

## 江苏吴中（600200）

# 2024年三季度报点评：艾塑菲延续高增，医美业务成长可期

买入（维持）

2024年10月21日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2026	2240	2794	3451	4204
同比（%）	14.12	10.55	24.75	23.50	21.83
归母净利润（百万元）	(76.27)	(71.95)	125.10	261.61	402.63
同比（%）	(435.74)	5.67	273.89	109.11	53.90
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.11)	(0.10)	0.18	0.37	0.57
P/E（现价&最新摊薄）	(102.72)	(108.89)	62.62	29.95	19.46

### 投资要点

■ **公司披露24年三季度业绩**：2024Q1-3 营收 16.5 亿元（+9.6%，代表同比增速，下同），归母净利润 0.45 亿元（+311.54%），扣非归母净利润 0.27 亿（扭亏）。2024Q3 营收 4.41 亿元（+9.5%），归母净利润 2063 万元（扭亏），扣非归母净利润 1606 万元（扭亏），医美业务 AestheFill 艾塑菲放量带动盈利显著改善。

■ **受益于艾塑菲快速放量，医美生科业务快速增长**。分业务看，2024Q3 公司医美生科营收 1.19 亿元，同比+6560%，营收占比约 27%，毛利率维持 82%左右。公司医美生科旗下 AestheFill 童颜针定位高端再生市场，作为国内首款进口童颜针，由于产品增容再生效果好、安全性高，终端需求向好，24 年 4 月艾塑菲上市销售后快速放量，截至 24H1 进院约 300 家。24Q3 医药业务营收 2.8 亿元，同比-27%，营收占比约 63%，毛利率 40%。

■ **医美业务管线布局丰富全面，保障长期快速增长**。除已上市的艾塑菲童颜针外，公司在研管线丰富，未来有望逐步获批贡献业绩增量。①HARA 玻尿酸：艾莉薇的迭代新品，使用最新交联技术，拥有更高的安全性和稳定性，处于临床阶段。②利丙双卡因乳膏：布局表麻，公司积极推进临床前研发工作。③PDRN：与丽徕科技合作功能型抗炎水光产品 PDRN，目前进入临床试验阶段，或国内首批上市。④重组胶原蛋白：推进重组胶原蛋白冻干纤维、重组胶原蛋白植入剂两款产品临床前研发工作，外部合作东万生物研发哺乳动物细胞表达，原料和终端产品均有布局。

■ **医美业务增厚利润率**。①**毛利率**：24Q1-3 为 34.5%，同比+6.2pct，24Q3 毛利率 49.3%，同比+19.8pct，主要系高毛利医美业务 Q3 放量带动；②**期间费用率**：24Q1-3 为 31.86%，同比+3.0pct，24Q3 期间费用率同比+10.0pct 至 44.3%，主要系医美业务前期推广及销售团队建设导致 Q3 销售费用率同增 11.5pct；③**归母净利率**：结合毛利率及费用率，24Q1-3 净利率为 2.7%，同比+2.0pct，24Q3 净利率为 4.7%。

■ **盈利预测与投资评级**：公司医药产品和产业链布局完善，通过内生外延医美业务也得到全面布局，旗下 AestheFill 童颜针定位高端再生市场，24 年正式获批，4 月开始销售，机构终端反馈良好，合作机构持续增加；同时通过自研、合作研发和技术转让等方式继续布局重组胶原蛋白、PDRN 等重点领域，长期有望贡献业绩增量。我们维持公司 2024-26 年归母净利润预测 1.25/2.62/4.03 亿元，对应 PE 分别为 63/30/19X，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：在研产品进展不及预期，产品推广不及预期，政策变化风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.00
一年最低/最高价	6.90/13.88
市净率(倍)	4.36
流通A股市值(百万元)	7,819.67
总市值(百万元)	7,834.21

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	2.52
资产负债率(%,LF)	54.98
总股本(百万股)	712.20
流通A股(百万股)	710.88

