

# 复锐医疗科技（1696.HK）深度报告：能量源医美龙头， 构建大医美生态平台

评级：买入(首次覆盖)

马川琪(证券分析师)  
S0350523050001  
macq@ghzq.com.cn

廖小慧(证券分析师)  
S0350524080002  
liaoxh@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



## 相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
复锐医疗科技	11.2%	-10.1%	-52.7%
恒生指数	0.6%	-6.4%	-5.5%

## 市场数据

2024/09/09

当前价格 (港元)	3.19
52周价格区间 (港元)	2.75-7.74
总市值 (百万港元)	1,494.01
流通市值 (百万港元)	1,494.01
总股本 (万股)	46,834.31
流通股本 (万股)	46,834.31
日均成交额 (百万港元)	0.94
近一月换手 (%)	2.43

- ▶ **全球医疗美容行业：规模扩大，景气度较高，非手术类规模增速高于手术类**
  - 医美行业上游为原材料和药械生产商，准入壁垒高，毛利率达80%–95%；中游为经销商和医美机构，格局分散且利润较低；下游为获客平台，毛利率约60%–80%。医美行业兼具“医疗”和“消费”属性，具有医疗行业高投入、高产出、高风险等特点，同时作为可选消费行为，受人均可支配收入、主观意愿等因素影响。
  - 能量源医美：不同形式的能量源技术可以满足美白、嫩肤、抗衰等多样化需求。全球能量源医美规模稳步扩大，据Medical Insight，2021E全球能量源无创医美器械收益超43亿美元，约45%来自嫩肤治疗；2016年Cynosure在能量源医美行业市占率最高，达16.2%，Zeltiq次之，占比13.3%。
  - 注射填充：注射类产品核心成分主要有玻尿酸、肉毒素、胶原蛋白和再生成分四大类，功能主要为填充、抑制、护理和溶脂。据ISAPS统计，2022年全球注射类医美手术达1388万例，其中97.5%为注射玻尿酸和肉毒素。
  - 数字牙科和个人护理：据Statista，全球牙科保健收入逐年增长，预计2027年达589.4亿美元；计算机辅助设计与计算机辅助加工逐渐成为牙科保健标准。个人护理方面，我国美丽健康服务市场蓬勃发展，Frost & Sullivan预计2030年规模可达10849亿元人民币。
- ▶ **复锐医疗科技：能量源医美龙头，能量源医美、注射填充、数字牙科与个人护理四大业务构建“大医美”生态平台**
  - 能量源医美：据Medical Insight统计，2016年复锐占全球能量源医美市场份额4.4%，位列第五。公司2023年能量源医美营收达3.2亿美元，同比+3.2%，2014–2023年CAGR 14.7%；根据2014–2020年营收数据，该部门无创医疗美容收入占比超77%。能量源器械产品多元，2006–2016年期间推出约30款产品；产品价格高，单台主机价格位于10000–135000美元区间，售后服务完善。Alma为复锐医疗科技能量源医美子品牌，研发实力强，管理层经验丰富，截至2023年已拥有61项专利技术和50+针对不同需求的先进疗程。
  - 注射填充：复锐2019年进军注射市场，2023年收入超1000万美元，同比+9.3%，2019–2023年CAGR 33.42%；已有长效肉毒素Daxxify™及“Profhilo”皮肤生物重塑疗法等产品。

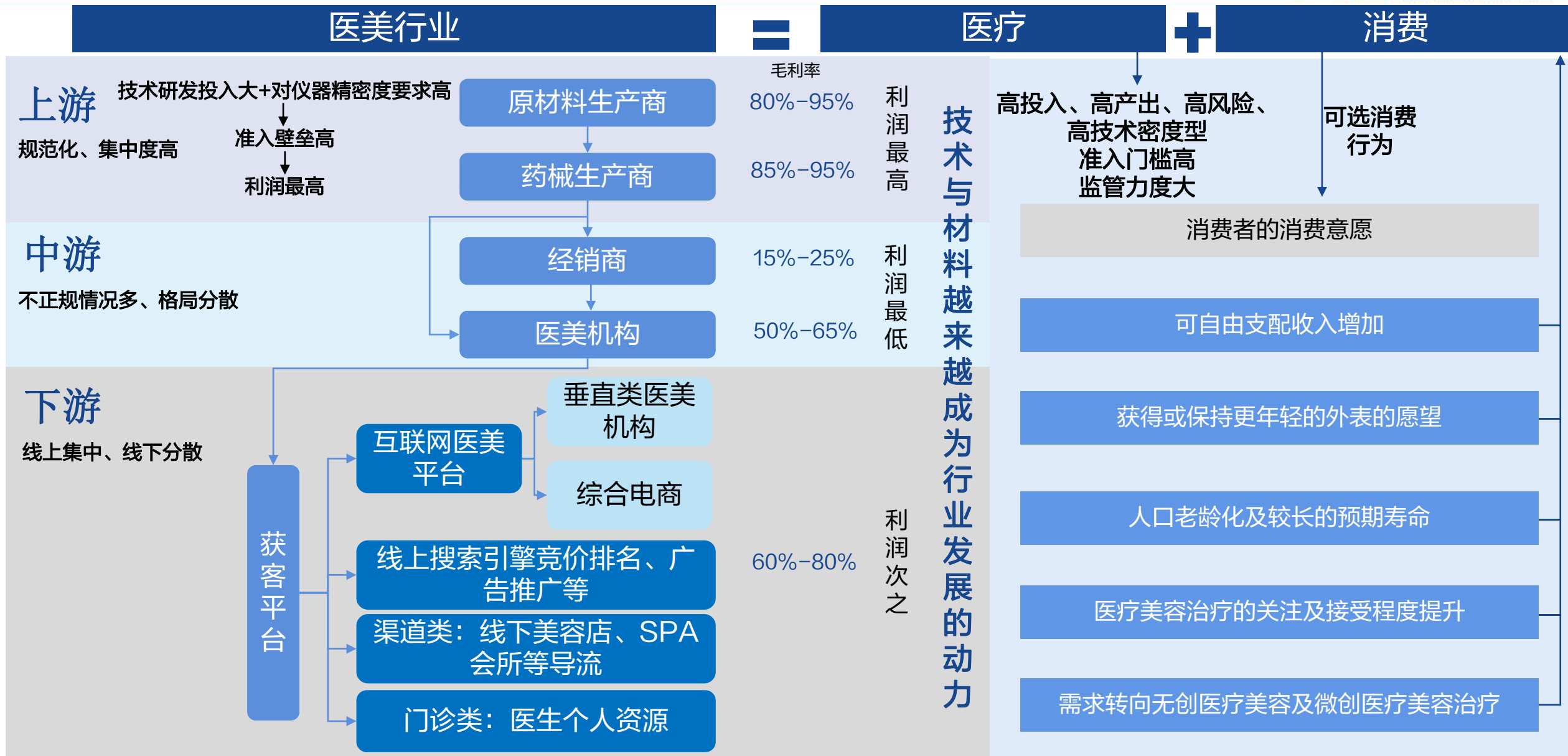
- 数字牙科：复锐数字牙科主要品牌为Copulla，2022年收入同比+34.4%至0.19亿美元，2023年为提升毛利率终止部分低利率产品线，收入同比-49.5%至0.09亿美元。
  - 个人护理：LMNT首款产品LMNT one于2022年推出，能够实现嫩肤、提升皮肤弹性和促进胶原蛋白再生的最佳效果；LMNT O2于2023年推出。
  - 直销渠道：复锐持续推进全球直销渠道布局，截至2023年全球已有13个直销渠道，直销收入占比78%；持续加码中国市场，子公司Alma与光子国际有限公司组建合资公司，提升美丽健康产业在中国的深度布局。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年实现营业收入3.70/4.21/4.73亿美元，同比+3.1%/+13.7%/+12.2%，归母净利润0.34/0.39/0.43亿美元，同比+7.4%/+16.6%/+9.7%，2024年9月9日收盘价3.19港元，对应2024-2026年PE为5.7X/4.9X/4.5X。公司低估值，股息率在同业可比公司中较高，公司业绩修复可期，目前位置具有性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济环境风险，行业竞争风险，消费者偏好风险，原材料风险，市场开拓及产品推广风险。

预测指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万美元）	359	370	421	473
增长率(%)	1.4%	3.1%	13.7%	12.2%
归母净利润（百万美元）	31	34	39	43
增长率(%)	-21.6%	7.4%	16.6%	9.7%
摊薄每股收益（美元）	0.07	0.07	0.08	0.09
ROE(%)	6.96	7.02	7.63	7.78
P/E	10.1	5.7	4.9	4.5
P/B	0.7	0.4	0.4	0.3
P/S	0.9	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.00	2.51	1.72	1.07

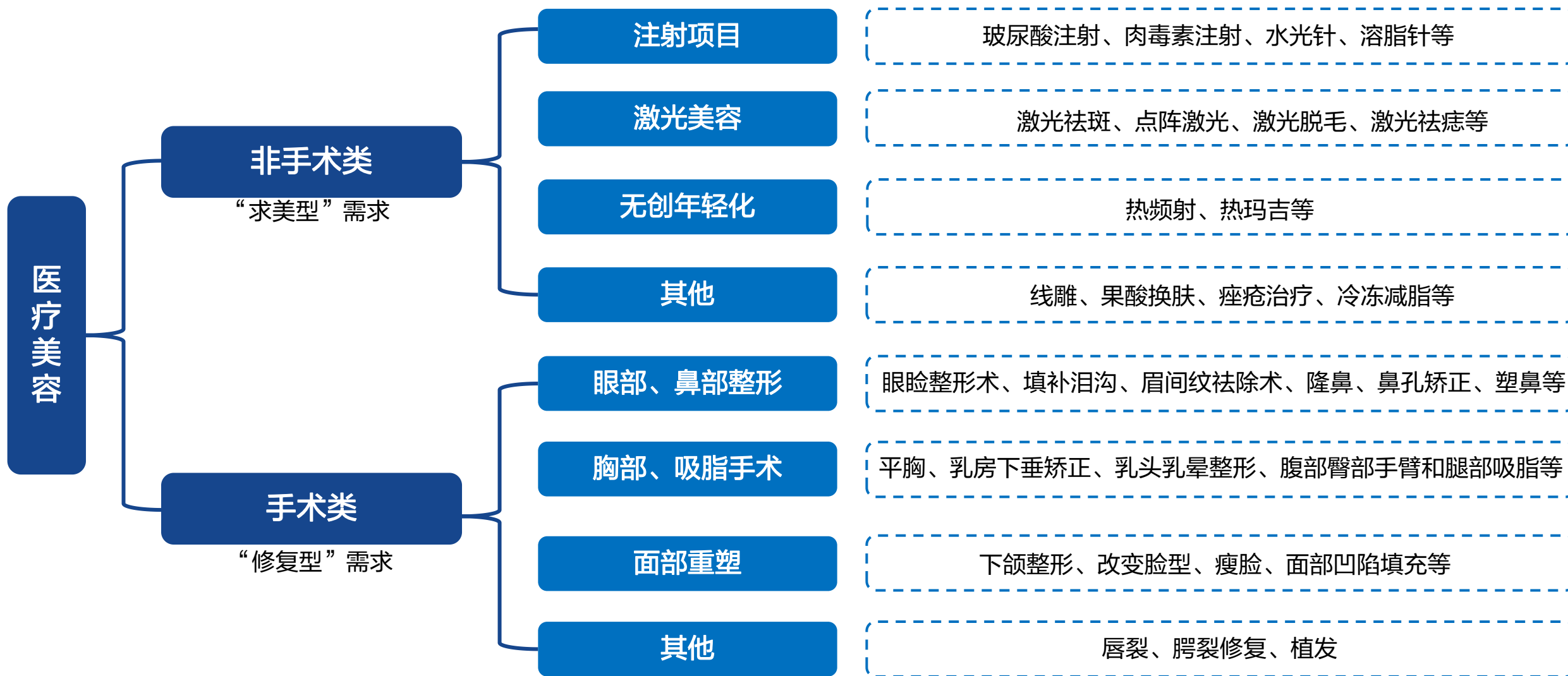
资料来源：Wind、国海证券研究所

# 一、医美行业：成长性与景气度兼具

# 1.1 医美行业：高成长，产业链上游、下游利润较高

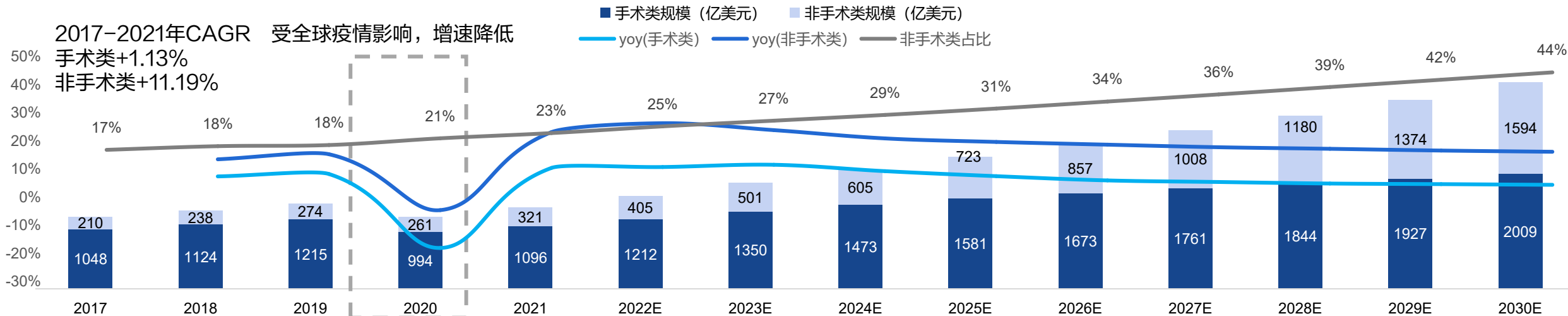


## 1.2 医美行业：医疗美容需求分为求美型和修复型

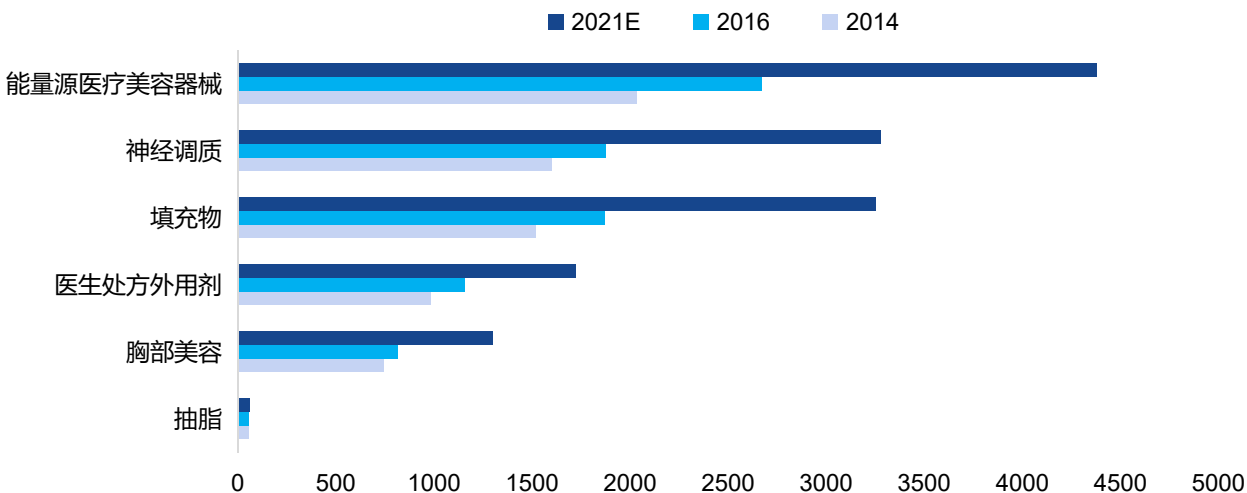


# 1.3 医美行业：预计全球规模持续扩大，非手术类占比逐年提高

全球手术类和非手术类医美市场规模：非手术类规模逐年扩大，增速高于手术类



全球无创/微创医疗美容治疗设备及耗材的销售收益 (百万美元)：能量源医美收益最高

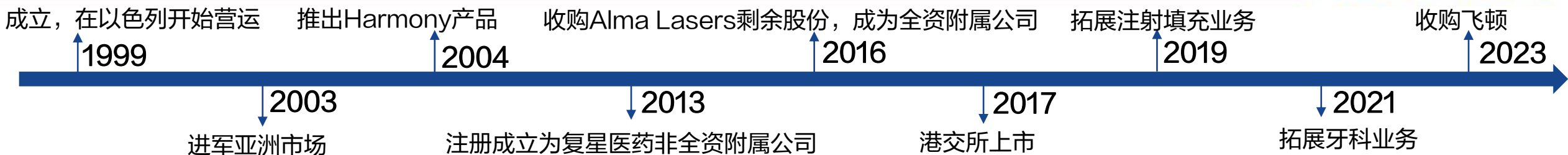


能量源医疗美容器械收入持续增长

	2014-2016 CAGR	2016-2021E CAGR
能量源医疗美容器械	14.6%	10.4%
神经调质	10.9%	11.7%
填充物	8.2%	11.8%
医生处方外用剂	8.4%	8.3%
胸部美容	4.7%	8.6%
抽脂	2.1%	2.2%

## 二、复锐医疗科技：集团赋能，业务多元

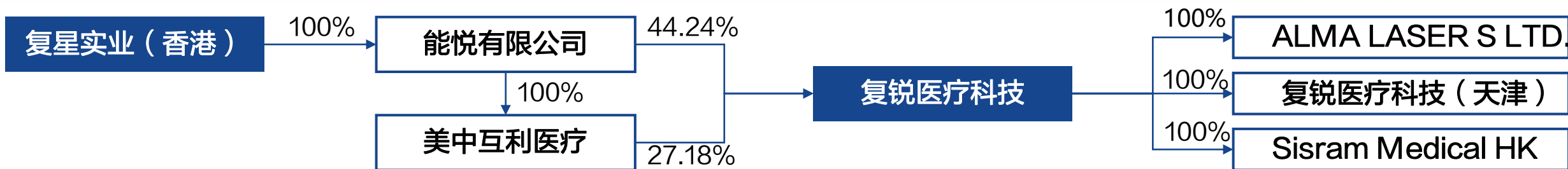
## 2.1 复锐：以能量源设备为中心，紧跟需求，持续拓展高增长业务



### 四大核心业务

业务类型	品牌	业务起始年份	渠道	介绍
能量源医美设备		1999	B2B2C	全球领先的能量源医疗美容器械公司，利用激光、射频、超声波和等离子等能量源技术，向用户提供治疗多种临床适应症的全面解决方案
注射填充	<b>Injectables</b>	2019	B2B2C	涵盖皮肤紧致剂、皮下面部填充剂和即将推出的新一代肉毒素和溶脂针
个人护理		2021	B2C, D2C	首次将专业美容知识应用于家庭式个人护理产品，其首款产品LMNT One是一款基于光波能量的家用美容仪
数字牙科		2021	B2B	Copulla提供全球一站式数字牙科服务，通过创建理想化的辅助数字工作流程，挑战现有牙科工作流程

