产品迭代+渠道调整,Lasers能量源医 美品牌全球布局

2022 年 07 月 13 日

【投资要点】

- ◆ 公司成立于 2013 年,为医疗健康产业集团复星医药的"大医美"核心平台,核心附属公司 Alma 是全球领先的能量源医美器械提供商。 2016 年公司已成为中国能量源医美器械的最大供货商以及全球能量源医美器械领导者之一(按收益计),在全球约90多个国家/地区销售医美器械。受益于复星集团强大的集团背景和渠道优势,预计未来公司将继续深化"大医美"业务。2021 年,公司实现营业收入 2.94亿美元(同比+81.6%),归母净利润 3125 万美元(+134.2%),2014-2021年 CAGR 分别为+16.45%、+26.76%。
- ◆ 公司拥有全面的医美器械组合: 1) 无创产品线 Harmony、Soprano 及 Accent 早已深入人心, 2021 年 Harmony 系列收益同比+116.0%, Opus 收益同比+90.5%; Soprano 系列收入+71.4%; Accent 系列收入+70.0%。 2) 生美(即生活美容)产品线尤其受中国市场医美机构的欢迎。3) 微创医美线具有创口小、精细化、恢复快等特性,助力女性私密护理发展。
- ◆ 2021 年公司注射填充产品收入达 638.9 万美元, 较 2020 年增长 50.1%。注射填充剂多款重磅产品即将推出: Profhilo 在海外上市多年,品牌和安全性有保障,具有良好的颈纹管理性能,主要对标竞品是嗨体,近年有望于中国上市并快速放量;肉毒素 RT002 预计将于 2023-2024 年在中国上市,目前的适应症是中到重度的眉间纹;溶脂针 RZL-012 目前处于 FDA 二期临床试验阶段,预计 2024 年可实现在中国上市。预计公司注射填充业务未来几年有望保持年均 30%以上的增速。
- ◆ 公司在北美、亚太区市场加快布局。2021 年北美、亚太地区营业收入 占比均有上升,未来的发展前景广阔。北美区域市场: 2014-2021 年 收入以23.8%的 CAGR 由 2014 年的 2519 万元增长至 2021 年的 1.12 亿 美元,收入占比由 24.9%提升至 38.1%。亚太区域市场: 2021 年营收 为 8521 万美元,2014-2021 年 CAGR 为 14.1%。2014-2021 年直销客户 收益占比由 30.1%提升至 62.0%,加上产品组合转向毛利率较高的若 干产品(如 FemiLift等),拉动毛利率由 51.2%提升至 56.7%,净利 率由 6.6%提升到 11.1%。
- ◆ 公司研发主要聚焦在提前抗衰老、再生医学,以及联合治疗等方面, 通过核心技术的交融去提供综合化的医美解决方案。



挖掘价值 投资成长

买入(首次)

目标价: 21.4港元

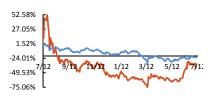
东方财富证券研究所

证券分析师: 何玮

证书编号: S1160517110001

联系人: 侯伟青 电话: 021-23586362

相对指数表现



复锐医疗科技恒生指数

基本数据

总市值(百万港元) 5416.73 流通市值(百万港元) 5416.73 52周最高/最低(港元) 35.00/4.80 52周最高/最低(PE) 133.35/12.60 52周最高/最低(PB) 5.36/0.89 52周涨幅(%) -49.71 52周换手率(%) 81.63

相关研究



【投资建议】

公司主要业务为医美行业上游壁垒较高的能量源医美器械产品,核心子公司AIma医美产品组合丰富,先发优势明显龙头地位稳固。公司品牌产品正进行全球布局,尤其向北美与亚太地区大力推进。此外,公司注射填充领域多款重磅产品即将推出,新设牙科及个护业务板块有望实现业务协同并成为新的增长点。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为3.69/4.52/5.48亿美元,归母净利润分别为0.49/0.63/0.80亿美元,EPS分别为0.11/0.14/0.17美元,对应PE分别为15/11/9倍。首次覆盖,给予公司2023年行业可比公司平均估值20倍,对应12个月目标价21.4港元,相较当前股价有66%的空间,给予"买入"评级。

公司盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万美元)	294. 48	368. 83	452. 03	547. 65
增长率 (%)	81.66%	25. 25%	22. 56%	21. 15%
EBITDA(百万美元)	63	87	102	118
归母净利润(百万美元)	31. 25	49. 18	63. 38	79.55
增长率 (%)	134. 15%	57. 39%	28. 88%	25. 51%
EPS(美元/股)	0.07	0. 11	0.14	0. 17
市盈率 (P/E)	18. 12	15. 68	12. 16	9. 69
市净率 (P/B)	1. 41	1. 71	1.50	1. 30
EV/EBITDA	7. 12	7. 21	5. 65	4. 41

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 2022-07-08。

【风险提示】

行业监管政策变化; 行业增长不达预期; 汇率波动较大影响; 海外运营管理风险; 研发进展不达预期; 知识产权法律风险; 主打产品增速放缓;



1、关键假设

根据Medical Insight报告,2016年全球无创医美及微创医美器械市场规模约为84亿美元(按销售收益计),预期于2021年达到139亿美元,2016-2021年CAGR为10.5%;预期2016年中国销售能量源医美器械的收益为1.59亿美元,2021年达到3.27亿美元,2016-2021年CAGR为15.5%。Medical Insight预计,2016年北美能量源医美器械的收益为14亿美元,预期2021年达24亿美元,2016-2021年CAGR为11.1%,市场规模最大;亚洲市场预期增速最快,2016-2021年CAGR为11.5%。根据Medical Insight报告,公司为中国能量源医疗美容器械的最大供货商(市场份额为16.2%),在全球亦排名第五(市场份额为4.4%)。随着公司优秀产品的全球布局,尤其北美与亚太地区的大力推进,预计未来几年公司主要板块将保持每年20%-30%的速度增长。

预计未来几年内,注射填充类几款重磅产品有望在中国获批上市,并且与能量源产品形成较好的协同和互补,注射填充类业务的收入占比也将相应提升,预计该板块业务未来几年有望保持30%以上的增速;牙科业务进行相应的整合及跟Copulla产品协同之后,通过本身的渠道和资源进行销售;个人护理品牌是ToC产品,在今年3月份已推出第一款产品。预计注射填充类、牙科业务未来几年收入比例会提升,所占比例大约达到3%-5%。

2、创新之处

1) 市场认为能量源医疗美容器械市场不大。

我们认为能量源医美器械市场仍存在较大未满足需求,尤其在北美和亚洲市场潜力较大。2016年,全球无创医美及微创医美器械市场规模约为84亿美元(按收入计),预期于2021年达到139亿美元,2016-2021年CAGR为10.5%。北美是能量源医美器械市场规模最大的区域,而亚洲市场预期增速最快。预期2016年中国销售能量源医美器械的收益为1.59亿美元,2021年达到3.27亿美元,2016-2021年CAGR为15.5%。

医美塑形行业快速发展,全球涌现了一批优秀的能量源医美器械企业,这类公司营业收入在3-4亿美元为主,市值基本在10亿美元左右,已经经历或正在经历资产的重组。科技的进步、新品的推出,推动企业业绩的快速增长。2021年,优秀能量源医美器械代表InMode实现营收、归母净利润、市值分别为3.58亿美元、1.65亿美元、58.57亿美元,2019-2021年CAGR分别为51.33%、64.32%、113.31%,微创医美器械MI占比超过70%。预期未来中国市场亦将出现行业整合。

2) 市场认为全球疫情影响下公司收入增速将持续下滑。

随着疫情缓解加上销售有力推进,公司主要业务收入快速恢复。2021年,公司医疗美容大板块实现收入2.59亿美元,同比大幅增长70.5%。我们认为随着公司优秀产品的全球布局,尤其北美与亚太地区的大力推进,预计未来几年公司主要业务-医疗美容大板块将保持每年20%-30%的速度增长。

3、潜在催化

1)全球性疫情逐步缓解(抗疫容忍度提升); 2)注射填充多款重磅产品即将推出; 3)北美与亚太地区销售的大力推进; 4)直销收入占比提升;



正文目录

1. 能量源医美器械空间广阔61. 1. 能量源医美器械企业涌现61. 2. 能量源医美器械需求旺盛101. 2. 1. 能量源无创医美器械市场131. 2. 2. 能量源微创医美器械市场152. 复锐医疗科技进入加快增长阶段162. 1. 全球领先的能量源医美器械提供商162. 2. 原体影响光温空观点结束16
2. 2. 疫情影响减退实现业绩高增长182. 3. 医美器械组合全面布局212. 3. 1. 无创医美器械产品丰富23
2. 3. 2. 微创医美器械助力女性私密护理 24 2. 3. 3. 注射填充多款重磅产品即将推出 26 2. 3. 4. 口腔业务预期快速放量 29
2.3.5. 个护品牌瞄准不同消费者市场
4. 1. 关键假设与盈利预测314. 2. 估值与投资建议325. 风险提示33
图表目录
图表 1: 美国医美塑形行业发展历程
图表 8: InMode 收入地区分布情况(%)
图表 12: 能量源医美治疗器械情况
图表 17: 全球能量源医美器械主要供应商(%)
图表 22: 全球修身及紧肤能量源治疗系统销售收益(百万美元,%) 14图表 23: 全球能量源无创医美器械(非修身及紧肤类)销售收益(百万美元,%)



图表 25:	全球能量源无创医美器械 (非修身及紧肤类)主要供应商市占率 (%)
		15
图表 26:	主要的公司及业务发展里程碑(包括主要营运附属公司 Alma Laser	s)
		16
图表 27:	公司主要管理层简介	17
图表 28:	公司股权结构图	18
图表 29:	公司业绩增长趋势较好(百万美元,%)	19
	公司医疗美容设备收入占比近九成(%)	19
图表 31:	公司分地区营业收入增长情况(百万美元,%)	19
图表 32:	公司分地区营业收入分布情况(%)	19
图表 33:	公司不同销售模式占比情况(%)	20
图表 34:	公司销售毛利率/净利率情况(%)	20
图表 35:	公司重视研发投入(百万美元,%)	20
图表 36:	公司费用支出情况(百万美元,%)	20
图表 37:	公司近年推出新品情况	21
图表 38:	各类医美项目市场规模占比(%)	22
图表 39:	我国塑形行业市场规模预期不断扩大(亿元)	22
图表 40:	公司产品线丰富布局	22
图表 41:	公司无创医美器械列举	23
图表 42:	市场主要医美脱毛仪器对比	23
图表 43:	Accent 系列产品热拉提主要竞品	24
图表 44:	公司主要微创医美产品	25
图表 45:	FemiLift 点阵 CO ₂ 激光技术原理	25
图表 46:	公司无创/微创医美板块收入增长情况(%)	26
图表 47:	我国注射用透明质酸市场快速增长(亿元,%)	27
图表 48:	爱美客嗨体收入实现高速增长(亿元,%)	27
图表 49:	我国肉毒素产品市场规模(亿元,%)	27
图表 50:	我国肉毒素市场竞争格局	28
图表 51:	我国溶脂针市场将高速增长(亿元,%)	28
图表 52:	公司费用支出具有相对优势(%)	31
图表 53:	公司在北美、亚太市场收入快速增长(百万美元)	31
图表 54:	公司业绩盈利预测表	31
图表 55:	公司盈利预测	32
厨 ≠ € /	によれるコレルコ	22

