

## 艾塑菲产品推广顺利，带动利润端增长明显

2024 年 10 月 22 日

➤ **事件概述。**江苏吴中发布 2024 年三季度报告。24Q1-Q3，实现营收 16.47 亿元，同比+9.58%，归母净利润为 0.45 亿元，同比+311.54%，扣非归母净利润为 0.27 亿元，扭亏为盈；24Q3，实现营收 4.41 亿元，同比+9.46%，归母净利润为 0.21 亿元，扣非归母净利润为 0.16 亿元。归母净利润快速增长主要源于医美生科板块聚乳酸面部填充剂艾塑菲于 24 年 4 月起实现销售产生利润。

➤ **收入拆分及毛利表现。**24Q1-Q3，医美生科业务实现主营业务收入 1.99 亿元，同比+4175.1%，主营业务毛利 1.63 亿元，同比+6465.5%，医药业务主营业务收入 11.40 亿元，同比-12.4%，主营业务毛利 3.86 亿元，同比-3.24%。其中，24Q3，医美生科主营业务收入 1.19 亿元，同比+6558.7%，医药业务主营业务收入 2.83 亿元，同比-26.9%。

➤ **医美业务具备较强盈利能力，带动盈利能力上行。**1) **毛利率端：**24Q1-Q3，毛利率为 34.54%，同比+6.20 pct，其中，医药、医美生科业务毛利率分别为 33.9%与 82.2%。24Q3，毛利率为 49.29%，同比+19.80 pct，其中，医药、医美生科业务毛利率分别为 40.4%与 81.7%。2) **费用率端：**24Q1-Q3，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率为 21.15%、5.33%、1.90%、3.48%，同比+2.97、+0.19、+0.05、-0.20 pct；24Q3，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率为 31.42%、6.52%、2.45%、3.91%，同比+11.45、+0.38、-0.21、-1.60pct。3) **净利率端：**24Q1-Q3，净利率为 2.86%，同比+2.23pct；24Q3，净利率为 5.12%，盈利能力持续提升。

➤ **积极推进艾塑菲销售工作，合作医美机构数量增加，持续加强终端医生培训。**公司积极推进 AestheFill 艾塑菲的销售工作，召开产品发布会、医生培训等活动等形式拓展下游客户，快速进入医美机构终端销售。此外，公司持续推进与医美机构的合作，目标机构包括直客机构、轻医美机构和部分渠道机构，主要分布于一线城市和核心二线城市。公司合作的医美机构数量持续增加，其中包括美莱、华韩、艺星、联合丽格、芙艾、米兰柏羽等多家医美连锁品牌。同时，公司也在持续加强终端医生培训，从而更好地服务于求美者需求。公司举办多场专家会及导师培训活动，进一步扩大医生培训覆盖面。

➤ **自主研发&对外投资双轮驱动，重点聚焦注射类上游产品端。**积极推动重组胶原蛋白冻干纤维、重组胶原蛋白植入剂、利丙双卡因乳膏和去氧胆酸注射液的临床前研发工作。1) **玻尿酸产品：**积极推进引进的韩国医美企业 Humedix (汇美德斯) 最新一款注射用双相交联合利多卡因透明质酸钠凝胶产品的临床注册工作，目前处于临床试验数据整理阶段。2) **PDRN 产品：**24 年 6 月，吴中美学与北京丽徠科技签署了投资协议，并取得 PDRN 复合溶液产品的独家权益。截至 24H1 末，该 PDRN 复合溶液产品已进入临床试验阶段，有望加强公司在再生医美领域的战略布局，并进一步完善公司的产品梯队。3) **胶原蛋白产品：**22 年 7 月，吴中美学与浙江大学杭州国际科创中心成立了“生物与分子智造平台-吴中美学重组胶原蛋白联合实验室”，开展重组胶原蛋白创新型研究；23 年 10 月，吴中美学取得东万生物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，该胶原蛋白通过 CHO 细胞体系表达，并由中国食品药品检定研究院出具的检测报告认为其具有胶原蛋白三螺旋结构。24 年 3 月，东万生物完成重组 I 型人胶原蛋白原料的主文档备案。

