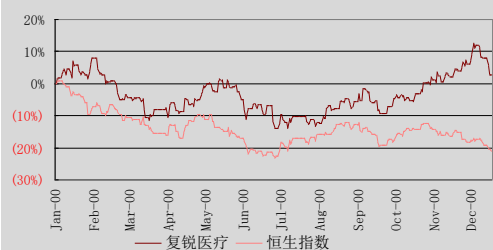


01696.HK
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 港币 11.34

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	24.8	(13.6)	56.1	(43.5)
相对香港恒生指数	35.4	(12.4)	59.3	(18.4)

发行股数(百万)	466
流通股(%)	100
总市值(港币百万)	5,202
3个月日均交易额(港币百万)	12
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
能悦有限公司	75

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年8月12日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物
证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

复锐医疗科技

产品优势持续助力业绩增长, 销售网络覆盖全球

公司为能量源医美设备行业头部公司, 产品销售涉及全球 90+ 国家及地区。全球能量源医美设备行业仍然具有增长潜力, 且公司市场份额仍然存在提升空间。公司产品持续推陈出新, 新产品为业绩增长带来新的动力, 经典传统产品也凭借技术优势持续助力公司业绩增长。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 医美能量源设备行业头部公司, 业绩增长优秀。复锐医疗主要经营医美能量源设备的生产与销售, 为全球能量源医美行业头部公司。复锐医疗 2013 年作为复星医药的非全资子公司成立, 在 2016 年完成对 Alma Laser 全部股权收购。Alma Laser 成立于以色列, 为全球医美能量源设备行业头部公司之一, 目前为复锐医疗的业务主体。此外, 目前复锐医疗还在医美注射产品、生活美容及牙科领域进行积极拓展。2021 年公司实现营业收入 2.94 亿美元, 2019 年-2021 年年均复合增长率达到 30.2%, 实现归母净利润 0.31 亿美元, 2019 年-2021 年复合增长率达到 22.6%。
- 公司销售网络遍及全球, 全球市场医美能量源设备仍具有增长潜力。根据 Market&Research 数据, 能量源医美设备市场规模预计到 2028 年将增长到 80 亿美元, 年复合增长率为 12%。产品销售涉及全球 90+ 国家和地区, 并设有 9 个直销办公室进行直销业务运营。公司在北美地区的业务表现出优秀的增长, 2021 年在北美地区收入达到 1.12 亿美元, 2019 年-2021 年年均复合增长率为 54%。公司在亚太市场表现优秀, 并于 2021 年获得日本连锁医美机构大订单。2022 年公司通过全新的中国办事处继续拓展在中国的商业版图, 同年公司宣布在英国建立直销业务。
- 坚持研发投入, 产品持续发力助力业绩增长。公司产品覆盖无创医美、微创医美和生活美容, 可满足不同客户群体与场景的需求。公司掌握多种能量源技术, 包括激光、强脉冲光、射频、超声、等离子。公司持续在研发上进行投入, 产品持续推陈出新。基本每年公司可以保证 1-2 种新产品的推出, 扩充产品矩阵或在现有产品的基础上进行更新升级。公司于 2020 年推出的 Opus Plasma 在北美销售表现优秀, 2021 年销售收入同比增长 90.5%, 于 2022 年已在中国上市。传统产品也仍然表现出优秀的增长动力, Harmony 系列产品 2021 年销售收入同比增长 116.0%。Harmony XL Pro 依托于 AFT 技术实现比传统光子嫩肤设备更好的针对性, 搭配多种手具, 可治疗 65+ 种 FDA 获批的适应症。

估值

- 我们预期公司 2022 年、2023 年、2024 年公司归母净利润分别为 39.72 百万美元、49.72 百万美元、62.02 百万美元, 对应 EPS 分别为 0.085 美元、0.107 美元、0.133 美元。首次覆盖, 给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 产品销售不及预期风险; 新产品研发失败风险; 全球经济及汇率波动风险; 全球运营风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售收入(美元百万)	162.10	294.29	387.88	471.66	570.57
变动(%)	(6.58)	81.56	31.80	21.60	20.97
归母净利润(美元百万)	13.34	31.25	39.72	49.72	62.02
全面摊薄每股收益(美元)	0.029	0.067	0.085	0.107	0.133
变动(%)	(35.80)	134.15	27.13	25.18	24.74
全面摊薄市盈率(倍)	50.56	21.59	16.98	13.57	10.88
价格/每股账面价值(倍)	24.12	20.84	33.56	14.34	11.94
每股现金流量(美元)	0.06	0.07	0.04	0.10	0.12
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(3.55)	(2.28)	(1.93)	(2.12)	(2.25)
每股股息(美元)	0	0	0	0	0
股息率(%)	0	0	0	0	0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1 医美能量源领域头部公司，业绩表现优秀	5
公司简介及发展历史	5
公司业务覆盖医美、牙科及生活美容	5
业绩增长亮眼	6
能量源医美市场仍有较大扩容潜力	8
2 全球头部企业，销售布局全球	11
销售网络覆盖全球，各地区收入表现亮眼	11
公司在能量源设备市场仍然存在份额提升空间	12
3 研发持续发力，产品力打造增长动力	16
产品覆盖全面，满足不同场景与需求	16
坚持研发投入，产品持续推陈出新	18
传统经典产品持续发力	21
注射产品业务持续推进，补充产品矩阵	28
盈利预期	29
风险提示	30

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.复锐医疗业务构成.....	6
图表 2.复锐医疗 2014 年-2021 年业绩情况 (单位: 百万美元)	7
图表 3.复锐医疗 2014 年-2021 年归母净利润情况 (单位: 百万美元)	7
图表 4.复锐医疗 2020-2021 年各项业务收入 (单位: 百万美元)	7
图表 5.复锐医疗 2014-2021 年成本与净利润结构.....	8
图表 6.复锐医疗 2014-2021 年存货水平与存货周转率 (单位: 百万美元)	8
图表 7.不同能量源项目原理、针对问题及设备产品	9
图表 8.中国能量源美容器械销售额 (单位: 百万美元)	10
图表 9.2016 年中国能量源医美销售各类设备占比.....	10
图表 10.复锐医疗 2021 年各地区收入占比.....	11
图表 11.复锐医疗各地区收入情况 (单位: 百万美元)	12
图表 12.复锐医疗各地区收入增速情况.....	12
图表 13.2016 年全球市场能量源医美设备公司占比	12
图表 14.2016 年中国市场能量源医美设备公司占比.....	12
图表 15.全球主要能量源医美设备公司.....	14
图表 16.中国主要能量源医美设备公司.....	15
图表 17. Alma 无创医美能量源产品.....	16
图表 18.主要公司能量源医美产品.....	17
图表 19. Alma 微创医美系列产品.....	17
图表 20. Alma 微创医美系列产品.....	18
图表 21. Sisram LMNT 家用美容仪.....	18
图表 22.公司研发费用与研发费用在收入中的占比 (单位: 百万美元)	18
图表 23.产品推出时间线 (2017-2021)	18
图表 24.复锐医疗 2020 年推出产品 Opus, Derma Clear, Harmony XL Pro Special Edition, Alma Hybrid	19
图表 25.复锐医疗 2021 年推出产品 Alma Duo 与 Alma Prime X.....	20
图表 26.Alma Prime X 治疗头.....	20
图表 27.Alma Ted	21
图表 28.Harmony 平台适应症.....	22
图表 29.DPL 窄光谱.....	22
图表 30. AFT 技术	22

图表 31. Harmony 平台各适应症对应手具及波长.....	23
图表 32. DPL 精准 500 (Dyed-VL 550)	23
图表 33. DPL 精准 550 (Dyed-VL 550)	23
图表 34. NIR 红外 1300	24
图表 35. NIR 技术光谱.....	24
图表 36. NIR 红外 1300	24
图表 37. Pixel2940 像束激光.....	24
图表 38. 可丽肤激光嫩肤 (ClearLift)	25
图表 39. Pixel2940 像束激光.....	25
图表 40. 黄金热拉提 ThermoLift 2.0 手具 Tune Face, Tune Periorbital, Tune Large.....	26
图表 41. 热拉提“分层加热”	27
图表 42. 热拉提 NPM 新波相聚焦射频技术.....	27
图表 43. 复锐医疗主要注射类产品及竞品情况.....	28
图表 44. 复锐医疗盈利预期假设.....	29

1 医美能量源领域头部公司，业绩表现优秀

公司简介及发展历史

复锐医疗主要经营医美能量源设备的生产与销售，公司产品覆盖无创医美、微创医美与生活美容设备：无创产品功能覆盖嫩肤、亮肤、血管治疗、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；微创产品功能覆盖私密美容治疗、激光抽脂、治疗静脉曲张与治疗多汗症。公司品牌 Alma 以及 Soprano、Harmony、Accent 等产品均在全球有广泛的认知度和接受度。目前，公司产品销售覆盖 90+ 国家和地区。

公司发展历史

复锐医疗科技于 2013 年 4 月作为复星医药的非全资子公司成立。随后，在 2013 年 5 月，其以收购方式从私募资本 TA Associate 手中获取 Alma Laser 95.2% 的股权，并在 2016 年完成全部股权收购。复锐医疗科技于 2017 年在港交所上市，Alma Laser 实质上是复锐医疗的业务主体。

Alma Lasers, 原名 MSQ, 于 1999 年在以色列成立，并于 2002 年推出首个二极管激光脱毛平台 Mythos 500。2004 年 Alma 推出单极技术 (Unipolar)，成为世界上第二家利用射频技术进行美容治疗的公司，Alma 专有的单极技术 (Unipolar) 至今在业界仍是独一无二的。同年，公司推出嫩肤的 Harmony 产品，Harmony 系列 IPL 产品至今仍是公司重要产品线之一。2006 年，公司在行业内率先推出分段式剥脱性激光 (Fractional Ablative laser)，并将其分段式剥脱激光技术扩展到 CO2 激光器。同年，Alma 推出了开创性的 “In-motion SHR” 技术，是世界上第一种几乎无痛的激光脱毛方法，至今仍然是全球领先的激光脱毛方法。2007 年，公司推出已获得专利的 cold ultrasound shear wave 技术作为身体塑形治疗，这项突破性创新与公司的面部和身体轮廓平台中的热超声和射频技术相结合。

复锐医疗科技收购后，与复星医药渠道相互融合。在中国内地，公司主要采用唯一分销商分销模式经营。同时，借助于复星和 Alma Laser 各自的研发优势和渠道优势提高中国市场市占率，与医美垂直生态打通渠道及客群共享。2020 年，复锐医疗科技中国子公司成立，开展中国业务并探索与复星医疗进一步合作，初步计划包括：美容牙科、注射填充类产品注册、扩大在注册领域布局、建立区域服务中心和区域仓库。公司于 2019 年进入医疗美容注射填充市场，陆续在以色列、中国香港、印度等地区引进 IBSA 医美注射填充产品。

2021 年 4 月，公司母公司复星医药及其子公司天津谦达收购复星牙科，将本公司原有的少部分牙科业务与复星牙科业务整合，借由复星牙科在中国内地的分销能力扩展公司的分销网络，并通过公司的全球销售网络帮助复星牙科扩展海外市场。

公司业务覆盖医美、牙科及生活美容

复锐医疗目前业务包括 Alma，牙科业务，注射填充和 LMNT 个人护理业务。

Alma 为全球领先的能量源设备生产及销售公司，目前公司产品包括 5 种能量源，注册专利达 55 个。产品线包括无创医美、微创医美和生活美容系列，公司核心产品 Soprano、Harmony、Accent 等在全球有广泛的认知度和接受度。

