

➤ **事件概述：**4 月 24 日，江苏吴中发布 2023 年年报及 2024 年一季度报告。2023 年，实现营业收入 22.40 亿元，同比+10.55%；归母净利润为-0.72 亿元（2022 年为-0.76 亿元）；扣非归母净利润为-0.99 亿元。24Q1 实现营业收入 7.03 亿元，同比+14.97%；实现归母净利润 0.05 亿元，同比-82.03%；实现扣非归母净利润-0.02 亿元，同比-132.62%。

➤ **医药业务贡献主要营收，医美业务增长值得期待。**2023 年，药品行业实现营收 18.40 亿元，同比+29.46%；贸易行业实现营收 3.77 亿元，同比-35.64%；医美生科行业实现营收 0.08 亿元，同比+2696.72%。**①毛利率端：**2023 年，毛利率为 24.27%，同比-4.34 pct；药品行业毛利率为 27.78%，同比-10.76 pct；贸易行业毛利率为 5.56%，同比+1.16 pct；医美生科行业毛利率为 49.88%，同比+1.72 pct。24Q1，毛利率为 20.92%，同比-4.25 pct。**②费率端：**2023 年，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率分别为 18.01%、5.20%、1.75%、3.23%，分别同比-4.12、-0.56、+0.34、-0.29 pct，研发费率同比上行主要系医药研发项目和医美生科研发项目费用化投入均同比提升；24Q1，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率为 12.09%、3.85%、1.45%、3.10%，分别同比-2.49、-0.63、-0.04、+0.27 pct。**③净利率端：**24Q1，净利率为 0.66%，同比-3.84 pct。

➤ **AestheFill 艾塑菲聚乳酸面部填充剂获批上市，关注再生材料推广进展。**AestheFill 在全球拥有丰富的临床使用经验且市场销售反馈良好。**1) 产品：**AestheFill 的 PDLLA 海绵状多孔微球结构的特性，在相同质量下体积更大，即刻塑形效果更为明显，可以促进胶原纤维沿着多孔微球结构生长进入微球内部，更有效地促进胶原蛋白再生；PDLLA 在全球拥有丰富的多浓度使用临床经验，可根据面部不同组织的软硬程度制定多浓度复配方案，实现个性化定制，在中国台湾市场称为“百变童颜”。**2) 海外销售：**AestheFill 产品于 2014 年首次在韩国获批上市，目前在全球 60 余个国家和地区上市销售。据头豹研究院发布的《2023 年中国医美再生注射剂行业概览》，AestheFill 在中国台湾地区“医美再生注射剂”市场以近 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 Ellansé。**3) 国内推广：**公司将采取直营的销售模式，重点覆盖一线城市、新一线城市和头部二线城市，并围绕其独特的 PDLLA 多孔微球结构的优势制定品牌推广策略。24 年 3 月 25 日，AestheFill 正式官宣中文名“艾塑菲”；4 月 23 日，由中整协会行业发展与监督自律委员会指导，吴中美学会主办，人民日报健康客户端媒体支持的“再生抗衰 共塑未来-AestheFill 艾塑菲®首发机构发布会”举行，公司合作的 75 家首批合作机构席位名单揭晓，AestheFill 国内同步首发。

➤ **聚焦高端注射类医美产品，丰富产品管线。****1) 进口+自研形成较完善的高端医美产品管线矩阵。**进口代理方面：通过达透医疗引进韩国公司 RegenBiotech, Inc 研发的聚双旋乳酸产品 AestheFill，于 24 年 1 月获得 NMPA 的医疗器械注册证书；通过尚礼汇美稳步推进其引进的韩国医美企业 Humedix 最新一款注射用双相交联合利多卡因透明质酸钠凝胶产品的临床工作，23 年已完成全部受试者入组。在自主研发方面：积极推动利丙双卡因乳膏和去氧胆酸注射液两款药物的临床前工作，分别对应表皮麻醉和局部溶脂两个较为庞大的医美市场需求。**2) 深度布局重组胶原蛋白的研发及产业化。**充分发挥生物制药厂的经验优势，引进先进技术，深度布局重组胶原蛋白领域。22 年 7 月，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-吴中美学会重组胶原蛋白联合实验室”，开展重组 III 型胶原蛋白创新型研究。23 年 10 月，取得东方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，由中国食品药品检定研究院出具的检测报告认为其具备胶原蛋白三螺旋结构，目前正在共同推进基于重组人胶原蛋白原料开发相关医美植入剂产品。此外，与东方美谷签署战略合作框架协议，公司计划在东方美谷的生物医药产业园中建立“吴中美学会胶原蛋白创新生物制造中心”。**3) 快速组建经验丰富、执行力一流的研产销团队。**公司围绕研发、生产、营销三个环节不断引入高端人才，截至 23 年年报披露日，吴中美学会、尚礼汇美和达透医疗合计员工人数已超过 100 人，核心人员大多来自国内外一流的医美企业。

