



## 增持(维持)

所属行业: 美容护理  
当前价格(元): 8.97

### 证券分析师

#### 赵雅楠

资格编号: S0120523070002

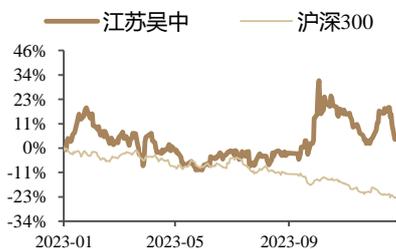
邮箱: zhaoyan@tebon.com.cn

#### 易丁依

资格编号: S0120523070004

邮箱: yidy@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.88	-9.44	7.24
相对涨幅(%)	5.03	-0.63	15.17

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 《江苏吴中: 23Q3 业绩略有承压, 投资胶原蛋白夯实医美布局》, 2023.10.30
- 《江苏吴中: 医药主业稳定增长, 静待童颜针获批》, 2023.8.29
- 《江苏吴中(600200.SH): 23Q1 表现略超预期, 发布定增预案》, 2023.4.27

# 江苏吴中: 代理童颜针获批, 多 医美管线稳步推进

### 投资要点

- 事件: 童颜针产品获批落地。**24年1月22日, 江苏吴中孙公司达透医疗旗下产品“聚乳酸面部填充剂 AestheFill”获得国家药品监督管理局颁发《医疗器械注册证》。①产品型号规格: AestheFill-V100、AestheFill-V200、AestheFill-V200-RF; ②产品有效期: 至2029年1月16日; ③产品介绍: AestheFill 童颜针为韩国 REGEN Biotech, Inc.公司研发的“医美再生注射剂”, 由PDLLA微球和羧甲基纤维素钠组成, 于2014年首次在韩国获批上市, 用于注射到面部真皮深层, 以纠正中重度鼻唇沟皱纹。“医美再生注射剂”是一种以生物刺激性材料为主要成分, 通过微球刺激人体自身胶原蛋白的再生从而起到重塑紧致、美容抗衰作用的皮肤填充剂。最新一代再生材料PDLLA微球, 由于呈海绵状多孔微球结构的特性, 相同质量下体积更大, 即刻塑形效果更为明显, 且能够促使胶原纤维沿着多孔微球结构生长进入微球内部, 从而更有效地促进胶原蛋白的再生。AestheFill 童颜针预计将于2024年上半年在中国大陆正式上市销售。
- 再生注射剂市场热度高涨, AestheFill 童颜针拿证或打破市场“三分”态势。**1) 21年艾维岚、濡白天使、伊妍仕纷纷获批上市, 市场基本呈现“三分”态势。2) AestheFill 童颜针产品主打PDLLA空心微球成分, PDLLA在全球有丰富临床经验, 多浓度复方方案实现个性化定制。据头豹研究院数据显示, AestheFill 在中国台湾地区“医美再生注射剂”市场以接近30%的份额排名第一, 且终端价格区间高于同类“医美再生注射剂”产品Sculptra和伊妍仕, 有望弥补市场的高端缺口, 前景广阔。
- 高端医美管线多头并进, 医药研发优势助力医美。**公司通过进口代理+自主研发双路径, 积极搭建以高端注射类产品为核心的多条医美管线, 覆盖重组胶原、再生及玻尿酸等类目; 同时, 为提供落地支持, 公司近期开放多个招聘岗位, 涵盖销售、市场、医学、培训、研发、生产等条线。1) **进口代理: 临床注册持续加速。**HARA玻尿酸: Humedix 旗下艾莉薇的升级迭代产品, 临床试验入组已完成。2) **自主研发: 医药板块研发优势叠加, 助力医美持续发力。**①**重组胶原领域:**“婴芙源”产品试水销售, 抢占消费者心智; 22年10月从海外独家引进重组III型人源化胶原蛋白生物合成技术, 完成两款胶原填充产品的立项工作; 23年8月与东方美谷达成战略合作, 建立胶原蛋白创新生物智造中心, 协同发展医美与护肤品。以不同技术为支撑实现了低中高端研发拓圈, 从代理向自研转变, 丰富医美布局版图。②**溶脂&表麻领域:**储备去氧胆酸注射液、利丙双卡因乳膏药物。
- 投资建议:**公司坚持以“医药+医美”为核心的发展战略, 医药主业23年持续恢复性增长, 医美储备多款潜力管线。预计公司23-25年营收23.49/28.90/33.62亿, 同比增长+15.9%/+23.0%/+16.3%; 归母净利润0.40/1.56/2.52亿, 对应增速+152%/+291%/+62%, 对应2024年PE为41X, 维持“增持”评级。
- 风险提示:**行业竞争加剧风险、医美新品研发注册及市场推广不及预期风险。

