

买入

2022年7月13日

轻医美快车道上的光电设备领跑者

➤ **能量源设备产品中国份额第一，国际市场占比靠前：**公司是复星集团打造的大医美平台，核心子公司 Alma Lasers 的医美光电产品和技术均源自以色列：拥有多年的能量源设备研发和生产能力，产品销往全球 90 多个国家，具备全球品牌竞争力。2021 年在中国的市占率超 30%，位列第一，全球市场占有率第五。

➤ **抗衰、变美需求前置，轻医美迎来爆发期：**光电类医美设备由于其无创（或微创）、恢复快、即刻效果好等优势，贴合全年龄段求美者对于日常化的变美、抗衰的需求；随着人均收入水平提升以及人们对品质生活的追求升级，轻医美行业迎来爆发期。据 Frost & Sullivan 测算，全球轻医美市场规模在过去 5 年以 25% 的复合增速增至 773 亿（占医美行业比例提升 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。北美和中国轻医美市场需求强劲，同时也是公司最重要的两大市场。

➤ **深耕全球市场，多元产品矩阵：**光电类产品的能量形式分为激光、射频、超声三类，市面上医美公司多为单一品类产品，公司是市场少有的全产品线覆盖的能量源设备平台，下游头部医美机构采购光电设备几乎绕不过公司品牌。除主打的光电类产品，公司储备的长效肉毒素、溶脂针、非交联玻尿酸、牙科业务，以及近期正式上线的家用医美产品线 LMNT 等品类共同构建公司的医美产品矩阵，蓄力公司发展。

➤ **中国市场经销转直销在即，或将进一步增厚公司利润：**公司于今年已完成了英国市场的直销，中国地区预计也将逐步实现直销模式运作（子公司 ALMA LASERS 过去在中国均以分销形式运营），目前公司直销占比为 62%，长期看有望达到 80% 以上，直销模式更有利于公司对终端和消费者需求的把控，也将进一步提升公司毛利率，增厚公司利润水平。

➤ **看好公司未来发展，目标价 22.5 港元，首次覆盖给予买入评级：**综合考虑轻医美行业处于爆发初期、公司作为业内龙头竞争优势明显等因素，我们给与公司 22 年 30PE 的估值（暂不给与肉毒素、溶脂针等重磅储备管线估值）得出目标价 22.5 港元，分别对应 2022 年/2023 年/2024 年的 30.0/23.7/18.7 倍 PE，较公司收市价 11.62 港元有 93.6% 的上升空间，给予买入评级。

➤ **风险因素：**行业竞争加剧、疫情影响、海外经济衰退等

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

曲佳宜

852-25321597

coco.qu@firstshanghai.com.hk

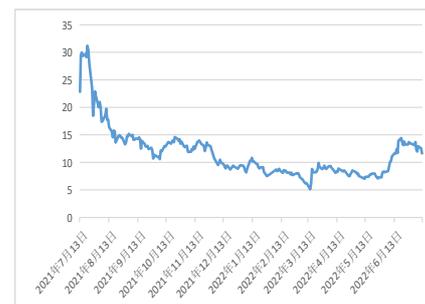
主要资料

行业	医疗器械
股价	11.62 港元
目标价	22.5 港元 (+93.6%)
股票代码	1696.HK
已发行股本	4.66 亿股
总市值	54.17 亿港元
52 周高/低	34.86 港元/4.60 港元
每股净资产	0.86 港元
主要股东：	能悦有限公司 (43.64%)； 美中互利医疗有限公司 (27.31%)

表：盈利摘要

截至12月31日全年	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入 (千美元)	162,095	294,294	398,329	499,587	627,733
增长%	-6.6%	81.6%	35.4%	25.4%	25.7%
归属股东盈利 (千美元)	13,344	31,245	43,405	54,814	69,347
每股盈利 (美分)	3.02	6.90	9.59	12.11	15.32
增长%	-35.7%	128.5%	39.0%	26.3%	26.5%
市盈率@11.62港元(倍)	49.02	21.45	15.44	12.22	9.66
每股股息 (港元)	0.07	0.16	0.29	0.37	0.47
股息现价比	0.6%	1.4%	2.5%	3.2%	4.0%

股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

公司是以以色列医美能量源设备为主打的大医美平台

复锐医疗是复星集团旗下的医美平台，子公司 Alma Lasers 光电产品畅销全球

复锐医疗科技有限公司（以下简称复锐医疗）是复星集团控股下的大医美平台，2013年成立于以色列。其核心子公司 Alma Lasers 1999年成立于以色列，是一家从事设计、开发、制造能量源产品的全球领先的医疗美容器械设备供应商，产品销往全球90多个国家，多年的品牌建设，产品已深受渠道以及终端消费者认可。复锐医疗于2017年在港交所登陆，是第一家在港交所上市的以色列公司。

此外，背靠母公司复星集团资源，复锐医疗产品矩阵丰富，既储备了高品质玻尿酸、溶脂针和肉毒素等医美注射类产品，也在2021年将复星牙科纳为全资子公司，进军牙科赛道，今年在医疗级美容产品技术赋能的基础上推出了LMNT家用美容仪产品，拓展C端市场。公司现已逐渐将自身打造成全品类的医美平台，为公司业务持续增长奠定全方位基础。

复星医药是公司控股股东，复锐医疗是复星集团旗下的医美平台

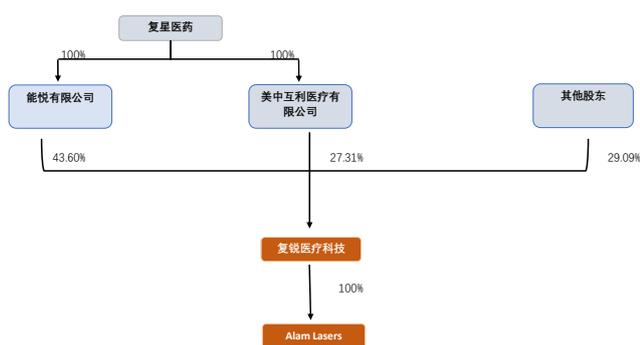
复星医药通过100%控股两家子公司：能悦有限公司和中美互利医疗有限公司，间接控股复锐医疗（1696.hk）70.9%的股权。复星医药隶属于复星集团，业务覆盖制药、器械、诊断、医疗服务等医疗健康全产业链。复锐医疗是复星旗下的“大医美”板块，过去复星集团持续将优质医美资产注入复锐医疗，未来也将持续赋能公司大医美业务。

公司主要管理层拥有丰富的相关行业经验

公司主席刘毅先生，同时任职复星医药高级副总裁，并且于2021年1月份成为复星医药的全球合伙人。公司首席执行官兼执行董事 Lior Moshe DAYAN 先生自2011年起担任全球销售部高级副总裁和德国附属公司的总经理，目前负责公司营销和业务运营方面的管理。公司主要管理层均在各自领域深耕多年，行业经验丰富。

图表 1: 公司股权结构（截止 2022 年 12 月 31 日）

图表 2: 公司是复星旗下的大医美平台



资料来源：公司资料



资料来源：公司资料

以色列子公司 ALMA LASERS 是全球医美能量源领跑者

公司的核心公司 ALMA LASERS 是源自以色列、全球领先的能量源设备公司，市占率于全球排名第五，于中

Alma Lasers 于1999年创立于以色列，专注于设计、开发、生产和销售各类医疗美容、生活美容仪、微创医疗美容的能量源产品设备，自2002年推出首个二极管脱毛平台至今已有20多年的技术和品牌的积累。公司产品的能量源

国排名第一。

输出种类包括激光、射频、超声，可满足多种面部以及身体的无创治疗，如脱毛、美白、去红血丝、皮肤紧致、减脂、身体塑形等医美治疗，满足终端消费者对于变美的各种需求。公司能量源产品于全球的市占率靠前，根据 medical Insight 的统计，2020 年中国激光美容设备市场中，Alma Laser 的光电产品市占率高达 32%，排行第一。