复锐医疗的注射填充类业务目前已引进 IBSA 医美填充类 Profhilo 和 Aliaxin，新一代长效肉毒素及溶脂针也正研发中。“Profhilo”生物重塑治疗产品由稳定的透明质酸组成，已在以色列、印度及中国香港推出，在中国内地的注册申请工作也已经开展，长效肉毒素及溶脂针也正加紧研发中。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，含有超纯透明质酸，提供涵盖 12 个不同面部。

公司牙科业务分为复星牙科和 Copulla 两部分。复星牙科为国内最大的创新牙科医疗器械营销平台之一，也是 CAD/CAM 牙科器具制造商，在专业市场领域占有重要地位，同时拥有牙科诊所及牙科实验室。Copulla 提供全球一站式数字牙科服务，通过数字平台实现更高成本效益和效率的测量、设计及加工，打造高效的义齿修复流程，覆盖从口内扫描到最终义齿服务交付的所有流程。

LMNT 个人护理品牌为复锐医疗 2022 年新增业务板块，产品 LMNT.one 于 2022 年 5 月上线，在中国、以色列及意大利发售，目前销售渠道包括 B2B 渠道、天猫及欧洲电商平台。LMNT 产品承袭 Alma 20+ 年研发经验和技術储备，在兼顾安全性与舒适性的同时有效抵御皮肤初老问题。

图表 1. 复锐医疗业务构成



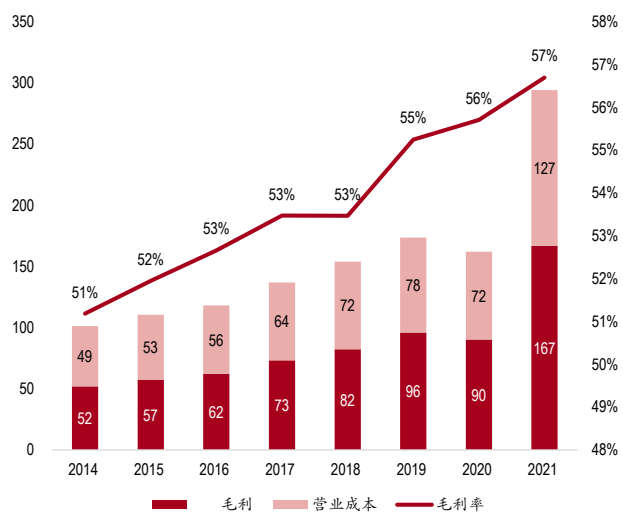
资料来源：复锐医疗年报展示材料，中银证券

业绩增长亮眼

复锐医疗业绩整体呈上升趋势，2021 年公司收入端与利润端均表现出亮眼增长。2020 年公司业务受到了疫情的不利影响，但是 2021 年公司全球业务受疫情的负面影响逐步得到恢复。

2021 年公司实现营业收入 2.94 亿美元，实现同比增长 81.6%，2019 年-2021 年年均复合增长率达到 30.2%。公司利润端同样表现出优异的增长，公司 2021 年实现归母净利润 0.31 亿美元，同比增长 134.3%，2019 年-2021 年复合增长率达到 22.6%。公司毛利率整体呈上升趋势，2021 年公司毛利率达到 57%，与 2020 年相比提高了 1 个百分点。同时，2021 年公司产能也有所提升。

图表 2. 复锐医疗 2014 年-2021 年业绩情况 (单位: 百万美元)



资料来源: 万得, 中银证券

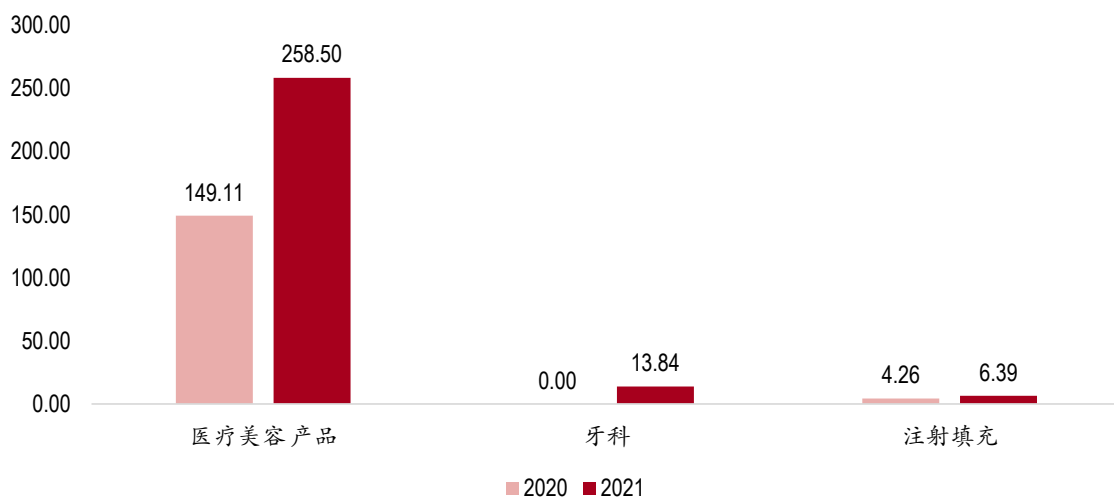
图表 3. 复锐医疗 2014 年-2021 年归母净利润情况 (单位: 百万美元)



资料来源: 万得, 中银证券

公司 2021 年医疗美容业务收入达到 2.59 亿美元, 与 2020 年相比增长幅度高达 73%, 医疗美容业务收入在收入中占比为 87.8%。医美业务各产品线均有亮眼增长, 其中 Harmony 系列同比增长 116.0%, Opus 系列同比增长 90.5%, Soprano 系列同比增长 71.4%, Accent 系列同比增长 70.0%。2021 年, 注射业务在公司业务中占比为 2.2%, 占比仍然较小, 但是同样表现出优秀的增长。公司 2021 年注射填充产品业务实现收入 6.39 百万美元, 同比增长 50%。

图表 4. 复锐医疗 2020-2021 年各项业务收入 (单位: 百万美元)

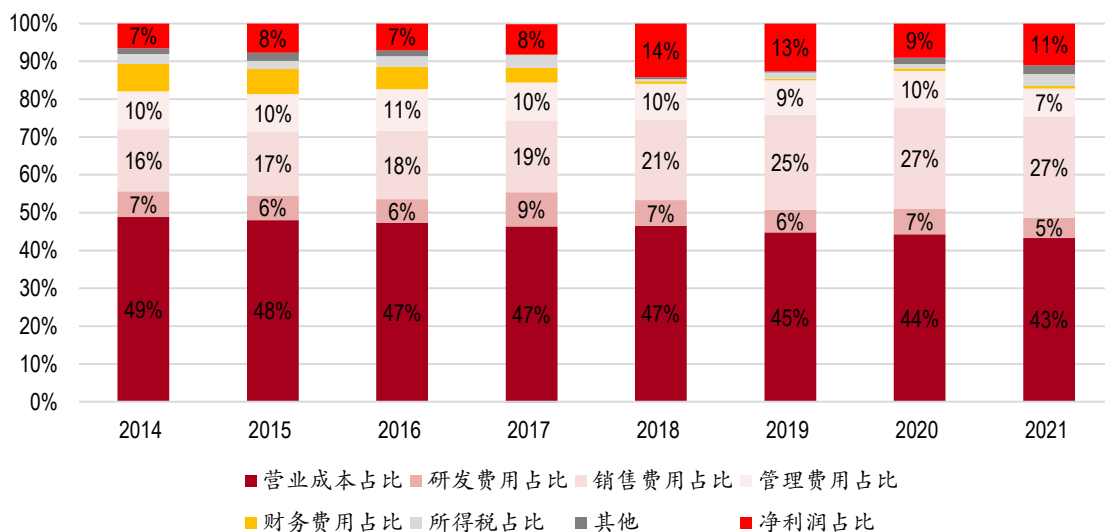


资料来源: 万得, 中银证券

公司 2021 年营业成本占比为 43%, 与 2020 年相比降低了 1 个百分点。公司在全球各地设立直销办公室后供应链缩短, 平均售价有所提高。

公司在销售方面持续投入, 销售费用占比呈上升趋势。2021 年公司营销的线下活动已经恢复, 并已在希腊及巴拿马举办活动接待数百名医生与商业伙伴。同时公司继续在社交媒体面向全球进行消费者教育, 发布 30+ 条视频进行营销传播, 并推出客户体验业务作为总部客户业务部门的一部分。2022 年 6 月, 复锐医疗宣布在英国建立直销渠道, 直销将以能量源设备业务作为起步, 再扩展到公司包括牙科、注射填充及个人护理的美丽健康生态系统业务单元。

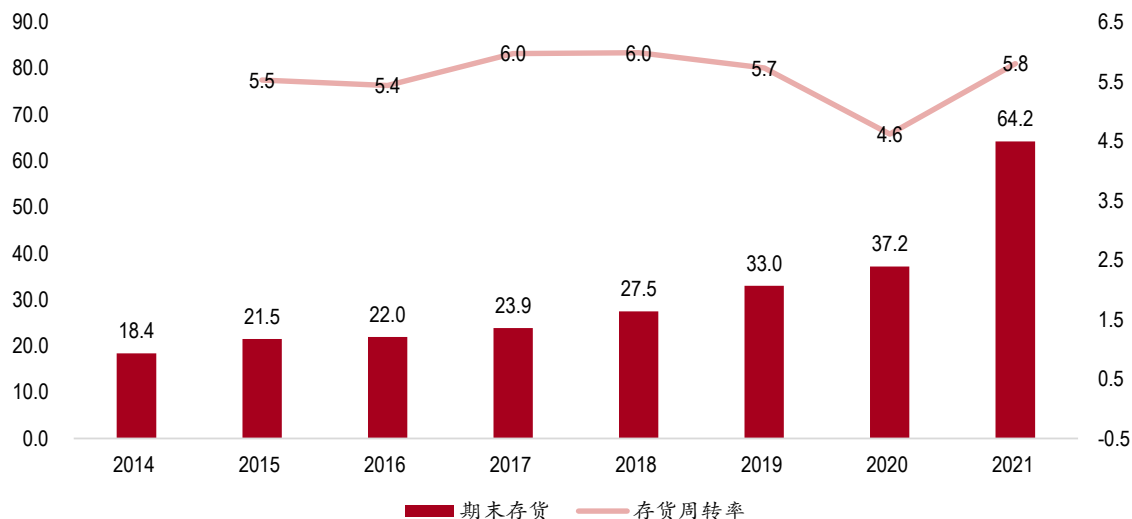
图表 5. 复锐医疗 2014-2021 年成本与净利润结构



资料来源：万得，中银证券

公司存货周转率相对稳定，2020 年受到疫情影响略有下降。2021 年期末公司存货达到 0.6 亿美元，与 2020 年期末相比增长 73%，同时存货周转率为 5.8，与 2017 年-2019 年基本保持持平。（存货周转率=营业收入/[(期初存货+期末存货)/2]）

图表 6. 复锐医疗 2014-2021 年存货水平与存货周转率（单位：百万美元）



资料来源：万得，中银证券

能量源医美市场仍有较大扩容潜力

能量源项目主要针对改变肤质需求与抗衰老需求，潜在的客户群体范围大于针对改变五官需求的项目。光电项目风险相对于注射项目更低，更容易被消费者接受。同时随着技术的进步和光电设备的更新换代，光电项目有效性也在不断提升，使消费者更愿意选择光电项目。

