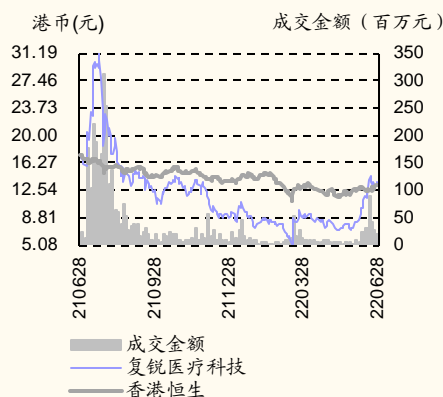


市价(港币): 13.700元

市场数据(港币)

| | |
|-------------|--------------|
| 收盘价(元) | 13.700 |
| 流通港股(百万股) | 466.16 |
| 总市值(百万元) | 6,386.33 |
| 年内股价最高最低(元) | 31.200/5.080 |
| 香港恒生指数 | 22418.97 |



| | | | |
|---------|-------|-------|--------|
| 股价表现(%) | 3个月 | 6个月 | 12个月 |
| 绝对 | 56.04 | 55.33 | -21.53 |
| 相对香港恒生 | 52.65 | 59.03 | 1.87 |

相关报告

- 《国金医药-复锐新品发布点评-治脱发和全光谱大麻二酚敏感肌新品...》, 2022.3.26
- 《复锐医疗科技年度业绩点评-全球市场营收皆增,四大板块高效协同》, 2022.3.17
- 《国金医药-复锐医疗发布个护新品牌点评-个护品牌 LMNT 新品首...》, 2022.3.3
- 《复锐医疗点评-净利同比 120%, 注射填充管线再添丝蛋白新品》, 2022.1.11

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

溶脂针 II b 期临床终点达成, 脂肪量下降 15%

主要财务指标

| 项目 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 162 | 294 | 369 | 466 | 588 |
| 营业收入增长率 | -6.58% | 81.66% | 25.27% | 26.20% | 26.25% |
| 归母净利润(百万元) | 13 | 31 | 39 | 50 | 63 |
| 归母净利润增长率 | -35.80% | 134.15% | 25.13% | 27.56% | 26.08% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.029 | 0.067 | 0.084 | 0.107 | 0.135 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.06 | 0.01 | 0.05 | 0.07 | 0.08 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 4.02% | 7.77% | 8.86% | 10.15% | 11.35% |
| P/E | 17.95 | 18.31 | 14.65 | 11.49 | 9.11 |
| P/B | 0.72 | 1.42 | 1.30 | 1.17 | 1.03 |

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: 财报所有货币单位为美元

事件

- 2022年6月28日, 公司公告, 联营公司天津星魅溶脂针产品 JS-001 的 II b 期临床达到主要临床终点。

评论

- 中国溶脂针产品尚缺, 小分子溶脂针 JS-001 针对下颌平均减脂 15%。
(1) 小分子溶脂针 JS-001 是复锐医疗科技联营公司天津星魅生物科技从以色列引进的产品, 注射 JS-001 可诱导脂肪细胞凋亡, 起到局部塑形的作用。(2) JS-001 已在美国完成针对下颌减脂的 II b 期临床, 结果显示单次注射 JS-001 后第 84 天, 受试者下颌脂肪量较之前平均下降 15%; 安全性方面, 未发生严重不良反应。II b 期临床结果与 II a 期保持一致, II a 期临床显示, 注射 JS-001 的 56 天后, 注射部位脂肪量可减少 15-20%。(3) 中国境内(不包括港澳台地区)暂无获批注射类溶脂针产品, 全球仅 Allergan (后被 AbbVie 收购) 的 Kybella 溶脂针产品获批。JS-001 预计将于 2022 年底启动全球多中心(包括中国大陆)的 III 期临床。
- 注射填充板块储备充足, 创新推动新品迭出。(1) 注射填充板块: 储备无交联透明质酸钠溶液、肉毒产品, 或与能量源产品组合使用; 投资丝素蛋白透明质酸钠复合凝胶以及面部埋线产品, 增添产品组合差异化新亮点。(2) 创新持续, 每年保持 2-3 款新品推出。2022 年, 公司已推出全新个护品牌 LMNT 且首款家用美容仪 LMNT one 用后可实现医疗级别美容效果; 全新无创治疗脱发产品 Alma TED 北美上市, 利用声压经皮层输送药物的专利超声波技术, 提供非侵入性、非创伤性脱发治疗; 首个结合全光谱大麻二酚的专业皮肤护理方案 CBD+Professional Skincare Solution 改善皮肤发红并舒缓敏感肌。(3) 美丽生态系统四板块间补充协同, 英国直销业务渠道建立, 竞争力加强。公司已逐步建立起能量源设备、注射、牙科、个护四个业务板块, 四块业务有序推进, 高效协同。公司注重直销, 加强与终端用户联系; 新增英国直销渠道, 以能量源业务起步, 逐步扩展至其他业务。

盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测, 预计公司 2022/23/24 年实现营收 3.69/4.66/5.88 亿美元, 归母净利润 3900/5000/6300 万美元。目前股价对应 2022/23/24 PE 分别为 15/11/9 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 新品研发及商业化不达预期、监管政策变动对行业增速影响等风险。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (百万美元) | | | | | | | 资产负债表 (百万美元) | | | | | | |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 主营业务收入 | 174 | 162 | 294 | 369 | 466 | 588 | 货币资金 | 100 | 83 | 125 | 121 | 124 | 135 |
| 增长率 | 12.7% | -6.6% | 81.7% | 25.3% | 26.2% | 26.3% | 应收款项 | 64 | 51 | 80 | 100 | 126 | 159 |
| 主营业务成本 | 78 | 72 | 127 | 159 | 201 | 254 | 存货 | 33 | 37 | 64 | 80 | 102 | 128 |
| %销售收入 | 44.7% | 44.3% | 43.3% | 43.1% | 43.2% | 43.3% | 其他流动资产 | 8 | 33 | 29 | 29 | 29 | 30 |
| 毛利 | 96 | 90 | 167 | 210 | 264 | 333 | 流动资产 | 204 | 205 | 298 | 331 | 381 | 452 |
| %销售收入 | 55.3% | 55.7% | 56.7% | 56.9% | 56.8% | 56.7% | %总资产 | 52.0% | 47.5% | 56.1% | 56.0% | 57.0% | 58.9% |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 固定资产 | 5 | 13 | 15 | 17 | 19 | 21 |
| 销售费用 | 43 | 43 | 79 | 99 | 125 | 158 | %总资产 | 1.4% | 3.0% | 2.7% | 2.8% | 2.8% | 2.7% |
| %销售收入 | 25.1% | 26.6% | 26.8% | 26.9% | 26.9% | 26.9% | 无形资产 | 179 | 198 | 193 | 218 | 243 | 268 |
| 管理费用 | 16 | 16 | 22 | 37 | 47 | 59 | 非流动资产 | 189 | 227 | 233 | 260 | 288 | 315 |
| %销售收入 | 9.1% | 9.8% | 7.4% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | %总资产 | 48.0% | 52.5% | 43.9% | 44.0% | 43.0% | 41.1% |
| 研发费用 | 10 | 11 | 16 | 18 | 23 | 29 | 资产总计 | 393 | 432 | 530 | 591 | 669 | 767 |
| %销售收入 | 6.0% | 6.8% | 5.3% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 短期借款 | 2 | 2 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 息税前利润 (EBIT) | 23 | 17 | 43 | 47 | 61 | 79 | 应付款项 | 12 | 9 | 13 | 16 | 21 | 26 |
| %销售收入 | 13.4% | 10.2% | 14.6% | 12.8% | 13.2% | 13.5% | 其他流动负债 | 26 | 44 | 63 | 79 | 100 | 126 |
| 财务费用 | -1 | 0 | 1 | -6 | -6 | -6 | 流动负债 | 40 | 55 | 84 | 102 | 127 | 159 |
| %销售收入 | -0.6% | 0.2% | 0.5% | -1.5% | -1.3% | -1.0% | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 27 | 45 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 68 | 100 | 127 | 145 | 170 | 202 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 普通股股东权益 | 326 | 332 | 402 | 441 | 491 | 554 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | n.a | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 其中：股本 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 23 | 17 | 43 | 47 | 61 | 79 | 未分配利润 | 325 | 329 | 401 | 440 | 490 | 553 |
| 营业利润率 | 13.4% | 10.2% | 14.6% | 12.8% | 13.2% | 13.5% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 1 | 4 | 7 | 11 |