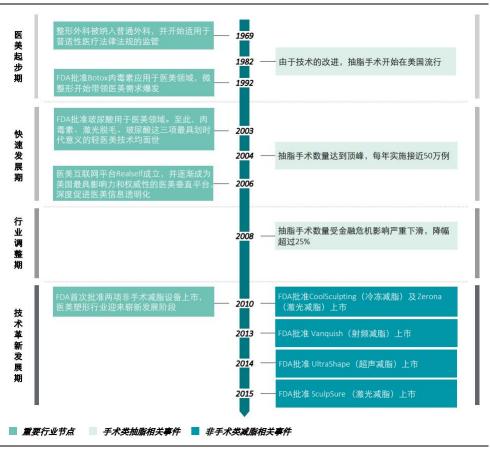


1. 能量源医美器械空间广阔

1.1. 能量源医美器械企业涌现

自1969年整形外科被纳入普通外科,并开始适用于普适性医疗法律法规的监管以来,美国医美塑形行业快速发展。根据ISAPS数据,2018年美国医美塑形疗程占全球治疗数量的18.9%,需求量在全球位居第一。抽脂手术最早在1980年代开始进入美国并大受欢迎,在2004年达到47.8万例高位,但此后受到金融危机和行业洗牌,加上其他新兴治疗手段的冲击呈现下降趋势,2019年仅实施27万例。2003年,肉毒素、激光脱毛、玻尿酸这三项最具划时代意义的轻医美技术均面世。2006年,医美互联网平台Realself成立,并逐渐成为美国最具影响力和权威性的医美垂直平台。2010年以来,以冷冻减脂为代表的多项非手术减脂设备和技术被FDA批准上市,精准减脂、副作用小、恢复期短的非手术医美塑形成为更多爱美人士的青睐。作为医美塑形行业发展最成熟的经济体之一,美国也引领着全球医美塑形行业的发展。能量源医美器械,主要指利用光波(激光、脉冲光、LED)、电磁波(射频)和声波等制造、设计的医疗美容器械。医疗美容主要可以分为手术类和非手术类板块,后者又可以分为光电类(能量源)、注射类、其他类等。

图表 1: 美国医美塑形行业发展历程



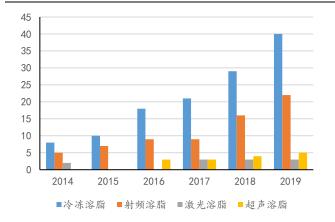
资料来源: Choice, 德勤, 东方财富证券研究所



图表 2: 美国手术塑形疗程数量 (万次)

图表 3: 美国各类型非手术塑形疗程数量 (万次)





资料来源: Choice, 德勤, 东方财富证券研究所

资料来源: Choice, 德勤, 东方财富证券研究所

期间,包括美国在内的全球也涌现了一批优秀的能量源医疗美容器械企业,主要包括赛诺秀Cynosure、Zeltiq aesthetics、赛诺龙Syneron medical、科医人Lumenis、复锐医疗Alma、古特拉Cutera、InMode等,大部分于2017-2020年医美快速发展期被收购。例如2017年私募股权基金Apax Partners的附属公司收购了 Candela (前身为 Syneron Candela); 2019年底,Clayton, Dubilier&Rice管理的基金Hologic收购了医学美容系统和技术的领导者Cynosure; 2020年初,霸菱亚洲旗下的私募股权基金BPEA完成了对Lumenis的收购; 2020年Abbvie收购了Allergan及其部门Zeltiq。从业绩规模上来看,这类公司营收在3-4亿美元为主,归母净利润普遍不大;从公司市值来看,基本在10亿美元左右。

图表 4: 全球主要能量源医美器械企业

公司	国家/总部	控股公司	主要历史简要	中国市场布局	明星产品/治疗系统
赛诺秀	美国	Hologic	于 1991 年创立;	1996 年成立苏州赛	PicoSure 皮秒激光(祛斑
Cynosure			2011、2013、2014 年收购激	诺秀; 2021 年与奥园	美白)、5D 胶原光(祛斑瘦
			光公司 ConBio、Palomar 和	美谷合作开拓产后医	脸); Icon®美容系统、
			Ellman;	美市场;	SmartLipo 系统(脂肪分
			2019 年被 Hologic 收购;		解)、PrecisionTx™ (减
					脂)、SculpSure(减脂)
Zeltiq	美国	Abbvie	于 2005 年成立;	2009 年艾尔健正式	CoolSculpting 酷塑
aesthetics			2010年 CoolSculpting 在美	入驻上海; Zeltiq 旗	(冷冻溶脂)等
			国获批;	下产品酷塑于 2016	
			2017 年被 Allergan 艾尔健	年在中国获批;	
			(2020年被艾伯维收购)收		
			购;		
赛诺龙	英国/以色	Apax	于 2000 年在以色列成立;	2008 年在北京成立	UltraShape Power、
Syneron	列		2009 年收购 Candela;	赛诺龙;	Profound、CO2RE Intima
			2017年被 Apax 基金收购更名	2016 年华熙生物获	和 PicoWay
			为 Candela;	得其 Adeline 产品在	
				中国的独家经营权;	
科医人	英国/以色	BPEA	于 1991 年在以色列成立,后	1992 年进入中国;	LightSheer (无痛脱毛);
Lumenis	列		被 XIO Group 收购;		M22 王者之冠 (光子嫩肤)
			2019 年被 BPEA 收购;		



以色列	中国/以色	复锐医疗科技	2013年复星医药成立复锐医	2003年入驻北京,以	Alma 品牌及 Soprano(脱
		及犹医打什权		,	
Alma	列		疗科技,收购 Alma Lasers;	飞顿为经销商;	毛)、Harmony(多达 65 种
					FDA 许可适应症)、Accent
					(身体塑形及紧肤) 及
					FemiLift(私密美容)等
古特拉	美国	BLACKROCK	于 1988 年成立;		excel HR和启发(脱毛)、
Cutera					启迪 SR(去除纹身与疤痕)、
					truSculpt iD(非手术塑
					身)、exce V+ (血管平台)、
					truSculpt flex(肌肉雕
					刻)、Secret PRO(深层真
					皮重塑)
InMode	以色列	RENAISSANCE	于 2008 年成立;	2019 年入驻北京;	BodyTite、AccuTite(射频
		TECHNOLOGIES	2010年以来,推出了十个产		消融)、Fractora(皮下脂
			品平台 (BodyTite、		肪重塑)、
			Optimas、Votiva、Contoura、		DiolazeXL(810nm)(永久性
			Triton、EmbraceRF、		脱发)、Triton Duo Light
			EvolveX、Evoke、Morpheus8		(755nm 和 810nm) (浅色皮
			和 EmpowerRF);		肤患者)、Triton Duo Dark
					(810nm 和 1064nm)(深色
					皮肤患者)、Forma(胶原蛋
					白重塑和皮肤收缩)

资料来源: Choice, 各公司公告, 东方财富证券研究所

能量源科技的进步、品牌新品的推出,推动企业业绩的快速增长。InMode于2008年在以色列成立,能够提供基于能量的、无创的、微创的外科美容和医疗解决方案。自2010年以来,InMode推出了十个产品平台(BodyTite、Optimas、Votiva、Contoura、Triton、EmbraceRF、EvolveX、Evoke、Morpheus8和EmpowerRF),向整形和面部外科医生、美容外科医生、医疗水疗中心、皮肤科医生和妇产科提供相应产品和服务。截至2021年,InMode在全球拥有约11600个产品平台的安装,能够运行各种多用途涂药器和微创耗材。2021年,InMode实现营收、归母净利润、市值分别为3.58亿美元、1.65亿美元、58.57亿美元,2019-2021年CAGR分别为+51.33%、+64.32%、+113.31%。

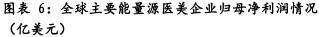
其他主要能量源医美器械企业业绩与市值增长情况如下: 2010-2016年Cynosure、Syneron收入CAGR分别为+32.0%、+7.8%; 2012-2016年Zeltiq收入CAGR为+46.9%; 2010-2021年Cutera收入CAGR为+14.3%; 2018-2021年Alma营收CAGR为+24.1%。上述公司对应时间段市值CAGR分别为+43.2%、+1.1%、+35.2%、+20.3%、+36.1%。

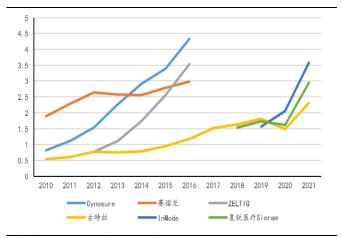


图表 5: 全球主要能量源医美企业收入情况(亿美元)

元)

2





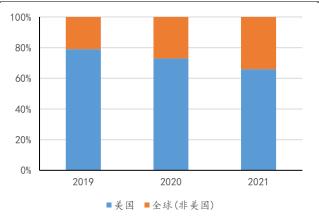
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 7: 全球主要能量源医美企业市值情况(亿美元)

图表 8: InMode 收入地区分布情况(%)





資料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 截至2022年6月20日, 年度市值为当年12月31日值。

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2021年, InMode实现营收3.58亿美元, 同比增长74%, 得益于美国国内、国外1.29亿美元的微创医美器械及新品上市的销售增加值。公司在美国收入占比大, 2021年达到66%, 但美国以外区域的收入占比在逐步提升, 从2019年的21%提升到2021年的34%。其中美国收入同比增长59%, 美国以外国家或地区收入同比增长112%, 主要涉及亚洲(其中2020下半年产品在中国获准)、欧洲与拉丁美洲。分板块来看, 2021年微创医美器械MI所占比重最大, 占比为72%, 实现翻倍增长; 免提产品HF占比20%, 稳定增长; 无创产品NI占比8%, 同比增长115%。

图表 9: InMode 主要产品布局

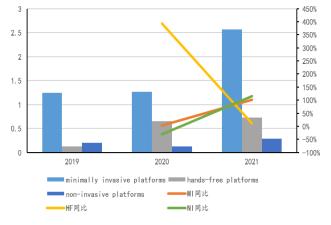
平台/产品	能量源	推出年份	机头	主要应用
微创和消融平台				
BodyTite	双极射频	2010年	BodyTite	身体轮廓 (MI)
			FaceTite	面部轮廓 (MI)
			NeckTite	颈部轮廓 (MI)
			AccuTite	面部/身体轮廓(MI)
Optimas	激光双极射频 IPL	2016年	Morpheus8	皮肤再生(MI)
			Forma	嫩肤(NI)



			Lumecca	皮肤再生和色素沉着(NI)
			DiolazeXL	脱毛(NI)
			Vasculaze	血管病变(NI)
EmbraceRF	双极射频	2018年	FaceTite	面部重塑 (MI)
			Morpheus8	面部皱纹和纹理(MI)
			AccuTite	面部/身体轮廓(MI)
Votiva	双极射频	2017年	FormaV	妇女健康 (MI)
				妇女健康(NI)
Morpheus8	双极射频	2021 年	Morpheus8 Body	面部和身体部分射频治疗(MI)
EmpowerRF	双极射频和 EMS	2021 年	FormaV、Morpheus8V、VTone、Aviva	妇女健康(MI)
非侵入性平台				
Contoura	双极射频	2017年	BodyFX	身体轮廓
			MiniFX	面部/颈部轮廓
			Plus	紧肤
Triton	激光	2018年	Triton Duo Light	除毛
			Triton Duo Dark	除毛
免提平台				
EvolveX	双极射频 EMS	2021 年	Tite (HF)	紧肤
			Transform (HF)	身体轮廓
			Tone (HF)	EMS
Evoke	双极射频	2020年	Cheek (HF)	皮肤再生
			Chin (HF)	皮肤再生

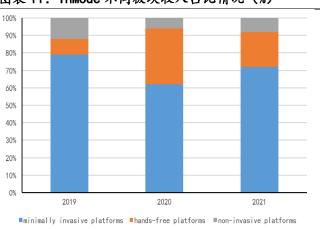
资料来源:Choice,InMode 公告,东方财富证券研究所。注:MI=微创,NI=无创,HF=免提,下同。

图表 10: InMode 不同板块收入增长情况(亿美元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11: InMode 不同板块收入占比情况(%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2. 能量源医美器械需求旺盛

医疗美容治疗,指专注于治疗痣、皱纹、疤痕、皮肤松弛、多余脂肪、枯皮组织、多余毛发及皮肤褪色等医疗及身体状况以改善个人美容外表的治疗。 医疗美容治疗可通过以下两种方式进行:(1)无创医美、微创医美治疗(例如使用能量源医美器械、填料、注射填充物、神经调质及局部护肤品的治疗);