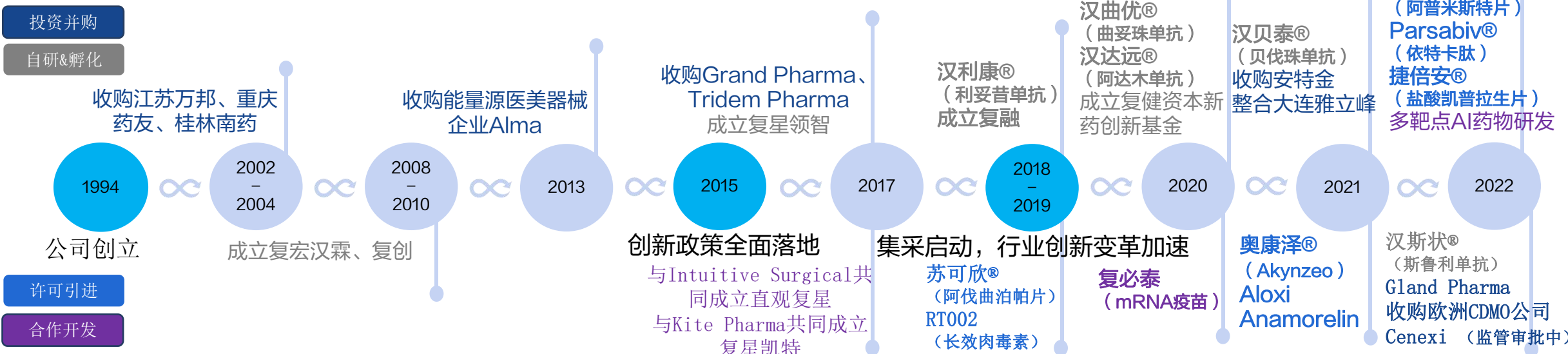
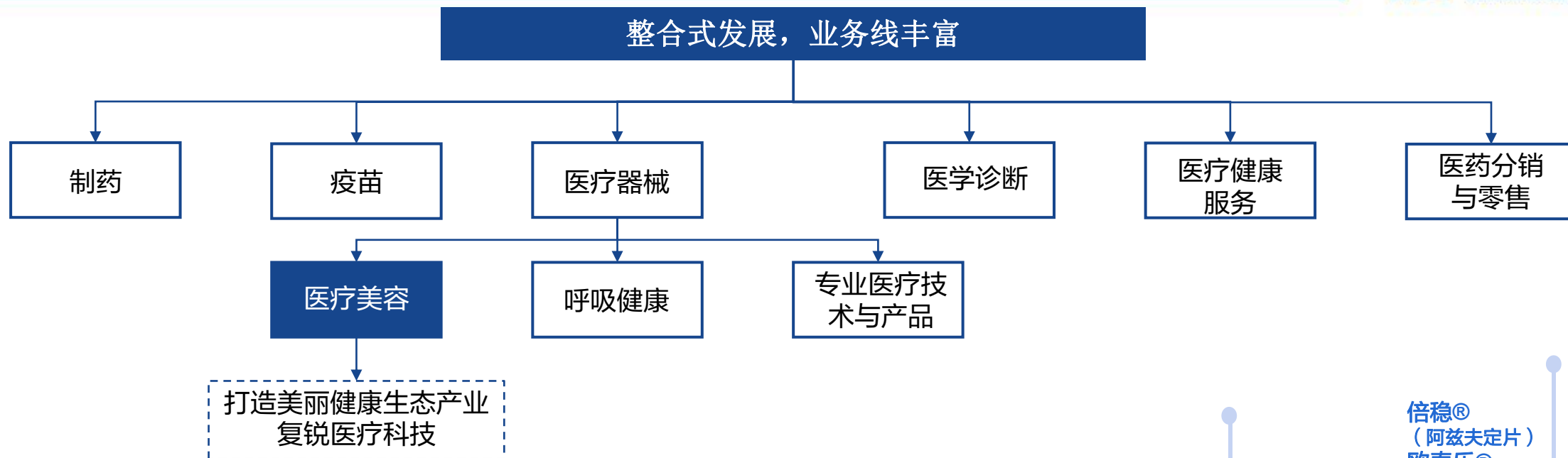
## 2.2 复锐：复星集团赋能，高层经验丰富



姓名	职位	是否有复星集团任职经历	履历
刘毅	董事会主席、执行董事	是	于2015年加入公司，曾任职于上海复星医药(集团)股份有限公司医疗器械事业部、国家食品药品监督管理局、北京市医疗器械检验所
Lior Moshe Dayan	执行董事、首席执行官、高级副总裁	否	于2011年加入公司，负责指示及管理所有销售、营销及业务发展营运，包括市场竞争能力、定价、补偿、分销及销售渠道策略，于激光行业拥有15年经验，曾任职于Lumenis Ltd. 等公司
Avraham Farbstein	区域首席执行官、首席策略官	否	于2007年加入公司，在医疗美容器械行业拥有逾35年经验，曾任职于Lumenis Ltd. 等公司
Ran Ezioni	首席营运官	否	于2018年加入公司，在环球营运、供应链管理、资讯科技、外包及服务与维护等方面拥有逾22年经验，曾任职于Arkal Automotive 等公司

