



增持(维持)

所属行业: 化学制药
当前价格(元): 8.05

证券分析师

郑澄怀

资格编号: S0120521050001
邮箱: dengch@tebon.com.cn

陈进

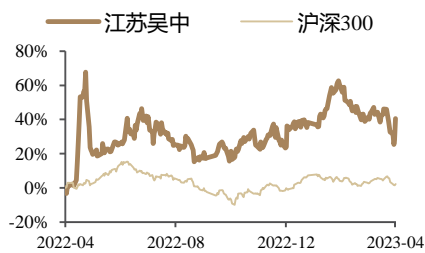
资格编号: S0120521110001
邮箱: chenjing3@tebon.com.cn

研究助理

易丁依

资格编号: S0120121070001
邮箱: yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.26	-12.40	1.90
相对涨幅(%)	2.22	-10.62	6.52

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《江苏吴中(600200.SH): Q3环比改善, 以预留股权激励医美核心人员》, 2022.11.4
- 《江苏吴中(600200.SH): 引进重磅重组胶原技术, 加速医美布局》, 2022.10.16

江苏吴中(600200.SH): 23Q1表现略超预期, 发布定增预案

投资要点

- 公司发布22年年报及23年一季报。(1)22年: 实现营收20.3亿/yoy+14.1%, 归母净利润-0.76亿, 位于预告偏上沿, 利润下滑主要系21年确认1亿资产处置收益, 22年增加医药营销+股权激励费用+医美研发等, 扰动盈利能力。(2)22Q4: 实现营收6.5亿/yoy+109.9%, 归母净利润-0.29亿。(3)23Q1: 实现营收6.1亿/yoy+37.7%, 归母净利润0.28亿/yoy+269.6%, 利润同比高增主要系转让长征凯股权确认0.2亿投资收益所致, 营收业绩表现略超预期。
- 疫情有序防控下收入端稳步回升, 医美开始贡献营收。22年上半年受疫情反复影响阶段性承压, Q3起随有序防控各业务收入端逐渐恢复, 22年医药业务实现收入14.2亿/yoy+10.0%, 毛利率38.5%/+0.3pcts; 贸易业务实现收入5.9亿/yoy+24.8%, 毛利率4.4%/+0.2pcts; 医美业务实现收入27.3万开始贡献营收, 毛利率48.2%。23Q1医药业务实现收入4.4亿/yoy+40.9%, 持续企稳回升。
- 发布向特定对象发行A股股票预案。公司拟向包括复基集团(公司实控人持股95%+董事长持股5%)等在内的不超过35名发行对象发行股票数不超过2.13亿股, 募集资金总额不超过12亿元(含本数), 其中复基集团拟认购金额不低于5000万、限售期18月(其余认购方限售期6个月), 发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80%。此次非公开定向发行不涉及公司控股股东及实控人变更, 扣除发行费用后将分别拟投入募集资金9亿/3亿用于江苏吴中医药集团研发及产业化基地一期项目和偿还银行贷款。
- 高端医美管线逐渐完善, 研发注册进程有序推进。公司21年正式切入医美领域后, 通过进口代理+自主研发双路径逐步搭建起以高端注射类产品为核心的医美管线并不断完善。(1)进口代理方面: 加速推进临床注册工作, 童颜针有望23年底获批: ①AestheFill童颜针: 22年9月注册申请已获受理上市, 目前正处CMDE技术评审阶段, 预计23年底获批。②HARA玻尿酸: Humedix旗下艾莉薇的升级迭代产品, 目前进入临床试验入组阶段, 预计将于25年获批。(2)自主研发方面: 依托医药板块研发优势, 纵深医美布局。①重组胶原领域: 22年7月推出敷料等产品试水销售, 并与浙江大学杭州国际科创中心成立联合实验室; 22年10月从海外独家引进具备三聚体结构的重组III型人源化胶原蛋白生物合成技术, 并完成两款重组III型胶原蛋白填充剂的立项工作。②溶脂&表麻领域: 22年完成去氧胆酸注射液、利丙双卡因乳膏药物立项工作, 目前仍处仿制药药学研究阶段。
- 投资建议: 公司坚持以“医药+医美”为核心的发展战略, 22年受疫情影响医药主业承压, 23年持续企稳回升, 医美储备多款潜力管线。预计公司23-25年营收23.5/28.9/33.6亿, 同比增长15.9%/23.0%/16.3%; 归母净利润0.4/1.6/2.5亿, 对应增速152.3%/291.4%/61.5%, 对应PE144X/37X/23X, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 行业竞争加剧风险、行业政策风险、新品研发注册不及预期风险、产品销售不及预期风险。

