

2024年01月23日

买入（维持）

报告原因：重大事项

证券分析师

任晓帆 S0630522070001

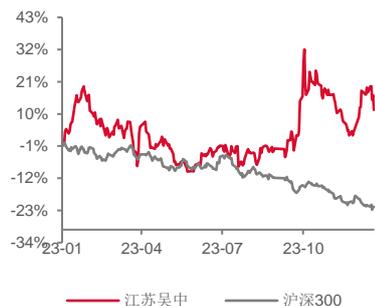
rxf@longone.com.cn

联系人

陈宜权

chenyq@longone.com.cn

数据日期	2024/01/22
收盘价	8.15
总股本(万股)	71,229
流通A股/B股(万股)	70,956/0
资产负债率(%)	56.73%
市净率(倍)	3.15
净资产收益率(加权)	0.60
12个月内最高/最低价	10.96/6.95

**相关研究**

1. 江苏吴中(600200): 医药枝繁叶茂, 医美“展翅”腾飞——公司深度报告

江苏吴中(600200): AestheFill产品获批有望贡献增量

——公司简评报告

投资要点

- **事件:** 公司于1月22日晚发布公告称, 公司旗下孙公司达透医疗器械(深圳)有限公司收到了国家药品监督管理局颁发的《医疗器械注册证》, 产品名称为聚乳酸面部填充剂AestheFill, 获批有效期为2024年1月17日至2029年1月16日。
- **AestheFill产品在海外市场上过硬的产品力和海外高认知度。** AestheFill于2014年获KFDA批准上市, 目前已在60多个国家进行销售, 产品临床经验丰富, 凭借优异的产品力及品牌口碑, AestheFill虽在中国台湾市场上市较晚, 但已超越老牌童颜针Sculptra位列第一, 目前已拥有近30%的市场份额。
- **AestheFill产品自身具备优良的产品性能。** AestheFill核心成分为聚双旋乳酸(PDLLA), 其呈海绵状多孔微球结构的特性推动其具备更佳的即刻塑形效果, 刺激胶原蛋白再生效果更强; 同时产品为唯一一款可调配浓度定制化产品, 在医生注射时, 可根据客户需求方便地定制专属的注射方案, 相较于其他产品更具实用性, 未来空间更大。公司依托AestheFill切入医美赛道将助力公司快速卡位国内高端医美市场, 为公司后续医美业务的拓展和健康发展奠定坚实基础。
- **公司通过“引进+自研(合研)”推动医美产线布局。** ①HARA玻尿酸已完成临床试验入组, 预计产品有望在2025年取证, 产品依托“Humedix的知名品牌背书+升级版技术实力”快速占领国内玻尿酸市场份额。②重组胶原蛋白方面, 公司通过“自研+引进”的模式快速发展。内部依托中凯生物制药厂推动, 外部与南京东万签署合作协议, 获得东万胶原蛋白原料在医美领域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, 具有三螺旋结构, 加速了公司在重组胶原蛋白领域的研发和产业化进程, 进一步丰富了注射类医美管线。
- **投资建议:** 公司坚持“医药+医美”战略布局, 深耕医药行业的同时, 全力布局发展医美业务, 利用已成熟的研发实力与经验赋能于医美业务开展, 开辟公司的第二成长曲线, 有较大的发展空间。我们预测公司2023-2025年归母公司净利润为0.29亿元、1.99亿元及3.67亿元, 按2024年1月22日收盘价计算, 对应PE分别为199.35倍、29.14倍及15.82倍。维持“买入”评级。

➤ **风险提示:** 产品无法如期上市风险、行业政策变动风险、产品推广不及预期。

盈利预测与估值简表

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	1871.74	1775.45	2026.23	2284.98	2865.79	3391.92
同比增速(%)	-11.29%	-5.14%	14.12%	12.77%	25.42%	18.36%
归母净利润(百万元)	-506.41	22.72	-76.20	29.12	199.21	366.99
同比增速(%)	-884.72%	104.49%	-435.43%	138.22%	584.10%	84.22%
毛利率(%)	30.74%	28.83%	28.61%	30.38%	37.58%	41.60%
每股盈利(元)	-0.71	0.03	-0.11	0.04	0.28	0.52
ROE(%)	-27.41%	1.22%	-4.22%	1.59%	9.80%	15.30%
PE(倍)	-11.46	255.55	-76.19	199.35	29.14	15.82

