

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) 23 年报&24Q1 点评: 23 年亏损收窄, 艾塑菲于 4 月 23 日全国首发, 关注后续放量节奏

2024 年 4 月 28 日

- 公司发布 2023 年年报&24 年一季报。1) 23 年实现营收 22.40 亿元/yoy+10.55%, 归母净利润-0.72 亿元/yoy+5.67%, 扣非归母净利润-0.99 亿元/yoy-2.45%。2) 23Q4 实现营收 7.37 亿元/yoy+14.05%, 归母净利润-0.83 亿元/yoy-181.57%, 扣非归母净利润-0.84 亿元/yoy-109.66%。3) 24Q1 实现营收 7.03 亿元/yoy+14.97%, 归母净利润 0.05 亿元/yoy-82.03%, 扣非归母净利润-0.02 亿元/yoy-132.62%。
- 分业务看, 23 年药品行业收入 18.40 亿元/yoy+29.46%, 毛利率 27.78%/yoy-10.76pct; 贸易行业收入 3.77 亿元/yoy-35.64%, 毛利率 5.56%/yoy+1.16pct; 医美生科行业收入 0.08 亿元/yoy+2696.72%, 毛利率 49.88%/yoy+1.72pct。
- 23 年综合毛利率 24.09%/yoy-4.49pct; 期间费用率 28.19%/yoy-4.63pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.01%/5.20%/1.75%/3.23%, 同比分别-4.12/-0.56/+0.34/-0.29pct, 研发费用率小幅提升主要系医药研发项目和医美生科研发项目费用化研发投入增加所致。整体来看, 归母净利率-3.21%/yoy+0.55pct。
- 23 年公司业绩同比减亏, 但依然亏损, 主要源自: 1) 公司部分医药产品因退出医保、全国集采和厂房搬迁停产原因造成医药工业产品收入和毛利有所下降; 2) 股权激励计划的实施增加股权激励费用; 3) 医美业务 23 年度尚处研发和注册阶段而尚未实现盈利。由于市场目前对公司医药业务关注不多, 因此重点关注后续医美业务情况, 尤其是 AestheFill 放量节奏。
- 再生注射剂艾塑菲于 24 年 1 月获批, 于 24 年 4 月 23 日举办首发机构发布会, 首发机构 75 家。艾塑菲的优势在于: 1) 其核心材料 PDLLA 微球为海绵状多孔微球结构, 即刻塑形效果明显、长期胶原再生能力较强、组织相容性较好; 2) 可通过调整浓度配比, 实现不同层次问题的改善, 进行个性化塑美方案定制。我们预计艾塑菲将更多注射于皮下脂肪层, 与已上市的艾维岚、濡白天使、伊妍仕形成差异化竞争。基于艾塑菲的性能优势以及在中国台湾地区优异的销售表现(2019 年上市, 目前市占率超过 Sculptra、伊妍仕, 排名再生类产品第一), 我们预计未来艾塑菲在中国大陆市场也将快速渗透。
- 除艾塑菲以外, 重点关注公司在医美业务的其他布局: 1) 重组胶原蛋白

白：东万生物的有完整三螺旋结构的重组人胶原蛋白已于 24 年 3 月完成国药监局的主文档登记，我们预计 24H2 有望实现原料量产、24 年底有望进入三类械临床；2）玻尿酸、麻膏、溶脂针等产品持续推进，此外公司也在持续关注医美上游其他领域的产品。

- **建议关注：**1) 韩国原厂扩产进展；2) 终端机构拓展情况；3) 公司与达透医疗后续经销安排及利润分配安排、和韩国原厂的合作情况；4) 其他医美业务进展等。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计 24-26 年归母净利分别为 1.30/2.61/3.13 亿元，4 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 60/30/25 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2,026	2,240	2,782	3,449	3,952
增长率 YoY %	14.1%	10.5%	24.2%	24.0%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	-76	-72	124	253	295
增长率 YoY%	-435.7%	5.7%	272.8%	103.6%	16.5%
毛利率%	28.6%	24.3%	33.0%	38.7%	40.2%
净资产收益率ROE%	-4.2%	-4.1%	6.6%	11.9%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	-0.11	-0.10	0.17	0.36	0.41
市盈率 P/E(倍)	—	—	60.45	29.69	25.49