图表 3: 公司重要发展时间节点

年份	大事记
1999	Alma Laser 在以色列成立
2022-2003	推出了首个二极管激光脱毛平台Mythos500；给予新一代荧光技术的多应用美容治疗平台
2003	通过中国飞顿（经销商）进军中国市场
2004	推出单极射频技术美容产品，并推出Harmony嫩肤产品
2005	推出Accent无创医美产品，发力美容机构，并强化北美地区直销业务
2006	推出激光脱毛产品Soprano，成为全球冰点脱毛概念鼻祖
2012	成立德国全资附属公司开展直销业务
2013	复星医药收购Alma Laser95.2%的股权，并在2016年完成剩余股权的收购
2014	在印度成立全资附属公司开展直销业务
2015	推出生活美容品牌Alma Beauty
2017	于港交所上市
2018	在美国推出首个三波长的综合脱毛产品Soprano ICE Platinum；收购以色列分销商NOVA60%股权；与瑞士公司ISBA签订玻尿酸Profilo的代理协议
2019	推出激光脱毛平台Soprano Titanium；推出自体脂肪生产激光平台BeautyFill
2020	推出四款新品：Opus Plasma、Harmony XL PRO Special Edition；Derma Clear、Alma Hybrid4；布局牙科和个人护理业务；第一个在中国独家代理以色列Raziel的RZL012溶脂针（二期临床中）；成立复锐天津中国子公司，组建销售队伍
2021	推出无创减脂平台Alma PrimeX；收购复星牙科100%股权；收购以色列分销商NOVA剩余股权
2022	推出家用医美品牌LMNT进入C端市场

资料来源：公司资料，第一上海

公司业务

公司能量源产品矩阵丰富，且每年打造并推出多款潜在爆品

公司的主营业务能量源器械受益于全球轻医美消费需求的增长

轻医美是介于手术整形和生活美容之间的专业医疗美容项目，指用无创或微创医学疗法，用先进的产品、器械、医学手段等满足求美诉求，具备简单、便捷、安全等特点。公司的能量源器械受益于全球轻医美消费需求的增长，而中国的轻医美消费意识也随着人均收入水平的提升而逐渐被唤醒，根据市场调研，国内市场光电类和注射类的轻医美治疗占比呈现上升趋势，而外科手术类在整个医美治疗市场的占比在逐步下滑。目前国内轻医美的消费大军主要来自年轻人和新中产阶级，年龄跨度较大；而国内日渐改善的消费环境和医美项目的持续供给，也给我中国轻医美市场带来巨大的想象空间。

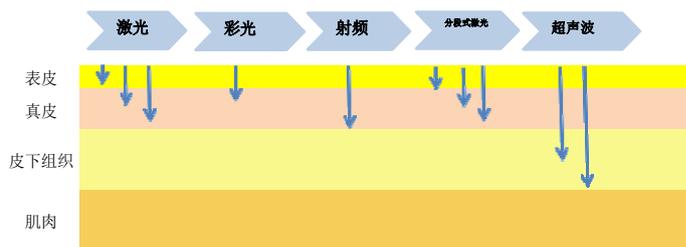
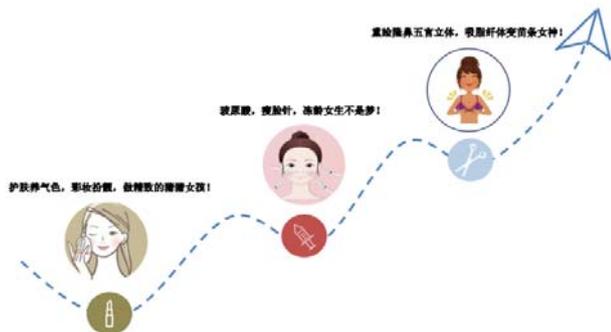
Alma Lasers 旗下布局了无创医疗美容、微创医疗美容以及生活医疗美容三大产品线

公司的能量源产品矩阵主要分为无创医美产品、微创医美产品以及生活医美产品。其中无创医美产品线贡献了公司大部分的收入，主打院线产品，旗下产品涵盖了多种能量源形式，包括射频美容系列产品 Accent，激光超声技术产品 Harmony 系列以及激光脱毛系列产品 Soprano；微创医疗美容产品线主要为用户提供私密修护、抽脂、自体脂肪移植、静脉曲张治疗等治疗方案；而生活类美容产品则专为美容中心、SPA 馆等非医疗诊所提供相应的价格更低、操作更简易的美容产品，满足 C 端客户嫩肤、塑形、紧致、脱毛等需求。公司的所有商业化产品都严格按照当地相关监管部门的要求取得了相应的批件，保证产品的安全性和有效性。

不同于业内多为单一能量源输出形式的医美设备公司，公司的多种能量形式能够到达皮肤的表皮、真皮、皮下组织和肌肉等多种层次，达到多维的治疗效果，满足多种治疗需求，如作用于真皮层可进行提拉紧致，而作用于表皮则可达美白、嫩肤、祛斑的功效，作用于皮下脂肪则可进行瘦身。也正是因为公司产品矩阵丰富，下游主流医美机构在采购过程中很较难绕过公司产品线。

图表 4：轻医美是介于手术整形和生活美容之间的专业医疗美容

图表 5：能量源形式以及作用部位



资料来源：知乎，第一上海

资料来源：知乎，第一上海

图表 6：主流医美器械的应用领域及优缺点

产品类型	作用领域	典型应用	优点	缺点
流光器械	去除皮肤暗沉及杂质。各种血管性皮肤病及色素沉着，如痣、雀斑、老年斑、毛细血管扩张等	·白瓷娃娃皮秒 ·飞梭	指向性强，不同波长对应不同靶物质，治疗效果好。	缺点是有损伤，恢复期长。
脉冲光器械	强脉冲光 改善光老化的皮肤改变。皮肤血管疾病，皮肤色素疾病，多毛，皮肤老化与光老化去除面部色素斑、毛根血管扩张、面部红斑，细小皱纹和粗大毛孔。	·IPL(光子嫩肤) ·OPT (王者之心) ·DPL (窄光谱嫩肤) ·彩光嫩肤	保护表皮不受损伤、恢复时间短、几乎无不良反应	到达层次浅，治疗精确性差，作用小
	脉冲光 痤疮	·红蓝光 (LED) 治疗	耐受性强、具治疗安全、操作方便	应用领域窄
射频器械	提升皮肤状态。去皱，提高皮肤紧致程度，使皮肤皱纹变浅、表面光滑而富有弹性	·热玛吉 ·热拉提 ·电波拉皮 ·深蓝射频	非侵入性治疗，痛感小，恢复期短	价格较高
超声刀器械	面部紧致	超声刀在中国，未被承认为医美设备	能够到达筋膜层	尚未获得中国审批，若神经损伤，伤害不可逆

资料来源：新氧医美白皮书，第一上海

图表 7:Alma Lasers 旗下主要产品线

无创医疗美容产品

- Accent系列：运用先进的超声和射频技术，主要用于美体塑形及紧肤；
- Harmony系列：可搭配数种手具，用于治疗超过65种FDA许可适应症；
- Soprano系列：主要用于激光脱毛，独家技术可结合三种波长治疗不同类型肤质及毛发。

微创医疗美容产品

- 微创产品主要为专科医生提供各种关注女性健康的治疗方案；
- 产品主要包括女性私密修复、抽脂、自体脂肪移植、静脉曲张治疗等。

生活医疗美容产品

- 专为美容中心、SPA等提供，更为经济的操作系统；
- 操作复杂性较低，迎合美容师需求；
- 用于塑形、嫩肤、紧肤、脱毛等治疗。

5 Sisram Medical Ltd | Annual Results 2020

资料来源：公司公开资料，第一上海

Harmony 系列产品是公司的旗舰产品之一

Harmony 系列产品是公司的旗舰产品之一，通过激光、超声波等技术，可以用于 FDA 批准的超过 65 种适应症的治疗，搭配多种手具使用。两大核心模块 Clearlift 和 Clearskin 均属于非剥脱激光技术。非剥脱型激光治疗是亚洲最受欢迎的美容保养项目之一，能够达到缩小毛孔、去细纹、嫩肤美白、去除痘印的效果，属于医美赛道中的热门品类。

