

公司研究

夯实医药基本盘，医美业务大步向前

——江苏吴中（600200.SH）盐酸乙哌立松上市申请获批事件点评

买入（上调）

当前价：8.93 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

联系人：吴子倩

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.12
总市值(亿元):	63.60
一年最低/最高(元):	6.90/13.88
近 3 月换手率:	203.43%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.88	-8.29	-20.63
绝对	-14.22	-11.85	-4.18

资料来源：Wind

相关研报

AestheFill 成功获批，医美业务迈出坚实一步——江苏吴中（600200.SH）聚乳酸面部填充剂获批事件点评（2024-01-23）

要点

事件：

2025 年 1 月 14 日，江苏吴中医药发展股份有限公司全资子公司下属分支机构——江苏吴中医药集团有限公司苏州制药厂收到国家药品监督管理局核准签发的《化学原料药上市申请批准通知书》，批准原料药盐酸乙哌立松的上市申请。

点评：

医药业务基本盘持续夯实：盐酸乙哌立松原料药为肌肉松弛药，可用于缓解肩周炎、腰痛和颈肩腕综合征等局部肌痉挛和肌强直，也可用于脑脊髓疾患引起的痉挛性麻痹的治疗，目前已被纳入医保乙类目录。此次获批，表明该原料药已符合国家相关药品审评技术标准，已批准在国内制剂中使用，将进一步丰富公司原料药产品管线。

公司重点聚焦高端仿制药、首仿药、专科用药，目前在医药领域，已形成以“抗感染类/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类”为核心的产品群，多个主导产品为国内独家，并持续推进新药的研发、申请上市。2024 年 6 月，公司帕拉米韦注射液获批上市，7 月卡络磺钠片全国首家通过仿制药质量和疗效一致性评价，12 月盐酸多巴酚丁胺注射液、帕拉米韦注射液拟中标全国药品集采，医药业务稳步推进。

医美业务快速发展：公司医美注射产品 AestheFill 于 2024 年二季度成功上市，驱动 2024 前三季度医美板块收入同比+4175%至 1.99 亿元。2024Q3 医美板块收入为 1.19 亿元，2024H1 医美板块收入为 8012 万元，下游医美机构陆续铺货，AestheFill 三季度放量明显。预计 2025 年在医美消费情绪回升+下游持续铺货下，核心产品 AestheFill 将持续放量，看好其长期发展前景。

在研管线方面，公司医美项目储备丰富。2024 年 6 月，公司投资入股丽徕科技，取得了“PDRN”复合溶液产品的独家权益，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；公司已取得南京东万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，目前重组胶原蛋白冻干纤维和重组胶原蛋白植入剂处于临床前研发阶段。

“医美”+“医药”双轮驱动，看好公司发展前景，上调至“买入”评级：考虑到 2024 年医美行业景气度低于预期，我们下调公司 2024 年营收和归母净利润预测分别为 24.5/0.78 亿元（下调幅度分别为 12%/46%）。考虑到 2025 年 AestheFill 将延续放量驱动医美业务收入持续增长，且高毛利医美业务收入占比提升将进一步增强公司盈利能力，我们上调公司 2025 年归母净利润至 3.29 亿元（上调幅度为 52%），并新增 2026 年营收和归母净利润预测分别为 35.2/4.09 亿元，2024-2026 年的对应 EPS 分别是 0.11、0.46、0.57 元，当前股价对应 PE 分别是 82、19、16 倍，公司医美业务发展势头强劲，有望驱动业绩长期增长，当前估值具备性价比，上调至“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，政策变化风险，医美产品获证、研发或市场推广不及预期风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,026	2,240	2,453	3,222	3,519
营业收入增长率	14.12%	10.55%	9.52%	31.36%	9.21%
净利润（百万元）	-76	-72	78	329	409
净利润增长率	/	/	/	323.04%	24.38%
EPS（元）	-0.11	-0.10	0.11	0.46	0.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	-4.22%	-4.13%	4.27%	15.44%	16.66%
P/E	NA	NA	82	19	16
P/B	3.5	3.6	3.5	3.0	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-01-14