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,730</b>	<b>3,001</b>	<b>3,492</b>	<b>4,073</b>	<b>4,717</b>
货币资金	1,477	1,713	2,235	2,392	2,933
应收票据	0	179	53	235	95
应收账款	859	949	983	1,221	1,414
预付账款	26	11	19	21	24
存货	113	107	100	135	127
其他	254	43	104	69	124
<b>非流动资产</b>	<b>1,180</b>	<b>1,326</b>	<b>1,354</b>	<b>1,383</b>	<b>1,413</b>
长期股权投资	426	414	414	414	414
固定资产(合计)	223	210	232	246	256
无形资产	102	118	129	140	151
其他	429	584	579	583	592
<b>资产总计</b>	<b>3,910</b>	<b>4,327</b>	<b>4,846</b>	<b>5,457</b>	<b>6,130</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,856</b>	<b>2,379</b>	<b>2,774</b>	<b>3,132</b>	<b>3,512</b>
短期借款	1,370	1,583	1,833	2,083	2,333
应付票据	1	0	5	1	6
应付账款	240	276	325	357	404
其他	245	520	611	692	769
<b>非流动负债</b>	<b>231</b>	<b>186</b>	<b>186</b>	<b>186</b>	<b>186</b>
长期借款	165	127	127	127	127
其他	66	59	59	59	59
<b>负债合计</b>	<b>2,086</b>	<b>2,565</b>	<b>2,960</b>	<b>3,319</b>	<b>3,699</b>
少数股东权益	20	17	15	12	10
归属母公司股东权益	1,804	1,744	1,871	2,126	2,422
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,910</b>	<b>4,327</b>	<b>4,846</b>	<b>5,457</b>	<b>6,130</b>

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,026	2,240	2,782	3,449	3,952
同比(%)	14.1%	10.5%	24.2%	24.0%	14.6%
归属母公司净利润	-76	-72	124	253	295
同比(%)	-435.7%	5.7%	272.8%	103.6%	16.5%
毛利率(%)	28.6%	24.3%	33.0%	38.7%	40.2%
ROE(%)	-4.2%	-4.1%	6.6%	11.9%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	-0.11	-0.10	0.17	0.36	0.41
P/E	—	—	60.45	29.69	25.49
P/B	4.17	4.31	4.02	3.54	3.10
EV/EBITDA	166.50	303.03	25.62	16.09	13.24

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>2,026</b>	<b>2,240</b>	<b>2,782</b>	<b>3,449</b>	<b>3,952</b>
营业成本	1,447	1,696	1,863	2,115	2,363
营业税金及附加	14	14	18	22	25
销售费用	448	403	501	690	830
管理费用	117	116	145	179	206
研发费用	29	39	50	62	71
财务费用	71	72	95	119	147
减值损失合计	-2	-1	-2	-2	-2
投资净收益	12	29	29	29	29
其他	14	2	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>-75</b>	<b>-72</b>	<b>142</b>	<b>294</b>	<b>343</b>
营业外收支	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>-75</b>	<b>-71</b>	<b>143</b>	<b>295</b>	<b>344</b>
所得税	3	3	21	44	52
<b>净利润</b>	<b>-78</b>	<b>-74</b>	<b>122</b>	<b>251</b>	<b>292</b>
少数股东损益	-2	-3	-3	-3	-3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-76</b>	<b>-72</b>	<b>124</b>	<b>253</b>	<b>295</b>
EBITDA	33	19	285	459	536
EPS(当年)(元)	-0.11	-0.10	0.17	0.36	0.41

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>56</b>	<b>-204</b>	<b>431</b>	<b>80</b>	<b>475</b>
净利润	-78	-74	122	251	292
折旧摊销	49	48	75	74	73
财务费用	75	77	87	99	111
投资损失	-16	-12	-29	-29	-29
营运资金变动	22	-228	176	-315	27
其它	1	4	1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	<b>61</b>	<b>359</b>	<b>-73</b>	<b>-73</b>	<b>-73</b>
资本支出	-41	-82	-18	-18	-18
长期投资	-116	218	-84	-84	-84
其他	218	223	29	29	29
<b>筹资活动现金流</b>	<b>115</b>	<b>124</b>	<b>164</b>	<b>151</b>	<b>139</b>
吸收投资	0	0	1	0	0
借款	1,288	1,855	250	250	250
支付利息或股息	-71	-68	-87	-99	-111
<b>现金净增加额</b>	<b>232</b>	<b>279</b>	<b>522</b>	<b>158</b>	<b>541</b>

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。