

# 江苏吴中 (600200.SH)

## 医美积蓄成长势能，关注管线上市进度

**消费环境走弱，业绩表现承压。**公司 2022 年全年实现营收 20.26 亿元 (yoy+14.1%)，归母净利润-7620 万元 (yoy-435.4%)，扣非归母净利润-9652 万元，主要系医药与医美业务拓展致费用增加以及所属中凯生物制药厂完成拆迁交付确认资产处置收益。整体毛利率略降 0.23pcts 至 28.61%，期间研发/管理/财务费用率企稳至 1.41%/5.76%/3.52%，销售费用率同降 1.22pcts 至 22.13%，叠加股权激励费用支出影响，归母净利率同降 5.04pcts 至-3.76%。其中 Q4 单季度营收 6.46 亿元 (yoy+109.9%)，归母净利-2937 万元 (yoy+10.1%)。2023Q1 业绩环比复苏实现营收 6.12 亿元 (yoy+37.7%)，经营扰动逐步出清下归母净利回升至 2815 万元 (yoy+269.6%)，对应归母净利率同增 2.89pcts 至 4.60%。

**医药业务增长平稳，定增助力 CDMO 布局。**医药业务实现收入 14.21 亿元 (yoy+10.04%)，毛利率同增 0.29pcts 至 38.54%。公司立足传统制药优势，持续探索小分子创新药、生物类似药、高端仿制药项目调研，吡美莫司乳膏、利丙双卡因乳膏等多个项目完成立项，帕拉米韦小针及软袋、多巴酚丁胺注射液、卡磺原料 DMF 登记等在研项目提前申报。公司拟向 35 名特定对象发行 A 股股票，募集资金总额不超过 12 亿元用于研发及产业化基地一期项目建设，将自有高技术附加值工艺与规模生产力结合，完善在 CDMO 业务的产业布局，提升核心竞争力与持续发展能力。

**医美实现收入突破，关注管线储备陆续兑现。**公司积极组建医美团队，吴中美学、尚礼汇美与达透医疗合计员工数已超 30 人，销售团队已进行重组胶原蛋白敷料品牌“婴芙源”销售，医美业务首次创收 27.25 万元，毛利率达 48.16%。当前公司以自研+并购模式已形成完备的高端医美产品矩阵，其中 III 类再生新品 Aesthefill 已获 NMPA 注册申请受理，有望于 2023 年底正式上市，由韩国 Humedix 引进的玻尿酸迭代新品已进入临床阶段；自研方面已完成利丙双卡因乳膏和去氧胆酸注射液立项，拓展在表皮麻醉与局部溶脂的管线储备，并依托中凯生物制药厂技术积淀与浙大国际科创中心及海外引进技术联合开展重组胶原蛋白研发，已完成 2 项 III 型重组胶原蛋白填充剂立项工作，未来有望持续赋能注射领域的管线储备。

**盈利预测与投资建议：**江苏吴中坚持大健康与美学战略，定增项目加速医药业务由仿制药向 CDMO 转型，医美事业以自研与并购双轮驱动，以 Aesthefill 为代表的丰富管线储备有望陆续上市推动业绩兑现。基于季报表现，我们调整公司 2023-2025 年间实现收入 23.14/27.93/31.79 亿元，归母净利润 0.36/1.33/2.42 亿元，当前股价对应 2024 年 PE40 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**终端需求疲软，研发取证风险、新品推广不及预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,775	2,026	2,314	2,793	3,179
增长率 yoy (%)	-5.1	14.1	14.2	20.7	13.8
归母净利润 (百万元)	23	-76	36	133	242
增长率 yoy (%)	-104.5	-435.4	-147.8	264.9	81.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.03	-0.11	0.05	0.19	0.34
净资产收益率 (%)	1.1	-4.3	1.9	8.2	11.7
P/E (倍)	244.0	-66.5	143.0	39.2	21.6
P/B (倍)	2.8	2.9	2.8	2.6	2.4

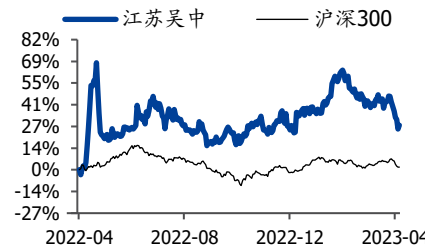
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

### 增持 (维持)

#### 股票信息

行业	化学制药
前次评级	增持
4月26日收盘价(元)	7.32
总市值(百万元)	5,214.21
总股本(百万股)	712.32
其中自由流通股(%)	99.43
30日日均成交量(百万股)	13.84