(2)入侵性外科手术(如抽脂、面部拉提及乳房植入)。医美治疗的主要医生包括皮肤科医生、整形外科医生,以及其他专科医生(如妇科医生及眼科医生等)。除医生外,在一些司法/管辖权区,美容师获准提供若干类别的医美治疗服务,例如通过使用能量源医美器械进行修身及紧肤。

按技术原理,能量源医美器械主要可分为光波(激光、脉冲光、LED)、电磁波(射频)和声波。不同设备通过技术原理组合而呈现不同功效,目前能量束可达SMAS筋膜层的超声刀尚未获得我国NMPA的认证。

图表 12: 能量源医美治疗器械情况

能量源刑	线	主要应用	代表企业及器械	作用原理
激光	液体	嫩肤、脱毛、痤疮治疗、	Picoway(赛诺龙)、	通过高能量、聚焦精确、穿透力的单色光,使人
	气体	疤痕修整、去除色斑及纹	Picosure(赛诺秀)、月	体组织局部温度在数秒内骤然升高至数百度以
	固态	身、私密美容治疗	光脱毛 (科医人)、超	上,但不会破坏正常组织,从而达到治疗目的。
			级冰点脱毛(Alma)、	
			Fotona 4D	
脉冲光	PL	嫩肤、脱毛、去除色斑	M22(科医人)、飞顿 2	通过选择性光热作用及光化学作用原理, 促进皮
		及纹身	号、 Harmony 辉煌	肤胶原纤维再生, 使色素崩解。
			(Alma)	
LED		去除色斑	技术含量相对低,厂家	LED 蓝光通过杀菌和消炎来改善表面肌肤,红光促
			众多	进皮肤胶原蛋白的增长。
射 频	单极	修身、紧肤、私密美容	热玛吉(Solta)、热拉	定位组织加热,促使皮下胶原收缩拉紧,同时对
	双极	治疗	担、Accent 深蓝射频	皮肤表面采取冷却措施, 真皮层被加热而表皮保
	三极		(Alma)	持正常温度,一般会产生两种反应:1)皮肤真皮
				层变厚, 皱纹随之变浅或者消失; 2) 皮下胶原质
				的形态重塑,产生新的胶原质而变更加坚实。
超声波	微聚焦	修身、紧肤、私密美容	Ulthera(Merz)	将超声波热能直接传导至皮下脂肪层下部(SMAS)
	超声波	治疗		筋膜层),诱导胶原蛋白再生,解决面部皱纹和肌
	高强度聚			肉下垂等问题。
	焦超声波			

资料来源: Choice, Medical Insight 报告,复锐医疗科技招股说明书,东方财富证券研究所

2005 1970 1990 2000 2004 2010 分段式激光 红蓝光 激光 脉冲光 射频 超声波 表皮 皮下组织 血管 筋膜层SMAS 肌肉

图表 13: 不同能量源触及皮肤层次

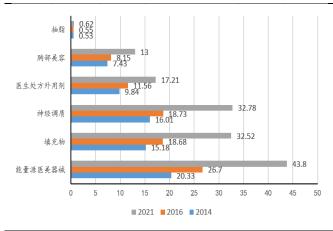
资料来源: Choice, 头豹研究院, 东方财富证券研究所



根据Medical Insight报告,2016年全球无创医美及微创医美器械市场规模约为84亿美元(按销售收益计),预期于2021年达到139亿美元,2016-2021年CAGR为10.5%;2014和2016年能量源医美器械市场均为规模最大、发展最快的市场分部,分别产生全球销售收益20亿美元、27亿美元;2016年全球直接销售能量源医美器械的收益为27亿美元,预期2021年达44亿美元,2016-2021年CAGR为10.4%。Medical Insight预期2016年中国销售能量源医美器械的收益为1.59亿美元,2021年达到3.27亿美元,2016-2021年CAGR为15.5%。

图表 14: 全球无创/微创医美器械全球销售(亿美元)

图表 15: 中国能量源医美器械销售情况(亿美元)





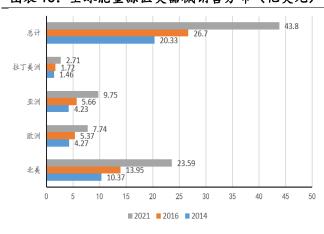
资料来源: Choice, 复锐医疗科技招股说明书, 东方财富证券研究所

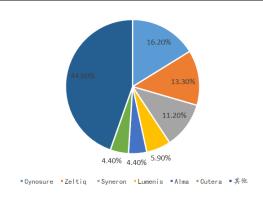
资料来源: Choice, 复锐医疗科技招股说明书, 东方财富证券研究所

Medical Insight数显示,2016年北美能量源医美器械的收益为14亿美元,预期2021年达24亿美元,2016-2021年CAGR为11.1%,市场规模最大;亚洲市场预期增速最快,2016-2021年CAGR为11.5%。从全球能量源医美器械主要供应商来看,赛诺秀Cynosure、Zeltiq aesthetics、赛诺龙Syneron medical、科医人Lumenis、复锐医疗Alma等公司为主要参与者,市场份额分别为16.2%、13.3%、11.2%、5.9%和4.4%。

图表 16: 全球能量源医美器械销售分布 (亿美元)

图表 17: 全球能量源医美器械主要供应商(%)





资料来源: Choice, 复锐医疗科技招股说明书, 东方财富证券研究所

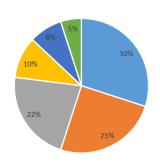
资料来源: Choice,复锐医疗科技招股说明书,东方财富证券研究所。注:按2016年收入计。

2016年,在中国市场中,去除色素性病变及纹身的能量源医美器械构成最大一类,占能量源医美治疗系统销售收益总额的约30%,紧随其后的是嫩肤占25%,脱毛占22%,修身及紧肤占10%,以及祛痘占8%。在中国的能量源医美器械供货商中,复锐医疗科技旗下的以色列飞顿以收益计在2016年排名第一,占有16.2%的市场份额。受疫情影响,2020年中国医美器械市场规模为425亿元,

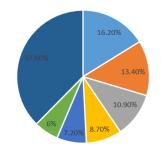
出现了下滑同比-1.2%, 随着疫情缓和预计将恢复较高速度增长。2020年中国激光医美设备市场CR4=75.0%,主要供应商为飞顿(32.0%)、奇致激光(18.0%)、科医人(15.0%)、半岛医疗(10%),仍受制于国外企业,但本土企业市场占比有所提升,国产替代趋势显现。中国医美器械市场行业竞争加剧,预期未来中国市场将出现行业进一步整合。

图表 18: 中国能量源医美器械销售收益明细(%)

图表 19: 中国能量源医美器械主要供应商(%)



■去除色素性病变及紋身 ■嫩肤 ■脱毛 ■修身及紧肤 ■祛痘 ■其他



■飞顿 ■奇致激光 ■科医人 ■半岛医疗 ■赛诺秀 ■赛诺龙 ■其他

资料来源: Choice, 复锐医疗科技招股说明书, 东方财富证券研究所。注:按2016年收入计。

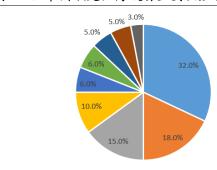
资料来源: Choice, 复锐医疗科技招股说明书, 东方财富证券研究所。注:按2016年收入计。

图表 20: 中国医美器械市场规模增长 (亿元, %)

500 30% 450 25% 400 20% 350 300 15% 250 10% 200 150 5% 100 0% 50 -5% 2016 ■市场规模 ——同比

资料来源: Choice, 头豹研究院, 东方财富证券研究所

图表 21: 中国激光医疗设备主要供应商(%)



■飞顿 ■奇致激光 ■科医人 ■半岛医疗 ■賽诺秀 ■欧洲之星 ■賽诺龙 ■GSD ■其他

资料来源: Choice, 头豹研究院, 东方财富证券研究所。注: 按2020年计。

1.2.1. 能量源无创医美器械市场

能量源无创医美器械市场可进一步分为2类,包括修身及紧肤医美器械、除修身及紧肤外的一般分部(包括大部分疗法)。修身及紧肤可被视为独特细分类,其包括数种适应症(消脂及消脂引起的松驰皮肤收紧),构成能量源无创医美市场的约1/3,而其他适应症更为分散。

修身及紧肤类:

修身及紧肤指通过减少脂肪及橘皮组织以及爽肤来改善个人外貌的流程。有别于嫩肤,紧肤的整体目标是通过纤维母细胞的选择性热应力,促进弹性蛋白及胶原蛋白的产生来改善皮肤弹性。由于存在入侵性、微创医美及无创医美流程,因而修身市场竞争激烈。根据Medical Insight报告,全球约有2/3的人口受多余的身体脂肪影响,通常与肥胖相关。肥胖及之前肥胖人士其后减去大



量体重,均导致消费者对肌底组织的塑造及强化的需求。2016年,全球修身及紧肤能量源治疗系统销售收益为9.96亿美元,预计2021年达到19.65亿美元,2016-2021年CAGR为14.52%。

据估计,在美国无创医美能量源修身治疗的增速相较传统抽脂术要快。然而,其竞争仍然激烈,主要原因是除外科手术外亦存在其他可注射治疗作为能量源修身治疗的备选项。为实现紧肤,非能量源外科手术(如紧腹、提眉、面部拉提、身体紧致)仍然保持优于非外科手术选择。

1400 30.0% 1200 25.0% 1000 20.0% 800 15.0% 600 10.0% 400 5.0% 200 0.0% 2014 2015 2016 2017E 2018E 2019E 2020E 2021E ■ 设备 ------ 耗材 **-**一设备:同比 — - 耗材: 同比

图表 22: 全球修身及紧肤能量源治疗系统销售收益(百万美元,%)

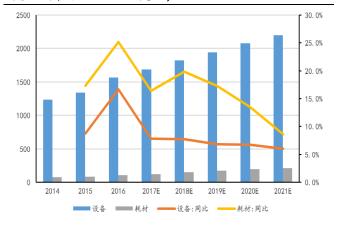
資料来源: Medical Insight, 复锐医疗科技招股说明书, 东方财富证券研究所。注:包括能量源微创美容抽脂数据。

不包括修身及紧肤器械的分部:

除进行修身及紧肤外,能量源无创医美治疗还包括嫩肤、祛痘、脱毛、消除灰甲、疤痕修整以及去除色素性病变、纹身及下肢静脉治疗等。根据Medical Insight报告,2016年按全球销售收益计,能量源无创医美器械市场(不包括修身及紧肤器械)的销售额为17亿美元,预期2021年达到24亿美元,2016-2021年CAGR为7.57%。在无创医美治疗的主要类别中,嫩肤为最大类别,贡献能量源无创医美器械(不包括修身及紧肤)约42%的全球销售收益,其次为脱毛(20%)、下肢静脉治疗(9%)、祛痘(7%)、私密美容治疗(6%)及去除色素性病变及纹身(6%)。预期直到2021年,其收益明细大致维持不变,而嫩肤贡献能量源无创医美器械销售收益的最大部分。全球能量源无创医美器械(不包括修身及紧肤类)主要供应商中,主要参与者为Cynosure、Syneron、Lumenis、EI. En和Alma(复锐医疗),2016年按收益占有率分别为20.00%、14.70%、9.30%、4.20%、4.10%,CR5市场占有率为52.30%

Eastmoney Securities

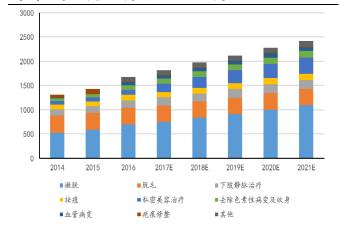
图表 23: 全球能量源无创医美器械 (非修身及紧肤 类)销售收益(百万美元,%)