Harmony 系列新品黑金超光子火爆中国市场

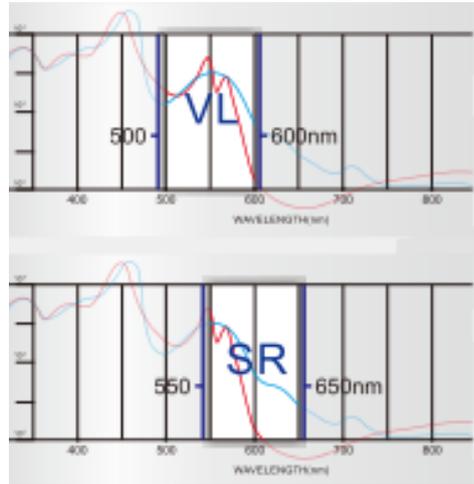
公司早在 2004 年推出了第一款 Harmony 的嫩肤产品至今经历了多次产品迭代升级。2020 年推出的黑金超光子（DPL）一举成为光子嫩肤中的网红，在行业内亦有“光子嫩肤中的爱马仕”之美称。小红书上搜索黑金超光子关键词有 3700 多篇文章，和同类型产品科医人 M22 王者之冠、奇致激光皇后光子等产品共同占领了中国市场激光嫩肤美白市场。

黑金 DPL 超光子可以用于面部及身体治疗的嫩肤治疗。它独有的 3HZ 超光频率应用的是德国 Heraeus 公司的顶级品质疝灯，搭配 In-motion（速滑技术）彻底改变了传统光子嫩肤的加热模式，使有效的能量充分累计，从而达到保证疗效的同时提高了治疗的体验感。100nm 光源拥有极佳的色素吸收率，较比传统光子拥有更强的选择性，嫩肤更精准，祛红祛黑效果更明显。

图表 8: DPL 黑金超光子



图表 9: DPL 精准嫩肤系统



图表 10: in-motion 速滑技术



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 11: 光子嫩肤产品对比

	皇后IPL			BBL	ICON		
工作平台	奇致皇后	M22	辉煌360	Profile平台	赛诺秀超级平台	赛诺龙星耀强脉冲和激光平台	Jeisys SmoothCool光子平台
生产厂家	中国武汉奇致激光	美国科医人	以色列 ALMA LASERS	美国SCITON	美国赛诺秀	以色列赛诺龙	韩国Jeisys
仪器外貌							
波段范围	560-1200nm	515-1200nm OPT) /400-1200nm AOPT)	500-600nm/550-650nm	420-1200nm	500-670nm& 870-1200nm/525-1200nm	530-750nm/555-950nm	420-1200nm
滤片/手具	手具	滤片	手具	滤片	手具	手具	滤片
片/手具数量、作用	560-1200 嫩肤 695-1200 脱毛 585-1200 祛痕 (选配)	OPT:6个; AOPT: 8个 515滤片: 515-1200浅表色斑, 浅表血管 (浅肤色) 560滤片: 560-1200深肤色表皮色素、浅表较大的血管 590滤片: 红痘印、嫩肤、祛黄、色斑、瘢痕 615: 色斑、细纹、嫩肤 640: 细纹、毛孔粗大 695: 细纹、毛孔粗大、脱毛 AOPT独有: VASCULAR滤片: 530-650&900-1200双波段, 血管专用、玫瑰痤疮、附带治疗光老化 ACNE滤片: 400-600&800-1200双波段, 炎症痤疮专用	2个。其余选配 500-600手具: 窄谱光, 浅表血管、面部嗜红 550-650手具: 窄谱广, 表皮色斑 NIR红外手具: 900-1800nm嫩肤、细纹、毛孔粗大 (选配)	7个 420: 痤疮 515: 浅表色斑、浅表血管 (浅肤色) 560: 表皮色素、血管 (深肤色) 590: 红痘印、嫩肤、祛黄、色斑 640: 细纹、毛孔粗大 695: 细纹、毛孔粗大 800: 专用嫩肤, 细纹、毛孔粗大	2个 MAX-G手具: 500-670nm& 870-1200nm, 双波段, 血管专用, 浅表, 深层血管, 玫瑰痤疮, 红痘印 MAX-YS手具: 525-1200nm, 浅表皮色素, 细纹, 嫩肤 (浅肤色)	2个 530-750nm: 浅表血管、浅肤色者色斑 55-950nm: 深肤色者色素、嫩肤	9个 420 (S): 420-600nm, 窄谱光, 痤疮 500 (S): 窄谱光, 500-600nm, 血管专用, 浅表血管, 潮红 (浅肤色) 530 (S): 窄谱光, 530-600nm, 表皮色素, 血管病变 (深肤色) 550 (D): 530-650&900-1200nm, 双波段, 血管专用, 浅表/深层血管, 附带嫩肤 560nm: 血管、色斑 590nm, 640nm, 700nm (功能参考其他仪器室谱波段)

资料来源: 公司资料, 第一上海

ACCENT 系列是公司的长青产品

ACCENT 系列能量形式为射频和超声合二为一, 能够实现强于射频设备或者超声设备的治疗功效, 主要用于美体和紧肤。ACCENT 产品于 2005 年推出, Ultra V 系列

在2014年进入中国市场以后迅速放量，成为了中国市场最核心的销售单品。2016年推出了 Accent Prime 以后也迅速风靡了海外市场，此产品于2021年进入中国。

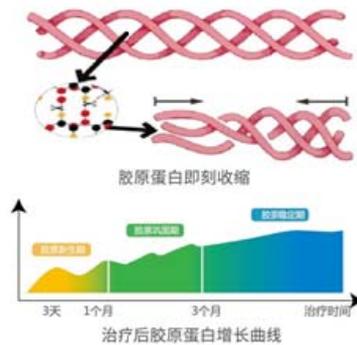
Accent Prime 搭载了双聚能的射频技术，能够在确保射频能量隔空加热的同时，通过调整射频手具上每个发射源的相位，使每个射频波呈现聚焦于皮下的特定深度，热作用更加精准聚集，皮下温度可达 55-65%，**通过热刺激可以使得真皮层的胶原纤维即刻收缩**，达到紧致效果，**促进更多的胶原蛋白再生**。

Accent Prime 适用于多种适应症，包括且不限于治疗面部的松弛、苹果肌下移、鼻唇沟加深、轮廓线模糊、眼尾下垂、眼袋等等。

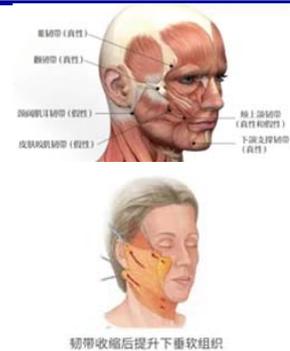
图表 12: ACCENT PRIME



图表 13: 作用原理



图表 14: 作用部位及效果



资料来源：公司资料，第一上海

相比于热玛吉，ACCENT PRIME 痛感更低，安全性更好，同时价格也相对较低

资料来源：公司资料，第一上海

市面上同样为射频能量形式的产品有热玛吉、超声炮、fotona4D 等产品，但各个产品有其各自优势，热拉提相比于热玛吉的主要优势在于操作的过程中**痛感更低，安全性更好，同时价格也相对较低**。

资料来源：公司资料，第一上海

图表 15：市面上主要竞品对比

项目	热玛吉	热拉提	欧洲之星	超声刀
原理	利用 单极射频 作用到 真皮层 ，进行区域聚焦加热	利用 聚焦射频 ，从 真皮浅层 ， SAMS筋膜层 和 皮下脂肪层 三个方面进行加热面加热	利用 激光 ，内外联合分层治疗 1. smooth-用激光打在口腔内粘膜处，收紧松弛皮肤 2. FRACE三维立体点阵的技术，促进胶原蛋白再生，细致毛孔，改善细纹 3. piano超长秒级加热技术，紧致皮肤 4. superficial微米焕肤技术，做完可以提亮肤色	利用 超声波 ，作用于 筋膜层 ，将能量集中在需要治疗的皮下组织，产生密集的点状瘢痕，通过瘢痕的挛缩作用达到提升；“点”加热
效果	紧肤+提升+刺激胶原蛋白再生	提拉+紧肤+去皱+溶脂	收紧+溶脂+提亮+提升 皮肤全层抗衰	构成全新的胶原蛋白纤维网。对于下面部的提升紧致效果好
痛感	有痛感，可以忍受	基本不痛 ，只是感觉热	无痛	痛感明显
维持时间	一到两年，三个月时效果最佳，六个月达到顶峰	疗程性治疗，可维持一到两年	疗程性治疗，可维持一到两年	一到三年
适用人群	皮肤没有多大问题，只想做皮肤保养	出现初老现象，需要全脸紧致提升，对抗初老有需求的30岁以上人群	婴儿肥嘟嘟肉，面部松垮，法令纹明显，肤色不均等	年龄偏大些，脸部皮肤已经出现松弛下垂，需要做中下面部提升人群
安全性	易产生水泡、烫伤，可恢复	非常安全	安全	皮下点阵式瘢痕，有烫伤神经的风险，严重可造成面瘫
麻醉方式	表麻	无	无	表麻