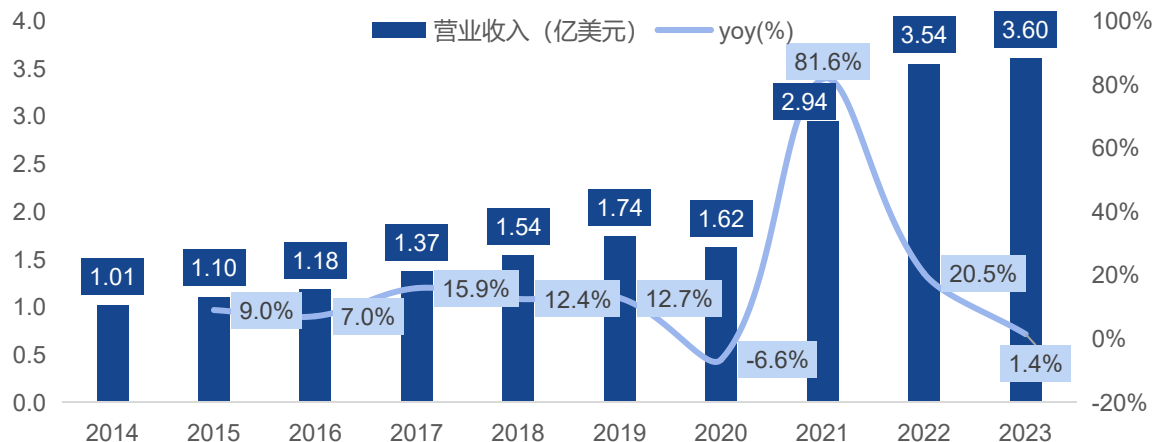
本页信息均截至2023年12月31日

## 2.3 复星医药：根植医药健康产业，搭建“大医美”生态平台



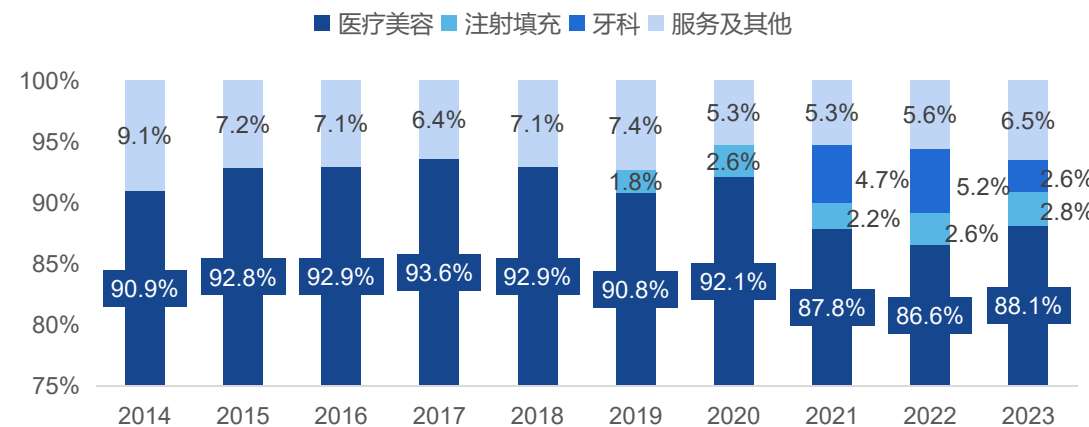
# 2.4收入拆分：产品以能源源设备为主，地区收入从欧洲、亚太向北美转移

营业收入：逐年增长，2021年增速超80%



按产品拆分

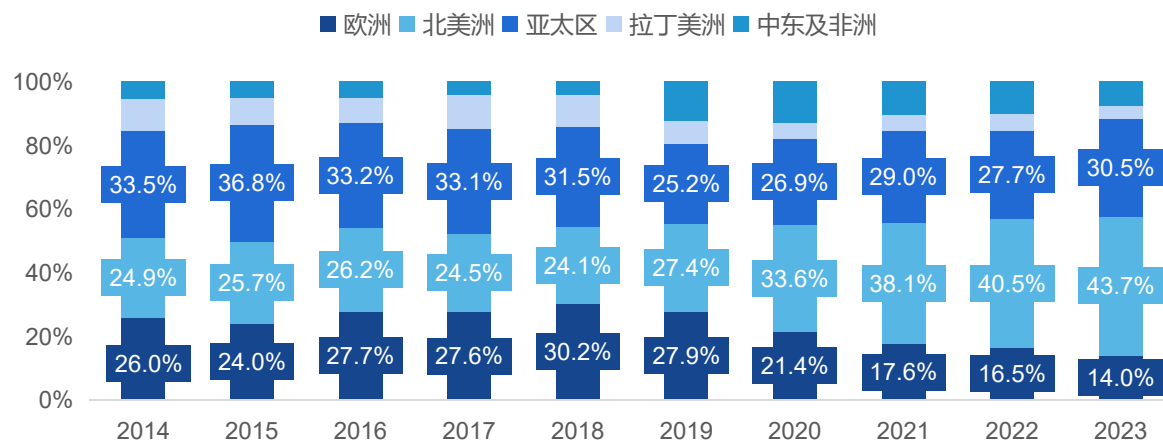
主营业务收入拆分：医疗美容占比近九成



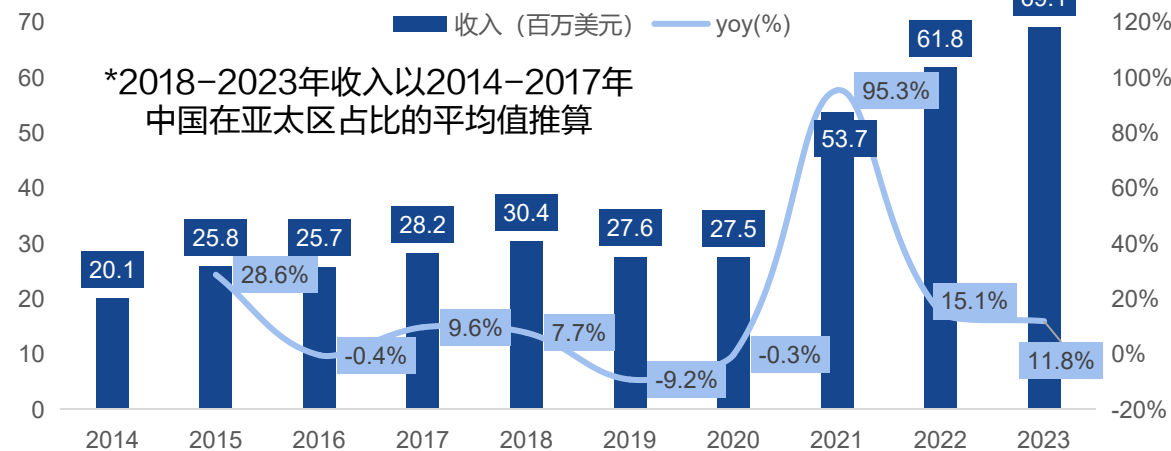
\*医疗美容包含指能源源无创、微创医疗美容和生活美容

按地区拆分

主营业务收入拆分：欧洲占比降低，北美占比提高



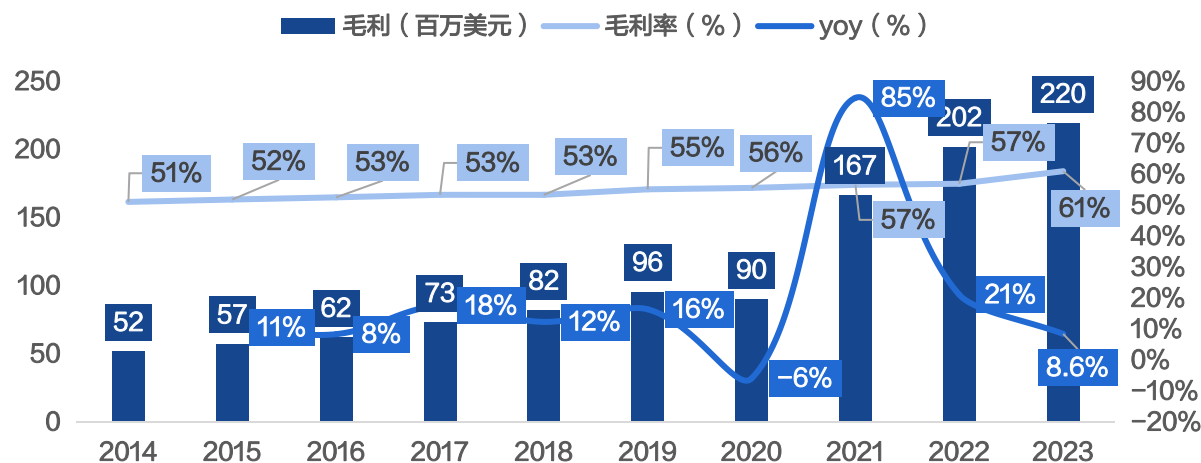
中国收入及增速：加码中国市场，2021年增速达95.3%



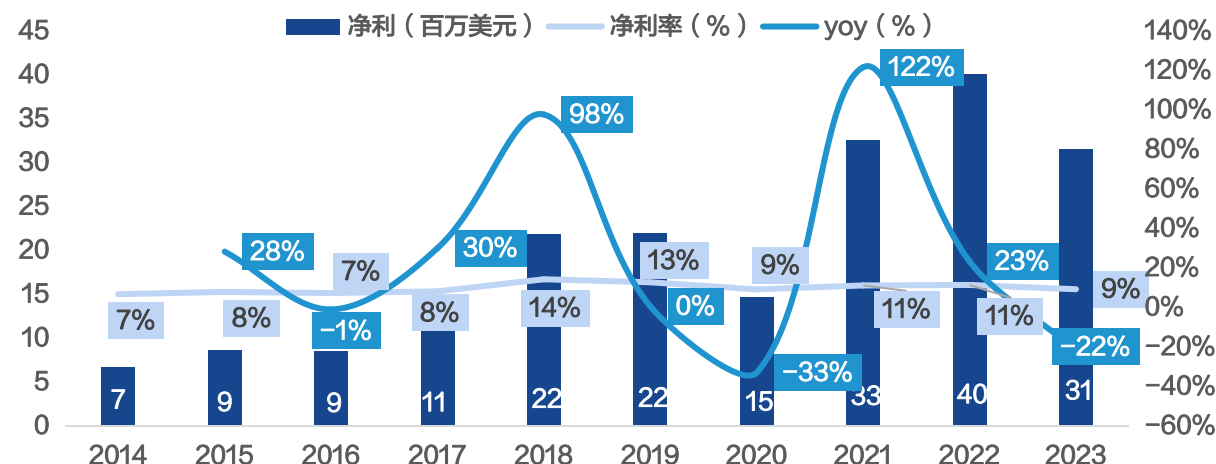
\*2018-2023年收入以2014-2017年中国在亚太区占比的平均值推算

# 2.5盈利能力：净利、毛利率稳定，受业务扩张影响，销售成本提升明显

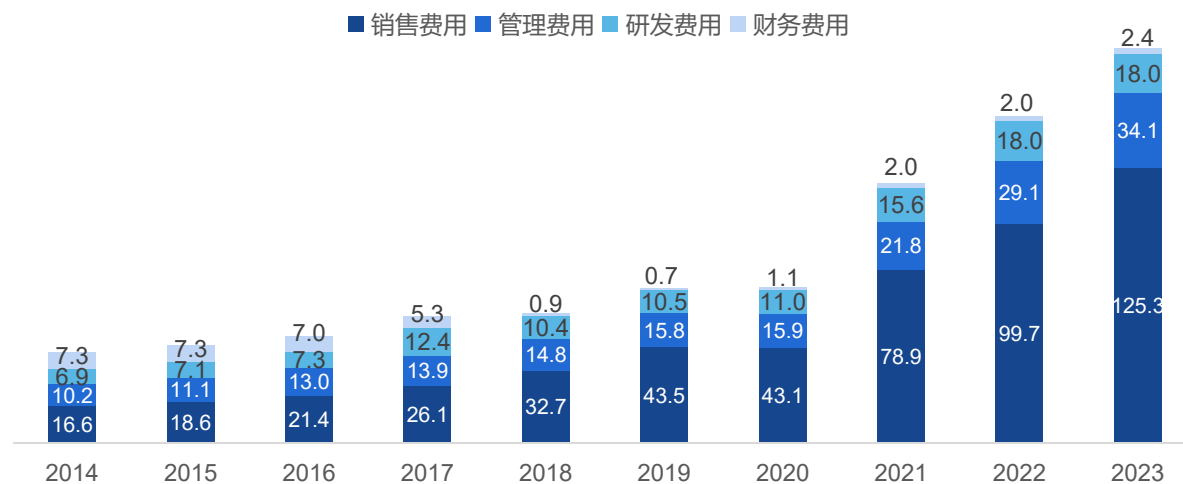
毛利：2021年新增牙科和个人护理业务，毛利增速较高



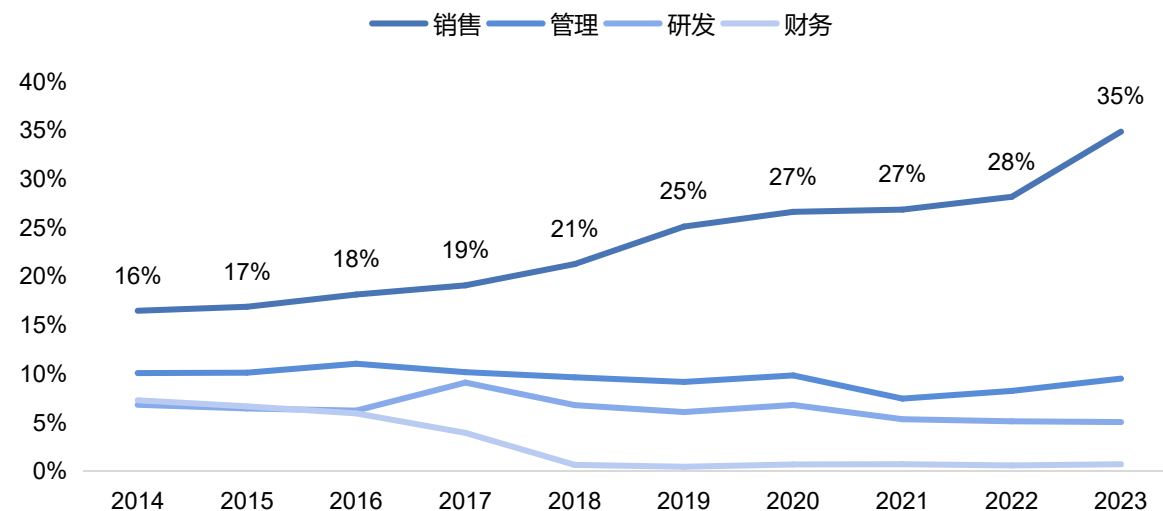
净利：净利润增速波动大，净利率降低



成本（百万美元）：四项费用合计增速较快，2014-2023年CAGR达18%

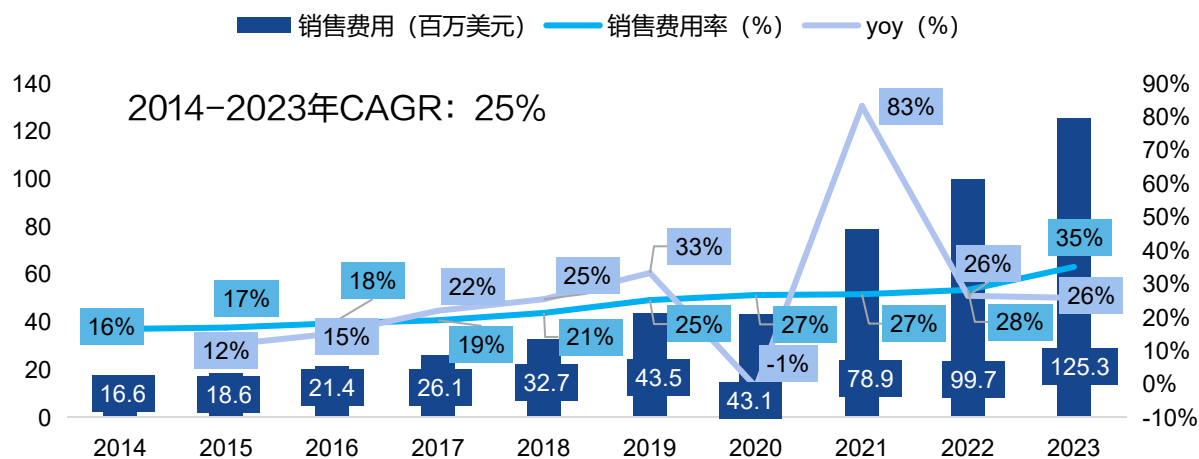


费用率（%）：销售费用率最高且逐年增长

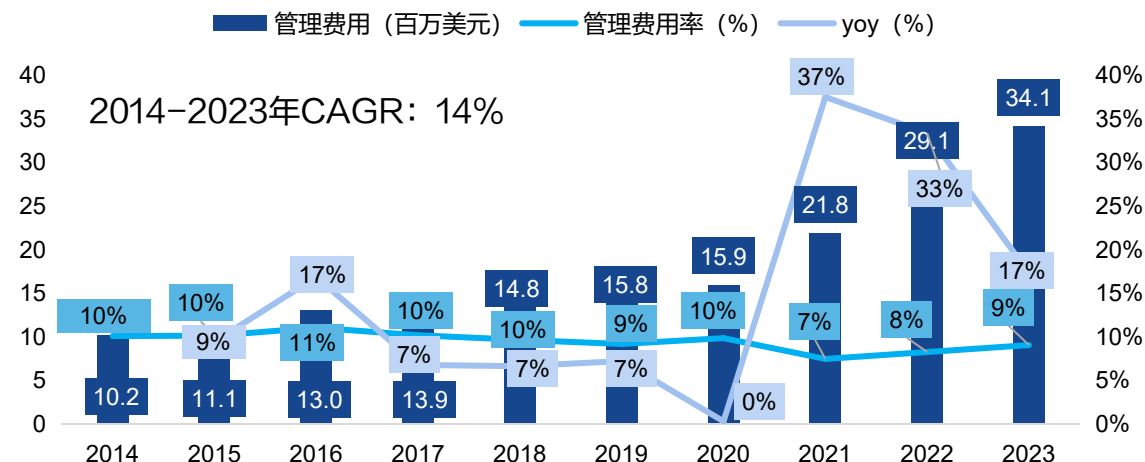


# 2.6 费用拆分：销售费用占比提高，研发费用增长但占比稳定

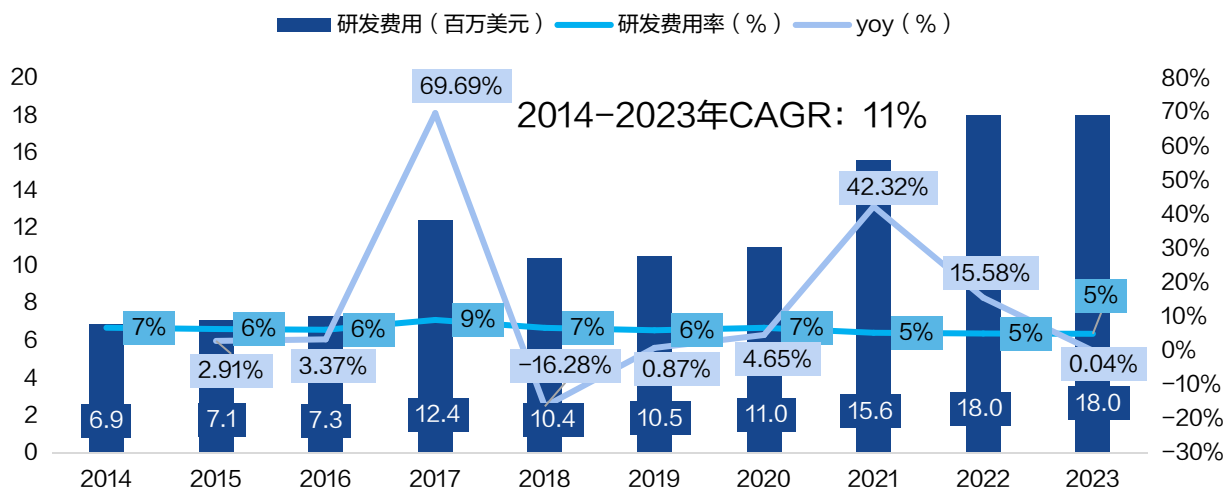
销售费用：高增速，主要由于直销渠道拓展和业务扩张



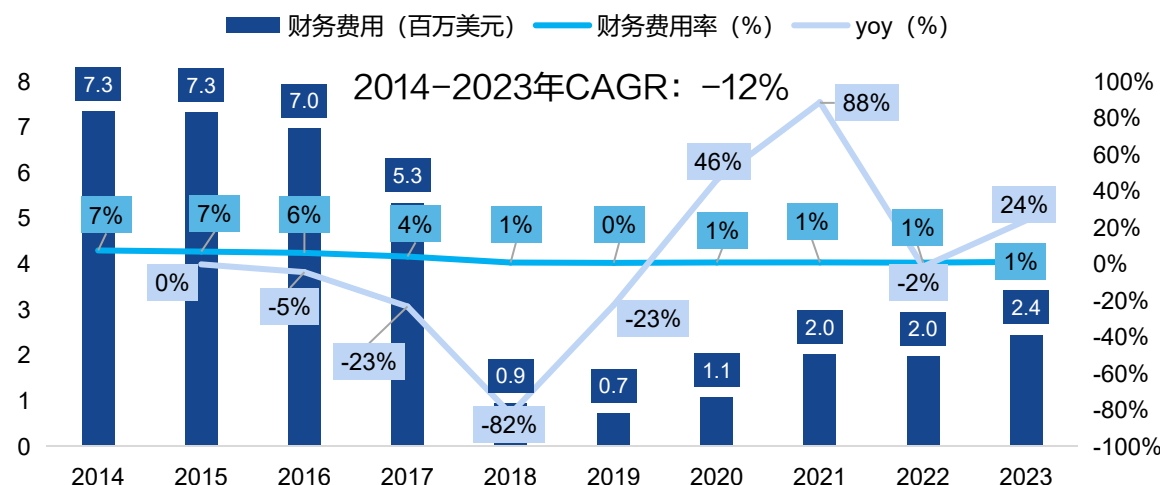
管理费用：2022年以来费用率逐步提升



研发费用：增速波动较大，2021年增速达42%

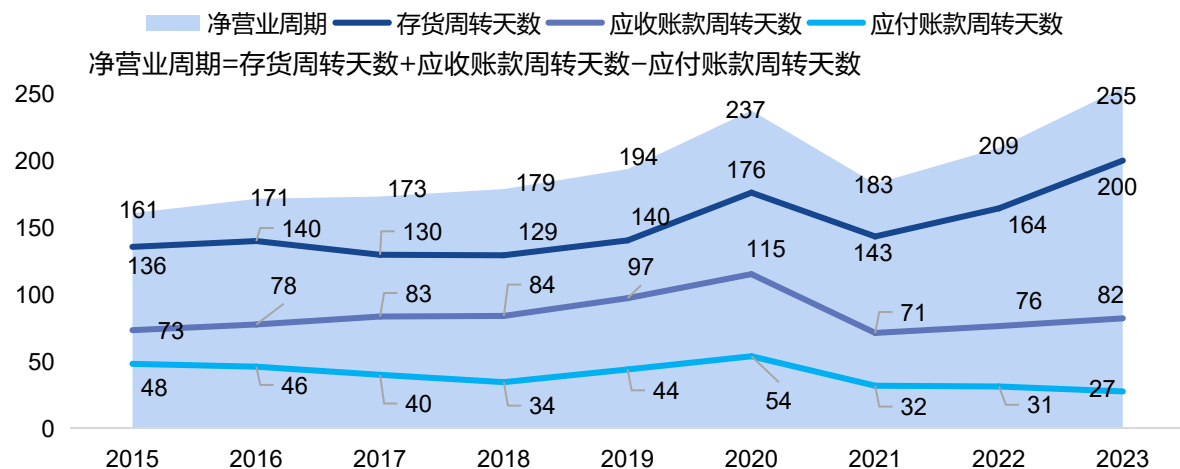


财务费用：2018年以来费用率较为稳定

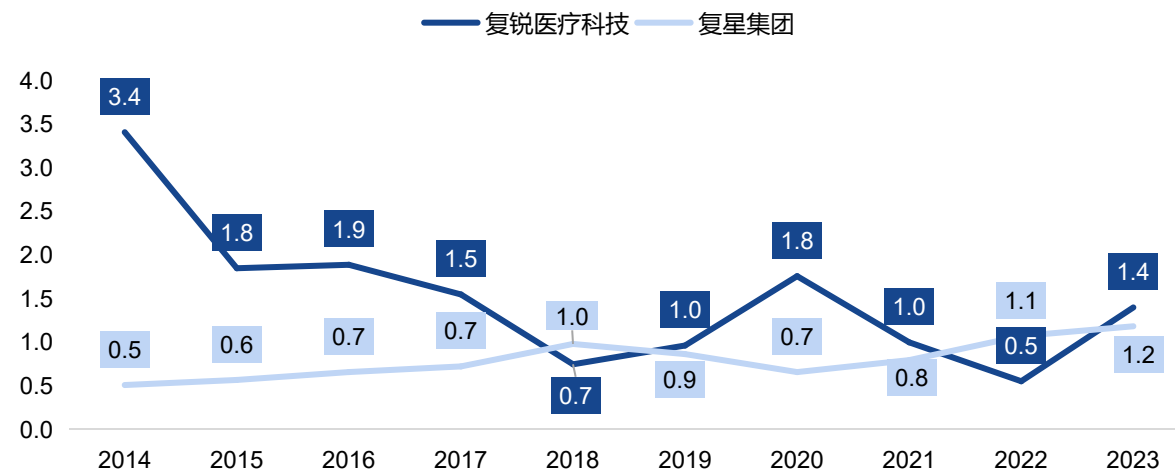


# 2.7 运营分析：受业务新拓等影响，营运能力波动大

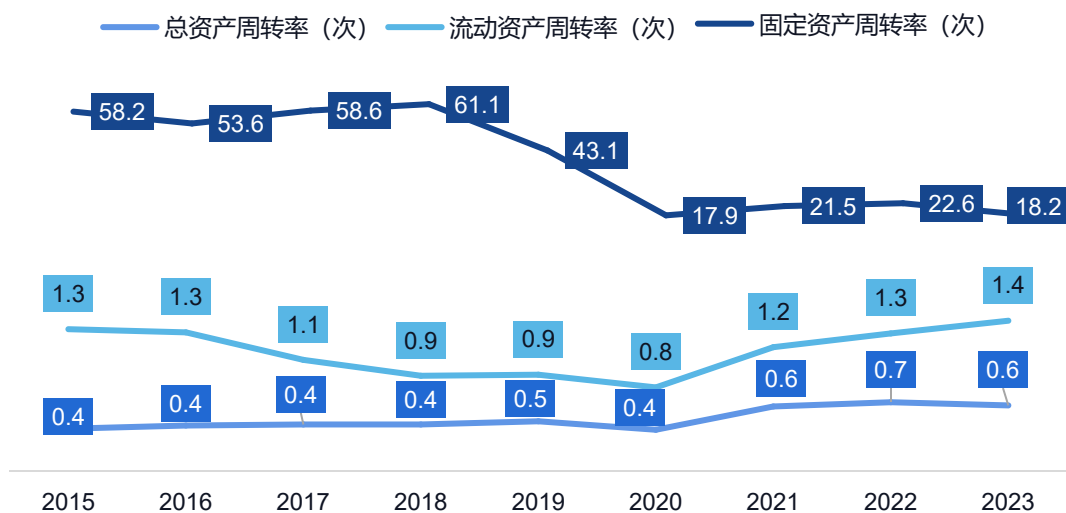
净营业周期（天）：2020-2022年业务拓展导致波动



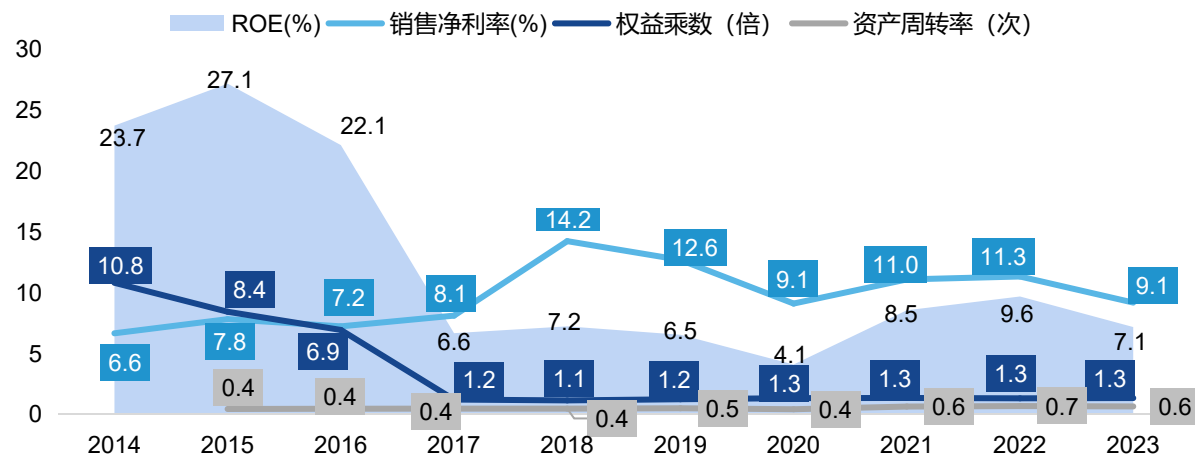
经营活动现金流量净额/净利润：波动较大



资产周转率：固定资产波动较大，2020-2023流动资产周转率提高

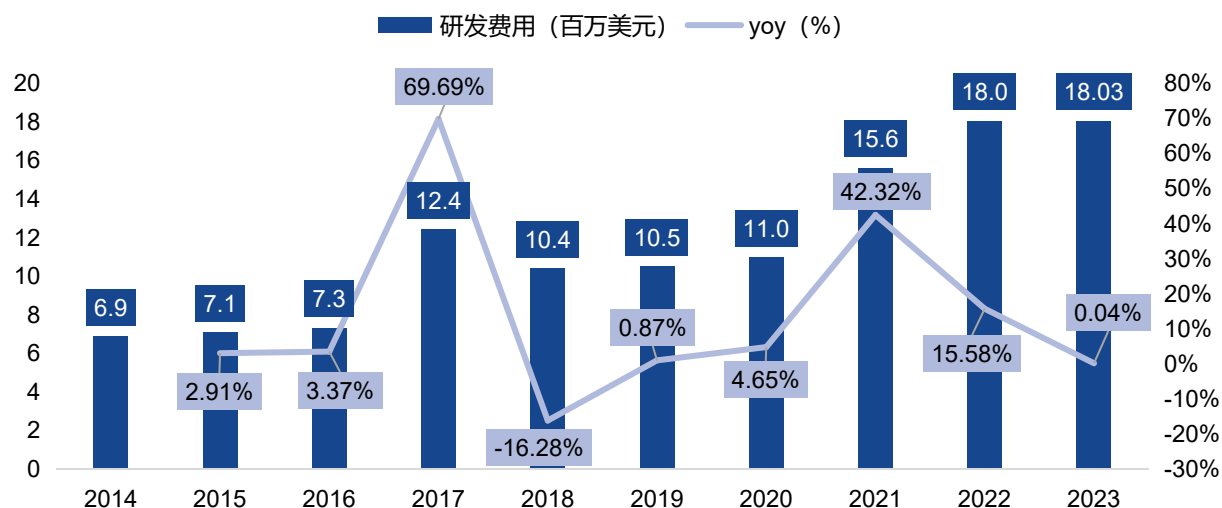


杜邦分析：2016-2017年由于杠杆下降ROE下降，2018-2023年ROE随销售净利率而波动

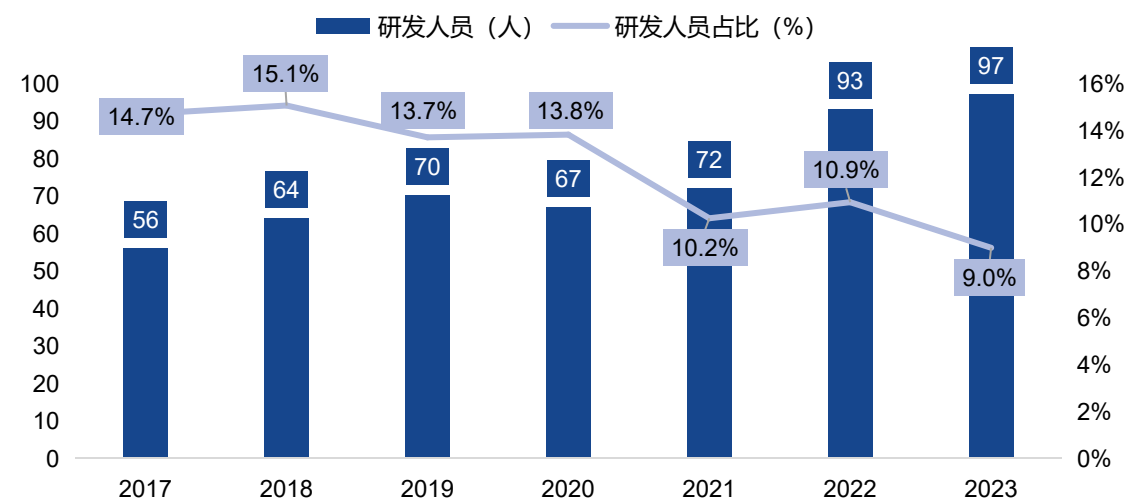


## 2.8研发投入：团队持续扩张，研发费用增速放缓

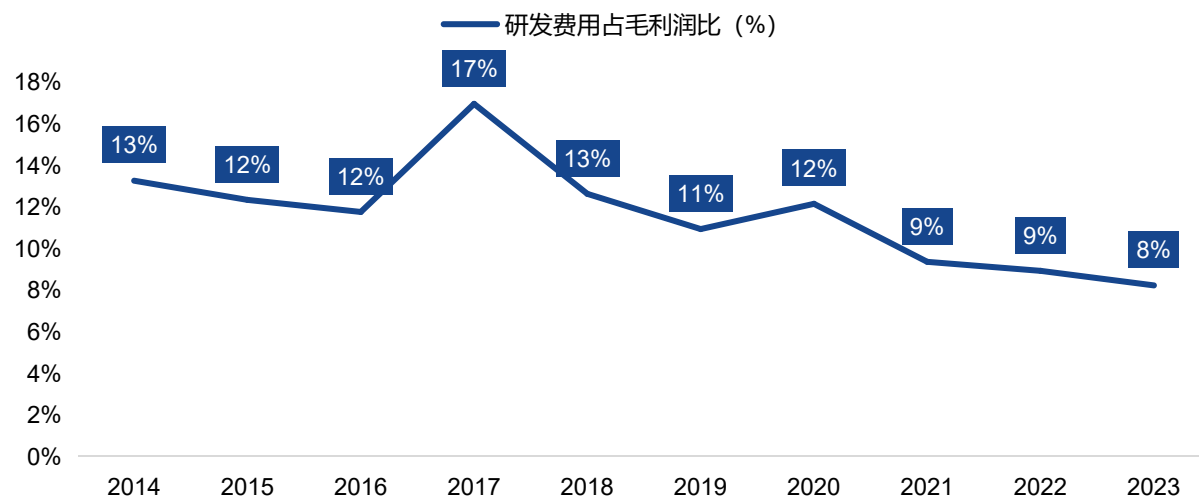
研发费用：2021年增速达42.3%



研发人员数量及占比：2023年达97人，占比下降



研发费用占毛利润比：2017年达17%，2020年来略有下降



研发产品：截至2016年能量源产品29款，截至2023年注射填充领域5款产品

	类别	数量 (个)
能量源医疗美容	无创医疗美容	20
	无创生活美容	6
	微创医疗美容	3
注射填充	主要产品	3
