

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)事件点评: 重磅产品

AestheFill 如期获批, 迈入高景气度再生医美赛道

2024年1月23日

- **公司公告:** 江苏吴中孙公司达透医疗的聚乳酸面部填充剂 AestheFill 正式获批, 包含 3 种不同规格 (100mg/200mg/200mg 中国版), 首次批准有效期 5 年, 预计将于 2024 年上半年在中国大陆正式上市销售。
- **AestheFill 在安全性、长效性等方面较其他医美再生注射剂更具优势。** AestheFill 为韩国医美企业 REGEN Biotech, Inc. 研发的医美再生注射剂, 于 2014 年获得韩国 KFDA 审批并上市销售, 目前已获得欧盟 CE 认证, 在全球 68 个国家和地区均有销售。该产品主要材料为聚双旋乳酸微球粒子, 拥有多孔微球结构独家专利, 与其他医美再生注射剂相比, 其优势在于: 1) 空心微球结构内外均刺激胶原合成, 刺激效果更好; 2) 可实现客制化浓度调配, 且国外已有海量使用案例可参考; 3) 兼具即时填充及长期再生效果。
- **从产品形式上来看:** 与濡白/如生、伊妍仕的预混装形式不同, AestheFill 的粉末状形态更像艾维岚, 均可通过生理盐水调配定制化产品浓度。不过从实际临床来看, AestheFill 的空心微球结构刺激胶原再生的量相较于艾维岚更大, 因此目前艾维岚更多注射在面部较浅的真皮层, 而 AestheFill 预计更多注射在皮下脂肪层, 二者将形成差异化竞争, 并非绝对替代关系。
- **我们预计 AestheFill 上市后有望以产品性能优势快速渗透市场。** 当前中国已上市的艾维岚、濡白天使、伊妍仕, 三者市场份额基本呈现三分态势。参考中国台湾地区医美再生注射剂市场情况: AestheFill 于 2019 年在中国台湾地区上市, 虽是后来者, 但在销售上屡创佳绩, 目前以 28.6% 的市场份额位列中国台湾地区再生注射剂第一名 (同类产品: ① Sculptra 于 2010 年获批, 当前市占率 21.4%; ② 伊妍仕于 2015 年获批, 当前市占率 10.7%)。此外, AestheFill 当前终端价为 35,000-40,000 新台币, 高于 Sculptra (终端价 30,000-35,000 新台币) 和伊妍仕 (终端价 25,000-35,000 新台币)。基于 AestheFill 产品性能方面的相对优势, 我们预计 AestheFill 在中国大陆地区上市后有望快速渗透市场。
- **盈利预测及投资建议:** 公司预计 AestheFill 将于 2024 年上半年正式上市; 此外公司还在重组胶原蛋白、利丙双卡因乳膏、溶脂针等其他医美产品领域有布局, 每个产品获批均有望贡献业绩增量。我们预计 23-25 年归母净利润分别为 0.13/1.35/2.48 亿元, 1 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 439/43/23 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	2,317	2,921	3,431
增长率 YoY %	-5.1%	14.1%	14.4%	26.1%	17.5%
归属母公司净利润(百万元)	23	-76	13	135	248
增长率 YoY%	104.5%	-435.4%	117.4%	919.3%	83.7%
毛利率%	28.8%	28.6%	30.0%	37.0%	41.8%
净资产收益率ROE%	1.2%	-4.2%	0.7%	6.9%	11.3%
EPS(摊薄)(元)	0.03	-0.11	0.02	0.19	0.35
市盈率 P/E(倍)	255.55	—	438.86	43.05	23.43

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 1 月 22 日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,684	2,730	2,669	2,818	2,933
货币资金	1,131	1,477	1,313	1,058	1,129
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	760	859	943	1,329	1,339
预付账款	18	26	30	34	37
存货	126	113	158	149	184
其他	649	254	226	249	245
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	3,942	4,184	4,392
流动负债	1,696	1,856	1,884	2,013	1,995
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	211	300	255
其他	427	245	294	331	360
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	2,094	2,204	2,166
少数股东权益	22	20	18	16	14
归属母公司股东权益	1,855	1,804	1,830	1,965	2,213
负债和股东权益	3,758	3,910	3,942	4,184	4,392

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,775	2,026	2,317	2,921	3,431
同比(%)	-5.1%	14.1%	14.4%	26.1%	17.5%
归属母公司净利润	23	-76	13	135	248
同比(%)	104.5%	-435.4%	117.4%	919.6%	83.7%
毛利率(%)	28.8%	28.6%	30.0%	37.0%	41.8%
ROE(%)	1.2%	-4.2%	0.7%	6.9%	11.2%
EPS(摊薄)(元)	0.03	-0.11	0.02	0.19	0.35
P/E	255.55	—	438.86	43.04	23.43
P/B	3.13	3.22	3.17	2.95	2.62
EV/EBITDA	226.62	166.50	53.63	22.71	14.46

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,775	2,026	2,317	2,921	3,431
营业成本	1,264	1,447	1,623	1,839	1,997
营业税金及附加	12	14	16	20	24
销售费用	415	448	452	628	789
管理费用	105	117	127	161	189
研发费用	21	29	35	44	51
财务费用	63	71	85	107	126
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	13	157	289
营业外收支	3	0	0	0	0
利润总额	39	-75	13	156	289
所得税	19	3	2	23	43
净利润	21	-78	11	133	246
少数股东损益	-2	-2	-2	-2	-2
归属母公司净利润	23	-76	13	135	248
EBITDA	28	33	113	276	428
EPS(当年)(元)	0.03	-0.11	0.02	0.19	0.35

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	448	56	29	-49	275
净利润	21	-78	11	133	246
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	-76	-275	-62
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	-89	-100	-99
吸收投资	0	0	7	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	-164	-255	70

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。

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。