资料来源：公司资料，第一上海

冰点脱毛鼻祖——Soprano 系列

Soprano 是公司最经典的产品线之一，产品畅销全球。自公司 2006 年推出 Soprano 第一款 Soprano 激光脱毛产品以后，也受到了来自全球同行的竞相模仿，“冰点脱毛”这个概念正是公司第一个提出的。公司最新一代的产品 Soprano ICE（超级冰点）创新结合了脱毛经典波长 810nm 和流行波长 755nm，同时半导体激光双手具自由切换，更好地满足脱毛需求。

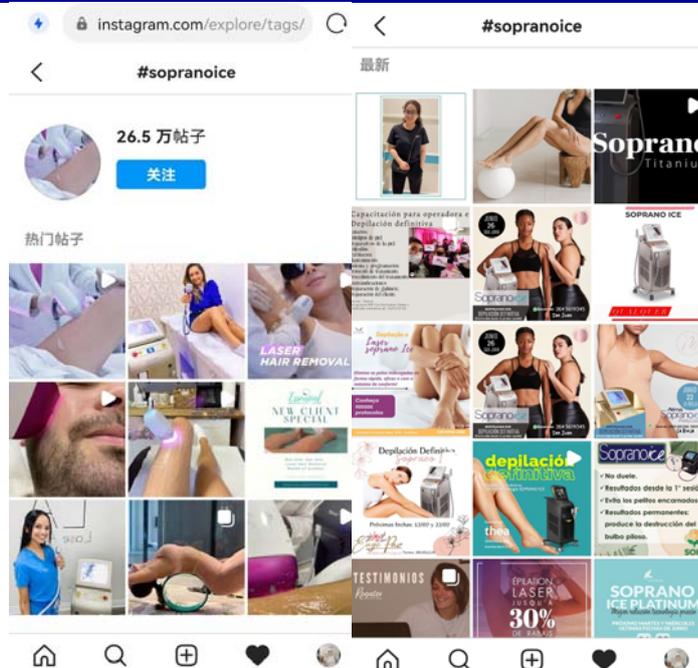
产品通过预热脉冲加热毛囊及毛囊周围的组织，直到温度提升至 40℃，加热脉冲特异性加热提升至 45-50%，10Hz 激光重复频率下通过 IN-Motion 快速滑动保持一段时间即可以达到**对毛囊及其干细胞的破坏作用**，达到去除毛发的目的，治疗时采用接触式冷却，**全程治疗舒适无痛**。相比于市面上的其他脱毛产品，**产品无痛，安全高效，设备的稳定性更强**。

由于北美和欧洲市场对于脱毛的医美需求旺盛，加上 Soprano 系列产品安全舒适，品牌共识度高，目前依然是公司海外市场的主力产品之一，也是北美市场的 top3 单品，在 Google、Instagram 上搜索 Soprano ICE 可以看到产品的大量的搜索词条。

图表 16: Soprano ICE 产品外观



图表 17: Instagram 上有 26.5 万个相关产品词条



资料来源：公司资料，第一上海

此外，公司贴近市场风口，每年推出 2-3 款潜在的爆品，为产品矩阵注入源源不断的成长动力

资料来源：公开资料整理，第一上海

随着小红书、知乎、新氧等社交媒体的普及，现如今越来越多的消费者带着决定走进医美机构，因此对于医美厂商来说，对终端市场的把控能力在当前消费者认知迅速提升的市场环境下尤为重要；随着公司直销占比的提升以及数字化运维能力的增强，公司对于终端客户需求反馈更加及时，对于行业风口的感知能力也在提升；公司紧贴市场风口，每年推出 2-3 款潜在的爆品，为产品矩阵注入源源不断的成长动力。

21 年在北美推出的两款爆品 Alma Duo 以及 Alma PrimeX 也是公司对市场风口把控能力以及研发能力的作证。

Alma Duo 是一款利用经临床验证的黄金标准冲击波技术 (LI-ESWT) 研发的促进血液循环并恢复正常性功能的诊所专业型美容器械。有研究表明预计到 2025 年，勃起障碍患病率在全球范围内预计为 3.22 亿。为解决男性由于血管功能下降遭受性能力问题带来的困扰，Alma Duo 15 分钟快速办公室治疗法，无需局部麻醉，没有恢复期，无需服用药品，无需针头，无需手术即可治疗，疗程后可维持 2 年的临床验证的长效结果。上市以后在北美市场大火，21 年上半年取得了 5.3 百万美金的收入。

Alma PrimeX 是一款无创的美体塑形平台，利用 3 项专有技术在减腰围和紧肤方面取得无与伦比的效果，也是潜在的爆款产品，未来也将登陆亚洲市场。

22 年 5 月，公司于中国市场推出了一款重磅新品 OPUS 超离子，提供全方位的颈部治疗方案——不仅能够满足求美者淡化颈纹的主要诉求，同时还可以解决颈部皮肤松弛、肤色不均等显现衰老的两大主要因素，形成淡化颈纹、紧致肌肤、均匀肤色三大诉求一步到位的解决方案。

本年度于中国市场上市的 OPUS 超离子产品是市面上少见的专门针对颈部提供颈部解决方案的光电类产品，“无创治疗”是其特色

随着审美需求的不断提高，面部年轻化后需求逐步得到满足后，颈部年轻化也紧跟其后，市场潜力巨大。过去因解决颈纹的手段不足，市场上几乎无光电产品专门用于颈部治疗，我们认为 Opus 超离子的光电祛颈纹方案因其无创、舒适等差异化优势有望成为颈部治疗的热门品种。

图表 18: Alma Duo



图表 19: Alma PrimeX



图表 20: OPUS 超离子



资料来源：公司资料，第一上海

公司的微创系列产品提供女性健康的多元治疗方案

资料来源：公司资料，第一上海

公司的微创系列产品主要用于抽脂、自体脂肪移植、女性私密修复、静脉曲张等，满足多种女性健康美丽方面的需求。

资料来源：公司资料，第一上海

5G 天使光雕是一款集吸脂、溶脂、紧致肌肤为一体的新型吸脂方式

5G 天使光雕是一款微创吸脂手术的产品，但和传统的吸脂不同，其通过公司特有的 SDL 环光技术，将激光均匀作用于脂肪层，吸脂不会过度加热脂肪，避免破坏脂肪细胞膜，是集吸脂、溶脂、紧致肌肤为一体的新型吸脂方式。5G 天使光雕吸脂手术时间大概在 30-60 分钟即可完成，比传统吸脂手术更加快捷，同时创伤更小，恢复快，小部位吸脂术后无需穿戴束身衣；吸脂后更加均匀，避免一些凹凸不平现象出现。

Fimilift 通过发射 CO₂激光灵活调节剥脱与热作用的比例，解决不同的女性衰老问题

Fimilift 系列产品采用公司专研的 VRT 分龄抗衰技术，通过发射 CO₂激光，可以根据不同衰老问题，灵活调节剥脱与热作用比例，进而真正实现个性化组织抗衰，全方面解决女性阴道松弛、内环境紊乱、尿失禁等常见问题。产品配备专属私人无菌激光套管，避免交叉感染，同时可调节女性体内荷尔蒙，延缓内源性衰老，是当前市场最受女性青睐的身体护理新项目之一，产品已经在北美、欧洲、中国等市场上市。

图表 21:5G 天使光雕产品外观



图表 22: Fimilift 产品外观



资料来源：公司资料，第一上海

中国能量源医美器械市场增速快于全球，光电治疗渗透率远低于欧美国家

根据 Medical Insight 的统计数据，2021 年全球能量源医美器械市场规模可达 43.8 亿美元，2016-2021 年间 CAGR 为 10.4%；中国能量源市场增速快于全球，2021 年中国能量源医美器械市场规模达 3.3 亿美元，2016-2021 年间 CAGR 达 15.5%。从光电治疗渗透率看，中国的光电治疗占医美总疗程的占比为 5%，远低于美国和日本的水平，随着国内中产阶级占比提升以及轻医美市场教育的普及，市场发展潜力巨大。

