今）：公司于2019年制定《五年战略规划（2020-2024）》，确定正式开启医美领域布局。**2021年10月，江苏吴中美学生物科技有限公司成立，开拓医美事业。2021年公司完成两大医美并购。其中，**2021年6月，通过增资入股战略控股尚礼生物下属公司尚礼汇美60%的股权，取得韩国Humedix最新玻尿酸产品中国区独家代理权。2021年12月，收购达透医疗51%股权，获得AestheFill在中国大陆地区的独家销售代理权。

图1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.1. 管理层经验丰富，兼具各方人才

管理层经营管理、医药研究和投资并购经验丰富。钱群山为公司董事长兼首席执行官；钱群英女士为公司副董事长兼总裁，并且为公司法定代表人和实际控制人；公司董事兼副总裁孙田江曾任扬子江药业集团总经理助理、副总经理；公司财务总监孙曦曾任职于天健会计师事务所；公司董秘顾铁军曾任上海宏达矿业股份有限公司行政人事部总监、董事会秘书。江苏吴中管理层兼具各方面人才，有助于公司综合全面的发展。

表1: 公司主要管理层履历

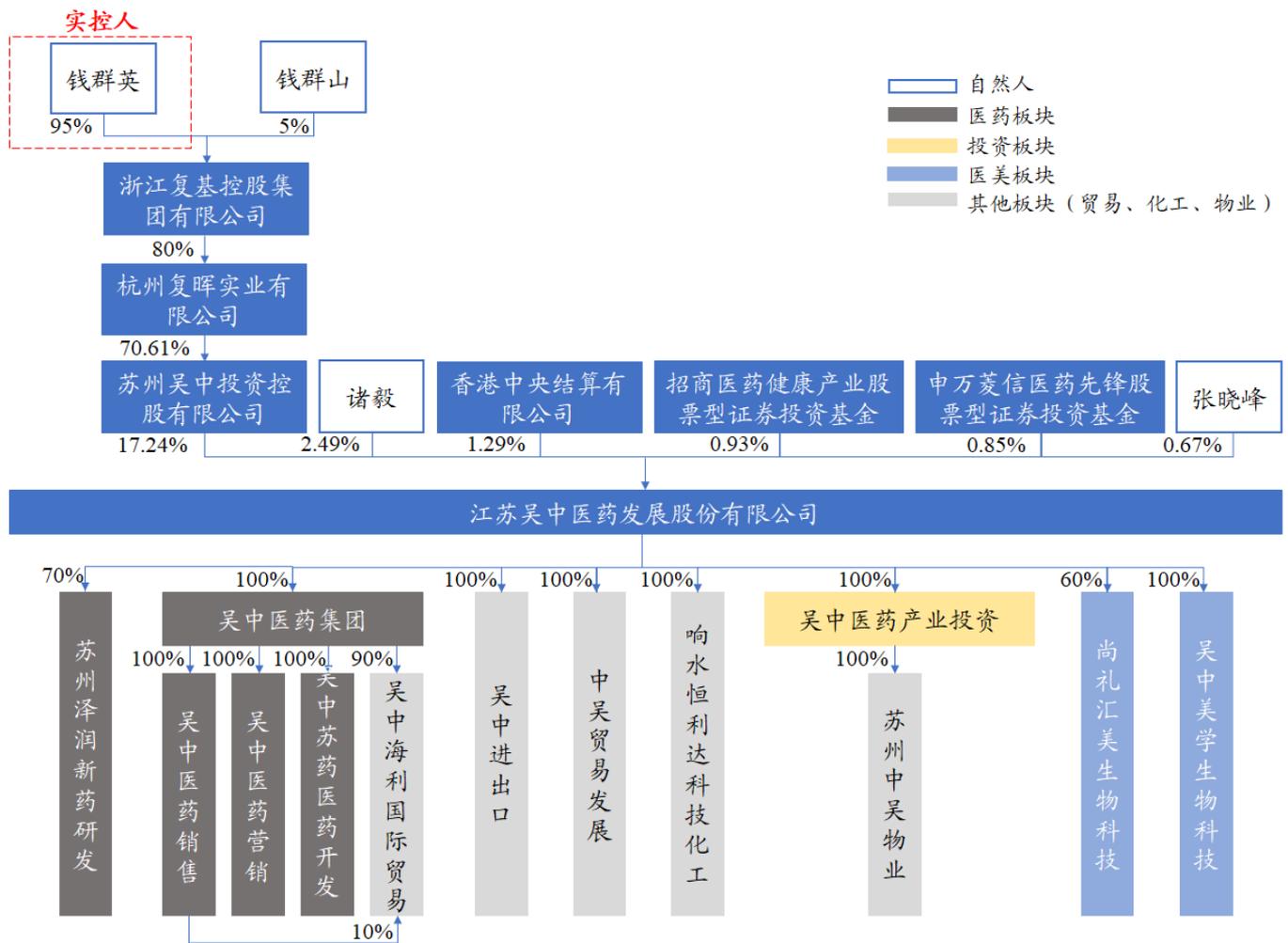
姓名	年龄	职务	主要工作经历
钱群山	50	董事长、首席执行官	历任浙江复基集团有限公司总裁，杭州复晖实业有限公司总经理，苏州吴中投资控股有限公司总裁。
钱群英	55	副董事长、总裁	曾任浙江兰溪华丰置业有限公司总经理，浙江复基控股集团有限公司、杭州复晖实业有限公司和苏州吴中投资控股有限公司董事长、总经理。
孙田江	52	董事、副总裁	曾任扬子江药业集团总经理助理、副总经理，江苏吴中医药集团有限公司副总经理，常务副总经理。
朱菊芳	55	副总裁	曾任江苏吴中实业股份有限公司董秘室主任兼证券事务代表，江苏吴中集团有限公司党委委员，曾荣获“金牌董秘”、“优秀董秘”、“最佳优秀董秘”称号。
顾铁军	42	董事、董事会秘书	曾任上海宏达矿业股份有限公司董事会秘书
孙曦	42	财务总监	曾任职于天健会计师事务所等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，股权激励激发团队活力

公司股权结构稳定，旗下子公司主要覆盖医药、医美和投资。公司控股股东为苏州吴中投资控股有限公司，截至 2023Q3 持股比例为 17.24%。公司实际控制人为副董事长兼总裁钱群英，间接持股 9.25%。钱群山与钱群英系姐弟关系，持股结构稳定利于长久发展。公司旗下子公司产业布局包含医药、医美和投资。医药板块已形成集研发、生产和销售为一体的完整产业链；医美板块聚焦上游产品端，通过产品引进和自主研发拓展产品矩阵，与医药板块形成协同与互补；投资板块围绕医药大健康发展战略目标进行投资并购，通过专业化管理和市场运作推动公司并购整合及外延式扩张。

图2: 公司股权结构



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所 (注: 股权结构为截至 2023Q3)

股权激励调动员工积极性。2022 年 1 月, 公司推出限制性股票激励计划。向 143 名核心技术人员及核心业务人员授予数量为 412 万股。激励计划的业绩考核目标是以 2021 年营业收入/净利润为基数, 2022-2024 年营收或归母净利润增长率分别不低于 10%、20%、30%。激励计划有利于绑定核心员工利益, 调动员工积极性。