光电医美项目即能量源医美项目，通过光电能量进行治疗，常见项目光子嫩肤、热玛吉与热拉提均属于光电项目。光电设备根据能量源种类可分为脉冲光设备、激光设备、射频设备和超声设备，目前超声设备仍未在我国获批。光电项目作用广泛，效果包括改善肤质、抗衰老、紧致皮肤等，光电项目按能量源种类可分为脉冲光、激光、射频和超声等。

脉冲光

脉冲光 (Pulsed Light) 是以脉冲形式发出的强光, 属于非激光光源, 大众所知的光子嫩肤项目即为脉冲光。不同波长的光被血红蛋白、黑色素和水吸收的比率不同, 皮肤组织对不同波长的光选择性吸收, 光子嫩肤因此可以利用光能瞄准人体皮肤上的某种靶组织, 而当皮肤被加热时会清除掉不需要的细胞。脉冲光项目作用广泛, 适应症包括痘印、皮肤粗糙、红血丝、暗沉、毛孔粗大、色斑等。中国市场脉冲光设备包括中国武汉奇致激光皇后光子 IPL (Intense Pulsed Light)、美国 Luminis 医科人王者之冠 M22 OPT (Optimal Pulse Technology) 和 Alma 煌辉 DPL (Delicate Pulsed Light)。

激光

激光能产生高能量、聚焦精确的单色光, 具有一定的穿透力, 穿透人体组织时能在局部产生高热量一个固定的波长, 打碎色素颗粒, 针对特定的问题进行治疗。激光项目效果包括点痣、祛斑、激光脱毛、去疤痕、黑眼圈。激光由于能量聚焦, 产生能量较高, 因此对操作者经验与技术要求较高。国内激光设备包括 Cynosure 皮秒 PicoSure、Candela 超皮秒和激光热能 Fotona 4D 等。

射频

射频即高频交流变化电磁波的简称, 它给皮肤的目标组织进行有控制的电加热影响皮肤的结构变化, 促进胶原蛋白再生。射频项目主要目标在于面部年轻化, 针对问题包括各类皱纹、皮肤松弛、下垂。中国常见设备包括美国 Solta Medical 热玛吉 Thermage 和 Alma 热拉提 TheraLift。

超声波

超声波是一种波长极短的机械波, 极短的波长更易于获得各向异性的声能。目前以超声波为能量源的医美设备仍然较少, 代表性超声波医美设备为超声刀 Ultratherapy。超声波具有良好的穿透能力, 可达到更深的深度。超声刀比其他非侵入性疗法更深入地刺激胶原蛋白, 并利用了传统的超声成像技术, 治疗提供者可以看到正在治疗的组织层, 这确保了治疗能量被传递到最有利的地方。目前, 超声刀仍未在中国内地获批。

图表 7. 不同能量源项目原理、针对问题及设备产品

能量源	原理	针对问题	设备
脉冲光	不同波长的光被血红蛋白、黑色素和水吸收的比率不同, 光子嫩肤因此可以利用光能瞄准人体皮肤上的某种靶组织, 相应皮肤被加热时会清除掉不需要的细胞。	痘印、皮肤粗糙 红血丝、暗沉 收缩毛孔、色斑	IPL: 中国奇致激光皇后光子 OPT: Luminis 王者之冠 M22 DPL: Alma 煌辉
激光	激光能产生高能量、聚焦精确的单色光, 具有一定的穿透力, 穿透人体组织时能在局部产生高热量一个固定的波长, 打碎色素颗粒, 针对特定的问题进行治疗。	点痣、祛斑 激光脱毛 去疤痕、黑眼圈	蜂巢皮秒: Cynosure PicoSure 超皮秒: Candela PicoWay 调 Q 激光: Alma SINON 激光热能: Fotona 4D
射频	射频即高频交流变化电磁波的简称, 它给皮肤的目标组织进行有控制的电加热影响皮肤的结构变化, 促进胶原蛋白再生。	各类皱纹 皮肤松弛、下垂	Solta Medical 热玛吉 Alma 热拉提
超声	波长极短的超声波, 超声波具有良好的穿透能力, 可达到更深的深度。	各类皱纹 皮肤松弛、下垂	超声刀: Merz Ultratherapy

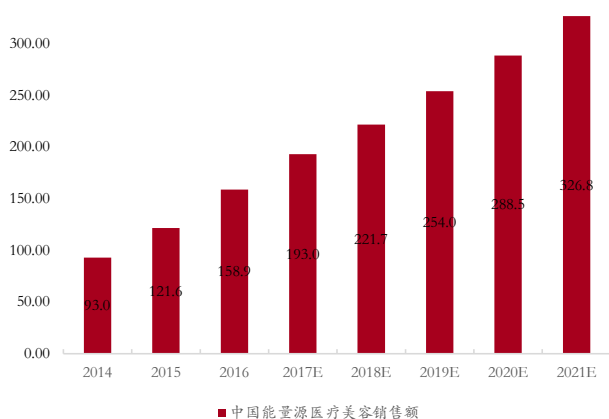
资料来源: 各公司官网, 中银证券

全球与中国光电项目设备市场仍有较大增长潜力

根据 Candela 招股书与 Market&Research 数据, 全球 2021 年医疗美容市场规模 120 亿美元, 预计到 2028 年将增长到 250 亿美元, 年复合增长率为 11%。其中, 能量源医美设备 2021 年市场规模接近 40 亿美元, 预计到 2028 年将增长到 80 亿美元, 年复合增长率为 12%。

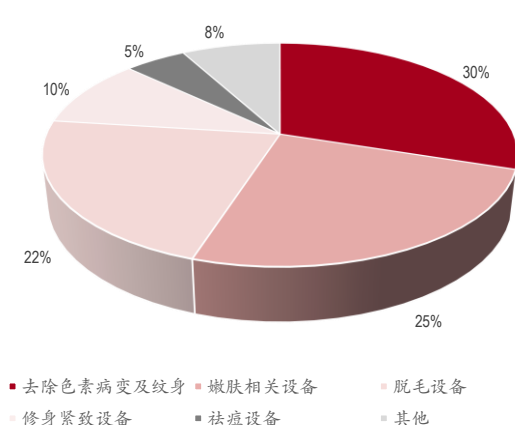
根据 Medical Insight 数据, 中国 2021 年能量源设备销售额将达到 3.27 亿美元。中国 2016 年能量源设备销售额为 1.59 亿美元, 2016-2021 年平均年复合增长率为 15.5%。2016 年中国去除色素病变及纹身类设备在能量源设备全体市场销售中占比为 30%, 排名第一。排名第二为嫩肤相关能量源设备, 在能量源设备全体市场销售中占比为 25%。脱毛设备、修身紧致设备与祛痘设备为第三至五名, 在能量源设备全体市场销售中占比分别为 22%, 10%和 5%。

图表 8. 中国能量源美容器械销售额 (单位: 百万美元)



资料来源: Medical Insight, 复锐医疗招股书, 中银证券

图表 9. 2016 年中国能量源医美销售各类设备占比



资料来源: Medical Insight, 复锐医疗招股书, 中银证券

中国医美机构数量逐年上升, 有望推动医美能量源设备销售。根据卫生统计年鉴数据 2015 年中国美容医院与整形外科医院共计 285 家, 2020 年中国美容与整形外科医院共计 526 家, 医美机构数量提升幅度较大。随着消费者对医美需求的持续提升和医美市场向二、三线城市渗透, 医美机构数量有望进一步提升。医美能量源设备相关项目主要针对皮肤管理需求, 包括美白祛斑、嫩肤和抗衰老等。项目服务评价标准相对统一, 医美机构进行相应项目推广时更容易被消费者接受。

根据艾瑞咨询数据, 目前中国医美设备领域市场上仍有大量的非法医美机构, 2019 年中国医美机构中合法机构在行业中仅占 14%。目前中国对于医美能量源设备的流通管理较为严格, 医美能量源设备属于医疗器械, 厂商与经销商只能销售给合法的医疗美容机构。根据艾瑞咨询数据, 在非法医美机构中 90% 的能量源设备为假货, 10% 为水货或非正规渠道的正品。医美行业监管趋向严格, 非法医美机构和假货的空间有望被打击。随着行业发展健康化和医美机构正规化合法化, 能量源医美设备销售仍有较大的增长空间。

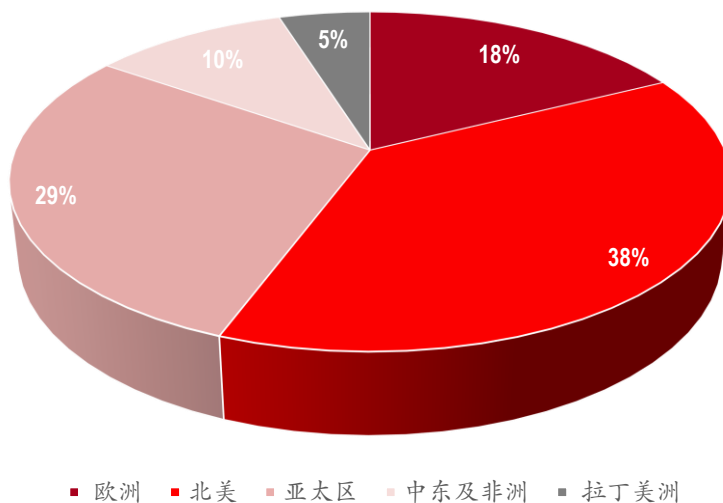
2 全球头部企业，销售布局全球

销售网络覆盖全球，各地区收入表现亮眼

复锐医疗产品销售涉及全球 90+ 国家和地区，销售网络遍及全球，并设有 9 个直销办公室进行直销业务运营。直销国家及地区包括：美国、德国、以色列、印度、中国香港、韩国和澳大利亚等。公司旗下 Alma Lasers 为能量源医美行业头部公司之一，产品在全球市场中具有较高的接受度。2003 年，公司凭借与中国分销商的关系进军亚洲市场。公司于 2004 年在美国特拉华州成立 Orion Lasers 公司（后更名为 Alma Lasers Inc.）并持有 25% 的股份，2005 年公司收购剩余的 75% 的股份并加强在美国的直销和营销业务。2009 年，公司在加拿大进行了直销平台的扩展。2014 年，公司在印度成立全资子公司 Alma Medical。2022 年 6 月，公司宣布在英国建立直销渠道，直销将以能量源设备业务作为起步。

2021 年，公司在北美地区收入达到 1.12 亿美元，在营业收入中占比达到 38%，与上年相比提高了在欧洲地区的收入为 0.52 亿美元，在营业收入中占比达到 18%，欧洲地区的收入占比与往年比有所降低，主要为欧洲地区销售增长速度相较北美地区和亚太地区较低。亚太地区收入在公司营业收入中占比达到 29%，与上年相比提高了 2 个百分点。中东及非洲地区和拉丁美洲地区 2021 年收入分别为 0.31 亿美元和 14.34 亿美元，占比分别为 10% 和 5%，在整体收入中占比较小。