资料来源：公司资料，第一上海

其中，根据新氧白皮书的数据，中国射频医美市场规模 2020 年为 8.6 亿人民币，预计到 2025 年达到 11.3 亿（含水货和山寨市场）；中国激光医美市场 2020 年市场规模为 13.7 亿人民币（含水货和山寨市场），预计到 2025 年达到 22 亿人民币的市场规模。在此过程中预计随着监管的进一步深化，合规的器械占比逐渐提升，利于头部公司扩大份额。

根据 Medical Insight 数据，2020 年中国激光类医疗美容器械品类中，ALMA LASERS（复锐医疗）排行第一，占比 32%，其次是奇致激光、美国科医人、半岛医疗。

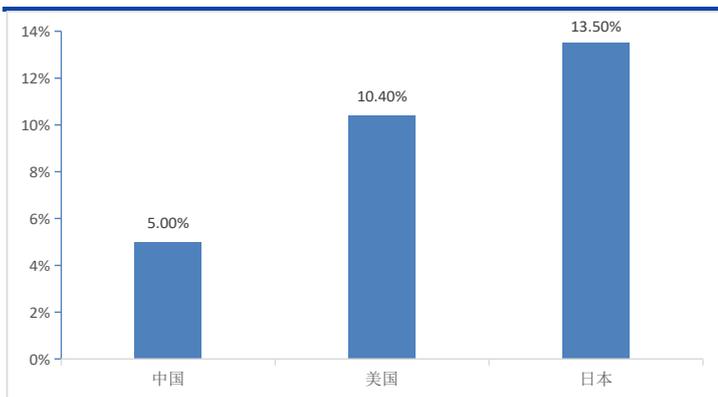
图表 23: 中国射频医美器械市场规模（亿元），2016-2025 预测
 图表 24: 中国激光医美器械市场规模及预测（亿元），2016-2025 年预测



资料来源：公司资料，第一上海

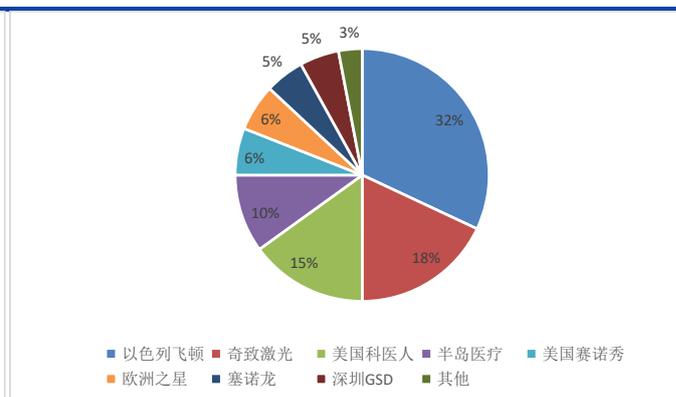
资料来源：公司资料，第一上海

图表 25: 各个国家光电项目占总疗程比例



资料来源：新氧白皮书，第一上海

图表 26: 20 年中国激光类医疗美容器械市场格局



资料来源：Medical Insight，第一上海

公司于 2022 年 3 月份重磅推出了 LMNT ONE 家用产品线，产品研发和生产均源自以色列，并在以色列和中国两个市场同步上线；LMNT5 月 8 日正式在天猫上线，单价为 4999 元，以“把美容院带回家”为理念，强调和院线产品 Alma Lasers 同宗同源，并且在使用过程中有舒适性强，无需涂抹凝胶，便于坚持使用等一系列差异化优势。

LMNT 系列产品推广渠道主要分为两部分，一方面通过现有销售渠道，以及复星旗下资源（旗下酒店，美容院，spa）进行推广；另一方面通过 KOL、小红书等自媒体进行产品推广；家用美容仪产品线是一个独立的 BU，公司预计销售费用率在 30-40% 的水平，对公司整体的销售费用率不会有太大的影响。2C 美容产品市场非常大，同类产品雅萌家用系列年销售额高达二十几亿，我们认为公司有望依靠自身差异化优势打造出爆品。未来随着家用产品线市场认知度提升以及品类的逐渐丰富，公司有望发展出除了院线产品之外的第二增长曲线。

2021 年中国家用美容仪器的市场规模为 97.6 亿，预计到 2026 年将达到 213 亿，5 年复合增速为 16.9%，中国家用美容器械产品渗透率较低，市场仍然有巨大潜力。

图表 27: LMNT 家用系列天猫平台产品展示



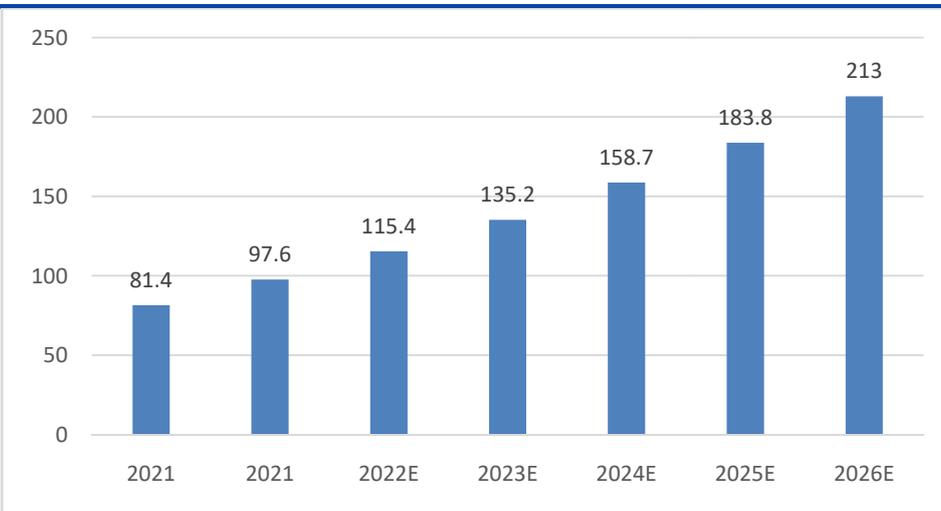
图表 28: 小红书美妆博主种草 LMNT



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 29: 中国家用医美器械市场规模及预测 (亿元)



资料来源: 智研咨询, 第一上海

公司亦涉足注射填充领域, 几大重磅产品登陆在即

公司玻尿酸产品 Profhilo 2018 年公司和瑞士企业 IBSA 签订了合作, 取得了玻尿酸 Profhilo 在以色列、香港、印度和中国的代理权。此款玻尿酸产品相比于传统的含交联剂的玻尿酸产品, 创新性地实现了无交联生物重塑的技术, 且天然透明质酸的含量全市场最高, 注射填充的同时能够促进胶原蛋白再生, 且不含麻醉剂。产品在海外市场深受消费者好评, 但产品目前在中国大陆处于临床三期阶段, 有望于 23 年底或 24 年在国内市场上市。公司 2021 年注射类收入主要来自 Profhilo 产品, 营业收入为 638.9 万美

元，占总收入约 2.2%。

2016-2020 年，中国医美用透明质酸市场规模由 51 亿元增长至 141 亿元，Cagr 为 15.4%。预计医疗美容用玻尿酸市场规模将持续增长在 2025 年达 86 亿元。国产玻尿酸品牌供给较为丰富，国内获批玻尿酸已有 30+ 个品牌，已是红海，但我们认为基于 Prophillo 非交联的差异化优势，产品 23 或 24 年在中国市场上市以后有望争得一定市场份额。

公司有望推出国内首款溶脂针产品 RZL012

联营公司天津星魅拥有 Razie 的长效溶脂针产品 RZL012 在大中华区独家的临床开发和商业化权利。RZL012 是一种新型合成的小分子，通过触发脂肪细胞死亡并被纤维化组织替代，从而达到脂肪组织持续收缩的目的。产品已经完成了二期临床，临床结果显示 1) 单次注射后第 84 天，临床试验参与者的下颌脂肪量平均减少了 15%；2) 不良反应主要局限在注射部位且多为一过性；产品的临床前和临床研究均证明 RZL012 可以引导脂肪细胞衰败和减低脂肪层的厚度，因此可用于身体塑形。RZL012 的全球多中心三期临床（包括中国内地）将在 2022 年后展开，进一步核实产品的安全性和有效性。

目前国内医美市场仍然没有一款合规的溶脂针产品上市，行业仍处于蓝海，而全球唯一一款合规的溶脂针产品来自艾尔建。公司储备的溶脂针 RZL012 有望成为国内首款，正式打开国内溶脂针市场。我们认为双下巴治疗的适应症市场空间广阔，RZL012 有望成为公司的重磅产品。