表2: 公司限制性股票激励计划主要内容

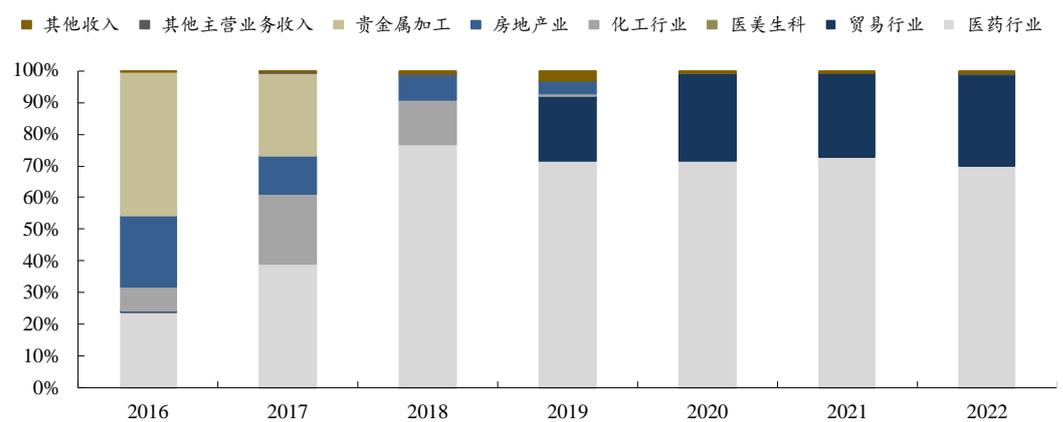
解除限售安排	解除限售比例	业绩考核标准 (满足下列条件之一)
第一个解除限售期	40%	以 2021 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 10%; 以 2021 年净利润为基数, 增长率不低于 10%
第二个解除限售期	30%	以 2021 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 20%; 以 2021 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 20%。
第三个解除限售期	30%	以 2021 年营业收入为基数, 2024 年营业收入增长率不低于 30%; 以 2021 年净利润为基数, 2024 年净利润增长率不低于 30%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 业务调整下收入增长趋势向好，毛利率稳中有升

公司曾布局多业务领域，经业务调整已确定以“医药+医美”为核心发展方向。公司在历史上曾布局服装、医药、房地产、化工、贵金属加工、投资等多领域，经业务调整战略方向已确定。在2019年制定的《五年战略规划（2020-2024）》中，明确以“医药+医美”为核心发展方向，坚持产业发展和资本运作双轮驱动发展战略。一方面进一步巩固提升医药产业的核心地位；另一方面把医疗美容等作为新兴大健康子行业重点培育，与现有医药产业形成协同和互补。

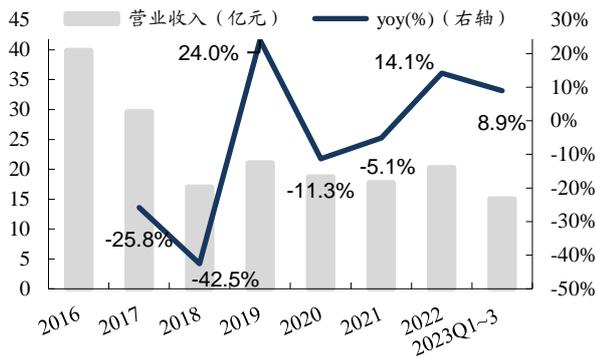
图3：公司分业务收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

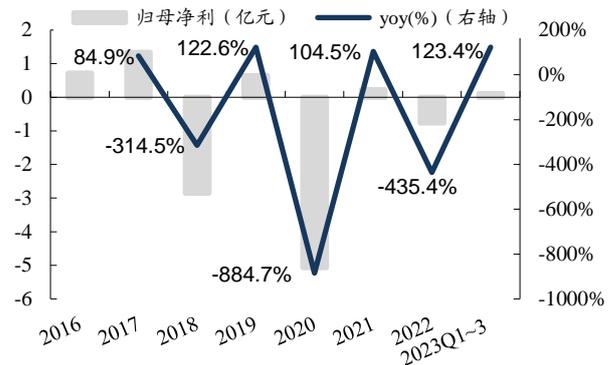
2017年以来业务板块调整导致营收波动，2023年Q1~Q3营收、归母净利润呈现良好恢复趋势。（1）**营收层面**，业务板块调整导致公司营收波动。2017年开始缩减贵金属加工、房地产业务以及2018年化工园区环保整治，导致2017-2018年营收分别同比-25.8%/-42.5%。房地产和化工业务分别于2019年和2020年剥离。2021年受疫情影响诊疗服务受限，营收小幅下调5.1%。2022年以来，受疫情后对抗病毒药物需求增加，公司营收实现恢复性增长。（2）**业绩层面**，2020年归母净利润降幅较大，主要系疫情影响诊疗服务使得药品销售受限，以及响水恒利达所在化工园区爆炸后在2020年计提大额资产减值准备。2022年归母净利润同比下降，主要系公司为拓展医药及医美生科业务，加码营销费用、研发费用等各类费用投入。2023年以来公司营收、业绩增速均呈现良好恢复趋势，2023Q1~Q3公司实现营收15.0亿元（同增8.9%），实现归母净利润0.11亿元（同增123.4%）。

图4: 公司营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

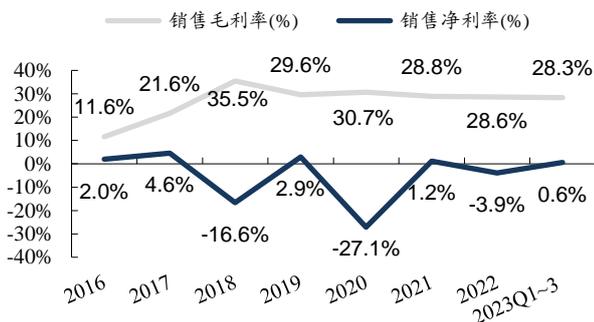
图5: 公司归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

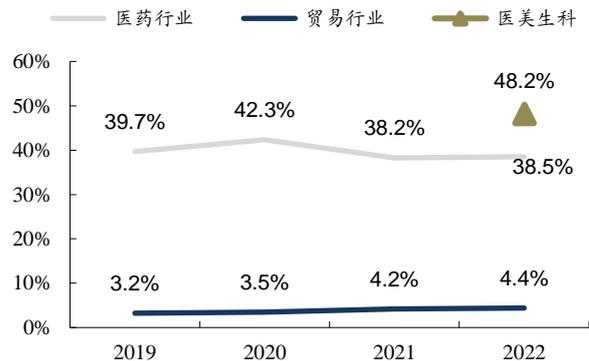
2020年以来公司毛利率相对稳定,未来医美针剂产品若获批有望拉升整体毛利率。2020年以前,公司毛利率随着逐步向医药核心业务集中有所提升,2020年以来毛利率已相对稳定。未来若医美产品顺利逐渐推出,公司有望享受到高增长红利,带动整体毛利率提升。

图6: 公司毛利率和净利率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

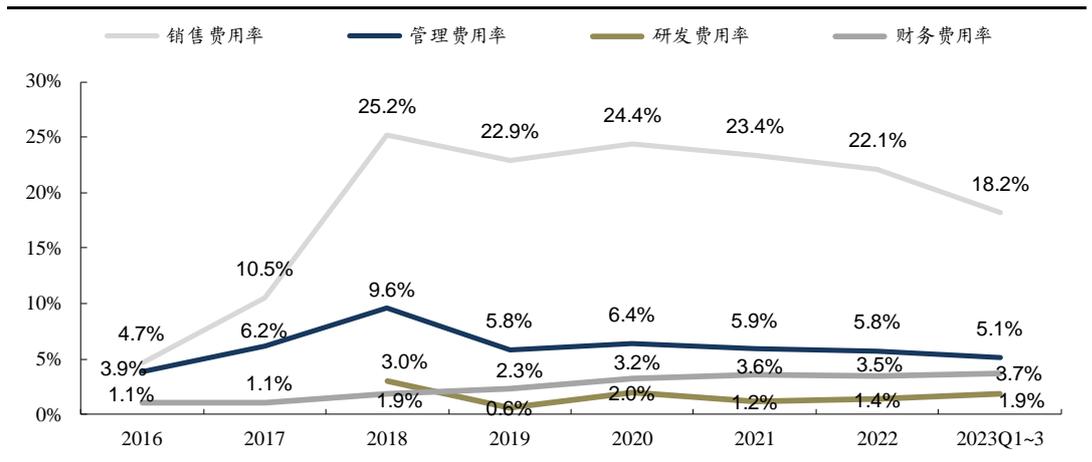
图7: 分行业毛利率变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

期间费用率管控良好。受2017~2018年收入下滑影响,总部费用无法完全摊薄使得期间费用率有所提升。2019~2022年公司销售费用率维持在22%~25%,管理费用率维持在5%~7%,总体较为稳定。随着医药和医美研发布局,公司研发费用率从2019年的0.6%提升至2022年的1.4%。

