



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 买入（维持）

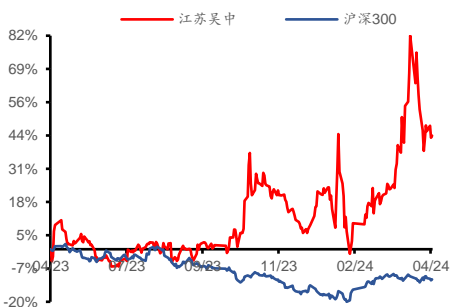
行业： 医药生物  
日期： 2024年04月26日

分析师： 梁瑞  
Tel: 021-53686409  
E-mail: liangrui@shzq.com  
SAC 编号: S0870523110001

### 基本数据

最新收盘价（元）	10.81
12mth A 股价格区间（元）	7.03-13.70
总股本（百万股）	712.29
无限售 A 股/总股本	99.62%
流通市值（亿元）	76.70

### 最近一年股票与沪深 300 比较



### 相关报告：

《AestheFill 成功获批，期待产品上市放量》

——2024 年 01 月 23 日

《医美布局深化，关注童颜针 3 类械获批进展》

——2023 年 10 月 31 日

《转型医美，向宽而行》

——2023 年 09 月 23 日

## 医药业务稳健增长，医美艾塑菲放量可期

### ■ 投资摘要

#### 事件概述

公司发布2023年年报及2024年一季度报。公司23年实现营收22.40亿元，同比+10.55%；实现归母净利润-7194.52万元。24Q1公司实现营收7.03亿元，同比+14.97%；归母净利润505.91万元。

#### 分析与判断

**医药业务稳健增长。**分业务看，公司药品实现营收18.40亿元，同比+29.46%；贸易实现营收3.77亿元，同比-35.64%；医美实现营收762.02万元，同比+2696.72%。吴中医药进一步夯实营销部门组织架构，凝聚团队核心，继续贯彻中后台部门赋能销售、服务销售的理念，完善营销大纲，加强过程管控，落实预算及指标分解，抓住了部分省级联盟集采等市场机遇，全年销售指标完成良好。

**公司医美产品艾塑菲正式获批，期待上市快速放量。**2024年1月公司聚乳酸面部填充剂 AestheFill 收到国家药品监督管理局颁发的《医疗器械注册证》。该产品于2014年首次在韩国获批上市，截至目前已在全球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。公司围绕研发、生产、营销三个环节不断引入高端人才，为医美生科板块的发展提供落地支持。截至2024年4月吴中美学、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，我们期待产品上市后快速放量。

**加大自主研发投入，深度布局重组胶原蛋白领域。**公司2023年研发费用率为1.75%，同比+0.34pcts。在自主研发方面，公司积极推动表皮麻醉的利丙双卡因乳膏和局部溶脂的去氧胆酸注射液两款药物的临床前工作。此外，公司依托中凯生物制药厂的研发基础以及积极引进前沿技术，深度布局重组胶原蛋白领域。2022年7月，吴中美学与浙江大学杭州国际科创中心成立了联合实验室，开展重组胶原蛋白创新型研究。2023年10月，吴中美学与南京东万签署《投资及技术合作协议》，取得其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，目前双方正在共同推进基于该重组人胶原蛋白原料开发相关医美植入剂产品。

### ■ 投资建议

公司艾塑菲产品已经获批，期待产品上市后快速放量，并且公司后续胶原蛋白等医美产品储备丰富。预计公司2024-2026年营收分别28.22/33.18/38.73亿元，同比+26.00%、+17.56%、+16.72%；归母净利润分别1.51/2.49/3.34亿元，2025-2026年同比分别+65.17%、+34.17%。对应EPS 分别为0.21、0.35、0.47元/股，对应PE 分别为51、31、23倍。维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

医药及医美行业政策风险；产品研发、获批及上市进度不及预期风险；医美行业竞争加剧风险；需求不及预期风险。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2240	2822	3318	3873
年增长率	10.5%	26.0%	17.6%	16.7%
归母净利润	-72	151	249	334
年增长率	5.7%	—	65.2%	34.2%
每股收益（元）	-0.10	0.21	0.35	0.47
市盈率（X）	—	51.02	30.89	23.02
市净率（X）	4.41	4.06	3.59	3.10