	战略投资	2

## 三、能量源医美：行业龙头，产品矩阵完善

### 3.1 行业：不同技术满足美白、嫩肤、抗衰、塑形等需求

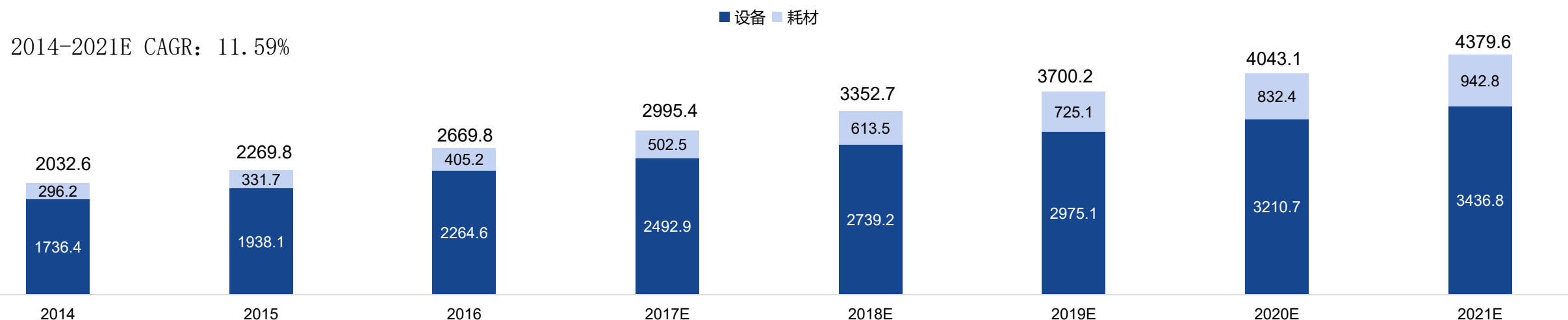
能量源医疗美容又称光电医美，通常指运用激光/强脉冲光/射频/聚焦超声/冷冻溶脂等光电技术作用于皮肤。

主要能量源医美项目介绍

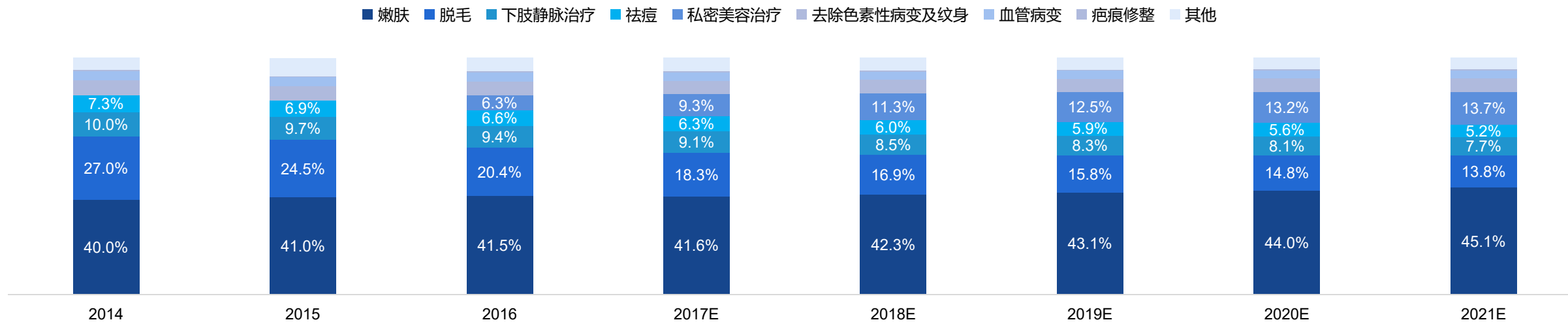
能量源形式	工作原理	医美领域的应用	代表产品
激光	利用核心部激光器所发出的不同波段激光与生物组织间发生光子生物学效用，不伤害周边皮肤组织	祛斑及纹身、嫩肤、脱毛、痤疮治疗、疤痕修复等	二氧化碳激光、皮秒激光
强脉冲光	由氙弧灯产生的强光，经由不同滤光片滤过，以获取特定波长范围内的光能量，达到选择性破坏色素、毛囊、血管等结构，同时一定程度上刺激真皮胶原纤维增生的美容效果	嫩肤、脱毛等	光子嫩肤
射频	加热皮肤层，热量会使得水分子与纤维胶原蛋白分离，达到立刻收紧皮肤作用，同时刺激新的胶原蛋白再生而进一步收紧皮肤	修身、紧致、私密美容等	热玛吉、热拉提
聚焦超声	利用高强度聚焦式超声波，作用于皮下，聚焦热能，温度可达到65° C-70° C，在不伤害皮肤表面的同时，作用于真皮层、脂肪层、筋膜层，起到拉紧松弛皮肤，溶脂塑形并刺激胶原蛋白再生的效果，与上述技术相比作用层级较深	面部、颈部提拉、减脂等	Ultherapy (FDA获批)、优立塑 (NMPA获批)
冷冻溶脂	利用脂肪细胞不耐冷的特征，在特定低温环境下使细胞结晶，并且凋亡，最终通过新陈代谢将脂肪细胞排出体外，从而达到减脂塑形的效果	NMPA获批腹部的腰部适应症	酷塑

# 3.2 行业：无创收益2021年超43亿美元，约45%来自嫩肤治疗

全球能量源无创医疗美容器械收益（百万美元）：2021年收益超43亿美元，设备贡献收益保持在90%以上



按治疗类别划分的全球能量源无创医疗美容器械收益占比（%）：嫩肤占比最高且上升，脱毛占比次之但下降



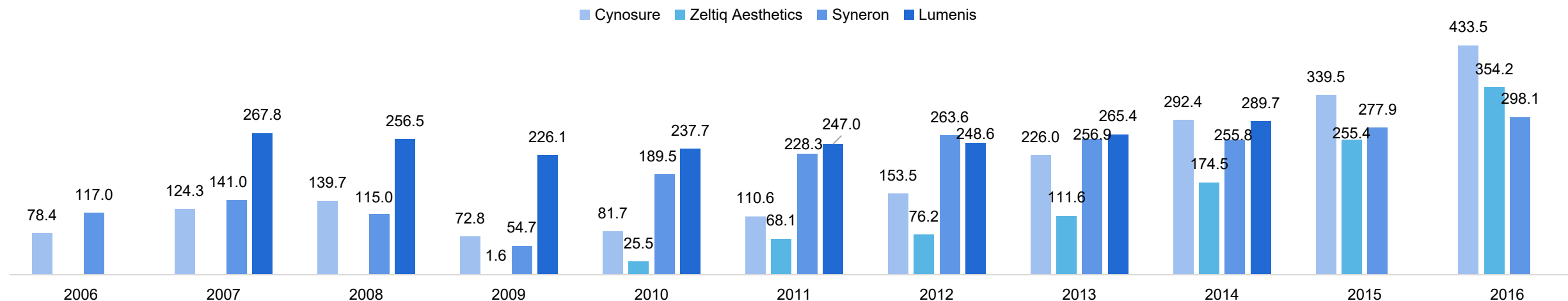
### 3.3.1 行业竞争格局：市场头部企业于2017年左右因被收购而退市

全球主要供应商按收益划分在能量源医疗美容器械市场的份额（2016）

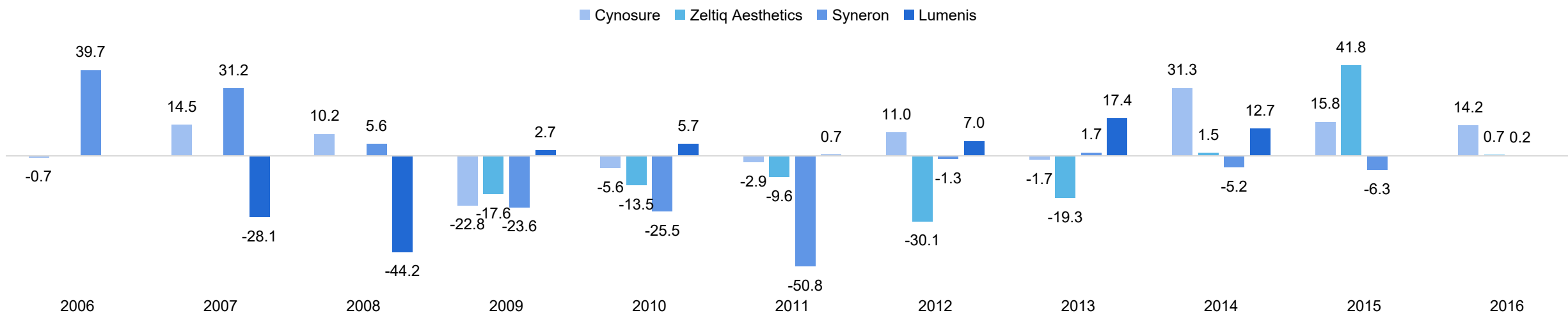
公司	市场份额	公司情况
Cynosure, Inc.	16.2%	1991年成立，2005年上市，2017年被医疗公司Hologic收购，退市
Zeltiq Aesthetics, Inc.	13.3%	2005年成立，2011年上市，2017年被医疗公司艾尔建收购，退市
Syneron Medical Ltd.	11.2%	2000年成立，2004年上市，2017年被私募Apax收购，退市
Lumenis Ltd.	5.9%	1966年成立，1992年进入中国市场，2015年被私募XIO收购，退市
复锐医疗科技	4.4%	1999年成立，业务以能量源医疗美容器械为主
Cutera, Inc.	4.4%	1998年成立，主要致力于激光美容系统的设计、开发、制造和销售
Merz Pharma GmbH & Co. KGaA	3.8%	1953年进入医美行业，主营业务为美容医学、治疗医学（包括神经运动障碍）、生活护理
El. En. S.p.A.	3.2%	1981年于意大利成立，旗下有激光公司DEKA、Elesta等
Valeant Pharmaceuticals International, Inc. (更名为Bausch Health)	2.8%	1959年成立，加拿大跨国专业制药公司，产品主要用于皮肤病、胃肠道疾病等
Sciton, Inc.	1.6%	1997年成立，在全球范围内运营，在美国等国家设有直销办事处
ThermiAesthetics, LLC	1.4%	2012年成立，2019年被Celling Biosciences收购，得以充分利用其实实验室资源
其他	31.8%	-