图表 10. 复锐医疗 2021 年各地区收入占比



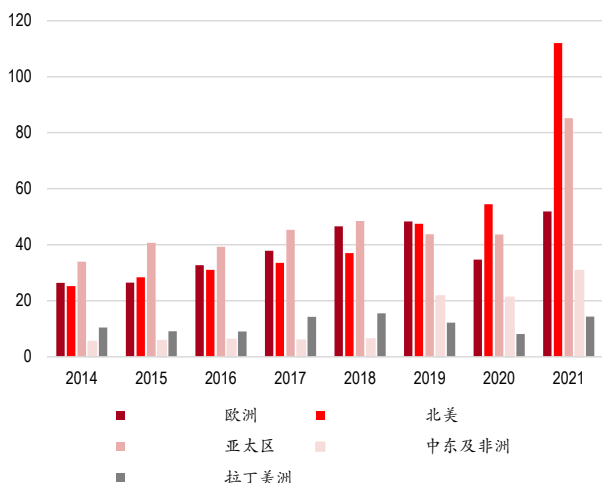
资料来源：万得，中银证券

2021 年公司在欧洲地区整体营业收入同比增长 50%，2019 年-2021 年年均复合增长率为 4%。2020 年公司业务受到疫情的负面影响，2021 年疫情的影响与上年相比有所恢复。其中，公司产品 Soprano 脱毛品牌在欧洲销售表现强劲，同时意大利和西班牙的分销渠道表现强劲。2022 年，公司宣布在英国建立直销渠道，预期将对公司欧洲业务产生助力，加强公司产品在欧洲的市场地位。

公司在北美地区的业务表现出优秀的增长，2021 年同比增幅高达 106%，2019 年-2021 年年均复合增长率为 54%。公司旗下品牌 Alma Lasers 在北美市场拥有强势的品牌地位，并成功在北美市场推出 Alma Duo 及 Opus 平台，在市场中持续表现出强劲的势头。

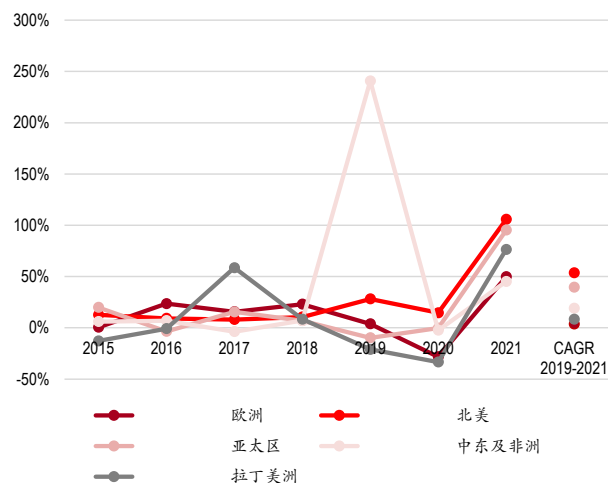
亚太地区公司 2021 年业务增长幅度为 95%，2019-2020 年年均复合增长率为 40%。公司在澳大利亚设有直营业务，并在中国和日本市场表现优异。其中，公司于 2021 年接到来自日本一家快速增长的大型连锁医美机构的大额订单，涉及超过 100 个 Soprano Titanium 平台。2022 年，公司通过全新的中国办事处继续拓展在中国的商业版图。

图表 11. 复锐医疗各地区收入情况 (单位: 百万美元)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 复锐医疗各地区收入增速情况



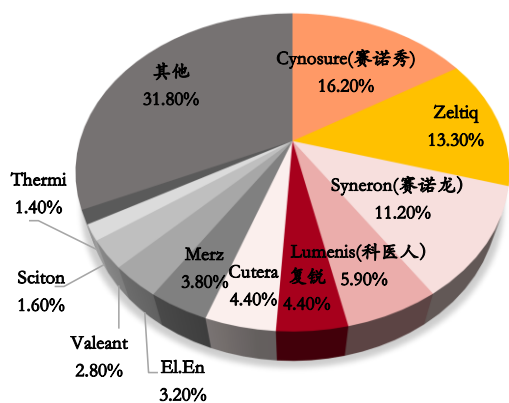
资料来源: 万得, 中银证券

公司在能量源设备市场仍然存在份额提升空间

根据 Medical Insight 数据, 2016 年全球能量源医美设备市场中市场份额前 5 名的公司所占的市场份额总和超过 50%, 前 10 名的公司所占的市场份额总和达到 66.8%。2016 年, 复锐医疗公司在能量源医美设备全球市场中占比为 4.4%, 排名第五。同年, 全球能量源医美设备市场份额排名第一的是 Cynosure 赛诺秀, 其全球市场份额为 16.2%。全球能量源医美设备市场份额第二名至第四名为 Zeltiq, Syneron (塞诺龙) 和 Luminus (科医人), 市场份额分别为 13.3%, 11.2% 和 5.9%。

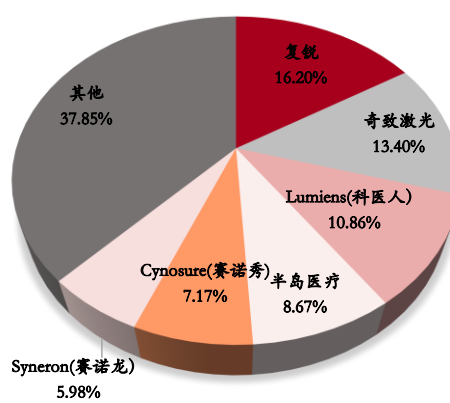
2016 年, 复锐医疗产品在中国能量源医美设备市场份额排名第一, 占比为 16.2%。赛诺秀公司产品 2016 年在中国能量源医美设备市场份额为 7.2%, 排名第五。排名第二至第四为奇致激光, Luminus (科医人) 和半岛医疗, 其中奇致激光和半岛医疗为中国本土品牌。中国医美能量源设备市场中, 市场份额前 6 名的公司所占的市场份额总和为 62.15%。

图表 13. 2016 年全球市场能量源医美设备公司占比



资料来源: 复锐医疗招股书, 中银证券

图表 14. 2016 年中国市场能量源医美设备公司占比



资料来源: 复锐医疗招股书, 中银证券

行业涉及较高的技术门槛和监管门槛

能量源医美设备行业涉及较高的技术门槛，能量源医美设备需要达到安全有效的标准，需要控制和平衡能量级别（Energy Level）、脉冲持续时间、光斑/电极尺寸和波长/频率四个参数。能量级别即为加热目标而发射的光或射频的量；脉冲持续时间即能量传输的时间间隔；光斑尺寸或电极尺寸即能量束的直径，影响处理深度和面积；波长或频率即电磁频谱中影响吸收和传输能量的有效深度的位置。同时，由于医美具有较高的消费属性，医美能量源设备厂商在设备设计时需要考虑包括舒适度在内的消费者使用体验。

全球主要医美市场对于医美能量源设备均有较严格的管理，需要经过审批才能进行上市销售。在美国医美能量源设备需要经过适当的分类，并在营销前通过上市前批文或上市前 501(k)许可流程获得 FDA 发出上市前批文。医美能量源设备目前主要涉及第二类器械即中等风险设备，受一般管制监管，并需要遵从 FDA 认为对确保有关器械的安全性及有效性必要的其他特别管制，特别管制包括但不限于性能标准、上市后监管、终端用户登记及其他 FDA 指引。同时，FDA 要求释放辐射及发光产品（包括应用于医疗用途的激光）的制造商遵守《控制辐射、确保健康安全法》（Radiation Control for Health and Safety Act）下的监管条文，规定激光产品必须符合性能标准，包括设计及操作要求。在欧洲经济区，医疗器械必须贴上 CE 标志方可进行销售，医疗器械必须符合医疗器械指令的基本要求并遵守医疗器械指令及其附表列明的认证评核。同时，医疗器械的广告、营销及分销主要受相关的欧盟成员国及 EEA 成员国的法律所监管。在中国医美能量源设备上市需要经过药监局的审批，同时销售也受到严格的监管，只能面向有资质的医美机构进行销售。中国医美能量源设备主要涉及二类及三类医疗器械。

公司海外竞争者情况

全球能量源医美设备主要厂商包括 Cynosure（赛诺秀），Zeltiq, Syneron（塞诺龙），Luminus（科医人），复锐医疗，Cutera, Merz, EL.En, Solton 等。

Cynosure 为美国龙头医疗美容器械公司，产品组合涵盖皮肤修复、身体塑形、脱毛和女性健康，通过直销和分销商在 130 多个国家销售其产品，产品包括非侵入性和侵入性医美设备。公司主要产品包括 Icon, PicoSure, SculpSure, SmartLipo Triplex, Monalisa Touch 和 TempSure Envi 等，产品能量源主要涉及激光，脉冲光和射频。Cynosure 于 2019 年被 Clayton, Dubilier & Rice 从 Hologic, Inc 手中收购，Clayton, Dubilier & Rice 是一家主要涉及工业、医疗保健、消费者、技术和金融服务等领域的 PE 公司。根据 Clayton, Dubilier & Rice 公布的数据，Cynosure 公司销售额在 2021 年增幅超过 45%且在 2022 年一季度增幅超过 30%。

Zeltiq 为美国医美器械公司，公司产品主要涉及冷冻溶脂塑形产品。全球领先生物医药公司 Allergan 于 2017 年以约 24 亿美元的价格完成对 Zeltiq 的收购，而 Allergan 于 2020 年 5 月被全球头部医药公司 AbbVie 收购，目前 Zeltiq 为 AbbVie 旗下 Allergan Aesthetics 的一部分。AbbVie 美学产品部分除了 Zeltiq 冷冻溶脂塑形产品外，还包括面部注射剂、护肤产品。同时，Allergan Aesthetics 于 2021 年 12 月完成对 Soliton 公司的收购，Soliton 的首款获得 FDA 批准的商业产品将使用快速的声波脉冲作为激光的附件，用于去除多余的纹身和治疗脂肪组织。根据 AbbVie 公布的数据，AbbVie 美学部分预期在 2029 年收入超过 90 亿美元。

Candela 为美国医疗器械公司，主要经营光电医美设备的生产与销售。2010 年 Candela 被同为医疗美容设备提供者 Syneron 收购，后更名为 Syneron Candela，公司于 2017 年被 Apax Partners 收购。Syneron Candela 于 2018 年收购 Ellipse，在产品线中增加强脉冲光产品。2019 年，Syneron-Candela 品牌更名为 Candela，Candela 已于 2021 年 11 月提交 IPO 申请，预期募集资金为 25 亿美元。公司 2021 年 1 月-9 月营业收入约为 3.2 亿美元，同比增幅在 50%左右，净利润约为 0.22 亿美元，2020 年同期净亏损 0.43 亿美元。

Lumenis 是眼科和能量源医疗美容市场微创临床解决方案领域的全球领导者，产品能量源涉及激光、强脉冲光和射频。Lumenis 由以色列公司激光公司 ESC Medical 于 2001 年收购美国眼科激光公司 Concert Medical 成立，收购后合并企业更名为 Lumenis。LumenBaring Private Equity Asia 于 2019 年末宣布其附属私募股权基金（“BPEA”）从 XIO 处收购 Lumenis，交易价值超过 10 亿美元。2021 年 3 月 3 日，BPEA 与 Lumenis 宣布达成最终协议，将 Lumenis 手术业务出售给 Boston Scientific，交易价值 10.7 亿美元。Lumenis 的高增长美学和眼科业务继续由 BPEA 所有，外科业务的战略性销售将使 Lumenis 能够加快在研发、全球销售和营销渠道的投入。

Cutera 成立于 1988 年，位于美国特拉华州的一家公司，为全球从业者提供激光和能量美学系统的全球供应商。目前 Cutera 为 Nasdaq 上市公司，2021 年公司实现营业收入 2.1 亿美元同比增长 57%，实现净利润 206 万美元，于 2020 年相比实现扭亏为盈。收入 48% 来源于北美地区，31% 来自于日本。

