



增持(维持)

所属行业: 医药生物/化学制药
当前价格(元): 8.46

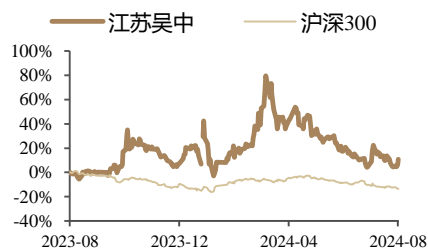
证券分析师

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(%) | 5.88 | -5.58 | -15.57 |
| 相对涨幅(%) | 9.74 | -0.27 | -6.38 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《江苏吴中: 童颜针合作机构超预期, 静待产品后续动销表现》, 2024.5.4
- 《江苏吴中: 代理童颜针获批, 多医美管线稳步推进》, 2024.1.23
- 《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: 童颜针上市后稳定放量, 储备多产品管线

投资要点

- 扣非归母净利高增。(1) 24H1:** 实现营收 12.07 亿/yoy+9.62%, 归母净利润 0.24 亿/yoy-10.75%, 扣非后归母净利润为 0.11 亿/yoy+417.83%, 主因聚乳酸面部填充剂 AestheFill 于 24 年 4 月正式上市;**(2) 24Q2:** 实现营业收入 5.03 亿元/yoy+2.92%, 归母净利润 0.19 亿元。**(3) 盈利能力:** 24H1 毛利率 29.1%/+1.23pcts, 归母净利率 2.03%/yoy-0.46pcts, 费用支出基本稳定。
- 医美业务: AestheFill 销售亮眼, PDRN 抢先布局完善产品梯队。** 医美业务 24H1 营收 0.80 亿, 收入占比 6.65%/yoy+6.39pcts, 毛利率 82.90%/yoy+30.11pcts, 提升显著, 营业利润 0.33 亿, 利润率 41.70%超预期。**(1) 新品表现:** 24 年 1 月, 公司核心产品 AestheFill 艾塑菲获 NMPA 上市许可, 据头豹研究院发布《2023 年中国医美再生注射剂行业概览》, AestheFill 在中国台湾医美再生注射剂市场占据份额近 30%、居首位, 终端价格高于同类, 24H1 销售表现亮眼; 国内尚无 PDRN 溶液三类医疗器械产品获批上市, 公司于 24 年 6 月投资丽徕科技, 抢先取得 PDRN 复合溶液产品独家权益, 已进入临床试验阶段, 国内进度靠前, 有望进一步完善公司产品梯队。**(2) 研发进程:** 公司积极推动重组胶原蛋白冻干纤维等临床前开发, 引进的 Humedix 最新一款注射用双相交联含利多卡因透明质酸钠凝胶产品正处于临床试验数据整理阶段; 公司于 23 年 10 月取得南京东万生物重组人胶原蛋白原料在合作领域内的独家经销权、开发权, 24 年 3 月东万生物完成国内首个主文档案备案的重组 I 型人胶原蛋白原料, 24 年 4 月, 吴中美学、中国药科大学、南京东万生物共建重组人胶原蛋白制剂工程联合实验室落地, 夯实公司胶原蛋白领域研发能力。
- 医药业务: 医药利润同比收窄, 继续推进新品布局。** 医药业务 24H1 营收 8.57 亿/yoy-6.61%, 毛利率 31.67%, 同增-0.07pcts、表现稳定, 营业利润 0.21 亿/yoy-16.53%、起伏较大。**(1) 销售方面:** 24H1 已启动利奈唑胺氯化钠、西洛他唑片、盐酸多巴酚等品种的上市筹备和市场铺垫。**(2) 研发方面:** 优化研发管理架构, 24H1 内立项 1 个品种, 西洛他唑片首家过评, 盐酸多巴酚丁胺注射液、帕拉米韦注射液、卡络磺钠原料补充申请获批, 创新药 YS001 联合用药的 IND 申请获批、取得生殖毒 II 段和大鼠 3 个月长毒研究报告, 积极推动产学研合作。**(3) 生产方面:** 加大原料药销售、加工品业务、MAH 合作等项目, 对接原料、小针、冻干等不同剂型项目。
- 投资建议:** 医美板块艾塑菲销售表现突出, 后续看好童颜针带动医美业务新增长。预计公司 24-26 年营收 27.54/32.76/39.71 亿, 同比增长+22.9%/+19.0%/+21.2%; 归母净利润 1.25/2.24/3.66 亿, 对应增速+274%/+79%/+63%, 对应 PE 为 48.15X/26.85X/16.46X, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 消费力下降, 医美行业竞争加剧, 市场推广不及预期风险。

股票数据

| | |
|---------------|------------|
| 总股本(百万股): | 712.20 |
| 流通 A 股(百万股): | 710.88 |
| 52 周内股价区间(元): | 7.21-13.70 |
| 总市值(百万元): | 6,025.22 |
| 总资产(百万元): | 4,122.33 |
| 每股净资产(元): | 2.49 |

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,026 | 2,240 | 2,754 | 3,276 | 3,971 |
| (+/-)YOY(%) | 14.1% | 10.5% | 22.9% | 19.0% | 21.2% |
| 净利润(百万元) | -76 | -72 | 125 | 224 | 366 |
| (+/-)YOY(%) | -435.7% | 5.7% | 273.9% | 79.3% | 63.1% |
| 全面摊薄 EPS(元) | -0.11 | -0.10 | 0.18 | 0.32 | 0.51 |
| 毛利率(%) | 28.6% | 24.3% | 39.4% | 42.6% | 46.3% |
| 净资产收益率(%) | -4.2% | -4.1% | 6.9% | 11.4% | 16.7% |