爱美客招股书显示，预计 2023 年中国溶脂针产品市场规模可达 1.34 亿元，2023-2025 年间 CAGR 可达 144.7%，达 8.05 亿元；2025-2030 年间 CAGR 可达 37.3%，市场规模达 39.2 亿元。

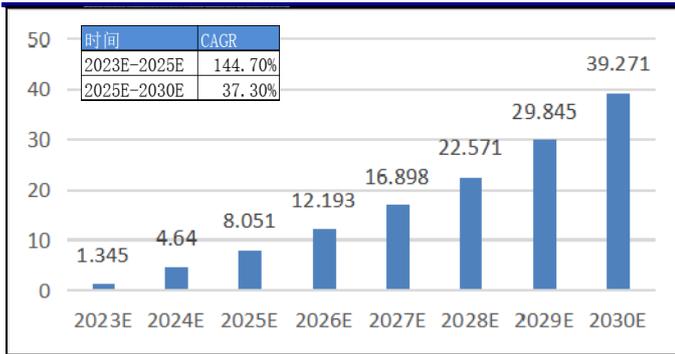
REVANCE 旗下肉毒素 RT002 是公司潜在的重磅产品

2021 年子公司复锐天津与复星医药签订协议，获取了美国公司 Revance Therapeutics 的一款肉毒素产品 TR002 在中国的销售权。

与市面上的肉毒素不同的是，RT002 是一款长效肉毒，每年只需要进行两次治疗即可达到效果，作用更加持久。RT002 是世界上首个具有专利肽配方的神经调节剂产品，用于治疗中重度眉间纹。产品目前在美国和中国都处于三期临床阶段，预计 22 年于美国市场上市，23 年底或 24 年于中国市场上市。

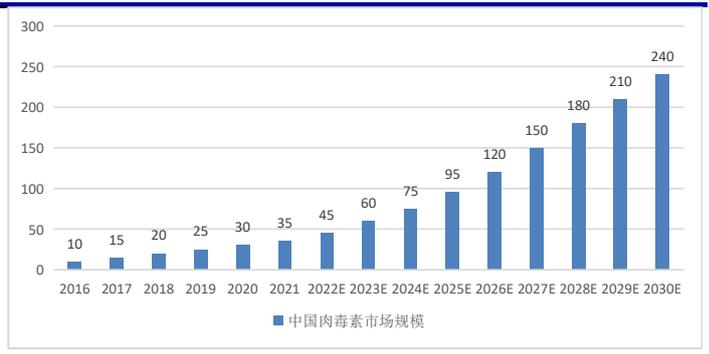
我国肉毒素市场发展较晚，2020 年肉毒市场规模 40 多亿，预计未来是比玻尿酸更大的一块注射市场。NMPA 一直以来只批了两款，兰州生物所的衡力和艾尔建的保妥适。保妥适和衡力因为在目标消费者定位、辅助赋形剂、生产工艺等方面都具有一定差异，各自的市场边界比较清晰。20 年 10 月高德美的吉适肉毒素上市，以及 9 月韩国的乐提葆上市，肉毒素的竞争格局正在发生变化。此外，另外 4 款肉毒已在路上，预计 2024 年将共有 8 款肉毒获批：Merz 和精鼎医药合作的西马肉毒、韩国大熊制药的绿毒、Hunos 和爱美客合作的橙毒、以及 Revance 和复星医药合作的肉毒素。虽然到 24 年，上市的肉毒素产品较多，但因 RT002 的临床数据优越，获批后公司将把产品定位在高端肉毒素的品类，直接对标艾尔建的 Botox 肉毒素。

图表 30:中国溶脂针产品市场规模及预测 (亿元)



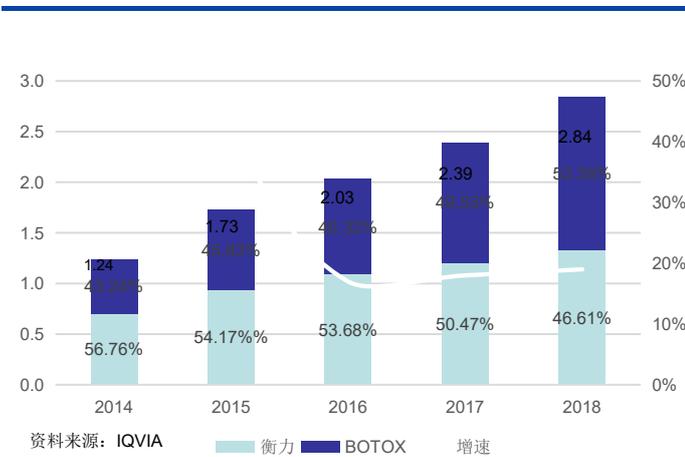
数据来源: Frost&Sullivan

图表 31:我国肉毒素市场规模及预测 (亿元)



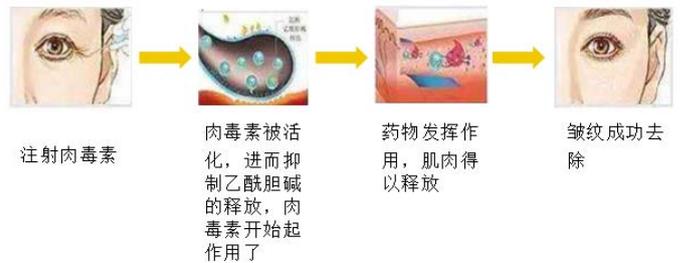
数据来源: Frost&Sullivan

图表 32:2014-2018 年我国肉毒素市场竞争格局



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 33: 肉毒素作用原理



资料来源: 新氧, 第一上海

图表 34:我国已上市/待上市肉毒素品种:

产品类别	具体产品	NMPA 注册时间	生产制造商	国内合作企业	生产地点	终端价格 (100IU/人民币)	赋形剂蛋白质	弥散度 (平方厘米)	适用部位
进口	保妥适 Botox	1998	艾尔建	-	美国	3000-5000	人血白蛋白	0.5	精准除皱/面部, 眼部
国产	衡力	1997	兰州生物制品研究所	-	兰州	1000-2000	医用明胶	1	瘦腿、瘦肩、瘦脸
进口	Dysport/丽舒妥	2020	Ipsen	高德美	英国	3000-5000	人血白蛋白	大于保妥适	瘦腿、瘦肩、瘦脸
进口	乐提葆 (白毒)	2020	Hugel	四环制药	韩国	2000-3000	人血白蛋白	1	四肢和面部
进口	Hutos (橙毒)	临床试验阶段	Huons	爱美客	韩国	未上市	人血白蛋白	大于保妥适	皱眉纹
进口	西马肉毒	临床试验阶段	Merz	精鼎医药	德国	未上市	不含辅助蛋白	大于保妥适	眉间纹
进口	Nabota (绿毒)	临床试验阶段	-	-	韩国	未上市	人血白蛋白	大于保妥适	皱眉纹
进口	RT002	临床试验阶段	Revence	复星医药	美国	未上市	人血白蛋白	大于保妥适	皱眉纹

资料来源: 公司资料, 第一上海

复星牙科的主要业务为代理进口牙科器械为主，同时拥有口腔 3D 打印、口扫等技术储备和一体化的加工中心。复星牙科于 2002 年成立，主营业务为代理销售进口牙科器械，同时拥有口腔 3D 打印、口扫等技术储备和一体化的加工中心。公司在 2021 年 7 月以 3.12 亿元的代价收购了复星牙科 100% 的股权，并于 7 月份并表。目前牙科业务的收入占比约为 5%，牙科的商业化也将和公司的核心业务能量源产品进行协同销售（海外市场不少购买光电器械的医生是牙医），同时公司也将借助复星牙科完善的销售团队和分销渠道拓展公司主营业务的销售网络。