图8: 公司期间费用率变化

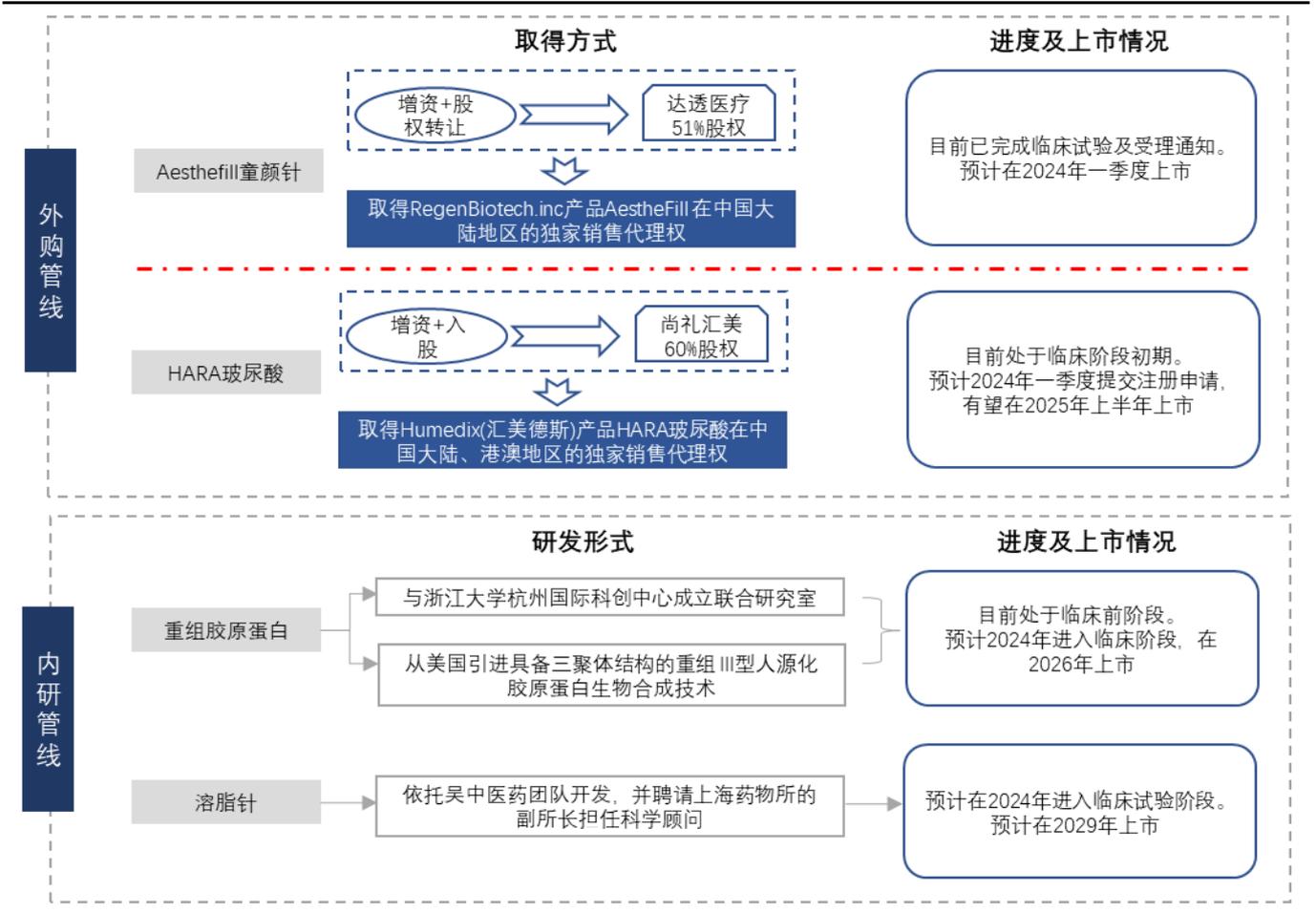


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 搭建医美产业平台，内生外延布局医美赛道

公司搭建医美产业平台，通过并购+自研形式布局医美产品管线。2021年4月成立医美事业部以来，公司搭建医美产业平台，布局多元化医美产品管线。(1) 并购: 2021年7月，投资人民币3000万元收购尚礼汇美60%的股权，同时获得韩国医美企业Humedix(汇美德斯)最新一款高端注射用双相交联含利多卡因透明质酸钠凝胶产品HARA在中国的独家销售代理权。同年12月，子公司吴中美学通过增资+股权转让的方式，以1.66亿元收购达透医疗51%的股权，同时获得韩国公司Regen Biotech(丽臻)一款高端聚双旋乳酸童颜针产品AestheFill在中国大陆地区的独家销售代理权。(2) 自研&合作: 依托药企基因，通过自研、合作研发和技术转让等方式布局重组胶原蛋白、溶脂针、表麻等重点领域。

图9：公司医美管线整体布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. Aesthefill 童颜针：采用独家专利技术，引领再生市场风潮

Aesthefill 采用聚双旋乳酸成分&空心微球专利技术，定位再生材料高端市场，具有显著的差异化优势。Aesthefill 采用多孔性微球体独家技术，主要成分为聚双旋乳酸 (PDLLA)，可结合即时填充与刺激胶原蛋白再生双重效果。其作用机理是通过多孔性微球体建立稳固“再生支架”，在肌肤凹陷处产生一定体积支撑。其中，空心多孔结构为纤维母细胞提供生长空间，诱导胶原蛋白新生，外层球体则逐渐为肌肤吸收。

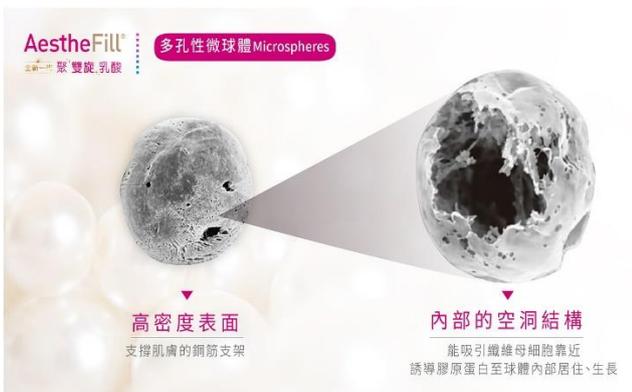
图10: 聚双旋乳酸 (PDLLA) 可结合即时填充与刺激胶原蛋白再生双重效果



数据来源: Lambre health, 东吴证券研究所

与国内获批的其他再生注射剂产品相比, Aesthefill 具有以下核心优势: 1) 再生微球结构特殊, 刺激胶原增生的效率更高: Aesthefill 童颜针的再生微球结构是一种多孔状的空心微球, 内部呈现海绵状的疏松结构。表面多孔以及内部海绵状结构给胶原纤维逐渐生长提供了较好的环境, 胶原纤维可以顺着孔洞长到微球的内部中去。相比单位体积的实心微球, 空心微球可刺激胶原的量更大, 而大部分其他再生产品采用实心微球技术, Aesthefill 童颜针可实现产品差异化竞争。2) 具有可多浓度复配的优势: Aesthefill 是可以浓度定制化的再生注射剂产品, 医生可以根据每位顾客的要求及具体情况调配浓度, 为顾客提供量身定制的产品。例如, 高浓度注射剂可用作填充脸部局部凹陷部分实现塑性效果, 低浓度可以用作全面改善皮肤暗淡、粗糙的状态, 增加弹性度。多浓度复配的特点能够实现量身定制, 也能够更好地体现医生价值。3) Aesthefill 童颜针具有专利速溶特性: Aesthefill 产品泡制快速均匀, 能够大幅降低术后感染节结等并发症。4) Aesthefill 童颜针安全性较高: Aesthefill 童颜针采用纳米级圆型的微小颗粒, 不会有针管阻塞或其他副作用。