### 3.3.2 行业竞争格局：头部企业营业收入、净利润存在较大差距

营业收入（百万美元）：2010年Lumenis收入最高，2014年Cynosure收入已超过Lumenis，收入最高

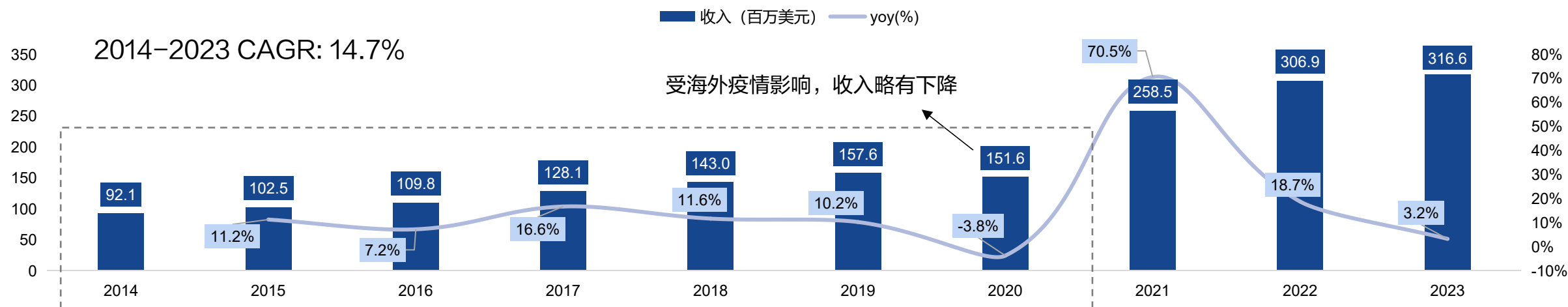


净利润（百万美元）：2009-2014年Lumenis净利润持续为正，其他头部企业净利润变化较大

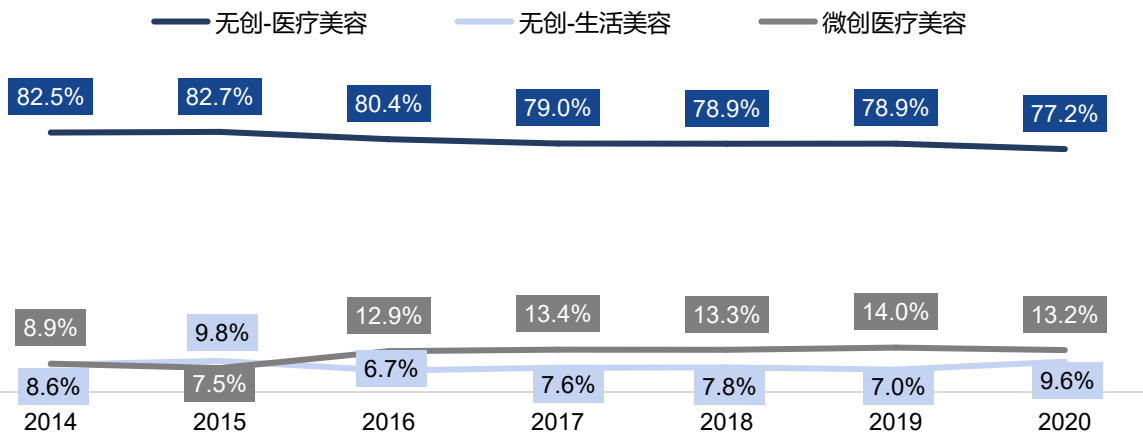


### 3.3复锐： 能量源医美收入增长较快， 绝大部分收益来自无创

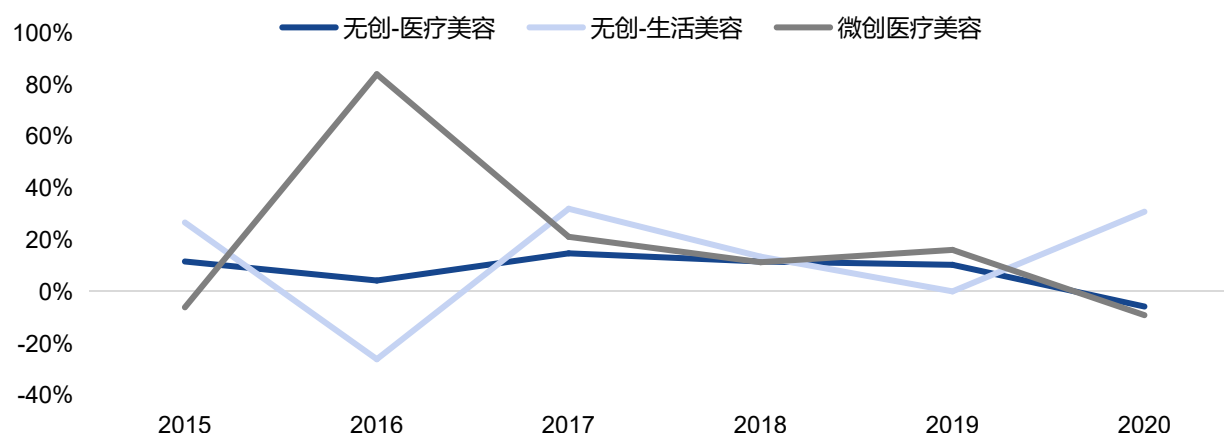
能量源医疗美容器械收入： 2022年收入超3亿美元， 增速为18.7%



收入占比 (%)： 无创医疗美容占主导地位， 微创医疗美容占比略有提高

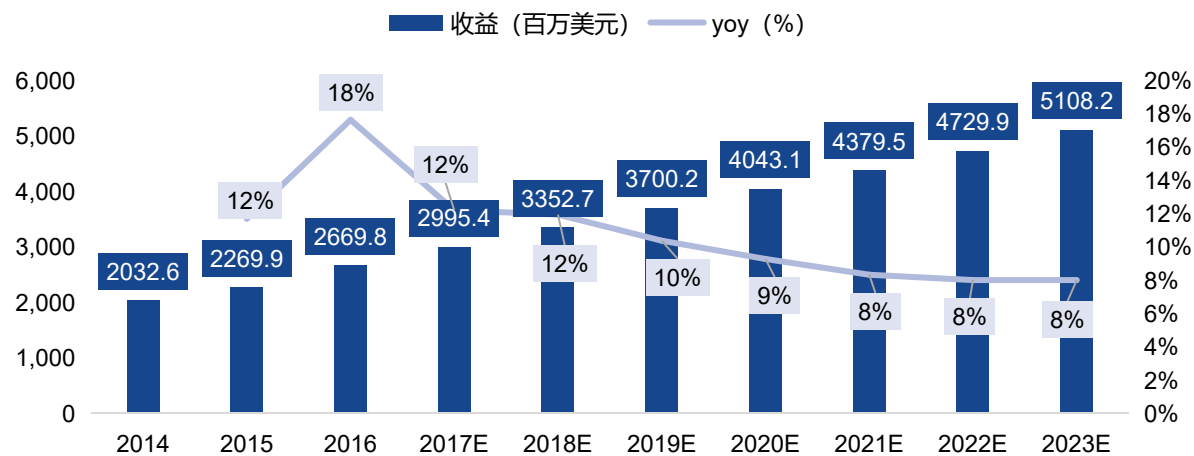


收入增速 (%)： 除2020年受疫情影响外， 无创医疗美容始终保持正增长且增速稳定

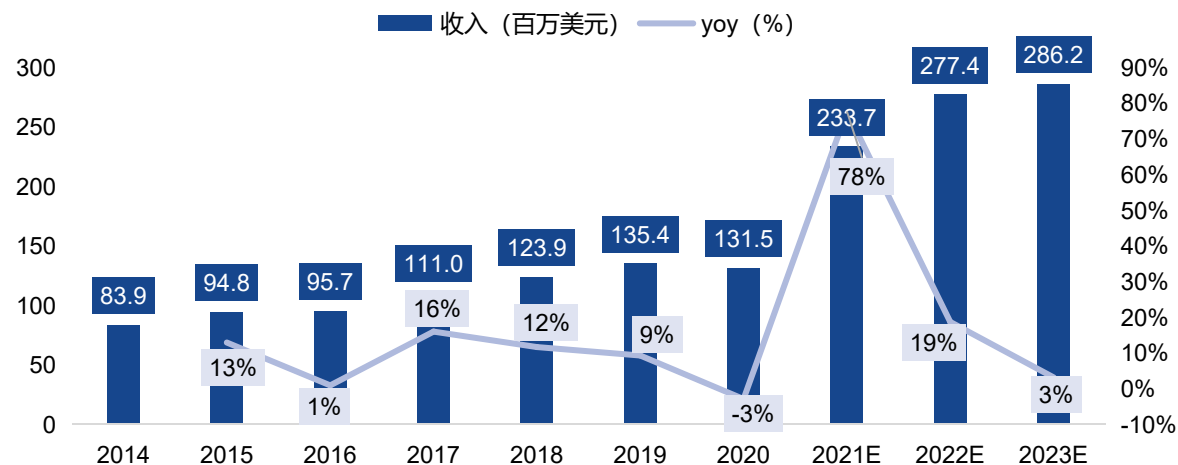


# 3.4复锐：2021及2022年能量源无创医美增速高于全球

全球能量源无创医疗美容器械收入及增速：假设2022年和2023年增速维持在8%，2023年收入可达51亿美元

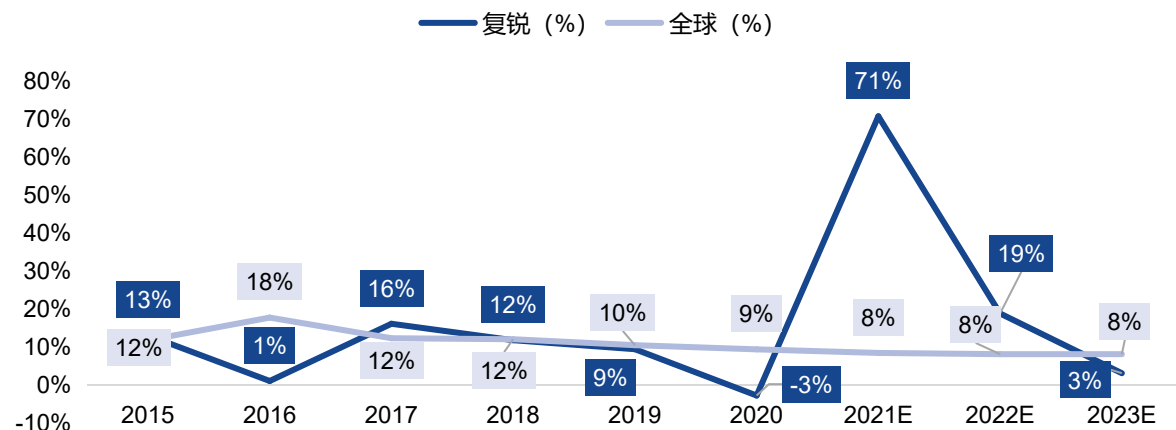


复锐能量源无创医疗美容器械收入及增速：2021年增速达78%

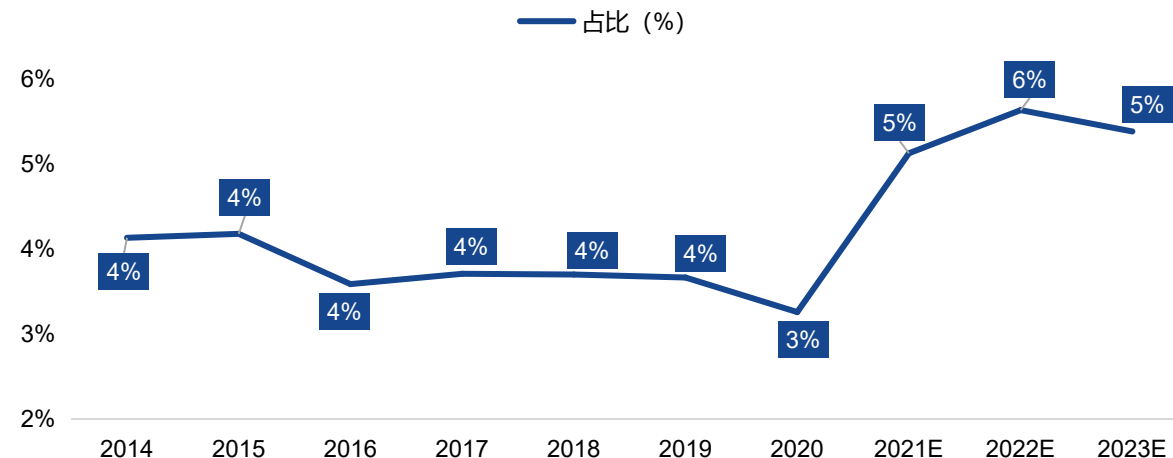


\*假设2021、2022、2023年能量源无创医美收入占比维持86.8%。

能量源无创医疗美容器械收入增速：2021及2022年复锐增速高于全球



复锐收入全球占比：2022年占比达6%



### 3.5复锐：能量源医疗美容器械产品多元

	产品	能量来源	推出年份	主要预期适应症
无创医疗美容	Soprano XL	激光	2006	脱毛及紧肤
	Soprano Accord	激光	2009	脱毛
	Soprano XLI	激光	2010	脱毛及紧肤
	Soprano ICE	激光	2014	脱毛
	Soprano ICE Platinum	激光（三条组合波长）	2016	脱毛
	Harmony XL	激光、超声波、AFT、NIR、LED	2007	超过65种适应症，如嫩肤、脱毛、血管治疗和色素性病变治疗、除疤及紧肤
	Harmony XL Pro	激光、超声波、AFT、NIR、LED	2014	与上述相同，此外，痘疤
	Accent XL	射频	2009	紧肤及脂肪消减、靓肤
	Accent Ultra V	射频及超声波	2011	身体及面部塑形、紧肤及脂肪消减及靓肤
	Accent Prime	射频及超声波	2016	身体及面部塑形、紧肤、靓肤及嫩肤以及脂肪消减
	Legato II	激光及超声波	2012	靓肤及色斑
	Pixel CO2	二氧化碳激光及超声波	2012	嫩肤及紧肤
	Alma-Q	激光	2016	嫩肤及色斑
	PicoClear	激光	2016	去除纹身及色斑
SINON	激光	2012	去除色素性病变及多色纹身	

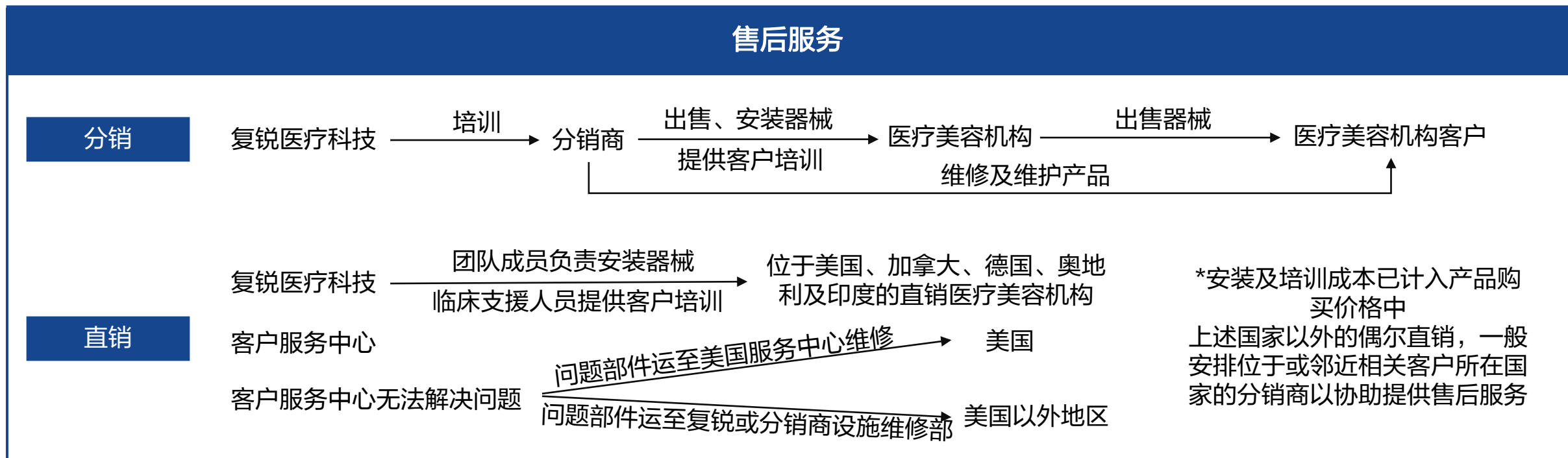
### 3.6复锐：能量源医疗美容器械产品多元

	产品	能量来源	推出年份	主要预期适应症
无创医疗美容	ARION	激光	2012	脱毛及去除色素性病变
	308 Excimer	光	2012	色素沉着障碍
	IDAS	激光	2012	血管适应症及皮肤色素改变
	Burane II	激光	2012	靓肤及嫩肤、疤痕修整
	Burane II XL			
无创生活美容	Remove	激光	2015	脱毛
	Rejuve	AFT、Dye、NIR	2015	嫩肤及紧肤、脸型及身体塑形及脱毛
	Reform	射频微等离子	2015	身体及面部塑形及紧致
	Reboost	超声波	2015	改善肌肤外观缺陷，包括嫩肤、皮肤美白、紧肤、油性或问题肌肤
	Spa RF Pro	射频	2015	紧肤及身体塑形
	Spa Slim	超声波	2015	身体塑形
微创医疗美容	FemiLift	二氧化碳激光	2013	私密美容治疗、应激性尿失禁(SUI)、女性私密处干涩、复发性感染、更年期后泌尿道综合症及产后修复
	VascuLife	激光	2015	静脉曲张
	LipoLife	激光	2016	身体塑形：抽脂及脂肪移植

### 3.7 复锐：能量源医疗美容器械产品价格较高，售后服务完善

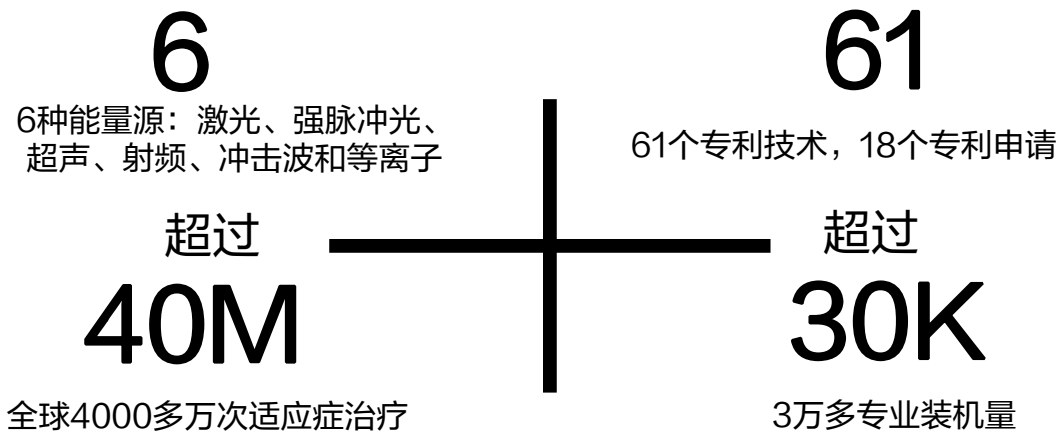
产品价格范围（每部）

类别	主机（美元）	应用端头（美元）	主机+应用端头（美元）
医疗美容产品线	10000-135000	1000-25000	11000-160000
生活美容产品线	11000-59000	1000-15000	12000-74000
微创医疗美容器械	10000-100000	3000-10000	13000-110000



# 3.8 Alma: 能量源医疗美容品牌, 全球医疗美容领军者

专注于整合的技术与客户的中心性



研发实力强

2023年完成20篇临床研究, 2款产品获FDA批准; 保持产品推陈出新, 引领行业发展

技术	产品	疗程
61项专利技术和18项专利申请  掌握多种能量源技术: <ul style="list-style-type: none"> <li>• 强光</li> <li>• 强脉冲光</li> <li>• 射频</li> <li>• 超声</li> <li>• 等离子</li> <li>• 冲击波</li> </ul>	100种不同类型操作手具  满足求美者多重需求: <ul style="list-style-type: none"> <li>• 身体塑性</li> <li>• 嫩肤/亮肤</li> <li>• 面部轮廓</li> <li>• 脱毛/生发</li> <li>• 私密领域</li> </ul>	50+针对不同需求的先进疗程  产品能够提供多种舒适高效疗程方案: <ul style="list-style-type: none"> <li>• 无创</li> <li>• 微创(外科)</li> <li>• 生活美容</li> </ul>

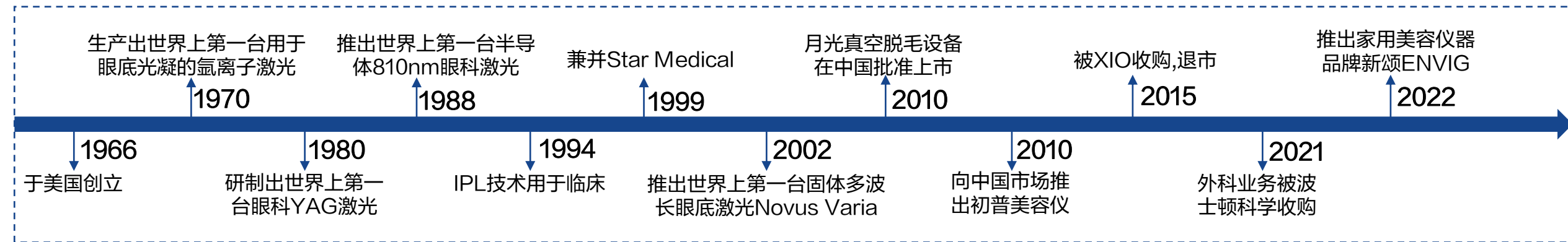
\*截至2024年5月

管理层经验丰富

姓名	职位	履历
Lior Dayan	总裁兼首席执行官	在能量源医疗器械领域拥有超过20年的供应链, 财务销售和营销经验
Doron Yannai	首席财务官	在软件、通信和建筑等多个行业的公共和私营部门拥有超过20年的财务管理经验
Ran Ezioni	首席运营官	在全球运营、供应链管理、IT、外包和服务以及维护等多个行业拥有超过20年的经验
Keith Adams	北美区总裁	曾在多个医美公司销售部门担任各种领导职务
Orit Segal	首席采购官	在大中型高科技企业的全球人力资源领导方面有丰富经验
Itay Meir	研发执行副总裁	在机械工程领域拥有约20年经验
Tal Burgan Rosen	首席营销官	在娱乐、通信、消费品牌和医疗设备领域拥有20年的营销经验

### 3.9.1主要竞争对手: Lumenis Ltd. (科医人) 较早布局能量源, 医疗背景强大

科医人: 历史悠久, 医疗技术全球领先, 眼科激光技术实力强

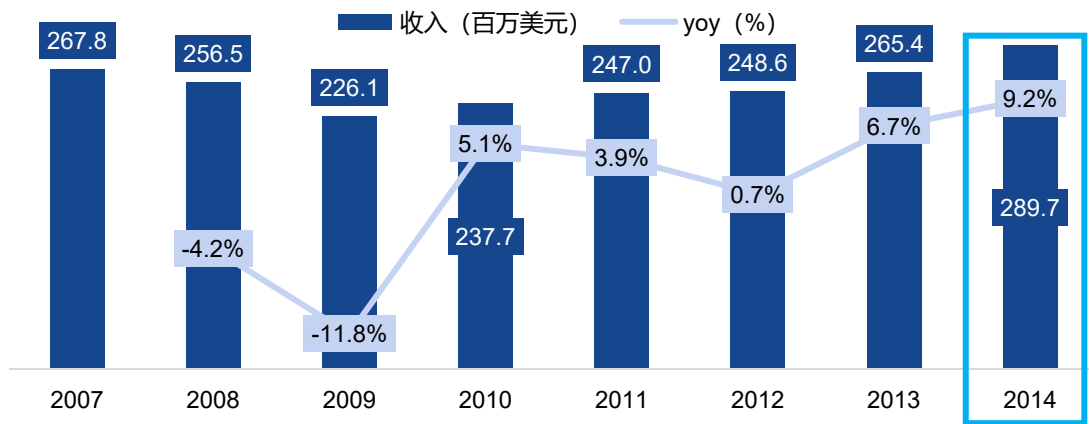


主要能量源医疗美容设备

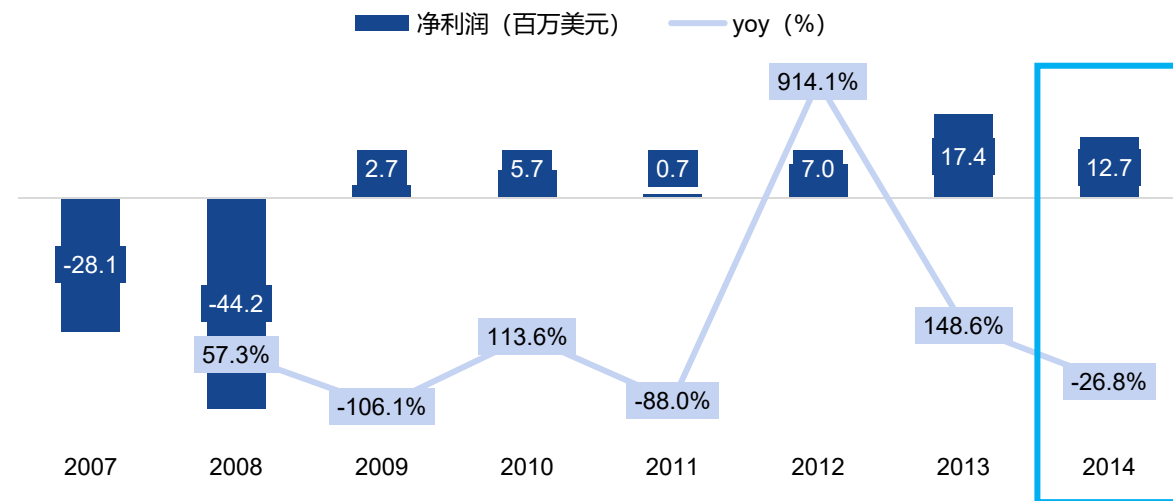
产品	用途
Stellar M22™	光子嫩肤及非剥落点阵激光仪器, 可用于治疗30多种皮肤问题
LightSheer® QUATTRO™	半导体激光脱毛系统, 脱毛安全、快捷、无需喷冷凝剂, 无疤痕, 不影响排汗, 还能紧致肌肤、收缩毛孔、使皮肤变得光洁
SPLENDOR X	脱毛激光仪, 可均匀覆盖皮肤, 消除重叠和热点, 用于脱毛定制、减少皱纹, 血管和色素性病变
NuEra® Tight with FocalRF®	塑性改善设备, 可调节多种频率, 针对不同适应症和部位提供快速、舒适的无创治疗
UltraPulse CO2 Encore	超脉冲点阵激光, 适用于眼睑整形术、鼻赘手术、创伤组织切除和挛缩收缩的修复治疗
FemTouch	综合治疗的设备, 针对女性产后阴道松弛、压力性尿失禁、阴道干涩疼痛、敏感度下降等问题
Legend Pro+™	射频治疗仪, 是目前较安全, 有效的美容去皱、紧致塑形的的方法之一, 适用于面部、颈部和身体各部位