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 赵雅楠

执业证书编号: S0680521030001

邮箱: zyn@gszq.com

##### 分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

##### 研究助理 张望

执业证书编号: S0680121120024

邮箱: zhangwang3@gszq.com

#### 相关研究

- 《江苏吴中 (600200.SH): 毛利同比改善, 医美战略有序推进》2022-11-02
- 《江苏吴中 (600200.SH): 蓄力医药转型, 加速医美落地》2022-08-30
- 《江苏吴中 (600200.SH): 千帆过尽, 向美出发》2022-07-12



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2684	2730	3257	3062	3627
现金	1131	1477	1331	1305	1370
应收票据及应收账款	760	859	1183	1199	1543
其他应收款	12	60	23	77	36
预付账款	18	26	22	38	29
存货	126	113	297	70	297
其他流动资产	637	194	402	372	352
<b>非流动资产</b>	1074	1180	1230	1285	1302
长期投资	395	426	457	488	518
固定资产	244	223	247	287	295
无形资产	192	204	197	182	161
其他非流动资产	243	327	329	328	328
<b>资产总计</b>	3758	3910	4488	4347	4929
<b>流动负债</b>	1696	1856	2121	1845	2198
短期借款	1116	1370	1370	1370	1370
应付票据及应付账款	152	240	234	247	259
其他流动负债	427	245	517	228	569
<b>非流动负债</b>	186	231	208	177	137
长期借款	167	165	136	107	68
其他非流动负债	18	65	73	70	70
<b>负债合计</b>	1881	2086	2329	2022	2336
少数股东权益	22	20	18	51	78
股本	712	712	712	712	712
资本公积	1403	1404	1404	1404	1404
留存收益	-222	-298	-264	-97	172
归属母公司股东权益	1855	1804	2140	2273	2515
<b>负债和股东权益</b>	3758	3910	4488	4347	4929

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	448	56	28	183	257
净利润	21	-78	35	166	269
折旧摊销	50	48	45	55	64
财务费用	63	71	69	81	84
投资损失	-18	-12	-12	-12	-12
营运资金变动	434	9	-409	-107	-148
其他经营现金流	-102	18	300	0	0
<b>投资活动现金流</b>	43	61	-83	-97	-69
资本支出	25	42	16	25	-13
长期投资	-126	-116	-31	-31	-31
其他投资现金流	-58	-13	-98	-104	-113
<b>筹资活动现金流</b>	-46	115	-90	-111	-123
短期借款	65	254	0	0	0
长期借款	-62	-2	-29	-29	-39
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	1	0	0	0
其他筹资现金流	-49	-139	-60	-83	-84
<b>现金净增加额</b>	445	232	-146	-26	64

**利润表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1775	2026	2314	2793	3179
营业成本	1264	1447	1557	1639	1727
营业税金及附加	12	14	15	19	22
营业费用	415	448	486	654	801
管理费用	105	117	137	168	197
研发费用	21	29	35	38	45
财务费用	63	71	69	81	84
资产减值损失	-2	-2	0	0	0
其他收益	19	13	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	18	12	12	12	12
资产处置收益	100	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	37	-75	40	219	328
营业外收入	8	1	1	1	1
营业外支出	5	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	39	-75	39	219	328
所得税	19	3	5	53	59
<b>净利润</b>	21	-78	35	166	269
少数股东损益	-2	-2	-2	33	27
<b>归属母公司净利润</b>	23	-76	36	133	242
EBITDA	134	23	131	321	437
EPS (元)	0.03	-0.11	0.05	0.19	0.34

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-5.1	14.1	14.2	20.7	13.8
营业利润(%)	107.6	-305.8	152.9	451.6	49.8
归属于母公司净利润(%)	-104.5	-435.4	-147.8	264.9	81.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.83	28.61	32.69	41.31	45.69
净利率(%)	1.28	-3.76	1.58	4.76	7.61
ROE(%)	1.1	-4.3	1.9	8.2	11.7
ROIC(%)	1.4	-0.8	2.2	5.7	8.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	50.1	53.4	51.9	46.5	47.4
净负债比率(%)	11.9	8.2	14.6	13.2	7.2
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.7	1.6
速动比率	1.1	1.3	1.2	1.4	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	1.8	2.5	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	6.4	7.4	6.6	6.8	6.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.03	-0.11	0.05	0.19	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.08	0.04	0.26	0.36
每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.53	2.58	2.77	3.11
<b>估值比率</b>					
P/E	244.0	-66.5	143.0	39.2	21.6
P/B	2.8	2.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	40.6	238.8	42.1	17.2	12.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023年4月26日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com