图11: 空心微球表面多孔, 内部呈海绵状疏松



数据来源: 教主医美整形外科诊所, 东吴证券研究所

图12: 高浓度立即填充凹陷, 低浓度改善皮肤状态



数据来源: 粹究美学诊所, 东吴证券研究所

表3: Aesthefill 与国内已获批再生针剂产品对比

	Aesthefill	艾维岚	濡白天使	伊妍仕
厂商	江苏吴中	长春圣博玛	北京爱美客	华东医药
主要成分	PDLLA 聚双旋乳酸 +CMC 羧甲基纤维素	PLLA 聚左旋乳酸 +CMC 羧甲基纤维素 +甘露醇	PLLA-PEG 聚左旋乳 酸-乙二醇共聚物+HA 透明质酸钠凝胶 (含 利多卡因)	PCL 聚己内酯+CMC 羧甲基纤维素
核心成分空间 结构	多孔状微球	实心结晶体	玻尿酸混悬物+实心 结晶体	实心结晶体
作用机理	空心颗粒, 内外均刺 激胶原合成	实心颗粒, PLLA 刺 激胶原再生	玻尿酸填充+PLLA 刺 激胶原再生	CMC 填充+PCL 刺 激胶原再生
即刻效果	有	无	有	有
维持时间	2 年	1~3 年	2 年	1-2 年
国内市场价格	-	18800 元/1ml	12800 元/1ml	18800 元/1ml

数据来源: 公司官网, 新氧, 医美部落, E 美最前线, 东吴证券研究所

Aesthefill 在海外市场表现优异, 已在海南顺利完成全国首例注射。Aesthefill 于 2014 年获得韩国食品药品监督管理局(KFDA)的审批并上市销售, 目前产品已经获得欧盟 CE 认证, 覆盖全球 50 多个国家和地区。产品在海外市场表现优异, 在韩国市场是第一梯队的再生注射产品, 在中国台湾是排名第一的再生注射产品。在国内, 凭借乐城先行区特许政策优势, Aesthefill 于 2021 年 12 月在海南博鳌一龄生命养护中心完成全国首例注射。2022 年 9 月, 童颜针 AestheFill 的临床注册申请正式获得国家药品监督管理局出具的《受理通知书》, 若后续审批顺利有望于明年获批。

图13: Aesthefill 全球年销量超过 20 万支



数据来源: Jlaserclinic, 东吴证券研究所

图14: Aesthefill 在海南完成首例注射



数据来源: 一龄之家, 东吴证券研究所

2.2. HARA 玻尿酸：定位精致轻奢市场，有望成为业绩增长新动力

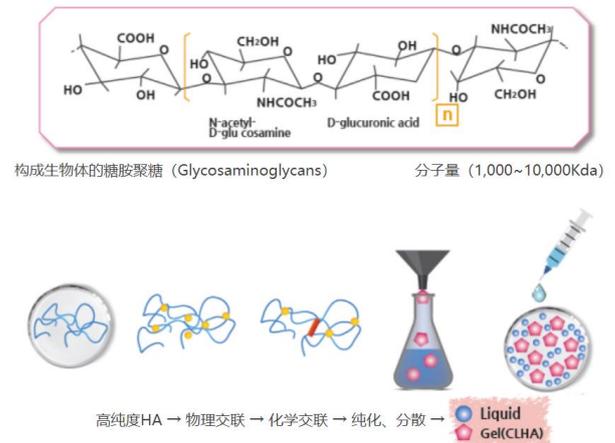
HARA 玻尿酸是艾莉薇的迭代新品，使用最新交联技术，拥有更高的安全性和稳定性。HARA 玻尿酸（Rephoria HARA-L）是韩国医美企业 Humedix 公司在 Elravie 艾莉薇基础上推出的最新一代注射用双相交联合利多卡因透明质酸钠凝胶产品，于 2020 年在韩国批准上市。HARA 玻尿酸结合 Humedix 独家 HDRM 和 HiVE 交联技术，在低交联剂使用的情况下，实现了极佳的各项性能，同时内含利多卡因成分，可以显著减轻注射过程的疼痛感。

图15: Rephoria HARA-L 产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

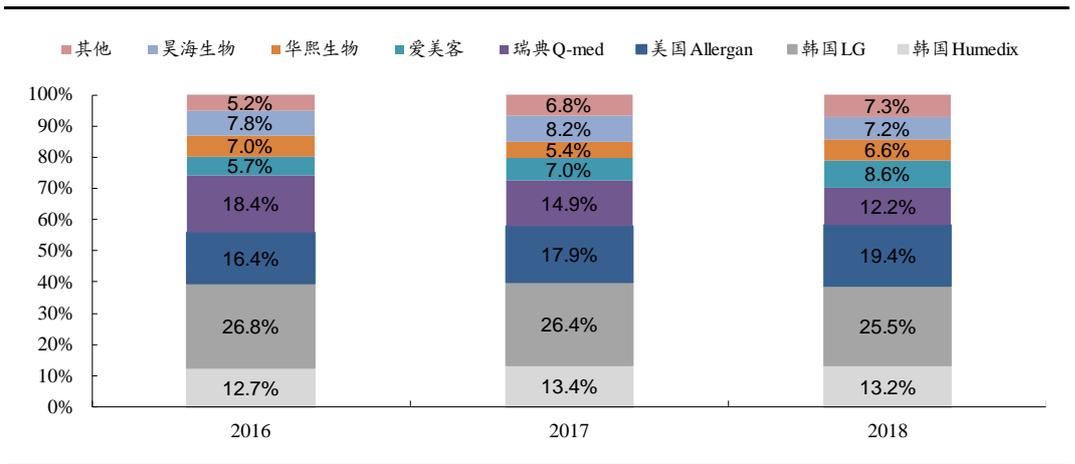
图16: HiVE 交联技术原理



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

HARA 玻尿酸定位中高端精致轻奢市场，拥有量价俱佳的优势。HARA 玻尿酸主要定位与精致轻奢群体，相比中高端品牌乔雅登和瑞蓝具有显著的性价比优势，相比主打实用和性价比的伊婉、爱芙莱等品牌也具有独特优质的产品性能。**HARA 玻尿酸的核心竞争优势主要包括：**（1）**更好的舒适性：**颗粒细腻，注射平顺；（2）**更强的稳定性：**粘度和弹性优异，可以与组织融合，使填充区域看起来更加自然，不易形成结块或硬块；（3）**更长的持久性：**独特交联技术可延长保持时间，增加皮肤的弹性和丰满度。作为艾莉薇的迭代新品，HARA 玻尿酸具有良好的品牌基础，若成功上市有望继承一定的市场份额。

图17: 我国玻尿酸注射剂市场竞争格局 (按销售额)



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

表4: HARA 玻尿酸与国内主要竞品对比

品牌	厂商	市场定位	技术特点	终端价格
HARA	韩国 Humedix	精致轻奢	HDRM+HiVE 技术: 高粘度、高形状稳定性, 持久舒适	3500-6800 元/支
依婉	韩国 LG 公司	经济实用	HICE 技术: 产品拥有优越支撑能力, 维持时间更长	3000-6000 元/支
乔雅登	艾尔建	奢侈	HYLACROSS 技术: 柔顺均匀, 注射后不会发硬, 适合面部除皱、丰唇	5000-17000 元/支
瑞蓝	瑞典 Q-med	中高端	NASHLA 技术: 呈颗粒状, 适合隆鼻、隆下巴等塑形	4000-10000 元/支
姣兰	昊海生物	经济实用	LTDT 低温二次交联技术: 适合唇部、眼周的精细化打造	3000-4000 元/支
润百颜	华熙生物	性价比高	BioBT 预饱和技术: 确保精准的塑性效果	480-2000 元/支
爱芙莱	爱美客	性价比高	特别加入舒缓减痛配方 Lidocaine, 让注射更加舒适	1000-3000 元/支