# 3.9.2主要竞争对手：Lumenis拥有先驱优势，但业绩波动较大

Lumenis Ltd.营业收入与增速：2007-2014年收入并未有大幅增长，维持在2.7亿美元左右

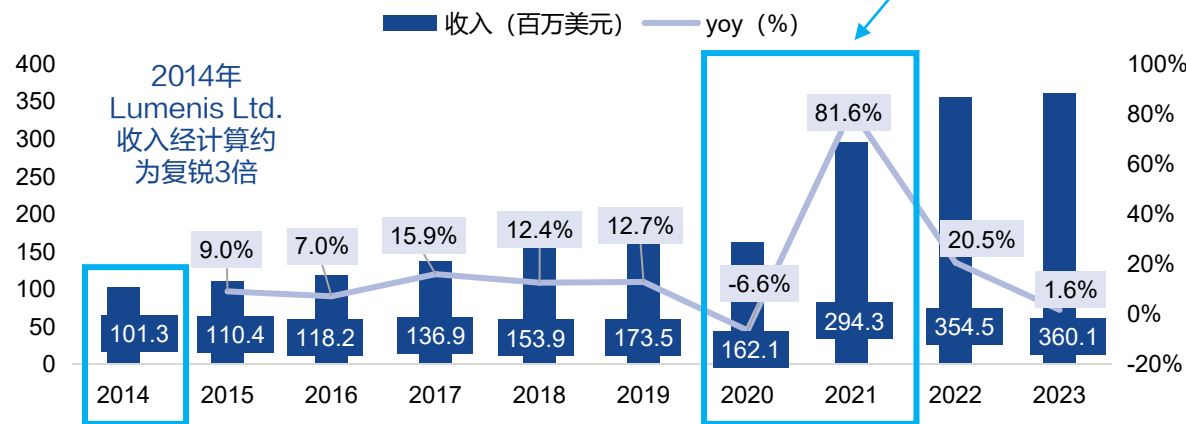


Lumenis Ltd.净利润与增速：净利润为正，但波动较大



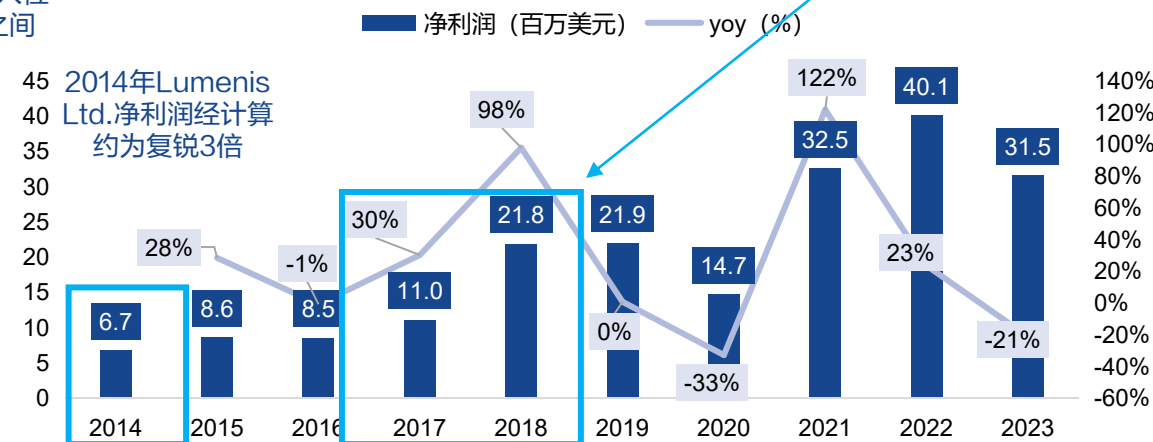
\*2015年被XIO集团收购，退市，无2015年起数据

复锐营业收入与增速：除2020年外均保持增长，2021年增速超80%



Lumenis Ltd.2014年收入位于复锐2020、2021年之间

复锐净利润与增速：增速高，2021年达122%



2014年Lumenis Ltd.净利润位于复锐2017、2018年之间

2014年Lumenis Ltd.净利润经计算约为复锐3倍

## 四、注射填充：规模扩大，打造业绩增长第二曲线

## 4.1 行业：核心成分和主要项目多元

注射类产品核心成分：主要有填充、抑制、护理、溶脂四大功效

核心成分	介绍
玻尿酸（透明质酸）	透明质酸是人体皮肤中天然存在的基质成分之一，可以通过人工达到保湿、消除皱纹和填充塑性的效果
肉毒素	肉毒素是一种毒性较强的神经毒素（神经抑制剂），可以阻断神经与肌肉间的神经冲动，使过度收缩的小肌肉放松，达到除皱的效果，或利用其可以暂时麻痹肌肉的特性，使肌肉因失去功能而萎缩，从而达到雕塑线条的目的
胶原蛋白	胶原蛋白在皮肤中起锁水支撑作用，使皮肤光滑平整，将胶原蛋白注射到皮肤组织下后肌肤就会达到抚平皱纹、改善脸部缺陷的目的
再生成分	包括PLLA（聚左旋乳酸）、PCL（聚己内酯微球）和PHA（聚羟基脂肪酸酯），PHA具有客观前景，在技术上被视为是PLLA和PCL后的下一代再生材料

### 注射类主要项目

功能	项目名称	核心成分	原理	注射皮层
填充	玻尿酸填充	玻尿酸	将玻尿酸以填充物的方式注入真皮皱折凹陷或欲丰润部位	真皮深层、真皮浅层和表皮
	胶原蛋白填充	胶原蛋白	采用注射的方式将胶原蛋白填充到真皮层，以达到补水、提升、除皱、美白等作用	真皮层
抑制	肉毒素	肉毒素	高分子蛋白的神经毒素，通过阻断神经与肌肉间的神经冲动或者暂时麻痹肌肉达到除皱瘦脸等功效	肌肉组织
护理	水光针	玻尿酸	将小分子、非交联（弱交联）的玻尿酸注射到较浅的真皮层，以改善肌肤缺水问题	真皮层

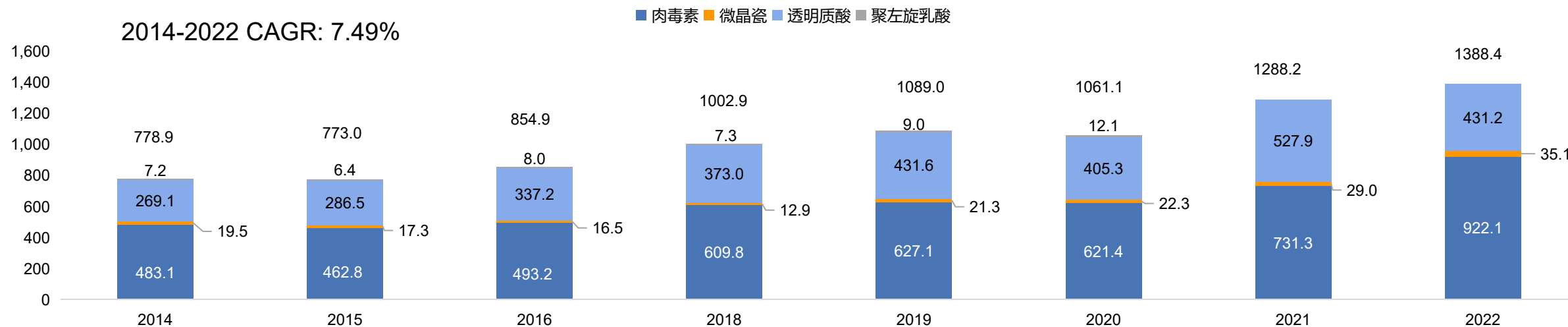
## 4.1 行业：核心成分和主要项目多元

续上页表格

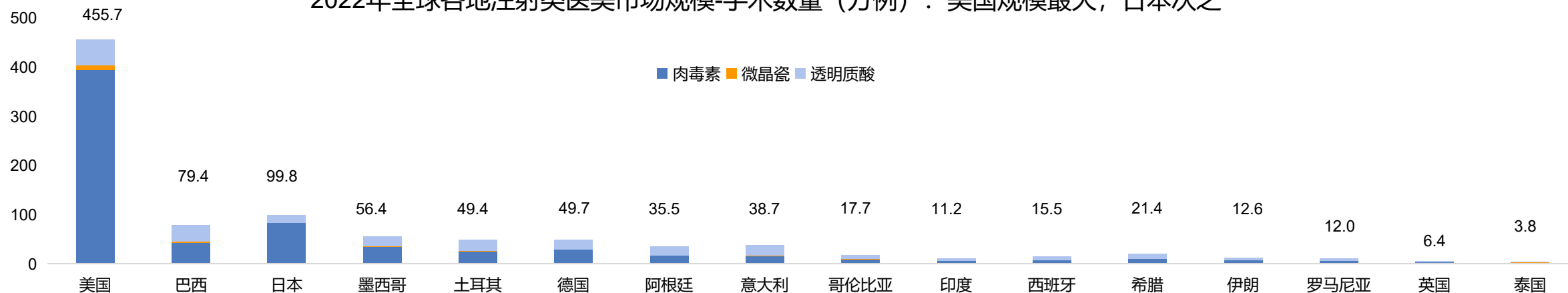
功能	项目名称	核心成分	原理	注射皮层
护理	童颜针	PLLA/ PLLA+HA	通过真空负压技术在皮肤真皮层注入以左旋乳酸（PLLA）为基底的溶液，刺激胶原蛋白再生	真皮深层、筋膜层、骨膜
	少女针	PCL+CMC	由聚己内酯微球（PCL）和羧甲基纤维素（CMC）制成，先通过CMC进行填充，然后通过PCL刺激胶原再生	骨膜
	埋植线	PCL/PDO/PLLA/PLLA+PLGA	采用PCL、PDO、PLLA、PLGA等可吸收材料植入浅表肌肉腱膜系统（SMAS）及其浅层组织，线材上突起部分会抓住皮下组织，达到填充凹陷组织、提拉松弛肌肤、重塑体表轮廓、刺激胶原再生等目的	脂肪层、筋膜层
	美白针	多种抗氧化成分	包含谷胱甘肽、传明酸和维C等成分，可抑制细胞氧化、阻止黑色素生成	静脉注射
溶脂	溶脂针	加速新陈代谢药物	通过向皮下注射溶脂剂对脂肪组织进行化学性烧蚀或破坏，以达到减脂塑身的作用	脂肪组织

## 4.2 行业：规模稳步扩大，美国、日本发展较好

注射类医美市场规模-手术数量（万例）：2022年肉毒素和透明质酸占比达97.5%

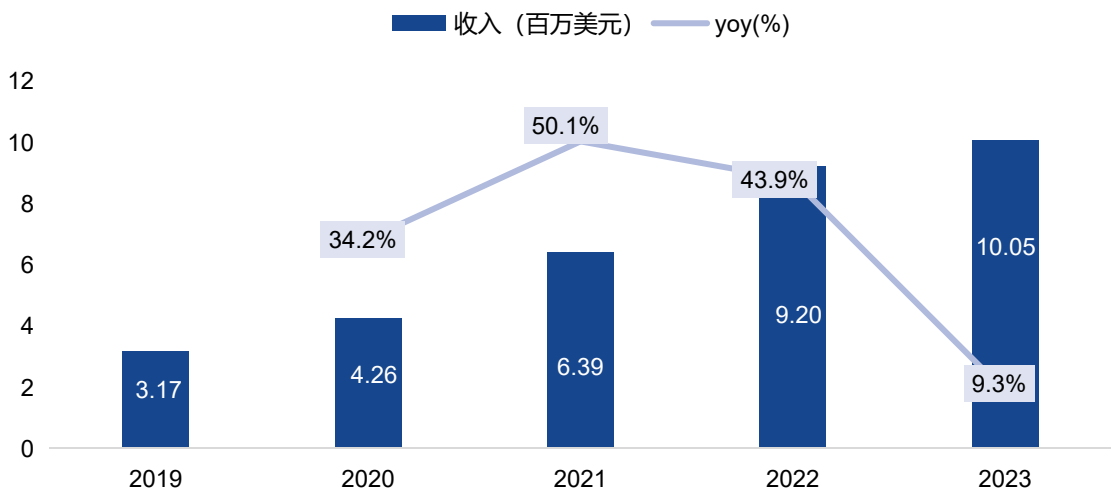


2022年全球各地注射类医美市场规模-手术数量（万例）：美国规模最大，日本次之

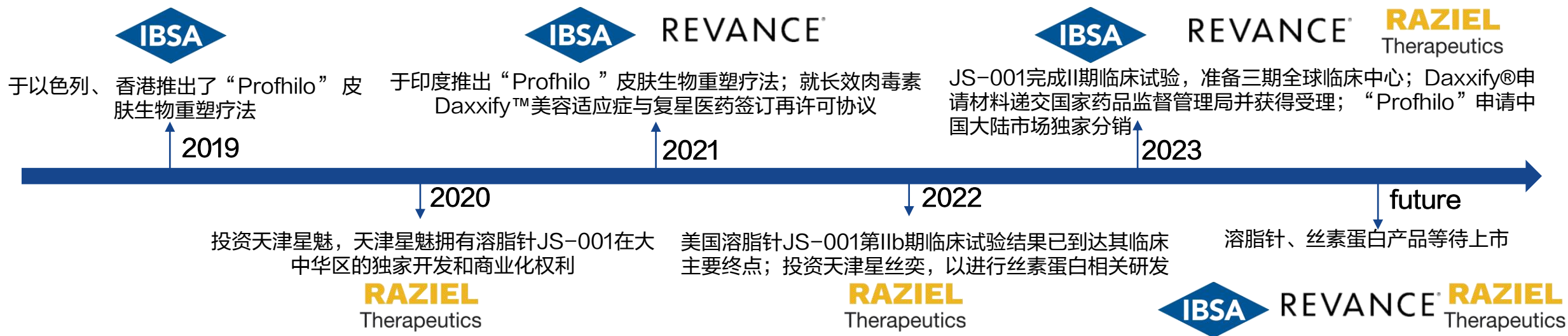


# 4.3复锐：2019年进入注射市场，重视产品研发

注射填充业务收入及增速：2019-2023年CAGR为33.42%



产品组合	
战略投资产品	丝素蛋白产品：丝素蛋白透明质酸钠复合凝胶及面部埋线产品
	RAZIEL(溶脂针JS-001)：临床研究证实其可诱导注射部位脂肪细胞凋亡，达到局部塑形的目的
主要合作产品	Revance(长效肉毒素Daxxify™)：首个及唯一一个FDA认证的长效肉毒素产品，安全性高、持续时间长、起效快，改善和提升皮肤质量
	IBSA(“Profilo”皮肤生物重塑疗法)：是市场上最高浓度的透明质酸钠产品之一（64毫克/2毫升），刺激天然胶原蛋白和弹性蛋白的新生
	Prollenium ( Revanesse®系列)：透明质酸真皮填充剂，帮助求美者皮肤恢复活力，光滑，提升及轮廓塑形



## 4.4复锐：在中国市场面临较强竞争，产品做强仍需时间

复锐于2019年进入注射填充市场，正在逐渐完善注射填充类医疗美容产品矩阵，但中国市场已有四环药业、华熙生物、华东医药、爱美客等主要企业，竞争激烈

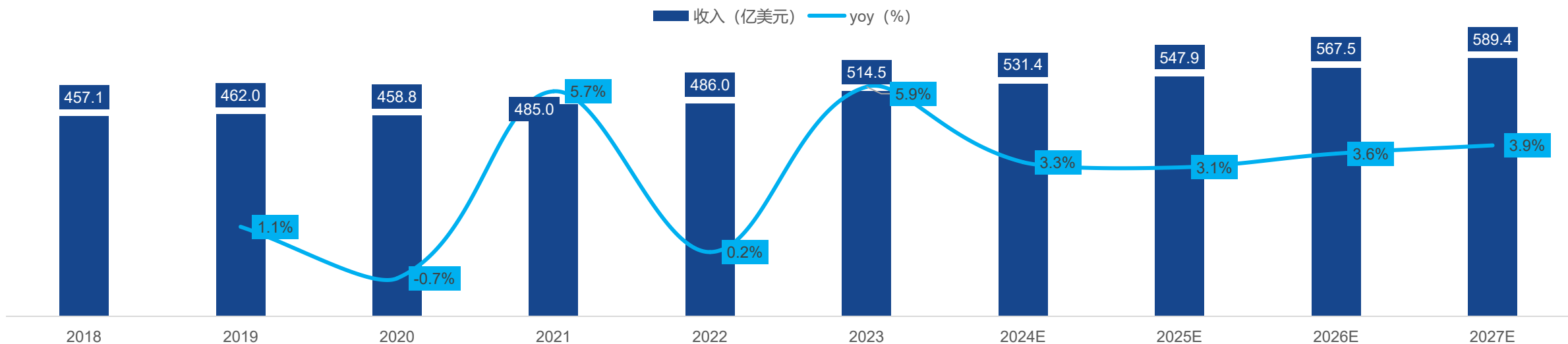
中国医美市场近年主要获批上市产品

市场	品类	产品名	价格（元/支）	厂商	NMPA获批日期
肉毒	注射用A型肉毒毒素	吉适	3500-4000	Ispen	2020年7月
	注射用A型肉毒毒素	乐提葆（白毒）	3000-5000	Hugel（四环药业代理）	2020年10月
填充材料	注射用修饰透明质酸钠凝胶	瑞蓝	1800-11000	Q-Med	2020年1月
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	海魅	8200-9800	昊海生物	2020年3月
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	润致	1000-5000	华熙生物	2020年3月
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	欣德美	3000-6000	杭州协和医疗	2020年3月
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	乔雅登	4300-18000	Allergan	2020年4月
	注射用聚己内酯微球面部填充剂	伊妍仕	14000-24000	华东医药	2021年4月
	聚乳酸面部填充剂	艾维岚	16800-18800	长春圣博玛	2021年4月
	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	濡白天使	12000-14000	爱美客	2021年7月
	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	薇旖美	5000-8000	山西锦波生物	2021年7月