| 营业外收支 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 负债股东权益合计 | 393 | 432 | 530 | 591 | 669 | 767 |
| 税前利润 | 25 | 17 | 42 | 53 | 68 | 86 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 14.3% | 10.3% | 14.2% | 14.5% | 14.6% | 14.6% | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 所得税 | 3 | 2 | 9 | 12 | 15 | 19 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 11.7% | 11.9% | 22.0% | 22.0% | 22.0% | 22.0% | 每股收益 | 0.045 | 0.029 | 0.067 | 0.084 | 0.107 | 0.135 |
| 净利润 | 22 | 15 | 33 | 42 | 53 | 67 | 每股净资产 | 0.698 | 0.712 | 0.863 | 0.947 | 1.054 | 1.189 |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 | 4 | 每股经营现金净流 | 0.045 | 0.055 | 0.006 | 0.051 | 0.065 | 0.082 |
| 归属于母公司的净利润 | 21 | 13 | 31 | 39 | 50 | 63 | 每股股利 | 0.000 | 0.009 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 12.0% | 8.2% | 10.6% | 10.6% | 10.7% | 10.7% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 6.38% | 4.02% | 7.77% | 8.86% | 10.15% | 11.35% |
| 现金流量表 (百万美元) | | | | | | | 总资产收益率 | 5.28% | 3.09% | 5.89% | 6.62% | 7.46% | 8.20% |
| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 投入资本收益率 | 5.75% | 3.87% | 7.38% | 7.43% | 8.73% | 10.03% |
| 净利润 | 21 | 13 | 31 | 39 | 50 | 63 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 | 4 | 主营业务收入增长率 | 12.73% | -6.58% | 81.66% | 25.27% | 26.20% | 26.25% |
| 非现金支出 | 2 | 5 | 3 | 2 | 3 | 4 | EBIT增长率 | 7.19% | -28.30% | 159% | 9.86% | 30.17% | 28.84% |
| 非经营收益 | | | | | | | 净利润增长率 | -4.79% | -35.80% | 134% | 25.13% | 27.56% | 26.08% |
| 营运资金变动 | -12 | -3 | -32 | -17 | -22 | -28 | 总资产增长率 | 12.40% | 9.74% | 22.77% | 11.42% | 13.21% | 14.73% |
| 经营活动现金净流 | 21 | 26 | 3 | 24 | 30 | 38 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -3 | -9 | -1 | -27 | -27 | -27 | 应收账款周转天数 | 120.3 | 104.7 | 86.7 | 86.7 | 86.7 | 86.7 |
| 投资 | 63 | -25 | -29 | -1 | -1 | -1 | 存货周转天数 | 155.2 | 189.1 | 184.0 | 184.3 | 184.3 | 184.3 |
| 其他 | -6 | 1 | -9 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 56.4 | 48.0 | 37.3 | 37.3 | 37.3 | 37.3 |
| 投资活动现金净流 | 54 | -34 | -39 | -27 | -27 | -27 | 固定资产周转天数 | 11.2 | 28.8 | 18.1 | 16.4 | 14.6 | 12.8 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | -3 | -5 | -3 | 0 | 0 | 0 | 净负债/股东权益 | -21.35% | -11.07% | -18.67% | -16.21% | -15.12% | -15.28% |
| 其他 | -6 | -7 | 5 | 0 | 0 | 0 | EBIT利息保障倍数 | -21.0 | 57.1 | 29.4 | -8.4 | -10.1 | -12.9 |
| 筹资活动现金净流 | -9 | -12 | 2 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 17.26% | 23.14% | 23.86% | 24.62% | 25.48% | 26.33% |
| 现金净流量 | 66 | -16 | -37 | -4 | 3 | 11 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所 注：财报所有货币单位为美元

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402