

投资布局 PDRN 产品，医美多元管线日渐完善

 证券研究报告

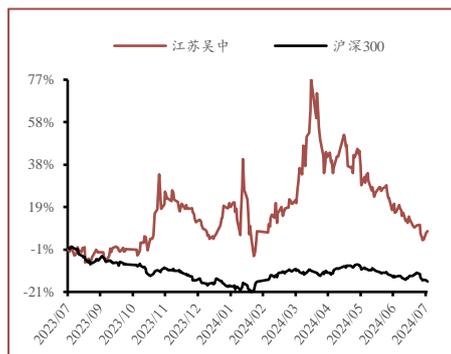
 投资评级:增持(维持)

基本数据

2024-07-30

收盘价(元)	8.29
流通股本(亿股)	7.11
每股净资产(元)	2.46
总股本(亿股)	7.12

最近 12 月市场表现


分析师 刘洋

 SAC 证书编号: S0160521120001
liuyang01@ctsec.com

联系人 李梦莹

limx@ctsec.com

相关报告

- 《艾塑菲正式首发销售，医美+医药有望双轮驱动》 2024-04-25
- 《23 年亏损收窄，医美业务加速增长在望》 2024-01-31
- 《Aesthefill 正式获批，医美业务扬帆起航在望》 2024-01-23

核心观点

- ❖ **事件：江苏吴中投资丽徕科技，布局再生水光“婴儿针”：**江苏吴中子公司吴中美学与丽徕科技签署战略投资及合作协议，取得丽徕科技注射用透明质酸钠-多聚脱氧核糖核苷酸（PDRN）复合溶液产品独家权益。丽徕科技的 PDRN 溶液已进入临床试验阶段，在国内进度相对靠前，有望成为国内首批上市的 PDRN 三类械产品。
- ❖ **PDRN 海外经验丰富，助力海外医美企业高速增长。**PDRN 又称“三文鱼针”，属于功能型水光产品，具有抗炎修复、改善肌肤纹理、组织再生的功效，其碱基组成与人体 DNA 相似度高达 98%，安全性及耐受性较好。海外来看，PDRN 已在意大利、韩国等国家获批上市，并积累大量研究数据，证明其安全性、耐受性和生物相容性。受核心产品丽珠兰 PDRN 产品驱动，2023 年韩国医美厂商 Pharma Research 总收入达到约 2,610 亿韩元(折合人民币约 13.7 亿元)，同比增长 34%，印证 PDRN 产品高度市场潜力。
- ❖ **国内市场空间广阔，合规水光具备爆品潜质。**水光项目客单价低，频率高，在国内市场需求庞大，据德勤中国与艾尔建美学 2024 年一季度需求者调研，2023 年中水光在中高收入医美需求者/医美潜力人群的注射类医美治疗项目中均排名第一，消费占比分别达 43%/16%。目前终端机构使用水光包含械三、械二及妆字号产品，其中 PDRN 溶液尚无械三产品上市，现有产品主要通过进口化妆品备案进行销售。国内功效水光需求旺盛+PDRN 产品材料效果好+合规产品稀缺，在监管趋严背景下预计械二及妆字号产品逐步出清，PDRN 材料获批械三后有望受益于合规红利快速增长。
- ❖ **BD 能力持续验证，童颜针+重组胶原+PDRN 布局日渐完善。**从艾塑菲到 PDRN 材料，公司秉持合规获批+新材料逻辑，持续拓展 BD 版图。其中艾塑菲上市以来受到再生市场高度关注，终端产品反馈优异，产能受限解除后有望加速放量。江苏吴中医美管线已覆盖童颜针、胶原蛋白、溶脂针等多个蓝海赛道，PDRN 作为高潜力产品有助于进一步完善江苏吴中医美产品布局。
- ❖ **投资建议：**公司医药板块基本盘保持稳定，医美板块童颜针顺利获批，重组胶原蛋白&PDRN 等重磅管线加速布局，“医药+医美”业务双轮驱动下有望加速增长。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 28.0/33.2/39.2 亿元，归母净利润 1.3/2.5/4.0 亿元，对应 PE 分别为 44/24/15 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行；政策变化风险；管线研发进度不及预期

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2026	2240	2802	3324	3923
收入增长率(%)	14.12	10.55	25.09	18.64	18.01
归母净利润(百万元)	-76	-72	134	251	400
净利润增长率(%)	-435.74	5.67	286.17	87.04	59.50
EPS(元/股)	-0.11	-0.10	0.19	0.35	0.56
PE	-69.55	—	44.08	23.57	14.78
ROE(%)	-4.23	-4.13	7.09	11.69	15.68
PB	3.02	3.36	3.13	2.75	2.32