资料来源: 公司年报(2022-2023), 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 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | -0.10 | 0.18 | 0.32 | 0.51 |
| 每股净资产 | 2.45 | 2.56 | 2.76 | 3.08 |
| 每股经营现金流 | -0.29 | -0.01 | 0.51 | 0.65 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | — | 48.15 | 26.85 | 16.46 |
| P/B | 3.36 | 3.30 | 3.07 | 2.75 |
| P/S | 2.69 | 2.19 | 1.84 | 1.52 |
| EV/EBITDA | 303.03 | 25.76 | 15.15 | 10.70 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 24.3% | 39.4% | 42.6% | 46.3% |
| 净利润率 | -3.3% | 4.7% | 7.1% | 9.5% |
| 净资产收益率 | -4.1% | 6.9% | 11.4% | 16.7% |
| 资产回报率 | -1.7% | 2.8% | 4.5% | 6.6% |
| 投资回报率 | -0.8% | 3.9% | 6.4% | 8.6% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 10.5% | 22.9% | 19.0% | 21.2% |
| EBIT 增长率 | -75.0% | 610.3% | 110.3% | 49.4% |
| 净利润增长率 | 5.7% | 273.9% | 79.3% | 63.1% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 59.3% | 59.2% | 60.1% | 59.5% |
| 流动比率 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 速动比率 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.3 |
| 现金比率 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 145.3 | 125.0 | 110.0 | 95.0 |
| 存货周转天数 | 23.3 | 24.0 | 23.7 | 23.8 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 固定资产周转率 | 10.7 | 13.2 | 15.7 | 18.9 |

| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | -72 | 125 | 224 | 366 |
| 少数股东损益 | -3 | 4 | 7 | 12 |
| 非现金支出 | 51 | 99 | 101 | 100 |
| 非经营收益 | 48 | -18 | 8 | 4 |
| 营运资金变动 | -228 | -218 | 22 | -20 |
| 经营活动现金流 | -204 | -8 | 362 | 462 |
| 资产 | -82 | -10 | -55 | -46 |
| 投资 | 218 | -78 | -68 | -73 |
| 其他 | 223 | 44 | 52 | 64 |
| 投资活动现金流 | 359 | -44 | -71 | -56 |
| 债权募资 | -54 | 234 | 223 | 228 |
| 股权募资 | 0 | -0 | 0 | 0 |
| 其他 | 178 | -102 | -149 | -205 |
| 融资活动现金流 | 124 | 131 | 75 | 23 |
| 现金净流量 | 279 | 80 | 366 | 429 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 2,240 | 2,754 | 3,276 | 3,971 |
| 营业成本 | 1,696 | 1,668 | 1,879 | 2,131 |
| 毛利率% | 24.3% | 39.4% | 42.6% | 46.3% |
| 营业税金及附加 | 14 | 18 | 21 | 26 |
| 营业税金率% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 营业费用 | 403 | 726 | 844 | 1,094 |
| 营业费用率% | 18.0% | 26.4% | 25.8% | 27.5% |
| 管理费用 | 116 | 151 | 177 | 210 |
| 管理费用率% | 5.2% | 5.5% | 5.4% | 5.3% |
| 研发费用 | 39 | 55 | 62 | 71 |
| 研发费用率% | 1.8% | 2.0% | 1.9% | 1.8% |
| EBIT | -28 | 143 | 301 | 450 |
| 财务费用 | 72 | 94 | 99 | 96 |
| 财务费用率% | 3.2% | 3.4% | 3.0% | 2.4% |
| 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 29 | 44 | 52 | 64 |
| 营业利润 | -72 | 121 | 255 | 417 |
| 营业外收支 | 1 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | -71 | 124 | 258 | 420 |
| EBITDA | 19 | 242 | 402 | 550 |
| 所得税 | 3 | -5 | 26 | 42 |
| 有效所得税率% | -4.6% | -4.2% | 10.0% | 10.0% |
| 少数股东损益 | -3 | 4 | 7 | 12 |
| 归属母公司所有者净利润 | -72 | 125 | 224 | 366 |

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 1,713 | 1,793 | 2,159 | 2,588 |
| 应收账款及应收票据 | 1,128 | 1,152 | 1,251 | 1,242 |
| 存货 | 107 | 115 | 132 | 150 |
| 其它流动资产 | 53 | 119 | 76 | 151 |
| 流动资产合计 | 3,001 | 3,178 | 3,618 | 4,131 |
| 长期股权投资 | 414 | 423 | 422 | 426 |
| 固定资产 | 210 | 208 | 209 | 210 |
| 在建工程 | 37 | 44 | 57 | 64 |
| 无形资产 | 118 | 122 | 132 | 139 |
| 非流动资产合计 | 1,326 | 1,345 | 1,371 | 1,392 |
| 资产总计 | 4,327 | 4,523 | 4,989 | 5,523 |
| 短期借款 | 1,583 | 1,817 | 2,040 | 2,268 |
| 应付票据及应付账款 | 276 | 274 | 255 | 290 |
| 预收账款 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 其它流动负债 | 518 | 399 | 513 | 541 |
| 流动负债合计 | 2,379 | 2,492 | 2,810 | 3,102 |
| 长期借款 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| 其它长期负债 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| 非流动负债合计 | 186 | 186 | 186 | 186 |
| 负债总计 | 2,565 | 2,678 | 2,997 | 3,289 |
| 实收资本 | 712 | 712 | 712 | 712 |
| 普通股股东权益 | 1,744 | 1,824 | 1,963 | 2,194 |
| 少数股东权益 | 17 | 21 | 29 | 40 |
| 负债和所有者权益合计 | 4,327 | 4,523 | 4,989 | 5,523 |

信息披露

分析师与研究助理简介

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 |
|--|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。 | 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。 |
| 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。