图表 35: 复星牙科业务矩阵

图表 36: 中国牙科医疗服务市场规模



资料来源: 复星牙科官网, 第一上海

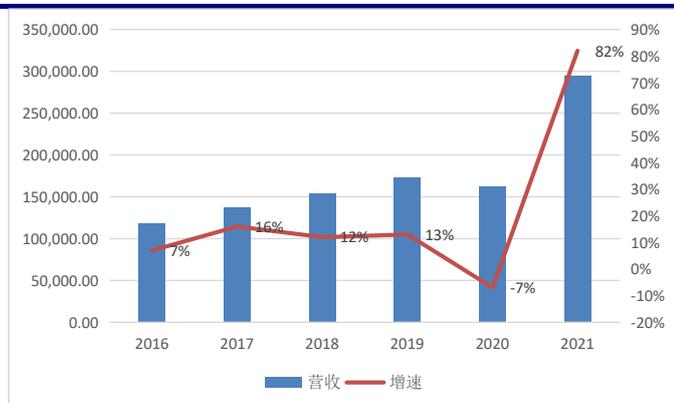
资料来源: 瑞尔集团招股书, 第一上海

轻医美东风下，公司主营业务有望迎来快速增长

公司经历 2020 年全球疫情影响，21 年恢复增长，进入高速成长通道。公司 2016-2019 年的营业收入平稳增长，2016-2019 年 CAGR 为 13.4%，2019 年的营业收入为 1.73 亿美金。2020 年全球经历新冠疫情，公司因其业务全球化布局，收入增速下滑 7%；2021 年随着海外市场经济复苏、国内轻医美市场的爆发以及下游机构数量的增加，业务出现爆发式的增长，21 年营业收入达 2.94 亿美金，同比增长 82%，净利润达 0.31 亿美金，同比大幅增长 134%。22 年公司的订单增速并没有因 21 年高基数而大幅回落，来自北美和中国的在手订单依然饱和，公司预计 22 年上半年能达到 35% 的增长。

图表 37: 公司 2017-2021 营业收入及增长情况 (千美元)

图表 38: 公司 2017-2021 归母净利润及增长情况 (千美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

公司业务主要在北美和中国，且由于北美和中国的市场火爆，收入占比在扩大。

21年北美、亚太、欧洲、拉丁美洲、中东及非洲的收入占比分别为38.7%/28.95%/17.63%/4.87%/10.47%，收入贡献主要来自北美和中国两个市场，20年下半年以来，由于疫情复苏叠加轻医美爆发，北美和中国市场订单火爆，收入占比呈现扩大趋势。

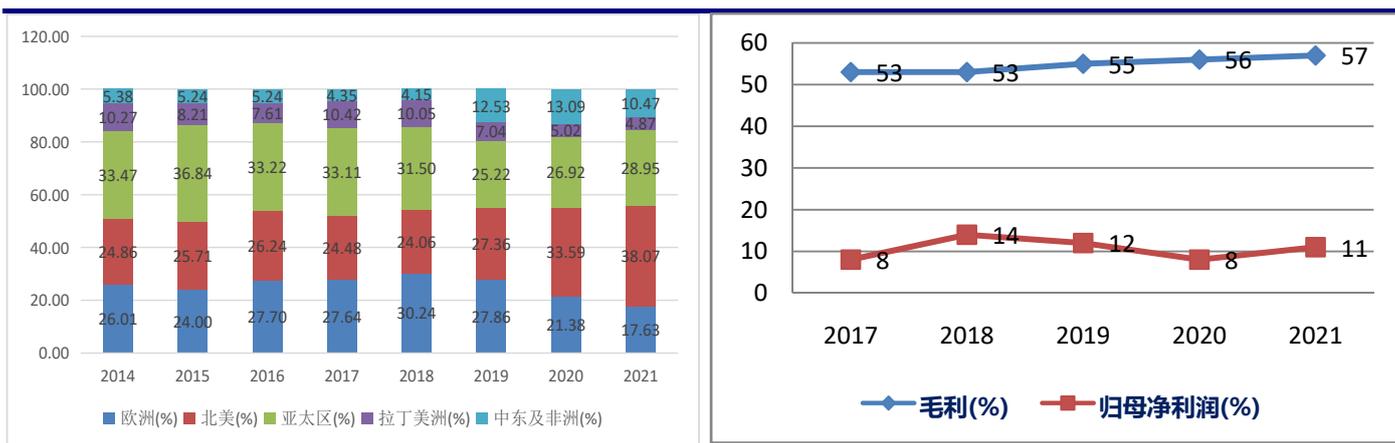
公司将持续扩大直销比例，未来有望达到80%以上。

公司21年的毛利率为57%。过去几年毛利率呈现逐年提升的趋势，这与公司2019年起发力直销有直接的关系。公司目前直销比例已经超过了50%，而直销的平均售价会远高于分销的价格。进一步提升公司的毛利率和盈利水平；公司目前直销的市场主要是美国、加拿大、德国、以色列、韩国、澳大利亚等地区。公司于今年已完成了英国市场的直销，中国地区未来也将逐渐从经销模式转型到直销，并确保直销切换平稳过渡，预计也将进一步提升公司毛利率水平。未来公司会继续在全球更多的地区实现直销，长期看直销比例有望达到80%以上。

另外，经销转直销有利于公司增强对终端客户的把握，有助于让公司的研发更贴近市场需求和风口，推出更加创新和丰富的产品线。

渠道能力+产品优势是公司保持长期的市场竞争力以及保证盈利水平的两大基石。

图表 39: 公司 2014-2021 全球各市场收入占比 (%) 图表 40: 2017-2021 年毛利率 (%)



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

2021年公司的销售费用率水平为26.8%，2017-2021年逐年提升，主要因公司的直销占比逐渐提升以及疫情影响，预计随着几个重要市场经销转直销的进程推进，公司的销售费用率水平维持稳定或仍有上涨空间。

2021年公司的管理费用率为7.4%，2017-2021年期间呈现逐步降低趋势，除了规模化效应之外，公司的数字化运维也起到积极的作用，进一步提升了管理效率，预计管理费用率仍然有优化空间。

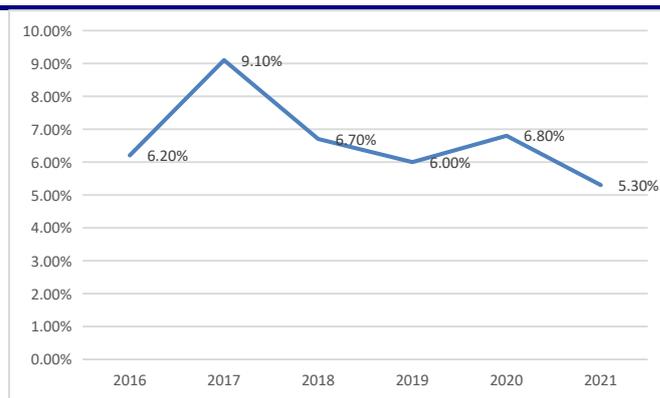
2017-2021公司的研发费用/收入的区间在5%-10%之间，公司每年投入充足的研发资金用于新技术的积累和新产品的迭代，确保每年推出有创新优势的、贴合市场风口的新产品。

公司21年的净利率水平为11%，预计随着规模化和数字化运营的推进，仍然有提升空间。

图表 41: 三项费用率情况 (%)



图表 42: 研发开支占比



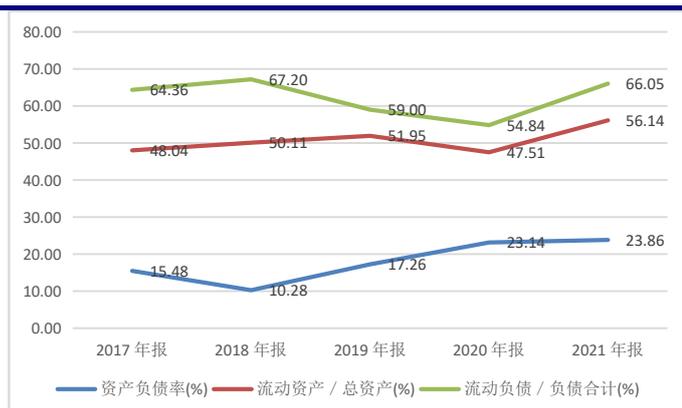
资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

流动性指标逐年向好, 现金充沛。

截止 2021 年 12 月 30 日, 公司的资产负债率为 23.86%, 流动资产占比 56%。流动负债占比 23.86%, 公司的负债率水平良好。截至 2022 年 12 月 30 日, 公司的流动比率为 3.56, 速动比率为 2.79, 货币资金/流动负债比率有 1.83, 流动性较充裕。

图表 43: 资产负债情况



图表 44: 流动性情况



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

目标价 22.5 港元, 买入评级

给予公司未来 12 个月的目标价为 22.5 港元。

我们预测公司 2022-2024 年的收入分别为 3.98 亿美金、4.99 亿美金和 6.27 亿美金, 归属于母公司的净利润分别为 0.43 亿美金、0.55 亿美金和 0.69 亿美金。