El.En 是全球领先的激光公司之一，提供工业、医疗和环保激光解决方案。医疗业务方面，公司医疗应用的激光和光系统方面处于领先地位，设备全球在 80 多个国家销售。公司生产 CO2 激光源、激光扫描头和定制激光设备，用于激光制造。公司涉及医美的业务包括 DEKA、Aslepion、Elesta 和 Quata System。2021 年公司医美业务实现营业收入 2.0 亿欧元，同比增长 45%。

Solta 目前为 Bausch Health 旗下公司，于 2021 年宣布 IPO 意向，但是目前 IPO 流程已暂缓。Solta 于 2002 年推出第一款 Thermage，目前 Thermage 已更迭至第五代产品（Thermage 第五代产品仍未在中国内地上市）。截至 2021 年 9 月，公司实现营业收入 2.19 亿美元，同比增长 32%，实现净利润 0.73 亿美元。

Merz 为专业医疗保健公司，已有 110+ 年的历史，目前仍由创始人 Friedrich Merz 家族的第四代人所拥有。公司于 2020 年为三个不同的以客户为中心的业务：Merz Aesthetics, Merz Therapeutics 和 Merz Consumer Care, Merz 美学业务部分目前位于美国。公司美学业务涉及注射产品、能量源设备及护肤产品，其中注射类代表产品包括 Xeomin 肉毒素产品等。

图表 15. 全球主要能量源医美设备公司

公司	明星产品	备注
Cynosure(美国)	Icon(脉冲光/激光):搭配 7 种手具可用于祛除黑色素、疤痕、皱纹等皮肤问题; PicoSure(激光):皮秒, 三种波长, 适合治疗色素性问题或去除纹身; SculpSure(激光):通过非侵入性方式消除脂肪; TempSure(单极射频):3 种手具, 减少皱纹, 治疗脂肪团和收紧皮肤。	2019 年被 PE 公司 Clayton, Dubilier & Rice 收购
Zeltiq(美国)	CoolSculpting:冷冻溶脂塑形产品	目前为 AbbVie 旗下 Allergan Aesthetics 一部分
Candela(Synosure)(美国/以色列)	Frax Pro(激光):两种波长双重深度, 主要用于肌肤重塑 PicoWay(激光):超皮秒, 通过高峰值功率和最短的脉冲持续时间, 可用于治疗痤疮疤痕、皱纹、色素病变和去除纹身; Nordly(激光/脉冲光):多种治疗头, 可用于皮肤色素和血管问题治疗 Elos Plus(射频/脉冲光):良性浅表血管病变、良性浅表色素病变、除皱、痤疮、疤痕 M22(脉冲光/激光):一个模块化的多应用平台, 4 种手具, 用于脱毛和治疗 30+ 皮肤疾病(包括嫩肤、色素问题、血管病变等);	2017 年被 Apax Partners 收购, 已于 2021 年提交 IPO 申请
Lumenis(以色列)	LegendPro(射频):聚焦射频能量诱导真皮深层的受控加热, 调整和提升 SMAS 层, 皮肤紧致和肌肉塑造; AcuPulse(激光):在短时间内提供高峰值功率, 用于治疗焕肤、去除痤疮疤痕、色素沉着等问题;	2019 年末, LumenBaring Private Equity Asia 于 2019 年末宣布其附属私募股权基金(“BPEA”)从 XIO 处收购 Lumenis。
Alma(Sisram)	Tripollar(射频):家用美容仪, 用于皮肤护理抗衰老 Harmony XL Pro(脉冲光/激光):多种手具, 针对嫩肤、色素病变、血管病变、痤疮等问题; ThermoLift(射频):可用于脸部、眼部和全身, 针对抗衰老需求; SINON(激光):调 Q 激光, 可用于治疗色素病变及去纹身 SecretPro(激光/射频):三种手具, 用于改善肤质和疤痕治疗;	H 股上市公司
Cutera(美国)	Excel(激光):痤疮、色素问题、疤痕和痤疮疤痕等; Enlighten SR(激光):皮秒, 改善多余色素的外观和整体皮肤质量	Nasdaq 上市公司
EL.LN(意大利)	MeDioStar(激光):可变脉冲长度, 高效冷却, 可用于多种皮肤问题	MTAX 上市公司
Solta(美国)	Thermage(射频):“热玛吉”, 刺激胶原蛋白再生, 用于抗衰老; Clear+Brilliant(激光):去除老化组织, 预防皮肤老化早期表现, 如毛孔、细纹, 色沉, 肤色暗沉等; Fraxel(激光):点阵激光, 波长长于 Clear+Brilliant	Bausch Health 子公司, 曾在 2021 年宣布 IPO 意向, IPO 进程目前已暂停
Merz(德国)	Ultherapy(超声):促进新的胶原蛋白产生, 提升颈部、下巴和眉毛, 改善上胸部的皱纹, 元器件能精准控制焦域的大小和温度控制, 带有可视化同比影像	目前为创始人 Merz 家族第四代人所拥有

资料来源: 各公司官网, 中银证券

中国本土竞争者情况

目前中国光电设备市场中本土企业占比仍然较低，中国本土医美设备能量源厂商主要包括齐致激光和半岛医疗。

奇致激光前身为楚天激光，成立于 1985 年，是中国最早的工业激光生产企业之一。2001 年，中国第一台光子嫩肤设备在奇致激光诞生。目前，奇致激光产品覆盖医美设备及泌尿科产品。2021 年 6 月 28 日新氧宣布与奇致激光达成最终协议，以人民币 7.91 亿元的总对价收购武汉奇致的控股权益。

半岛医疗成立于 2008 年，是中国国家级专精特新“小巨人”企业，产品覆盖医美、女性健康和个人美容护理领域。

图表 16. 中国主要能量源医美设备公司

公司	明星产品	备注
奇致激光	CC 蛋白光(脉冲光):良性皮肤色素病变及血管病变治疗; IPL Queen(脉冲光):血管性疾病、皮肤表浅层色素疾病及脱毛; Nd:YAG(激光):祛斑去痣, 去除纹身	已被新氧收购
半岛医疗	超声炮(超声):5 个不同深度的治疗头, 用于皮肤科科辅助治疗; 黄金微针(射频):微针针头带有黄金镀膜, 热能刺激胶原蛋白产生	

资料来源: 各公司官网, 中银证券

3 研发持续发力，产品力打造增长动力

产品覆盖全面，满足不同场景与需求

公司产品覆盖无创医美、微创医美和生活美容，拥有 50+种针对不同需求的先进疗程，可满足医院、美容诊所连锁、医生诊所、美容院等不同客户群体对场景的需求。公司掌握多种能量源技术，包括激光、强脉冲光、射频、超声、等离子。公司“操作手具”产品涵盖 100+不同类型操作手具，可调节输出量、功率和运作模式以满足不同需求，使治疗更加精准。

目前公司在中国内地上市产品包括 ThermoLift 热拉提聚焦射频紧致、Harmony 煌辉精准嫩肤系统、超级冰点半导体脱毛激光、华尔兹冰点脱毛激光、Legato 丽芙美妊娠纹治疗、Femilift 菲蜜丽私密青春激光、SINON 宝石之光皮肤色素激光、308 准分子光治疗系统、尖峰二氧化碳超脉冲激光、闪耀离子束瘢痕治疗仪。

无创医美

无创医美主要包括 Accent 系列、Harmony 系列和 Soprano 系列等。Accent 系列运用超声和射频技术用于形体塑形及紧肤。Harmony 系列能量源为脉冲光，可搭配不同手具用于治疗包括嫩肤、色素性疾病、肤色不均、祛痘印、祛纹身等 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，冰点脱毛可持续控制温度冷却皮肤，使治疗体验更加舒适。

图表 17. Alma 无创医美能量源产品



资料来源：复锐医疗年报展示材料，中银证券

公司无创能量源医美设备能量源涉及激光，脉冲光和射频，覆盖全面。其中，射频代表产品为热拉提，通过射频能量对皮肤进行深层加热，刺激胶原蛋白重生。脉冲光能量源代表产品为 Harmony 系列，采用 DPL (Dyed Pulse Light)，比传统光子更加精准。激光产品代表产品包括 SINON II 和 Pixel CO2，其中 SINON II 为调 Q 激光标杆产品。

图表 18. 主要公司能量源医美产品

能量源	Alma	Cynosure	Candela	Lumenis	Solta
激光	Pixel CO2(10600nm) SINON II(694nm) PicoClear(皮秒): 532nm,585nm,650nm, 1064nm,300-500psec	PicoSure(皮秒): 532nm,755nm,1064nm. 550-750psec	PicoWay(超皮秒): 532nm,730nm,785nm;106 4nm 400-800psec	AcuPulse (10600nm)	C+B(1440nm) Fraxel(1550nm)-
脉冲光	Harmony XL Pro(DPL) IPL: 270-380nm,420- 590nm 500-600nm,540-950nm 550-650nm,570-950nm 700-950nm Laser:1064nm,1540nm 2940nm	ICON(IPL)	Nordlys(IPL) IPL: 400nm,530nm,555nm 600nm,645nm Laser:1064nm,1550nm, 1940nm	M22(AOPT) IPL:400-600nm,800- 1200nm,515nm,530- 650nm,900-1200nm, 560nm,590nm,615nm ,640nm,695nm,755nm Laser: 1064nm,1565nm	-
射频	ThermoLift	TempSure	eTwo	Legend Pro+	Thermage

资料来源：各公司官网，中银证券

微创医美

为专科医生提供各种关注女性健康的治疗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，产品包括 FemiLift、ENTelligence、LipoLife 和 VascuLife。FemiLift 产品运用 CO2 激光进行女性私密健康修复治疗，针对包括应激性尿失禁、私密美容治疗、产后修复、更年期后泌尿道综合症等问题。BeautyFill by LipoLife 为首款激光辅助抽脂及自体脂肪移植设备，集吸脂、收紧、移植三位一体，且抽取脂肪中活性脂肪细胞可直接用于自体脂肪移植。VascuLife 运用激光治疗静脉曲张，可根据具体情况调整治疗频次及速度。ENTelligence 运用 CO2 激光进行耳鼻喉类适应症治疗，进行组织消融、汽化、切开、切除、凝固等，通过对组织逐层消融和深度渗透以最小的组织破坏实现最佳治疗效果。

图表 19. Alma 微创医美系列产品



资料来源：复锐医疗年报展示材料，中银证券

生活美容

生活美容系列产品美容中心提供更为经济的操作系统，操作复杂性较低，用于塑形、嫩肤、紧肤、脱毛等治疗。公司于2022年宣布推出LMNT家用生活美容仪产品，面向终端消费者进行销售。

