复锐医疗科技（01696）

证券研究报告
2021 年 06 月 16 日

以色列黑科技为利剑，复星行业资源助力开疆扩土

能量源医美设备为护城河，积极开拓新赛道

复锐医疗科技由复星医药控股，以能量源医美设备龙头 Alma Lasers 为核心子公司，全球营销网络已覆盖约 90 个国家及地区，通过扩大直销、维护分销探索扩张新渠道。公司自主创新与外延拓展并举，一方面不断优化迭代能量源医美设备产品线以巩固护城河，新设美容牙科及个人护理业务以把握行业增长机遇；一方面通过权益引进的方式进军医美注射填充、注射溶脂领域，逐步形成产品管线的全方位布局。

皮肤综合管理平台已风靡全球百余个国家

Harmony 系列是公司无创医疗美容产品线中用于改善多种皮肤问题的重磅平台，热门品种 Harmony XL PRO 已风靡百余个国家，汇聚了公司多个核心专利技术，能够针对不同适应症为求美者提供多种治疗方案，其中 Clearlift 为全球首款分段式非剥脱调 Q 激光，可用于去斑、去皱、去细纹、改善皮肤质地等多个与衰老相关的皮肤缺陷治疗，及去除纹身等，相对传统镭射美容能对肌肤更深度地镭射，Clearskin 是首个将非剥脱激光与持续接触冷却和真空机制相结合的技术，可舒适、安全、有效地从根源上治疗痤疮，同时还过刺激胶原蛋白更新减少痤疮疤痕的出现。除基于 In-motion 技术的独具公司特色的端头以外，Harmony 配备了多种规格的点阵激光端头，从而可使平台中各激光模块适用于多种治疗部位。根据前瞻网，全球激光美容仪器市场规模在 2015-2019 年复合增长率达 15.1%，其中调 Q 激光、点阵激光分别占 34%、16%，分别为第一、第三热门的激光美容细分品种。公司一方面通过优化各模块功效对产品进行升级，一方面积极寻找新的营销突破点，近期在中国通过 KOL 营销等方式在微博、微信公众号等热门平台进行线上宣传，强化品牌知名度。

全球仅有“射超结合”医美设备+溶脂针代理，塑形产品线持续强化

Accent 系列最新两款产品为全球仅有的“射超结合”医美设备，能实现强于射频设备或超声设备的治疗功效，且其中的射频模块在治疗舒适度、恢复时长、治疗耗时方面相对其主要竞品热玛吉有明显的竞争力。公司参与投资复星医药旗下的初创平台天津星魅，其已从 Raziel 获得长效溶脂针 RZL012 在大中华区独家临床开发和商业化权益，预计 RZL012 将成为国内首批可合法注射的溶脂针之一。根据 Statista，全球及各地区身体塑形市场规模将在未来进一步扩大，至 2022 年达到 11.4 亿美元，其中北美、亚太、欧洲份额较大，公司已在这三个地区设立了多个直销子公司，有利于根据各地区的市场动向制订本土化的营销策略，推动 Accent 系列及 RZL012 溶脂针同步放量。

盈利预测：关键假设：我们预计①公司医疗美容板块中三大旗舰系列的最新产品登陆主要市场国家进展顺利；②公司可凭借遍布全球的直销子公司及时对疫情动态做出反应，制订有效的营销策略对抗疫情的影响；③公司通过扩大其全球营销体系中的直销比例，不断提高毛利率水平；④公司注射填充产品以独特的产品性质在中国获批后快速放量，溶脂针于 2022 年在中国获批并以相对独占性快速放量，公司在全球的营销网络及美学特长成为牙科业务新的增长驱动力。采用 PS 估值法，公司在 2021 年市值有望达到 118.59 亿元的水平，对应目标价为 26.82 港元，给予“买入”评级。

风险提示：能量源设备新产品在各地区的销售不及预期；溶脂针临床试验及注册进展不及预期；注射填充产品在我国的接受度不及预期；医美监管趋严对行业整体估值水平的影响；标的与可比公司存在一定估值差异

投资评级

行业	医疗保健业/医疗保健设备和服务
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	17.06 港元
目标价格	26.82 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	442.16
港股总市值(百万港元)	7,543.17
每股净资产(港元)	5.82
资产负债率(%)	23.14
一年内最高/最低(港元)	22.20/2.11

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司概况 4
1.1. 以色列医美“黑科技”结合复星医药产业网络，成长性可期 4
1.2. 兼顾多地市场及全产品线，业绩稳健 6
2. Harmony 系列：提供皮肤管理综合解决方案 7
2.1. Clearlift 模块：全球首款分段式调 Q 激光，治疗方案灵活 8
2.2. Clearskin 模块：首个与持续接触冷却和真空技术相结合的非剥脱激光 8
2.3. Pixel：点阵激光端头，有多种规格可选 8
2.4. 激光美容市场规模稳步提升，Harmony 可输送热门激光类型 9
2.5. 多模块配合使用可实现更理想的治疗效果 9
3. 明星设备+高需求溶脂针，塑形产品线持续强化 10
3.1. Accent 系列：双剑合璧，射频模块与超声模块各具竞争力 10
3.2. RZL012：有望位列国内首批合规溶脂针 12
3.3. 身体塑形市场将进一步扩大，公司业务持续在主要市场发展 13
4. 两条脱毛产品线以高舒适度为核心竞争力，定位于不同市场 14
4.1. Soprano 系列：冰点脱毛概念提出者 14
4.2. 激光为兼具高效性和安全性的脱毛方式，市场规模快速扩张 16
4.3. 多波长激光脱毛备受青睐，公司在头部企业中竞争力显著 17
4.4. Remove：针对美容诊所设计，实现 to B 端市场全面布局 18
5. 高端注射填充产品具备双重功效，分销范围将扩展至国内 18
6. 牙科业务涵盖多个优质数字化产品，市场前景良好 21
7. 盈利预测 23
8. 风险提示 25

图表目录

图 1：股权较为集中，渠道资源优厚，直销附属公司坐落于多个国家 4
图 2：公司发展历史 6
图 3：公司营业收入稳定，疫情影响有限 7
图 4：公司通过节省开支提升盈利能力，2020 年整体受到了疫情冲击 7
图 5：营业收入地区拆分 7
图 6：营业收入产品线拆分 7
图 7：Harmony 系列汇聚了公司多个核心专利技术，以强化功能、提升功效为导向持续优化 8
图 8：全球激光美容市场规模在过去稳步提升 9
图 9：Clearlift 及 Clearskin 属于最热门的激光美容细分品种 9
图 10：Accent 系列拥有独特的射频技术，并在后期结合了超声波技术，有效优化轮廓 11
图 11：Accent 的射频模块可将能量更多地集中在肌肤深层 11
图 12：电介质加热机制借助水分子实现对组织的有效加热 12

图 13：RZL012 降低脂肪厚度的能力已得到临床研究验证 13
图 14：身体塑形市场将在未来进一步扩大 14
图 15：持续提高治疗效率及舒适度的 Soprano 系列 14
图 16：Soprano XL 较月光脱毛有效性更强 15
图 17：Soprano XL 较月光脱毛安全性更佳 15
图 18：大量研究表明激光脱毛为疗效及安全性最高的脱毛方式 17
图 19：多波长激光脱毛更受市场青睐，消费额占比逐年提升 17
图 20：选择性利用关键技术，打造生活美容线代表 REMOVE 18
图 21：H/L-HA 混合物对四种胶原蛋白及弹性蛋白的刺激新生能力强于 H-HA 或 L-HA 19
图 22：Profhilo 注射点位较少，治疗范围广泛 20
图 23：中胚层疗法市场规模稳步扩大 20
图 24：复星牙科拥有丰富多元的产品矩阵，持续建设数字化产品板块 21
图 25：全球牙科市场规模在过去稳步扩大，预计在 2021 年实现更高水平 23

表 1：公司董事在各自领域资历深厚 5
表 2：Clearlift 4D 技术在经典治疗深度基础上增加 4 种治疗深度 8
表 3：Harmony 多模块配合使用可实现更理想的治疗效果 10
表 4：热拉提与热玛吉相比更安全舒适，恢复期短 12
表 5：溶脂针主要成分及作用机制 12
表 6：SHR 与 In-Motion 两大核心技术融合，催生新概念激光脱毛 15
表 7：三种波长激光各具独特功能，一台设备可满足不同治疗需求 16
表 8：顺应需求变动趋势，最大程度发挥顶尖技术价值 16
表 9：布局多波长脱毛设备的激光脱毛头部企业中，Soprano 系列唯一具备三种波长输出能力 18
表 10：复星牙科数字化产品凭借先进的技术和设计，形成卓越的治疗优势 21
表 11：营业收入及业绩预测 24
表 12：可比公司估值 25

1. 公司概况

1.1. 以色列医美“黑科技”结合复星医药产业网络，成长性可期

复锐医疗科技由复星医药控股，以能量源医美设备龙头 Alma Lasers 为核心子公司，致力于向全球提供优质的医疗美容产品及服务。复锐医疗拥有清晰的国际化营销布局，全球营销网络已覆盖约 90 个国家及地区，通过扩大直销、维护分销探索扩张新渠道。公司自主创新与外延拓展并举，一方面不断优化迭代能量源医美设备产品线以巩固护城河，新设美容牙科及个人护理业务以把握行业增长机遇；一方面通过权益引进的方式进军医美注射填充、注射溶脂领域，逐步形成产品管线的全方位布局。

复星医药通过其全资附属公司能悦、美中互利间接拥有复锐医疗科技已发行股份的 74.76%，其中美中互利是能悦的全资子公司、复星医药集团分销业务支部，多年深耕美容、外科、皮肤科及牙科等领域的医疗器械在中国的分销业务，为创新型能量源医美设备公司 Candela medical 的脱毛及激光美容产品的中国区独家分销商，渠道资源优厚。Alma Lasers 为复锐医疗科技的核心子公司，同时公司在美国、德国、以色列、中国香港、印度、韩国、澳大利亚设有 7 个直销附属公司，有利于铺开全球直销网络。

图 1：股权较为集中，渠道资源优厚，直销附属公司坐落于多个国家

资料来源：公司招股书，公司公告，wind，天风证券研究所

注：复星医药在能悦、美中互利的股份取招股书中数据

董事及高级管理层资历深厚，经验丰富。公司董事及高级管理层团队成员来自于复星医药、Alma Lasers 或其他顶尖企业及机构，均在激光/医疗器械行业或专长领域有 10 年以上的工作经历，能够促进公司资源的有效整合。

表 1：公司董事在各自领域资历深厚

董事	公司职位	其他经营主体职位	履历
刘毅先生	主席兼执行董事	复星医药副总裁兼医疗器械事业部董事长	于 2015 年加入复星医药担任医疗器械部门首席技术官，曾相继就职于中国国家食品药品监督管理局、北京市医疗器械检验所，在此期间取得了北京大学管理硕士学位，并成功加入中国合格评定国家认可委员会。
Lior Moshe DAYAN 先生	首席执行官兼执行董事	Alma Lasers 全球销售部高级副总裁	于 2008 年加入 Alma Lasers，负责领导及管理销售及业务发展工作，自 2011 年起一直担任 Alma Lasers 全球销售部高级副总裁，在公司核心业务市场发展策略的制订方面具有成功记录。
步国军先生	执行董事兼首席财务官	-	于 2019 年加入复星医药担任医疗技术管理委员会副总裁，负责医疗仪器业务的财务运营、融资及投资活动，曾在 Chindex International, Inc.担任中国区财务总监，在美中互利担任副总裁。
陈志峰先生	外部董事兼独立非执行董事	金科服务独立非执行董事兼审核委员会主席；紫元元控股独立非执行董事、审核委员会主席、提名委员会及薪酬委员会成员；绰耀资本董事总经理	曾担任络绎资本董事总经理、建泉环球金融副董事总经理、中信证券国际公司企业融资部董事、BNP Paribas 企业融资部消费者团队及执行团队经理、建银国际金融企业融资部经理、汇富集团企业融资部主任。
方香生先生	外部董事兼独立非执行董事	Borqs Technologies,Inc.独立董事；GMAX Biopharm International Limited 首席财务官	曾担任 Adlai Nortye Biopharma Co.,Ltd.首席财务官、博恩证券董事总经理、中国和谐汽车财务总监、成都赛普克生物财务总监、财务总监董事及财务总监、Apollo Solar Energy Inc 董事及财务总监、Fuqi International,Inc 企业发展执行副总裁。
吴以芳先生	非执行董事	复星医药执行董事、董事长、首席执行官	于 2004 年加入复星医药，此前曾自 1987 年起就职于江苏万邦从事技术、生产、财务等工作，且自 2011 年起担任江苏万邦董事长及首席执行官。
汪曜先生	非执行董事	复星医药副总裁、精准医疗产业部总经理	于 2014 年起担任复星医药副总裁，此前自 1999 年起开始从事投资及资管相关工作，先后在德隆国际等金融机构及 PENTAIR 等上市公司担任要职。
冯蓉丽女士	非执行董事	复星医药高级副总裁、人力资源部总经理；国药控股非执行董事	于 2020 年起担任复星医药副总裁，曾担任复星高科技副首席人力资源官、复星创业投资人力资源董事总经理、及多家大型企业的人力资源相关要职
陈怡芳女士	独立非执行董事	陈冯吴律师事务所合伙人	分别于 2004、2005 年获香港执业律师资格、英格兰及威尔士执业律师资格，后在多家顶尖机构担任法律相关要职，于 2013 年共同创立陈冯吴律师事务所
廖启宇先生	独立非执行董事	科利实业控股、泰格医药、天立教育独立非执行董事	曾在香港交易及结算所担任首次公开发售交易、上市及监管事务科的助理副总裁，并在多个顶尖金融机构有财务及审计相关的工作经验。

资料来源：公司招股书，wind，复星医药官网，天风证券研究所

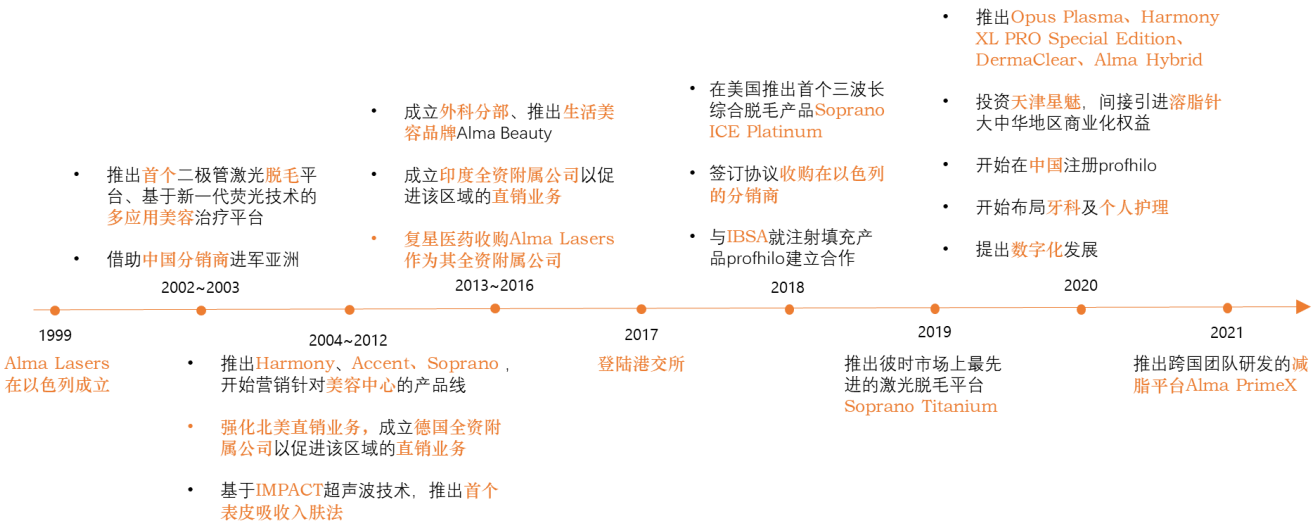
Alma Lasers 在成立之初即快速完成了关键技术开发及能量源医美设备产品线规划，注重全球各地的直销业务发展，复星医药在 2013 年于以色列成立 Sisram（于 2018 年采纳中文名称“复锐医疗科技”）并开始收购 Alma lasers，在此后持续加强能量源医美设备领域的竞争力，同时有效整合复星医药的资源优势，向新领域横向发展，并进一步增强全球直销网络建设。以复星医药对 Alma Lasers 的收购时点划分，公司发展历史可分为三个阶段：

- 复星医药收购前（1999~2012 年），Alma Lasers 在 1999 年于以色列成立，初步将主要业务布局在脱毛、美容及塑形器械领域，随后推出 Harmony、Accent、Soprano 三款重磅单品、In-Motion SHR、cold ultrasound shear wave、IMPACT 等核心技术，支

撑了公司长足发展，期间 Alma Lasers 借助中国分销商的关系进入了亚洲市场，并大力发展北美、德国及其周边的直销业务；

- 复星医药收购中（2013~2016 年），复星医药成立非全资子公司分两步完成对 Alma Lasers 全部股份的收购，期间成立了印度直销子公司，设立了外科分部，推出了生活美容品牌 Alma Beauty；
- 复星医药收购后（2017 年至今），公司在 2017 年登陆港交所，随后将核心产品进行优化迭代的同时，通过权益引进的方式新增了注射填充、注射溶脂等新产品，并于 2020 年提出围绕牙科及个人护理的板块拓展计划、开启数字化发展策略、探索更多直销机会，截至 2020 年末，公司已在全球设立 7 个直销子公司，直销收入 2020 年占比 55.5%。

图 2：公司发展历史

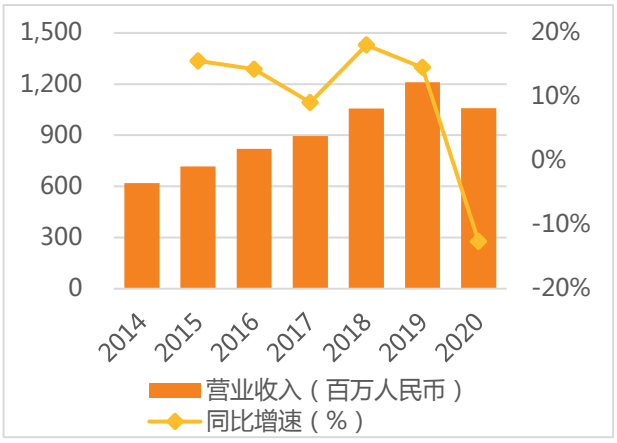


资料来源：公司招股书，公司年报，公司公告，天风证券研究所

1.2. 兼顾多地市场及全产品线，业绩稳健

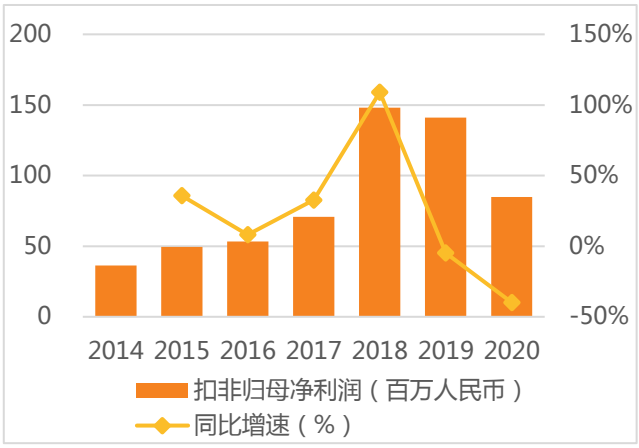
整体经营状况稳健，疫情影响有限。公司营业收入于 2014-2019 年稳定增长，由于 2020 年受到疫情的影响降至 10.58 亿元，同比降幅 13%；公司扣非归母净利润于 2014-2017 年稳定增长，于 2018 年在收入端增长、财务费用及所得税开支减少的双重驱动下实现了翻番增长，于 2019 年因收购以色列分销商 Nova 轻微下滑，于 2020 年受收入减少的影响同比下滑 40%至 0.85 亿元。为应对疫情的挑战，公司监控各国疫情及需求变动、及时调整各部门运营策略、协调附属公司执行相应复工计划，实现了 2020 年下半年营业收入及扣非归母净利润分别同比提升 3.2%、7.0%，整体逐步恢复。

图 3：公司营业收入稳定，疫情影响有限



资料来源：wind，天风证券研究所

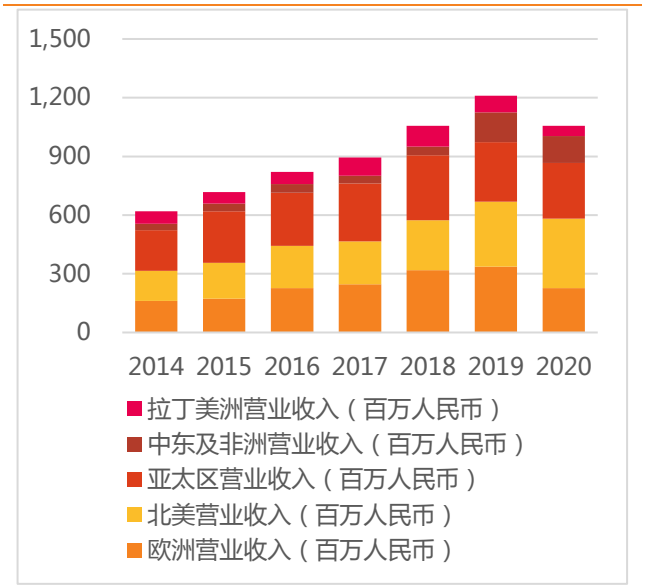
图 4：公司通过节省开支提升盈利能力，2020 年整体受到了疫情冲击



资料来源：wind，天风证券研究所

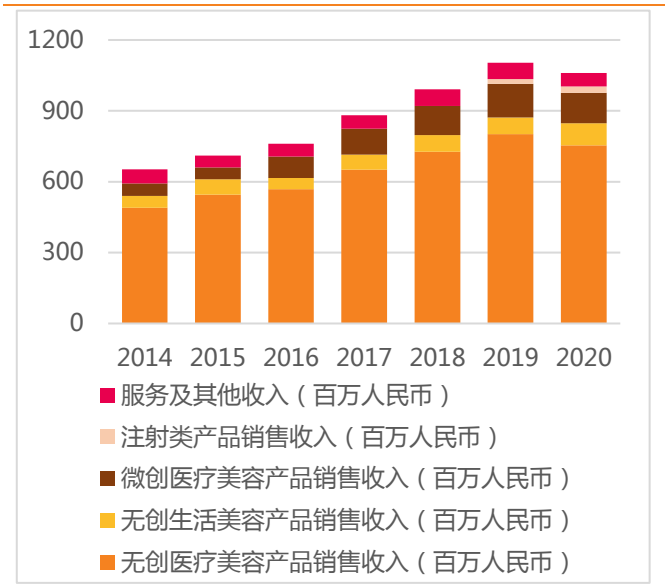
兼顾各地区市场与全产品线，业绩驱动力多元。公司在成立早期就已将市场定位于全球，并通过在各地区从分销向直销过渡，实现在各地区品牌知名度的提升及巩固，并强化与目标客户群体之间的沟通，同时公司具备丰富的产品线，有利于根据不同地区的需求情况重点发展在该地区相应产品的业务。在 2014-2020 年间，公司北美地区的营业收入稳定增长，欧洲及亚太地区两大主要市场的营业收入始终保持较高水平，且中东及非洲地区的收入在 2019 年由于收购 Nova 分销商迈上新台阶。从产品线维度看，公司主要收入来源为无创医疗美容设备，新板块注射类产品所贡献收入已较为明显，有望在未来随着产品在主要市场国家的获批成为公司新的核心板块。

图 5：营业收入地区拆分



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：营业收入产品线拆分



资料来源：公司招股书，公司年报，天风证券研究所

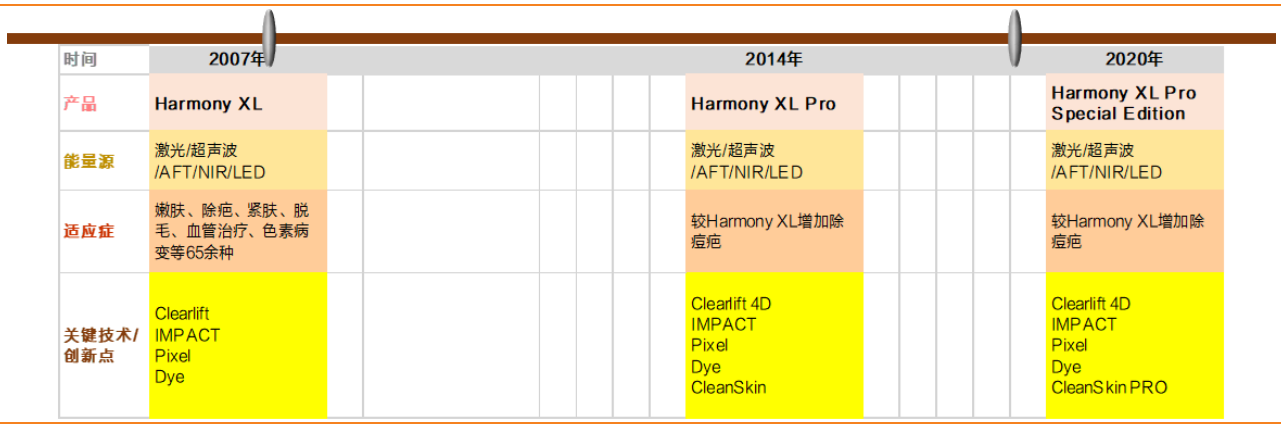
注：美元/人民币=6.44

2. Harmony 系列：提供皮肤管理综合解决方案

Harmony 系列是公司无创医疗美容产品线中用于改善多种皮肤问题的重磅平台，适应症超过 65 余种，第一款产品于 2007 年上市，热门品种 Harmony XL PRO 目前已在全球百余个国家销售。Harmony 系列采取模块化设计，汇聚了公司多个核心专利技术，能够为求美者提供多种治疗方案，其中 ClearSkin 在 2014 年推出，在 2020 年进一步升级为 ClearSkin PRO

并被 MyFaceMyBody 评为年度最具创新治疗。Harmony 的多个模块为匹配不同治疗需求提供支持，深受业内认可及求美者青睐。公司一方面通过优化各模块功效对产品进行升级，一方面积极寻找新的营销突破点，近期在中国通过 KOL 营销等方式在微博、微信公众号等热门平台进行线上宣传，强化品牌知名度。

图 7：Harmony 系列汇聚了公司多个核心专利技术，以强化功能、提升功效为导向持续优化



资料来源：公司招股书，公司官网，天风证券研究所

2.1. Clearlift 模块：全球首款分段式调 Q 激光，治疗方案灵活

Clearlift 为全球首款分段式非剥脱调 Q 激光，波长 1064/532nm，可用于去斑、去皱、去细纹、改善皮肤质地等多个与衰老相关的皮肤缺陷治疗，及去除纹身等，相对传统镭射美容能对肌肤更深度地镭射，无痛无恢复期，并且在 Harmony XL PRO 中引入 Clearlift 4D 技术，用于增加治疗深度档位，使求美者可根据治疗需求灵活制订治疗方案。

表 2：Clearlift 4D 技术在经典治疗深度基础上增加 4 种治疗深度

技术	治疗方案	适用范围
Clearlift 4D	Superficial Plus（非剥脱，25-100 微米治疗深度）	位于表皮层的症状
	Superficial（非剥脱，100-450 微米治疗深度）	
	Deep（非剥脱，750-1500 微米治疗深度）	位于真皮中层的症状
	Deep Plus（非剥脱，1500-2500 微米治疗深度）	
-	Classic（非剥脱，450-750 微米治疗深度）	位于真皮中浅层的症状

资料来源：Harmony XL PRO 说明书，天风证券研究所

2.2. Clearskin 模块：首个与持续接触冷却和真空技术相结合的非剥脱激光

应用在 Harmony XL Pro 的 Clearskin 是首个将非剥脱激光与持续接触冷却和真空机制相结合的技术，为一种 ER: Glass（铒玻璃） 1540nm 激光，主要用于治疗痤疮，这种技术结合的优势体现在：ER: Glass 1540nm 激光深度穿透皮肤，损伤皮脂腺并破坏痤疮丙酸杆菌，真空机制从毛孔中吸取堆积的皮脂，接触冷却在这个过程中保护皮肤并减少疼痛，从而舒适、安全、有效地从根源上治疗痤疮，同时还过刺激胶原蛋白更新减少痤疮疤痕的出现。应用在 Harmony XL Pro special edition 的 Clearskin PRO 每脉冲可产生高达 3000mJ 能量，可发挥双倍功效。

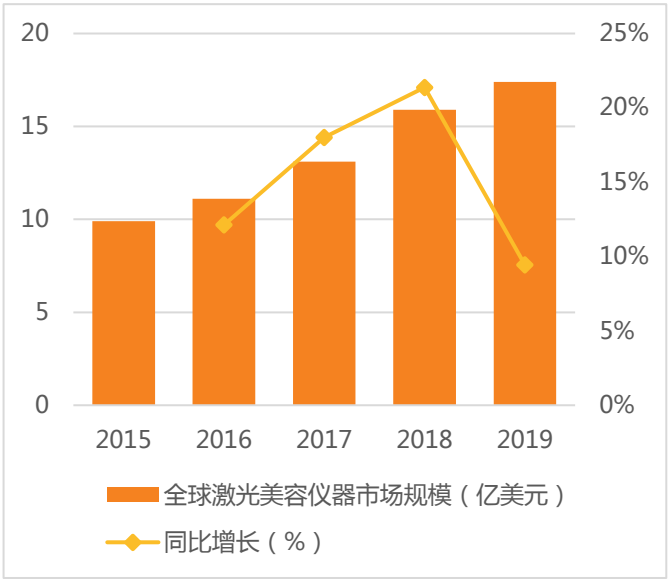
2.3. Pixel：点阵激光端头，有多种规格可选

Harmony 系列通过引入 Pixel 技术将点阵激光技术与分段式激光结合。除在公司各产品中广为应用的 In motion 端头以外，Harmony 系列设计了 Pixel 端头以丰富产品的治疗模式，可将单一光束分成多光束，从而使未治疗的皮肤部位处于已治疗皮肤临近部位，通过诱发皮肤的自然愈合反应刺激修复及更新，Pixel 具有 5×5、7×1、7×7、9×9 等多种规格的点阵激光，为不同目标治疗部位提供了有针对性的治疗方式。

2.4. 激光美容市场规模稳步提升，Harmony 可输送热门激光类型

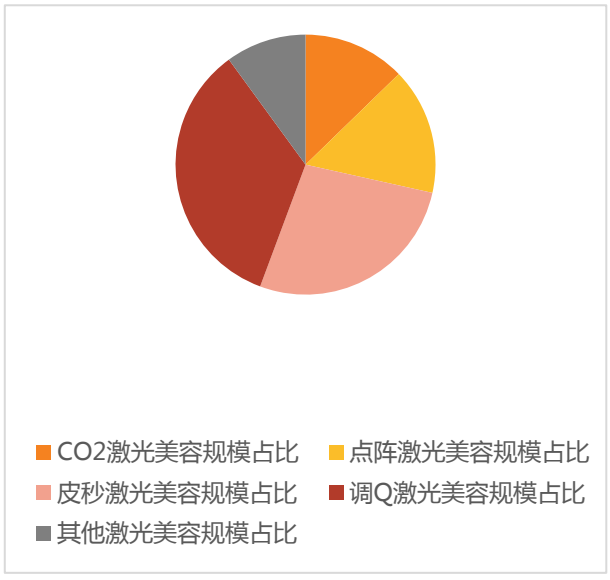
全球激光美容市场稳步增长，Harmony 已覆盖其中热门细分品种。根据前瞻网，全球激光美容仪器市场规模在 2015-2019 年复合增长率达 15.1%，其中 Clearlift 所属的调 Q 激光美容占比 34%，Pixel 端头所支持的点阵激光技术占 16%，分别为第一、第三热门的激光美容细分品种。

图 8：全球激光美容市场规模在过去稳步提升



资料来源：前瞻网，天风证券研究所

图 9：Clearlift 及 Clearskin 属于最热门的激光美容细分品种



资料来源：前瞻网，天风证券研究所

注：未考虑同属于多种细分品种的激光技术

Harmony 两大核心模块同属于较热门的非剥脱激光技术，助力公司在全球激光美容市场保持竞争力。激光在皮肤科领域的应用可根据治疗过程中对表皮组织的破坏性区分为剥脱治疗和非剥脱治疗，剥脱治疗的痛感较强，术后结痂，恢复期为 10 天左右，而非剥脱治疗过程中只有轻微不适感，术后 3 天内轻微红肿，几乎不需要恢复期，因此非剥脱治疗越来越成为当下快节奏生活中求美者的最佳选择，根据 future market insights，非剥脱疗法在激光皮肤科市场的份额已超过 2/3。公司以在早期就定位于热门赛道的 Harmony 系列作为在激光美容市场的核心竞争力，已在全球及中国地区分别占据 10%、23%份额。

2.5. 多模块配合使用可实现更理想的治疗效果

Harmony 各模块之间具有协同效应，配合使用可实现 1+1>2 的效果。为满足求美者对效果更高的要求，Alma Lasers 积极推荐 Harmony 系列的多模块搭配治疗，结合不同的机理叠加出更优的治疗效果。

表 3：Harmony 多模块配合使用可实现更理想的治疗效果

模块 1	机制 1	模块 2	机制 2	适应症	效果
ClearLift	刺激 III 型胶原蛋白新生	Clearskin PRO	清除多余皮脂，刺激 I 型胶原蛋白新生	肌肤年轻化及净肤	
Dye SR	基于 AFT 技术，缩短光谱以实现精准治疗	Clearlift	实现深度治疗	改善色素	
Dye VL PRO	缩短光谱范围并引入 In-motion 技术，提升治疗效率	LP Nd:YAG（长脉冲掺钕钇铝柘榴石）	支持对肌肤深层处较大血管的治疗	治疗血管病变	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 明星设备+高需求溶脂针，塑形产品线持续强化

3.1. Accent 系列：双剑合璧，射频模块与超声模块各具竞争力

全球仅有的“射超结合”医美设备，显著提升功效。Accent 是公司无创医疗美容产品中的射频美容系列，主要用于面部及身体提拉紧致，第一款产品于 2009 年上市，并在之后的两款产品中结合了超声技术，为全球仅有的“射超结合”医美设备，能实现强于射频设备或超声设备的治疗功效，其中 Accent Ultra V 在 2014-2016 年在中国强势放量，成为公司在中国地区的收入增长主要驱动力，该系列下的黄金热拉提 2.0 于 2021 年 5 月在中国推出，基于前代品种在中国受欢迎的程度，有望在中国成为新的明星品种，进一步为公司贡献可观收入。

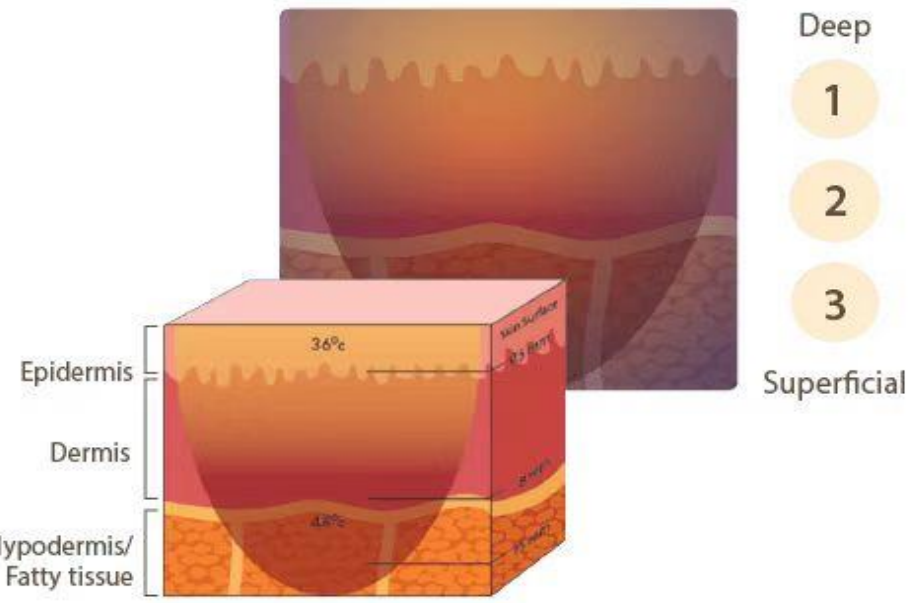
图 10：Accent 系列拥有独特的射频技术，并在后期结合了超声波技术，有效优化轮廓

时间	2009年	2011年	2016年
产品	Accent XL	Accent Ultra V	Accent Prime
能量源	射频	射频/超声波	射频/超声波
适应症	紧肤/减脂/靓肤	紧肤/减脂/靓肤/身体及面部塑形	紧肤/减脂/靓肤/嫩肤/身体及面部塑形
关键技术/创新点	单双极复合射频	射频与超声结合	射频与超声结合 Unipolar Pro及深度控制

资料来源：公司招股书，公司官网，天风证券研究所

Unipolar Alma Wave 及深度控制：频率远远高于传统射频，实现可控制的“隔空”深度加热。公司单极射频专利技术 Alma Wave 能够提供 40.68MHz 射频，将能量集中地送至肌肤深层，实现温度从表皮到真皮再到皮下组织逐渐升高，从而在达到治疗效果的同时有效降低治疗过程中的不适感。深度控制使仪器可通过档位调节选择治疗深度，依据皮肤区域、皮肤种类及适应症而定。

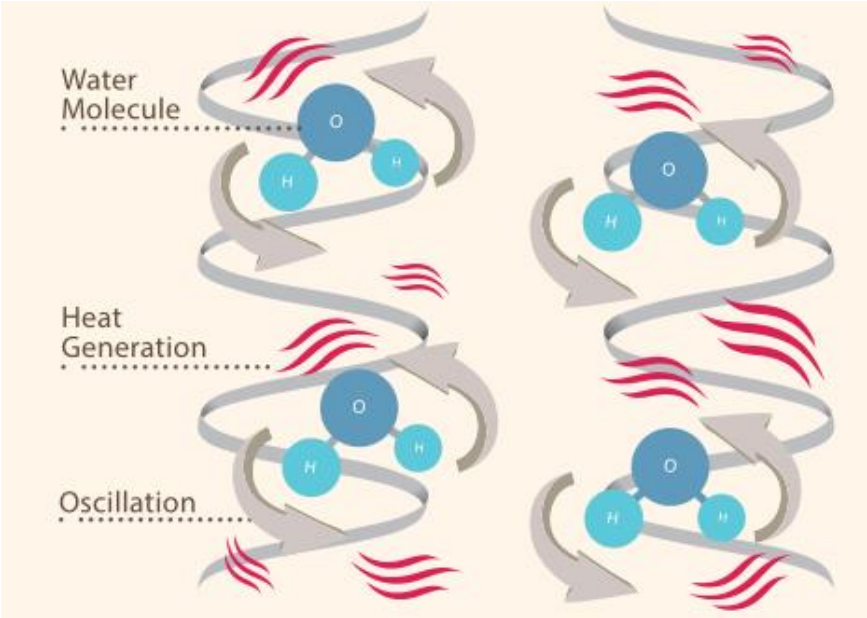
图 11：Accent 的射频模块可将能量更多地集中在肌肤深层



资料来源：Accent Prime 说明书，天风证券研究所

独特的电介质加热机制，峰值最高的射频能量，最大化目标区域的能量吸收并有效加热。电介质加热是 Accent Prime 的射频技术独到之处，其机制大致为：向组织输送高能量射频，引起组织内水分子快速旋转从而产生摩擦与震荡，由于皮肤中有大量的水分，因此这样的加热机制具有内生性，能更有效地为组织提供热能，引起皮肤纤维收缩，刺激胶原蛋白新生。此外 Accent Prime 输送的能量峰值为目前市面上最高，并通过阻抗匹配减少人体对能量源的反射，从而实现能量损耗最小化、组织的能量吸收最大化，显著提高治疗效率。

图 12：电介质加热机制借助水分子实现对组织的有效加热



资料来源：Accent Prime 说明书，天风证券研究所

Accent 系列的射频模块能够实现更深层次与更舒适的治疗，竞争优势明显。目前市场上 Accent 系列最主要的竞品为热玛吉 Thermage，Accent Prime（热拉提）凭借其独特的加热机理，可实现更舒适的深度治疗，具体体现在：1）治疗深度更深，能达到 SMAS 筋膜层，而 SMAS 层是影响面部皮肤衰老的真正根源；2）治疗时长更短，提升用户治疗体验的同时有利于医疗机构提升客流量；3）痛感更低，是痛觉较敏感的求美者的绝佳选择。

表 4：热拉提与热玛吉相比更安全舒适，恢复期短

产品	治疗深度	治疗时长	痛感
热拉提	档位可选，可分别作用于真皮浅层、真皮深层、SMAS 筋膜层	20 分钟	几乎无痛
热玛吉	作用深度不可调，加热表皮及真皮浅层	30~90 分钟	有痛感

资料来源：Accent Prime 说明书，Thermage 官网，医美视界有限公司官方公众号，悦木心妍有限公司官方公众号，天风证券研究所

横纵超声波结合，选择性击破深层次的脂肪细胞。Accent Prime 在超声技术方面的特色为声波横纵向结合，目前市面上大多数超声治疗仅能提供纵波，而横波的加入使 Accent Prime 的治疗深度能够达到真皮层，实现更佳的减脂效果，从而更好地协助塑形。

3.2. RZL012：有望位列国内首批合规溶脂针

溶脂针的主要成份有卵磷脂、左旋肉碱、胰岛素样生长因子，各通过不同的机理破坏脂肪细胞。溶脂针注射到脂肪层后，从多维度攻击脂肪，利用脂肪组织和微循环系统，使脂肪细胞逐步溶解并排出，实现定位减肥的功效，在脂肪丰富的面颊、手臂、肚子、大腿等部位均适用。

表 5：溶脂针主要成分及作用机制

成份	作用机制
卵磷脂	和溶脂针中的另一种成分脱氧胆酸钠相结合，破坏脂肪细胞膜，分解后的脂肪转变成水和其他脂肪微球，进入局部淋巴、血液参与身体代谢，最后被排出体外。
左旋肉碱	促进脂肪酸氧化，分解过大脂肪细胞

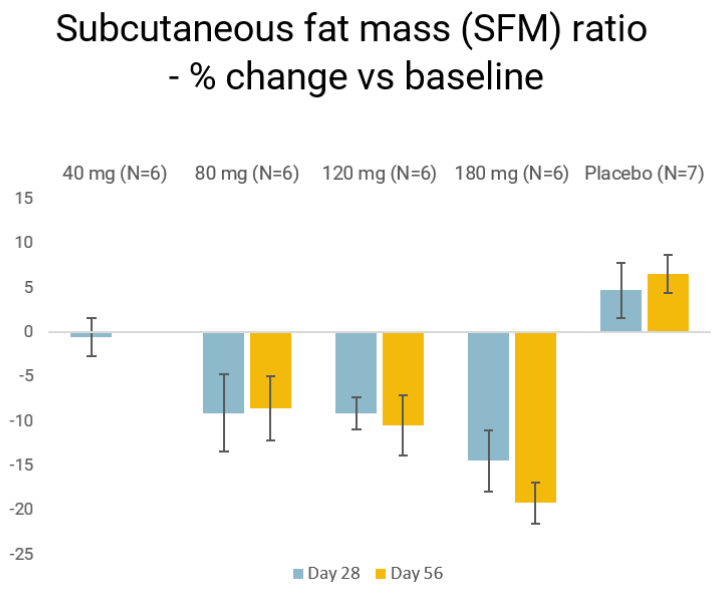
胰岛素样生长因子	参与调节脂肪细胞的生长和分化

资料来源：新氧，天风证券研究所

国际上有多款溶脂针在售，RZL012 有望成为首批取得国内注射证件的溶脂针之一。根据新氧展示，国际上已有超过 9 款溶脂针在售，而国内仅有获得妆字号批文的溶脂针，不具备合法注射资格。公司参与投资复星医药旗下的初创平台天津星魅，其已从 Raziel 获得长效溶脂针 RZL012 在大中华区独家临床开发和商业化权益，且公司将分两期完成对天津星魅的投资，第二期建立在 RZL012 在中国进入临床 III 期的基础之上，而在中国顺利完成临床 III 期试验也将支持 RZL012 成为国内首批可合法注射的溶脂针之一。

疗效已得到临床研究验证。在美国进行的 IIa 期临床研究初步表明，注射 RZL012 可诱导腹部脂肪细胞减少，所有剂量组均能在预后 28 天和 56 天时显著降低皮下脂肪厚度，其中 180mg 给药组皮下脂肪厚度减少 15%-20%。

图 13：RZL012 降低脂肪厚度的能力已得到临床研究验证

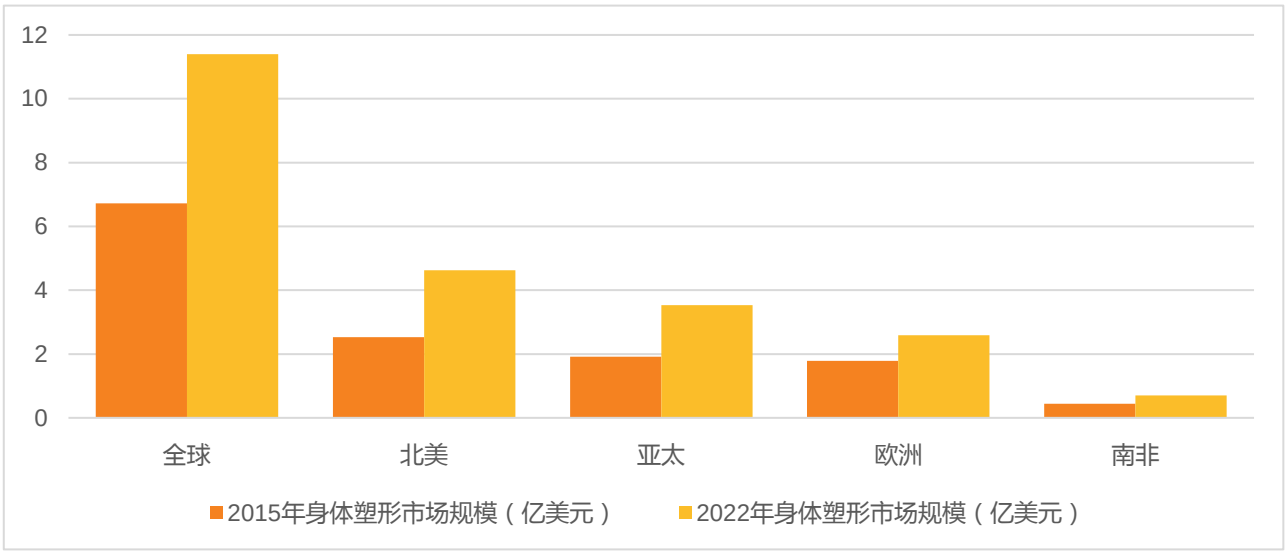


资料来源：raziel 官网，天风证券研究所

3.3. 身体塑形市场将进一步扩大，公司业务持续在主要市场发展

根据 Statista，全球及各地区身体塑形市场规模将在未来进一步扩大，至 2022 年达到 11.4 亿美元，其中北美、亚太、欧洲份额较大，公司已在这三个地区设立了多个直销子公司，有利于根据各地区的市场动向制订本土化的营销策略，推动 Accent 系列及 RZL012 溶脂针同步放量。

图 14：身体塑形市场将在未来进一步扩大



资料来源：Statista，天风证券研究所

4. 两条脱毛产品线以高舒适度为核心竞争力，定位于不同市场

4.1. Soprano 系列：冰点脱毛概念提出者

多角度创新改良，持续提高产品治疗效率及舒适度。Soprano 是公司无创医疗美容产品线核心系列之一，主要用于脱毛，基于公司的 In-motion SHR 核心专利技术，自第一代产品起即在有效脱毛的同时为用户带来了极高的舒适性及安全性，在此基础上，公司从能量源及端头技术出发，在 2014~2019 年连续推出三款极富创新性的产品，其中 Soprano ICE 于 2015 年获美容指南颁发的专科医生首选奖、最佳脱毛应用平台奖，Soprano ICE Platinum 于 2016 年获 MyFaceMyBody 最创新疗法奖，Soprano Titanium 从治疗舒适度和效率上进一步改进，上市后深受市场欢迎，已有逾 1800 万人接受过该设备的治疗。

图 15：持续提高治疗效率及舒适度的 Soprano 系列

时间	2006年	2009年	2010年	2014年	2016年	2019年
产品	Soprano XL	Soprano Accord	Soprano XLI	Soprano ICE	Soprano ICE Platinum	Soprano Titanium
能量源	激光	激光	激光	三种波长激光	三种波长激光	三种波长激光
适应症	脱毛/紧肤	脱毛	脱毛/紧肤	脱毛	脱毛	脱毛
关键技术/创新点	In-motion SHR	In-motion SHR	In-motion SHR	In-motion SHR ICE接触冷却	In-motion SHR ICE接触冷却 Trio聚二极管（光斑面积2cm²）	In-motion SHR ICE PLUS Trio聚二极管（光斑面积4cm²）

资料来源：公司招股书，公司官网，天风证券研究所

突破性技术 SHR In-Motion 奠定产品线护城河。在 Alma Lasers 推出 Soprano 系列之前，常见的光电脱毛疗法为强脉冲光（IPL），虽然比蜜蜡脱毛等方式更有效但会使求美者在治疗过程中会有较大的痛感，公司结合 SHR 及 In-Motion 两项核心专利技术，在安全无痛的条件下实现疗效的最优化。

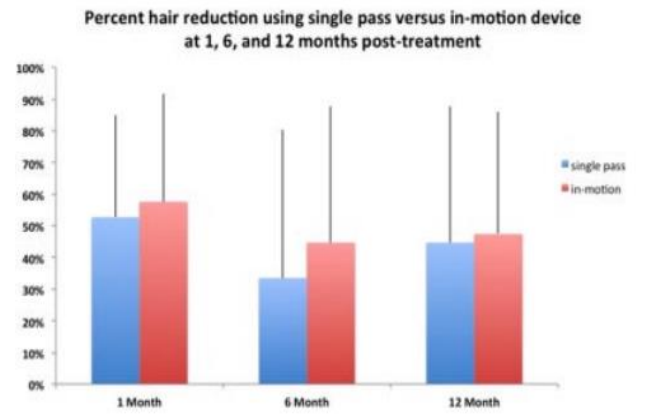
表 6：SHR 与 In-Motion 两大核心技术融合，催生新概念激光脱毛

技术	原理	优势
In-Motion	以滑动的方式，在治疗区域内重复移动设备，在减少密集性能量的条件下使肌肤吸收与传统方法等量的能量	➢ 治疗效率高，特别适合大面积治疗 ➢ 均匀治疗，从而实现相对无痛且不影响疗效 ➢ 最小化灼伤皮肤的风险
SHR	将高重复率的短脉冲送至真皮层，实现高平均功率和有效的热量积累，逐渐将真皮加热到有效破坏毛囊和防止再生长的温度	➢ 避免引起肌肤及周围组织创伤，精准损伤毛囊及防治毛发再生 ➢ 几乎无痛 ➢ 可有效满足肤色较深人群的脱毛需求

资料来源：公司官网，天风证券研究所

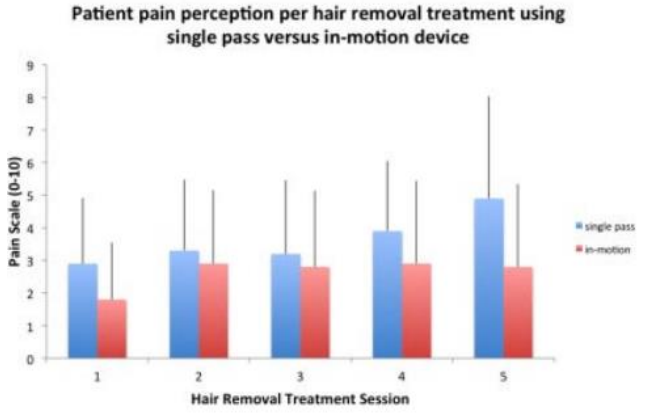
头对头对比证实两大核心技术使 Soprano 系列形成强大同类竞争力。Soprano XL 作为 Soprano 系列的第一代品种，凭借独特的激光输送方式在同类产品中脱颖而出，研究《A Comparison of Two 810 Diode Lasers for Hair Removal: Low Fluence, Multiple Pass Versus a High Fluence, Single Pass Technique》展示了 Soprano XL 和科医人的月光脱毛设备在疗效及舒适度方面的头对头对比结果：在治疗后的 1 个月、6 个月、12 个月，Soprano XL 治疗组的平均毛发减少量均高于月光脱毛治疗组，其中治疗后 6 个月的差异最大，分别达到 40.7%、33.5%；在治疗时的疼痛感方面，月光脱毛治疗组 vs Soprano XL 治疗组在 5 个疗程中疼痛级别的均值及区间估计值（在 95%置信水平下所得）分别为 3.6 vs 2.7 及（2.8，4.5） vs （1.8，3.5），差异在统计学上显著。

图 16：Soprano XL 较月光脱毛有效性更强



资料来源：《A Comparison of Two 810 Diode Lasers for Hair Removal: Low Fluence, Multiple Pass Versus a High Fluence, Single Pass Technique》，天风证券研究所

图 17：Soprano XL 较月光脱毛安全性更佳



资料来源：《A Comparison of Two 810 Diode Lasers for Hair Removal: Low Fluence, Multiple Pass Versus a High Fluence, Single Pass Technique》，天风证券研究所

三频激光技术为产品迭代提供新思路，为不同人群及治疗需求提供针对性的解决方案。Soprano 系列从 2014 年推出的 Soprano ICE 开始便从单波长激光设备优化至三波长激光设备，并且在最新的 Soprano ICE Platinum、Soprano Titanium 中引入 Trio 聚二极管技术，即能够在同一个端头中同时输送三种波长的激光，同时靶向毛囊组织中的不同结构，进一步提高在治疗效率方面的同类竞争力。

表 7：三种波长激光各具独特功能，一台设备可满足不同治疗需求

波长/名称	特点	靶向部位	适用范围
755nm/Alex	黑色素团对其能量的吸收最高，激光渗透层次最浅	毛囊隆突	浅色、细小毛发及嵌入层次较浅的毛发
810nm/Speed	黑色素团对其能量吸收中等，激光渗透层次中等，经典脱毛波长	毛囊隆突、毛球	四肢、脸颊部位毛发及胡须
1064nm/YAG	黑色素团对其能量的吸收最低，激光渗透层次最深	毛球、毛乳头	肤色较深人群，嵌入层次较深的毛发，如头发、腋毛、阴毛等

资料来源：公司官网，天风证券研究所

顺应需求变动趋势，最大程度发挥顶尖技术价值。第五代产品 Soprano Titanium 于 2019 年推出，对前代产品的 Trio 端头及接触冷却技术进行优化，显著缩短治疗时长并进一步降低痛感（从而支持选用更高密度进行治疗），一方面可为求美者节省时间，另一方面可使终端机构增加客流量，在当下脱毛需求增大、生活节奏加快、终端机构运营成本升高的背景下十分重要。

表 8：顺应需求变动趋势，最大程度发挥顶尖技术价值

技术	相对前代产品优化点	效果
Trio 端头	将输送光斑面积由 2cm2 扩大至 4cm2	可大约缩短一半的治疗时间
接触冷却	采用更先进的 ICE PLUS，使接触温度低至-4℃	更进一步降低痛感

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.2. 激光为兼具高效性和安全性的脱毛方式，市场规模快速扩张

激光脱毛为疗效及安全性最高的脱毛方式，有望在全球人均可支配收入增高的背景下逐渐成为主流。根据《Evidence-based review of hair removal using lasers and light sources》，常见的四种激光脱毛均在临床研究中表现出相对于 IPL、刮毛、蜜蜡、电解等传统脱毛方式更优的有效性、安全性及舒适性，其中有效性指标在两种治疗方式之间的差异在多个研究中在统计学意义上显著。虽然激光脱毛的单次治疗价格较高，但在目前仍处在 100~3000 元/部位的水平，可为大部分求美者所接受，且仅需 3-6 次持续治疗便可基本达到永久脱毛的效果，有望在人们生活标准提高、可自由支配收入增加的背景下逐渐成为主流脱毛方式。

图 18：大量研究表明激光脱毛为疗效及安全性最高的脱毛方式

其他方式 \ 激光品种	Nd:YAG	翠绿宝石	二极管	红宝石
IPL	Nd:YAG vs IPL 6个月后维持毛发减少的求美者比例：73% vs 64% 治疗后炎症比例：0% vs 45%	-	-	-
刮毛	5疗程Nd:YAG vs 1疗程 vs 刮毛：40%受试者实现50%以上毛发减少 vs 所有受试者实现25%以下毛发减少 vs 无受试者毛发减少	翠绿宝石激光 vs 刮毛 治疗后3个月所有部位中位毛发减少比例：27% vs -3%，差异在统计学上显著	研究1：观察到激光治疗显著优于刮毛治疗的效果，最高密度激光治疗下，一个月后毛发维持减少43%，三个月后毛发维持减少34% 研究2：二极管激光 vs 刮毛：治疗后20个月毛发减少率：（13-36%） vs -7%，差异在统计学上显著	红宝石激光+刮毛 vs 刮毛/蜜蜡 治疗后1个月及3个月，红宝石治疗组毛发生长抑制度在统计学上较对照组显著
蜜蜡	-	-	-	红宝石激光+蜜蜡 vs 蜜蜡 治疗后1个月及3个月，红宝石治疗组毛发生长抑制度在统计学上较对照组显著
电解	-	翠绿宝石激光 vs 电解 中位毛发减少比例：74% vs 35%，差异在统计学上显著 翠绿宝石激光治疗组痛感更轻 所有患者偏好翠绿宝石激光治疗	-	-

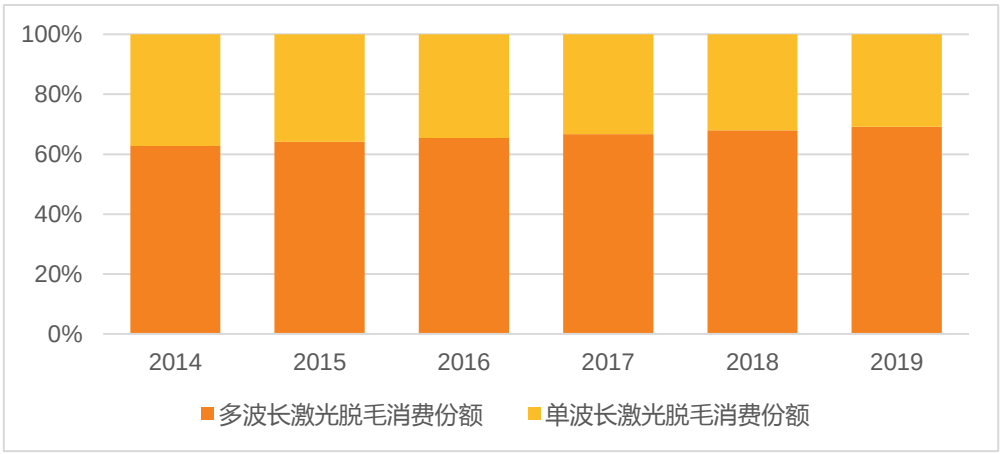
资料来源：《Evidence-based review of hair removal using lasers and light sources》，天风证券研究所

全球激光脱毛机市场在过去的几年迅速发展，未来将保持该增速水平。根据 QYResearch，2013-2018 年激光脱毛机的全球收入以 14.40%的较高增长率增长至近 5.16 亿美元，预计到 2024 年，全球激光脱毛市场规模将达到 13.22.亿美元。

4.3. 多波长激光脱毛备受青睐，公司在头部企业中竞争力显著

多波长脱毛器械备受市场青睐，越来越成为激光脱毛设备主流。从激光脱毛市场的消费端来看，多波长设备凭借其治疗多种毛发、多种人群时相对单波长设备的灵活性，在近年来占据更多的份额，且在 2014-2019 年间所占份额从 62.7%稳步提升至 69.1%，越来越成为大多数求美者的最佳选择。

图 19：多波长激光脱毛更受市场青睐，消费额占比逐年提升



资料来源：QYResearch 官方公众号，天风证券研究所

布局多波长脱毛设备的激光脱毛头部企业中，Soprano 系列唯一具备三种波长输出能力，最具灵活性。多个全球激光脱毛关键企业顺应求美者的脱毛需求，布局了多波长激光脱毛设备，Soprano 在其中唯一具备三种波长输出能力，而激光的波长越长则在皮肤中的透射深度越深、更集中作用于黑色素位置，因此不同类型的毛发、不同肤色的求美者最适合的波长有所不同，Soprano 系列在 2014 年即推出了可输出三种波长激光的品种，而市场上其他主要脱毛设备能输出的激光波长基本上少于两种，因此目前 Soprano 系列在毛发类型维度及受众人群维度较主要竞品有更细化的治疗精度，治疗方案最具灵活性。

表 9：布局多波长脱毛设备的激光脱毛头部企业中，Soprano 系列唯一具备三种波长输出能力

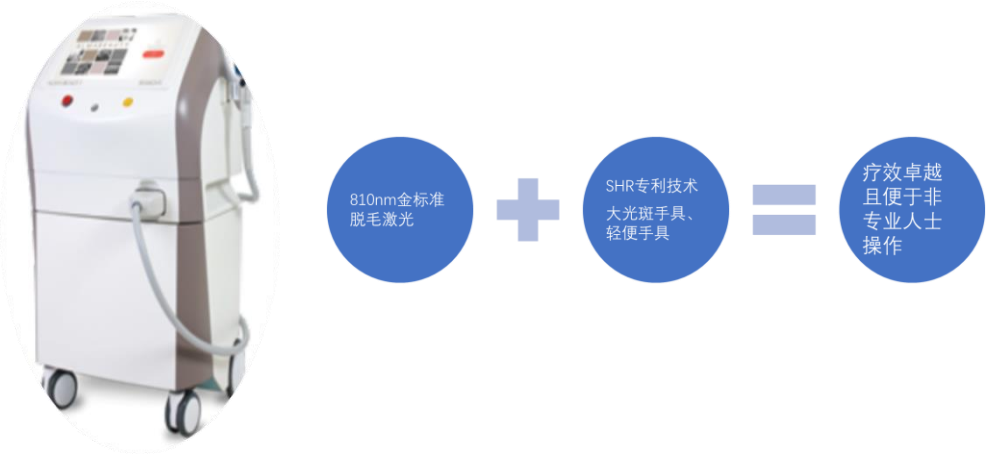
企业	主要脱毛产品	波长种类
Venn Healthcare	Lutronic Clarity	755nm+1064nm
科医人	LightSheer	805nm+1060nm
	SPLENDOR X	1064nm+755nm
Cynosure	Elite iQ	755nm+1064nm
	Elite+	755nm+1064nm
Cutera	Excel HR	755nm+1064nm
CANDELA	Gentle Pro	755nm+1064nm
Alma Lasers	Soprano ICE/ICE platinum/titanium	755nm+810nm+1064nm

资料来源：Venn Healthcare 官网，科医人官网，cynosure 官网，Cutera 官网，CANDELA 官网，天风证券研究所

4.4. Remove：针对美容诊所设计，实现 to B 端市场全面布局

差异化市场定位，实现脱毛产品在 B 端全面布局。基于 810nm 波长金标准激光脱毛，Alma Lasers 选择性结合已在 Soprano 系列中得到价值验证的关键技术-SHR In-Motion、SPEED 大光斑端头及 COMPACT 轻便端头等，打造了针对未获医学培训的人员设计的脱毛品种 REMOVE，并在 2015 年成功推向市场。REMOVE 同时具备卓越的疗效和可操作性，非常适合高端化经营、但不具专业医疗资质的终端机构使用，截至目前在全球已被超过 5300 家诊所引进，尤其受中国市场医疗美容机构的欢迎，有望在未来借助于复星医药强大的销售网络进一步渗透中国市场。

图 20：选择性利用关键技术，打造生活美容线代表 REMOVE



资料来源：Alma Lasers 官网，天风证券研究所

5. 高端注射填充产品具备双重功效，分销范围将扩展至国内

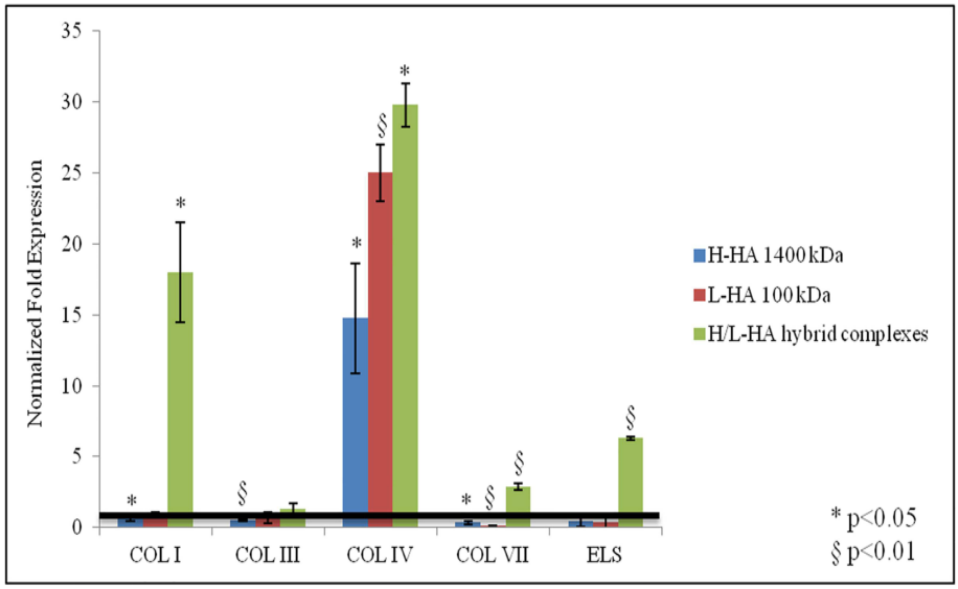
公司于 2018 年与瑞士知名药企 IBSA Derma 合作，分销其高端注射填充类产品 Profhilo 生物重塑治疗，现销售范围已覆盖以色列、香港、印度，受到市场热烈欢迎，已进入 Kaya Clinic 在印度 24 个城市的 70 余家诊所，且已开展在中国大陆的注册申请工作。该产品为首个不含任何化学交联成份的用于补水及改善皮肤松弛的透明质酸（HA）产品，每 2ml 含 32mg 高分子透明质酸（H-HA）和 32mg 低分子透明质酸（L-HA），是市场上透明质酸成分最高的产品，曾获 Anti-Aging & Beauty Trophy 2015-2016 年“最佳皮肤改善产品“奖，其主要产品优势包括：

1）**同时具备补水及提升作用，生物兼容性良好：**L-HA 从混合物中缓慢释放到表皮层细胞

间隙，从而在不引起炎症的同时起到补水作用；H-HA 在真皮层形成稳定的支架，起到填充提升的作用。

2）**有效刺激胶原蛋白及弹性蛋白：**Profhilo 将在肌肤中维持 28 天的稳定状态，在这段时间内 HA 从混合物中缓慢释放，持续刺激 4 种不同类型的胶原蛋白及弹性蛋白新生，从而使肌肤组织显著年轻化。根据研究《Hyaluronan Hybrid Cooperative Complexes as a Novel Frontier for Cellular Bioprocesses Re-Activation》，H/L-HA 混合物可快速强效地刺激 I、III、IV、VII 型胶原蛋白，以及弹性蛋白表达，预后 24h 时，H/L-HA 混合物治疗组的四种胶原蛋白及弹性蛋白的表达水平显著高于 H-HA 治疗组及 L-HA 治疗组。

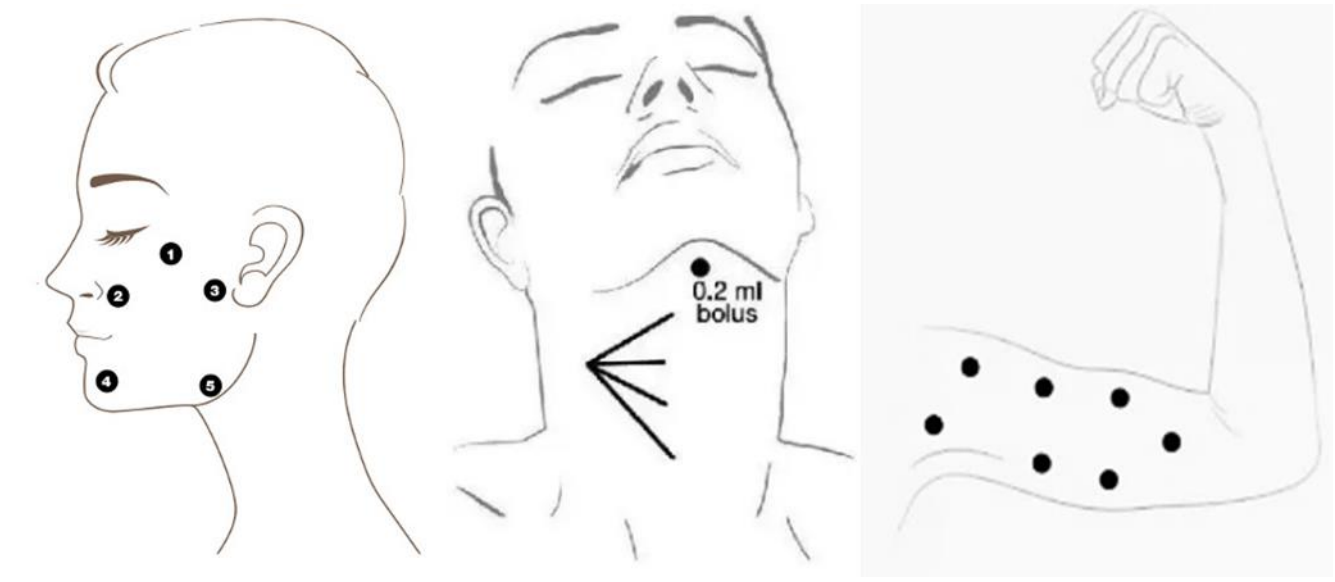
图 21：H/L-HA 混合物对四种胶原蛋白及弹性蛋白的刺激新生能力强于 H-HA 或 L-HA



资料来源：《HyaluronanHybridCooperative Complexes as a Novel Frontier for Cellular Bioprocesses Re-Activation》，天风证券研究所

3）**注射点位及疗程数较少，适用范围广泛：**Profhilo 的治疗范围包括面部、手臂、颈部、膝盖、手背等部位，其中面部治疗采取独创性的 BAP 五点注射法，依据解剖学原理在每侧脸部选定 5 个注射点位，上臂治疗、颈部治疗则分别采取类似的 SPT 七点技术、“爪”型注射法，使产品在治疗部位的扩散范围最大化，从而减少注射点位和疗程数，提升治疗舒适度及用户依从性。

图 22：Profhilo 注射点位较少，治疗范围广泛



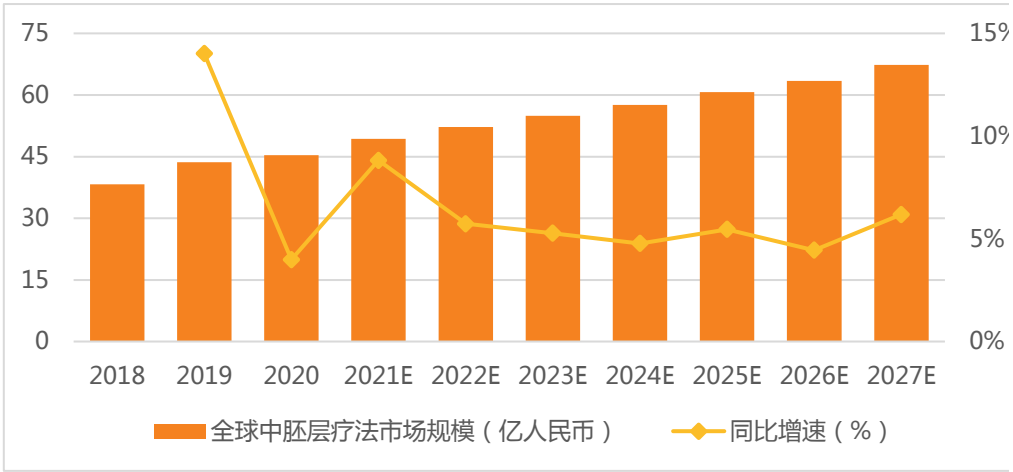
资料来源：IBSA 官网，广东省则美邦传媒有限公司官方公众号，天风证券研究所

4）**副作用小，安全性高：**Profhilo 由于不含有任何化学交联成份，透明质酸纯度高，因此可有效避免副作用的产生，显著提升安全性。

5）**稳定性更强：**和 H-HA 或 L-HA 相比，两者混合物在透明质酸酶的催化下更稳定，因此可在不含化学交联成份的同时达到较持久的治疗效果。

全球中胚层疗法市场规模将在未来稳步扩大，Profhilo 有望以独特机理在未来快速放量。由于 Profhilo 作用层次可达到真皮层，因此具有中胚层疗法的属性，根据 QYResearch，全球中胚层疗法市场规模在近年来稳步扩大，预计将在未来继续保持同比增长，至 2027 年达到 67.31 亿元的水平。Profhilo 具备区别于其他中胚层疗法的独特机理、卓越的生物兼容性、操作简便性、适用范围广泛性，有望随着在更多国家获批上市取得更高的市场份额，其中中国为人口基数大、求美需求旺盛的重要市场，预计 Profhilo 在近期于中国上市后可迅速放量。

图 23：中胚层疗法市场规模稳步扩大



资料来源：QYresearch 官方公众号，天风证券研究所

6. 牙科业务涵盖多个优质数字化产品，市场前景良好

公司于 2021 年 4 月与复星医药及其附属公司天津谦达达成协议，拟收购复星牙科全部股份，并制定了相关发展战略，主要包括四点：1）结合复星牙科的牙科专长与公司的美容知识，发展口腔美容业务；2）通过全球分销加快公司数字化牙科技术及服务的开发；3）将复星牙科在中国的进口分销能力整合至公司业务板块，以拓展公司的产品管线；4）探索交叉销售的机会。

复星牙科多年深耕国际前沿牙科器械引进，近年来持续建设数字化产品板块。复星牙科成立于 2002 年，一直专注于国际前沿牙科医疗器械的产品引进与技术服务，已成为国内最大的创新牙科医疗器械营销平台之一，并于 2010 年起陆续成立数字化牙科义齿加工中心、数字化牙科技术培训及体验中心，以推进数字化转型，致力于成为全球最先进的数字化牙科集成服务商，已拥有集物联网云技术，口内扫描逆向三维重建，3D 打印及五轴加工中心于一体的数字化牙科解决方案，除此之外公司业务范围还涉及牙科技工产品、临床产品在国内的分销，产品矩阵丰富多元。

图 24：复星牙科拥有丰富多元的产品矩阵，持续建设数字化产品板块

资料来源：复星牙科官网，天风证券研究所

表 10：复星牙科数字化产品凭借先进的技术和设计，形成卓越的治疗优势

品牌	产品	关键技术/设计	相关优势
星全口	3DF 数字化全口义齿系统	生物仿真，度身定制	吸附性更强，避免传统义齿说话或咀嚼时义齿脱落
		逆向工程及 3D 打印(Figure 4™)	➢ 实现更精准的修复效果 ➢ 缩短 40%的 3D 打印时间 ➢ 节省打印材料 ➢ 极大减少后期人工修整操作
		哥特式轨迹描记	➢ 提高患者舒适性 ➢ 显著减少医生繁琐的临床操作 ➢ 减少患者复诊次数
PIC dental	全口种植数字化印模定位仪	PIC 摄影定位技术	直接产生每个种植体之间的三维位置关系，快捷精准，一分钟完成种植定位
		专利旗形扫描杆	➢ 避免多颗种植时扫描杆互相遮挡 ➢ 适用于所有种植系统

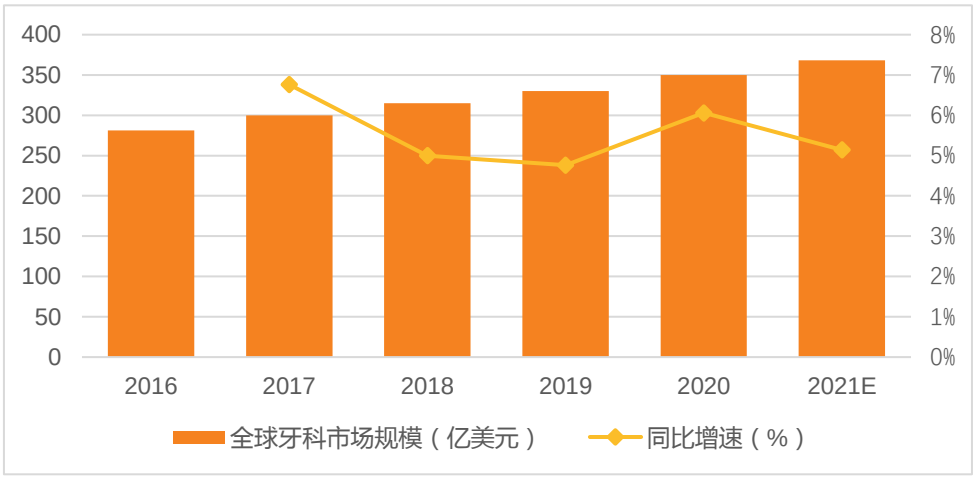
		PIC 文件	➢ 开放 STL 格式，兼容性强 ➢ 信息无法被篡改，治疗流程顺畅
Medit	T8 扫描仓	500 万像素摄像头 ,扫描镜头十字排列	➢ 扫描精度高达 4 微米，无需补扫 ➢ 避免扫描盲区
		超大扫描底盘	节省近 50%的扫描时间
		自适应底座调整	节省大量的人工底座调整时间
		印模阳模混合扫描	适用于龈下边缘、桩核桩冠等特殊区域
		虚拟底盘转移技术	满足更高的咬合设计要求
	I500 口内扫描仪	内嵌吹干功能	无需预先吹干牙面，节省治疗时间，避免唾液反光影响
		全开放文件格式	兼容性更强
		头部比同类产品厚度减少 20%	➢ 更适合亚洲人群的女性和儿童患者 ➢ 降低异物感
		内窥镜照相	实现更直观清晰的沟通
		AI 滤镜+颜色滤镜	智能识别舌体、粘膜及手套等多余数据并删除，减少椅旁工作量
		软组织锁定	避免因排龈线或基台取出后软组织反弹造成的遮挡和变形
		自动缺损修补	智能修补非重要区域的扫描缺损，提高效率
		美学及修复模块	➢ 彻底解决现有面扫数据无法与口内数据准确拼接的问题 ➢ 仅需 3 分钟即可完成数码微笑设计 ➢ 实现龈下肩台或桩核的精准扫描
		种植及基台模块	➢ 原厂基台无缝对接 ➢ 可实现原厂调改基台的数字化扫描及设计
		正畸分析模块	➢ 无需第三方 CAD 设计软件，一键生成可个性化调整的打印模型 ➢ 矫正效果自动模拟
Planmeca	牙椅	Planmeca PlanID 识读卡	在任意一台牙椅上开启个人设置
		折叠式腿垫，设置交谈位	➢ 方便患者出/入座椅，尤其对于老年人和身体行动不便的患者尤为有益 ➢ 为医患创造良好的沟通环境
		Ultra Relax 记忆棉椅垫	➢ 为患者提供更舒适的躺卧体验，尤其是接受长时间治疗的患者 ➢ 根据患者体重和体温做出反应，稳定患者定位
		与 PlanScan 口内扫描结合，工作流程一体化 ,通过椅旁平板电脑进行实时数据接收	便于牙医更好的专注于治疗过程
		Planmeca 创新理念吸唾管与过滤清洁系统	➢ 大幅简化治疗台杀菌清洁过程 ➢ 提高吸唾系统的清洁效果与治疗环境
		作为业内首家将牙椅与牙科管理软件进行连接	用户可更有效地加强设备操作管理与维护
	锥形束 CT（CBCT）	作为业内首家在 CBCT 中融合三维面部扫描	三维照片可应用于专业正畸、颌面与整形手术计划软件上，提供真实感强的文件，便于医患沟通，为量化患者的检查结果提供客观依据
		集成电子面弓功能	直接输出动态咬合数据
		直接获取 3D 根管形态	实现根管精准定位
		平均辐射剂量减少 77%，ULD 模式下甚至低于常规牙科全景片	减少辐射危害
	口内扫描仪	迷你扫描头	更适合亚洲人
		即热式芯片识别技术	➢ 内置软件记录扫描头的各项数据，便于医生回顾工作 ➢ 芯片即热，切换扫描头无需长时间等待

		首款内置龋病检测的口扫设备	有利于尽早发现龋齿
		恒牙及乳牙双重数据库	对成人及儿童有针对性的分类治疗
DG Shape	DWX-42W 切割机	刀库自动换刀系统	确保不间断生产
		结合 35 年先进技术特殊设计的主轴	➢ 性能强韧，效率出众 ➢ 无需大容量压缩机，适用于临床诊所端
		个性化基台	为临床客户带来更高盈利性的个性化基台切削方案
	DWX-4 切割机	4 轴联动切削和自动换刀装置	适合切割诸多种类材料，与 DWX-42W 切割机各具适用的切割种类范围
		集成式吹风机和负离子发生器	减少切割 PMMA 过程中灰尘积聚
3D SYSTEM	NextDent 5100 牙科打印机	连续数字光制造打印方式	比其他 DLP 打印速度快 4 倍，是目前打印速度最快的牙科 3D 打印机之一

资料来源：复星牙科官网，复星牙科官方公众号，天风证券研究所

全球牙科市场规模在近年来稳步扩大，预计公司牙科板块在未来拥有良好的市场前景。根据 Statista，全球牙科市场规模在 2016-2020 年实现了连续增长，预计在 2021 年将达到 368 亿美元的水平。复星牙科拥有全球一流的牙科产品分销能力与行业资源，同时顺应牙科行业的数字化发展趋势积极优化产品管线，预计在全球牙科市场需求稳步扩大的趋势下，复星牙科与公司整合后可借助公司在全球的销售网络实现优质产品在海外快速放量，同时复星牙科的产品线中有望增添更多的美学元素，以实现在口腔美容细分领域有所突破。

图 25：全球牙科市场规模在过去稳步扩大，预计在 2021 年实现更高水平



资料来源：statista，天风证券研究所

7. 盈利预测

关键假设：我们预计①公司医疗美容板块中三大旗舰系列的最新产品登陆主要市场国家进展顺利；②公司可凭借遍布全球的直销子公司及时对疫情动态做出反应，制订有效的营销策略对抗疫情的影响；③公司通过扩大其全球营销体系中的直销比例，不断提高毛利率水平；④公司注射填充产品以独特的产品性质在中国获批后快速放量，溶脂针于 2022 年在中国获批并以相对独占性快速放量，公司在全球的营销网络及美学特长成为牙科业务新的增长驱动力。

表 11：营业收入及业绩预测

单位：亿元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10.58	13.95	17.08	20.39
同比增速	-12.6%	31.8%	22.5%	19.4%
无创医疗美容营业收入	7.59	8.48	9.78	10.77
同比增速	-5.9%	11.8%	15.3%	10.1%
无创生活美容营业收入	0.94	1.16	1.20	1.23
同比增速	30.7%	24.0%	3.0%	3.0%
微创医疗美容营业收入	1.30	1.66	1.92	2.22
同比增速	-9.2%	27.7%	15.3%	15.9%
注射、牙科及服务等营业收入	0.75	2.64	4.19	6.17
同比增速	-60.3%	251.1%	58.6%	47.3%
归母净利润	0.87	1.45	1.61	1.82
同比增速	-40.0%	66.1%	11.5%	12.7%
无创医疗美容净利润		0.98	1.04	1.10
同比增速			6.2%	5.2%
无创生活美容净利润		0.11	0.10	0.10
同比增速			-5.1%	-1.6%
微创医疗美容净利润		0.19	0.21	0.23
同比增速			6.2%	10.7%
注射、牙科及服务等净利润		0.16	0.26	0.39
同比增速			61.0%	49.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司营业收入在 2019 年前稳步增长，在 2020 年受疫情冲击有轻微下降，公司在全球多个地区设有子公司，持续推进新产品在各地区的注册上市及渠道拓展，并在 2020 年将注射类产品及牙科业务作为新的重点发展板块，我们预计公司可在子公司的本土化营销策略、新产品快速渗透市场、新板块稳步发展的作用下，在 2021 年实现营业收入 13.95 亿元、归母净利润 1.45 亿元。可比公司平均 PS 为 8.6 倍，出于谨慎性考虑，给予一定估值折价，取 PS 为 7 倍，公司在 2021 年市值有望达到 118.59 亿元的水平，对应目标价为 26.82 港元。

表 12：可比公司估值

股票代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	营业总收入（亿元）				PS（X）			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
688366.SH	昊海生科	158.1	243.6	13.3	19.1	24.5	31.8	18.3	12.7	9.9	7.7
0867.HK	康哲药业	17.5	433.2	69.5	83.1	101.6	122.8	6.2	5.2	4.3	3.5
0460.HK	四环医药	2.9	275.8	24.9	35.2	48.7	72.6	11.1	7.8	5.7	3.8
可比公司平均			317.6	35.9	45.8	58.3	75.8	11.9	8.6	6.6	5.0
1696.HK	复锐医疗科技	14.0	62.1	10.6	13.9	17.1	20.4	5.9	4.5	3.6	3.0

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2021-2023 年昊海生科、康哲药业、四环医药营业总收入来自 wind 一致预测，复锐医疗科技营业总收入为本报告预测值；人民币/港币=1.2148

综上所述，我们认为，公司 2021 年市值有望达到 118.59 亿元人民币，对应目标价为 26.82 港元，给予“买入”评级。

8. 风险提示

1.能量源设备新产品在各地区的销售不及预期

公司的能量源设备为各机构用以盈利的固定资产，对于已配置相同功能旧设备的机构，将设备更新至公司的最新一代产品将发生较高的费用，因此公司最新一代能量源设备的销售额将受到各地区机构经营决策的影响。

2.溶脂针临床试验及注册进展不及预期

目前尚未有溶脂针在国内获批，预计此类品种在我国的临床试验及注册审批的流程较严格，若因此公司代理的溶脂针在我国上市的时间晚于预期，则将会对公司的收入带来负面影响。

3.注射填充产品在我国的接受度不及预期

在我国有多个用于中胚层疗法的注射填充类产品上市已久，公司代理的 Profhilo 虽性质独特且在海外颇受欢迎，但若国内求美者对其竞品的粘性较高，将影响 Profhilo 在我国的接受度及销售收入。

4.医美监管趋严对行业整体估值水平的影响

近期医美行业监管趋于严格，未来可能会对该行业进行整肃打压高毛利及行业乱象，可能会影响估值水平。

5.标的与可比公司存在一定估值差异

为满足可比性我们选择了与公司医美业务相近且市值较小的公司，其中包括的昊海生科为 A 股上市公司，存在一定估值差异。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com