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年04月24日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1713	1740	2039	2405
应收票据及应收账款	1128	1311	1562	1836
存货	107	116	126	139
其他流动资产	53	88	99	105
流动资产合计	3001	3255	3826	4485
长期股权投资	414	418	422	423
投资性房地产	97	90	83	76
固定资产	210	195	181	167
在建工程	37	42	47	52
无形资产	118	126	131	135
其他非流动资产	450	438	443	448
非流动资产合计	1326	1310	1306	1301
<b>资产总计</b>	<b>4327</b>	<b>4565</b>	<b>5132</b>	<b>5786</b>
短期借款	1583	1785	2000	2210
应付票据及应付账款	276	247	288	319
合同负债	29	34	41	47
其他流动负债	492	374	424	489
流动负债合计	2379	2439	2753	3066
长期借款	127	127	127	127
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	59	83	83	83
非流动负债合计	186	210	210	210
<b>负债合计</b>	<b>2565</b>	<b>2650</b>	<b>2963</b>	<b>3276</b>
股本	712	712	712	712
资本公积	1412	1414	1414	1414
留存收益	-370	-219	30	364
归属母公司股东权益	1744	1896	2145	2480
少数股东权益	17	19	24	30
<b>股东权益合计</b>	<b>1761</b>	<b>1915</b>	<b>2169</b>	<b>2510</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4327</b>	<b>4565</b>	<b>5132</b>	<b>5786</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>-204</b>	<b>-131</b>	<b>138</b>	<b>207</b>
净利润	-74	152	254	341
折旧摊销	48	23	27	26
营运资金变动	-228	-341	-174	-192
其他	51	34	31	32
<b>投资活动现金流量</b>	<b>359</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>11</b>
资本支出	-82	-5	-20	-20
投资变动	218	-5	-4	-2
其他	223	19	28	33
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>124</b>	<b>149</b>	<b>158</b>	<b>147</b>
债权融资	-54	200	214	210
股权融资	0	1	0	0
其他	178	-52	-57	-63
<b>现金净流量</b>	<b>279</b>	<b>27</b>	<b>299</b>	<b>366</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2240</b>	<b>2822</b>	<b>3318</b>	<b>3873</b>
营业成本	1696	1575	1798	2004
营业税金及附加	14	19	22	26
销售费用	403	833	982	1172
管理费用	116	179	216	263
研发费用	39	54	66	79
财务费用	72	33	39	43
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	29	18	28	33
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-72</b>	<b>161</b>	<b>256</b>	<b>345</b>
营业外收支净额	1	-2	-2	-2
<b>利润总额</b>	<b>-71</b>	<b>159</b>	<b>254</b>	<b>343</b>
所得税	3	7	0	2
净利润	-74	152	254	341
少数股东损益	-3	1	5	6
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>-72</b>	<b>151</b>	<b>249</b>	<b>334</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	24.3%	44.2%	45.8%	48.2%
净利率	-3.2%	5.3%	7.5%	8.6%
净资产收益率	-4.1%	8.0%	11.6%	13.5%
资产回报率	-1.7%	3.3%	4.9%	5.8%
投资回报率	-0.8%	4.8%	6.8%	7.9%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	10.5%	26.0%	17.6%	16.7%
EBIT 增长率	-75.0%	786.8%	52.5%	31.4%
归母净利润增长率	5.7%	309.8%	65.2%	34.2%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.10	0.21	0.35	0.47
每股净资产	2.45	2.66	3.01	3.48
每股经营现金流	-0.29	-0.18	0.19	0.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.54	0.63	0.68	0.71
应收账款周转率	2.48	2.63	2.55	2.54
存货周转率	15.43	14.11	14.86	15.13
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	59.3%	58.0%	57.7%	56.6%
流动比率	1.26	1.33	1.39	1.46
速动比率	1.20	1.27	1.33	1.41
<b>估值指标</b>				
P/E	—	51.02	30.89	23.02
P/B	4.41	4.06	3.59	3.10
EV/EBITDA	303.03	36.59	24.36	18.58

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断