资料来源: ifind、东海证券研究所

注: 截止时间 2024 年 1 月 22 日

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1477.05	1523.70	1397.99	1477.78
应收票据及账款	867.68	940.76	1179.89	1396.51
预付账款	26.48	24.63	30.89	36.56
其他应收款	59.83	30.99	38.87	46.01
存货	112.62	157.66	177.29	196.33
其他流动资产	185.89	342.75	429.87	508.79
流动资产总计	2729.55	3020.50	3254.80	3661.98
长期股权投资	425.96	425.96	425.96	425.96
固定资产	224.08	184.47	145.33	106.50
在建工程	6.93	9.24	9.70	8.68
无形资产	101.59	86.67	69.60	50.40
长期待摊费用	4.27	2.13	0.00	0.00
其他非流动资产	417.35	371.07	409.46	448.76
非流动资产合计	1180.18	1079.53	1060.05	1040.31
资产总计	3909.73	4100.02	4314.86	4702.28
短期借款	1370.08	1438.58	1366.65	1298.32
应付票据及账款	240.16	250.27	281.43	311.66
其他流动负债	245.32	382.38	434.75	484.53
流动负债合计	1855.56	2071.23	2082.83	2094.51
长期借款	165.25	165.25	165.25	165.25
其他非流动负债	65.35	10.07	8.77	7.74
非流动负债合计	230.60	175.32	174.02	172.99
负债合计	2086.16	2246.55	2256.86	2267.50
股本	712.39	712.39	712.39	712.39
资本公积	1404.48	1404.48	1404.48	1404.48
留存收益	-313.18	-284.06	-84.84	282.15
归属母公司权益	1803.69	1832.81	2032.03	2399.02
少数股东权益	19.88	20.66	25.97	35.77
股东权益合计	1823.57	1853.47	2058.00	2434.78
负债和股东权益合计	3909.73	4100.02	4314.86	4702.28

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	-78.23	4.66	180.33	353.30
折旧与摊销	49.29	87.70	90.09	90.38
财务费用	71.37	63.81	63.87	60.90
其他经营资金	16.86	31.30	28.37	27.52
经营性现金净流量	56.27	78.25	74.08	272.64
投资性现金净流量	61.34	17.50	-63.98	-63.61
筹资性现金净流量	114.74	-49.10	-135.80	-129.24
现金流量净额	232.20	46.65	-125.71	79.79

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2026.23	2284.98	2865.79	3391.92
营业成本	1446.57	1590.69	1788.72	1980.83
营业税金及附加	14.34	16.04	20.12	23.81
销售费用	448.31	459.28	587.49	678.38
管理费用	116.61	114.25	143.29	169.60
研发费用	28.56	34.27	48.72	61.05
财务费用	71.37	63.81	63.87	60.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	12.09	12.09	12.09	12.09
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-75.14	35.17	240.62	443.27
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-75.40	35.17	240.62	443.27
所得税	2.83	5.28	36.09	66.49
净利润	-78.23	29.90	204.53	376.78
少数股东损益	-2.03	0.78	5.32	9.79
归属母公司股东净利润	-76.20	29.12	199.21	366.99
EBITDA	45.26	186.68	394.58	594.56
NPOLAT	-25.26	84.05	258.74	428.47
EPS(元)	-0.11	0.04	0.28	0.52

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收益率	14.12%	12.77%	25.42%	18.36%
EBIT增长率	-103.93%	2,554.78%	207.62%	65.58%
EBITDA增长率	-70.59%	312.44%	111.37%	50.68%
净利润增长率	-435.43%	138.22%	584.10%	84.22%
盈利能力				
毛利率	28.61%	30.38%	37.58%	41.60%
净利率	-3.86%	1.31%	7.14%	11.11%
ROE	-4.22%	1.59%	9.80%	15.30%
ROA	-1.95%	0.71%	4.62%	7.80%
ROIC	-1.21%	4.46%	13.08%	19.23%
估值倍数				
P/E	-76.19	199.35	29.14	15.82
P/S	2.86	2.54	2.03	1.71
P/B	3.22	3.17	2.86	2.42
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	-1371.48	60.12	19.71	11.60
EV/EBITDA	122.18	31.88	15.21	9.84
EV/NOPLAT	-218.89	70.80	23.20	13.65

资料来源：ifind、东海证券研究所

注：截止时间 2024 年 1 月 22 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089