资料来源: Choice, 复锐医疗科技招股说明书, 东方财富证券研究所

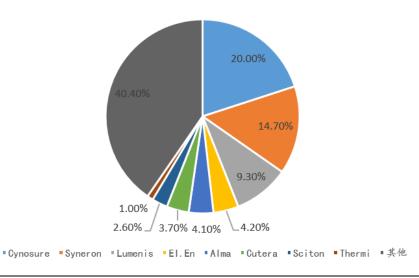
复锐医疗科技(01696. HK)深度研究

图表 24: 全球不同治疗类别能量源无创医美器械(非 修身及紧肤类)销售收益(百万美元)



资料来源: Choice, 复锐医疗科技招股说明书, 东方财富证券研究所。注: 2014-2015年无私密美容治疗数据。

图表 25: 全球能量源无创医美器械 (非修身及紧肤类) 主要供应商市占率 (%)



资料来源: Medical Insight, 复锐医疗科技招股说明书, 东方财富证券研究所。注: 按收益计。

1.2.2. 能量源微创医美器械市场

能量源微创医美治疗一般指使用能量源进行肌肤物理创伤的治疗,复锐医 疗科技提供的治疗主要涉及微创医美私密美容治疗、抽脂及血管消融。

随着年龄的增长, 女性经过分娩后, 骨盆底和女性私密处肌肉变得松弛, 会失去张力和紧凑。私密美容治疗,涉及功能上或医疗适应症方面的身体修整, 也有美观感受度上的完善。根据Medical Insight报告, 2013年私密美容终端 用户51%为19-34岁、38%为35-50岁、7%为50-64岁:估计2016年为私密美容治 疗安装的能量源治疗系统有6000组,其全球销售收益为1.06亿美元,预期2021 年该数据达到3.32亿美元,2016-2021年CAGR为25.8%。

能量源抽脂。根据Medical Insight报告,全球人口约有2/3受多余的身体 脂肪影响。抽脂是一类入侵性和微创手术,旨在通过去除多余的身体脂肪来重 塑体形。现有多种抽脂技术,包括传统的能量源抽脂。Medical Insight报告 显示,2016年能量源抽脂治疗约占世界范围内进行的所有抽脂治疗的20%。



下肢静脉治疗。静脉曲张常发生于腿部浅层静脉的异常扩张,但也可能在身体其他部位发生。这种常见的血管状态往往带来外观上的烦恼,同时也会导致抽筋、肿胀、灼痛、脉动、沉闷感或疲劳等症状,大大影响个人的日常生活。复锐医疗科技招股说明书显示,2014年治疗下肢静脉的能量源治疗系统的全球销售收益约1.31亿美元,2016年该数据达到1.57亿美元,预期到2021年达到1.87亿美元,2016-2021年CAGR为3.6%。

2. 复锐医疗科技进入加快增长阶段

2.1. 全球领先的能量源医美器械提供商

公司成立于2013年,为医疗健康产业集团复星医药的"大医美"核心平台,亦是首家在港交所主板上市的以色列公司,核心附属公司Alma是全球领先的能量源医疗美容器械提供商。受益于复星集团强大的集团背景和渠道优势,预计未来公司将继续深化"大医美"业务。公司主要业务包括医美设备、注射填充、美容牙科(复星牙科+Copulla)、个人护理LMNT等。公司于2013年收购了主要营运附属公司Alma Lasers。公司的Alma品牌及Soprano(主要用于脱毛)、Harmony(多达65种FDA许可适应症)、Accent(身体塑形及紧肤)及FemiLift(私密美容)等多个品牌在国际市场上获得医美机构及终端用户的广泛认可。根据Medical Insight报告,2016年公司已成为中国能量源医美器械市场的最大供货商以及全球能量源医美器械市场领导者之一(按收益计)。公司在全球约90多个国家及司法/管辖权区销售医美器械。

1999年10月,公司主要营运附属公司Alma Lasers由Ziv Karni博士、Nadav Bayer先生、Yoav Avni先生及Evgeni Kudritki先生(创始人)根据以色列法律以MSQ, Ltd. (MSQ) 的名义注册成立。2005年10月, MSQ更名为Alma Lasers Ltd.。2006年3月,私募公司TA Associates向Alma Lasers当时的现有股东(包括创始人)收购其73.3%的股本。Alma Lasers自1999年注册成立以来,主要专注于能量源治疗系统的设计、开发、生产及销售,以供医美、生美及微创医美中使用。2013年4月25日,公司注册成立,自成立以来一直是复星医药的非全资附属公司;2013年5月,公司向TA Associates及其他独立股东收购Alma Lasers股本的95.2%,总代价约2.22亿美元;2016年6月26日,公司完成收购事项,Alma Lasers成为公司全资附属公司。2017年,复锐医疗科技(1696.HK)股份在香港联交所上市。

图表 26: 主要的公司及业务发展里程碑(包括主要营运附属公司 Alma Lasers)

年份	事件				
1999 年	创始人在以色列成立 MSQ(现为 Alma Lasers),并在以色列开始运营;				
2002年	推出其首个二极管激光脱毛平台 Mythos 500;				
2003年	推出 Alma Lasers 已取得专利的"新一代荧光技术"为基础的多应用美容治疗平台;凭借与中国的分销商关系,				
	进军亚洲市场;				
2004年	推出其专有射频技术(单极射频技术)作美容治疗;推出嫩肤的 Harmony 产品;成立一家特拉华州公司 Orion Laser				
	Inc. (其后更名为 Alma Lasers Inc.),并持有其 25%股本;				
2005年	收购 Orion Laser 余下的 73.3%股本及在美国加强直销及营销业务;推出 Accent 及 Aria 产品;				
2006年	与 Erbium Pixel 推出首款分段式消融激光;将分段式消融技术延伸至二氧化碳激光;推出 In-Motion SHR 技术;				
	TA Associates 向 Alma Lasers 当时的现有股东(包括创始人)收购其 73.3%股本权益;				
2007年	推出已获专利的 cold ultrasound shear wave 技术作身体塑形治疗;				
2008年	通过现有产品线量身制订以符合非医生人员使用的监管标准成功研发并开始营销针对美容中心市场的产品线;				
2009年	扩展加拿大的直销平台;				



2011年	开发 i TED 皮肤保护屏障解决方案,为以分段消融及超声音波能量为基础的首项(表皮吸收入肤)方法,为 IMPACT
	模式产品的特点;
2012年	Alma Lasers 向 Quantel 集团公司收购医疗及美容应用的皮肤科激光及光系统及治疗解决方案业务;
	Alma Lasers 于德国成立 Alma Lasers GmbH (全资附属公司) 以于德国展开直销及营销经营;
2013年	成立外科分部 Alma Surgical;注册成立为复星医药的非全资附属公司;收购 Alma Lasers 股本的 95.2%;
2014年	在印度成立附属公司 Alma Medical Private Ltd.,作为 Alma Lasers 的全资附属公司;
2015年	推出为美容师而设的 Alma Beauty 生活美容品牌;
2016年	完成对 Alma Lasers 的尚余少数股东权益的收购,及 Alma Lasers 成为公司的全资附属公司;
2017年	公司股份在联交所上市,发行及配发 8800 万股新股份;
2019年	附属公司 Alma 收购 Nova 的 60%股权;推出 2 款新产品:Soprano Titanium(激光脱毛)、Colibri 技术;
2020年	投资由复星医药风险资本基金孵化的初创公司天津星魅;推出4款新产品;
2021 年	收购复星牙科全部已发行股本;购买 Nova 余下 40%股权, Nova 成为公司全资附属公司;推出 2 款新产品;

资料来源: Choice, 公司公告, 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

公司主席刘毅先生拥有北京航空航天大学生物医学工程博士学位,同时担任复星医药副总裁,且于2021年1月成为复星全球合伙人,深耕医药行业20余年,对公司风向及政策把握具有独到的前瞻见解。公司主要管理层在相应领域均具有丰富的专业经验。

图表 27: 公司主要管理层简介

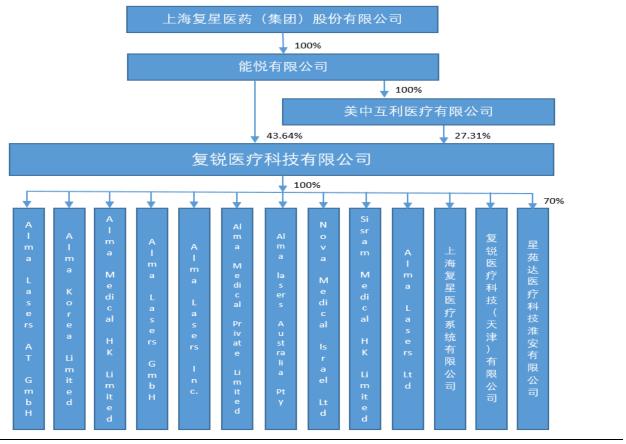
名字	职位	个人简介
刘 毅	主席	刘毅先生曾在中国政府机构从事质量保证、医疗器械检测、市场监管工作
		逾 20 年。现任复星医药副总裁,并持有北京航空航天大学生物医学工程
		博士学位。
Lior Dayan	首席执行官 CEO 兼执行董事	Dayan 先生在能量源医疗设备行业拥有逾 20 年经验,具备运营、物流、
		财务及销售专业知识,深耕不断增长的亚洲市场逾 10 年。持有巴伊兰大
		学经济及物流学学士荣誉学位,曼彻斯特大学 MBA 学位。
步国军	首席财务官 CFO	步国军先生在医疗及健康护理行业拥有 20 多年财务管理经验,擅长财务
		运作、融资及投资活动。持有北京工业大学经济信息管理学学士学位、北
		京工业大学计算机科学与技术工学硕士学位及罗格斯大学 MBA 学位。
Ran Ezioni	首席营运官 COO	Ezioni 先生在医疗设备行业的环球营运、供应链管理、精益生产、资讯
		科技、IT外包及服务等多方面拥有逾25年经济。持有以色列理工学院工
		业工程理学荣誉学位,并获得美国质量学会认证的六式码黑带资格。
Avi Farbstein	首席策略官 CSO	Farbstein 先生在医疗美容器械行业拥有逾 35 年经验,在能量源设备研
		发领域的丰富经验始于一种率先引入手术领域的激光。持有特拉维夫大学
		电气工程理学学士学位。
Avi Hirshnzon	质量及合规执行副总裁	Hirshnzon 先生在质量及合规领域拥有逾30年的专业经验,其中21年来
		自医疗器械行业。持有 Technion 以色列理工学院机械工程学士学位和质
		量及可靠性硕士学位。

资料来源: Choice, 公司公告, 公司官网, 东方财富证券研究所

截至2021年底,复星医药通过全资附属公司能悦有限公司、美中互利医疗有限公司间接持有公司已发行股份的70.95%,其中美中互利是能悦有限公司的全资子公司、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。公司收购Alma Laser后并布局全球业务,目前Alma Laser共拥有12家全资子公司,分别位于以色列、北美、欧洲、亚太区、拉丁美洲、中东及非洲等。



图表 28: 公司股权结构图



资料来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

2.2. 疫情影响减退实现业绩高增长

目前公司近90%的营业收入来自于医美设备产品销售,主要包括无创和微创医美器械,少部分则来自提供的医美器械服务及与医美器械相关的耗材销售。另外,牙科自2021年开始贡献收入,注射填充业务线自2019年贡献收入以来逐年稳定增长中。2021年,公司实现营业收入2.94亿美元(同比+81.6%),归母净利润3125万美元(+134.2%),2014-2021年CAGR分别为16.45%、26.76%。2018年归母净利润快速增长,主要原因是业务增长稳定、财务利息及所得税开支减少。2021年业绩高增长主要由于疫情不利影响相较于上年有所减退。

图表 29: 公司业绩增长趋势较好(百万美元,%)



