

# 江苏吴中 (600200.SH)

## 扣非归母改善明显，医美板块快速发展

### 投资要点：

➤ **扣非归母净利润显著改善。**公司 24H1 营收 12.07 亿元/yoy+9.62%，归母净利润为 0.24 亿元/yoy-10.75%，扣非归母净利润为 0.11 亿元/yoy+417.83%。单 Q2 营收 5.03 亿元/yoy+2.92%，归母净利润为 0.19 亿元/yoy+2679.03%，扣非归母净利润为 0.13 亿/yoy+418.51%。24H1 毛利率为 29.15%/yoy+1.23pct，净利率为 2.03%/yoy-0.36pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 17.4%/4.89%/1.70%，同比变化为 yoy-0.13pct/+0.12pct/+0.15pct。24H1 扣非归母净利润显著改善主要系：公司医美板块聚乳酸面部填充剂 AestheFill 艾塑菲于 2024 年 4 月正式上市销售，医美板块实现毛利 6640.74 万元。

➤ **引领高端医美创新，构筑研发与市场双驱动发展。**24H1 公司在医美板块的成果如下：**1) 快速推进 AestheFill 艾塑菲的销售推广工作。**2024 年 4 月，公司召开 AestheFill 艾塑菲首发机构发布会，观看直播人数高达 208.2 万人，曝光人数达到约 1200 万人。2024 年 6 月，公司于中国苏州举办 AestheFill 艾塑菲全国品牌上市峰会，进一步加强在医美业界的品牌影响力。**2) 加大研发投入，以合成生物技术平台为核心发展新质生产力，**公司持续深耕重组胶原蛋白领域，依托中凯生物制药厂在重组蛋白药物领域的研发和产业化基础，并通过多元化手段积极引进外部的的前沿技术。**3) 快速组建经验丰富、执行能力一流的研产销团队。**24H1 公司围绕研发、生产、营销三个环节不断引入高端人才。**4) 深入推进全管线产品平台战略，通过多元化手段持续扩充产品管线。**2024 年 6 月，吴中美学与北京丽徕科技有限公司签署了投资协议，并取得丽徕科技注射用透明质酸钠-多聚脱氧核糖核苷酸（简称“PDRN”）复合溶液产品的独家权益。

➤ **公司具备三大核心优势。****1) 研产销全产业链优势：**吴中医药已构建起一个涵盖基因药物、化学药物与现代中药的研发、生产和销售的全产业链，并形成了以抗感染类/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤等为核心的产品群。同时，公司具备自营终端、配送、招商、OTC、电商等多种销售模式，销售渠道覆盖全国。**2) 品牌优势：**悠久的历史历史和深厚的文化沉淀构成了江苏吴中稳固的市场地位及品牌优势，拥有广泛的客户基础和较高的市场影响力。**3) 管控优势：**公司以信息化系统为支撑，扁平管理模式，集中发挥管控优势，提升公司管理运营效率和市场竞争力。

### 盈利预测与投资建议

考虑到公司医药业务增长略不及预期，医美上市后表现良好，我们下调对公司 2024-2026 年收入的预期为 27.37/32.57/38.83 亿元（前值 24-25 年的预期为 28.70/33.50 亿元），调整归母净利润为 1.17/2.51/3.85 亿元（前值 24-25 年的预期为 1.21/2.01 亿元），对应 PE 为 51/23/15 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧，新产品上市不及预期，医美消费需求不及预期。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,026	2,240	2,737	3,257	3,883
增长率（%）	14%	11%	22%	19%	19%
归母净利润（百万元）	-76	-71	117	251	385
增长率（%）	-435%	6%	262%	115%	53%
EPS（元/股）	-0.11	-0.10	0.16	0.35	0.54
市盈率（P/E）	-77.3	-81.9	50.5	23.4	15.3
市净率（P/B）	3.3	3.4	3.2	3.0	2.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

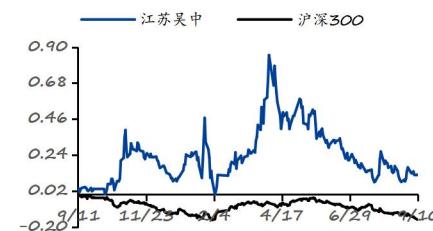
## 买入（维持评级）

当前价格：8.27 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	712.20/710.88
流通 A 股市值(百万元)	5,878.97
每股净资产(元)	2.49
资产负债率(%)	55.48
一年内最高/最低价(元)	13.88/6.90