图表 20. Alma 微创医美系列产品



资料来源：复锐医疗年报展示材料，中银证券

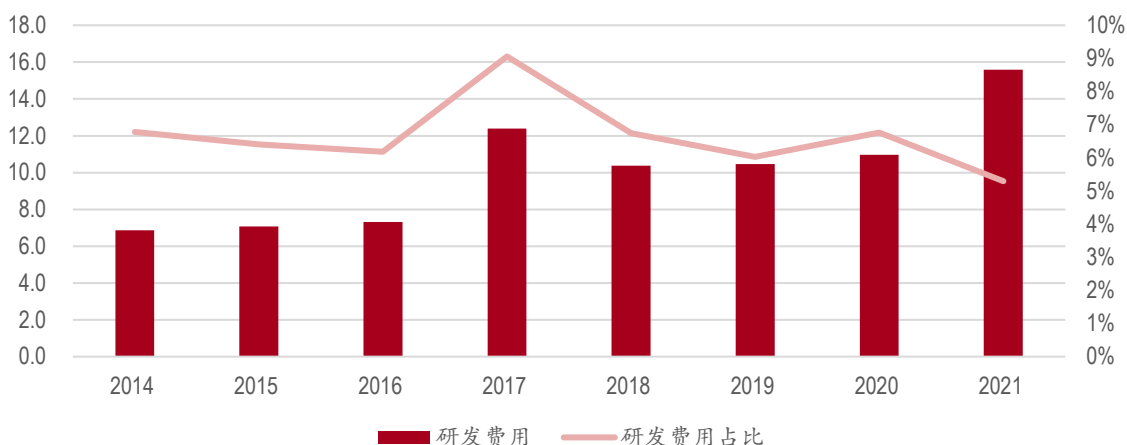
图表 21. Sisram LMNT 家用美容仪



资料来源：LMNT 官网，中银证券

坚持研发投入，产品持续推陈出新

图表 22. 公司研发费用与研发费用在收入中的占比（单位：百万美元）



资料来源：万得，中银证券

公司持续在研发上进行投入，2021年公司研发费用达到15.6百万美元，同比增长42%。公司2014年-2020年研发投入在营业收入中的占比均保持在6%以上。2021年公司研发费用在营业收入中占比为5.3%，同比降低1.5个百分点，主要由于公司2021年营业收入有大幅提高。公司产品持续推陈出新，基本每年可以保证1-2种新产品的推出，扩充产品矩阵或在现有产品的基础上进行更新升级。

图表 23. 产品推出时间线 (2017-2021)

年份	推出产品
2017	Zero (手具), Liposense (应用端头), SINON II (新一代调Q激光), HomoGenius 手具, LipoLife 手具, Spectrum-Y 及 Spectrum-R (Alma-Q 手具)
2018	小区域治疗仪 (射频应用端头), Accentuate 全自动塑形仪, PICO CLEAR (皮秒激光), RESHAPE 生活美容平台
2019	Soprano Titanium (激光脱毛平台), Colibri 技术 (细针微等离子体涂药器)
2020	Opus Plasma (等离子), DermaClear, Harmony XL Pro Special Edition, Alma Hybrid
2021	Alma Duo 和 Alma Prime X
2022	LMNT 个人护理, CBD+ Professional SkinCare, Alma TED(

资料来源：复锐医疗年报，中银证券

公司 2020 年推出的产品包括 Opus Plasma 和 Derma Clear: 其中 Opus Plasma 为首款用等离子皮肤技术的产品, 已在 2022 年于中国内地上市可用于颈纹修饰; Derma Clear 为入门级耗材平台。

图表 24. 复锐医疗 2020 年推出产品 Opus, Derma Clear, Harmony XL Pro Special Edition, Alma Hybrid



资料来源: Alma 官网, 中银证券

Derma Clear 为三合一高级液压磨皮平台, 360°旋转尖端和强大的吸力可实现通过萃取、清洁和保湿实现肌肤净化, 防污染处理。DermaClear 作为基础护理可作为单独的治疗进行, 也可以作为其他皮肤治疗项目前的预处理治疗。

Harmony XL Pro Special Edition 可治疗过 65 种 FDA 批准的适应症, 并配有全新应用手具 ClearSkin Pro 可促进皮肤再生从而治疗痤疮、痤疮疤痕和良性皮肤病变。

Alma Hybrid 将二氧化碳激光(剥脱性激光)、1570nm 激光(非剥脱性激光)和超声波技术结合, 是同类设备中第一个将三种强大能量结合在一起的设备, 可显著减少停机时间。Alma Hybrid 在一个治疗探头中提供 CO2 和 1570nm 激光的优势, 可以在精确比例矩阵内定制剥脱性和非剥脱性比率, 以满足每个患者的独特治疗需求。Alma Hybrid 可用于嫩肤、疤痕治疗和改善肤色和细纹。

Opus Plasma 采用 Alma 专有的高频单极技术, Opus 以高频(超过 40 MHz)工作, 将其尖端的金属引脚充电至高射频电压(high RF voltage)。当接近皮肤时, 它与空气中的大气压力发生反应, 从而产生类似等离子体的能量。这种新的解决方案针对皱纹和皮肤质量问题, 这些问题传统上是用传统激光处理的, 而 Opus Plasma 治疗时间更短, 安全性更高。Opus Plasma 和传统的医美能量源设备原理上相似, 都通过在皮肤中创建目标创伤区域和刺激伤口愈合反应来发挥作用从而改善皮肤纹理, Opus 等离子是一种微烧蚀、局部皮肤表面修复技术, 控制组织损伤并尽量减少愈合时间。激光产生的伤害柱垂直穿过皮肤层, Opus Plasma 创造了一个杯状的局部损伤区域。在等离子体的作用于皮肤表面的同时, Opus 等离子装置的金属引脚带有的射频能量在皮肤深层产生热量, 刺激胶原蛋白的生成帮助收紧皮肤。Opus Plasma 的强度可以调整为轻、中等或积极的设置, 另外配有三个手具, 针对不同程度的颈纹问题, 可以制定更个性化的方案。

Opus Plasma 目前在海外主要面向皱纹问题和肌肤重塑, 而目前在中国内地主打针对治疗颈纹治疗的细分赛道。目前针对颈部抗衰老的解决方案依然很少, 因为颈部皮肤相较脸部更薄且颈部还有包括甲状腺、气管在内的重要组织, 对于治疗设备的要求更高。Opus 采用了 Alma 的两大技术: 优比技术可以精准控制剥脱与热作用比例, 带来最大效果的同时有最短的恢复期; 精控传输技术可以使穿透深度精准度更高, 不会损伤到皮下重要的组织器官, 同时确保到达皮下治疗区域的能量足够强。

图表 25. 复锐医疗 2021 年推出产品 Alma Duo 与 Alma Prime X






资料来源：复锐医疗年报，中银证券

公司 2021 年推出的产品包括 Alma Duo 和 Alma Prime X：Alma Duo 为男性健康平台，采用体外低能量冲击波治疗（LI-ESWT）改善血液流动；Alma Prime X 为完全无创塑形产品，在身体轮廓塑形和皮肤紧致方面有显著效果。

Alma Prime X 结合使用超声与射频两种技术。超声（US）引导横波超声选择性影响脂肪组织，显著减少脂肪厚度的同时保持周围组织完好无损。超声以脉冲而不是连续波的形式进行，以最大限度地提高治疗效果，治疗中的超声波频率可以根据皮肤类型在疗程中定制。射频（RF）能量有效加热皮肤和皮下层，靶向胶原蛋白和弹性蛋白纤维，并促进新胶原蛋白的形成。独特的 40.68MHz AlmaWave 技术有助于深度均匀加热，从而获得持久可见的效果。设备使用真空功能来保持治疗探头和皮肤之间的连续耦合，确保将最大和均匀的超声波输送到治疗区域，从而最大限度地提高效果。

Alma Prime X 在人体最松弛的部位有良好的塑形表现，包括大腿、腰部、腹部和臀部。PrimeX 搭配三种不同的治疗头（UltraWave、Xcentuate、UniBody），有三种不同的治疗方案：PrimeX Classic、PrimeX Pro 和 PrimeX Premium，帮助不同类型的求美者达到不同的身体目标。

图表 26. Alma Prime X 治疗头

 <p>UltraWave</p> <p>横向超声技术和超大的治疗板相结合，通过加热组织和瞄准顽固的脂肪细胞，提供高速的身体轮廓。真空功能增强皮肤接触，提高治疗效果。</p>	 <p>Xcentuate</p> <p>专为大型治疗区域的身体塑形和皮肤紧致而设计，它通过两个独立的、免提温度可调的治疗探头和一个从皮肤表面排出热量的冷却机制提供射频能量。</p>	 <p>UniBody</p> <p>将高能单极射频技术与可拆卸的旋转按摩头相结合，UniBody 敷料器在真皮的四个不同深度提供真皮加热，促进胶原蛋白重塑。Alma 独特的 40.68MHz AlmaWave 频率有助于深度均匀加热。</p>
PrimeX Classic、PrimeX Pro、PrimeX Premium	PrimeX Pro	PrimeX Premium

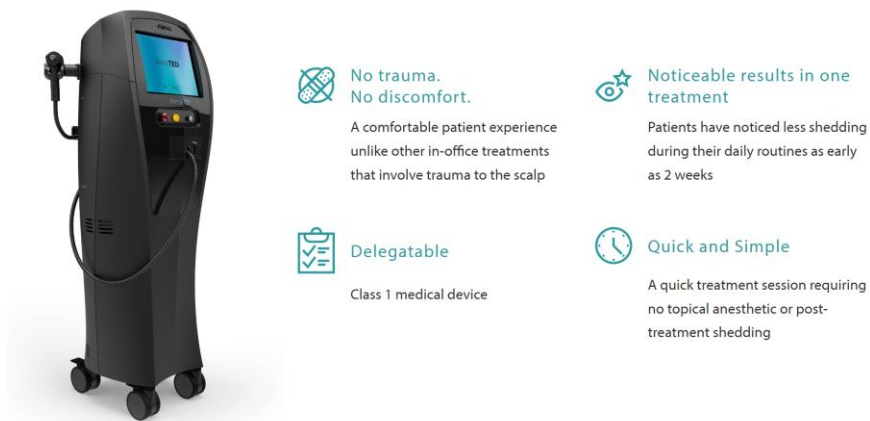
资料来源：Alma 官网，中银证券

PrimeX Classic 是最经济的选择，非侵入性超声波以皮肤表面下的脂肪为靶点达到身体轮廓。PrimeX Pro 结合 UltraWave 和 Xcentuate 治疗探头，超声波用于治疗脂肪而 Xcentuate 的射频波收紧皮肤并改善皮肤质地，在塑造身体轮廓的同时温和收紧皮肤。PrimeX Premium 可以实现快速燃烧脂肪的目标，实现修身紧致肌肤。治疗从超声波治疗仪开始，以针对局部脂肪塑造身体轮廓，然后使用来自 UniBody 治疗探头的射频波收紧皮肤。专利旋转按摩器固定在 UniBody 治疗头上，确保深层热量渗透增加循环，以减少脂肪团的出现并明显改善皮肤纹理。

2022 年 3 月，公司宣布在北美地区推出 Alma TED 产品及 CBD+ Professional Skincare Solution: Alma TED 为基于超声波的设备，针对脱发问题；CBD+ Professional 为护肤品产品线，配合公司医疗美容设备使用，产品功能涉及祛红、抗衰老、皮肤紧致等。2022 年 5 月，产品 LMNT.one 于 2022 年 5 月上线，在中国、以色列及意大利发售，目前销售渠道包括 B2B 渠道、天猫及欧洲电商平台。

Alma TED 基于超声波的系统，采用 Impact Delivery 设计的专有探头，为治疗脱发问题提供非侵入性、非创伤性的选择。治疗过程不造成创伤，使患者体验更加舒适。单次治疗即效果显著，患者在治疗后初期 2 周的日常生活中就可注意到脱发较少。产品在北美地区属于 1 类医疗器械，操作快速简单，无需局部麻醉且不会造成治疗后脱落。