### 股票数据

总股本(百万股):	712.29
流通A股(百万股):	709.56
52周内股价区间(元):	7.03-10.31
总市值(百万元):	5,805.13
总资产(百万元):	4,262.28
每股净资产(元):	2.56

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,775	2,026	2,349	2,890	3,362
(+/-)YOY(%)	-5.1%	14.1%	15.9%	23.0%	16.3%
净利润(百万元)	23	-76	40	156	252
(+/-)YOY(%)	104.5%	-435.4%	152.3%	291.4%	61.5%
全面摊薄EPS(元)	0.03	-0.11	0.06	0.22	0.35
毛利率(%)	28.8%	28.6%	30.1%	36.5%	39.7%
净资产收益率(%)	1.2%	-4.2%	2.2%	7.8%	11.2%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-0.11	0.06	0.22	0.35
每股净资产	2.53	2.59	2.81	3.16
每股经营现金流	0.08	-0.38	0.75	-0.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	160.34	40.97	25.36
P/B	3.02	3.47	3.20	2.84
P/S	3.15	2.72	2.21	1.90
EV/EBITDA	166.50	46.26	21.18	16.40
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.6%	30.1%	36.5%	39.7%
净利润率	-3.9%	1.6%	5.4%	7.3%
净资产收益率	-4.2%	2.2%	7.8%	11.2%
资产回报率	-1.9%	0.9%	3.4%	4.9%
投资回报率	-0.5%	1.4%	4.9%	6.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	14.1%	15.9%	23.0%	16.3%
EBIT 增长率	31.7%	488.4%	244.7%	57.2%
净利润增长率	-435.4%	152.3%	291.4%	61.5%
偿债能力指标				
资产负债率	53.4%	56.2%	56.5%	56.2%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.3
现金比率	0.8	0.6	0.8	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	143.8	145.3	144.6	144.9
存货周转天数	29.7	34.9	32.3	33.6
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	9.1	10.8	13.8	16.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-76	40	156	252
少数股东损益	-2	-1	-1	-5
非现金支出	50	86	92	90
非经营收益	63	17	48	51
营运资金变动	22	-415	242	-734
经营活动现金流	56	-273	537	-347
资产	-41	-6	-16	-23
投资	-116	-76	-86	-81
其他	218	19	20	26
投资活动现金流	61	-62	-82	-78
债权募资	222	160	207	183
股权募资	0	-0	0	0
其他	-108	-63	-71	-80
融资活动现金流	115	96	136	104
现金净流量	232	-239	592	-321

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 23 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,026	2,349	2,890	3,362
营业成本	1,447	1,643	1,837	2,027
毛利率%	28.6%	30.1%	36.5%	39.7%
营业税金及附加	14	16	20	23
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	448	487	644	775
营业费用率%	22.1%	20.7%	22.3%	23.0%
管理费用	117	125	149	169
管理费用率%	5.8%	5.3%	5.2%	5.0%
研发费用	29	35	46	56
研发费用率%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%
EBIT	-16	62	214	337
财务费用	71	59	67	74
财务费用率%	3.5%	2.5%	2.3%	2.2%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	12	19	20	26
营业利润	-75	46	167	289
营业外收支	-0	3	3	3
利润总额	-75	49	170	292
EBITDA	33	149	307	427
所得税	3	11	15	45
有效所得税率%	-3.7%	21.8%	9.0%	15.4%
少数股东损益	-2	-1	-1	-5
归属母公司所有者净利润	-76	40	156	252

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,477	1,238	1,830	1,509
应收账款及应收票据	859	1,390	1,149	1,937
存货	113	206	124	255
其它流动资产	281	215	318	230
流动资产合计	2,730	3,049	3,421	3,931
长期股权投资	426	441	465	484
固定资产	223	217	209	201
在建工程	7	5	4	3
无形资产	102	122	127	140
非流动资产合计	1,180	1,202	1,214	1,231
资产总计	3,910	4,251	4,635	5,162
短期借款	1,370	1,530	1,736	1,920
应付票据及应付账款	240	238	278	302
预收账款	1	2	2	2
其它流动负债	244	389	371	444
流动负债合计	1,856	2,158	2,388	2,668
长期借款	165	165	165	165
其它长期负债	65	65	65	65
非流动负债合计	231	231	231	231
负债总计	2,086	2,389	2,618	2,898
实收资本	712	712	712	712
普通股股东权益	1,804	1,843	1,999	2,251
少数股东权益	20	18	18	12
负债和所有者权益合计	3,910	4,251	4,635	5,162

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。