数据来源: 各公司官网, 百度百科, SFDA, 新氧, 东吴证券研究所

注: 终端价格均以最新推出产品为参考标准

HARA 推进国内临床试验工作, 上市后有望成为公司业绩增长的新动力。自 2021 年获得 HARA 在中国的独家销售代理权以来, 公司稳步推进 HARA 的临床试验工作。2023 年 2 月, 复旦大学附属上海华山医院顺利完成中国临床试验首例受试者入组, 并由主要研究者吴文育教授亲自完成临床注射。2023 年 6 月, HARA 进口注册临床试验完成最后一例受试者入组, 临床试验进度较原计划提前一个月。若后续申请进展顺利, HARA 玻尿酸有望于 2024Q1 提交注册申请, 于 2025 年上市。HARA 玻尿酸竞争优势明显, 上市后有望迅速实现医疗机构覆盖及消费者教育, 成为公司业绩增长的新动力。

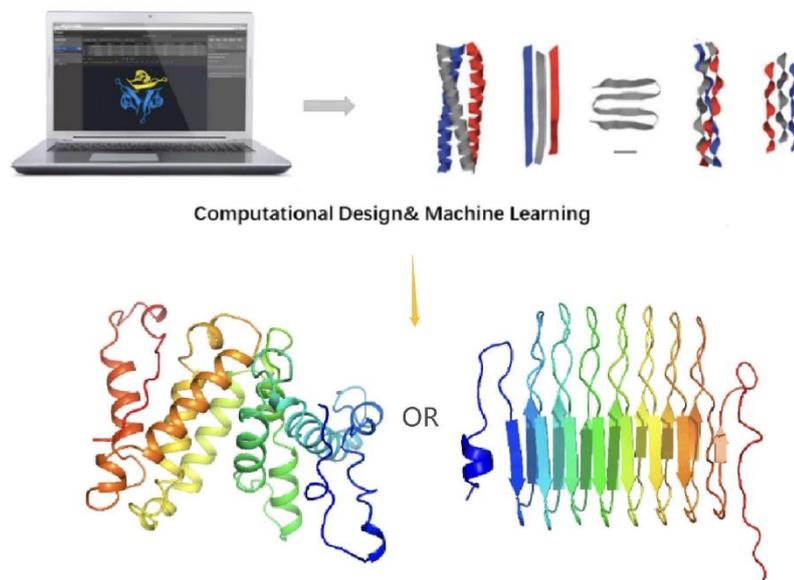
2.3. 重组胶原蛋白：持续推进技术研发，赋能终端产品上市

公司通过“内部研发+外部合作”并进，持续推进重组胶原蛋白技术和产品研发，构成“研发-生产-销售”的重组胶原蛋白产品闭环。

1、研发端

(1) 2022年7月，吴中美学与浙江大学杭州国际科创中心成立了“生物与分子智造平台-吴中美学重组胶原蛋白联合实验室”，开展重组胶原蛋白创新型研究。联合实验室创新性地使用 AI 驱动的蛋白质设计技术和高通量生物铸造装置进行重组 III 型胶原蛋白的开发。相比于传统的开发路线，该 AI 驱动的 IT-BT 融合技术极大地缩短了胶原蛋白的开发周期，为定制化、个性化的可编程化胶原蛋白开发奠定了技术基础。”

图18：联合研究室 AI 驱动的蛋白质设计技术



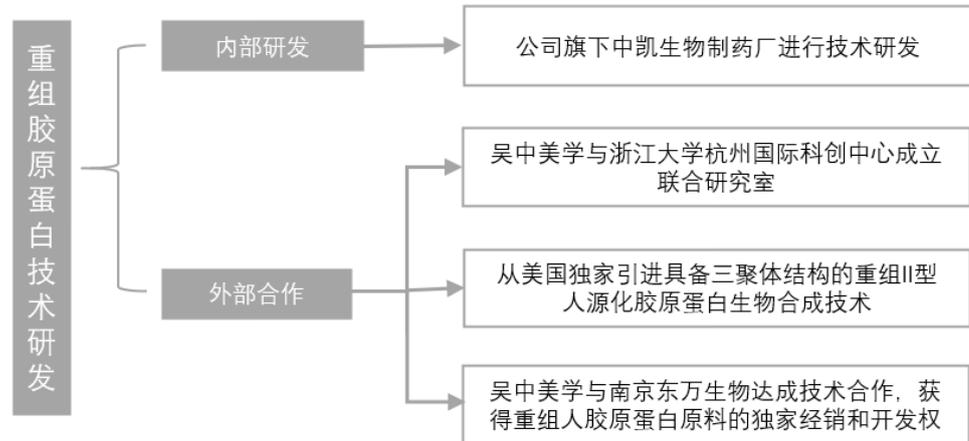
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

(2) 从美国独家引进具备三聚体结构的重组 III 型人源化胶原蛋白生物合成技术，开拓全结构胶原蛋白市场。该项技术能够通过基因工程编辑成功表达具有天然全长三聚体结构的 III 型胶原蛋白序列，使重组 III 型人源化胶原蛋白在合成过程中形成更牢固、支撑性更好、更加不容易分解流失的胶原蛋白结构，持久力更强。目前该项技术已经实现交接，正在中凯生物制药厂进行工艺优化和产业化放大。

(3) 2023年10月，吴中美学与南京东万生物公司达成技术合作。吴中美学取得东万生物重组人胶原蛋白原料在合作领域内的独家经销权与独家开发权，该胶原蛋白通过 CHO 细胞体系表达，并由中国食品药品检定研究院出具的检测报告认为其具有胶原蛋白三螺旋结构，公司同时委托东万生物基于该重组人胶原蛋白原料开发相关 III 类医疗器械产品。吴中美学与东万生物计划共同推进全球首款基于重组 I 型人胶原蛋白的医美植入剂产品的临床研究，此次合作也将使得江苏吴中能够利用南京东万生物的哺乳动物

细胞表达技术生产重组胶原蛋白。

图19: 公司实施“内部研发+外部合作”的双重战略开展重组胶原蛋白研发工作



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2、生产端

公司旗下中凯生物制药拥有多年重组蛋白药物产业化经验, 具有坚实的产业化基础。公司旗下中凯生物制药厂为 1996 年创办的集研发、生产于一体的生物工程基因药物生产基地, 在重组蛋白的发酵纯化领域拥有丰富经验, 尤其擅长利用酵母细胞表达体系实现高质量高产率的蛋白表达, 其“重组蛋白提取纯化新工艺”曾获国家发明专利。公司的医药基因为重组胶原打下坚实的产业基础。2023 年 7 月, 公司与上海东方美谷达成战略合作, 打造融合人工智能、合成生物技术、自动化控制的创新生物铸造工厂, 为重组原料研发后续的产业化奠定坚实基础。

3、销售端

营销先行, 2022 年公司创立首个重组胶原自有品牌“婴芙源”, 产品主要为重组胶原蛋白生物修复敷料, 为后续重组胶原蛋白产品打下良好的市场基础。2022 年, 公司创立首个重组胶原自有品牌“婴芙源”, 率先上市的产品包括重组胶原蛋白生物修复敷料 X 型及 M 型。(1) X 型: 重组 III 型人源化胶原蛋白纯度高, 过敏率低, 且胶原蛋白浓度含量更适合亚洲肌肤; 原料运用的脂质体包裹技术, 粒径均值 250nm 左右, 水溶性好, 让产品的吸收力更强。(2) M 型: 在治疗完成后的修复、抗炎和锁水方面有着显著效果。两款产品搭配使用效果更佳。婴芙源作为吴中美学的首个重组胶原蛋白品牌, 为吴中美学下一步上市的 Aesthefill 童颜针等医美产品在国内市场发展打下良好铺垫。

图20: 婴芙源销售启动会现场



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图21: 婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

国内重组胶原蛋白填充剂市场处于起步阶段, 以三聚体原料为基础的重组填充剂产品未来发展前景广阔。目前中国获得 NMPA 三类医疗器械认证的胶原蛋白填充剂仅 6 款, 其中重组胶原蛋白仅 1 款, 市场未来发展前景广阔。若公司重组 III 型胶原蛋白填充剂研发和上市进程顺利, 其有望凭借支撑性好、持久性强的产品优势快速抢占市场份额, 建立起差异化竞争优势。