轻医美因其可以实现无创或微创治疗、更加安全、方便快捷、治疗效果立竿见影等优势逐渐成为全年龄段求美者的新风尚。公司布局的能量源设备+注射产品+牙科+家用医美线等完善的产品矩阵仅仅围绕轻医美这条赛道, 且能量源产品作为行业龙头, 在研发、渠道方面具有显著优势, 我们认为公司可实现超越行业增速的增长。

我们预计中国内地因轻医美行业处于市场发展早期, 随着中产阶级人口占比提升、轻医美市场教育逐渐普及以及行业的正规化, 我们认为公司未来几年在亚太市场有望维持较高的增长; 近年来中国市场出台了一系列政策对医美行业上下游进行多方面的规范引发市场担心, 我们认为中国市场对医美的强监管不仅不影响公司发展,

长期来看，通过打击水货、假货、超适应症产品等一些列举措将加速市场进一步出清，促进合规企业合规产品的放量以及龙头公司市场集中度提升。国家药监局在今年发布了关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告，公告显示，自2024年4月1日起，射频治疗仪、射频皮肤治疗仪类产品未依法取得三类医疗器械注册证不得生产、进口和销售。根据市场调研，国内不少射频治疗产品均未取得三类医疗器械注册证，而公司的各类产品证件齐全，将直接受益于市场规范化发展。

北美地区医美市场起步虽然较早，但光电治疗渗透率也尚处于较低水平，这或与欧美求美者更倾向于手术类重医美治疗有直接关系。我们认为北美地区轻医美市场相较于重医美仍处于较早期阶段，未来在新媒体、明星 KOL 的教育普及下，有望继续萌生巨大的市场潜力；公司在北美是直销模式，对终端市场把控能力强，因此我们预计公司于北美市场未来几年仍然具备高增长的潜力。

估值上看，22年医美上游的行业估值中枢为85.1PE（截至2022年7月12日），和同类上游公司相比，因港股流动性等原因复锐医疗科技的估值水平远远低于医美上游公司估值中枢，我们认为随着港股水位上升，公司作为医美龙头依然有较大的价值回归空间。

图表 45: 医美上游公司估值情况（截至 2022 年 7 月 12 日）

公司名称	证券代码	市值 (百万元)	21年收入 (百万元)	21年PS	毛利率	净利率	2021年PE	2022年PE	2023年PE	2024年PE
爱美客	300896 ch equity	120,346	1447.9	25.6	93.7	66.2	127.9	82.0	56.3	40.9
贝泰妮	300957 ch equity	83,445	4022.4	8.5	76.0	21.5	99.6	68.9	51.0	39.0
华熙生物	688363 ch equity	62,017	4947.8	5.3	78.1	15.8	78.2	60.0	45.0	34.6
昊海生科	688366 ch equity	13,292	1750.1	4.4	72.0	20.1	34.9	33.1	27.5	23.9
平均		69,775	3,042	10.9	79.9	30.9	85.1	61.0	45.0	34.6
复锐医疗	1696 HK equity	4,604	1898.1	1.1	56.7	10.6	21.5	15.4	12.2	9.7

资料来源: Bloomberg, 第一上海

综合考虑北美、中国市场轻医美行业增速快、公司作为业内龙头竞争优势明显等因素，我们给与公司22年30PE的估值（暂不给与肉毒素、溶脂针、非交联玻尿酸等重磅管线估值）得出目标价22.5港元，分别对应2022年/2023年/2024年的30.0/23.7/18.7倍PE，较公司收市价11.62港元有93.6%的上升空间，给予买入评级。

风险因素

疫情影响下游医美机构需求；
海外经济衰退对需求影响；
市场竞争加剧

主要财务报表

财务报表摘要

千美元，财务年度截至12月31日

损益表	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测	财务分析	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测
营业收入	162,095	294,294	398,329	499,587	627,733	盈利能力					
营业成本	(71,794)	(127,433)	(170,485)	(211,325)	(262,392)	经营利润率 (%)	10.3%	14.3%	14.5%	14.6%	14.7%
毛利润	90,301	166,861	227,844	288,262	365,341	EBITDA 利润率 (%)	16.7%	18.4%	15.2%	15.7%	16.0%
销售费用	(43,085)	(78,893)	(108,744)	(139,385)	(178,904)	净利率 (%)	9.1%	11.1%	11.3%	11.4%	11.5%
行政开支	(26,831)	(37,409)	(49,791)	(61,449)	(75,956)						
经营盈利	16,662	41,979	57,757	72,940	92,277	营运表现					
其他收入及收益	1,124	1,223	1,593	1,998	2,511	SG&A/收入 (%)	43.1%	39.5%	39.8%	40.2%	40.6%
财务费用	(1,064)	(2,005)	(2,788)	(3,497)	(4,394)	实际税率 (%)	-11.9%	-21.8%	-21.8%	-21.8%	-21.8%
税前盈利	16,662	41,979	57,757	72,940	92,277	股息支付率 (%)	-	-	-	-	-
所得税	1,982	9,152	12,591	15,901	20,116	应付账款天数	87	62	62	66	69
利润总额	14,680	32,520	45,166	57,039	72,161	应收账款天数	117	72	72	69	65
公司权益持有人溢利	13,344	31,245	43,405	54,814	69,347	存货周转天数	79	63	63	58	56
折旧及摊销	10,462	12,285	2,750	5,500	8,250						
EBITDA	27,124	54,264	60,507	78,440	100,527	财务状况					
每股盈利 (美元)	3.02	6.90	9.59	12.11	15.32	负债/权益	30%	31%	35%	37%	40%
						收入/总资产	38%	56%	69%	78%	88%
增长						总资产/股本	0.98	1.17	1.28	1.42	1.58
营业收入 (%)	-6.6%	81.6%	35.4%	25.4%	25.7%	息税前利润/总收入	10.3%	14.3%	14.5%	14.6%	14.7%
EBITDA (%)	-21.5%	100.1%	11.5%	29.6%	28.2%	净资产收益率	4.4%	8.1%	10.5%	12.2%	14.1%
每股收益 (%)	-35.7%	128.5%	39.0%	26.3%	26.5%						
资产负债表	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测	现金流量表	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测
现金	116,527	153,062	156,655	169,613	172,786	税前盈利	16,662	41,979	57,757	72,940	92,277
应收账款	46,501	69,875	87,567	100,956	123,234	营运资金变化	(3,416)	(21,891)	(4,499)	(5,288)	(15,819)
存货	37,191	64,236	73,119	85,480	107,669	其他经营现金流	-	-	-	-	-
其他流动资产	4,931	10,427	10,879	14,301	16,981	所得税	(1,469)	(7,537)	(12,591)	(15,901)	(20,116)
总流动资产	205,150	297,600	328,220	370,350	420,670	营运现金流	25,737	32,377	46,205	60,748	68,986
非流动资产						资本开支	(8,727)	(3,963)	(22,916)	(22,916)	(34,374)
固定资产	12,813	14,565	34,731	52,147	78,271	其他投资活动	(24,782)	(42,804)	-	-	-
无形资产	86,629	82,116	82,116	82,116	82,116	投资活动现金流	(33,509)	(46,767)	(22,916)	(22,916)	(34,374)
其他非流动资产	10,811	18,585	18,585	18,585	18,585	716,908					
总资产	431,806	530,132	580,918	640,464	716,908	负债变动					
流动负债						股本变动					
短期借款	1,518	7,293	7,293	7,293	7,293	其他融资活动现金流	(12,212)	55,777	(19,716)	(24,874)	(31,439)
应付账款	9,444	13,018	21,863	39,401	83,374	融资活动现金流	(12,212)	55,777	(19,716)	(24,874)	(31,439)
其他短期负债	34,078	43,346	57,029	63,375	50,730	现金变化	(19,984)	41,387	3,573	12,958	3,173
总流动负债	54,793	83,556	106,104	129,988	161,316	期初持有现金	99,735	83,373	124,920	128,513	141,471
长期借款	180	-	-	-	-	期末持有现金	83,373	124,920	128,513	141,471	144,644
其他固定负债	44,944	42,951	42,951	42,951	42,951						
总负债	99,917	126,507	149,055	172,939	204,267						
股东权益	331,889	403,625	431,863	467,525	512,641						
负债权益合计	431,806	530,132	580,918	640,464	716,908						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。