➤ **投资建议：**公司具有深厚药企基因，发力布局医美业务，医美业务逐步放量，预计 24-26 年公司实现营收 25.14、29.80、33.59 亿元，同比+12.2%、+18.5%与+12.7%；归母净利润为 1.05、2.44、3.73 亿元，10 月 22 日收盘价对应 24-26 年 PE 为 70/30/20 倍，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧，产品推广不及预期，终端需求不及预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,240	2,514	2,980	3,359
增长率 (%)	10.5	12.2	18.5	12.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	-72	105	244	373
增长率 (%)	5.7	245.5	133.4	52.7
每股收益 (元)	-0.10	0.15	0.34	0.52
PE	-	70	30	20
PB	4.2	4.0	3.5	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 22 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

10.25 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

## 相关研究

- 1.江苏吴中 (600200.SH) 2024 年半年报点评：艾塑菲产品推广顺利，医美产品管线储备丰富-2024/08/29
- 2.江苏吴中 (600200.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：医药业务增长稳健，关注 AestheFill 艾塑菲推广进展-2024/04/26
- 3.江苏吴中 (600200.SH) 事件点评：再生注射剂 AestheFill 正式获批，医美产品矩阵日臻完善-2024/01/22
- 4.江苏吴中 (600200.SH) 2023 年三季度报点评：前三季度净利润扭亏为盈，医美产品矩阵布局日臻完善-2023/10/31
- 5.江苏吴中 (600200.SH) 2023 年中报点评：23H1 净利润扭亏为盈，医美产品矩阵布局初步形成-2023/08/29

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,240	2,514	2,980	3,359
营业成本	1,696	1,557	1,684	1,785
营业税金及附加	14	16	19	21
销售费用	403	588	698	781
管理费用	116	134	158	178
研发费用	39	48	57	64
EBIT	-28	191	363	526
财务费用	72	77	78	84
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
投资收益	29	12	15	15
营业利润	-72	123	297	453
营业外收支	1	4	1	1
利润总额	-71	127	298	454
所得税	3	19	45	68
净利润	-74	108	253	386
归属于母公司净利润	-72	105	244	373
EBITDA	19	242	421	590

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,713	2,126	2,429	2,904
应收账款及票据	1,128	1,211	1,413	1,583
预付款项	11	8	8	9
存货	107	84	90	96
其他流动资产	43	18	20	22
流动资产合计	3,001	3,447	3,961	4,614
长期股权投资	414	126	141	156
固定资产	210	224	236	248
无形资产	118	122	126	131
非流动资产合计	1,326	1,173	1,198	1,225
资产合计	4,327	4,620	5,160	5,838
短期借款	1,583	1,833	2,083	2,333
应付账款及票据	276	252	268	284
其他流动负债	520	353	373	399
流动负债合计	2,379	2,437	2,724	3,016
长期借款	127	198	198	198
其他长期负债	59	116	116	116
非流动负债合计	186	314	314	314
负债合计	2,565	2,751	3,038	3,330
股本	712	712	712	712
少数股东权益	17	21	30	43
股东权益合计	1,761	1,869	2,122	2,508
负债和股东权益合计	4,327	4,620	5,160	5,838

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	10.55	12.24	18.54	12.72
EBIT 增长率	-75.05	782.04	89.78	44.90
净利润增长率	5.67	245.54	133.42	52.73
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	24.27	38.08	43.50	46.86
净利润率	-3.21	4.16	8.20	11.11
总资产收益率 ROA	-1.66	2.27	4.74	6.39
净资产收益率 ROE	-4.13	5.67	11.68	15.14
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.26	1.41	1.45	1.53
速动比率	1.20	1.38	1.42	1.49
现金比率	0.72	0.87	0.89	0.96
资产负债率 (%)	59.29	59.55	58.88	57.04
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	154.61	149.00	148.00	147.00
存货周转天数	23.08	20.00	20.00	20.00
总资产周转率	0.54	0.56	0.61	0.61
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.10	0.15	0.34	0.52
每股净资产	2.45	2.59	2.94	3.46
每股经营现金流	-0.29	0.03	0.30	0.55
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	-	70	30	20
PB	4.2	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	391.56	31.49	18.12	12.94
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-74	108	253	386
折旧和摊销	48	51	58	64
营运资金变动	-228	-199	-172	-146
经营活动现金流	-204	18	215	392
资本开支	-82	-182	-67	-74
投资	218	299	0	0
投资活动现金流	359	117	-67	-74
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-54	352	237	250
筹资活动现金流	124	278	154	158
现金净流量	279	414	302	475

## 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