表5: 我国胶原蛋白填充剂市场主要产品

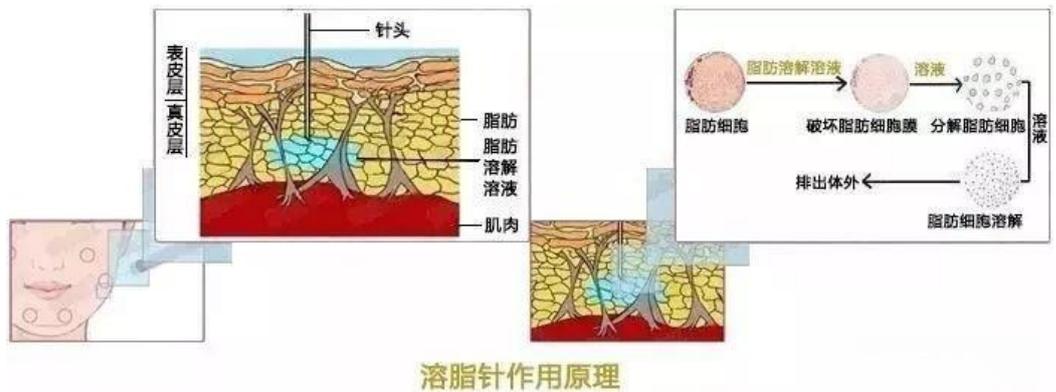
企业	产品	胶原类别	获批时间	维持时间	终端价格
双美生物	肤柔美	猪皮胶原	2014 年	6-8 个月	3700-6000 元/0.5ml
	肤丽美	猪皮胶原	2017 年	6-8 个月	8500 元/ml
	肤力原	猪皮胶原	2019 年	6-8 个月	-
长春博泰	弗缦	牛皮胶原	2012 年	6-8 个月	4000-5800 元/0.5ml
锦波生物	薇旎美	重组胶原	2021 年	3-6 个月	4600-7000 元/4mg
荷兰汉福生物	爱贝芙	牛皮胶原	2012 年	6-12 个月	15960 元/0.5ml
巨子生物	-	重组胶原	预计 2024 年	-	-
江苏吴中	-	重组胶原	预计 2026 年	-	-

数据来源: 医美部落, 新氧, 巨子生物招股说明书, 东吴证券研究所

2.4. 溶脂针: 积极布局产品研发工作, 发展潜力较大

溶脂针可以达到减肥的作用, 在治疗后具有恢复皮肤弹性的功效。溶脂针主要利用特殊的溶脂仪器, 将溶脂液注入到脂肪层区域, 快速的将脂肪组织溶解掉, 之后使用溶脂针将脂肪引流出来, 从而达到治疗的效果。溶脂具有较好的溶解脂肪和加速身体脂肪代谢的能力, 注射之后能够使患者的局部脂肪快速的燃烧和溶解, 然后分解成细小的液体, 随着人体淋巴的血液循环排出体外。通过做相应的治疗, 患者身体肥胖以及脂肪堆积的问题能够得以改善。

图22: 溶脂针作用原理



数据来源: 知乎, 东吴证券研究所

公司通过自研积极布局溶脂针产品, 目前在临床前阶段。溶脂针(脱氧胆酸)是公司内部医药团队研发的产品, 也是公司医美管线布局的重要组成部分。2022年公司已经完成溶脂针的立项工作。目前原料端已经实现中试, 希望做更多的改良以解决痛感问题。公司预计2024年溶脂针产品有望启动临床, 若进展顺利预计2029年左右上市。

溶脂针在全球范围内已有多款产品, 国内尚无产品获批。在国际市场上, 已经有较多的溶脂针品牌, 包括Kybella溶脂针、DERMCLAR溶脂针、Aqualyx溶脂针等。其中, 美国艾尔建旗下Kythera的脱氧胆酸注射剂于2015年获得FDA批准。国内尚无溶脂针产品获批, 但是已有多家厂商布局, 包括江苏吴中、南京迈诺威、爱美客、科迪生物等。

表6: 国内主要溶脂针产品审批进展对比

厂商	在研阶段
江苏吴中	处于临床前阶段预计
南京迈诺威	2021年7月正式启动中国III期临床试验
爱美客	处于临床前阶段
科笛生物	已完成1期临床实验

数据来源: 观研网, 杭州赫贝科技有限公司, 东吴证券研究所

2.5. 医美团队: 核心成员履历经验丰富, 推动医美管线全面布局

引进医美行业尖端人才, 夯实医美团队建设。2021年, 公司成立医美事业部, 设立吴中美学, 正式进军医美行业。公司核心团队已经搭建完成, 其中, 医美事业部总经理项臻曾任麦格理资本大中华区投资银行部经理; 常务副总经理李艳章曾担任华东医药医美事业部总经理, Sinclair美学中国区副总裁; 副总经理丁鹏负责吴中美学营销条线工作, 曾担任锦波生物医美事业部总经理、林特医药医美事业部总经理; 研发负责人具有多年重组胶原蛋白和多肽类原料的开发经验; 首席医学官为中国台湾医美专家, 有望在产品推广方面形成很大的助力。

表7: 公司核心医美团队成员

职位	姓名	履历
总经理	项臻	曾任麦格理资本大中华区投资银行部经理
常务副总经理	李艳章	曾担任华东医药医美事业部总经理, Sinclair 美学中国区副总裁
副总经理	丁鹏	曾担任锦波生物医美事业部总经理、林特医药医美事业部总经理
原料研发负责人	张凤龙	曾任汉肤生物研发中心总经理、巨子生物分子组组长
首席医学官	林睿禹	曾担任 Regen Biotech 医疗总顾问, 中国台湾医美整形专家

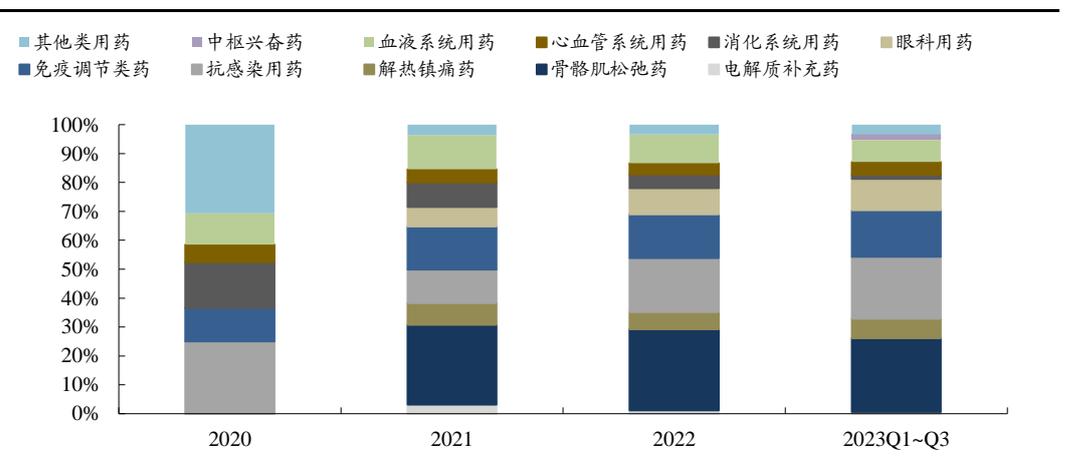
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 深耕医药产业链, 产品线丰富底蕴深厚

3.1. 多年深耕打下坚实基础, 丰富产品管线构筑竞争优势

吴中医药已在“抗病毒、抗肿瘤、抗感染、免疫调节”等多个规模大且成长迅速的领域形成了完善的产品布局, 构筑了核心竞争优势。截至 2023Q3, 吴中医药持有 290 余个药品生产文号、140 多个药品品种和 20 多项国家新药证书, 形成了以“抗感染/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管”等治疗领域为核心的产品布局。化学制剂方面, 匹多莫德口服溶液、盐酸阿比多尔片、注射用普罗碘铵、注射用卡络磺钠、美索巴莫注射液等公司重点产品均为国内独家, 其中盐酸阿比多尔片进入 2021 版国家医保目录并成为国家卫健委官方推荐的抗流感病毒药物, 2023 年 3 月进入《成人普通感冒诊断和治疗临床实践指南(2023)》, 产品使用前景广阔。生物制剂方面, 公司不断加强自主创新, 加快开发优质生物制剂产品, 其中重点产品为重组人粒细胞刺激因子注射液。中药制剂方面, 公司拥有多个中药制剂批准文号, 其中自主研发独家产品连苓珍珠滴丸已被列入 2020 年国家医保目录。