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 07 月 30 日收盘价计算）

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2026.23	2239.96	2802.00	3324.25	3923.09	成长性					
减:营业成本	1446.57	1696.33	1854.56	2058.00	2318.90	营业收入增长率	14.1%	10.5%	25.1%	18.6%	18.0%
营业税费	14.34	14.16	14.01	13.30	15.69	营业利润增长率	-305.8%	4.0%	311.1%	86.6%	59.7%
销售费用	448.31	403.37	599.63	718.04	851.31	净利润增长率	-435.7%	5.7%	286.2%	87.0%	59.5%
管理费用	116.61	116.48	112.08	166.21	196.15	EBITDA 增长率	19.3%	-41.4%	1,041.0%	54.9%	44.0%
研发费用	28.56	39.28	44.83	66.48	82.38	EBIT 增长率	31.7%	-75.0%	730.9%	70.8%	51.8%
财务费用	71.37	72.40	78.43	79.52	78.35	NOPLAT 增长率	34.8%	76.3%	-630.9%	70.8%	51.8%
资产减值损失	-1.53	-1.46	-5.00	-5.00	-5.00	投资资本增长率	5.2%	3.9%	1.8%	6.2%	10.2%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	-2.8%	-3.4%	7.6%	13.2%	18.6%
投资和汇兑收益	12.09	29.17	28.02	33.24	39.23	利润率					
营业利润	-75.14	-72.16	152.30	284.18	453.76	毛利率	28.6%	24.3%	33.8%	38.1%	40.9%
加:营业外净收支	-0.27	0.97	-0.10	0.50	0.30	营业利润率	-3.7%	-3.2%	5.4%	8.5%	11.6%
利润总额	-75.40	-71.19	152.20	284.68	454.06	净利润率	-3.9%	-3.3%	4.8%	7.5%	10.2%
减:所得税	2.91	3.26	18.26	34.16	54.49	EBITDA/营业收入	1.6%	0.9%	7.9%	10.4%	12.6%
净利润	-76.27	-71.95	133.94	250.52	399.57	EBIT/营业收入	-0.8%	-1.3%	6.3%	9.1%	11.7%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	1477.05	1712.78	1492.27	1514.85	1699.42	固定资产周转天数	40	34	29	26	23
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	138	80	98	103	105
应收账款	859.32	948.80	1189.43	1409.89	1664.00	流动资产周转天数	492	489	379	358	348
应收票据	0.00	179.10	0.00	88.60	104.56	应收账款周转天数	155	155	155	155	155
预付账款	26.48	10.64	21.51	22.52	24.08	存货周转天数	28	23	27	26	26
存货	112.62	107.26	137.69	146.48	164.35	总资产周转天数	704	705	555	508	477
其他流动资产	185.89	17.96	17.76	17.26	16.76	投资资本周转天数	611	574	468	419	391
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	-4.2%	-4.1%	7.1%	11.7%	15.7%
长期股权投资	425.96	413.95	413.95	413.95	413.95	ROA	-2.0%	-1.7%	3.1%	5.4%	7.8%
投资性房地产	103.91	96.75	71.75	51.75	36.75	ROIC	-0.5%	-0.8%	4.3%	7.0%	9.6%
固定资产	223.32	209.52	221.68	232.63	243.27	费用率					
在建工程	6.93	36.59	50.43	53.89	52.50	销售费用率	22.1%	18.0%	21.4%	21.6%	21.7%
无形资产	101.59	118.43	139.43	154.35	171.77	管理费用率	5.8%	5.2%	4.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	4.77	20.58	17.50	16.50	12.50	财务费用率	3.5%	3.2%	2.8%	2.4%	2.0%
资产总额	3909.87	4326.88	4261.44	4627.54	5122.50	三费/营业收入	31.4%	26.4%	28.2%	29.0%	28.7%
短期债务	1370.08	1583.11	1434.03	1405.34	1394.73	偿债能力					
应付账款	239.58	275.65	285.30	326.58	365.70	资产负债率	53.4%	59.3%	55.5%	53.6%	50.3%
应付票据	0.58	0.00	5.29	3.07	3.93	负债权益比	114.4%	145.6%	124.8%	115.7%	101.2%
其他流动负债	2.15	3.59	6.59	9.59	12.59	流动比率	1.47	1.26	1.39	1.47	1.62
长期借款	165.25	127.17	207.18	207.18	207.18	速动比率	1.40	1.21	1.31	1.40	1.54
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-0.21	-0.37	2.09	3.64	5.58
负债总额	2086.35	2565.43	2366.16	2481.74	2577.13	分红指标					
少数股东权益	19.87	17.43	7.43	2.43	-2.57	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	712.39	712.29	712.19	712.19	712.19	分红比率					
留存收益	-298.28	-370.22	-226.28	29.24	433.81	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1823.52	1761.44	1895.28	2145.80	2545.37	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	-0.11	-0.10	0.19	0.35	0.56
净利润	-78.32	-74.45	133.94	250.52	399.57	BVPS(元)	2.53	2.45	2.65	3.01	3.58
加:折旧和摊销	49.29	47.53	45.47	42.13	37.26	PE(X)	-69.5	—	44.1	23.6	14.8
资产减值准备	0.38	3.04	5.00	5.00	5.00	PB(X)	3.0	3.4	3.1	2.8	2.3
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	74.83	76.56	84.46	83.12	82.14	P/S	2.7	2.6	2.1	1.8	1.5
投资收益	-12.09	-29.17	-28.02	-33.24	-39.23	EV/EBITDA	166.5	303.0	27.5	17.6	11.8
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	21.69	-227.94	-259.32	-134.12	-189.00	PEG	—	—	0.2	0.3	0.2
经营活动产生现金流量	56.27	-203.68	-21.17	212.92	295.44	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	61.34	358.90	-45.70	-78.53	-18.12	REP					
融资活动产生现金流量	114.74	123.85	-153.63	-111.81	-92.75						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 07 月 30 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。