资料来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

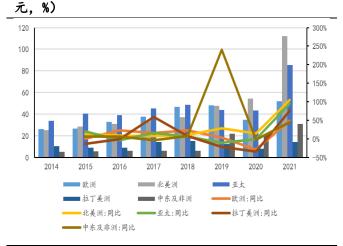
图表 30:公司医疗美容设备收入占比近九成(%)



资料来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

分区域来看,2021年北美、亚太地区营业收入占比均有上升,其他地区占比略有下降,北美和亚太地区(尤其中国)未来的发展前景广阔。北美洲收入同比+105.8%、亚太区+95.3%、拉丁美洲+76.4%、欧洲+49.8%、中东及非洲+45.2%。2021年北美洲/亚太区/欧洲/中东与非洲/拉丁美洲收入占比分别为38.1%/29.0%/17.6%/10.4%/4.9%。2020年公司在天津新成立复锐医疗科技中国子公司,将重点开拓中国业务,持续受益于广阔的市场需求。

图表 31:公司分地区营业收入增长情况(百万美



資料来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所。注: 北美包括加拿大及美国, 不含墨西哥, 下同。

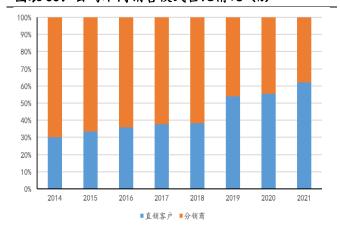
图表 32:公司分地区营业收入分布情况(%)



资料来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

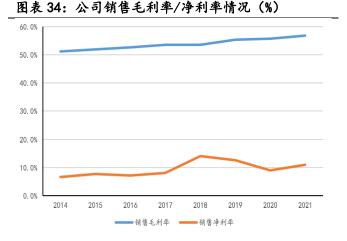
公司持续加码直营布局,设有9家直销附属公司,在全球90多个国家/地区拥有广泛的分销网络。公司将打通全球直销渠道的布局,在亚太区(尤其中国)和欧洲(尤其英国)增设更多的直营业务,进一步巩固在这些地区的市场地位。北美洲主要是进行直销,大约有100多人的销售团队,整体的销售能力较强,配合渠道与产品组合的扩充。在亚太区,中国主要进行分销,以飞顿作为独家分销商,进行下游相应的渠道打通,如大型的连锁机构、公立医院等,并进一步拓宽公司在三四线城市的相应布局。2014-2021年直销客户收益占比由30.1%提升至62.0%,加上产品组合转向毛利率较高的若干产品(如Femilift等),拉动毛利率由51.2%提升至56.7%.公司净利率由6.6%提升到11.1%。

图表 33: 公司不同销售模式占比情况(%)



资料来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

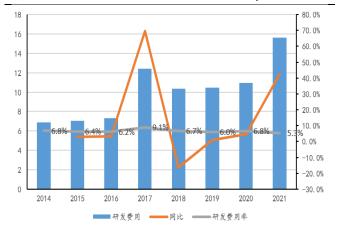
可去 9.4 八 可做体工划乘 /安划乘楼田 /N/



资料来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

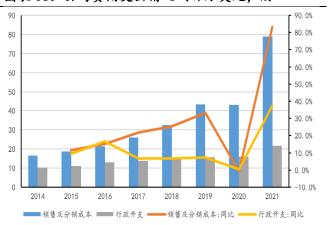
费用支出方面,2021年公司研发开支1560万美元,同比+42.3%,主要由于与研发活动相关的材料成本及劳工成本出现上升;销售及分销开支7890万美元,同比+83.1%,主要扩充了整体销售团队建设;行政开支为2180万美元,同比+37.4%。公司非常重视研发投入,13%的员工为研发专家。公司的研发团队拥有广泛的能量源医美技术(包括激光、光学、射频及超声波)专业知识及经验,并建立了绝大部分的专利及自主知识产权。

图表 35: 公司重视研发投入(百万美元, %)



资料来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 36:公司费用支出情况(百万美元,%)



资料来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

公司研发主要聚焦在提前抗衰老、再生医学,以及联合治疗等方面,通过核心技术的交融去提供综合化的医美解决方案,如能量源+注射填充类产品的组合,注射填充类不同产品的组合打造1+1>2的效果。公司坚持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器械产品线,新设美容牙科及个人护理业务;另一方面通过权益引进的方式进军注射填充、注射溶脂领域,逐步形成产品管线的全方位布局。公司在2021年内进行了24项临床及临床前研究(包括委托及研究者自行发起),涉及皮肤科、医学美容、整形外科及妇科领域。其中11项AIma委托的临床及临床前全流程监控研究(4项FDA研究)、13项IST(研究者自行发起)。公司在2020年推出4款产品、2021年推出2款产品,未来有望每年均有新款产品出来。在已有的嫩肤、肌肤修复等领域进行技术与产品升级迭代,如将射频与等离子、激光等不同能量源结合,以实现更好的治疗效果;同时又创造性地推出Derma Clear产品,引入"皮肤净化预处理"概念,提供多种模式选择以提供皮肤深层净化方案。



图表 37: 公司近年推出新品情况

时间	产品	推广区域	应用领域	主要技术	产品优势
2020年	Opus Plasma	北美	皱纹、疤痕等	首创等离子点阵肌肤	为浅层皮肤复杂的除皱和肌肤修复提供治
			肌肤修复	修复技术	疗, 相较于传统方法安全性高, 术后恢复
					期短;
	Derma Clear	全球	高端皮肤护理,深	独特的旋转硅胶头	角质清护、深层净肤和滋养保湿等3大模
			度清洁、滋养和保		式;结合专业营养液促使其被吸收到皮肤
			湿		的更深层;
	Alma Hybrid	欧洲	个性化嫩肤、疤痕	首次结合3种核心能	同一手具实现 CO2激光和 1570nm 激光任
			修复	量源-002激光、	意比例结合,定制化操作;通过更长的脉
				1570nm 激光和 Alma	冲持续时间产生更大的凝固和热效应,治
				专利的超强超声波	疗效果好,缩短治疗恢复时间;
	Harmony XL PRO	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
	Special				织发育,同时保持安全性;提供超65种
	Edition				FDA 适应症的治疗方案;
2021 年	Alma PrimeX	全球	无创塑形紧肤	结合超声和射频技术	结合超声和单级射频技术,实现卓越美体
					塑形和紧致皮肤效果;
	Alma Duo	北美	男性健康	体外低能量冲击波治	改善血液流动, 针对男性健康的革命性治
				疗 LI-ESWT	疗平台;

资料来源: Choice, 公司公告, 公司官网, 东方财富证券研究所

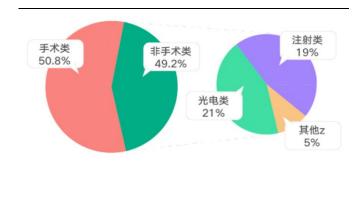
2019-2021年期间,公司非常重视在基础设施方面的投入,投资超过了650万美元,主要用于ERP/CRM云端系统的升级和改造。对内建立一个共享技术平台,实现所有产品与业务的有效协同;对外打造面向消费者的智能化、云端化平台。

2.3. 医美器械组合全面布局

公司生产与开发的医美器械可用于多种无创医美及微创医美治疗。1)公 司拥有全面的医美器械组合,包括医美、生美产品线,可用于无创医美治疗, 如脱毛、靓肤、嫩肤、血管治疗及色素性病变治疗、去除纹身、脂肪消减、暗 疮治疗、身体塑形及紧肤等。2)公司的医美器械亦可用于微创医美治疗,如 激光抽脂、私密美容、治疗静脉曲张及多汗症。2016年,全球无创医美及微创 医美器械市场规模约为84亿美元(按销售收益计), 预期于2021年达到139亿美 元, 2016-2021年CAGR为10.5%。根据Medical Insight报告, 按2016年收益计, 公司为中国能量源医疗美容器械的最大供货商,市场份额为16.2%,在全球亦 排名第五,市场份额为4.4%。根据我们前期的报告《医思健康(2138)深度研 究:大湾区战略推出,公司再上新台阶(2021-10-28)》,2020年我国大陆地区 医疗美容市场规模约为1893亿元,预计到2025年将达到4895亿元,2020-2025 年CAGR将达到21.0%。其中,光电技术在医疗领域应用探索不断深入,逐渐成 为医美医生的"必备武器"。2021年非手术类市场在整个医美市场占比49.2%, 而光电类项目为其中最受欢迎的项目。我国塑形市场的市场规模在2020年预计 达到105亿元, 2022年预计达到172亿元, 预计到2030年能够达到千亿元, 2018-2020年、2020-2030年CAGR分别为20%和25%。消费者对身体塑形关注度的 提升、非侵入式塑形技术和医美设备的日益丰富,加上潜在人群的延展将共同 驱动市场未来的高速发展。

图表 38: 各类医美项目市场规模占比(%)

图表 39: 我国塑形行业市场规模预期不断扩大(亿元)





资料来源:新氧数据研究院,东方财富证券研究所。注:按2021年计。

資料来源:德勤研究与分析,东方财富证券研究所。注:规模测算限于规范市场。

2021年,公司医疗美容大板块实现收入2.59亿美元,同比增长70.5%;注射填充业务收入640万美元,同比+50.1%;新牙科业务收入1380万美元;服务及其他所得收益1560万美元,同比+78.2%;来自耗材的收益不断增长,实现收入510万美元,同比+59.3%。

图表 40: 公司产品线丰富布局

业务板块	主要产品	应用领域	特色技术	布局时间
无创医美	Accent 系列(热拉提)	面部及身体紧致提拉	射超技术组合	2009 年
	Soprano 系列	脱毛	三种波长激光结合	2006年
	Harmony 系列	嫩肤、色素性疾病超过 65 种 FDA 批	20 余种激光手具搭配	2004年
		准适应症		
无创生美	REJUVE、REMOVE、	塑形、嫩肤、脱毛等	安全稳定的激光技术	2013 年
	SPADEEP 等			
微创医美	Alma FemiLift 系列	秘密修复	点阵 CO ₂ 激光技术	2012年
	(菲蜜莉)			
	BeautiFill 系列	抽脂、脂肪填充等	闭环脂肪转移	2015 年
	(5G 天使光雕)			
注射填充	IBSA	面部塑形、局部除皱、补水及皮肤	透明质酸含量高, 不含	2018年获得代理权,预
	(Profhi Io 玻尿酸)	修复	化学交联剂, 可刺激胶	计 2023 年中国上市
			原蛋白再生	
	RT002 肉毒素	眉间皱纹、肌肉痉挛等	肽配方专利、不含人血	2021 年获得中国代理
			/动物蛋白	权, 预计 2024 年在中
				国上市
	RZL-012 溶脂针	减脂塑形	新型合成小分子(NCE)	预计 2024 年中国上市
牙科业务	数字化牙科业务	全口腔扫描、3D 打印等	生物仿真技术	2021 年完成对复星牙
				科的收购
个人护理	LMNT	家用脱毛嫩肤等	安全稳定的激光技术	2021 年

资料来源: Choice, 公司公告, 招股说明书, 东方财富证券研究所



2.3.1. 无创医美器械产品丰富

公司无创医美器械可分为医疗美容产品线及生活美容产品线。其中医美产品线进一步按主要家族及系列分类,包括Harmony、Soprano及Accent医美器械系列以及Aesthetic Precision系列。2021年, Harmony系列收益同比增长116.0%, Opus收益同比+90.5%; Soprano系列收入同比+71.4%; Accent系列收入同比+70.0%。

图表 41: 公司无创医美器械列举



Soprano Titanium

Stronger, Faster, Smarter Our Most Innovative Hair Removal Laser Device

- Large 4cm² spot size for quick treatments
- Two connectors
 Smart clinic data center
- Smart clinic data cente
 ICE PLUS continuous cooling system
- Intuitive large screen (15' Android) with pre-set parameters

Read more...



Soprano ICE Platinum

The power of three Trio clustered diode laser technology for hair removal

- 3 combined wavelengths covering the optimal treatment spectrum
- Virtually painless
 Proven safety record
- All skin types, even tanned
 skin

Read more...