图23: 公司各类药品占比



数据来源: 公司年报, 公司公告, 东吴证券研究所

表8: 公司医药业务主要产品

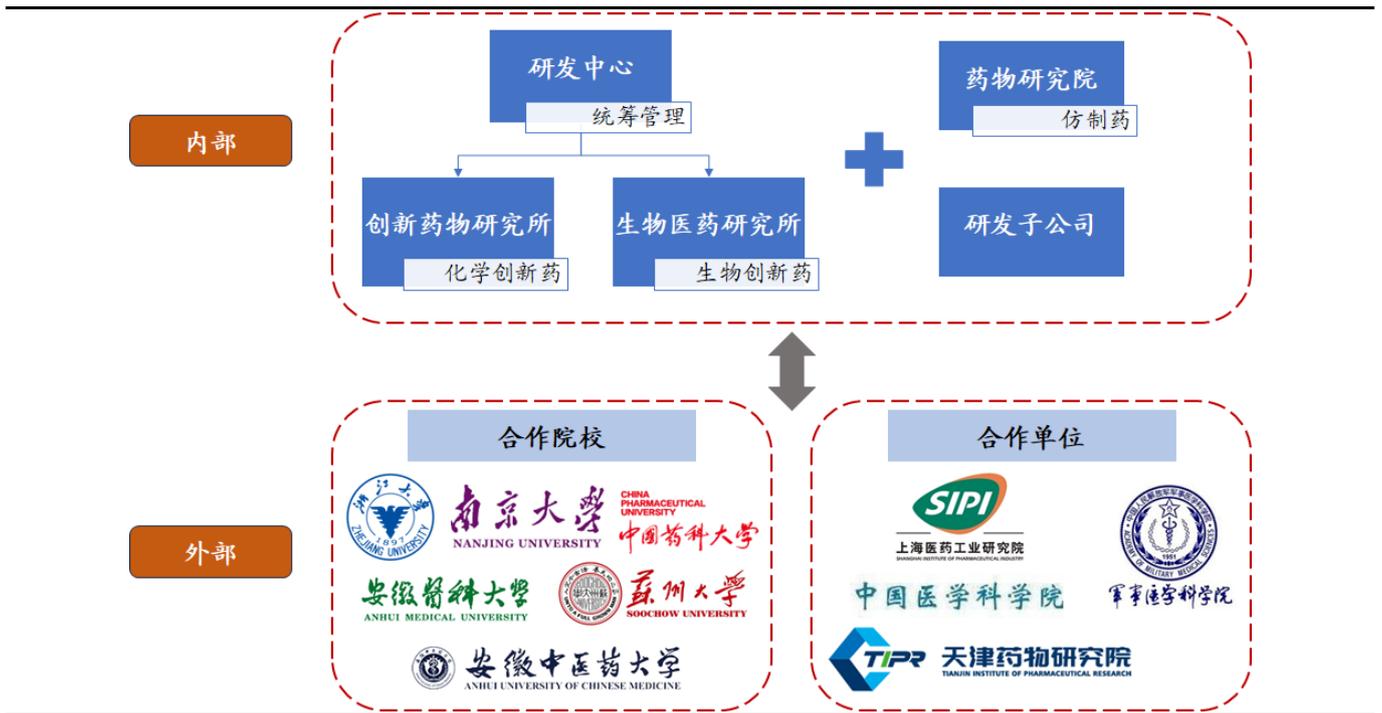
细分行业	主要治疗领域	药(产)品名称	产品图示	适应症或功能主治	
化学制剂药	消化系统疾病药物	注射用奥美拉唑钠		消化性溃疡出血、吻合口溃疡出血、急性胃黏膜损害等	
		注射用兰索拉唑		用于口服疗法不适用的伴有出血的十二指肠溃疡	
	血液和造血系统领域	洛叶-注射用卡络磺钠		泌尿系统、上消化道、呼吸道和妇产科疾病出血	
	心血管领域	爱怡令-盐酸曲美他嗪片/缓释片		主要用于对一线抗心绞痛治疗控制不佳或无法耐受的稳定型心绞痛成年患者的对症治疗	
	中枢作用肌肉松弛药	力制同-美索巴莫注射液		治疗急性骨骼肌疼痛的中枢作用肌松药	
	全身抗病毒药领域	玛诺苏-盐酸阿比多尔片		治疗由A、B型流感病毒等引起的上呼吸道感染	
	感觉系统领域	洛冠-注射用普罗碘铵		用于晚期肉芽肿或非肉芽肿性虹膜睫状体炎、视网膜脉络膜炎,眼底出血、玻璃体混浊等	
	免疫增强剂	芙露欣-匹多莫德口服液		主要用于慢性或反复发作的呼吸道感染与尿路感染辅助治疗	
	生物制剂	免疫调节剂	重组人粒细胞刺激因子注射液		用于中性粒细胞减少症的治疗和预防,减轻中性粒细胞减少的程度,缩短粒细胞缺乏症持续时间
	中药制剂		连苓珍珠滴丸		快速止痛,多靶点强效修复粘膜,治疗口腔溃疡

数据来源: 公司年报, 公司官网, 东吴证券研究所

3.2. 研产销一体化助力医药业务快速发展

公司已经形成集研发、生产、销售为一体化的完整产业链。研发端, 公司形成了内外结合的研发体系, 内部由创新药物研究所、生物医药研究所、药物研究院构成了“两所一院”的研发管理与运营体系, 并设立了吴中苏药、苏州泽润研发子公司; 外部与多所高校和单位建立了紧密的合作关系, 其中苏州泽润在浙江大学技术支持下研发的肿瘤治疗创新药 YS001 胶囊已获得补充申请批准通知书, 确保临床研究合规化推进。生产端, 公司拥有以化学药物制剂、化学原料药与现代中药为主的苏州制药厂生产基地, 以及以生物制品为主的中凯生物制药厂。销售端, 公司成立了医药销售、医药营销两家子公司, 形成了以自营终端、配送、招商、OTC、电商等为主的销售模式, 渠道涵盖全国各区域内的代理商、医疗机构和零售药店等, 未来计划进一步拓展渠道, 并做好开发上量, 提高产品销售额。

图24: 公司内外结合研发体系



数据来源: 公司年报, 公司官网, 东吴证券研究所

3.3. 定增布局医药业务, CDMO 蓄能业绩新增长

公司充分发挥自身产能和区位优势, 整合上下游资源, 大力开拓 CDMO 业务。CDMO 业务的主要目标是为客户的产品提供工艺开发、制备、工艺优化、注册和验证批生产以及商业化定制研发生产等服务。结合目前苏州新药研发高效、产业化能力有限的状况, 江苏吴中充分利用自身产能优势和区位优势谋划产能布局, 通过深度合作帮助初创药企研发产品的产业化落地; 同时发挥研产销全产业链优势, 打造一站式 CDMO 业务, 力争实现“苏州市医药制造业的标杆”的目标。

公司研发及产业化基地一期项目顺利开工, 定增助力医药板块发展。2022 年 1 月, 公司公告拟募集资金 12 亿元, 用于江苏吴中医药集团研发及产业化基地一期项目 (9 亿元) 以及偿还银行贷款 (3 亿元)。江苏吴中医药集团研发及产业化基地一期项目总投资额为 17.28 亿元, 规划总建筑面积约为 161390 平方米, 主要建设内容包括综合办公中心、生物创新中心、质检研发中心、注射剂楼、口服制剂楼、综合制剂楼、仓库及环保处理设施等。项目集现代药物实验室研究、中试放大研究和商业规模化生产一体, 也可以承接多剂型多品种 CDMO 业务。项目已于 2023 年上半年开工, 公司预计 2025 年投入使用。