### 相关研究

《江苏吴中(600200)：2024 年半年报点评：艾塑菲快速放量，医美业务高增可期》

2024-08-29

## 江苏吴中三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,001</b>	<b>3,493</b>	<b>4,032</b>	<b>4,752</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,240</b>	<b>2,794</b>	<b>3,451</b>	<b>4,204</b>
货币资金及交易性金融资产	1,713	1,871	2,075	2,343	营业成本(含金融类)	1,696	1,935	2,214	2,530
经营性应收款项	1,146	1,441	1,735	2,164	税金及附加	14	19	24	29
存货	107	121	144	171	销售费用	403	489	611	799
合同资产	0	0	0	0	管理费用	116	143	176	223
其他流动资产	35	59	77	73	研发费用	39	45	55	67
<b>非流动资产</b>	<b>1,326</b>	<b>1,312</b>	<b>1,292</b>	<b>1,282</b>	财务费用	72	62	69	75
长期股权投资	414	416	418	420	加:其他收益	5	6	7	9
固定资产及使用权资产	225	186	133	80	投资净收益	29	42	21	21
在建工程	37	42	52	62	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	118	119	120	121	减值损失	(3)	(1)	(1)	(1)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	(1)	0	0
长期待摊费用	4	3	3	3	<b>营业利润</b>	<b>(72)</b>	<b>148</b>	<b>329</b>	<b>509</b>
其他非流动资产	528	546	567	597	营业外净收支	1	1	1	(1)
<b>资产总计</b>	<b>4,327</b>	<b>4,805</b>	<b>5,324</b>	<b>6,034</b>	<b>利润总额</b>	<b>(71)</b>	<b>149</b>	<b>330</b>	<b>508</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,379</b>	<b>2,610</b>	<b>2,934</b>	<b>3,262</b>	减:所得税	3	19	59	91
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,623	1,773	1,969	2,155	<b>净利润</b>	<b>(74)</b>	<b>129</b>	<b>271</b>	<b>417</b>
经营性应付款项	278	281	322	368	减:少数股东损益	(3)	4	9	14
合同负债	29	31	42	51	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(72)</b>	<b>125</b>	<b>262</b>	<b>403</b>
其他流动负债	450	524	602	688	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.10)	0.18	0.37	0.57
非流动负债	186	252	257	262	EBIT	(28)	211	399	584
长期借款	127	137	142	147	EBITDA	19	276	465	650
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.27	30.75	35.84	39.82
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	(3.21)	4.48	7.58	9.58
其他非流动负债	46	101	101	101	收入增长率(%)	10.55	24.75	23.50	21.83
<b>负债合计</b>	<b>2,565</b>	<b>2,862</b>	<b>3,191</b>	<b>3,524</b>	归母净利润增长率(%)	5.67	273.89	109.11	53.90
归属母公司股东权益	1,744	1,921	2,102	2,465					
少数股东权益	17	22	31	45					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,761</b>	<b>1,943</b>	<b>2,133</b>	<b>2,510</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,327</b>	<b>4,805</b>	<b>5,324</b>	<b>6,034</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(204)	(21)	196	249	每股净资产(元)	2.45	2.70	2.95	3.46
投资活动现金流	359	(9)	(25)	(37)	最新发行在外股份(百万股)	712	712	712	712
筹资活动现金流	124	139	113	95	ROIC(%)	(0.85)	4.96	8.06	10.54
现金净增加额	279	110	284	308	ROE-摊薄(%)	(4.13)	6.51	12.44	16.33
折旧和摊销	48	65	66	67	资产负债率(%)	59.29	59.57	59.93	58.40
资本开支	(82)	(30)	(14)	(16)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(108.89)	62.62	29.95	19.46
营运资本变动	(228)	(253)	(207)	(312)	P/B(现价)	4.49	4.08	3.73	3.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>