➤ **盈利预测：**公司具有深厚药企基因，发力布局医美业务，有望在高成长赛道拉动整体利润上行。预计 24-26 年公司实现营收 28.14、33.44、38.83 亿元，同比+25.6%、+18.8%与+16.1%；归母净利润为 1.37、2.53、3.86 亿元，对应 24-26 年 PE 为 54/29/19 倍，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争格局加剧，募投项目进展不及预期，下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,240	2,814	3,344	3,883
增长率 (%)	10.5	25.6	18.8	16.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-72	137	253	386
增长率 (%)	5.7	290.5	84.9	52.3
每股收益 (元)	-0.10	0.19	0.36	0.54
PE	-	54	29	19
PB	4.2	3.9	3.5	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价）

谨慎推荐
维持评级
当前价格：
10.36 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

- 江苏吴中 (600200.SH) 事件点评：再生注射剂 AestheFill 正式获批，医美产品矩阵日臻完善-2024/01/22
- 江苏吴中 (600200.SH) 2023 年三季报点评：前三季度净利润扭亏为盈，医美产品矩阵布局日臻完善-2023/10/31
- 江苏吴中 (600200.SH) 2023 年中报点评：23H1 净利润扭亏为盈，医美产品矩阵布局初步形成-2023/08/29
- 江苏吴中 (600200.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：23Q1 盈利能力明显改善，看好医美管线持续布局-2023/04/27
- 江苏吴中 (600200.SH) 首次覆盖报告：深耕医药制造，赋能医美发展-2023/03/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,240	2,814	3,344	3,883
营业成本	1,696	1,703	1,910	2,107
营业税金及附加	14	18	21	24
销售费用	403	686	813	938
管理费用	116	146	173	200
研发费用	39	49	59	68
EBIT	-28	216	366	539
财务费用	72	77	80	86
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
投资收益	29	30	25	20
营业利润	-72	166	308	469
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	-71	167	309	470
所得税	3	25	46	70
净利润	-74	142	262	399
归属于母公司净利润	-72	137	253	386
EBITDA	19	267	424	602

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,713	2,011	2,287	2,727
应收账款及票据	1,128	1,186	1,393	1,606
预付款项	11	9	10	11
存货	107	101	108	113
其他流动资产	43	39	43	47
流动资产合计	3,001	3,345	3,840	4,503
长期股权投资	414	444	469	489
固定资产	210	224	236	248
无形资产	118	122	126	131
非流动资产合计	1,326	1,368	1,403	1,435
资产合计	4,327	4,714	5,244	5,937
短期借款	1,583	1,833	2,083	2,333
应付账款及票据	276	233	209	202
其他流动负债	520	452	494	546
流动负债合计	2,379	2,519	2,787	3,081
长期借款	127	207	207	207
其他长期负债	59	85	85	85
非流动负债合计	186	292	292	292
负债合计	2,565	2,810	3,078	3,372
股本	712	712	712	712
少数股东权益	17	22	31	45
股东权益合计	1,761	1,903	2,165	2,565
负债和股东权益合计	4,327	4,714	5,244	5,937

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.55	25.61	18.84	16.12
EBIT 增长率	-75.05	871.57	69.13	47.23
净利润增长率	5.67	290.50	84.89	52.33
盈利能力 (%)				
毛利率	24.27	39.46	42.87	45.74
净利润率	-3.21	4.87	7.58	9.94
总资产收益率 ROA	-1.66	2.91	4.83	6.50
净资产收益率 ROE	-4.13	7.29	11.87	15.32
偿债能力				
流动比率	1.26	1.33	1.38	1.46
速动比率	1.20	1.28	1.33	1.42
现金比率	0.72	0.80	0.82	0.89
资产负债率 (%)	59.29	59.62	58.70	56.80
经营效率				
应收账款周转天数	154.61	154.00	153.00	152.00
存货周转天数	23.08	22.00	21.00	20.00
总资产周转率	0.54	0.62	0.67	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	-0.10	0.19	0.36	0.54
每股净资产	2.45	2.64	3.00	3.54
每股经营现金流	-0.29	0.15	0.26	0.50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	54	29	19
PB	4.2	3.9	3.5	2.9
EV/EBITDA	386.62	28.18	17.77	12.51
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-74	142	262	399
折旧和摊销	48	51	58	64
营运资金变动	-228	-131	-200	-192
经营活动现金流	-204	106	188	356
资本开支	-82	-63	-67	-74
投资	218	-1	0	0
投资活动现金流	359	-63	-67	-74
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-54	328	238	250
筹资活动现金流	124	256	155	157
现金净流量	279	298	276	439

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026