表9: 公司募集资金用途

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	江苏吴中医药集团研发及产业化基地一期项目	166,791.48	90,000
2	偿还银行贷款		30,000
	合计		120,000

数据来源: 公司募集说明书, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

■ 收入结构假设

(1) **医药业务:** 公司医药产品线丰富, 随着定增落地有望维持稳步增长, 我们预测 2023~2025 年医药业务分别实现营收 16.21/18.27/20.46 亿元, 分别同比增长 14.1%/12.7%/12%。

(2) **医美生科业务:** 敷料产品婴芙源 2022 年上市以来, 已贡献一定收入。Aesthefill 童颜针和 HARA 玻尿酸在海外表现优异, 正在临床审批进程中, 若后续进展顺利, 分别有望于 2024 年和 2025 年上市, 我们预测 2023~2025 年医美生科业务分别实现营收 0.10/2.99/7.05 亿元, 分别同比增长 3570.1%/2890.3%/135.4%。

(3) **贸易业务:** 预计未来收入规模基本稳定。

■ 毛利率假设

医药、贸易业务毛利率基本保持稳定, 随着医美生科业务的 Aesthefill 童颜针、HARA 玻尿酸陆续上市, 整体毛利率也有望得到大幅提升, 我们预测 2023~2025 年整体毛利率分别为 29.3%/35.7%/41.2%。

表10: 公司分业务收入拆分预测

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医药 (亿元)	13.38	12.91	14.21	16.21	18.27	20.46
YOY		-3.5%	10.0%	14.1%	12.7%	12.0%
毛利率	42.3%	38.2%	38.5%	38.5%	39.0%	39.0%
医美生科 (亿元)			0.003	0.10	2.99	7.05
YOY				3570.1%	2893.0%	135.4%
毛利率			48.2%	50.0%	82.7%	83.0%
1. Aesthefill 童颜针 (亿元)					2.79	6.13
YOY						119.3%
2.HARA 玻尿酸 (亿元)						0.60
3. 婴芙源 (亿元)			0.003	0.10	0.20	0.32
YOY				3570.1%	100.0%	60.0%
贸易 (亿元)	5.18	4.69	5.86	6.15	6.46	6.78
YOY		-9.4%	24.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	3.5%	4.2%	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 估值比较

(1) **医美生科板块:** 我们预计 2025 年净利润为 2 亿元, 涉及医美上游高端针剂的可比公司爱美客、锦波生物 2025 年的 PE 范围为 20~37x。考虑公司同时布局再生&胶原高端医美针剂且有望即将有产品获批, 我们给予公司医美生科板块 2025 年 PE 为 30x, 对应市值为 59 亿元。

(2) **医药板块:** 我们预计 2025 年净利润为 0.5 亿元, 涉及仿制药的可比公司仙琚制药、科伦药业和上海医药 2025 年的 PE 范围为 7~17x。公司在医药板块深耕多年, 在“抗病毒、抗肿瘤、抗感染、免疫调节”等多个规模大且成长迅速的领域形成了完善的产品布局, 我们给予公司医药板块 2025 年 PE 为 10x, 对应市值为 5 亿元。

(3) **现金&投资收益:** 共约为 15 亿元左右。

综上, 采用分部估值法, 我们预计公司的合理市值为 79 亿元, 市值仍有提升空间。

表11: 分部估值表

项目	2025E 净利润 (亿元)	2025E PE (X)	合理市值 (亿元)
医美生科板块	2.0	30	59
医药板块	0.5	10	5
现金&投资收益			15
总计			79

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (注: 考虑归母净利润)

表12: 可比公司估值比较

证券代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (X)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300896.SZ	爱美客	683	12.6	19.0	26.2	34.6	54	36	26	20
832982.BJ	锦波生物	194	1.1	2.1	3.7	5.2	178	91	53	37
医美平均							116	63	39	28
002332.SZ	仙琚制药	120	7.5	6.7	8.1	10.0	16	18	15	12
002422.SZ	科伦药业	427	17.1	21.0	22.3	25.5	25	20	19	17
601607.SH	上海医药	597	56.2	63.5	71.3	80.0	11	9	8	7
医药平均							17	16	14	12
600200.SH	江苏吴中	66	-0.8	0.2	1.3	2.6	-	316	52	25

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 估值日期为 2023.11.28; 除仙琚制药外均为东吴证券预测, 仙琚制药为 Wind 一致预期)

4.3. 投资建议

公司医药产品和产业链布局完善, 通过内生外延医美业务也蓄势待发, 童颜针和玻尿酸等产品有望在未来陆续获批贡献新的利润增长。我们预计公司 2023~25 年分别实现归母净利润 0.2/1.3/2.6 亿元, 分别同增 127%/513%/103%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 316/52/25X, 首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

(1) **在研产品进展不及预期。**公司产品研发到上市存在一定不确定性, 审批时间和获批率均存在一定不确定性, 进而可能对公司业绩产生影响。

(2) **产品推广不及预期。**若产品上市后在终端放量不及预期, 品牌推广较慢, 则可能影响公司业绩。

(3) **行业政策变化风险。**国家对医药和医美均有严格监管政策, 若产品的研发和审批等政策发生较大变化, 则可能对业绩释放造成影响。

江苏吴中三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,730	2,988	3,338	3,842	营业总收入	2,026	2,267	2,794	3,452
货币资金及交易性金融资产	1,477	1,649	1,772	1,902	营业成本(含金融类)	1,447	1,603	1,797	2,029
经营性应收款项	894	998	1,188	1,516	税金及附加	14	16	20	25
存货	113	125	145	169	销售费用	448	462	598	778
合同资产	0	0	0	0	管理费用	117	120	148	203
其他流动资产	246	217	233	255	研发费用	29	32	39	55
非流动资产	1,180	1,167	1,149	1,141	财务费用	71	57	63	71
长期股权投资	426	428	430	432	加:其他收益	13	14	17	21
固定资产及使用权资产	224	170	116	61	投资净收益	12	34	17	17
在建工程	7	12	22	32	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	102	103	104	105	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	5	5	6	营业利润	(75)	25	163	330
其他非流动资产	417	449	473	506	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	3,910	4,155	4,487	4,983	利润总额	(75)	25	162	330
流动负债	1,856	2,067	2,343	2,608	减:所得税	3	4	31	64
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,403	1,597	1,805	1,992	净利润	(78)	21	131	266
经营性应付款项	241	246	276	311	减:少数股东损益	(2)	1	3	7
合同负债	25	22	28	37	归属母公司净利润	(76)	21	128	259
其他流动负债	187	202	234	268	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.11)	0.03	0.18	0.36
非流动负债	231	234	239	244	EBIT	(16)	82	226	401
长期借款	165	175	180	185	EBITDA	33	148	293	469
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.61	29.30	35.69	41.23
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	(3.76)	0.92	4.56	7.51
其他非流动负债	65	59	59	59	收入增长率(%)	14.12	11.87	23.27	23.53
负债合计	2,086	2,301	2,583	2,853	归母净利润增长率(%)	(435.43)	127.29	513.28	103.40
归属母公司股东权益	1,804	1,833	1,881	2,100					
少数股东权益	20	20	24	31					
所有者权益合计	1,824	1,853	1,904	2,131					
负债和股东权益	3,910	4,155	4,487	4,983					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	56	56	102	111	每股净资产(元)	2.53	2.57	2.64	2.95
投资活动现金流	61	(18)	(33)	(43)	最新发行在外股份(百万股)	712	712	712	712
筹资活动现金流	115	129	134	103	ROIC(%)	(0.50)	1.99	4.85	7.90
现金净增加额	232	166	203	170	ROE-摊薄(%)	(4.22)	1.13	6.78	12.35
折旧和摊销	49	66	67	68	资产负债率(%)	53.36	55.39	57.56	57.24
资本开支	(41)	(14)	(15)	(15)	P/E (现价&最新股本摊薄)	—	316.17	51.55	25.35
营运资本变动	22	(69)	(159)	(296)	P/B (现价)	3.65	3.59	3.50	3.13

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>