图表 27. Alma Ted



资料来源：Alma 官网，中银证券

LMNT one 选择了经典的 LED 红光、NIR 近红外光和 Micro-pulse 微脉冲三大美容科技组合，在兼顾安全性与舒适性的同时，可以抵御多种肌肤初老问题。LED 红光（630nm）主要用于提亮肤色和改善暗沉，并改善肌肤出油问题。NIR 近红外光（830nm）可促进能量递进，深入真皮层激活胶原蛋白新生从而紧致肌肤，实现改善细纹、皱纹和抗老的目的。Micro pulse 微脉冲可帮助放松肌肤，改善水肿并促进肌肤微循环。LMNT one 搭载了智能温控装置，可确保护理温度不超过 42°C，且不需要配合凝胶使用更为方便。

传统经典产品持续发力

煌辉 Harmony 系列针对嫩肤需求，比传统光子更有针对性

煌辉 Harmony 激光公司研发的新一代面部年轻化综合解决平台，平台融合“DPL 精准嫩肤”及“NIR 红外光波”，复合解决皮肤老化问题，一个疗程内全面提升皮肤的颜色、弹性和质地。产品可搭配超过多种运用脉冲光、激光、超声等技术的不同设计的操作手具。Harmony 目前可针对 65+种 FDA 批准的适应症。

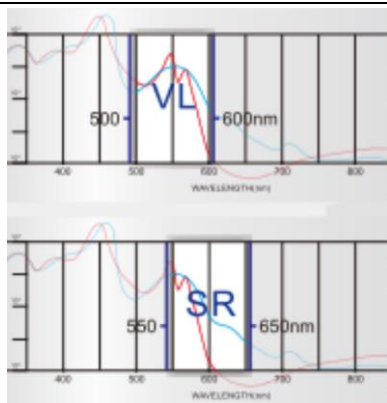
图表 28. Harmony 平台适应症

Acne vulgaris	Hyperpigmentation	Reticular veins
Actinic cheilitis	Increased blood flow, relaxation of muscle and relief of pain	Rosacea
Atrophic acne scars	Keloids	Scars
Angiomas and spider angiomas	Keratosis	Seborrheic dermatitis
Atopic dermatitis	Leg veins	Seborrheic keratosis
Back acne	Lentiginos (senile and solar)	Skin resurfacing
Becker's nevus	Lentigos	Skin tags
Café-au-lait macules	Leukoderma, including vitiligo	Solar lentiginos
Cavernous hemangiomas	Melasma	Spider hemangiomas
Cherry hemangiomas	Nevi	Spider nevus
Chloasma	Nevus of Ota	Spider veins
Cutaneous lesions	Nevus spilus	Striae
Debulking benign tumors	Onychomycosis	Superficial skin lesions
Debulking cysts	Perioral wrinkles	Surgical incision/excision, vaporization, ablation and coagulation of soft tissue
Deep and superficial telangiectasias	Periorbital wrinkles	Tattoo removal: black, blue, green
Dyschromia	Permanent hair reduction	Tattoo removal: light blue, yellow, red
Elevating and/or maintaining tissue temperature	Pigmented lesions	Telangiectasias
Ephelides (freckles)	Poikiloderma of Civatte	Vascular lesions
Epidermal nevus	Plaques	Venous lake
Erythema of rosacea	Pseudofolliculitis barbae	Venous malformation
Facial, truncal and leg telangiectasias	Psoriasis treatment	Verrucae
Fine lines and wrinkles	Port wine stains	Warts
Hair removal on all skin types, including tanned skin	Reduction in red pigmentation in hypertrophic and keloid scars	
Hemangiomas		

资料来源: Alma 官网, 中银证券

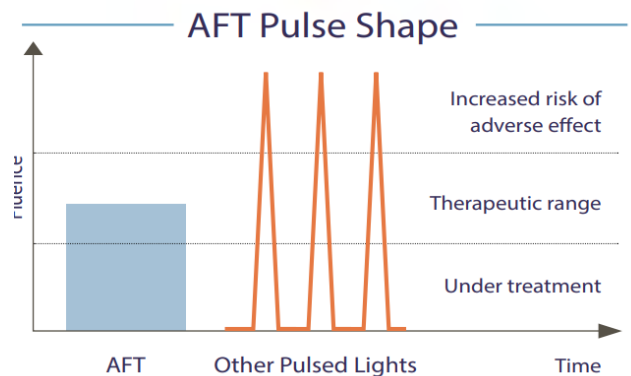
产品通过 AFT 技术提高针对性

图表 29. DPL 窄光谱



资料来源: Alma 官网, 中银证券

图表 30. AFT 技术



资料来源: Alma 官网, 中银证券

Harmony DPL 脉冲光使能量更加集中, 通过特殊设计晶体使传统光子谱线转化集中到黄绿光谱, 再应用超窄带滤光片滤去杂散光谱, 输出能量高度集中的 100nm 精准光, 是目前国际医疗界先进的嫩肤技术, 也是激光美容市场上新一代的高端光子。DPL 相比其他传统光子更符合选择性光热作用原理, 光热选择性大大提升, 突破传统光子的嫩肤极限, 得到更精准更高效的嫩肤效果。

Harmony 平台的 DPL 黑金光子基于 Alma 专有的高级荧光技术 AFT (Advanced Fluorescence Technology), 这是一种高级形式的强脉冲光技术 (IPL)。AFT 将未使用的紫外光转换为最佳光谱, 以进行更有效的治疗, 而不是提供多波长的脉冲 (其中许多波长不在治疗范围内)。该能量被引导到具有相等分布通量的脉冲中, 从而在整个脉冲中传递具有受控峰值功率的均匀能量。这将患者暴露于非治疗性能量密度和不受控制的峰值时可能发生的不良反应风险降至最低。AFT 提供了更有效的每脉冲能量使用, 提高了安全性, 延长了治疗探头的使用寿命, 并增强了临床效果。

Harmony 平台采用接触冷却 (Contact Cooling) 技术, 使用冷蓝宝石尖端同时接触冷却可以在更长时间的治疗过程中冷却皮肤, 进一步降低浅表烧伤的风险, 为患者带来更舒适的治疗。Dyed-VL 等治疗头可以通过固定输送方法或使用 In-motion 技术进行, 以逐渐增加热量并增加患者舒适度。

通过不同手具满足多样化需求

煌辉 Harmony 平台可搭配超过 20 种运用脉冲光、激光、超声等技术的不同设计的操作手具，不同手具可以将波谱压缩在不同的波段，从而达到不同的针对性效果，包括皮肤重塑、血管病变治疗、色素病变治疗、改善皮肤颜色及质地、治疗痤疮和脱毛。

图表 31. Harmony 平台各适应症对应手具及波长

适应症	手具/手具组合	波长
血管性病变	Dyed-VL and Cooled LP	500-600nm&1064nm
	Cooled LP Nd:YAG 1064	1064nm
	Dyed-VL PRO	500-600nm
	Dyed-SR 550-560	550-650nm
	VP-540	540nm-950nm
肌肤重塑	ClearSkin PRO	1560nm
	CearLift&ClearSkin	1560nm
	NIR	900nm-1800nm
	ClearLift	1064nm
改善肤色及肤质	IMPACT	ultrasound technology
	NIR	900nm-1800nm
	iPixel Er:YAG 2940	2940nm
色素性病变	Dye SR&Clear Lift	550-650nm&1064nm
	ClearLift	1064nm
	Dyed-VL Pro	500-600nm
	Dye-SR 550-560	550-650nm
	VP-540	540nm-950nm
	SR-570	570nm-950nm
脱毛	Speed AFT	700-950nm
	SHR Pro	700-950nm
痤疮	Zero	-
	ClearSkin	1560nm
	Acne 420	420-950nm
银屑病和白癜风	UVB High Power	270-380nm

资料来源: Alma 官网, 中银证券

图表 32. DPL 精准 500 (Dyed-VL 550)



资料来源: Alma 官网, 中银证券

图表 33. DPL 精准 550 (Dyed-VL 550)



资料来源: Alma 官网, 中银证券

DPL 精准 500 (Dyed-VL 550)

用于毛细血管扩张、痤疮红印、面部潮红、鲜红斑痣等血管病治疗，对难治性血管病效率更高，疗程更短。波谱被压缩在 500~600nm 内，光谱针对性更强，同时包含两个氧合血红蛋白吸收峰。高度集中的精准光能量照射至皮肤时，光被氧和血红蛋白选择性吸收，热传导至血管壁使内皮细胞受损从而使扩张血管迅速闭合。

DPL 精准 550 (Dyed-VL 550)

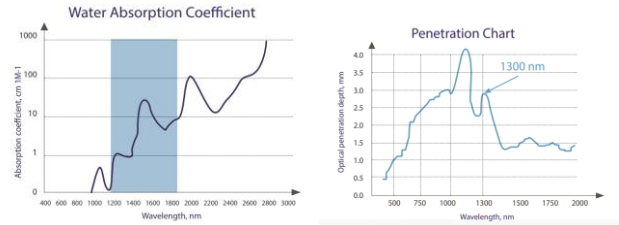
用于雀斑、日晒斑、老年斑等色素病治疗，淡斑治疗效率高，疗程远短于普通光子治疗。波谱被压缩在 550~650nm 内，同时保证黑色素吸收率及穿透深度的配比，高度集中的精准光能量瞬时破坏分解色素颗粒。被破坏的黑色素颗粒由体内的吞噬细胞吞噬，随淋巴系统排出体外。

图表 34. NIR 红外 1300



资料来源: Alma 官网, 中银证券

图表 35. NIR 技术光谱



资料来源: Alma 官网, 中银证券

NIR 红外 1300

应用于提亮肤色，收紧皮肤，改善皮肤弹性。红外光波波谱范围在 900nm~1800nm，可穿透真皮浅层至中层，刺激胶原纤维收缩及胶原新生。

NIR (Near-Infrared) 近红外技术精选波谱范围在 900~1800nm，峰值集中在 1300nm 的红外光波，靶组织是皮肤中的水分子。NIR 红外光波较可见脉冲光穿透更深，可以透过表皮直达真皮浅层到中层，实现安全有效的皮下加热。这个过程对组织造成微热损伤，使现有纤维收缩，刺激新胶原蛋白的形成，并改善其排列和厚度。平台采用双模式定点模式与滑动模式定点模式。定点模式采用强脉冲光式定点操作，局部强效刺激使真皮胶原纤维即刻收缩，同时促进真皮胶原蛋白增生并重新排列。滑动模式 In-motion 均匀体积加热，NIR 近红外光产生的光热作用可增强血管功能与循环，同时增加的胶原蛋白、弹力纤维可维持皮肤光滑与透明感。该过程产生短期和长期效益，可立即收紧皮肤，使皮肤焕发光彩，并重建皮肤结构，有助于增强皮肤抵抗未来衰老。使用 NIR 模块的程序可以通过固定输送方法或使用运动技术来逐步加热和舒适处理。

图表 36. NIR 红外 1300



资料来源: Alma 官网, 中银证券

图表 37. Pixel2940 像束激光



资料来源: Alma 官网, 中银证券

APT 420

用于轻中度痤疮的治疗，采用强蓝光脉冲式治疗模式杀菌、消炎同时完成。420-950nm 强脉冲光可以杀灭引起痤疮的丙酸杆菌，而不影响周围正常皮肤组织。配合激光的消炎作用，缓解局部炎症和红肿，从而治疗痤疮。