Harmony XL Pro

Special Edition

The Next Generation Complete multi-Application Platform

- Clinically Proven in
- Extensive Clinical Studies
 Over 65 FDA-cleared
- Indications
 Extendible and
- Upgradeable
 Plug & Play Software
- No Disposables

Read more...



Alma PrimeX

Advanced US & RF capabilities for body contouring & skin tightening

- Synergistic features for stellar performance
- Selective targeting of fat
 cells
- Unprecedented, long lasting results

Read more..



Accent-Prime

Advanced workstation for body contouring and skin tightening

- Significantly reduced treatment time
 Combined technologies for enhanced, lasting
- results

 Clinically proven
- Fast, easy to use technology
- No disposables



Alma Hybrid

A single platform. A multitude of treatments

- 3 core energies combinedUnique customized skin-
- program matrix
- Ablative & Non-Ablative
 Comfortable Treatments
- Unparalleled results, with significantly reduced downtime suitable for darker skin types

Dood more

资料来源:公司官网,东方财富证券研究所

医美产品线

Harmony系列是公司医美器械的旗舰系列之一,是指利用激光、轻质及超声波技术的能量源医美治疗的可扩展、多应用平台。医美机构通过Harmony系统最新一代的Harmony XL Pro能够在一个医美器械中利用多个不同的能量源及多达16个不同的应用端头,使其在仅拥有一个单一医美器械的同时有效进行广泛治疗,包括嫩肤脱毛、血管治疗及色素性病变治疗、祛疤及紧肤。Harmony XL PRO是最新一代Harmony系列医美器械,可解决逾65个FDA批准的适应症,并结合(其中包括)公司的ClearLift、IMPACT及Speed AFT技术。

Soprano 系列是公司医美器械的旗舰系列之一,主要用于激光脱毛。 Soprano ICE脱毛仪器采用半导体冰点+三种波长激光技术,满足不同治疗需求, 几乎无痛且更冰爽舒适。Soprano 系列的最新产品Soprano ICE Platinum的特 点是运用创新型三频二极管技术,将三种激光波长(755nm、810nm及1064nm) 结合,与仅结合一种激光波长的传统的激光脱毛治疗系统相比,拥有三种激光 波长容许在毛囊中同时针对不同皮肤组织深度及解剖结构的治疗。

图表 42: 市场主要医美脱毛仪器对比

产品	冰点激光脱毛仪 Soprano ICE	月光真空脱毛仪 LightSheer	双波长激光治疗仪 Gent lePro
公司	以色列 Alma	科医人 Lumenis	赛诺龙 Syneron
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;	减少人体各部位的毛发及须部假	去除毛发,治疗浅表性良性色素病变及
	810nm:四肢及脸颊部位毛发胡须;	性毛囊炎;	皱纹;
	1064nm:肤色较深及嵌入层次较深		
	毛发;		
特点	3种波长激光满足不同治疗需求,	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
	几乎无痛且更冰爽舒适;		适度
治疗疗程	3-5 次/疗程,每次间隔1个月	3-6次/疗程,每次间隔1个月	2-3次,可在6个月后再次治疗

资料来源: 新氧, 公司官网, 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

Accent系列亦是医美器械的旗舰系列之一,主要用于身体塑形、紧肤及美容治疗。Accent Prime是新一代Accent系列治疗系统,结合公司在超声波及射频技术方面的最新发展。Accent Prime就身体及面部塑形结合公司的Cold Shear Wave(超声波)及Unipolar Pro(射频)技术,这与单独使用超声波或射频技术相比疗效更佳。Cold Shear Wave用于分解脂肪细胞,而Unipolar Pro用于紧肤。公司热拉提Plus侧重提拉及减脂,可触及皮肤各个层次,痛感较低且无需麻醉。

图表 43: Accent 系列产品热拉提主要竞品

产品	热拉提 Plus	热玛吉	Fotona4D
公司	以色列 Alma	索尔塔 Solta Medical	欧洲之星Fotona
定位	侧重提拉及减脂, 适用于双下巴、	侧重紧致、收紧肌肤, 适用于脸部	"分层治疗"解决相应问题,收紧皮肤、
	婴儿肥等脸部脂肪较多和松弛问	较瘦而松弛者或修复微小皱纹	改善肤质、美白亮肤
	题		
技术/频率	40.68MHZ/聚焦射频	6MHZ/单极射频	2940nm/1064mn 双波长激光
治疗范围	真皮浅层、真皮深层、SMAS 筋膜	真皮层+SMAS 筋膜层;全身包括眼	表皮层、筋膜浅层、脂肪层、真皮层
	层、脂肪层	用	
特点	痛感较低, 无需麻醉	通常有痛感, 需要麻醉	舒适
治疗疗程	可 1 次, 1-3 次/疗程	1-3 次	3-5 次
价格	约 3000 元/次	20000-30000 元	5000-10000 元/次

资料来源:新氧,京东,公司官网,公司招股说明书,东方财富证券研究所。注:非活动价,按新氧平台正常标价。

Aesthetic Precision系列(包括从Quantel公司收购若干资产得到的及公司内部开发的若干产品)包括SINON、ARION、308 Excimer、IDAs、Burane II/Burane II XL、PicoClear及Alma-Q。通常,Aesthetic Precision医美器械相较多应用平台更强大。该等治疗系统的范围较窄,如对用于某些特殊治疗的系统有高度精确的需求、执业实践专注治疗若干特定适应症。

生美产品线

生活美容产品线尤其受中国市场医美机构的欢迎。公司生美系列治疗系统包括Remove(一种使用810纳米二极管激光以SHR及IN-Motion技术为特色的脱毛治疗系统)及Rejuve(一种以AFT、NIR及Dye技术为特色,拥有血管病变、色素性病变以及脱毛等多种应用的轻质治疗系统)。

2.3.2. 微创医美器械助力女性私密护理

相较于传统的手术, 微创医美具有创口小、精细化、恢复快等特性, 且住

院时间短或无须住院。公司的医美器械系列产品覆盖激光抽脂、私密美容、治疗静脉曲张及多汗症等热门领域,2020年该板块收入占比约12.4%。FemiLift是一种对女性私密处组织应用局部CO₂激光的微创医美器械。该疗程旨在修复女性私密处的壁黏膜质素,其适应症主要包括女性私密处松弛及应激性尿失禁。据Medical Insight估计,2016年私密美容治疗安装的能量源治疗系统有6000组,其全球销售收益为1.06亿美元,预期2021年收益达到3.32亿美元,2016-2021年CAGR为25.8%。

图表 44: 公司主要微创医美产品

名称	应用领域	对应技术	产品优势
FemiLift	女性私密护理	点阵 CO2激光技术	在不引起强烈消融情形下实现阴道胶原蛋白重塑的深层
			热效应;
VascuLife	治疗静脉曲张	360° 光纤设计机器人回拉功能	确保均匀消融并加快伤口愈合,降低穿孔、疼痛和瘀伤
			风险,减轻医生操作负担,降低手术成本;
BeautiFill	抽脂、脂肪移植	闭环脂肪转移功能, LipoSense 温	减少手术时间,高效、安全执行精确操作,将烫伤风险
		度控制,Unique Angel 发光纤维	降至最低,在治疗区域均匀分布能量;
Pixel CO ₂	耳鼻喉口腔等手术	精致 CO2激光技术	通过逐层消融和可变深度穿透, 保证手术精度和治疗控
			制;

资料来源:公司官网,东方财富证券研究所

图表 45: FemiLift 点阵 CO2激光技术原理

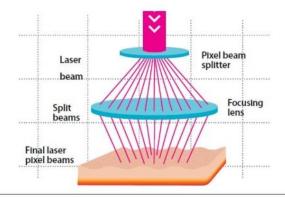


Figure A: CO_2 laser energy is delivered to the vaginal tissue using a pixel pattern, promoting faster healing and vaginal wall rejuvenation.

Alma Pixel Scanner CO₂

Ablation

Coagulation

Reversible thermal effect

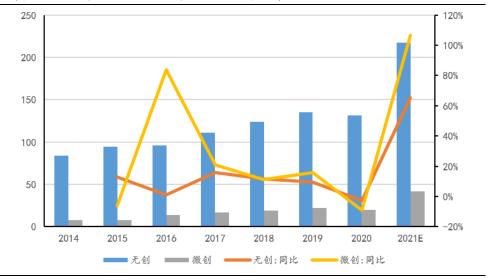
Figure B: CO_2 laser achieves a deep thermal effect for vaginal collagen remodeling.

资料来源:公司官网,东方财富证券研究所

2020年,公司无创医美板块实现收入1.32亿美元,同比-2.9%,2014-2020年CAGR为7.8%;微创医美板块收入2008万美元,同比-9.2%,2014-2020年CAGR为16.1%。由于受全球疫情影响,2020年公司主要板块增速下滑,随着疫情缓解加上销售有力推进,公司主要业务收入快速恢复。2021年,公司医疗美容大板块实现收入2.59亿美元,同比增长70.5%。根据Medical Insight报告,2016年全球无创医美及微创医美器械市场规模约为84亿美元(按销售收益计),预期于2021年达到139亿美元,2016-2021年CAGR为10.5%;预期2016年中国销售能量源医美器械的收益为1.59亿美元,2021年达到3.27亿美元,2016-2021年CAGR为15.5%。Medical Insight预计,2016年北美能量源医美器械的收益为14亿美元,预期2021年达24亿美元,2016-2021年CAGR为11.1%,市场规模最大;亚洲市场预期增速最快,2016-2021年CAGR为11.5%。根据Medical Insight报告,公司为中国能量源医疗美容器械的最大供货商(市场份额为16.2%),在全球亦排名第五(市场份额为4.4%)。随着公司优秀产品的全球布局,尤其北美



与亚太地区的大力推进,预计未来几年公司主要板块将保持每年20%-30%的速度增长。



图表 46: 公司无创/微创医美板块收入增长情况(%)

资料来源: Choice, 公司公告, 公司招股说明书, 东方财富证券研究所。注: 2021 年为我们的预估值。

2.3.3. 注射填充多款重磅产品即将推出

公司注射填充业务,涵盖皮肤紧致剂、皮下面部填充剂,以及即将推出的新一代肉毒素和溶脂针。Alma通过在能量源设备治疗多种医学及临床适应症方面知识及实践的积累,与公司的注射填充业务协同,为专业客户提供独特的医疗效果组合。2021年公司注射填充产品收入达638.9万美元,较2020年增长50.1%,预计进入中国市场后可带来较大增量。

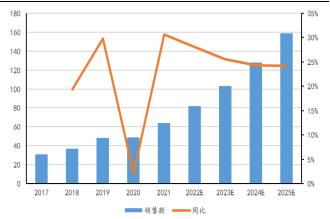
公司持续扩大注射填充类产品范围,专注于快速增长的亚太地区,有望成为未来领先市场。2017年7月,公司与注射医疗美容产品(包括皮肤填充剂)的欧洲公司(瑞士知名药企IBSA)签订"战略合作伙伴"意向书,由此公司担任其明星产品皮肤填充剂Profhilo(及其他潜在产品)在以色列、中国大陆(暂未上市)、香港及印度的独家代理权。Profhilo是第一个定位生物重塑的无交联剂注射用透明质酸产品,透明质酸含量浓度为市场最高,同时能促进胶原蛋白及弹性蛋白再生,主要对标竞品是嗨体,海外增长速度较快。Aliaxin产品线是IBSA针对自然塑形、提拉及补水保湿开发的无创创新疗法,提供涵盖12个不同面部区域的全套治疗方案。Aliaxin含有超纯透明质酸,与皮肤完美融合。

根据沙利文统计,2020年我国注射用透明质酸市场规模达49亿元,预计2021年增长至64亿元,同比增长30.6%,2021-2025年间CAGR可达25.5%,注射用透明质酸产品市场增速迅猛。Profhilo在海外上市多年,品牌和安全性有保障,具有良好的颈纹管理性能,主要对标竞品为嗨体,近年有望于中国市场上市并快速放量。我们预计公司注射填充业务未来几年有望保持30%以上的增速。