## 五、数字牙科和个人护理：新拓业务满足多样化消费需求

# 5.1 数字牙科行业：CAD/CAM成为牙科保健标准

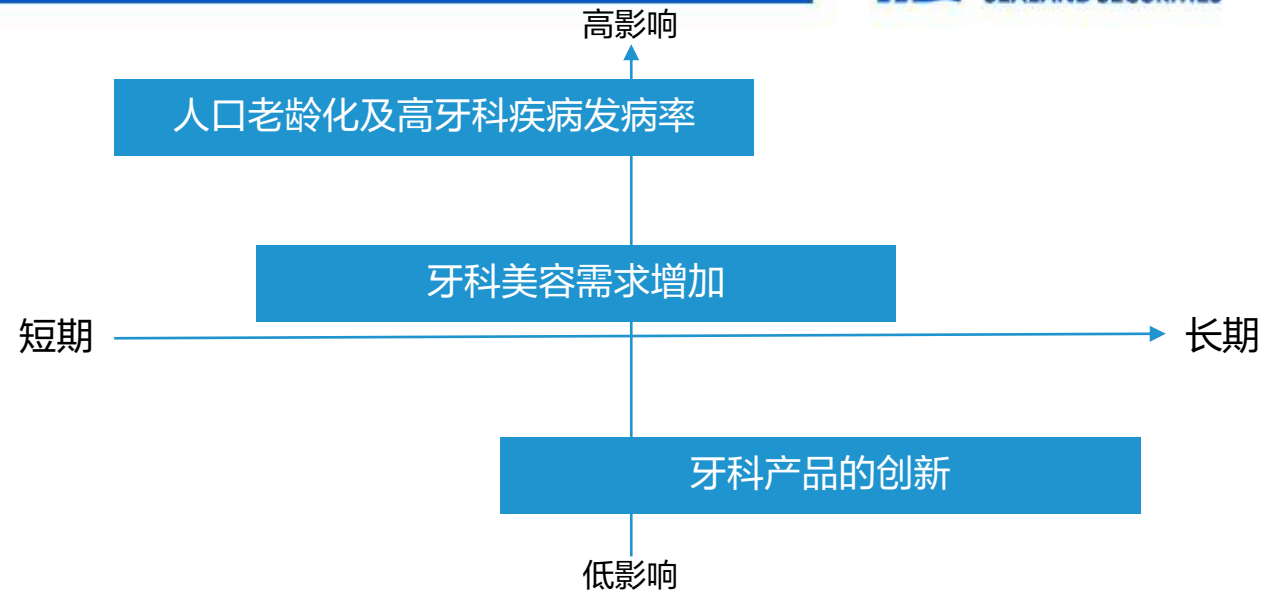
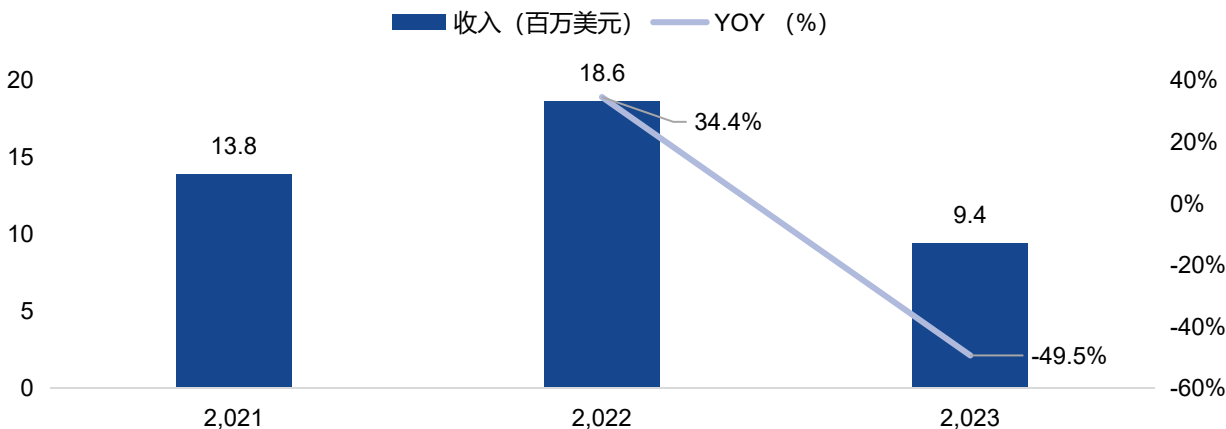
全球牙科保健营业收入及增速：据Statista，预计2025-2027年收入仍能保持每年3%以上增长



- 数字牙科是指借助计算机技术和设备辅助诊断，设计，治疗，信息追溯等。其中CAD/CAM技术，即计算机辅助设计与计算机辅助加工，是较为广泛应用于齿科修复中的数字牙科技术的一种。
- 应用CAD/CAM技术可在一次就诊中就完成制作陶瓷、合成内坎体、外坎体、牙冠和瓷贴面等多个步骤，其**优势**主要有：
  - 1) 一次就诊就可以从头到尾完成所有治疗程序；
  - 2) 利用 CAD/CAM技术，牙医可以使用坚固的、与牙齿颜色相同的陶瓷材料来修复牙齿的天然强度、同时保证美观及其功能；
  - 3) 电脑辅助设计和制造技术利用口内扫描仪，能避免传统数字印模不够准确等缺点，减少患者的不适感，提高准确性和美观性；
  - 4) 在蛀牙修复方面，CAD/CAM技术能尽量保住本来的牙齿。

# 5.2 复锐：布局数字牙科业务，2023年终止部分低利率产品线

数字牙科收入（百万美元）：2023年收入下降近5成



## 美容及数字牙科品牌



提供全球一站式数字牙科服务，通过创建理想化的辅助数字工作流程，挑战现有牙科工作流程

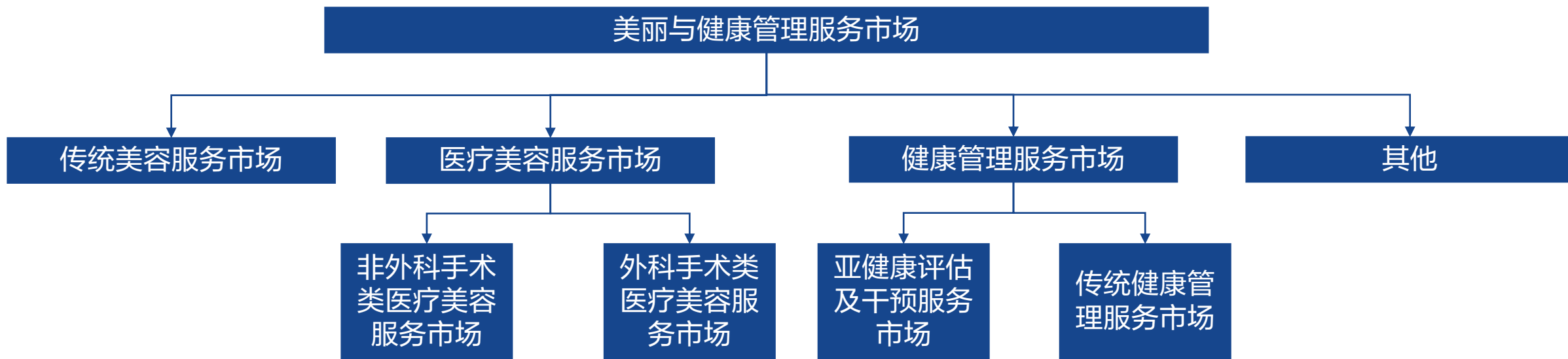
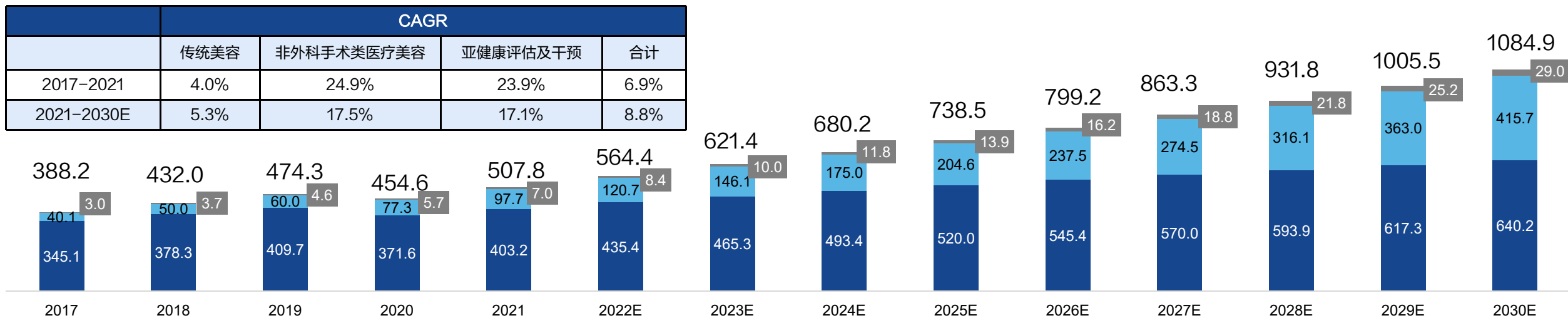
Copulla的使命是通过数字平台实现**更高成本效益和效率的测量、设计及加工**，覆盖从口内扫描到最终产品服务交付的所有流程



# 5.3个人护理：美丽健康市场蓬勃发展，个护业务迎来发展机遇

美丽与健康管理服务细分市场规模 (十亿元人民币)

■ 传统美容服务市场 ■ 非外科手术类医疗美容服务市场 ■ 亚健康评估及干预服务市场



## 5.4复锐：LMNT将能量源医疗美容融入个人护理

- **业务内容：**采用尖端科技，以能量型家用美容仪产品，融入日常肌肤保养与护理。作为复锐医疗的消费者健康医美生态圈的一部分，LMNT已通过美国食品及药物管理局（FDA）认证和临床检验，不仅能使肌肤焕发光彩，还能带来长期效果。
- **主要目标：**使用独特的渠道组合，触及消费者（现有B2B渠道、天猫及欧洲电商平台）
- **产品：**首款产品LMNT one于2022年3月推出，LMNT O2于2023年推出。LMNT one基于红光和红外光疗法，结合了两种独特的经临床验证的激光波长NIR 830nm和630nm的功率，利用协调的微脉冲实现嫩肤、提升皮肤弹性和促进胶原蛋白再生的效果。

### LMNT业务全球进程

#### 中国

- 于2022年5月推出
- 23年度销售额同比+30%
- 合作90+社交媒体博主
- 发布100+社交媒体帖子
- 在天猫、京东等多个渠道/平台卖进，建立与消费者链接

#### 意大利

- 于2022年6月推出
- 借助线上渠道和现有诊所渠道，依赖KOL的强大影响力在意大利市场进行推广

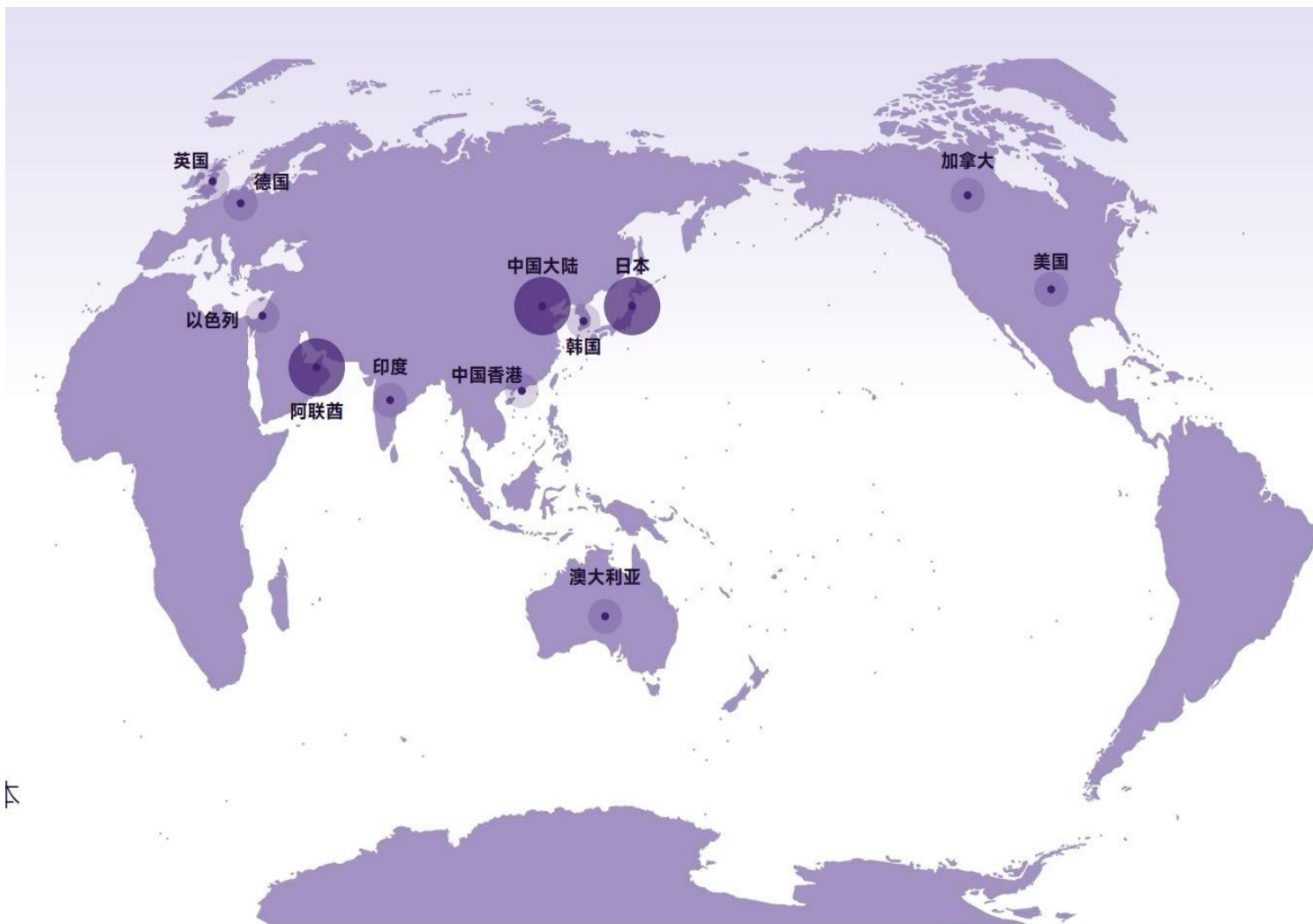
#### 美国

- 于2023年推出
- 约300家医疗诊所合作
- C端产品，通过诊所直接触达目标消费群体

## 六、市场：推进直销布局，加码中国市场

# 6.1 直销渠道：持续推进全球直销布局，不断贴近终端消费者

## 国际化营销布局赋能业务发展



**11**  
直销渠道

\*截至2023年数据

**1080**  
全球雇员数

**100+**  
分销商

### 营销网络

全球营销网络覆盖100多个国家及地区

### 渠道布局

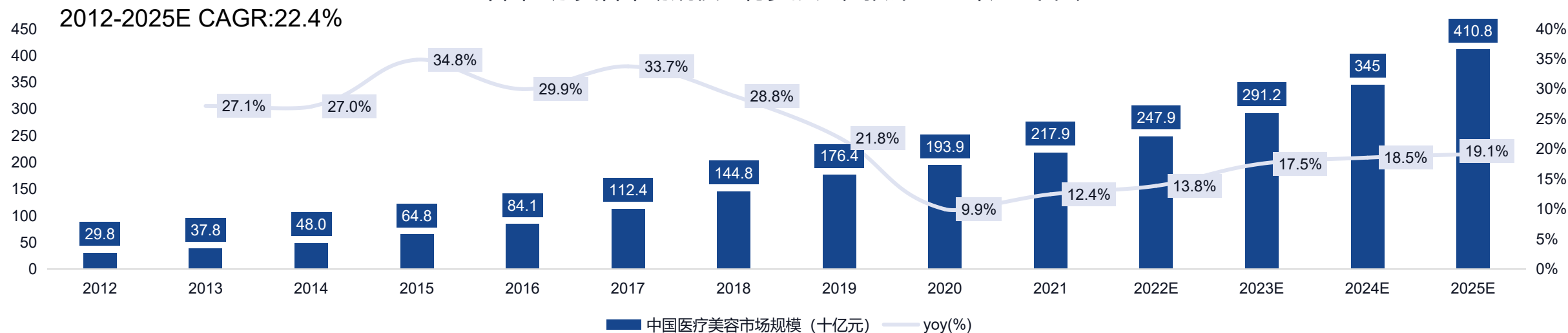
直销收入2023年度占比78%  
与各地区分销商保持良好合作关系

### 布局计划

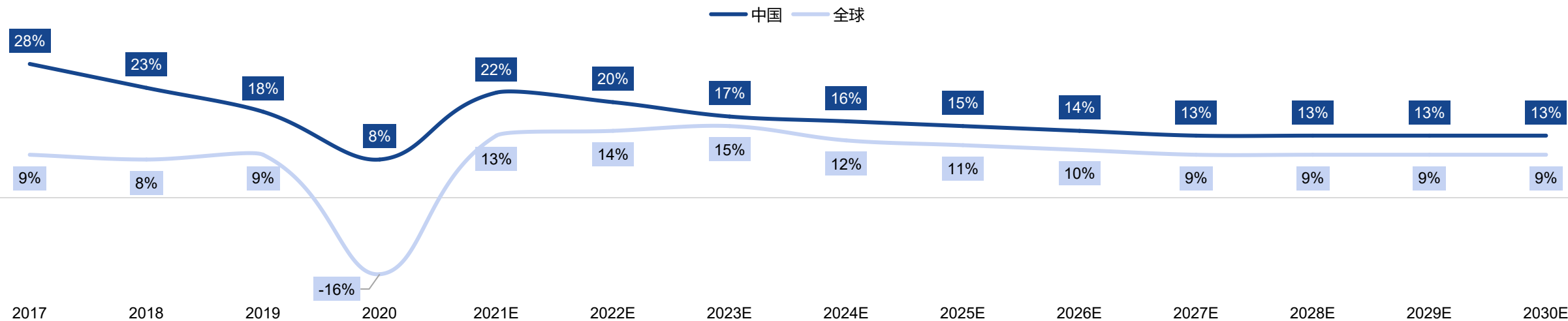
探索扩张新渠道，进一步扩大全球的直销范围

# 6.2 中国医美市场：规模扩大，增速高于全球，潜力凸显

中国医疗美容市场规模：稳步扩大，预计2025年超4千亿元

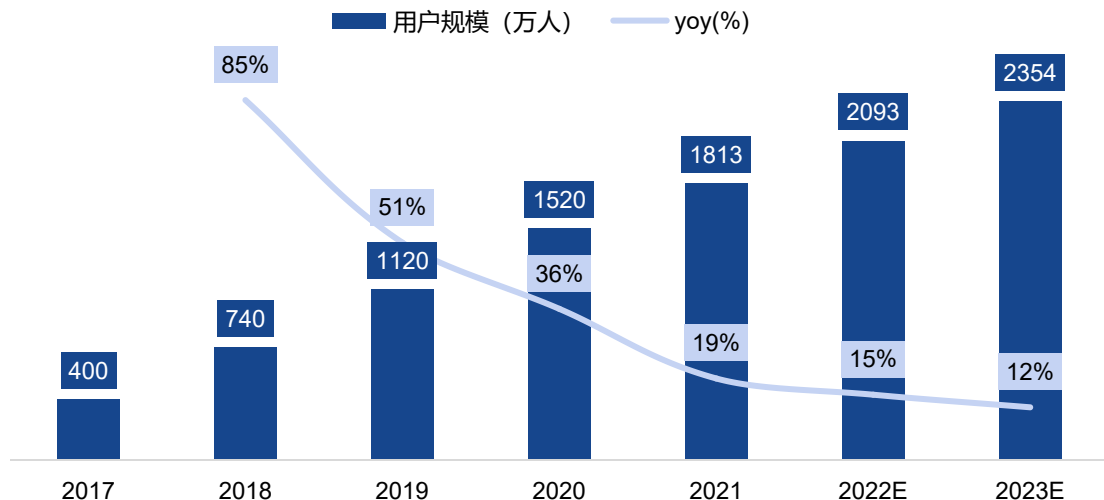


中国与全球医美市场规模增速 (%)：中国增速高于全球

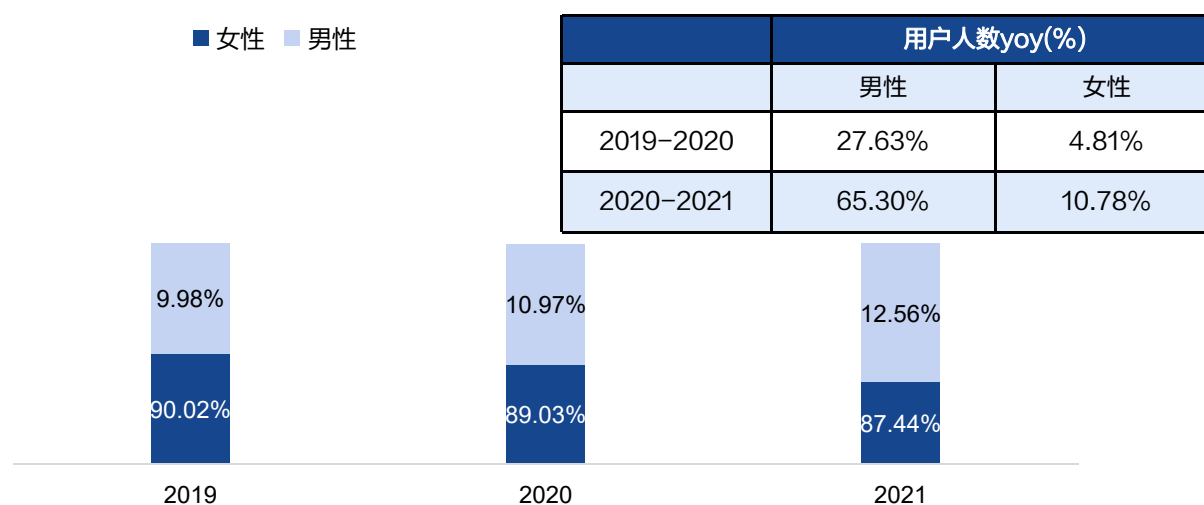


# 6.3 中国医美市场：用户规模扩大，轻医美或将成为市场主力

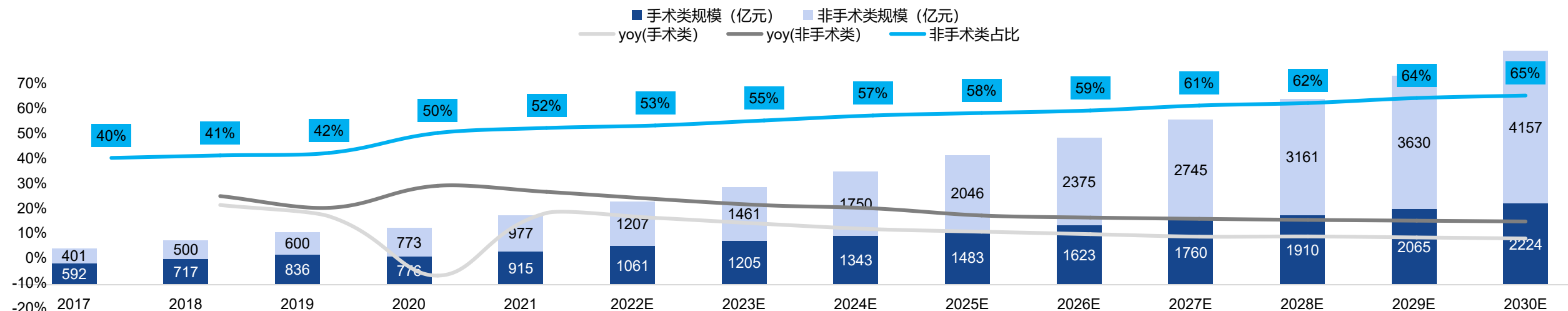
中国医美市场用户规模：用户人数增长，但增速减缓



医美消费人群男女占比及人数增长率：男性占比低，但人数增长率高



中国手术类和非手术类医美市场规模：非手术类占比提高，轻医美受欢迎程度高



## 6.4 中国医美市场：产品创新赋能行业发展

中国医美市场近年主要获批上市产品

市场	品类	产品名	厂商	NMPA获批日期
身体精雕塑形	冷冻减脂仪	酷塑	Allergan	2021年6月
聚焦超声仪器	超声治疗仪	超声炮	半岛医疗	2021年7月
射频医美器械	射频治疗仪	钻石超塑	盈美特医疗	2020年7月
肉毒	注射用A型肉毒毒素	吉适	Ispen	2020年7月
	注射用A型肉毒毒素	乐提葆（白毒）	Hugel（四环药业代理）	2020年10月
填充材料	注射用修饰透明质酸钠凝胶	瑞蓝	Q-Med	2020年1月
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	海魅	昊海生物	2020年3月
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	润致	华熙生物	2020年3月
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	欣德美	杭州协和医疗	2020年3月
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	思伊美	科腾生物	2020年3月
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	乔雅登	Allergan	2020年4月
	注射用聚己内酯微球面部填充剂	伊妍仕	华东医药	2021年4月
	聚乳酸面部填充剂	艾维岚	长春圣博玛	2021年4月
	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	濡白天使	爱美客	2021年7月
	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	薇旖美	山西锦波生物	2021年7月

## 6.5 中国医美市场：监管加强，被动治理转为主动出击

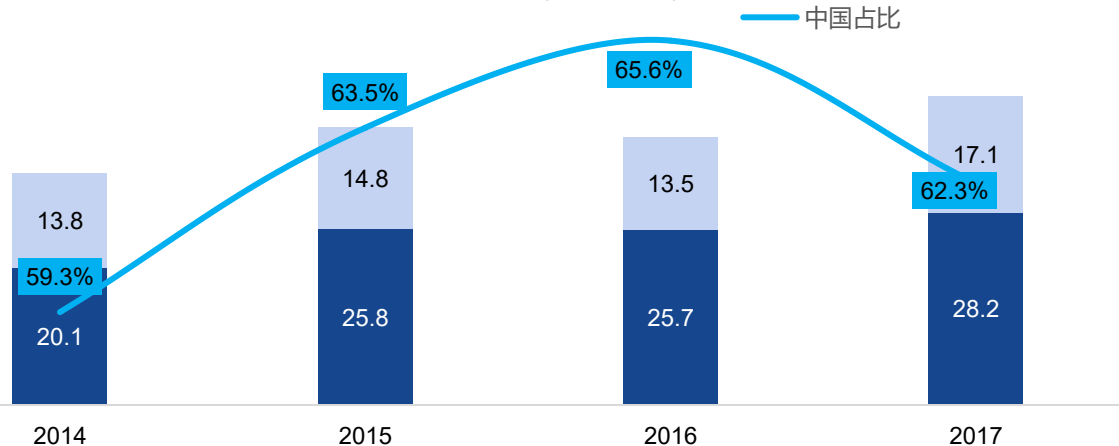
中国医美市场监管加强，复锐在中国市场将面临较强监管，渠道拓展或将不及预期

监管对象	时间	监管活动
上游制造商	2021/11	公安部食品药品犯罪侦查局开展严厉打击非法制售医美产品等犯罪活动
	2022/3	中整协公示第一批合规产品“扫码验真”试点机构名单
	2022/3	国家药监局调整《医疗器械分类目录》，将“水光针”正式纳入III类医疗器械，同时新增“整形用植入线材”按III类器械管理
下游医美机构	2021/6	国家卫健委等八部门颁布《关于印发有关打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》
	2021/7	国家卫健委发布《关于禁止开展“小腿神经离断瘦腿手术”的通知》
	2021/12	上海市卫健委发布《上海市医疗美容主诊医师管理办法》
	2022/1	中整协发布《2022年医疗美容机构规范运营指南》
	2022/1	国家卫健委颁布《诊所备案管理暂行办法（征求意见稿）》和《诊所基本标准（2022年修订版，征求意见稿）》
	2022/5	正式实施国务院新修改的《医疗机构管理条例》
宣传平台	2022/6	美团医美开始“至美行动”治理专项
	2021/9	中国国家广播电视总局发布《关于停止播出“美容贷”及类似广告的通知》
	2021/11	国家市场监督管理总局发布《医疗美容广告执法指南》
	2021/11	阿里巴巴旗下天猫医美、饿了么平台联合行业上游医美医疗品牌、头部商家联合发起医美医疗行业平台新标准“美无忧”
	2022/2	小红书启动医美品类专项治理行动

## 6.6复锐：持续加码中国市场，助力美丽健康

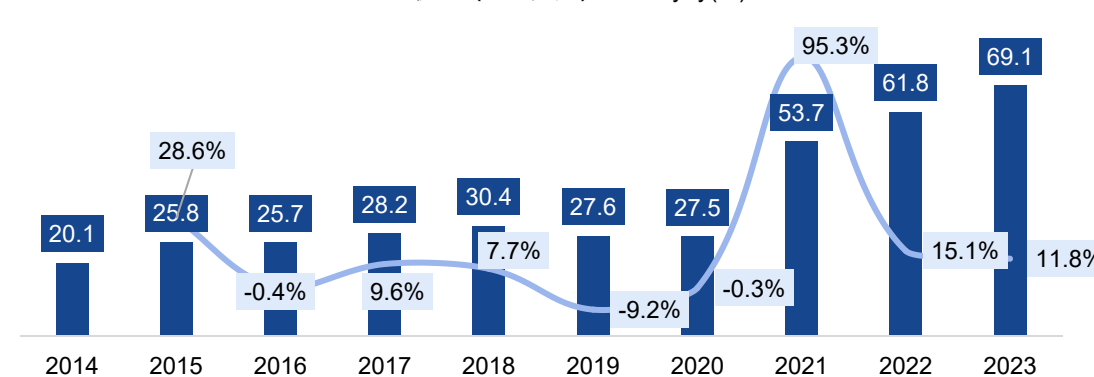
亚太区销售规模（百万美元）：中国占比超过50%

■ 中国 ■ 亚太（不包括中国） — 中国占比



中国收入及增速：2021年增速达95.3%，2022年收入超0.6亿美元，发展潜力大

■ 收入 (百万美元) — yoy(%)



\*2018-2023年收入以2014-2017年中国在亚太区占比的平均值推算

### 加码中国市场措施

- 2023年3月30日，中国香港—复锐医疗科技有限公司宣布，拟通过资产并购整合，由旗下全资子公司 Alma Lasers Ltd 与 PhotonMed International Limited 组建合资公司，其中，Alma 持有 60% 股权成为控股股东。通过本次并购整合，双方将实现“强产品”与“强渠道”的强强联手，进一步提升美丽健康产业在中国的深度布局。【PhotonMed International Limited (光子国际有限公司) 是以色列ALMA Beauty于香港及澳门的总代理公司，产品有Alma Beauty Body Contouring、Alma Beauty Rejuvenation、Alma Beauty Hair Removal 和 Alma Beauty Rejuvenation。】
- Alma 自 2003 年进入中国市场以来，与 PhotonMed 保持着长期战略合作，PhotonMed 旗下“飞顿”品牌也成为 Alma 产品在中国的代表性品牌，并在中国能量源医美产品市场中始终保持领先地位。

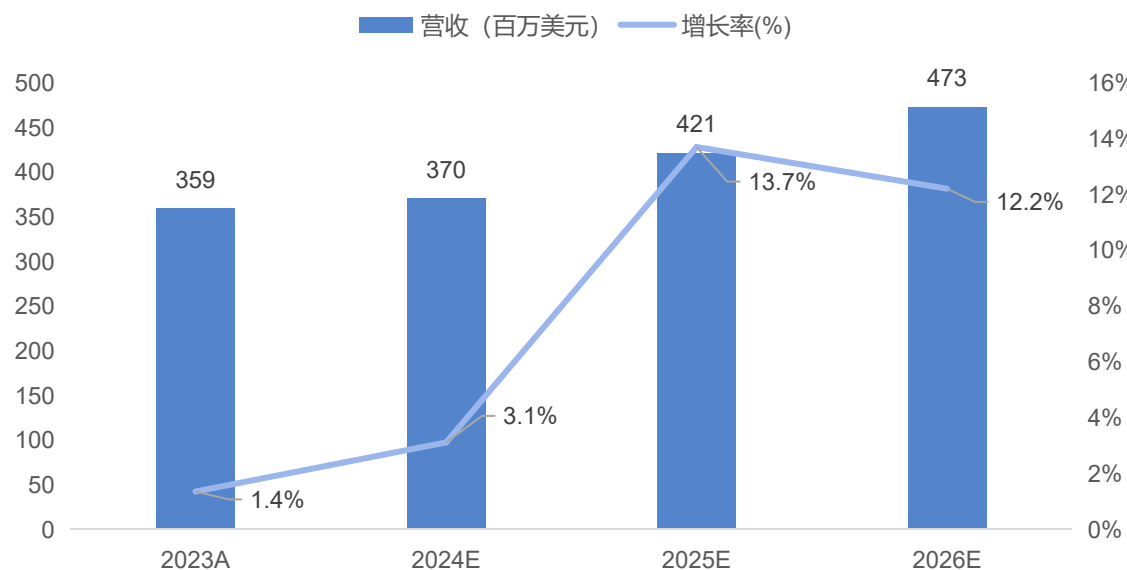
## 七、盈利预测与投资评级

# 4.1 盈利预测与估值

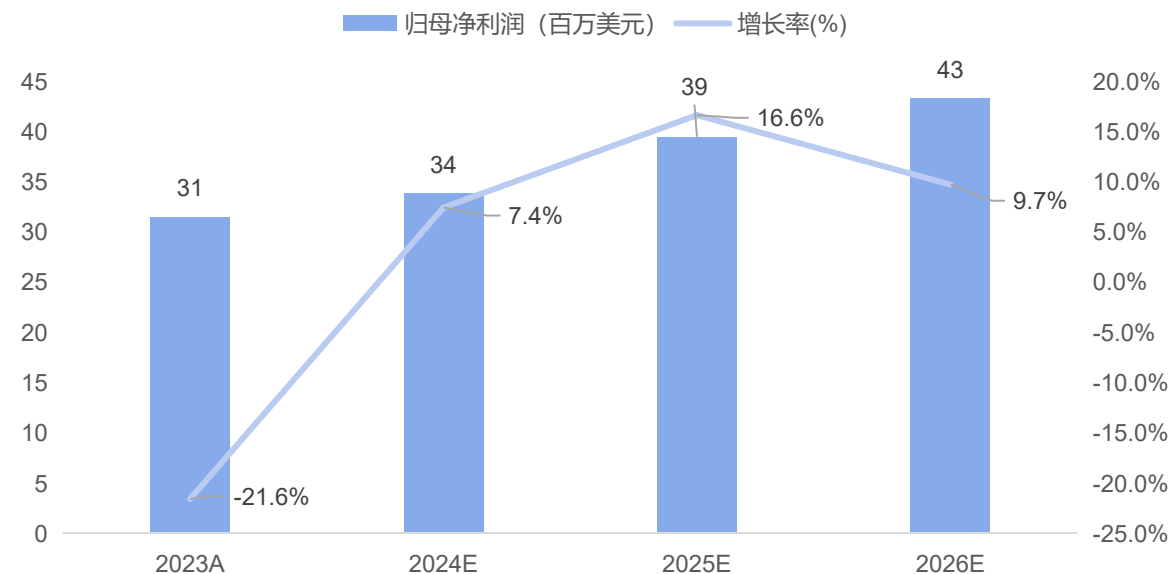
► **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年实现营业收入3.70/4.21/4.73亿美元，同比+3.1%/+13.7%/+12.2%，归母净利润0.34/0.39/0.43亿美元，同比+7.4%/+16.6%/+9.7%，2024年9月9日收盘价3.19港元，对应2024-2026年PE为5.7X/4.9X/4.5X。公司低估值，股息率在同业可比公司中较高，公司业绩修复可期，目前位置具有性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

	威高股份	复锐医疗科技	心泰医疗	瑛泰医疗	微创医疗	云康集团
2024年9月5日 股息率TTM (%)	4.86	4.60	4.04	1.06	0.91	0.24

2023A-2026E公司营业收入（百万美元）及yoy (%)



2023A-2026E公司归母净利润（百万美元）及yoy (%)



# 4.2 盈利预测表

证券代码: 1696.HK

股价: 3.19港元

投资评级: 买入(首次覆盖)

日期: 20240909

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				每股指标与估值								
2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
现金及现金等价物	61	94	115	139	营业收入	359	370	421	473	每股指标							
应收款项	83	86	98	110	营业成本	140	140	160	180	EPS	0.07	0.07	0.08	0.09			
存货净额	81	73	84	94	销售费用	125	136	152	170	BVPS	0.97	1.03	1.10	1.19			
其他流动资产	33	28	31	34	管理费用	34	34	40	43	估值							
<b>流动资产合计</b>	<b>257</b>	<b>282</b>	<b>328</b>	<b>377</b>	其他费用/(-收入)	4	5	4	5	P/E	10.1	5.7	4.9	4.5			
固定资产	23	26	28	31	<b>营业利润</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	P/B	0.7	0.4	0.4	0.3			
在建工程					<b>利润总额</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	P/S	0.9	0.5	0.5	0.4			
无形资产及其他	303	300	297	294	所得税费用	4	4	4	5	财务指标							
长期股权投资	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	盈利能力							
<b>资产总计</b>	<b>614</b>	<b>638</b>	<b>683</b>	<b>732</b>	少数股东损益	1	0	0	0	ROE	7%	7%	8%	8%			
短期借款	4	3	2	0	归属于母公司净利润	31	34	39	43	毛利率	61%	62%	62%	62%			
应付款项	8	8	9	10	现金流量表 (百万美元)				2023A	2024E	2025E	2026E	期间费率	49%	51%	50%	51%
预收帐款					<b>经营活动现金流</b>	<b>44</b>	<b>42</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	销售净利率	9%	9%	9%	9%			
其他流动负债	76	72	82	92	净利润	31	34	39	43	成长能力							
<b>流动负债合计</b>	<b>88</b>	<b>83</b>	<b>93</b>	<b>103</b>	少数股东损益	1	0	0	0	收入增长率	1%	3%	14%	12%			
长期借款及应付债券	0	0	0	0	折旧摊销	14	3	3	3	利润增长率	-22%	7%	17%	10%			
其他长期负债	56	56	56	56	公允价值变动	4	0	0	1	营运能力							
<b>长期负债合计</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	营运资金变动	-7	5	-14	-14	总资产周转率	0.61	0.59	0.64	0.67			
<b>负债合计</b>	<b>144</b>	<b>139</b>	<b>149</b>	<b>159</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-33</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	应收账款周转率	4.39	4.37	4.58	4.55			
股本	1	1	1	1	资本支出	-9	-3	-3	-3	存货周转率	1.80	1.82	2.04	2.02			
股东权益	470	499	534	573	长期投资	7	1	0	0	偿债能力							
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>614</b>	<b>638</b>	<b>683</b>	<b>732</b>	其他	-31	1	1	1	资产负债率	23%	22%	22%	22%			
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>-21</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	流动比	2.92	3.39	3.52	3.66			
					<b>现金净增加额</b>	<b>-14</b>	<b>34</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	速动比	2.00	2.51	2.62	2.75			

注: 模型货币单位为美元, 汇率1HKD=0.13USD

## 八、风险提示

- 经济环境风险：全球性经济波动或者不稳定风险；
- 行业竞争风险：行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；
- 消费者偏好风险：消费者喜好改变，产品销量不及预期风险；
- 原材料风险：原材料成本变动带来的风险；
- 市场开拓及产品推广风险：开拓新市场、新客户、推广新产品带来的不确定性风险。

## 海外消费&纺织服装小组介绍

马川琪：海外消费负责人，资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：分析师，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

## 分析师承诺

马川琪, 廖小慧, 本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外消费&纺织服装团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597