股票数据

总股本(百万股):	712.32
流通A股(百万股):	708.26
52周内股价区间(元):	5.54-9.60
总市值(百万元):	5,734.21
总资产(百万元):	4,014.49
每股净资产(元):	2.58

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,775	2,026	2,349	2,890	3,362
(+/-)YOY(%)	-5.1%	14.1%	15.9%	23.0%	16.3%
净利润(百万元)	23	-76	40	156	252
(+/-)YOY(%)	104.5%	-435.4%	152.3%	291.4%	61.5%
全面摊薄EPS(元)	0.03	-0.11	0.06	0.22	0.35
毛利率(%)	28.8%	28.6%	30.1%	36.5%	39.7%
净资产收益率(%)	1.2%	-4.2%	2.2%	7.8%	11.2%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 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	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-0.11	0.06	0.22	0.35
每股净资产	2.53	2.59	2.81	3.16
每股经营现金流	0.08	-0.38	0.75	-0.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	143.90	36.77	22.76
P/B	3.02	3.11	2.87	2.55
P/S	2.57	2.22	1.80	1.55
EV/EBITDA	170.44	41.86	19.04	14.87
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.6%	30.1%	36.5%	39.7%
净利润率	-3.9%	1.6%	5.4%	7.3%
净资产收益率	-4.2%	2.2%	7.8%	11.2%
资产回报率	-1.9%	0.9%	3.4%	4.9%
投资回报率	-0.5%	1.4%	4.9%	6.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	14.1%	15.9%	23.0%	16.3%
EBIT 增长率	28.5%	470.6%	244.7%	57.2%
净利润增长率	-435.4%	152.3%	291.4%	61.5%
偿债能力指标				
资产负债率	53.4%	56.2%	56.5%	56.2%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.3
现金比率	0.8	0.6	0.8	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	143.8	145.3	144.6	144.9
存货周转天数	29.7	34.9	32.3	33.6
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	9.1	10.8	13.8	16.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-76	40	156	252
少数股东损益	-2	-1	-1	-5
非现金支出	50	86	92	90
非经营收益	63	17	48	51
营运资金变动	22	-415	242	-734
经营活动现金流	56	-273	537	-347
资产	-41	-6	-16	-23
投资	-116	-76	-86	-81
其他	218	19	20	26
投资活动现金流	61	-62	-82	-78
债权募资	222	160	207	183
股权募资	0	-0	0	0
其他	-108	-63	-71	-80
融资活动现金流	115	96	136	104
现金净流量	232	-239	592	-321

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,026	2,349	2,890	3,362
营业成本	1,447	1,643	1,837	2,027
毛利率%	28.6%	30.1%	36.5%	39.7%
营业税金及附加	14	16	20	23
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	448	487	644	775
营业费用率%	22.1%	20.7%	22.3%	23.0%
管理费用	117	125	149	169
管理费用率%	5.8%	5.3%	5.2%	5.0%
研发费用	29	35	46	56
研发费用率%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%
EBIT	-17	62	214	337
财务费用	71	59	67	74
财务费用率%	3.5%	2.5%	2.3%	2.2%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	12	19	20	26
营业利润	-75	46	167	289
营业外收支	-0	3	3	3
利润总额	-75	49	170	292
EBITDA	33	149	307	427
所得税	3	11	15	45
有效所得税率%	-3.7%	21.8%	9.0%	15.4%
少数股东损益	-2	-1	-1	-5
归属母公司所有者净利润	-76	40	156	252

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,477	1,238	1,830	1,509
应收账款及应收票据	859	1,390	1,149	1,937
存货	113	206	124	255
其它流动资产	281	215	318	230
流动资产合计	2,730	3,049	3,421	3,931
长期股权投资	426	441	465	484
固定资产	223	217	209	201
在建工程	7	5	4	3
无形资产	102	122	127	140
非流动资产合计	1,180	1,202	1,214	1,231
资产总计	3,910	4,251	4,635	5,162
短期借款	1,370	1,530	1,736	1,920
应付票据及应付账款	240	238	278	302
预收账款	1	2	2	2
其它流动负债	244	389	371	444
流动负债合计	1,856	2,158	2,388	2,668
长期借款	165	165	165	165
其它长期负债	65	65	65	65
非流动负债合计	231	231	231	231
负债总计	2,086	2,389	2,618	2,898
实收资本	712	712	712	712
普通股股东权益	1,804	1,843	1,999	2,251
少数股东权益	20	18	18	12
负债和所有者权益合计	3,910	4,251	4,635	5,162

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

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

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。	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。	股票投资评级	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。
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。	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。