图表 47: 我国注射用透明质酸市场快速增长(亿 元,

图表 48: 爱美客嗨体收入实现高速增长 (亿元, %)



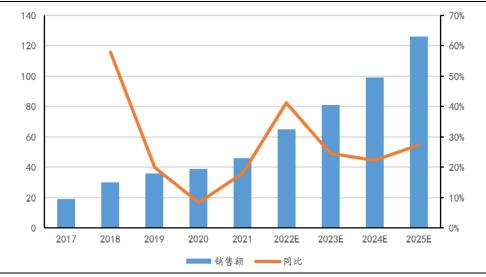
资料来源: Choice, 沙利文, 爱美客H招股说明书, 东方财富证券研究所

250% 10 200% 150% 6 100% 50% 2 2018 2019 2020 2021 ■ 溶液类注射产品 ■ 同比

资料来源: Choice, 爱美客H招股说明书, 东方财富证券研究所。注: 爱 美客嗨体收入占比溶液类注射产品90%以上。

2018年12月,复星医药产业获得美国Revance公司授权,取得其在中国的 独家使用、进口、销售及其他商业化RT002(不包括制造)的权利。2021年公司 承接复星医药资源,获得Revance旗下RT002美容适应症代理权,目前已经重新 递交了FDA申请,正在推进FDA申请批文和中国的临床试验。RT002是一种基于 Revance的专有技术平台开发的、处于临床研究阶段的长效神经调节物 (neuromodulator)。其活性成分为Daxibotulinum toxin A型肉毒杆菌毒素. 将专有的稳定肽赋形剂与高纯度肉毒杆菌毒素相结合,该制剂中不含人血来源 的物质或动物来源的蛋白, 能够在无需冷藏的条件下保持两年稳定性, 对于经 销商来说具有独特优势。RT002所能够维持的时间可以在6个月以上, 而竞争对 手主要持续时间大约是3-6个月。预计其将于2023-2024年在中国上市,目前的 适应症是中到重度的眉间纹。根据爱美客H股招股书显示, 2021年中国肉毒素 产品市场达46亿元,同比增长17.9%,2021-2025年CAGR可达28.6%。目前,中 国市场有4款肉毒毒素产品获批商业化,另有5款在研品种,包括4款进入111期 临床试验及1款进入1/11期临床试验品种。

图表 49: 我国肉毒素产品市场规模 (亿元, %)



资料来源: Choice, 沙利文, 爱美客 H 股招股说明书, 东方财富证券研究所



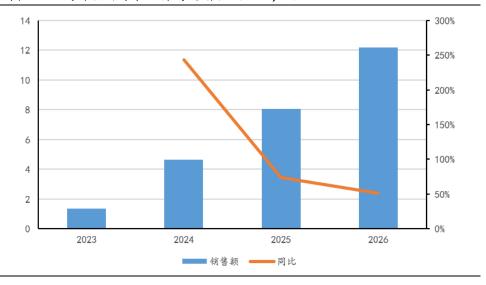
图表 50: 我国肉毒素市场竞争格局

<u> </u>						
产品	产地	生产商/销售商	赋形剂	维持月数	保存温度	国内获批进度
衡力(CBTX-A)	中国	兰州生物	蔗糖、右旋糖苷, 钎	4-6	2-8°C	2012年
			明胶			
保妥适(Botox)	美国	艾尔建	人血白蛋白, 氯化钠	4-6	2-8°C	2009 年
吉适(Dysport)	英国	IPSEN/高徳美	人血白蛋白, 乳糖	4-6	2-8°C	2020. 06
乐提葆 (Letybo)	韩国	Hugel/四环医	人血白蛋白, 氯化钠	3-6		2020. 10
		药				
净优明 (Xeomin)	德国	Merz/精鼎医药	人血白蛋白	3-6	常温 (<40°C)	111 期临床已完
						成
RT002	美国	REVANCE/复锐	稳定肽	>6	22-25°C	111 期临床已入
		医疗				组
绿毒(Nabota)	韩国	大熊制药	人血白蛋白		2-8°C	期临床进行
						中
橙毒 (Hutox)	韩国	Hunos/爱美客		3-6	0-4°C	111 期临床进行
						中

资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台,新氧,各公司官网,爱美客 H 招股说明书,东方财富证券研究所

2020年9月,公司参与投资的天津星魅与Raziel签署协议,后者授权天津星魅在中国(大陆、香港、澳门及台湾地区)开发及商业化RZL-012。RZL-012是一种用于美容适应症及各种脂肪引发的疾病的注射疗法,将RZL-012注射到皮下脂肪,单次疗程即可显著且持续地减低脂肪量。该产品目前处于FDA二期临床试验阶段,预计2024年可实现中国地区上市。6月28日,公司公告显示其IIb期临床达到主要临床终点,针对下颌平均降脂15%。根据爱美客H股招股书显示,我国溶脂针产品存在未被满足的医疗需求,由于中国尚无获批产品,中国的溶脂针产品市场处于起步阶段。沙利文预计到2023年其市场规模可达1.35亿元,2026年可达12.19亿元,2023-2026年CAGR可达108.5%。目前,全球仅AIIergan(被AbbVie收购)的Kybella溶脂针产品获批,而我国有2款临床试验阶段的溶脂针在研产品,分别为南京诺瑞特医药科技公司的III期阶段的去氧胆酸注射液、科笛生物医药(无锡)有限公司的Ib期及II期伞状临床试验的注射用CU-20401。如若完全开发并获批,溶脂针将逐渐占据抽脂术及冷冻溶脂市场,随着居民人均可支配收入增加,肥胖及超重人口可能增加,我国对体型管理的需求将增加。

图表 51: 我国溶脂针市场将高速增长 (亿元, %)





资料来源: Choice, 沙利文, 爱美客 H 股招股说明书, 东方财富证券研究所

2.3.4. 口腔业务预期快速放量

公司牙科业务旗下有两个品种: Copulla和复星牙科。Copulla提供全球一站式数字牙科服务,通过创建最佳的数字流程,以颠覆现有传统的牙科工作流程。Copulla的使命是通过数字平台实现更高的效率和成本效益的测量、设计及加工,打造高效的义齿修复流程,覆盖从口内扫描到义齿服务交付的全流程。目前Copulla平台仍在开发阶段,计划于2023年上线。

复星牙科是中国领先的牙科设备分销商和行业领军者,也是CAD/CAM牙科器具制造商,在专业市场领域占有重要地位,同时拥有具备世界顶尖标准的牙科诊所及牙科实验室。随着口腔保健意识和居民支付能力的增加,我国口腔医疗服务市场得以快速发展。根据我们《医药行业专题研究:连锁专科医院发展趋势不变(2021-08-10)》测算,2024年我国口腔市场规模将达到2339亿元,2020-2024年CAGR为17.56%。复星牙科作为国内最大的牙科医疗器械营销平台之一,预计在快速发展的中国牙科市场中可以快速放量。

2.3.5. 个护品牌瞄准不同消费者市场

LMNT作为个人护理品牌,将健康理念通过日常个护融入消费者的生活。公司LMNT产品旨在利用自然能量源增加身体修复能力,践行公司最高医疗级健康标准。LMNT采用独特的渠道组合,包括现有的B2B渠道、天猫合作商以及欧洲电商渠道,以瞄准不同消费者市场。LMNT以尖端美容科技,给肌肤快速"充电",重现肌肤光彩活力。

3. 丰富产品+高效渠道、硬核实力品牌全球布局

丰富的技术平台及全面的多样化产品组合,能够满足医美机构及终端用户的多元化和个性化需求;

公司的无创医美治疗产品,可用于脱毛、去除纹身、疤痕修整、减少痤疮、嫩肤和紧肤、身体和面部塑形、肌皮改造及提升、治疗色素性病变和血管病变、改善肤色不均及肌肤纹理等。公司的微创医美产品可用于修复女性身体状况(如私密美容治疗紧致)、抽脂、治疗静脉曲张及治疗多汗症。

公司丰富的产品组合包括多功能和专业性的医美器械,从而满足不同医美机构的个性化需求。公司的多功能医美器械(如Harmony系列)利用多种技术提供多样的治疗方案,并让医美机构能够随着其医美业务规模扩大,通过购买额外应用端头灵活地升级和扩充系统。医美机构可在一个系统内结合不同技术及能量源(如超声波及射频),以取得相较仅使用一项技术及能量源时更显著的临床效果。另一方面,公司亦提供应用范围缩小后的更专业的医美器械,其更精细的配置可用来治疗特定适应症。公司按医美产品线的Aesthetic Precision系列出售相关系统,包括SINON、ARION、IDAS、308 Excimer、BURANE II及AIma-Q等医美器械。此类产品为医美医生及其他专科医生提供某些特殊治疗所需的高精确或侧重某些特定适应症的医美器械。例如,SINON系统以一种名为Q-switched红宝石激光的激光为特色,专门为治疗色素性病变及移除多色纹身而设计及构造。

公司的医美器械结合了多种类型的能量源和技术,包括多类激光(如二极管、Nd: YAG、紫外线B、二氧化碳及Er: YAG激光)、新一代荧光技术或AFT(新一代专利强脉冲光技术)、Pixel(分段式靓肤技术)、红外线、射频及Cold



Ultrasound Shear Wave (获得专利的超音波技术)。这种全面的技术平台使公司能够根据各类医美机构业务、当地终端用户偏好及监管环境设计出满足不同需求的产品。近年来看,公司2019年推出2款产品、2020年推出4款产品、2021年推出2款产品,未来有望每年均有新款产品出来。

通过高端的品牌形象、优质可靠的产品及高水平的客户服务, 吸引并维护客户;

附属AIma及公司的许多产品与技术,如标志性的Soprano及Harmony系列产品及SHR技术,均为全球医美治疗系统市场享有较高知名度的品牌。公司应用于当前产品的所有技术均已取得CE注册并获准于欧洲销售,于美国出售的所有产品已取得所需FDA的510(k)许可。

通过对生产流程及供应链实施严格的质量控制,以确保公司的产品质量。公司绝大多数的研发流程在以色列进行,在自有设施生产所有应用端头以及医美器械的大部分主机。就分包商负责进行的生产流程而言,公司向其提供次组装的全部设计,且不得更改半制成品的生产流程。公司亦要求分包商仅向公司指定的合格供货商采购所有必需的零部件、组件及其他原材料。另外,公司及/或分销商亦(直接从公司或其分销商出售时)向购买公司产品的医美机构提供高水平的客户服务及支持。

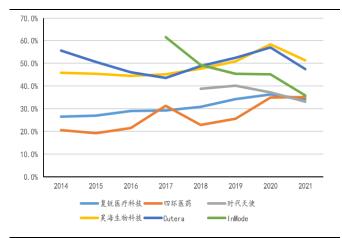
全球销售及分销渠道的有效结合能适应不同市场动态及接触多个客户群带来较高盈利;

目前,公司在全球约90个国家及司法/管辖权区向直销客户及分销商营销及销售医美器械。公司营运两种渠道均具有丰富的实际经验,选择最合适的渠道或结合两种渠道,并同时在相应地区市场建立销售及分销网络。

在美国、德国、加拿大、奥地利及印度,公司主要通过附属公司向医美机构进行直销。公司搭建简约高效的直销团队及架构,进行有效地销售及营销,避免不必要的资本投资或产生其他不必要的开支。得益于美国销售团队的努力,公司得以与不同经营规模的医美机构(包括医美医生、非医美医生及美容师、医美中心、生美中心连锁机构以及诊所及其他小型独资企业)建立稳固关系并向其提供各类不同服务。在印度,公司开始仅向分销商出售产品,后期在当地成立附属公司开展直销业务,且均在成立首年开始盈利。在其他地区市场,包括亚太地区、EMEA及拉丁美洲,公司主要向分销商销售产品,分销商继而把产品再转售予医美机构。与分销商合作亦提高了公司销售的灵活性,利用不同当地市场的定价动态为公司的产品制定具竞争力的价格,进而以较快速度覆盖销售范围。