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,026	2,240	2,453	3,222	3,519
营业成本	1,447	1,696	1,600	1,736	1,808
折旧和摊销	47	45	48	53	59
税金及附加	14	14	17	23	25
销售费用	448	403	510	806	915
管理费用	117	116	130	177	204
研发费用	29	39	49	74	88
财务费用	71	72	76	43	19
投资收益	12	29	9	9	9
营业利润	-75	-72	97	391	486
利润总额	-75	-71	97	391	486
所得税	3	3	14	58	72
净利润	-78	-74	83	334	415
少数股东损益	-2	-3	5	5	6
归属母公司净利润	-76	-72	78	329	409
EPS(元)	-0.11	-0.10	0.11	0.46	0.57

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	56	-204	82	132	430
净利润	-76	-72	78	329	409
折旧摊销	47	45	48	53	59
净营运资金增加	408	-96	279	907	291
其他	-323	-80	-322	-1,156	-329
投资活动产生现金流	61	359	-159	-226	-201
净资本支出	-41	-82	-122	-210	-210
长期投资变化	426	414	0	0	0
其他资产变化	-324	27	-37	-16	9
融资活动现金流	115	124	327	709	9
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	222	182	396	746	100
无息负债变化	-17	297	-125	133	110
净现金流	232	279	250	615	237

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	28.6%	24.3%	34.8%	46.1%	48.6%
EBITDA 率	1.7%	1.0%	8.7%	14.9%	15.8%
EBIT 率	-0.7%	-1.1%	6.8%	13.2%	14.2%
税前净利润率	-3.7%	-3.2%	4.0%	12.1%	13.8%
归母净利润率	-3.8%	-3.2%	3.2%	10.2%	11.6%
ROA	-2.0%	-1.7%	1.8%	5.7%	6.5%
ROE (摊薄)	-4.2%	-4.1%	4.3%	15.4%	16.7%
经营性 ROIC	-0.5%	-0.9%	4.5%	8.7%	9.2%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	53%	59%	61%	63%	61%
流动比率	1.47	1.26	1.23	1.22	1.26
速动比率	1.41	1.22	1.19	1.18	1.22
归母权益/有息债务	1.15	1.00	0.85	0.74	0.82
有形资产/有息债务	2.36	2.33	2.07	1.93	2.03

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	3,910	4,327	4,680	5,872	6,413
货币资金	1,477	1,713	1,963	2,578	2,815
交易性金融资产	0	0	20	20	20
应收账款	859	949	905	1,188	1,294
应收票据	0	179	196	258	282
其他应收款 (合计)	60	17	19	23	24
存货	113	107	112	122	127
其他流动资产	194	26	36	75	90
流动资产合计	2,730	3,001	3,267	4,280	4,670
其他权益工具	200	284	284	284	284
长期股权投资	426	414	414	414	414
固定资产	223	210	223	244	274
在建工程	7	37	81	140	184
无形资产	102	118	166	222	277
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	5	21	33	33	33
非流动资产合计	1,180	1,326	1,413	1,592	1,743
总负债	2,086	2,565	2,836	3,714	3,925
短期借款	1,370	1,583	1,968	2,714	2,814
应付账款	240	276	240	260	271
应付票据	1	0	16	17	18
预收账款	1	2	2	3	4
其他流动负债	2	4	23	92	119
流动负债合计	1,856	2,379	2,662	3,514	3,714
长期借款	165	127	127	127	127
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	6	13	40	51
非流动负债合计	231	186	173	200	211
股东权益	1,824	1,761	1,844	2,157	2,489
股本	712	712	712	712	712
公积金	1,523	1,531	1,538	1,571	1,612
未分配利润	-417	-489	-419	-143	141
归属母公司权益	1,804	1,744	1,822	2,130	2,455
少数股东权益	20	17	22	27	33

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	22.13%	18.01%	20.80%	25.00%	26.00%
管理费用率	5.76%	5.20%	5.30%	5.50%	5.80%
财务费用率	3.52%	3.23%	3.11%	1.32%	0.53%
研发费用率	1.41%	1.75%	2.00%	2.30%	2.50%
所得税率	-4%	-5%	15%	15%	15%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	0.00	0.03	0.12	0.15
每股经营现金流	0.08	-0.29	0.12	0.19	0.60
每股净资产	2.53	2.45	2.56	2.99	3.45
每股销售收入	2.84	3.14	3.44	4.52	4.94

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	NA	NA	82	19	16
PB	3.5	3.6	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	232.9	361.1	37.4	18.2	15.9
股息率	0.0%	0.0%	0.3%	1.3%	1.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP