

复锐医疗科技 (1696.HK)

报告日期: 2021年10月28日

# 产销研一体的能量源医美龙头, 打造全球美丽健康生态系统

## ——复锐医疗科技首次覆盖报告

✍ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎ 联系人: 王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊  
✉ 邮件: mali@stocke.com.cn

评级

买入

上次评级

首次评级

当前价格

HK\$13.92

### 报告导读

能量源医美设备王者再拓业务版图, 深化全球布局多点开花。

### 投资要点

#### □ 立足能量源设备, 承接复星医药“大医美”定位。

复锐医疗科技由复星医药控股, 定位复星集团大医美平台, 旗下核心子公司 Alma 成立于 1999 年, 是全球领先的能量源医美器械供应商。公司 2016-2020 年收入/净利润 CAGR 达 8%/15%, 21H1 营业收入/归母净利润分别为 1.25/0.16 亿美元, 同比增长 75%/198%; 销售毛利率/净利率分别为 57%/14%。

#### □ 能量源医美需求日常化, 壁垒较高行业向头部集中。

1) **需求日常化, 成长性佳:** 能量源医美(光电类医美)指采用激光、射频、超声等能量形式, 实现紧肤塑形、嫩肤、脱毛及私密美容等功效。较手术类项目, 其具有无创/微创、门槛较低的特征, 符合医美需求日常化趋势, 可作为对高频护肤品的中频补充。据 Frost & Sullivan, 15-20 年我国光电类医美及其他项目终端市场复合增长 26% 至 374 亿, 高于医美市场整体增速 7pcts, 预计未来 5 年将保持 21% 的高速增长态势。

2) **研发及资质壁垒高+并购整合加速, 强者恒强。** 据 Medical Insight, 2016 年中国市场 CR5 分别为 56% (以供货价计), 其中国际厂商具先发优势+技术产品口碑成熟, 占据中国 7 成以上市场, 预计未来竞争格局将维持稳定。16 年全球及中国光电类医美器械行业龙头分别为美国的赛诺秀和复锐医疗科技旗下的以色列 Alma, 市占率均为 16.2%。

#### □ 产销研一体化, 中国能量源医美器械龙头地位稳固。

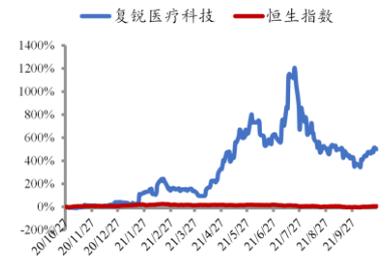
据 Medical Insight, 2016 年 Alma 全球/中国市占率分别为 4.4%/16.2% (以供货价计), 分别位列第 4 和第 1。公司具备产销研一体化能力, 自研能量源医美产品收入占比 97%, 预计未来每年推出 2-3 款新品(旧款迭代+创新新品)持续巩固市场地位。2020 年公司能量源医美收入占比达 93.5%, 其中无创医美/无创医美/微创医美收入占比分别为 72.2%/8.9%/12.4%。1) **无创医美:** 核心业务, 拥有 Accent、Soprano 和 Harmony 三大旗舰系列, 分别定位面部/身体塑形紧致、脱毛, 和综合性皮肤治疗平台(包括光子嫩肤等)。2) **微创医美:** 5G 天使光雕、菲蜜丽私密修复等产品分别瞄准塑形吸脂市场及私密整形市场, 发展前景广阔。3) **生活美容:** 主要为不破皮、门槛较低的大型设备, 对接下游美容院。未来重点扩展个护 C 端业务, 实现产品协同。

#### □ 注射填充、牙科、个护领域多点开花, 大医美平台雏形初现。

公司 18 年切入注射填充赛道, 20 年新设美容牙科及个护业务单元作为重点发展对象。

1) **注射填充:** 储备非交联填充类玻尿酸、更精准定位脂肪细胞的溶脂针、以及长效肉毒素产品, 差异化竞争优势明显。其中玻尿酸产品已在以色列、印度、香港上市, 2020 年注射填充板块贡献营收 425 万美元(同比+34.17%)。

2) **牙科:** 数字化赋能+业务渠道双协同。公司 21 年 7 月以 3.12 亿收购复星牙科 100% 股权, 复星牙科以代理进口牙科器械为主, 拥有口扫等技术、3D 打印、数字化一体加工中心等, 20 年收入 2.26 亿元。此举有望实现牙科与 Alma 光电设备及注射填充上等产品的协同销售, 并利用复星牙科专业化销售团队, 扩展公司的分销网络。



### 公司简介

全球能量源设备龙头企业, 背靠复星集团, 承接集团“大医美”定位, 业务遍及全球 90 多个国家。以能量源医美设备为核心, 逐步切入牙科、注射填充等领域。推出热拉提、5G 天使光雕等多款明星产品, 多元营销+直销布局助推公司品牌力形成。

报告撰写人: 马莉

联系人: 王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊

**3) 个护: 定位数字化消费品牌, 延伸能量源产品应用场景。**公司 20 年新设个护 BU, 将能量源仪器应用场景由医美机构 (无创/微创医美) 与美容院 (生活美容) 向家庭 (个人护理) 延伸。

**□ 推进直销开拓疆土, 北美及亚太市场爆发。**

公司持续加码直营布局, 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。14-20 年直销客户收益占比由 30.1% 提升至 55.5%, 拉动毛利率由 51.2% 提升至 55.7%。区域市场来看, 2020 年北美/亚太/欧洲/中东与非洲/拉美收入占比分别为 34%/27%/21%/13%/5%, 其中, 中国与北美已成为公司业绩最大驱动力。2020 年公司在天津新成立复锐医疗科技中国子公司, 未来将重点开拓中国业务, 持续受益于广阔的市场需求。

**□ 盈利预测及估值:**

公司产品端以能量源设备为重点, 积极切入注射填充、个护及牙科赛道, 打造医美生态圈。渠道端加码直销布局, 北美及中国市场火爆度持续。我们预计公司 21-23 年收入分别为 2.5、3.2、3.8 亿美元, 同比增长 52%、31%、18%; 归母净利润分别为 0.28、0.35、0.44 亿美元, 同比增长 106%、28%、24%, 当前市值对应 PE 为 29、23、18X。公司在能量源医美领域竞争优势明显、注射领域产品储备充足, 具备长足增长潜力, 值得重点关注, 当前估值较同业提升空间明显, 首次覆盖给予“买入”评级。

**□ 风险提示:**

市场竞争加剧的风险; 业务资质与产品注册不达预期的风险; 全球疫情反弹的风险。

**财务摘要**

(百万美元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	<b>162.09</b>	<b>246.70</b>	<b>323.93</b>	<b>382.76</b>
(+/-)	-6.59%	52.20%	31.31%	18.16%
归母净利润	<b>13.34</b>	<b>27.53</b>	<b>35.38</b>	<b>43.70</b>
(+/-)	-35.83%	106.39%	28.49%	23.55%
每股收益 (美元)	0.03	0.06	0.08	0.09
P/E	60.1	29.1	22.7	18.3

## 正文目录

<b>1.复锐医疗科技：集团赋能，产品为王</b>	<b>6</b>
1.1.能量源医美器械王者，多点布局打造“大医美”生态圈	6
1.2.复星集团赋能，驱动发展	8
1.3.持续研发修炼内功，推进直销开疆拓土	9
<b>2.能量源医美器械：如火如荼，市场空间广阔</b>	<b>11</b>
2.1.技术引领，产品多样化满足消费者需求	11
2.2.轻医美需求火爆，市场规模持续提升	13
2.3.监管趋严+壁垒较高，先发优势明显	14
2.4.竞争格局：进口厂商主导，国内起步较晚	15
<b>3.核心优势：能量源医美王者，打造医美生态圈</b>	<b>17</b>
3.1.能量源设备：行业龙头，产品矩阵丰富+技术领先	17
3.1.1.无创医疗美容：三大旗舰系列稳定，技术迭代	18
3.1.2.微创医疗美容：把握热门需求，明星产品助推	21
3.1.3.生活美容：新增个护业务向C端迈进，有望实现生美+医美业务协同	23
3.2.牙科业务：推进数字化布局，市场前景广阔	23
3.3.注射填充类产品：玻尿酸+肉毒素+溶脂针储备中	24
3.3.1.玻尿酸：非交联类注射填充，差异化竞争	24
3.3.2.溶脂针：前瞻布局减脂塑形赛道	25
3.3.3.肉毒素：承接集团资源，储备长效肉毒	26
<b>4.未来看点：加码中国深耕市场，数字布局塑造品牌</b>	<b>28</b>
4.1.推进中国业务布局，锁定医美广阔市场	28
4.2.多元市场营销赋能，数字项目加速建设	28
<b>5.财务分析：业绩回弹，周转良好，盈利量质双改善</b>	<b>29</b>
<b>6.盈利预测与估值</b>	<b>30</b>
6.1.盈利预测分析	30
6.2.估值分析	31
6.3.投资建议	32
<b>7.风险提示</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图 1：复锐医疗科技营业收入（百万美元）及增速	7
图 2：复锐医疗科技净利润（百万美元）及增速	7
图 3：复锐医疗科技收入拆分图	8

图 4: 复锐医疗科技股权结构 .....	8
图 5: 复星医药产业链布局 .....	8
图 6: 复锐医疗科技自研产品收入占比持续上升 .....	10
图 7: 复锐医疗科技直销客户收入占比持续上升 .....	10
图 8: 复锐医疗科技 7 大直销子公司 .....	10
图 9: 面部组织结构层次 .....	11
图 10: 光电技术的发展 .....	11
图 11: 主机与手具价格区间 (以 Alma 为例, 万美元) .....	12
图 12: 能量源医美器械由主机搭配手具进行治疗 (以 Alma 为例) .....	12
图 13: 中国医美终端市场规模 (十亿元) .....	13
图 14: 全球能量源器械市场规模及增速 (供货价, 亿美元) .....	13
图 15: 全球医美能量源器械市场按功效拆分 (供货价, 百万美元) .....	13
图 16: 合法合规医美机构数量占比仅 12% .....	14
图 17: 医美机构设备使用情况 .....	14
图 18: 16 年全球光电类医美器械竞争格局 (供货价口径) .....	15
图 19: 16 年中国光电类医美器械竞争格局 (供货价口径) .....	15
图 20: 2007 年与 2017 年国际市场医美器械竞争格局 .....	17
图 21: 复锐医疗科技各业务收入占比情况 .....	17
图 22: 复锐医疗科技能量源设备迭代 .....	18
图 23: 黑金 DPL 超光子仪器&In-motion 滑动技术 .....	20
图 24: 2019 年复购前 10 的医美细分项目 .....	20
图 25: 18 年与 20 年中国医美细分品类订单及排名变化趋势 .....	22
图 26: 18 年与 20 年中国医美细分品类客单价变化趋势 .....	22
图 27: 中国体重管理产品市场规模 (销售额, 十亿元) .....	22
图 28: 中国家用美容仪终端市场规模 (亿元, %) .....	23
图 29: 不同应用场景相辅相成, 实现业务协同 .....	23
图 30: 中国牙科器械市场规模逐年增长 .....	23
图 31: 复星牙科产品矩阵 .....	23
图 32: 以义齿产品为例, 复星牙科全链条数字化 3D 打印 .....	24
图 33: 复星牙科数字化中心 .....	24
图 34: 椅旁牙科+医美协同诊疗情景 .....	24
图 35: 我国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场规模 (供货价, 十亿元) .....	25
图 36: 溶脂针作用原理 .....	26
图 37: RZL-012 临床实验溶脂效果显著 .....	26
图 38: 中国溶脂针产品市场预期规模 (销售额, 百万元) .....	26
图 39: 全球肉毒素市场规模及增速情况 (供货价) .....	26
图 40: 肉毒素作用原理说明 .....	26
图 41: 中国医疗美容肉毒毒素产品市场 (按销售额计) (2016-2030E) .....	27
图 42: 复锐医疗科技各区域收入占比情况 (%) .....	28
图 43: 公司最新组织架构凸显中国市场重要性 .....	28
图 44: 复锐医疗科技各区域收入增长情况 .....	28
图 45: 公司举办 Alma Hybrid 设备全球首发直播 .....	29
图 46: Alma Clinic 云链接所有新款光电产品 .....	29
图 47: 复锐医疗科技毛利率和净利率 .....	30

图 48: 复锐医疗科技销售、管理和研发费用收入占比 .....	30
表 1: 复锐医疗科技发展大事记 .....	6
表 2: 复锐医疗科技业务矩阵 .....	7
表 3: 复锐医疗科技高管团队履历 .....	8
表 4: 复锐医疗科技全球销售渠道布局 .....	10
表 5: 主要皮肤类医美器械汇总 .....	12
表 6: 我国医疗器械分三类进行管理 .....	14
表 7: 近年医美器械相关重点政策文件 .....	15
表 8: 能量源医美器械市场玩家 .....	16
表 9: Accent 系列产品迭代 .....	18
表 10: 热拉提、热玛吉和欧洲之星产品对比 .....	19
表 11: Soprano 系列产品兼顾效率与治疗舒适度 .....	19
表 12: 市场主要医美脱毛仪器对比 .....	19
表 13: HarmonyXLPRO 搭载多种先进技术 .....	20
表 14: Harmony 系列部分手具 .....	20
表 15: 公司 2020 年推出 4 款新品 .....	21
表 16: 复锐医疗科技微创医疗美容产品 .....	21
表 17: 5G 天使光雕与传统吸脂、冷冻减脂对比 .....	22
表 18: Profhilo 玻尿酸与传统玻尿酸产品对比 .....	25
表 19: 中国肉毒素产品梳理 .....	27
表 20: 复锐医疗科技财务摘要 .....	29
表 21: 复锐医疗科技驱动因素拆分(单位: 百万美元) .....	31
表 22: 可比公司盈利预测及估值(亿元) .....	32
表附录: 三大报表预测值 .....	33

## 1.复锐医疗科技：集团赋能，产品为王

### 1.1.能量源医美器械王者，多点布局打造“大医美”生态圈

**立足能量源设备、构建多元产品矩阵，承接复星医药“大医美”定位。**复锐医疗科技 (Sisram Medical, 1696.HK) 于 2013 年在以色列成立，核心子公司 Alma 成立于 1999 年，是全球领先的能量源医疗美容器械供应商，产品可用于进行无创医疗美容治疗，如脱毛、嫩肤、靓肤、血管治疗及色素性病变治疗、去除纹身、暗疮治疗、脂肪消减、身体塑形及紧肤。公司由复星医药控股，于 2017 年登陆港交所，是第一家在港股上市的以色列公司。公司以能量源医美器械更新迭代为重点巩固先发优势，自 2018 年先后切入注射填充赛道，牙科及个护领域，逐步全方位布局医美行业。

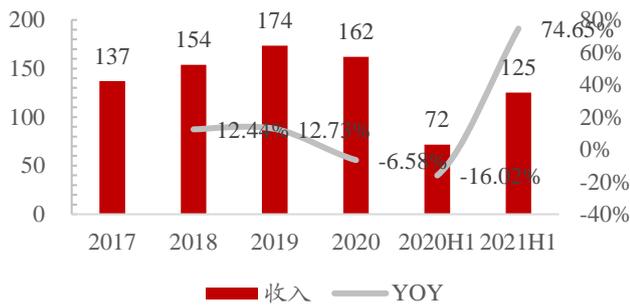
**表 1：复锐医疗科技发展大事记**

时间	事件
1999 年	Alma 的前身 MSQ 成立于以色列
2002 年	产品：推出其首个二极管脱毛平台 Mythos 500
2003 年	产品：推出以新一代荧光技术为基础的多应用美容治疗平台；渠道：借由中国分销商（飞顿）进军亚洲市场
2004 年	产品：推出专有的单极射频技术用作美容治疗，并推出嫩肤的 Harmony 产品
2005 年	产品：首发 Accent 无创医美产品，成为公司明星系列；渠道：强化北美区域直销业务
2006 年	技术：与 Erbium Pixel 合作推出首款分段式消融激光并延伸至 CO2 激光；产品：推出首款 Soprano 无创医美系列产品，成为市场脱毛设备引领者
2007 年	产品：推出 HarmonyXL 无创医美产品，提供一站式皮肤问题解决方案
2012 年	业务：向 Quantel 公司收购皮肤科激光及光系统业务；渠道：于德国成立子公司拓展直销业务
2013 年	公司在以色列成立，收购 Alma 95.2% 的股权（2016 年完成剩余少数股权的收购）
2014 年	渠道：在印度成立附属公司拓展业务
2015 年	产品：推出为美容师而设的 Alma Beauty 生活美容品牌
2017 年	公司于港交所上市
2018 年	业务：与瑞士领先制药公司 ISBA 签订代理协议，布局注射填充赛道（玻尿酸）；渠道：收购自 2007 年开始合作的以色列 NOVA 60% 股权及余下股权的认购期权
2019 年	产品：推出首个用于塑身和面部整形的自体脂肪生产激光平台 BeautiFill；渠道：陆续在以色列、香港、印度等地引进 IBSA 医美注射填充产品
2020 年	产品：推出 4 款创新产品：Opus Plasma（针对疤痕、皱纹等）、Harmony XL PRO Special Edition（全新手具、嫩肤）、Derma Clear（皮肤护理、深度清洁）、Alma Hybrid4（多种能量源嫩肤、修复疤痕）；业务：开始布局牙科与个人护理业务；投资天津星魅作为复星医药旗下风险投资基金孵化初创平台，天津星魅与以色列 Raziel 签署协议，在中国独家代理其第一款注射类溶脂产品（RZL012 溶脂针，II 期临床中）；渠道：新成立复锐天津中国子公司，聚焦中国市场
2021 年	业务：复锐天津与复星医药及天津谦达（共同作为卖方）签订协议，3.12 亿元收购复星牙科 100% 股权，扩展牙科业务 产品：推出革命性无创塑形设备 Alma PrimeX 渠道：收购 Nova 剩余 40% 股权

数据来源：公司招股书，公司官网，浙商证券研究所

**利润复合增速达 27%，业绩恢复强劲。**2014-2019 年收入/净利润 CAGR 达 11%/27%。2020H1 公司受疫情影响收入及利润有所下滑，下半年中国及北美疫情恢复情况良好，驱动业绩强劲回升。20H2 公司实现营业收入 9036 万美元，环比/同比增长 26%/3%；实现净利润 894 万美元，环比/同比增长 56%/11%。21H1 受益于医美终端需求爆发以及疫情恢复，公司营业收入/归母净利润分别达 1.25/0.16 亿美元，同比增长 75%/198%；销售毛利率/净利率分别为 57%/14%。

图 1: 复锐医疗科技营业收入 (百万美元) 及增速



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 复锐医疗科技净利润 (百万美元) 及增速



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

**以能量源设备为核心, 辅以注射填充+牙科, 构造大医美生态平台。** 公司是国内能量源设备的领军者, 产品覆盖无创医疗美容、微创医疗美容和无创生活美容。自 2018 年以来, 公司一方面基于强大的研发能力进行能量源设备的新品推出及产品迭代, 巩固能量源龙头的领先优势; 另一方面陆续布局注射填充、牙科、个护领域, 构造大医美生态平台。

**能量源设备 (EBD):** 以无创医美设备为核心, 打造了 Accent (热拉提射频紧肤)、Harmony (辉煌精准嫩肤)、Soprano (冰点半导体脱毛激光) 等明星系列产品。微创医美以菲蜜丽 (私密护肤) 和 5G 天使光雕 (微创吸脂) 两款明星产品为主扎实推进。生活美容覆盖塑形、嫩肤、脱毛等领域, 由 B 端向 C 端迈进。2020 年能量源设备板块营收 1.52 亿美元, 收入占比达 93.6%。

**注射填充产品:** 公司已储备高品质玻尿酸、溶脂针和肉毒素, 其中玻尿酸已在以色列、香港、印度展开销售, 2020 年该板块营收超 430 万美元, 收入占比 2.6%。

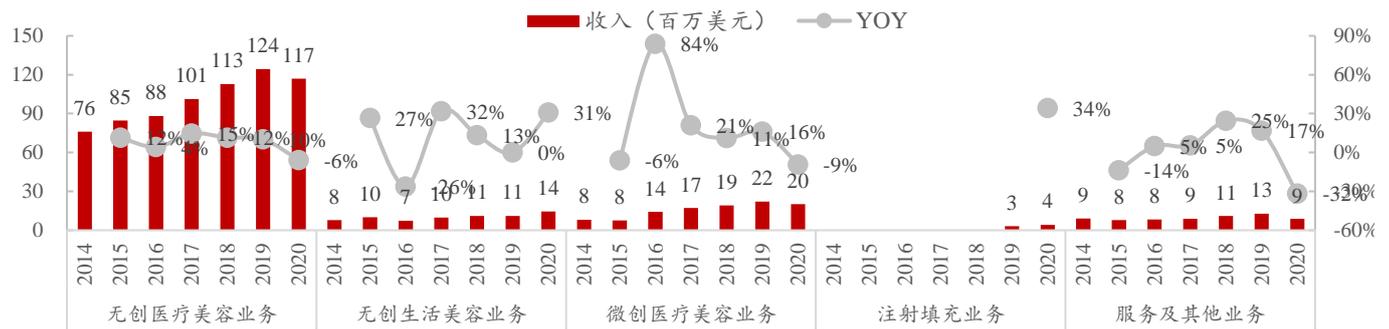
**牙科和个护:** 公司在 2021 年将复星牙科纳为全资子公司, 借助其先进的数字化技术储备和丰富的合作商资源切入牙科赛道。

表 2: 复锐医疗科技业务矩阵

业务	主打产品	应用场景	特色技术	布局时间	收入占比
无创医美	Accent 系列 (热拉提)	面部与身体提拉紧致	射超结合	09 年推出首款	-
	Harmony 系列	嫩肤、色素性疾病等超过 65 种 FDA 认证适应症	20 余种激光手术搭配	04 年推出首款	72.2%
	Soprano 系列	脱毛	三种波长激光同时输送	06 年推出首款	-
无创生美	REJUVE、REMOVE、SPADEEP 等 (TOB)	塑形、嫩肤、脱毛等治疗	安全稳定的激光技术	13 年推出	8.9%
微创医美	Alma FemiLift (菲蜜丽)	私密修复	点阵 CO2 激光技术	12 年推出	12.4%
	BeautiFill (5G 天使光雕)	抽脂、脂肪填充	闭环脂肪转移	15 年推出	-
注射填充	IBSA (主要为 Prophilos 玻尿酸)	面部塑形、局部除皱、补水及皮肤修复	透明质酸含量高, 不含化学交联剂	18 年获代理权, 预计 23 年中国上市	2.6%
	RZL-012 溶脂针	减脂塑形	新型合成小分子 (NCE)	美国 IIb 期临床中, 预计 24 年中国上市	-
牙科	RT002 肉毒素	眉间皱纹、肌肉痉挛等	肽配方专利、不含人血/动物蛋白	21 年获中国代理权, 预计 21H2 美国上市; 2024 年中国上市	-
	数字化牙科业务	从口扫到建模打印全流程	生物仿真技术、独有的数据技术等	20 年新设牙科 BU, 21 年完成对复星牙科的收购	-
个护	生活美容仪器 (TOC)	家用, 脱毛嫩肤等	-	-	-

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所; 注: 收入占比采用 2020 年数据

图 3：复锐医疗科技收入拆分图

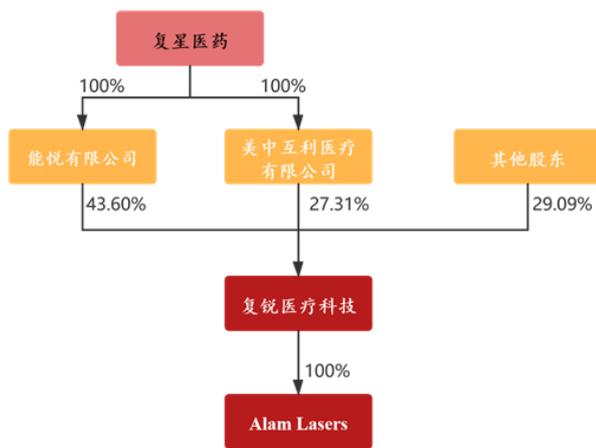


数据来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

## 1.2. 复星集团赋能，驱动发展

**复星集团控股，股权结构清晰。**复星医药通过能悦有限公司和美中互利医疗有限公司持有复锐医疗科技 74.76% 的股份。复星医药隶属于实控人为郭广昌的复星集团，业务覆盖医药健康产业链，主要包括制药与药品研发、医学诊断与医疗器械、医疗服务、分销与零售等。公司隶属复星医药医疗器械“大医美”板块，受益于复星集团强大的资金、产业链布局及市场渠道，在佛山市禅城区中心医院和重庆星荣整形医院（复星医药控股）销售医美器械产品，积累经验；并已承接复星牙科、肉毒素产品等优质资源。未来公司将继续借力复星医药的现有基础设施及网络优势，深化大医美生态布局。

图 4：复锐医疗科技股权结构



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：复星医药产业链布局



数据来源：复星医药官网，浙商证券研究所

**董事会与高管成员阵容豪华，具有国际视野与丰富经验。**公司董事及高管团队成员在医疗器械、公司营运等领域均具有多年实战经验。其中董事会主席刘毅深耕医药行业 20 余年，兼任上海复星医药集团医疗器械事业部总裁，历任国家食品药品监督管理局医疗器械司副主任科员等职，具有行业稀缺的监管部门背景，对公司业务规划和政策风向把握上具有前瞻性。

表 3：复锐医疗科技高管团队履历

高管	职务	履历
吴以芳	复星医药董事长、复锐	1969 年生，曾任徐州生物化学制药厂技术员，主任，生产科长，财务主任，厂长助理等职，后进入管理岗位，历任徐州(万邦)生物化学制药厂副厂长，江苏万邦生化医药股份有限公司总裁等职，于 2014 年-2016 年任上海复

	医疗科技非执行董事	星医药(集团)股份有限公司高级副总裁, 2016年10月起任复锐医疗科技有限公司非执行董事; 2020年起任复星医药董事长兼首席运营官
冯蓉丽	复星医药高级副总裁、复锐医疗科技非执行董事	1976年生, 历任多家公司人力资源主管、人力资源高级总监等职务。于2018年-2020年任上海复星高科技(集团)有限公司副首席人力资源官, 上海复星创业投资管理有限公司人力资源董事总经理。2020年4月至2021年3月任上海复星医药(集团)股份有限公司副总裁, 于2021年3月起任上海复星医药(集团)股份有限公司高级副总裁
汪曜	复星医药副总裁、复锐医疗科技非执行董事	1973年生, 历任上海汽车铸造总厂现场管理工程师、德隆国际战投委员会高级项目经理、宏普投资投资部经理、PENTAIR LTD 亚太区并购总监、Suntech Power Holdings Co, Ltd 投资和资产管理副总裁, 2014年起任上海复星医药(集团)股份有限公司副总裁
刘毅	董事长执行董事	1975年生, 北京大学管理学硕士, 高级工程师。历任国家食品药品监督管理局医疗器械司副主任科员, 市场监督司主任科员; 北京市医疗器械检验所副所长, 所长。现任复锐医疗科技董事长兼执行董事、上海复星医药(集团)股份有限公司副总裁、医疗器械事业部总裁、复星全球合伙人
Lior Moshe DAYAN	CEO 执行董事	1969年生, 曾于高科技电讯行业担任多个高级财务职务, 后于Lumenis Ltd. (科医人) 历任欧洲及西非市场销售总监、东南亚国家销售及营销部区域经理、供应链总监及医疗业务单位财务总监。后加入Alma任欧洲及亚太销售及营销部副总裁。于2017年起任复锐医疗科技首席执行官兼执行董事
步国军	CFO 执行董事	1976年生, 曾任职于Chindex International, Inc. 先后担任财务经理、高级财务经理、助理财务总监及中国区财务总监。2011年-2016年担任美中互利财务部总经理, 2017年1月起及2019年1月起, 分别担任美中互利医疗有限公司副总裁及上海复星医药(集团)股份有限公司医疗技术管理委员会副总裁, 现任复锐医疗科技有限公司执行董事兼首席财务官
Ran Ezioni	COO	1967年生, 曾于Arkal Automotive担任全球供应链、采购及资讯科技副总裁。在多个行业的全球营运、供应链管理、资讯科技、外包及服务与维护等领域拥有逾22年经验, 于2018年起任公司首席营运官
Avrahma Fabrbstein	首席策略官 北美业务首席执行官	1954年生, 于医疗美容器械行业拥有逾35年经验, 参与研发一种率先引入手术器械领域的激光。历任Sharplan/ESC Inc. 营运副总裁及Lumenis Ltd. 营运副总裁。于2013年起任公司北美业务首席执行官, 于2018年起任公司首席策略官

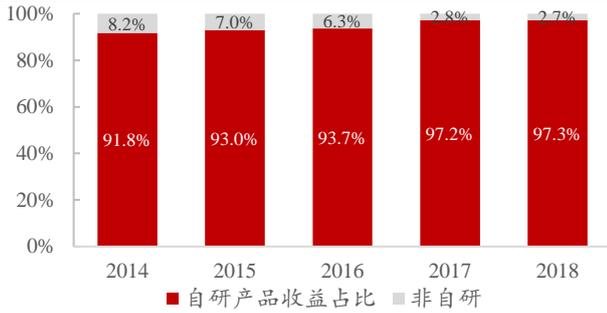
数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.3. 持续研发修炼内功, 推进直销开疆拓土

**研发为基, 新品迭出。**公司注重研发及产品创新能力, 每年投入研发开支占收入比例超6%, 公司现有研发人员67位, 占员工总人数13.8%, 其中超25%的研发人员拥有博士学位, 研发经验丰富。截至2020年, 公司在全球拥有55项专利技术, 52项专利申请。以强大的研发力为基础, 公司每年可保证至少2-3款能量源设备的迭代或新品的推出, 自研产品收入占比由2014年的92%提升至2018年的97%。研发储备方面, 公司目前在医美、皮肤医学、整形外科、妇科等积累有30余项临床及临床前研究, 并参与溶脂针深度研发。未来将继续保持高投入水平, 研发集中于提前抗衰老、再生医学及综合技术方面的下一代平台, 为技术升级及产品创新奠定基础。

**全球布局, 加码直销。**公司早年以区域市场分销的模式为主开拓市场, 随着公司品牌力的进一步形成, 公司不断加码直营渠道。2020年公司直营收入占比超55%, 产品营销范围涵盖超过90个国家和地区, 目前拥有7个直销子公司, 分别位于美国、以色列、德国、韩国、澳洲、印度和香港。中国市场方面, 公司和分销商飞顿自2013年开始形成独家合作, 深度绑定。

图 6：复锐医疗科技自研产品收入占比持续上升



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：复锐医疗科技直销客户收入占比持续上升



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 4：复锐医疗科技全球销售渠道布局

地区	主要销售模式	标志事件
欧洲	德国及奥地利	2010 年成立奥地利附属公司
	其他	2012 年成立德国附属公司
	其他	/
北美洲	美国、加拿大	2004 年在美国成立 Orion Lasers Inc. 公司并持股 25%，后于 2005 年完成收购，加强美国直销业务；2009 年扩展加拿大直销平台 2016 年在北美委聘 4 名分销商 2017 年于美国市场聘请 45 位销售代表
	中国大陆	2003 年借由分销商飞顿进军中国市场 2020 年成立天津子公司，聚焦中国市场
亚太地区	印度	2014 年成立印度附属公司
	韩国	2019 年成立韩国附属公司以加强直销 2019 年在韩国建立了一个为亚太国家提供服务的区域服务中心
	香港	2018 年成立香港附属公司以加强直销
	澳大利亚	2019 年成立澳大利亚附属公司以加强直销
拉丁美洲	其他	/
	其他	/
中东及非洲	以色列	1999 年起深耕以色列市场 2018 年收购合作商 NOVA 60% 股权及余下股权的认购期权，以实现分销向直销过渡 2019 年新设以色列直销办事处以加强直销;2021 年收购 NOVA 剩余 40% 股权
	其他	/
	其他	/

数据来源：公司招股书，公司官网，浙商证券研究所

图 8：复锐医疗科技 7 大直销子公司



数据来源：公司投资者交流材料，浙商证券研究所

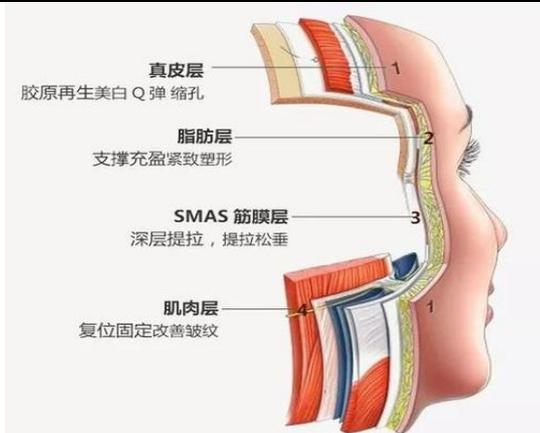
## 2. 能量源医美器械：如火如荼，市场空间广阔

### 2.1. 技术引领，产品多样化满足消费者需求

从功能来看，能量源医美器械具有**皮肤管理、减脂塑形、脱毛**等多种医美功能。能量源医美是指将激光、射频、超声等能量形式作用于皮肤的治疗技术，可实现**1) 皮肤管理**：美白、均匀肤色、祛斑、嫩肤、收缩毛孔等；**2) 抗衰/减脂塑形**：面部提拉紧致、减脂、瘦身等；**3) 脱毛**：面部、腋下、腿部等身体脱毛；**4) 私密护理**：私处年轻化等。

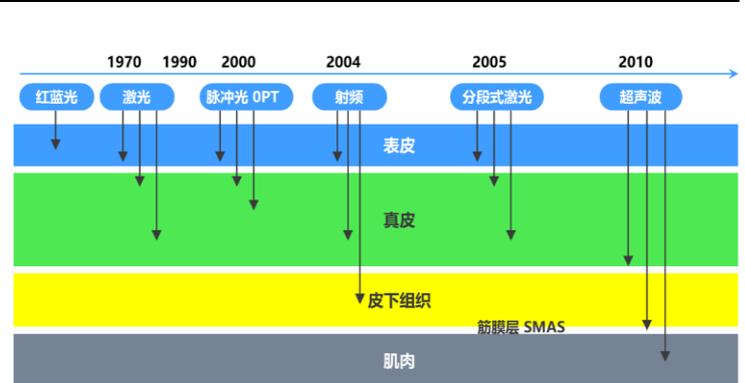
从工作原理来看，不同能量源技术可到达不同皮肤层，进而实现不同医美功效。例如能量源作用于表皮层，可实现祛痘、美白等功能；作用于皮下脂肪层可实现减脂塑形等功能；当深入作用于筋膜层时，可刺激胶原蛋白再生，实现抗衰的功能。

图 9：面部组织结构层次



数据来源：新氧，浙商证券研究所

图 10：光电技术的发展



数据来源：中关村产业研究院，浙商证券研究所

以能量源类型来看，医美器械可分为**光类、电类和超声类**。临床上通常秉持“色素疤痕的问题交给光、脂肪胶原的问题交给热”的原则，光电类医美治疗均需经历“破坏—再生”的过程。

(1) **光类**：包括**激光和强脉冲光（光子）**，常用于**祛斑/去红血丝、脱毛和嫩肤**。原理上利用光的选择性吸收物理特性，破坏组织中吸收特定光波的细胞，从而进行代谢与再生。其中，激光对单一靶色基的选择性高（具有单色性），破坏力强，通常用于祛斑/脱毛；强脉冲光对单一靶色基的破坏力较弱（具有多色性），通常用于综合性嫩肤（光子嫩肤）。

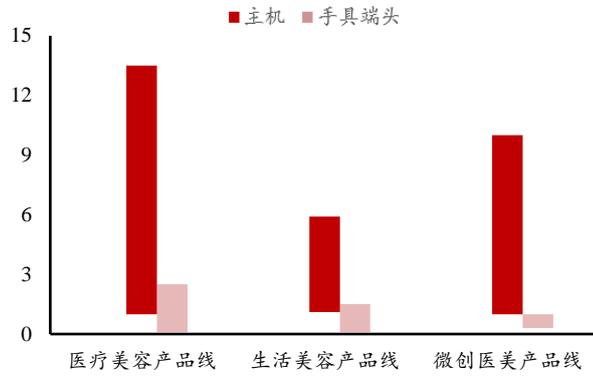
(2) **电类/超声类**：指**射频类和超声类医美器械**，常用于**紧致塑形**。原理上利用射频/超声释放高能量并传入皮肤，使目标细胞分子产生强烈共振，升温，激发组织自我修复机制。

**技术发展迅猛，推动行业迅速发展**。一方面，运用于医美的能量源的种类愈加多元，激光、强脉冲光、射频、分段式激光和超声波等能量源迭出，推动光电类行业迅速发展。另一方面，产品朝“**体验舒适化、定位差异化、功效更大化、仪器智能化**”的方向迅速迭代。

**技术的革新与需求的多元化也催生了行业“单主机+多手具”搭配售卖的业务模式**。能量源医美器械由主机和手具端头组成，其中由主机部分作为能量来源，搭配手具进行治疗操作，不同手具一般功能不同，部分系统支持手具互换。价格方面，主机占比较高。以复锐医疗科技为例，旗下 Alma 品牌能量源设备主机售价远高于手具端头，其中医疗美容产品主机价格最高，售价介于 1-13.5 万美元之间；生

活美容产品主机价格最低，售价介于 1.1-5.9 万美元之间，而手柄端头价格为 0.1-2.5 万美元不等。随着医美需求的多元化发展，厂商也愈发注重可搭载多手柄的产品研发。例如复锐医疗科技的 Harmony 系列搭配 20 余种运用激光、超声等技术的不同设计操作手柄，可用于嫩肤、祛痘印等超过 65 种 FDA 认证适应症。

图 11: 主机与手柄价格区间 (以 Alma 为例, 万美元)



数据来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图 12: 能量源医美器械由主机搭配手柄进行治疗 (以 Alma 为例)



数据来源: 公司官网, 浙商证券研究所

表 5: 主要皮肤类医美器械汇总

	项目	代表性仪器	定位/优势/特点	原理方法	效果持续时长	价格 (千元/次)	
电类	射频	热玛吉	Solta 第四代热玛吉 (较痛)、第五代热玛吉 (微痛)	皱纹、松弛、光老化	通过射频产热, 通过表皮将热量传递到真皮, 从而起到紧致提拉效果	一次起效, 维持 1-2 年	10-50
		黄金微针	韩国 INTRAcnel	缩小毛孔, 提拉紧致, 修复痘印疤痕等	结合微针和射频, 用微针针头刺入皮肤后, 再往皮肤里层施加射频能量	3-6 次/疗程, 每次间隔 1 周, 维持 2-3 年	2-6
		热拉提	飞顿热拉提一代、二代	皮肤松弛、鼻唇沟过深、下颌轮廓线模糊等	聚焦射频能量直达皮下 SMAS 筋膜层, 激活真皮胶原蛋白重组与再生	一次起效, 2-3 年	2-8
光类	激光	点阵激光	科医人 AcuPulse 微雕点阵王、UltraPulse 超脉冲点阵王	痘印痘坑、色斑、毛孔	用激光在皮肤上均匀打上微小孔, 引起皮肤生化反应, 促进深层皮肤胶原蛋白的新生	3-6 次/疗程, 每次间隔 1 月, 维持 1 年	1-6
		调 Q 激光	飞顿 Q-694 红宝石激光、赛诺秀 C6 雪肤仪	祛斑、纹身 (飞顿红宝石还具有脱毛功能)	选择性光热原理: 色素颗粒在吸收极高的激光能量后迅速膨胀破裂, 被周围的巨噬细胞吞噬后, 随淋巴系统排出体外	浅层斑 1-2 次, 深层 5-10 次, 5-7 天恢复期	2-5
		皮秒激光	PicoSure 赛诺秀蜂巢皮秒 (纹身等)、PicoWay 赛诺龙超皮秒 (浅层斑等)	皮秒: 祛斑嫩肤 (会结疤, 恢复期 3-5 天) 超皮秒: 洗纹身、去红血丝、祛疤祛痘祛细纹 (适用更广, 恢复期 1 天, 疗程治疗)	传统调 Q 激光为纳秒级别, 皮秒激光把这个时间降低至皮毛级别 (1ns=1000ps), 脉宽更低, 能量在更短时间爆破, 对黑色素的处理能力更强	2-5 次/疗程, 每次间隔 1-2 个月, 效果维持 1 年	3-5
光子	光子	IPL 光子嫩肤	奇致激光皇后光子嫩肤仪	基础技术。色素、红血丝、毛孔、细小皱纹	利用宽光谱强脉冲光直接照射于皮肤表面, 尖峰波 (疼痛感较强)	3-6 次/疗程, 每次间隔 1 月, 维持 1 年	1-3
		AOPT 超光子 (OPT 完美脉冲升级版)	科医人 M22 王者之冠 (AOPT)、科医人 M22 王者之心 (OPT)	综合嫩肤、美白	在 IPL 基础上迭代, 方形波使能量更为稳定, 提高舒适度。不同滤片对应不同的波段/皮肤问题 (OPT 有 6 个滤片, AOPT 有 8 个滤片; 对应表皮色素、毛孔粗大、痤疮等)	一个疗程 3-6 次, 每次间隔 1 月, 维持 1-3 个月	2
		DPL 精准脉冲光	飞顿辉煌 360、飞顿黑金超光子 (滑动治疗更高效, 无痛舒适)	针对性更强。针对浅层血管泛红/色斑 (分别对应手柄 500/550)	在 IPL 基础上迭代, 只发射窄谱光, 把能量集中在特定的波段 (通过不同手柄), 对应特定的皮肤问题。	一个疗程 3-6 次, 每次间隔 1 月, 维持 1-3 个月	1.8-3.5

超声类	超声	超声炮、超声刀 半岛超声炮、超声刀 (未 NMPA 批准)	皮肤下垂、松弛、皱纹	高强度聚焦超声波，迅速穿透表皮层，脂肪层、筋膜层，刺激肌肉组织收缩紧致，胶原弹力纤维再生	一次见效，维持 1-3 年	10-40
-----	----	-------------------------------------	------------	--	---------------	-------

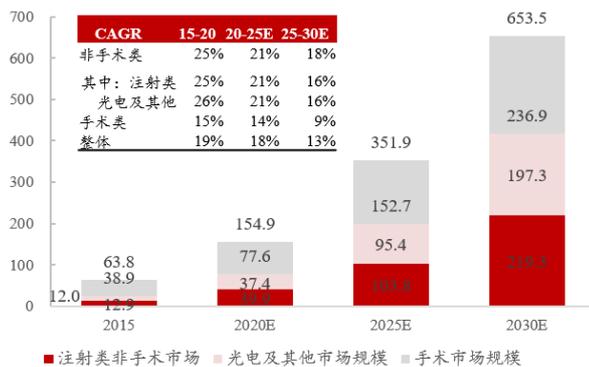
资料来源：新氧、小红书、浙商证券研究所

## 2.2. 轻医美需求火爆，市场规模持续提升

**医美需求趋向日常化，与护肤品形成互补。**与传统手术类医美相比，光电医美具有无创或微创、价格较低、恢复快、风险小等优点，符合现代都市女性医美需求方便化、日常化的发展趋势。同时，光电类医美在皮肤美白、缩小毛孔、嫩肤、紧致等方面效果立竿见影，可作为对高频护肤品（每天使用）的中频补充（一个月至几个月一次），对消费者而言，由化妆品到光电类医美的财务过渡和心理过渡自然。

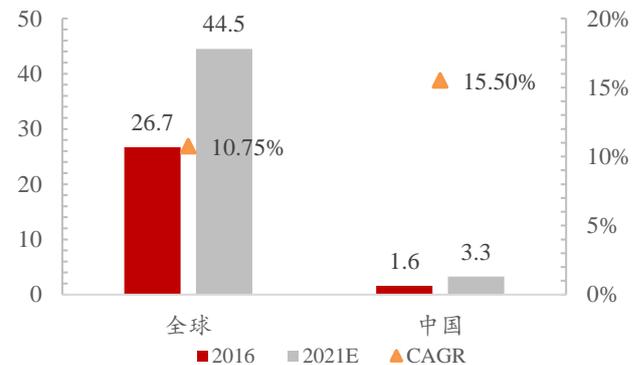
**轻医美终端需求旺盛，能量源医美市场规模占比约 48%。**医美市场可分为手术类与非手术类（轻医美），其中非手术类主要可分为注射类医美（如玻尿酸/肉毒素）和光电类医美。据 Frost & Sullivan 测算，轻医美市场规模在过去 5 年以 25% 的复合增速增至 773 亿（占比提升 11pct 至 50%），其中光电类及其他项目市场规模约为 374 亿，预计未来 5 年将保持 21% 的复合增速增至 954 亿。

图 13：中国医美终端市场规模（十亿元）



数据来源：Frost & Sullivan、浙商证券研究所

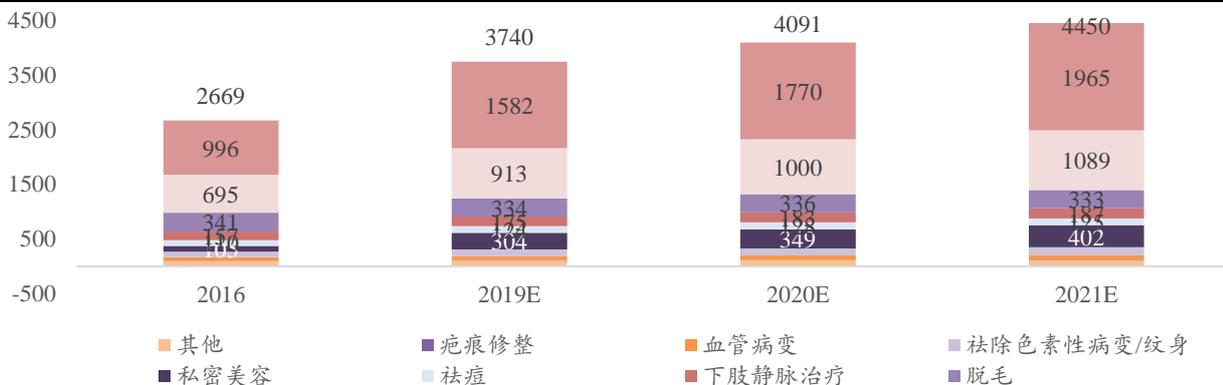
图 14：全球能量源器械市场规模及增速（供货价，亿美元）



数据来源：Medical Insight、浙商证券研究所

注：采用 Medical Insight 2016 版数据，及部分 Medical Insight 2018、2019 的数据

图 15：全球医美能量源器械市场按功效拆分（供货价，百万美元）



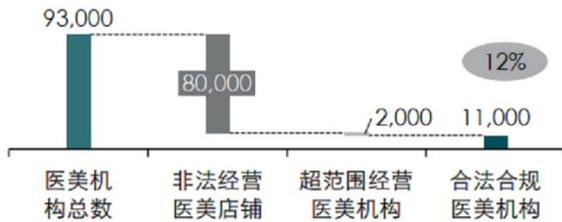
数据来源：公司招股书、Medical Insight、浙商证券研究所绘制

注：采用 Medical Insight 2016 版数据，及部分 Medical Insight 2018、2019 的数据

**医美市场教育度提升+监管趋严，正规医美器械市场潜力巨大。**根据艾瑞咨询统计，2019 年市场上有 9.3 万家机构开展医美项目，而其中仅 1.3 万家为合法医美机构。非法医美机构所用设备大部分由假货与水货构成，侵蚀了部分正规医美设备

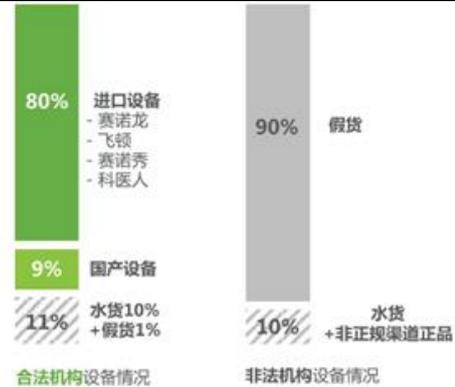
市场规模。随着光电类医美项目的不断普及，以及监管政策的持续规范，正规光电市场规模具备长足发展潜力。

图 16: 合法合规医美机构数量占比仅 12%



数据来源：艾瑞咨询、德勤咨询、浙商证券研究所

图 17: 医美机构设备使用情况



数据来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

### 2.3. 监管趋严+壁垒较高，先发优势明显

**大部分光电类医美仪器属第三类医疗器械，具备较高准入门槛。**按我国医疗器械分类管理标准，光电医美设备大多属于三类医疗器械，即最高级别的医疗器械，生产第三类医疗器械一般需通过临床验证，并经国务院药品监督管理部门审查批准，颁发产品生产注册证书，完成三期临床及审批等通常需 3-10 年。

表 6: 我国医疗器械三类进行管理

分类	风险等级	注册/备案	监管部门	临床试验	审批周期	医美产品类型	产品举例
I	低	备案	设区的市级药品监督管理部门	不需要	3-6 个月	医用敷料	
II	中	注册	省、自治区、直辖市药品监督管理部分	需临床试验，但若符合《医疗器械监督管理条例》相关规定可免临床试验	1-2 年 (不含临床); 3-4 年 (含临床)	部分光电类医美仪器、 医用敷料 (无菌)	Solta Clear&Brilliant 素颜光、 贝泰妮透明质酸修护贴敷料
III	高	注册	国家药品监督管理局	需临床试验，但若符合《医疗器械监督管理条例》相关规定可免临床试验	1.5-3 年 (不含临床); 3-10 年 (含临床)	大多数光电类医美仪器、 注射用透明质酸产品、 医用敷料 (无菌)	Solta 热玛吉第四代、 飞顿红宝石激光脱毛、 飞顿 5G 天使光、 科医人 M22 光子嫩肤

资料来源：CMDE、NMPA、医械咨询社区，公开资料整理，浙商证券研究所

**医美市场野蛮生长阶段已过，成熟龙头受益。**随着监管趋严，医美行业已开始由粗放式发展向精细化、规范化运营转变，行业进入加速洗牌阶段。据企查查，2016 至 2019 年间医美行业注销企业数呈上升趋势，2019 年倒闭的医美机构数量超过 2600 家。随不合法医美终端诊疗机构的出清，正规医美机构受益，而正规医美机构为正品光电类医美仪器的主要需求方，现有医美光电类龙头将充分受益于高确定性、高增长的行业红利。此外，在 2021 年 6 月的八部委联合整治行动中，相较于过去七部委行动，中国邮政局作为重要的新参与者，旨在从供应链条上打击走私水货保护正规行货药械，有利于医美器械龙头企业进一步巩固市场地位。

表 7：近年医美器械相关重点政策文件

时间	政策文件名称	规定内容	影响
2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	深化医疗器械流通体制改革，强化医疗器械安全监管，加强高端医疗器械创新能力建设，推进医疗器械国产化要求和展望	加强医疗器械管理，推进国产替代进程
2017年1月	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	正式提出要开展大型医疗设备集中采购	缓解医疗机构盲目追求进口高端备的恶性竞争
2017年10月	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施	深化审评审批制度改革，减少医疗器械审批程序负担
2018年1月	《医疗器械标准规划（2018—2020年）》	在2020年建成基本适应医疗器械监管需要的医疗器械标准体系，完成300项标准的制作修订	增强对各类医疗器械的监管力度，推动行业健康有序发展
2018年11月	《创新医疗器械特别审查程序》	继续深化供给侧结构性改革和“放管服”改革要求，推进审评审批制度改革	鼓励医疗器械创新，有利于推进国产替代进程
2021年6月	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法的通知》	严厉打击非法开展医疗美容相关活动的行为，严格规范医疗美容服务行为，严厉打击非法制售药品医疗器械行为，严肃查处违法广告和互联网信息	淘汰假货水货及出清非法黑机构，正规医美机构与医美器械公司受益

数据来源：国务院网站，卫健委网站，浙商证券研究所

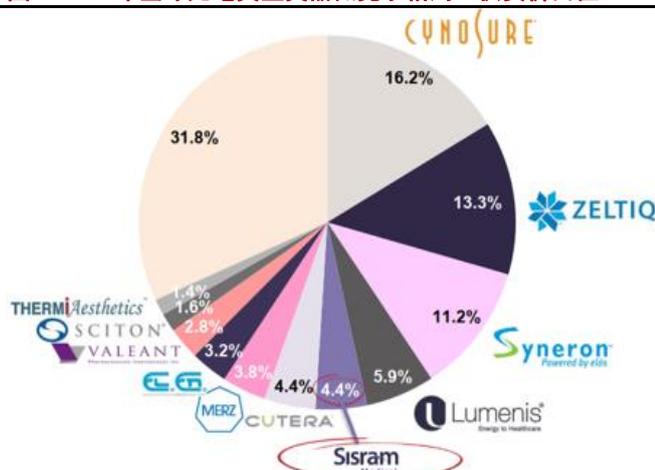
## 2.4. 竞争格局：进口厂商主导，国内起步较晚

**先发优势+技术及产品口碑成熟，国际能量源厂商在海内外市场占据主导地位。**国际医美能量源仪器起源于1960年代前后，早期欧洲企业技术较为先进，1990年前后美国、以色列相关企业成立并得到迅猛发展。2001年奇致激光成立，是中国本土第一家能量源医美器械公司。从市场竞争格局来看，外资企业先发优势明显，研发技术、产品及品牌均经过多年沉淀，因而在全球及中国市场均占据主导地位。据 Medical Insight 统计，16年全球及中国光电类医美器械行业龙头分别为美国的赛诺秀和复锐医疗科技旗下的以色列 Alma。

**全球：**2016年全球TOP5能量源医美器械公司分别为赛诺秀 Cynosure、ZELTIQ、赛诺龙 Syneron、科医人 Lumenis、以色列 Sisram Medical，对应市占率分别为16.2%、13.3%、11.2%、5.9%、4.4%，CR5达51%

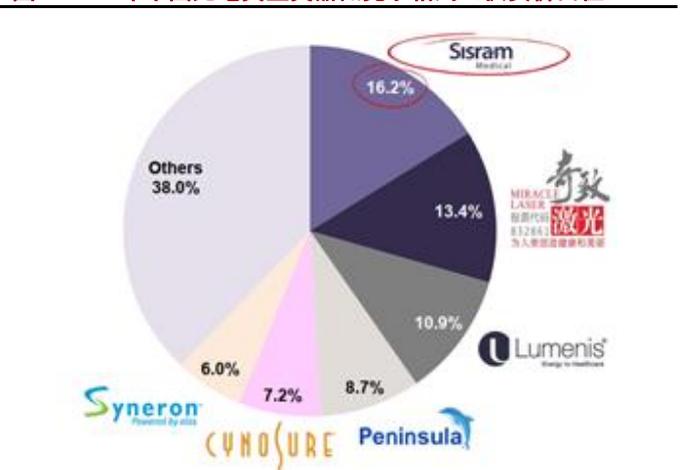
**中国：**2016年中国TOP5能量源医美器械公司分别为以色列 Sisram Medical、奇致激光、科医人 Lumenis、半岛医疗、赛诺秀，对应市占率分别为16.2%、13.4%、10.9%、8.7%、7.2%，CR5达56.4%。

图 18：16年全球光电类医美器械竞争格局（供货价口径）



数据来源：Medical Insight、浙商证券研究所

图 19：16年中国光电类医美器械竞争格局（供货价口径）



数据来源：Medical Insight、浙商证券研究所

表 8：能量源医美器械市场玩家

控股公司	国家	公司	总部	历史梳理	中国市场布局	布局领域	明星产品和定位
国外	CD & R	美国 Cynosure 赛诺秀	美国	赛诺秀于 1991 年创立于美国，2011 年、2013 年全资收购 ConBio 和 Palomar 两家激光公司。2017 年被 Hologic 收购，2019 年 Hologic 以 2.05 亿美元将其转手给 CD & R	1996 年成立苏州赛诺秀，进军中国市场。2021 年与奥园美谷合作开拓产后医美市场	光电医美器械	PicoSure 皮秒激光：祛斑除黑、净肤美白 5D 胶原光：祛斑亮肤、瘦脸紧致
	Abbvie 艾伯维	美国 ZELTIQ Aesthetics	美国	ZELTIQ 成立于 2005 年，于 2017 年被 Allergan 艾尔建收购（艾尔建 2020 年被艾伯维收购）	艾尔建 09 年正式进入中国市场，总部位于上海。ZELTIQ 旗下产品酷塑于 16 年在中国获批	冷冻溶脂医美器械	CoolSculpting 酷塑：冷冻溶脂
	Apax	英国 Candela 赛诺龙	以色列	1970 年成立于美国。2009 年收购 Candela，成立 Syneron Candela 公司。2017 年被 Apax 基金公司收购更名为 Candela	08 年在北京成立赛诺龙（中国），在北京、上海、广州相继成立办事处。16 年与华熙生物达成战略合作，华熙生物获其 Adeline 产品在我国的独家运营权	光电医美器械	PicoWay 超皮秒：祛斑除黑、净肤美白 VelaShape III：无创紧致塑身
	BPEA	英国 Lumenis 科医人	以色列	Lumenis 成立于 1966 年，后被 XIO Group 以 5.1 亿美元收购，19 年被 BPEA 以 10 亿美金收购	92 年进入中国市场；现有 8 个中国分公司（香港、北京、广州、上海、成都、沈阳、武汉、西安）	外科/眼科医疗器械、医美器械	LightSheer：月光真空无痛脱毛 M22 王者之冠：光子嫩肤
	Cutera	美国 Cutera	美国	1998 年成立	未布局中国	光电医美器械	truSculpt 塑身
	汉得资本	中国 Fotona 欧洲之星	美国 欧盟	1964 年创立于德国。2017 年被汉得资本收购。	中国总部于 08 年在北京成立，现已在广州、上海等地设多个办事处	医美器械：激光	Fotona 4D：抗衰/紧肤 Q Max 祛斑净肤激光：祛斑、净肤
中国	Valeant Pharmaceuticals	美国 Solta Medical	美国	成立于美国。2013 年被加拿大 Valeant Pharmaceuticals 威朗制药公司收购。	第四代热玛吉于 15 年在国内获批上市，博士伦为官方代理人。21 年成立中国公司（索塔上海健康管理有限公司）	射频医美器械	Thermage 热玛吉：紧肤、修复微小皱纹
	复锐医疗科技	中国 以色列 Alma	以色列	13 年复星医药成立复锐医疗科技，收购能量源医美设备龙头 Alma	03 年在北京建立中国区总部，进入中国市场后，以飞顿为经销商；截至 17 年已在中国设立 14 个办事处；20 年成立中国子公司	光电医美器械	热拉提、DPL 光子嫩肤、冰点激光脱毛仪
	新氧	中国 奇致激光	中国	01 年成立于中国。15 年挂牌新三板。21 年被新氧收购（对价 7.91 亿元，84.49% 股份）	2001 年中国第一台光子嫩肤设备在奇致激光诞生	医美器械、泌尿外科医疗器械	皇后光子嫩肤仪：祛斑、亮肤、嫩肤 Baby 无针水光：美白、去皱、祛斑
	华东医药	中国 R2 Technologies	美国	19 年被华东医药收购	2019 年获得 R2 公司研发的医疗器械在中国大陆、日本等 34 个亚洲国家或地区的独家分销权	光电医美器械	Cryomodulation 冷冻祛斑（未获得 NMPA 批准）
	昊海生科	中国 欧华美科	以色列、中国、法国	21 年被昊海生科收购	旗下拥有以色列 EndyMed（持股 48.98%）、中国镭科光电（持股 55%），参股企业法国 Bioxis	玻尿酸、光电医美器械	EndyMed：射频美肤设备；镭科光电：激光美肤设备；Bioxis：玻尿酸及几丁糖生物医用材料
	半岛医疗	中国 半岛医疗	中国	08 年成立于中国。13 年由皮肤治疗仪生产进军整形美容领域	14 年黄金微针、黄金微雕上市。2018 年开创“微创射频+蓝极光”妊娠纹综合解决方案	光电医美器械	黄金微针：紧肤、去皱、除臭 黄金微雕：吸脂

资料来源：各公司官网、网络公开资料、浙商证券研究所

**并购整合进程加速，掀医美生态圈潮流。**光电医美细分赛道丰富，定位与功能多样化，同一款产品的技术需经历多轮迭代。出于业务整合与功能拓展的现实需要，医美器械国际厂商除加大研发投入外，在过去十几年进行了一系列的并购整合，促进了全球医美器械行业的快速发展。从发展趋势看，市场由分散走向集中，由单一能量源走向多种能量源（如激光/射频→激光+射频），由单一类型需求走向多样化类型需求（如面部年轻化→面部、身体年轻化），由单一业务布局走向多样化业务布局（如能量源医美器械→能量源医美器械+注射类医美产品）。

图 20：2007 年与 2017 年国际市场医美器械竞争格局

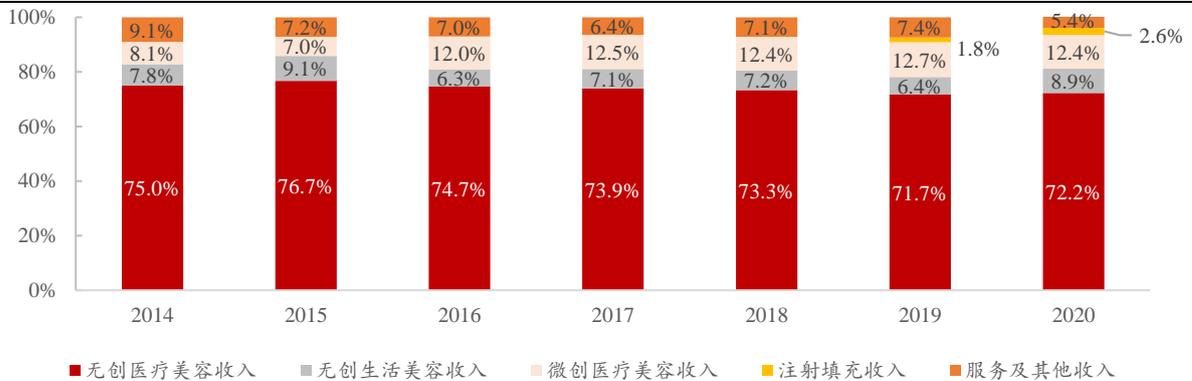


数据来源：各公司公告，浙商证券研究所绘制

### 3.核心优势：能量源医美王者，打造医美生态圈

公司以能量源设备为核心，打造“能量源设备+注射填充+牙科+个护”的医美生态圈。公司主要收入来源为以无创医疗美容为主的能量源设备，收入占比超 90%，其中无创医疗美容业务收入占比超 70%。18 年公司和瑞士领先制药公司 ISBA 合作，布局注射填充赛道（玻尿酸）；20 年新设牙科和个护领域，21 年以 3.12 亿完成对复星牙科的收购。

图 21：复锐医疗科技各业务收入占比情况



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 3.1.能量源设备：行业龙头，产品矩阵丰富+技术领先

集研发与生产为一体，造就全球及中国能量源医美龙头。由于以色列 Alma 在能量源医美仪器方面研发起步早、技术过硬、产品种类齐全，据 Medical Insight，2016 年以色列 Alma 全球/中国市占率分别为 4.4%/16.2%（以供货价计）。

图 22：复锐医疗科技能量源设备迭代

年份	无创医美	生活美容	微创
2006	Soprano XL: 脱毛, 紧肤		
2007	Harmony XL: 脱毛, 祛疤, 紧肤等		
2009	Accent XL: 紧肤, 减脂	Soprano Accord: 脱毛	
2010	Soprano XLI: 脱毛, 紧肤		
2011	Accent Ultra V: 紧肤, 减脂		
2012	Legato II: 嫩肤, 色素沉着 Pixel CO2: 嫩肤紧致 SINON: 色素病变, 去除纹身 ARION: 脱毛, 色素沉着 308 Excimer: 色素紊乱 IDAS: 血管适应症, 色素沉着 Burane II/Burane II XL1: 嫩肤, 去除瘢痕		
2013			FemiLife: 产后恢复, 阴道年轻化
2014	Harmony XL pro: 脱毛, 祛疤, 紧肤等 Soprano ICE: 脱毛		
2015		Remove: 脱毛 Rejuve: 紧肤, 脱毛, 塑形 Reform: 紧肤, 塑形 Reboost: 改善皮肤缺陷 Spa RF Pro: 紧肤, 塑形 Spa Slim2: 塑形	Vasculife: 静脉曲张
2016	PicoClear: 去除纹身, 色素沉着 Alma-Q: 嫩肤, 色素沉着 Accent Prime: 紧肤, 减脂, 塑形 Soprano ICE Platinum: 脱毛		LipoLife: 抽脂, 脂肪移植
2017	Harmony XL: 新涂药装置 (Zero) SINON Q: 新版本: SINON II Alma Q: 新顶部 (HomoGenius) Soprano ICE Platinum: 脱毛 Soprano Titanium: 脱毛		Liposense: LipoLife的新版本
2018	Opus Plasma: 紧肤嫩肤 DermaClear: 深度清洁, 补水 Harmony XL pro Special Edition: 嫩肤 Alma Hybrid: 嫩肤, 去除瘢痕	Alma Beauty SPADEEP: 塑形, 嫩肤	
2019			
2020			

数据来源：各公司公告，浙商证券研究所绘制

注：Accent Prime 在中国市场名为 ThermoLift（热拉提）

### 3.1.1. 无创医疗美容：三大旗舰系列稳定，技术迭代

**产品矩阵丰富，塑形紧致+脱毛+嫩肤满足多元化需求。**公司在无创医美设备领域深耕多年，逐步形成了以 Accent 系列、Harmony 系列、Soprano 系列为主打、辅助设备丰富的多元产品矩阵，针对无创医美领域几大重点需求——脱毛、嫩肤、塑形等均有布局。2020 年公司无创医疗美容收入占比约 72.2%。

#### （1）Accent 系列：射频超声技术结合，定位面部/身体塑形紧致。

第一款产品 Accent XL 于 2009 年上市（配备 3 个手具），2016 年推出 Accent Prime（中国地区名为热拉提 ThermoLift），结合超声波技术与 40.68MHz 聚焦射频技术，配备 12 种手具满足求美者多元需求。其中 Accentuate 手具可实现免持射频身体塑形治疗；Ultra Speed 超声手具治疗仅需 20 分钟，塑形效果更佳。相较于热玛吉等同类产品，热拉提具有性价比高、热损伤小、治疗深度控制灵活等突出优点，针对双下巴、婴儿肥等脸部脂肪较多和松弛问题优势突出。

表 9：Accent 系列产品迭代

产品名称	Accent pro (深蓝射频)	热拉提	热拉提 plus	黄金热拉提 2.0
时间	2005 年	2014 年美国、欧洲上市 2015 年中国上市	2019 年	2021 年
定位	身体塑型、面部提拉	祛皱、紧肤、溶脂	祛皱、紧肤、溶脂	祛皱、紧肤、溶脂
技术创新	单双级复合射频	聚焦射频：由深入浅精准加热	新波相聚焦技术 (NPM)：加快溶脂速度	“双聚能”射频技术 (横向+纵向聚焦)：作用更精准，效果更明显
维持时间	6-12 月	1-2 年，远期效果较弱	1-2 年，远期效果佳	1-2 年，远期效果佳
认证	FDA、CE、NMPA	FDA、CE、NMPA	FDA、NMPA	FDA

资料来源：公司官网、新氧、浙商证券研究所

**表 10：热拉提、热玛吉和欧洲之星产品对比**

名称	热拉提 Plus	热玛吉	Fotona4D
生产公司	Alma	SOLTA Medical	Fotona
定位	侧重提拉及减脂。适用于双下巴、婴儿肥等脸部脂肪较多和松弛问题	侧重紧致、收紧肌肤。适用于脸部较瘦而松弛者或修复微小皱纹	“分层治疗”解决相应问题，收紧皮肤、改善肤质、美白亮肤
技术	聚焦射频	单极射频	激光
频率	40.68MHZ	6MHZ	2940nm/1064nm 双波长
痛感	痛感较低，无需表麻	四代痛感明显，通常需表麻；五代有痛感，但较第四代明显提升	舒适
治疗范围	四档可选：真皮浅层、真皮深层、SMAS 筋膜层、脂肪层	相对热拉提深度较浅：真皮层+SMAS 筋膜层；全身包括眼周	表皮层、筋膜浅层、脂肪层、真皮层
价格	3400 元/次	四代：通常为 15000 元左右 五代：通常为 15000-30000 万元	8000-10000 元/次
疗程	可 1 次，1-3 次一疗程	四代：2-3 次 五代：1 次	3-5 次
维持时间	远期效果佳，一年+	1 年左右	9-12 个月
使用温度	表皮温度约 40 度，深层温度约 60-65 度	表皮温度约 60 度，深层温度约 50 度	可将温度瞬间提升到 40 度左右
认证	FDA、NMPA	FDA、NMPA	FDA

资料来源：小红书、新氧、公司官网、浙商证券研究所

**(2) 冰点脱毛概念引领者，Soprano 系列兼顾效率与治疗舒适度。**

脱毛属于典型“午餐美容”项目，效率和舒适度是核心竞争点。公司旗下 Soprano 系列是冰点脱毛概念推出者，2014 年推出的 Soprano ICE 产品将传统单波长激光革新至三波长激光，此后系列在此基础上迭代，同一个端头中可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，大幅提高脱毛效率；此外，后续产品系列还通过优化加热方式控制温度冷却皮肤，提高治疗舒适度。最新一代产品 Soprano Titanium 可通过线上智能平台实现全球数据实时共享，有助于设备进一步升级改造。

**表 11：Soprano 系列产品兼顾效率与治疗舒适度**

名称	推出时间	对应技术	产品优势
Soprano ICE	2014	Alex 技术 In-motion 传输技术	结合 Alexandrite755nm 波长的高吸收优势与二极管激光器在覆盖范围和舒适度方面优势 使激光保持恒定运动，确保完全覆盖
Soprano ICE Platinum	2016	SHR 渐进式加热方式 三种激光波长结合	有效损伤毛囊，同时避免对周围皮肤造成伤害 同时针对不同的组织深度和毛囊内的不同结构
Soprano Platinum	2019	ICE Plus 技术 4cm2 大光斑尺寸	将表皮风险降至最低，同时保持真皮内处理毛囊的热量 提高治疗速度 40%

数据来源：公司官网，浙商证券研究所

**表 12：市场主要医美脱毛仪器对比**

产品	Soprano ICE	LightSheer	GentlePro
公司	以色列 Alma	科医人 Lumenis	赛诺龙 Syneron
定位	冰点激光脱毛仪	月光真空脱毛仪	双波长激光治疗仪
技术	半导体冰点+三种波长激光	半导体冰点+激光+真空负压	双波长激光+DCD 冷却系统
激光波长	755nm+810nm+1064nm	800nm	755nm+1064nm
治疗范围	755nm:浅色、细小及较浅毛发 810nm:四肢及脸颊部位毛发胡须 1064nm:肤色较深及嵌入层次较深毛发	减少人体各部位的毛发及须部假性毛囊炎	去除毛发，治疗浅表性良性色素病变及皱纹
特点	三种波长激光满足不同治疗需求；几乎无痛，更冰爽舒适	快速脱毛+无痛脱毛+永久脱毛	DCD 系统节省冷却时间并提高患者舒适度
维持时间	3-6 个月	10 年以上	6 个月
认证	FDA、NMPA	FDA、NMPA	FDA、NMPA、CE

资料来源：小红书、新氧、浙商证券研究所

**(3) 搭配 20 余种操作手具，Harmony 系列可用于改善多种皮肤问题。**

Harmony 系列搭配 20 余种运用激光、超声等技术设计的操作手具，可用于嫩肤、色素性疾病、肤色不均、祛痘印、祛纹身等超过 65 种 FDA 认证适应症。

**表 13: HarmonyXLPRO 搭载多种先进技术**

名称	产品特点	对应技术	应用优势
Harmony XL PRO	超过 65 个 FDA 批准的适应症，覆盖全面的皮肤治疗	Q-Switched 分段式扫描激光	相对传统美容能对肌肤更深度辐射，无痛无恢复期
		Pixel 技术	将点阵激光技术与分段式激光结合，刺激修复更新
		ClearSkin 技术	非剥脱性激光与同步接触冷却和真空技术相结合，安全有效治疗痤疮

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

**表 14: Harmony 系列部分手具**

名称	图例	波谱	作用
1 DPL 精准 500		500-600nm	毛细血管扩张、痤疮红印、面部潮红、鲜红斑痣等血管病
2 DPL 精准 550		550-650nm	雀斑、日晒斑、老年斑等色素病治疗
3 NIR 红外 1300		900-1800nm	提亮肤色，收紧皮肤，改善皮肤弹性
4 可丽肤激光嫩肤		1064nm	全脸嫩肤，毛孔粗大、眼唇周皱纹、颈纹和各类色素病等
5 APT 570 光子嫩肤		570-950nm	皮肤表浅色斑的祛除，如雀斑、日晒斑
6 APT 540 毛细血管扩张		540-950nm	皮肤表浅血管问题的治疗，如毛细血管扩张、痤疮红印等
7 APT 650 毛发祛除		650-950nm	I -VI 型皮肤的毛发祛除
8 APT 420 痤疮		420-950nm	轻中度痤疮的治疗
9 Pixel2940 像束激光		2940nm	重度皮肤质地改善、痤疮疤痕、毛孔缩小、细小皱纹、皮肤赘生物去除等
10 LP1064nm 血管治疗激光		1064nm	各类血管病的激光治疗。如毛细血管扩张、血管瘤、静脉曲张、鲜红斑痣等
11 Q1064/532 色素激光		1064nm/532nm	各种色素病治疗。如太田痣，各种色素斑，纹身祛除等

资料来源：Alma 官网、浙商证券研究所

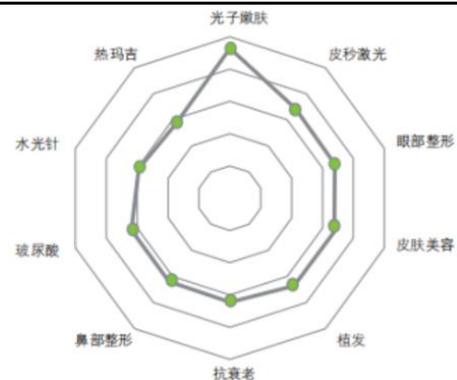
**零痛感+滑动嫩肤，黑金 DPL 超光子领跑光子嫩肤大赛道。**光子嫩肤是医美入门级光电项目，也是解决光老化最有效的手段之一，具有项目知名度高（潜在客户多）+存量客户多+复购率高的特点。根据德勤和美团联合发布的《中国医美市场趋势报告》，2019 年光子嫩肤复购率在所有医美项目中排名第一。传统光子嫩肤采用“盖章打”的模式，易出现光斑覆盖或遗漏，面临疼痛感强，顾客治疗体验感差的痛点。而 Alma 于 2020 年推出黑金 DPL 超光子（属于 Harmony XL PRO Special Edition 平台），通过 In-motion 滑动技术和 100nm 超窄光子技术，实现了零痛感+滑动嫩肤+精准嫩肤的 3 大优势。

**图 23: 黑金 DPL 超光子仪器&In-motion 滑动技术**



数据来源：飞顿激光官方公众号、浙商证券研究所

**图 24: 2019 年复购前 10 的医美细分项目**



数据来源：飞顿激光官方公众号、美团、浙商证券研究所

#### (4) 持续研发迭代，技术创新引领市场

**作为全球能量源设备的领导者，公司在 2020 年推出四款新品。**一方面对已有的嫩肤、肌肤修复等领域进行技术与产品迭代，如将射频与等离子、激光等多种能量源相结合，以实现更佳治疗效果。另一方面创造性推出 Derma Clear 产品，引入“皮肤净化预处理”概念，该产品有三大模式可供选择，提供皮肤深层净化方案：（1）角质清护模式：可结合化学导入和物理剥离清理角质死皮细胞；（2）深层净肤模式：利用负压吸力彻底清洁深层皮肤；（3）滋养保湿模式：进一步滋养皮肤实现锁水保湿。并且该产品可与原有 Alma 光电设备结合治疗，增强治疗效果，实现业务协同。

**表 15：公司 2020 年推出 4 款新品**

名称	已推广区域	应用场景	革新性技术	产品优势
Opus Plasma	北美	皱纹、疤痕等肌肤修复	射频与等离子能量的结合技术	能够在更短的时间内治疗皮肤纹理和质量问题
Derma Clear	全球	高端皮肤护理 深度清洁、滋养	独特的旋转硅胶头	角质清护、深层净肤和滋养保湿 3 大模式；结合结合专业营养液有助于美容液被吸收到皮肤的更深层
Alma Hybrid	欧洲	个性化嫩肤、 疤痕修复	首次结合三种核心能量源 - CO2 激光、1570nm 激光和 Alma 专利的超强超声波	同一手具实现 CO2 和 1570nm 激光任意比例结合，定制化操作；通过更长的脉冲持续时间产生更大的凝固和热效应，治疗效果好，减少恢复时间
Harmony XL PRO Special Edition	欧美 亚洲	全面的皮肤治疗	ClearSkin PRO 技术	非烧蚀激光与同步接触冷却结合，促进组织发育，同时保持安全性

数据来源：公司官网，浙商证券研究所

#### 3.1.2. 微创医疗美容：把握热门需求，明星产品助推

**微创医美瞄准女性健康治疗需求。**微创医疗美容相对传统的手术方式，具有创口小、精细化、出血少，术后疼痛轻，恢复快，住院时间短或不需住院，瘢痕不明显或无痕的显著特点。公司微创产品系列覆盖女性私密美容、抽脂、静脉曲张治疗等热门领域，2020 年该板块收入占比约 12.4%。

**表 16：复锐医疗科技微创医疗美容产品**

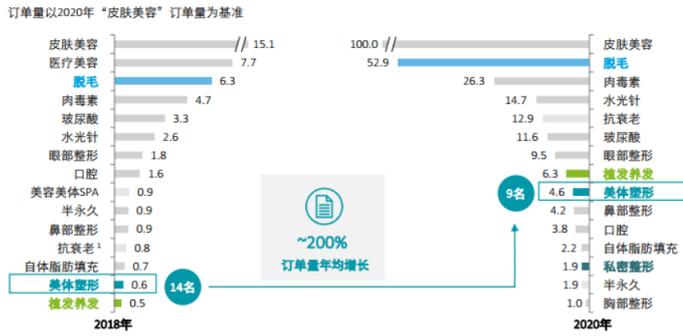
名称	应用场景	对应技术	产品优势
Alma FemiLift	女性私密护理	点阵 CO2 激光技术	在不引起强烈消融的情况下实现阴道胶原蛋白重塑的深层热效应
BeautiFill (5G 天使光雕)	抽脂、脂肪移植	闭环脂肪转移功能 LipoSense 温度控制	将激光、抽吸和处理整合到一个简单的步骤中，减少了手术时间 以更高的效率和更安全的结果执行精确的操作
VascuLife	治疗静脉曲张	Unique Angel 发光纤维 360° 光纤设计	将烫伤风险降至最低，在治疗区域均匀分布能量，实现快速治疗。 确保均匀消融并加快伤口愈合，同时降低穿孔、疼痛和瘀伤风险
Alma Pixel CO2	耳鼻喉口腔等手术	机器人回拉功能 精密 CO2 激光技术	不需要导丝，减轻医生操作负担，降低了手术成本。 通过逐层消融和可变深度穿透，提供高手术精度和治疗控制。

数据来源：公司官网，浙商证券研究所

#### 女性私密修复及减脂塑形市场大有可为。(1) 女性私密修复市场迅速崛起。

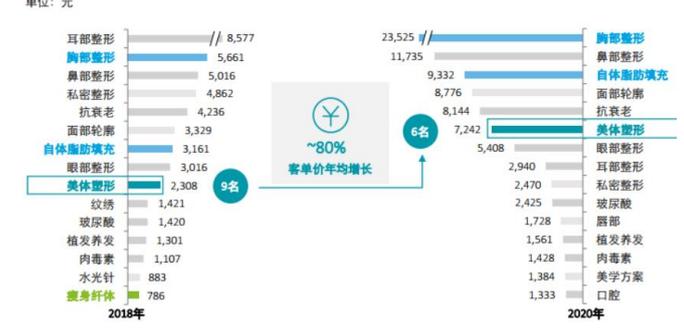
据 Medical Insight 预计，2016 年-2023 年全球能量源女性私密修复市场（以供货价计）由 1.03 亿美元增至 5.31 亿美元，复合增速高达 27%。（2）**医美需求从脸部向身体拓展，减脂塑形市场量价双升。**据德勤咨询和美团测算，2018-2020 年中国消费者美体塑形订单量年均增长 176%，客单价年均增长 77%。据 Frost&Sullivan 测算，中国体重管理市场销售额规模 2018-2020 年从 5 亿元上升到了 19 亿元，年复合增长率高达 95%。从医美全行业角度来看，2018-2020 年中国消费者在身体类项目的花费金额占医美项目总花费金额的比例逐年提升，从 28% 增至 46%，在身体方面投入的意愿度正快速增长。此外，**能量源身体塑形占比持续增加。**据 Medical Insight 报告测算，2016 年能量源抽脂治疗占比约 20%，随着下游求美者对于医美安全、便捷需求的提升，能量源抽脂治疗的份额预计将继续扩大。

图 25: 18 年与 20 年中国医美细分品类订单及排名变化趋势



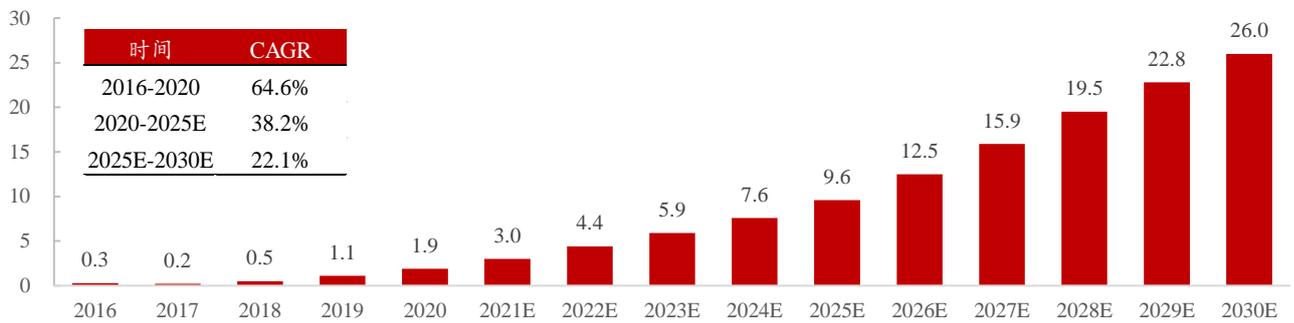
数据来源: 美团、德勤咨询、浙商证券研究所

图 26: 18 年与 20 年中国医美细分品类客单价变化趋势



数据来源: 美团、德勤咨询、浙商证券研究所

图 27: 中国体重管理产品市场规模 (销售额, 十亿元)



数据来源: Frost&Sullivan、浙商证券研究所

**安全+高效, 5G 天使光雕 (BeautiFill) 带来吸脂市场变革。** 5G 天使光雕是 FDA 批准用于自体脂肪移植的第一个也是唯一一个能量源设备。作为公司微创医疗美容业务的明星产品, 其使用脂水选择吸收性极佳的 1470nm 波长激光, 同步采用 Alma 独有的 SDL 技术, 激光以 360 度环形均匀作用于身体, 优化吸脂操作。和传统手术吸脂相比, 5G 天使光雕微创吸脂具有创口小、恢复快、脂肪活性高 (可直接用于脂肪移植填充) 的优势; 和冷冻溶脂等无创塑形技术相比, 微创吸脂效果更为明显。

表 17: 5G 天使光雕与传统吸脂、冷冻减脂对比

区别	5G 天使光雕 (微创)	传统手术吸脂 (手术)	冷冻减脂 (无创)
原理	微创溶脂: 运用激光发射的高能量分解脂肪细胞, 再用光纤减脂针头将溶解的脂肪引流体外	手术抽脂: 负压吸引, 机械抽取	无创溶脂: 靶向脂肪细胞并冷却到触发细胞凋亡的温度, 随时间推移, 身体自动代谢凋亡细胞 (代表性产品为艾尔建塑型)
适用范围	腹部、大腿、腰部等/背部、胳膊、小腿等组织致密部位吸脂	腹部、大腿、腰部等, 无法对组织致密的特殊部位抽脂	针对腹部、大腿、手臂的局部性脂肪堆积
操作时间	1-2 小时	2-3 小时	1 小时/部位
麻醉方式	局部麻醉	全身麻醉, 清醒时间半天至一天	无需麻醉
脂肪活性	脂肪颗粒细小、完整, 活性可达 95.7%	活性为 79.7% 甚至更低	-
脂肪纯度	纯度较高, 分离了血水、游离脂肪、纤维组织等成分	纯度较低, 为血水、脂肪、纤维组织等混合物	-
可填充性	可直接用于脂肪填充, 且存活率较高	不可直接填充, 需要进行再次纯化处理	-
损伤程度	使用激光环绕技术轻柔抽取脂肪, 对周围组织几乎无损伤	使用手具快速移动抽取脂肪, 对脂肪和周围组织有一定损伤	轻微肿胀
术后恢复	有一定恢复期, 塑身衣 2-3 周	术后肿胀明显, 塑身衣 3-6 个月	无需塑身衣
见效/维持时间	1-2 个月见效, 由于光热作用有紧肤效果	1-2 个月见效, 有凹凸不平橘皮现象	1-3 个月见效, 作用面积较小, 需多个疗程, 无紧肤效果
价格	根据部位不同 1W-7W	0.5W-1W	根据部位不同 3W-7W

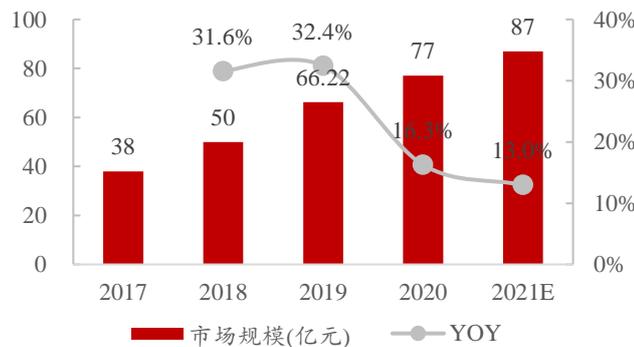
数据来源: 《中国身体塑形市场行业发展白皮书》、小红书、浙商证券研究所

### 3.1.3.生活美容：新增个护业务向 C 端迈进，有望实现生美+医美业务协同

**生活美容仪器操作门槛低，应用场景灵活。**生活美容是指运用非医疗器械等非医疗性手段，对人体所进行的皮肤护理、按摩等带有保养或者保健型的非侵入性的美容护理。相较于医疗美容，生活美容仪器操作门槛较低，可在家或美容院进行操作，且无需医疗器械证，价格较为便宜。据美团测算，2020年中国生活美容服务业终端市场规模约为6373亿元。预计到2025年，这一行业的市场规模将达8375亿元，市场成长空间广阔。

**开拓个护业务由 B 端向 C 端延伸，扩充产品管线及使用场景。**公司生活美容系列产品专为美容院等 B 端客户提供，产品系列 REJUVE、REMOVE、SPADEEP 等搭载安全、稳定的激光技术，操作简单、热损伤小，可用于塑形、嫩肤、紧肤、脱毛等治疗。2020年公司新设个护业务板块，预计于21H2推出首款家用美容仪器，切入 C 端市场。据 GFK 研究报告，我国家用电子美容仪 2020 年终端市场销售额达 77 亿，而渗透率不及 4%，发展潜力巨大。此外，增加个护业务布局有望形成“在医美机构使用无创/微创设备进行治疗—在美容院使用生活美容设备—在家中个人护理设备”的协同闭环，完善医美生态链布局。

图 28：中国家用美容仪终端市场规模（亿元，%）



数据来源：前瞻产业研究院、GFK、浙商证券研究所

图 29：不同应用场景相辅相成，实现业务协同

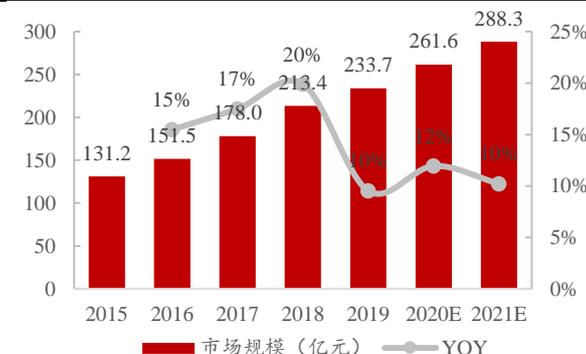


数据来源：网络公开资料、浙商证券研究所绘制

### 3.2.牙科业务：推进数字化布局，市场前景广阔

**收购复星牙科，切入牙科器械市场。**2021年7月公司以3.12亿元人民币收购复星牙科，进军牙科赛道。复星牙科成立于2002年，是中国领先的牙科医疗器械营销平台，以代理进口牙科器械为主，2019/2020年实现营收2.5/2.26亿元。据中商情报网测算，牙科器械市场规模15-19年以15.53%的复合增速增至233.71亿元，未来将保持较高增速，公司在牙科领域布局，市场前景广阔。

图 30：中国牙科器械市场规模逐年增长



数据来源：中商情报网、浙商证券研究所

图 31：复星牙科产品矩阵

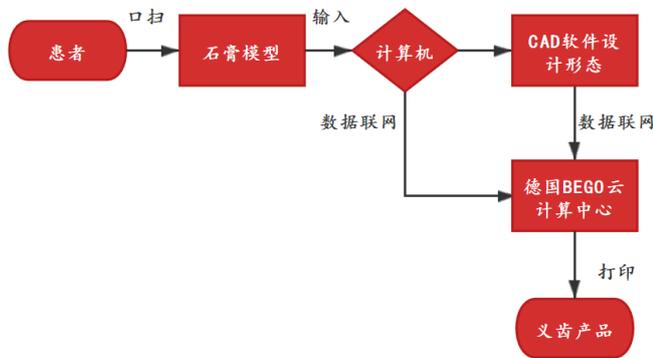


数据来源：公司官网、浙商证券研究所

**数字布局锚定牙科发展方向，先进技术促进制造优势转化。**数字化牙科具有高效快捷、可追溯性，是牙科未来发展方向。复星牙科深耕牙科器械，合作伙伴丰

富，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。其与德国 BEGO 公司共建的 CAD/CAM 牙科技术中心可制作德贝尔生物激光烤瓷牙、变色龙氧化锆全瓷牙、杰尔个性化一体式种植基台等数字化产品；此数字化中心过去多承担培训教学任务，随着复星牙科纳入公司战略版图，复星牙科数字化产能有望得到释放。

图 32：以义齿产品为例，复星牙科全链条数字化 3D 打印



数据来源：复星牙科官网，浙商证券研究所

图 33：复星牙科数字化中心



数据来源：复星牙科官网，浙商证券研究所

**牙科与医美的协同+强化销售网络。**此外，收购复星牙科有望对公司原有渠道及业务双重赋能。一方面，复星牙科销售团队完善，进口及分销经验丰富，业务覆盖全国多家技工所、公立医院及私家诊所等（如瑞尔齿科、拜博口腔及通策医疗），收购后有望助力公司在中国的分销网络。另一方面，牙科诊疗与口周/面部护理消费情景结合紧密，公司有望实现牙科+光电类医美产品协同，助力医美生态系统建设。

图 34：椅旁牙科+医美协同诊疗情景



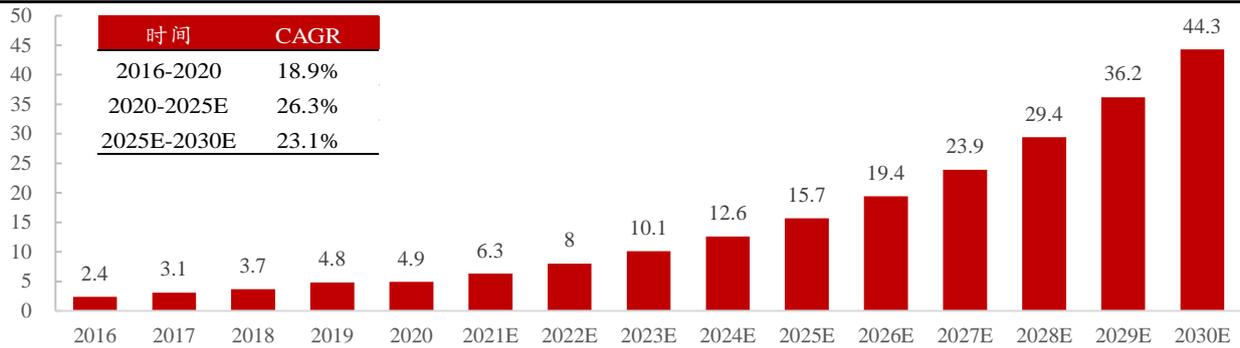
数据来源：飞顿激光官方公众号、美团、浙商证券研究所

### 3.3. 注射填充类产品：玻尿酸+肉毒素+溶脂针储备中

#### 3.3.1 玻尿酸：非交联类注射填充，差异化竞争

**玻尿酸注射是近年国内最受欢迎的非外科医美项目。**根据 Frost&Sullivan 数据，以浙江私营医美市场结构来看，美容外科/注射美容/光电美容的市场份额分别达 44%/27%/23%；而在注射医美中，玻尿酸注射由于有面部塑形、局部除皱、补水及皮肤修复等多种产品及功能，成为目前国内最受欢迎的注射类项目。根据 Frost&Sullivan 统计，以销售额计 2020 年医疗美容类透明质酸产品消费达 49 亿元，2016-2020 年复合增长率达 18.9%，未来有望进一步增长。

图 35：我国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场规模（供货价，十亿元）



数据来源：Frost&Sullivan、浙商证券研究所

**代理 Profillo 玻尿酸产品，国际第一个定位生物重塑的无交联剂稳定化注射用透明质酸产品（五点提升针）。**公司自 2018 年和瑞士知名药企 IBSA 签订代理协议，已获得旗下明星产品 Profillo 在以色列、香港、印度和中国的独家代理权。Profillo 具有无交联剂+高浓度+可促进胶原蛋白再生的特点，差异化竞争优势明显，自推出后风靡欧美超过 56 个国家，至今已逾 40 万次治疗，市场反馈出众，并于 2015 年在巴黎 AMEC 大会获得了抗衰老提升类产品大奖。截至 2020 年该产品已在以色列、香港、印度进行销售，为公司贡献收入 426 万美元（同比+34%）。目前 Profillo 在中国仍处于注册审批中，未来随着产品在中国市场注册认证的推进，业绩有望迎来进一步释放。

表 18：Profillo 玻尿酸与传统玻尿酸产品对比

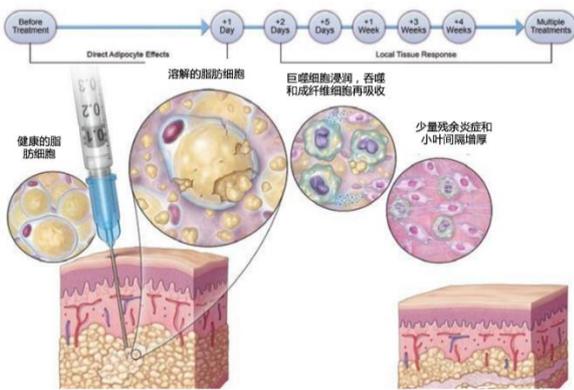
	传统注射类玻尿酸产品	Profillo 玻尿酸
玻尿酸含量	20mg/ml(Restylane)、24mg/ml(Juvederm)	64mg/2ml (包括 32ml 高分子 HA 和 32ml 低分子 HA)
交联技术	BDDE 交联剂	无交联剂，采用热交联技术
原理	使用交联剂以增强其透明质酸结构强度及抗降解能力，从而达到填充塑性的功效。而交联剂化学性质活泼，单体有致突变和致癌的潜在风险，因而各国均对玻尿酸中的交联剂残留量进行严格控制（交联剂残留量不得大于 2μg/g）	热交联技术打破高分子与低分子透明质酸之间的氢键以形成新的稳定状态
是否能促进胶原蛋白再生	否	是。热交联改变了 HA 的特性和行为，形成高分子量 HA 和低分子 HA 之间混合协同复合物，可内源性增加透明质酸和弹性蛋白的产生

资料来源：IBSA 官网、浙商证券研究所

### 3.3.2 溶脂针：前瞻布局减脂塑形赛道

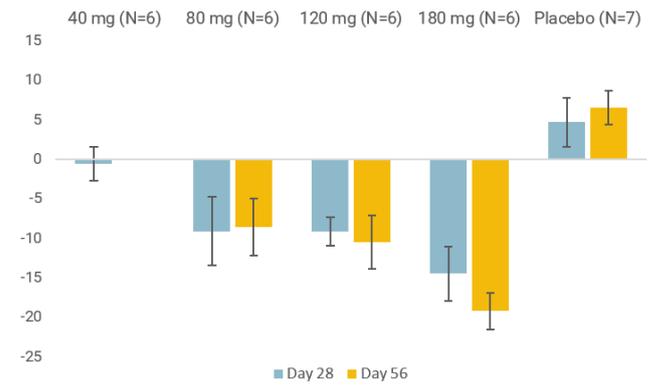
**储备溶脂针新产品，前瞻布局减脂塑形赛道。**据 Frost&Sullivan，预计 2025 年中国市场溶脂针产品销售额将达到 8.05 亿元，2023-2025 年复合增速超 144%。公司投资天津星魅生物科技有限公司（复星医药旗下风险投资基金孵化的初创平台），该公司拥有在中国（含港澳台地区）独家开发和商业化该区域内第一款注射类溶脂产品 RZL012 的权利。此款产品含新型合成小分子(NCE)，靶向性更强，可有效减少对组织内其他细胞的损伤，目前处于 FDA 二期临床的阶段。预计 2024 年可实现中国地区上市，享受市场高景气红利，成为公司新的增长极。

图 36: 溶脂针作用原理



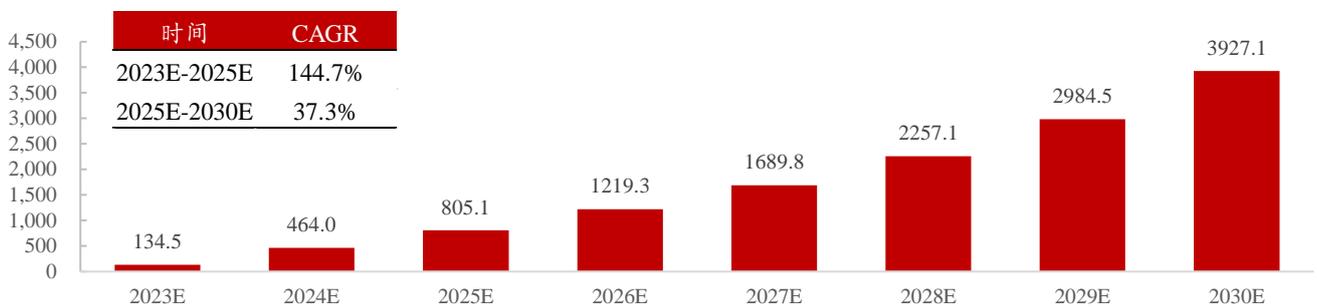
数据来源: 丁香医生, 浙商证券研究所

图 37: RZL-012 临床实验溶脂效果显著



数据来源: Raziel 官网, 浙商证券研究所

图 38: 中国溶脂针产品市场预期规模 (销售额, 百万元)

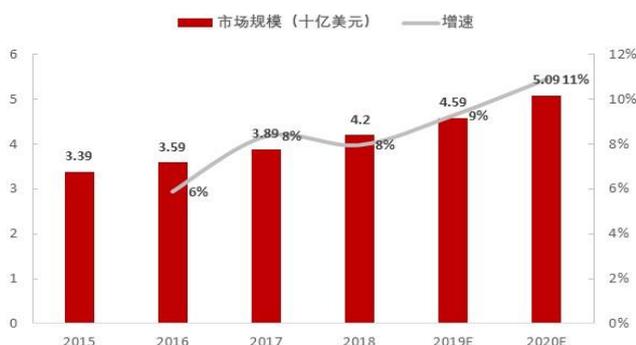


数据来源: Frost&Sullivan, 浙商证券研究所

### 3.3.3 肉毒素: 承接集团资源, 储备长效肉毒

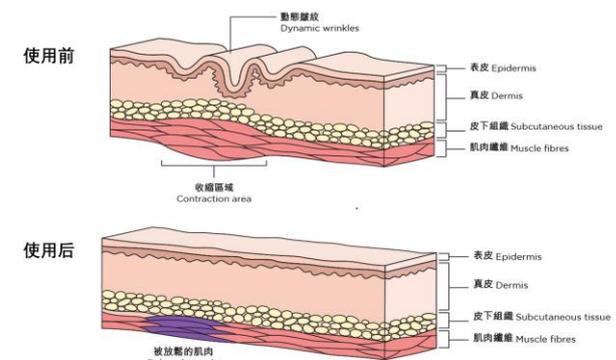
肉毒素已成终端机构扩客之匙, 下游需求增速迅猛。肉毒素用于医美领域具有除皱+瘦脸的双重功效, 见效明显, 复购率高 (一年通常需 2-3 次), 且易和其他项目组合销售, 因此机构经常将肉毒素项目作为引流拓客产品, 下游需求增速迅猛。据智研咨询统计, 2018 年全球肉毒素市场规模约为 42 亿美元, 15-18 年 CAGR 为 7.4%。据 Frost&Sullivan, 2020 年国内正规渠道肉毒素市场规模为 39 亿元, 2015-2020 年 CAGR 高达 27%。预计未来 5 年仍将保持 24% 的高速增长趋势, 市场规模翻 3 倍至 114 亿元。

图 39: 全球肉毒素市场规模及增速情况 (供货价)



资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

图 40: 肉毒素作用原理说明



资料来源: 保妥适官网, 浙商证券研究所

图 41：中国医疗美容肉毒素产品市场（按销售额计）（2016-2030E）



数据来源：Frost&Sullivan、浙商证券研究所

**承接复星医药产业资源，具长效肉毒素独家销售许可。**复星医药于 2018 年与美国 Revance Therapeutics 签订协议，获得旗下肉毒素产品 RT002 在中国的独家销售权。2021 年 7 月公司全资附属公司复锐医疗天津与复星医药签订再许可协议，获得在中国销售 RT002 美容适应症（包括但不限于中到重度眉间纹）的许可。RT002 具有 1) 长效：维持时间超 6 个月，市面产品普遍维持时间为 3-4 个月；2) 专利肽配方，更安全：首个拥有肽配方专利的产品，制剂不含人血/动物白蛋白，安全性更高。3) 常温保存及运输：20-25 度常温条件即可，市面产品普遍需冷链运输。使得该产品对于使用者和经销商都具有独特的优势。目前国内正在进行眉间纹&颈部张力障碍的 III 期临床，预计 2024 年可在中国实现该产品商业化，贡献新的业绩增长点。

表 19：中国肉毒素产品梳理

产品/昵称	生产公司	产地	国内代理商	分子量大小	赋形剂	见效时间	维持月数	保存温度	中国获批进度
衡力(CBTX-A)	兰州生物	中国	/	300/500/900kD	蔗糖，右旋糖苷，猪明胶	一周	4-6	2-8℃	2012 年过批
保妥适 (Botox)	艾尔建	美国	/	900kD	人血白蛋白，氯化钠	一周	4-6	2-8℃	2009 年过批
吉适(Dysport)	伊普森	英国	高德美	500/900kD	人血白蛋白，乳糖	1-2 天	4-6	2-8℃	2020 年 6 月过批
乐提葆 (Letybo) /白毒	Hugel	韩国	四环医药	900kD	人血白蛋白，氯化钠	15 天	3-6		2020 年 10 月过批
Xeomin 净优明	Merz	德国	精鼎医药	150kD	人血白蛋白	5-7 天	3-6	常温 (<40℃)	三期临床试验已完成
<b>RT002</b>	<b>REVANCE</b>	<b>美国</b>	<b>复锐医疗科技</b>	<b>150kD</b>	<b>稳定肽</b>	/	<b>&gt;6</b>	<b>22-25℃</b>	<b>皱眉纹三期临床已入组</b>
美得妥/粉毒 (Meditoxin)	韩国太平洋制药	韩国	华熙生物	900kD	人血白蛋白	一周	/	2-8℃	韩国撤证，项目暂缓
Nabota/绿毒	大熊制药	韩国	/	900kD	人血白蛋白	/	/	2-8℃	三期临床进行中 尚未招募
Hutox 橙毒	Huons	韩国	爱美客	900kD	/	3-7 天	3-6	0-4℃	三期临床进行中 尚未招募

资料来源：药物临床试验登记与信息公示平台、各公司官网、新氧、浙商证券研究所

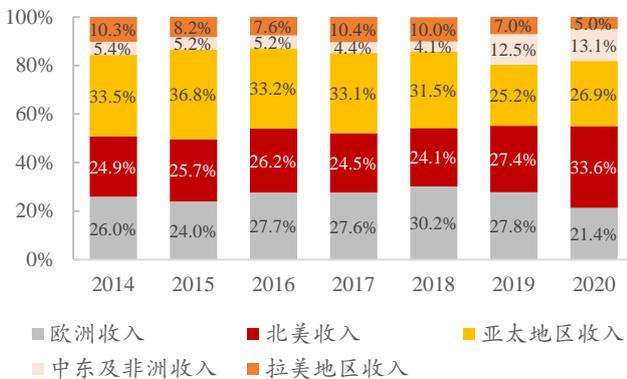
注：中国获批进度以美容适应症为准

## 4.未来看点：加码中国深耕市场，数字布局塑造品牌

### 4.1 推进中国业务布局，锁定医美广阔市场

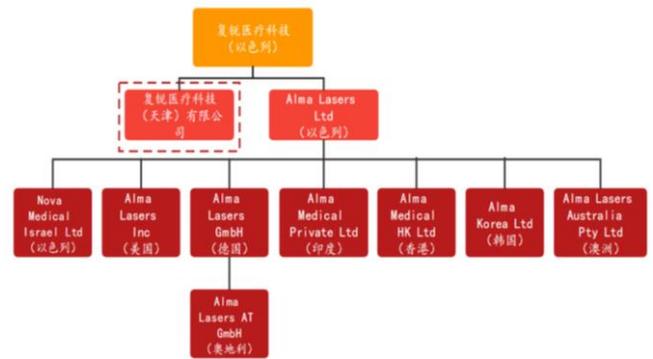
**北美及中国医美市场火爆，成为业绩主要驱动力。**2020年公司北美/亚洲/欧洲/中东/拉美收入占比分别为34%/27%/21%/13%/5%，其中北美和中国市场（未单独披露财务数据）业绩亮眼。**北美区域市场：**2016-2020年以15%的复合增速增长至5400万美元，收入占比由26.2%提升至33.6%。**亚洲区域市场：**公司于2020年在天津新成立复锐医疗科技中国子公司（复锐天津），复锐天津由公司董事会主席刘毅负责，展现了管理层对于聚焦中国市场的决心。未来公司将充分利用复星集团在中国市场的资源，提高中国市占率。公司计划于下半年推出的首款家用美容仪也将在中国首发。

图 42：复锐医疗科技各区域收入占比情况（%）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 43：公司最新组织架构凸显中国市场重要性



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 44：复锐医疗科技各区域收入增长情况



数据来源：公司公告、浙商证券研究所

### 4.2 多元市场营销赋能，数字项目加速建设

**云时代到来，发力线上营销推广。**2020年疫情期间，公司通过多元化线上活动维持客户对品牌的粘性：1) 加大线上营销推广力度，通过 Tik Tok、Instagram 等线上社交媒体平台推进对 B 端及 C 端的市场教育。2) 在以色列新总部园区新设“Alma Studio”直播间，举办全球网络研讨会、销售会议和产品发布会（如 Alma Hybrid 全球首发直播）。3) 明星带货，助力品牌推广。公司在中国邀请人气明星王鸥对黑金 DPL 超光子等产品进行推介。2020 年销售费用率占比提升至 26.6%。

**数字化建设持续升级。**公司 2020 年共投资约 80 万美元用于 IT 基础设施建设，包括新园区转迁、云信息技术系统投入使用、数字化升级项目等，为前端业务

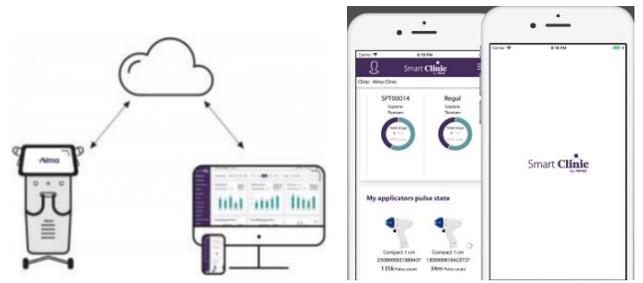
赋能。公司所有新款光电产品均可链接到 Alma Clinic，可云端同步设备的使用区域、时间、配合手具等，有助于实现设备的迭代更新与诊疗的精准匹配。

图 45：公司举办 Alma Hybrid 设备全球首发直播



数据来源：公司官网、浙商证券研究所

图 46：Alma Clinic 云链接所有新款光电产品



数据来源：公司官网、浙商证券研究所

## 5. 财务分析：业绩回弹，周转良好，盈利量质双改善

**光电类需求爆发，业绩超预期。**公司近年营收稳步上升，2014-2019 年收入/净利润 CAGR 达 14%/32%。2020H1 受疫情影响，整体业绩表现有所下滑。自 20H2 以来，随疫情恢复及光电需求扩张，公司业绩强劲回升。20H2 公司营业收入环比/同比增长 26%/3%; 净利润环比/同比增长 56%/11%。21H1 光电医美器械火爆度持续，营业收入同比增长 75%，净利润同比增长 202%。

表 20：复锐医疗科技财务摘要

单位 (百万美元)	2017	2018	2019	2020	2020H1	2021H1
收入	136.89	153.92	173.52	162.1	71.74	125.293
YOY		12.44%	12.73%	-6.58%	-16.02%	74.65%
毛利率	53.47%	53.47%	55.25%	55.71%	55.62%	57.05%
净利润	11.05	21.83	21.94	14.68	5.74	17.36
YOY		96.78%	0.48%	-33.07%	-58.53%	202.50%
净利率	8.10%	14.20%	12.60%	9.10%	8.00%	13.86%
调整项:						
收购产生的其他无形资产摊销	4.83	4.83	5.17	5.66	3.12	2.54
收购事项产生的或有对价	-	-	0.55	0.62	0.26	-0.01
首次公开发行向管理层及员工发放的花红	3.88	3.99	-	-	-	-
减: 其他无形资产产生的递延税项	-0.6	-0.91	-0.7	-0.81	-0.47	-0.34
经调整净利润	25.26	29.46	26.96	20.15	8.65	19.56
YOY		16.6%	-8.5%	-25.3%	-47.2%	126.20%
经调整净利率	18.5%	19.1%	15.5%	12.4%	12.1%	15.6%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所；

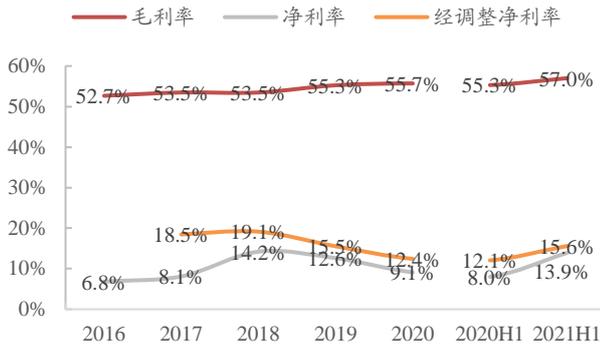
注：仅列示主要调整项

**加码直销+新品迭出，毛利率稳步提升。**渠道端来看，公司自 2019 年发力直销渠道，新设以色列、澳洲、韩国直销办事处，20 年直销收入占比达 56% (较 18 年增加 17.3pct)，有利于公司缩短供应链，提升产品知名度及盈利水平。产品端来看，公司研发技术壁垒较高，且实现了研发设计、生产及销售的一体化 (自研产品维持 90%+的收入占比)，使得公司得以在现有丰富的产品矩阵上不断创新，通过新品+老款迭代保持高盈利能力。在渠道力及产品力的双重赋能下，公司毛利率稳步提升，由 2016 年的 52.7% 提升至 2020 年的 55.7%。

**规模效应明显，利润提升空间较大。**公司的管理费用率由 2016 年的 11% 逐年下行至 2019 年的 9.1%，未来随数字化建设赋能及销售规模进一步增长仍有较大下

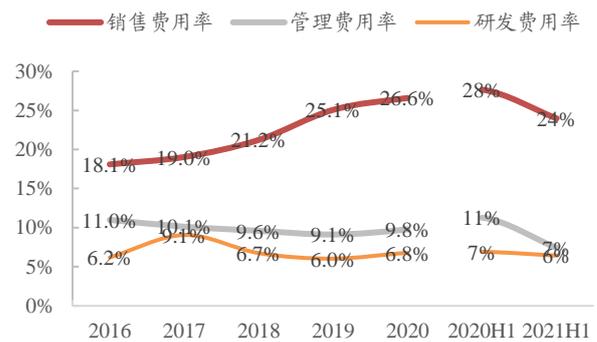
降空间。销售费用率近年提升较快，由 2016 年的 18.1% 提升至 2020 年的 26.6%，主要系直营渠道占比提升，收购以色列分销商 Nova 合并开支以及疫情影响。2021H1 公司销售费用率及管理费用率同比下降 3.7pp/3.9pp，规模效应明显。研发投入方面，公司近年研发费用率基本稳定在 6-7% 之间，为技术革新与产品迭代的打下基础。公司近年利润水平较为波动，主要系销售费用增加、上市开支及收购事项、以及疫情影响，未来仍有较大释放空间。公司 21H1 净利润同比增幅高达 202%，对应净利率为 13.9%，同比增长 5.9pp。

图 47：复锐医疗科技毛利率和净利率



数据来源：公司公告、浙商证券研究所

图 48：复锐医疗科技销售、管理和研发费用收入占比



数据来源：公司公告、浙商证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测分析

#### 核心假设：

(1) **收入端**：随着下游求美者对于无创、安全的医美需求持续提升，光电医美器械需求将保持高速增长。我们认为公司作为行业龙头，在产品管线、研发储备、销售渠道推广等方面具有显著优势，将实现超行业增长。21H1 公司总收入 1.25 亿美元，预计公司 21-23 年收入分别为 2.5、3.2、3.8 亿美元，同比增长 52%、31%、18%。

(2) **利润端**：公司推进直销布局，并保持每年 2-3 款产品推出（含新品及老款迭代），预计综合毛利率将继续稳步增长，21-23 年分别为 56.4%、56.7%、57.0%。21H1 公司净利润 0.17 亿美元，同比增长 202%，下半年预计将加大费用投放，全年净利润为 0.28 亿美元。此外，公司于 9 月公告将实行股权激励，产生的相关费用将主要在 22-23 年摊销，预计 22-23 年公司归母净利润分别为 0.35、0.44 亿美元，同比增长 28%、24%。

#### 分业务板块来看：

(1) **无创美容业务**：公司核心业务板块，2020 年收入占比达 81%，2021H1 贡献收入 9807 万美元，预计全年实现收入 1.93 亿。假设 21 年无创医美/无创生美占无创美容业务比例与 20 年基本持平，则 21 年无创医美/无创生美收入分别为 1.64 亿/1955 万美元。

**无创医疗美容**：2020 年收入占比 72%。三大旗舰系列贡献稳定收入，研发创新能力深厚，新品迭出，预计将维持中国市场龙头地位，预计 2022/2023 年收入增速为 20%/18%，稳健增长。

**无创生活美容**：符合医美需求日常化趋势，2020 年疫情下仍实现 31% 的迅猛

增长态势。未来随着下游应用场景需求扩张，家用产品上市等事件催化，增速将快于无创医美，预计 2022/2023 年收入增速为 30%/25%。

**(2) 微创医疗美容：**公司第二大业务板块，2020 年营收占比约 12%，2021H1 贡献收入 1714 万美元（同增 82%），其中新品 Alma Duo 贡献 530 万美金。微创医美踩位私密修复与减脂塑形的市场热点，预计 2021 年实现收入 2919 万美元，2022/2023 年保持 25% 的较高增速。

**(3) 注射填充业务：**2020 年注射填充板块营收同比增长 34.17%，2021H1 收入 287 万美元（同增 52%），发展势头迅猛。公司代理瑞士知名药企 IBSA 旗下产品，其中以 Prophilos 玻尿酸为主，目前 Prophilos 已在以色列、香港、印度上市，中长期来看，玻尿酸、肉毒素、溶脂针有望陆续获批，业务发展潜力巨大。预计 2022/2023 年保持 20% 的较高增速。

**(4) 牙科业务：**复星牙科 2020 年实现营业收入 2.3 亿元，于 21 年 7 月并表，若以 21 年 15% 的增速预计，则对应收入约 1660 万美元。牙科业务处于由代理商向产品商的转化阶段，预计 2022/2023 年以 10% 的增速稳健增长。

**表 21：复锐医疗科技驱动因素拆分（单位：百万美元）**

按照业务拆分	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
<b>无创医疗美容收入</b>	<b>117.1</b>	<b>163.9</b>	<b>196.7</b>	<b>232.1</b>
YOY	-6%	40%	20%	18%
占比	72%	66%	61%	61%
<b>无创生活美容收入</b>	<b>14.5</b>	<b>19.6</b>	<b>25.4</b>	<b>31.8</b>
YOY	31%	35%	30%	25%
占比	9%	8%	8%	8%
<b>无创业务收入小计</b>	<b>131.5</b>	<b>183.4</b>	<b>222.1</b>	<b>263.8</b>
YOY	-3%	39%	21%	19%
占比	81%	74%	69%	69%
<b>微创医疗美容收入</b>	<b>20.1</b>	<b>29.1</b>	<b>36.4</b>	<b>45.5</b>
YOY	-9%	45%	25%	25%
占比	12%	12%	11%	12%
<b>注射填充收入</b>	<b>4.3</b>	<b>5.7</b>	<b>6.9</b>	<b>8.3</b>
YOY	34%	35%	20%	20%
占比	3%	2%	2%	2%
<b>服务及其他收入</b>	<b>8.7</b>	<b>11.8</b>	<b>14.7</b>	<b>16.9</b>
YOY	-18%	35%	25%	15%
占比	5%	5%	5%	4%
<b>牙科收入</b>		<b>16.6</b>	<b>43.8</b>	<b>48.2</b>
YOY		-	-	10%
占比		7%	14%	13%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

注：复星牙科于 21 年 7 月并表

## 6.2 估值分析

公司在医美光电仪器赛道暂无直接可比上市公司，我们选取医美上游赛道的华熙生物、爱美客、昊海生科，以及医疗器械类的迈瑞医疗和美亚光电作为可比公司。

**1) 医美消费类：**3 家可比公司 21 年平均 PE 为 98X。其中，华熙生物围绕透明质酸原料全产业链布局，具有原料+医美注射产品+功能性护肤品+食品的四驱动力；爱美客为注射医美内资第一股，研发和资质壁垒深厚、获批产品丰富；昊海生科医美业务 20 年受疫情影响较大，预计今年有望得到恢复。**2) 医疗仪器类：**3 家可比公司 21 年平均 PE 为 50X。其中迈瑞医疗是国内医疗器械平台型龙头，主要产品覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像；美亚光电主要产品为人工智能色选机、

X 射线检测设备和高端医疗设备等产品；普门科技于 20 年收购重庆京渝激光，进入医美领域，主要产品仍为治疗与康复、体外诊断及配套试剂。

公司兼具“医美消费”与“医疗仪器”属性，结合同业情况及港股折价，公司 21 年 PE 应为 45-55X 左右。当前公司市值仅 8 亿美元（约 51 亿人民币），预计 21 年归母净利润为 0.28 亿美元，对应 PE 仅 29X，仍有较大提升空间。

**表 22：可比公司盈利预测及估值（亿元）**

股票代码	上市公司	市值 (亿元)	归母净利（亿元）				归母净利 YOY				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
1696.HK	复锐医疗科技*	8.0	0.13	0.28	0.35	0.44	/	106%	28%	24%	60	29	23	18
688363.SH	华熙生物*	762	6.46	8.70	13.42	18.90	10%	35%	54%	41%	118	88	57	40
300896.SZ	爱美客*	1307	4.40	8.15	11.84	16.24	44%	85%	45%	37%	297	160	110	81
688366.SH	昊海生科	228	2.30	4.80	6.34	8.28	-38%	108%	32%	31%	99	47	36	27
	平均										171	98	68	49
300760.SZ	迈瑞医疗	4410	66.58	82.29	100.44	121.99	42%	24%	22%	21%	66	54	44	36
002690.SZ	美亚光电	287	4.38	6.05	7.38	8.78	-20%	38%	22%	19%	66	47	39	33
688389.SH	普门科技	96	1.44	2.02	2.83	3.93	43%	40%	40%	39%	67	48	34	24
	平均										66	50	39	31

注：标\*为浙商证券研究所预测，其余为 Wind 一致性预测；复锐医疗科技市值和归母净利以美元计

### 6.3 投资建议

综上，我们预计公司 21-23 年收入分别为 2.5、3.2、3.8 亿美元，同比增长 52%、31%、18%；归母净利润分别为 0.28、0.35、0.44 亿美元，同比增长 106%、28%、24%，当前市值对应 PE 为 29、23、18X。考虑到公司定位上游壁垒较高的能量源医美赛道，核心子公司 Alma 数十年耕耘，先发优势明显，研发技术领先，行业龙头地位稳固。此外，公司在注射填充领域已储备玻尿酸、肉毒素和溶脂针，新设牙科及个护业务板块有望实现业务协同，具备长足增长潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

### 7.风险提示

- 1) 市场竞争加剧的风险。**目前光电医美器械市场集中度相对较高，但随着新玩家的涌入和竞争对手的发力，公司在价格、技术、产品、品牌等方面都面临更强的竞争。若公司不能维持竞争优势，将面临市场份额减少，盈利能力下降的风险。
- 2) 业务资质与产品注册不达预期的风险。**公司储备玻尿酸、溶脂针、肉毒素产品若临床试验进程、注册进程因政策变动等原因不达预期，将影响业务扩张节奏。
- 3) 全球疫情反弹的风险。**若全球疫情反弹，则下游机构面临停业等风险，将影响公司经营业绩。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万美元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>205</b>	<b>738</b>	<b>772</b>	<b>810</b>
现金	117	623	641	658
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	47	63	69	81
其他应收及预付账款	4	5	6	7
存货	37	46	55	63
其他	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	<b>227</b>	<b>242</b>	<b>250</b>	<b>259</b>
固定资产	13	23	35	50
有使用权资产	33	40	45	50
商誉	111	111	111	111
其他无形资产	53	54	44	33
递延税项资产	5	5	5	5
应收账款	11	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>432</b>	<b>980</b>	<b>1,022</b>	<b>1,069</b>
<b>流动负债</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>72</b>	<b>88</b>
短期借款	2	0	0	0
应付款项	9	17	22	28
合同负债	8	12	16	21
应付账款	32	26	30	35
租赁-流动负债	3	3	3	3
<b>非流动负债</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>56</b>	<b>56</b>
长期借款	0	0	0	0
租赁	33	35	37	39
递延税项负债	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	<b>100</b>	<b>112</b>	<b>128</b>	<b>144</b>
股本	1	1	1	1
储备	331	867	892	924
<b>负债和股东权益</b>	<b>432</b>	<b>980</b>	<b>1,022</b>	<b>1,069</b>
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万美元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>60</b>	<b>67</b>
净利润	13	28	35	44
折旧摊销	10	15	19	24
财务费用	(1)	(1)	(2)	(2)
营运资金变动	(3)	(16)	0	(5)
其它	(0)	(26)	7	(4)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(34)</b>	<b>482</b>	<b>(29)</b>	<b>(36)</b>
资本支出	9	25	32	39
长期投资	(25)	506	2	3
其他	(18)	(48)	(62)	(78)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(12)</b>	<b>(7)</b>	<b>(14)</b>	<b>(14)</b>
债务的增加	(5)	0	(6)	(6)
股息及利息支付	(6)	(6)	(6)	(6)
其他	(1)	(1)	(2)	(2)
<b>现金净增加额</b>	<b>(16)</b>	<b>507</b>	<b>18</b>	<b>17</b>

资料来源：浙商证券研究所

<b>利润表</b>				
单位: 百万美元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>162</b>	<b>247</b>	<b>324</b>	<b>383</b>
营业成本	(72)	(108)	(140)	(165)
毛利润	90	139	184	218
销售费用	(43)	(63)	(85)	(101)
管理费用	(16)	(21)	(30)	(35)
其他收入及收益	(4)	(5)	(5)	(5)
<b>营业利润</b>	<b>18</b>	<b>35</b>	<b>43</b>	<b>53</b>
财务费用	(1)	(1)	(2)	(2)
<b>除税前溢利</b>	<b>17</b>	<b>33</b>	<b>41</b>	<b>51</b>
所得税	(2)	(4)	(6)	(7)
<b>净利润</b>	<b>15</b>	<b>29</b>	<b>35</b>	<b>44</b>
少数股东损益	1	1	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>13</b>	<b>28</b>	<b>35</b>	<b>44</b>
EBITDA	28	50	62	76
EPS (最新摊薄)	0.03	0.06	0.08	0.09
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-6.6%	52.2%	31.3%	18.2%
除税前溢利	-32.9%	100.1%	22.8%	23.5%
归属母公司净利润	-35.8%	106.4%	28.49%	23.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	55.7%	56.4%	56.7%	57.0%
净利率	8.2%	11.2%	10.9%	11.4%
ROE	4.1%	4.6%	4.0%	4.8%
ROIC	7.8%	4.9%	4.1%	4.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.1%	11.4%	12.5%	13.5%
净负债比率	30.1%	12.9%	14.3%	15.6%
流动比率	3.74	12.49	10.68	9.25
速动比率	2.99	11.63	9.84	8.45
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.39	0.35	0.32	0.37
应收帐款周转率	3.13	4.50	4.90	5.10
应付帐款周转率	6.70	8.20	7.20	6.60
<b>每股指标(美元)</b>				
每股收益	0.03	0.06	0.08	0.09
每股经营现金	0.06	0.07	0.13	0.14
每股净资产	0.75	1.85	1.90	1.97
<b>估值比率</b>				
P/E	60.11	29.13	22.67	18.35
P/B	2.42	0.92	0.90	0.87
EV/EBITDA	26.27	4.78	3.75	3.03

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>