公司在北美、亚太区市场加快布局。目前公司设有9家直销附属公司,在全球90多个国家/地区拥有广泛的分销网络。公司意在打通全球直销渠道的布局,在亚太区(尤其中国)和欧洲(尤其英国)增设更多的直营业务,进一步巩固在这些地区的市场地位。由于精简的直销团队及有效利用分销商,公司销售及分销以及行政开支占收益总额的比例相对低于业内领先公司,这是盈利能力突出的主要因素。北美区域市场:2014-2021年收入以23.8%的CAGR由2014年的2519万元增长至2021年的1.12亿美元,收入占比由24.9%提升至38.1%。亚太区域市场:2021年营收为8521万美元,2014-2021年CAGR为14.1%。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),且由公司董事会主席刘毅负责,展现了管理层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丰富资源,提高中国市场的市占率。

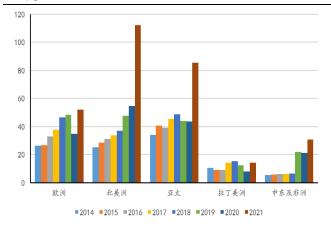
图表 52: 公司费用支出具有相对优势 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 港股-销售及分销以及行政开支/收益总额, 美股-营销费用+一般及行政费用/收益总额。

复锐医疗科技(01696. HK)深度研究

图表 53: 公司在北美、亚太市场收入快速增长(百万美元)



资料来源: Choice, 公司公告, 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 关键假设与盈利预测

根据Medical Insight报告,2016年全球无创医美及微创医美器械市场规模约为84亿美元(按销售收益计),预期于2021年达到139亿美元,2016-2021年CAGR为10.5%;预期2016年中国销售能量源医美器械的收益为1.59亿美元,2021年达到3.27亿美元,2016-2021年CAGR为15.5%。Medical Insight预计,2016年北美能量源医美器械的收益为1.4亿美元,预期2021年达24亿美元,2016-2021年CAGR为11.1%,市场规模最大;亚洲市场预期增速最快,2016-2021年CAGR为11.5%。根据Medical Insight报告,公司为中国能量源医疗美容器械的最大供货商(市场份额为16.2%),在全球亦排名第五(市场份额为4.4%)。随着公司优秀产品的全球布局,尤其北美与亚太地区的大力推进,预计未来几年公司主要板块将保持每年20%-30%的速度增长。

预计未来几年内,注射填充类产品有望在中国获批上市,并且与能量源产品形成很好的协同和互补,注射填充类业务的收入占比也将相应提升,预计该板块业务未来几年有望保持30%以上的增速;牙科业务进行相应的整合及跟Copulla产品协同之后,通过本身的渠道和资源进行销售;个人护理品牌是C端的产品,在今年3月份刚刚推出第一款产品。预计注射填充类、牙科业务未来几年收入比例会提高,所占比例大约达到3%-5%。

图表 54: 公司业绩盈利预测表

板块收入								
/时间	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
无创医疗美容								
(百万美元)	110. 96	123. 91	135. 45	131. 54	217. 04	271. 30	330. 99	397. 18
YOY		11. 7%	9. 3%	-2.9%	65. 0%	25. 0%	22. 0%	20. 0%
收入占比	81. 06%	80. 52%	79. 00%	79. 91%	73. 75%	73. 56%	73. 22%	72. 53%
微创医疗美容								
(百万美元)	17. 15	19. 07	22. 12	20. 08	41. 46	53. 90	67. 37	84. 22
YOY		11. 2%	16.0%	-9.2%	106. 5%	30.0%	25. 0%	25. 0%



收入占比	12. 53%	12. 39%	12. 90%	12. 20%	14. 09%	14. 61%	14. 90%	15. 38%
注射填充产品								
(百万美元)			3. 17	4. 26	6. 39	8. 63	12. 08	16. 91
YOY				34. 4%	50. 0%	35. 0%	40. 0%	40. 0%
收入占比			1. 85%	2. 59%	2. 17%	2. 34%	2. 67%	3. 09%
牙科								
(百万美元)					13. 84	16. 33	19. 19	22. 45
YOY						18. 0%	17. 5%	17. 0%
收入占比					4. 70%	4. 43%	4. 25%	4. 10%
服务及其他								
(百万美元)	8. 78	10.9	10.71	8. 73	15. 56	18. 67	22. 41	26. 89
YOY		24. 1%	-1.7%	-18. 5%	78. 2%	20.0%	20.0%	20.0%
收入占比	6. 41%	7. 08%	6. 25%	5. 30%	5. 29%	5. 06%	4. 96%	4. 91%
总收入								
(百万美元)	136. 89	153. 88	171. 45	164. 61	294. 29	368. 83	452. 03	547. 65
YOY		12.4%	11.4%	-4. 0%	78. 8%	25. 3%	22. 6%	21. 2%
营业成本	63. 69	71. 60	76. 72	72. 91	127. 43	156. 75	189. 85	228. 37
毛利	73. 20	82. 28	94. 73	91. 70	166. 86	212. 08	262. 18	319. 28
毛利率	53. 47%	53. 47%	55. 25%	55. 71%	56. 70%	57. 50%	58. 00%	58. 30%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 2021 年无创医美、微创医美收入为预估值。

4.2. 估值与投资建议

公司主要业务为医美行业上游壁垒较高的能量源产品,核心子公司Alma医美产品组合丰富,先发优势明显龙头地位稳固。公司优秀产品正进行全球布局,尤其向北美与亚太地区大力推进,此外,公司注射填充领域多款重磅产品即将推出,新设牙科及个护业务板块有望实现业务协同并成为新的增长点。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为人民币3.69/4.52/5.48亿美元,归母净利润分别为0.49/0.63/0.80亿美元,EPS分别为0.11/0.14/0.17美元,对应PE分别为15/11/9倍。首次覆盖,给予公司行业2023年可比公司平均估值20倍,对应12个月目标价21.4港元,相较当前股价有66%的空间,给予"买入"评级。

图表 55: 公司盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万美元)	294. 48	368. 83	452. 03	547. 65
增长率 (%)	81. 66%	25. 25%	22. 56%	21. 15%
EBITDA(百万美元)	63	87	102	118
归母净利润(百万美元)	31. 25	49. 18	63. 38	79. 55
增长率 (%)	134. 15%	57. 39%	28. 88%	25. 51%
EPS(美元/股)	0. 07	0. 11	0.14	0. 17
市盈率(P/E)	18. 12	15. 68	12.16	9. 69
市净率 (P/B)	1. 41	1. 71	1.50	1. 30
EV/EBITDA	7. 12	7. 21	5. 65	4. 41

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 2022-07-08。



图表 56: 行业相关可比公司

代码	简称	总市值 (亿港元)	EPS (港元/股)		PE (捨)			股价 (港元)	评级	
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
06699. HK	时代天使	242. 00	2. 61	3. 58	4. 64	55. 03	40. 03	30. 94	143. 40	未评级
00460. HK	四环医药	120. 36	0.06	0. 07	0. 08	21.50	18. 43	16. 13	1. 29	增持
02138. HK	医思健康	87. 67	0. 42	0.6	**	17. 71	12. 40	**	7. 44	买入
06826. HK	昊海生物科技	67. 48	4. 32	5. 29	**	8. 97	7. 32	**	38. 75	未评级
	平均值	129. 38	1. 85	2. 39	2. 36	25. 80	19. 54	23. 53	47. 72	
01696. HK	复锐医疗科技	60. 23	0. 83	1. 07	1. 34	15. 68	12. 16	9. 69	12. 92	增持

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 未评级公司盈利预测均来自于 Choice 一致性盈利预测,截止 2022-07-08(汇率: 美元/人民币=6.70,美元/港元=7.85,港币/人民币=0.85)。

5. 风险提示

行业监管政策变化; 行业增长不达预期。 行业增长不达预期。 海外运营管理风势。 一个发进展不达预则险期。 一个发进展不达和识产权法律风险, 主打产品增速放缓;





负债表 (百万姜元)

至12月31日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	298	400	492	633
货币资金	125	151	205	256
应收及预付	70	116	112	165
存货	64	72	93	106
其他流动资产	39	60	83	106
非流动资产	233	212	194	177
固定资产	15	13	12	11
无形资产	193	174	157	141
其他	25	25	25	26
资产总计	530	612	686	810
流动负债	84	113	121	160
短期借款	7	7	7	7
应付及预收	13	32	22	43
其他	63	74	91	110
非流动负债	43	43	43	43
长期借款	0	0	0	0
其他	43	43	43	43
负债合计	127	156	164	203
储备	400	450	513	593
归属母公司股东权	402	451	515	594
少数股东权益	1	4	8	13
股东权益合计	404	456	523	607
负债和股东权益	530	612	686	810

现金流量表(百万美元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	32	48	76	74
净利润	31	49	63	80
少数股东权益	1	3	4	5
折旧摊销	12	22	20	18
营运资金变动及其他	-12	-26	-12	-29
投资活动现金流	-47	-22	-22	-22
资本支出	-3	-2	-2	-2
其他投资	-44	-20	-20	-20
筹资活动现金流	56	0	0	0
借款增加	6	0	0	0
普通股增加	79	0	0	0
已付股利	-4	0	0	0
其他	-25	0	0	0
现金净增加额	42	26	54	52
期初现金余额	83	125	151	205
期末现金余额	125	151	205	256

利润表 (百万美元)

至12月31日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	294	369	452	548
其他收入	0	0	0	0
营业成本	127	157	190	228
销售费用	79	100	122	148
管理费用	22	30	36	44
研发费用	16	18	23	27
财务费用	1	-2	-2	-3
除税前溢利	42	59	76	96
所得税	9	7	9	12
净利润	33	52	67	84
少数股东损益	1	3	4	5
归属母公司净利润	31	49	63	80
EBITDA	63	87	102	118

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长	81. 56%	25. 33%	22. 56%	21. 15%
归属母公司净利润增长	134. 15%	57. 39%	28. 88%	25. 51%
获利能力				
毛利率	56. 70%	57. 50%	58. 00%	58. 30%
净利率	11. 05%	14. 07%	14. 84%	15. 42%
ROE	7. 77%	10. 90%	12. 31%	13. 39%
ROIC	9. 64%	12. 24%	13. 48%	14. 32%
偿债能力				
资产负债率	23. 86%	25. 53%	23. 84%	25. 07%
净负债比率	0.00%	0. 00%	0.00%	0. 00%
流动比率	3.56	3. 53	4. 08	3. 95
速动比率	2. 79	2. 89	3. 31	3. 29
营运能力				
总资产周转率	0. 61	0. 65	0. 70	0. 73
应收账款周转率	5.06	3. 96	3. 96	3. 96
应付账款周转率	11. 35	7. 00	7. 00	7. 00
毎股指标 (元)				
每股收益	0.07	0. 11	0. 14	0. 17
每股经营现金	0.07	0. 10	0. 16	0. 16
每股净资产	0.86	0.97	1. 10	1. 27
估值比率				
P/E	18. 12	15. 68	12. 16	9. 69
P/B	1.41	1. 71	1.50	1. 30
EV/EBITDA	7. 12	7. 21	5. 65	4. 41



东方财富证券股份有限公司(以下简称"本公司")具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格分析师申明:

作者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,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

投资建议的评级标准:

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现,也即:以报告发布日后的3到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入:相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上;

增持:相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间;中性:相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间;减持:相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间;

卖出:相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市:相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上:

中性:相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间:

弱于大市:相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明:

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国(香港和澳门特别行政区、台湾省除外) 发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时,本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外,绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现,未来的回报也无法保证,投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易,因其包括重大的市场风险,因此并不适合所有投资者。

在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行 承担风险。

本报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发,所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容,不得将报 告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据,不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告,需注明出处为东方财富证券研究所,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。