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师：赵雅楠(S0210524050007)  
 zyn30541@hfzq.com.cn  
 分析师：高兴(S0210522110002)  
 GX3970@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、【华福商业】依托药企基因，医美赛道破局之路可期——2023.07.14



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,713	1,971	2,345	2,796	营业收入	2,240	2,737	3,257	3,883
应收票据及账款	1,128	1,127	1,321	1,566	营业成本	1,696	1,828	1,977	2,145
预付账款	11	27	30	32	税金及附加	14	16	20	23
存货	107	143	155	168	销售费用	403	476	589	730
合同资产	0	0	0	0	管理费用	116	134	169	210
其他流动资产	43	282	334	397	研发费用	39	49	59	70
流动资产合计	3,001	3,551	4,185	4,960	财务费用	72	89	115	153
长期股权投资	414	414	414	414	信用减值损失	-2	0	0	0
固定资产	210	236	258	276	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	37	39	41	43	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	118	134	139	150	投资收益	29	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	5	0	0	0
其他非流动资产	547	548	550	551	<b>营业利润</b>	<b>-72</b>	<b>145</b>	<b>328</b>	<b>552</b>
非流动资产合计	1,326	1,371	1,401	1,433	营业外收入	3	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>4,327</b>	<b>4,922</b>	<b>5,586</b>	<b>6,393</b>	营业外支出	2	0	0	0
短期借款	1,583	1,979	2,566	3,002	<b>利润总额</b>	<b>-71</b>	<b>145</b>	<b>328</b>	<b>552</b>
应付票据及账款	276	276	299	324	所得税	3	22	49	83
预收款项	2	2	3	3	<b>净利润</b>	<b>-74</b>	<b>123</b>	<b>279</b>	<b>469</b>
合同负债	29	49	59	70	少数股东损益	-3	6	28	84
其他应付款	389	389	389	389	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-71</b>	<b>117</b>	<b>251</b>	<b>385</b>
其他流动负债	101	105	115	125	EPS (按最新股本摊薄)	-0.10	0.16	0.35	0.54
流动负债合计	2,379	2,801	3,429	3,913					
长期借款	127	177	107	187					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	59	59	59	59					
非流动负债合计	186	236	166	246					
<b>负债合计</b>	<b>2,565</b>	<b>3,038</b>	<b>3,596</b>	<b>4,159</b>					
归属母公司所有者权益	1,744	1,861	1,939	2,098					
少数股东权益	17	24	51	136					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,761</b>	<b>1,885</b>	<b>1,991</b>	<b>2,234</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,327</b>	<b>4,922</b>	<b>5,586</b>	<b>6,393</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-204</b>	<b>-9</b>	<b>227</b>	<b>402</b>
现金收益	44	258	446	679
存货影响	5	-36	-12	-13
经营性应收影响	-251	-16	-196	-248
经营性应付影响	301	1	23	26
其他影响	-304	-215	-34	-42
<b>投资活动现金流</b>	<b>359</b>	<b>-91</b>	<b>-82</b>	<b>-88</b>
资本支出	-79	-91	-81	-87
股权投资	12	0	0	0
其他长期资产变化	426	0	-1	-1
<b>融资活动现金流</b>	<b>124</b>	<b>358</b>	<b>229</b>	<b>137</b>
借款增加	182	446	517	516
股利及利息支付	-68	-316	-418	-541
股东融资	0	0	0	0
其他影响	10	228	130	162

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	10.5%	22.2%	19.0%	19.2%
EBIT 增长率	-130.0%	19,201.9%	90.0%	59.2%
归母公司净利润增长率	-5.6%	-262.2%	115.2%	53.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.3%	33.2%	39.3%	44.8%
净利率	-3.3%	4.5%	8.6%	12.1%
ROE	-4.1%	6.2%	12.6%	17.2%
ROIC	0.0%	7.3%	11.6%	15.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.3%	61.7%	64.4%	65.1%
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.3
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	145	137	135	134
存货周转天数	23	25	27	27
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.10	0.16	0.35	0.54
每股经营现金流	-0.29	-0.01	0.32	0.56
每股净资产	2.45	2.61	2.72	2.95
<b>估值比率</b>				
P/E	-82	50	23	15
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	560	96	54	35

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn