

➤ **事件概述：**公司于 4 月 26 日发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年，公司实现营业收入 20.26 亿元，同比+14.12%，实现归母净利润-0.76 亿元，同比-435.43%。其中，Q4 实现营收 6.46 亿元，同比+109.92%；归母净利润为-0.29 亿元，同比-10.11%。2023Q1 公司实现营业收入 6.12 亿元，同比+37.69%，实现归母净利润 0.28 亿元，同比+269.61%，扣非归母净利润为 0.06 亿元，同比+67.86%。

➤ **收入规模稳中有升，毛利率总体稳定。收入与利润端：**2022 年，公司实现营业收入 20.26 亿元，同比+14.12%，实现归母净利润-0.76 亿元，同比-435.43%。2023Q1，实现营业收入 6.12 亿元，同比+37.69%，实现归母净利润 0.28 亿元，同比+269.61%。2022 年归母净利润同比变化较大主要系：①公司为拓展医药业务增加了营销费用的投入；②实施 2022 年度股权激励计划；③医美生科业务的开展增加研发支出；④中凯生物制药厂完成搬迁交付手续确认资产处置收益。**分行业看**，2022 年，药品行业收入 14.21 亿元，同比+10.04%，占总营收的 70.13%；贸易行业收入 5.86 亿元，同比+0.20%，占总营收的 28.90%；医美生科行业实现营业收入 27.25 万元。**毛利率端：**2022 年，毛利率为 28.61%，同比-0.22pct。2023Q1 毛利率为 25.17%，同比-8.52pct。**分行业看**，药品行业/贸易行业/医美生科行业毛利率分别为 38.54%/4.40%/48.16%。**分治疗领域看**，主要药品毛利率较为稳定，其中，骨骼肌松弛药/抗感染用药/免疫调节类药毛利率为 88.63%/44.78%/71.56%，分别同比+2.12%/+23.90%/+3.04pct。**费率端：**2022 年，公司销售费率为 22.13%，同比-1.22pct；利用现有管理系统提高运营效率，管理费用率同比为 5.75%，同比-0.16pct；公司加大研发人员和研发设备等投入，2022 年，研发费用同比+35.39%达 0.29 亿元，研发费用率为 1.41%，同比+0.22pct；2023Q1 销售费率/管理费用率/研发费率/财务费率分别为 14.58%/4.48%/1.49%/2.83%，同比-5.51/-1.24/-0.34/-1.52pct，控费能力明显提升；净利率为 4.51%，同比+2.93pct，盈利能力上行。

➤ **“进口+自研”初步形成高端医美产品管线，深度布局重组胶原蛋白研发与产业化。**公司以高端注射类产品为核心，一方面加速推进进口代理产品的临床注册，通过尚礼汇美引进韩国医美企业 Humedix（汇美德斯）最新一款注射用双向交联含利多卡因透明质酸钠凝胶产品，目前处于临床试验入组阶段；通过达透医疗引进韩国公司一款外科整形用聚乳酸填充物 AestherFill 收到 NMPA 进口医疗器械注册申请受理通知书；另一方面，充分发挥医药板块的竞争优势，推动自主研发进程，完成利丙双卡因乳膏与去氧胆酸注射液两款药物的立项工作；通过中凯生物与吴中美学围绕重组胶原蛋白开展技术研发，目前完成两款重组 III 型胶原蛋白填充剂的立项。截至 2023 年 4 月，吴中美学、尚礼汇美与达透医疗的合计员工数量超过 30 人，核心人员大多来自于国内外一流的医美企业，具备较强的行业洞察力，研产销团队为医美生科板块的发展持续赋能。

➤ **拟定募集资金不超过 12 亿元，完善公司 CDMO 业务的产业布局。**2023 年 4 月，公司发布 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案，拟向包括浙江复基控股集团有限公司等不超过 35 名特定对象发行不超过 21.3 亿股，其中，复基集团（实际控制人为钱群英，钱群英持股 95%，钱群山持股 5%）拟以现金认购金额不低于 5000 万元；本次发行计划拟募资总额不超过 12 亿元（含本数），扣除发行费用后拟用于江苏吴中医药集团研发及产业化基地一期项目（拟投入募集资金 9 亿元）及偿还银行贷款（拟投入募集资金 3 亿元）。通过本项目的实施，公司将自有的高技术附加值工艺研发能力与规模生产能力高度融合，有助于公司附加值较高的技术输出取代单纯的产能输出，并完善公司在 CDMO 业务的产业布局，丰富公司的产业链，增强公司盈利能力，同时提升公司的竞争力和持续发展能力。

➤ **投资建议：**预计 2023-2025 年公司实现营收 22.84、28.32、31.74 亿元，分别同比+12.7%、+24.0%与+12.1%；实现归母净利润 0.08、1.38、1.81 亿元，对应 23-25 年 PE 为 745/42/32 倍，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争格局加剧，募投项目进展不及预期，下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2026	2284	2832	3174
增长率 (%)	14.1	12.7	24.0	12.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-76	8	138	181
增长率 (%)	-435.4	110.1	1695.0	30.9
每股收益 (元)	-0.11	0.01	0.19	0.25
PE	-	745	42	32
PB	3.2	3.2	2.9	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价）

谨慎推荐
维持评级
当前价格：
8.05 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

相关研究

1. 江苏吴中 (600200.SH) 首次覆盖报告：深耕医药制造，赋能医美发展-2023/03/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2026	2284	2832	3174
营业成本	1447	1601	1772	1916
营业税金及附加	14	15	20	23
销售费用	448	515	671	781
管理费用	117	120	152	170
研发费用	29	32	40	45
EBIT	-16	25	192	241
财务费用	71	39	39	38
资产减值损失	-2	-2	-1	-2
投资收益	12	20	20	18
营业利润	-75	5	172	218
营业外收支	0	4	-10	-5
利润总额	-75	9	163	213
所得税	3	1	24	32
净利润	-78	8	138	181
归属于母公司净利润	-76	8	138	181
EBITDA	33	78	251	306

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1477	1421	1458	1853
应收账款及票据	859	1188	1241	1031
预付款项	26	16	18	19
存货	113	156	169	182
其他流动资产	254	31	35	37
流动资产合计	2730	2812	2920	3122
长期股权投资	426	446	466	484
固定资产	223	231	238	244
无形资产	102	107	111	115
非流动资产合计	1180	1228	1259	1287
资产合计	3910	4040	4179	4410
短期借款	1370	1370	1370	1370
应付账款及票据	240	184	199	210
其他流动负债	245	460	445	484
流动负债合计	1856	2014	2015	2064
长期借款	165	135	135	135
其他长期负债	65	60	60	60
非流动负债合计	231	195	196	196
负债合计	2086	2209	2210	2260
股本	712	712	712	712
少数股东权益	20	20	20	20
股东权益合计	1824	1831	1969	2150
负债和股东权益合计	3910	4040	4179	4410

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.12	12.73	23.99	12.07
EBIT 增长率	31.74	259.13	654.91	25.43
净利润增长率	-435.43	110.10	1695.03	30.93
盈利能力 (%)				
毛利率	28.61	29.91	37.42	39.63
净利润率	-3.76	0.34	4.88	5.70
总资产收益率 ROA	-1.95	0.19	3.31	4.10
净资产收益率 ROE	-4.22	0.43	7.09	8.49
偿债能力				
流动比率	1.47	1.40	1.45	1.51
速动比率	1.30	1.30	1.35	1.41
现金比率	0.80	0.71	0.72	0.90
资产负债率 (%)	53.36	54.68	52.89	51.24
经营效率				
应收账款周转天数	154.79	190.00	160.00	120.00
存货周转天数	28.42	36.00	35.00	35.00
总资产周转率	0.53	0.57	0.69	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	-0.11	0.01	0.19	0.25
每股净资产	2.53	2.54	2.74	2.99
每股经营现金流	0.08	0.12	0.33	0.75
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	745	42	32
PB	3.2	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	175.04	75.31	23.08	17.59
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-78	8	138	181
折旧和摊销	49	53	58	65
营运资金变动	22	-13	-10	228
经营活动现金流	56	82	234	532
资本开支	-41	-61	-79	-81
投资	-116	0	0	0
投资活动现金流	61	-75	-79	-81
股权募资	0	0	0	0
债务募资	222	-6	-63	0
筹资活动现金流	115	-64	-118	-56
现金净流量	232	-56	37	395

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026