Pixel2940 像束激光

用于重度皮肤质地改善、痤疮疤痕、毛孔缩小、细小皱纹、皮肤赘生物去除等。2940nm 像束钪激光恢复期更短。采用多点微聚焦技术的 Er:YAG 激光热穿透到真皮层，刺激产生新的胶原并改善皮肤质地。而微光束未照射的区域可以储存过度的热，避免过度的热刺激，同时可加速表皮移行，从而加快修复进程并降低感染和色沉的风险。

图表 38. 可丽肤激光嫩肤 (ClearLift)



资料来源: Alma 官网, 中银证券

图表 39. Pixel2940 像束激光



资料来源: Alma 官网, 中银证券

可丽肤激光嫩肤

应用于全脸嫩肤、毛孔粗大、眼唇周皱纹、颈纹和各类色素病等，七种治疗模式可加热皮肤各层。产品治疗过程无创、无痛，提高求美者治疗体验舒适度。产品结合了无创激光和有创激光的优点，可在保护表皮完整性的同时，在真皮下形成“机械爆破效应”。爆破效应使真皮组织产生空泡，诱发比“热效应”更强大的创伤愈合机制，大量促进胶原重塑。产品可变速深度控制，允许医生根据治疗部位、皮肤类型或适应症，结合深度和表面治疗方法。

ClearSkin PRO

ClearSkin PRO 是 Alma 突破性的治疗工具之一，为皮肤年轻化治疗提供了卓越的结果。它将非烧蚀激光与同时接触冷却技术相结合，促进了新组织的开发，同时保持了高水平的安全性。Clearskin PRO 的功率是以前解决方案的两倍，每脉冲可提供高达 3000 兆焦耳的能量。这种功率的显著增加在所有皮肤再生治疗中提供了非常显著的临床益处和明显的结果。非烧蚀性 Er:Glass 1540 nm 激光深入皮肤，造成热损伤，在凝固柱周围触发更好的愈合反应，同时保持表皮完整，从而得到新的真皮组织和看起来更年轻的皮肤。

核心产品热拉提有利于带动全线产品销售

公司“热拉提 ThermoLift”为公司核心产品之一。热拉提通过射频原理使水分子高速旋转摩擦生热，对周围组织进行加热，高温会引起胶原收缩并刺激成纤维细胞功能分泌更多的胶原蛋白，合成胶原纤维、弹性纤维，从而达到紧致、抗衰的作用。适应症包括皮肤松弛、鼻唇沟松弛加深、双下巴、口角区域松弛下垂、下颌轮廓模糊等，尤其适合初老人群。在进行热拉提治疗期间不需要进行麻醉，治疗过程无痛舒适。

黄金热拉提 2.0 在“波相匹配”、“波形压缩”及“相位移动”等技术的基础上，通过调整射频手具上每个发射源的相位，使每个射频波呈现横向与纵向双向聚焦于皮下特定深度，最大程度地减少热弥散作用，短时间即可对胶原“灌注”更多的热能，大大提高加热效率，从而真正做到“精准加热、分层抗衰、充分刺激胶原活性”。

黄金热拉提 ThermoLift 2.0 配有三种手具，分别针对脸部 (Tune Face)、眼部(Tune Periorbital)和身体 (Tune Large)。目前美国市场三种手具均已上市，针对脸部和身体的手具已在中国、欧洲、澳大利亚等市场上市。

图表 40. 黄金热拉提 ThermoLift 2.0 手具 Tune Face, Tune Periorbital, Tune Large



资料来源: Alma 官网, 中银证券

“热中心”加热模式可提高治疗效果

“热中心”加热模式可到更深层次实现更好效果，可进行精细分层治疗。深度可达真皮层、韧带、SMAS 筋膜层和脂肪层，在不同层次起到相应作用，达到抗衰老的效果。

真皮层提拉

热作用使胶原三股螺旋间的氢键被破坏，发生卷曲产生向心性的收缩，从而带来治疗后皮肤的紧致感。热拉提 PLUS 激发成纤维细胞在治疗后 1 至 3 个月持续合成新的胶原蛋白，从而达到持续收紧皮肤的效果。

韧带系统收缩

韧带支持系统是致密的结缔组织，胶原结构相互间平行排列，在热拉提作用下会纵向收缩，从而对下垂软组织形成提拉效果。

SMAS 筋膜层提拉

浅表肌肉腱膜系统 (SMAS) 是由疏松结缔组织与致密结缔组织构成，而成纤维细胞是疏松结缔组织的主要组成细胞。热作用会促进成纤维细胞合成大量新生胶原蛋白，从而使得 SMAS 系统对于皮肤及皮下软组织的垂直支撑力增强。

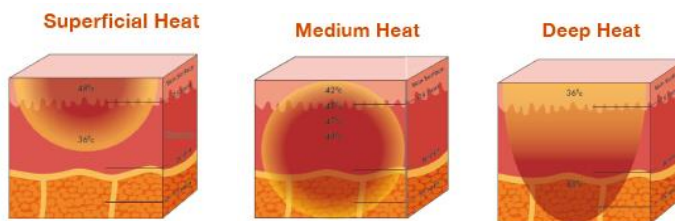
脂肪垫压实

热作用会让包裹脂肪细胞的薄层疏松结缔组织收缩，使得脂肪细胞之间的间隔变小、体积变小，达到对脂肪垫的压实效果。

脂肪层溶脂

热拉提 Plus 的热作用可选择性作用于皮下脂肪层，激发 Q10 效应、促进局部血流加快、促进血液中氧含量增加、淋巴引流增强，有效促进脂肪代谢，且热作用可有效消融脂肪细胞。热拉提 PLUS 对脂肪层热作用达到 60°C 至 65°C，在这个温度下脂肪细胞存活率降低，热作用消融脂肪细胞使脂肪体积变小。

图表 41. 热拉提“分层加热”



资料来源: Alma 官网, 中银证券

核心技术 NPM 新波相聚焦射频技术精准聚焦射频波能量

热拉提将射频波外部频率进行调制, 同时研发应用高频射频移相器通过“波相匹配”、“波形压缩”及“相位移动”将射频波能量精准聚焦在皮下特定深度, 从而实现“精准加热、分层抗衰”的效果。

波相匹配

热拉提将人体组织整体视为阻抗, 通过与其具有一致阻抗的振荡器发出高频波。高频波通过具有振幅相位长度的治疗头由其前端以电波的形式放出, 其焦点及相位一致的部位被设计在稍稍离开治疗头前端位置的真皮或皮下, 使得这一部位的加热程度最大, 而皮肤表面的加热程度较轻, 从而达到“隔空加热”的效果。

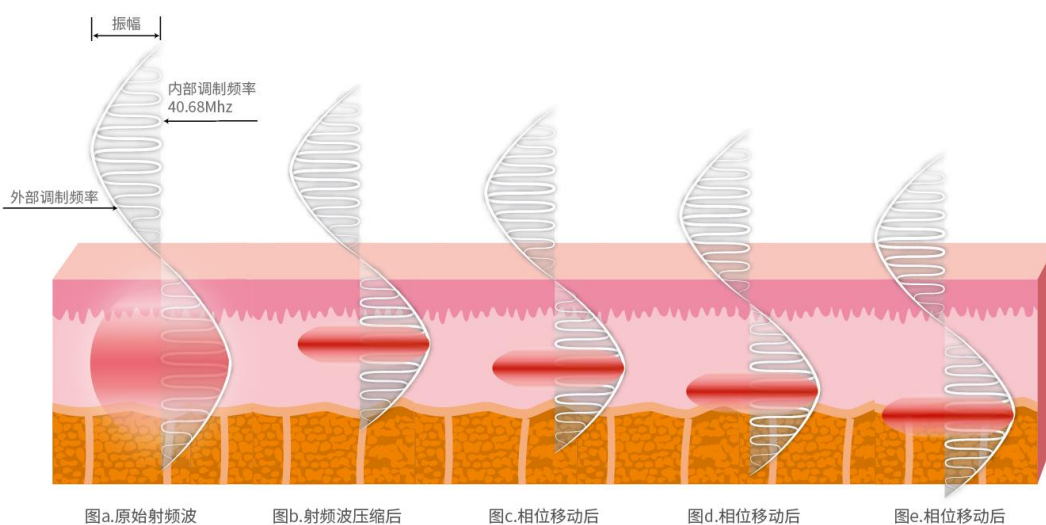
波形压缩

热拉提将精确计算所得的特定频率作为外部调制频率, 确保射频正弦波形压缩, 以取得热作用更集中, 能量更聚焦的“精准加热”效果。

相位移动

热拉提 PLUS 通过射频波的相位调整, 精准控制相位移至皮下特定深度, 解决传统射频穿透深度不可控的问题。

图表 42. 热拉提 NPM 新波相聚焦射频技术



资料来源: Alma 官网, 中银证券

注射产品业务持续推进，补充产品矩阵

公司注射产品业务持续推进，公司与瑞士化妆品公司 IBSA Derma 订立分销协议，在以色列、印度、中国内地及中国香港特别行政区各地区分销 IBSA Derma 产品。

透明质酸产品

目前，注射填充品牌包括 Profilo 和 Aliaxin，两者均为 IBSA 研发：Profilo 由稳定的透明质酸组成，旨在重塑多层皮肤组织，治疗衰老根源及衰老症状。Profilo 已在以色列、香港及印度推出，在中国地区的注册申请工作也已经开展。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。此外，公司还在肉毒素与溶脂针领域进行布局。

肉毒素产品

RT002 产品为长效神经调节物，是一种正在开发的新型下一代神经调节物，用于治疗美容适应症及多项潜在的治疗状况。DaxibotulinumtoxinA 型肉毒杆菌毒素是 Revance Aesthetics 开发产品组合的一部分，将专有的稳定肽赋形剂与高纯度肉毒杆菌毒素相结合，该制剂不含人类或动物成分。2018 年 12 月，复星产业从原许可人 Revance Therapeutics, Inc. 取得有关已许可产品于地区有关美容适应症及治疗适应症的独家许可。公司于 2022 年 7 月 14 日公告，已与复星产业订立再许可协议，复锐医疗天津同意由复星产业再许可已许可产品相关专业知识及专利，以于地区在领域内引进、使用、销售或商业化已许可产品 RT002。目前 DaxibotulinumtoxinA 在中国内地临床试验状态为进行中，适应症为孤立性颈部肌张力障碍及中重度眉间纹。

溶脂针产品

公司参与投资天津星魅生物科技有限公司，为复星医药旗下风险投资基金孵化的初创平台。天津星魅已与 Raziel Therapeutics 签署许可协议。根据协议，Raziel 授权天津星魅在中国（含港澳台地区）独家开发和商业化其注射类溶脂产品。2022 年 6 月 28 日公司公告，溶脂针产品 JS-001 减少下颏脂肪的临床 IIb 期临床结果已到达其临床主要重点，结果显示单次注射 JS-001 后第 84 日临床实验参与者的下颏脂肪量平均减少了 15%，且不良反应主要局限在注射部位且多为一过性。JS-001 的临床前及临床研究均证明 JS-001 能导引脂肪细胞衰败及减低脂肪层厚度，因此可用于身体塑形。JS-001 的多区域第 III 期实验（包括中国内地）将于 2022 年后开展以进一步核实其安全性及有效性。

图表 43. 复锐医疗主要注射类产品及竞品情况

	透明质酸	肉毒素	溶脂针
复锐代理产品	Profilo; Aliaxin	RT002	JS-001
产品原授权方	IBSA Derma	Revance Therapeutics	Raziel Therapeutics
进展	已在中国香港地区及印度上市	临床实验	临床 IIb 结果已到达其临床主要终点
目前中国内地市场已上市竞品	Allergan: 乔雅登; LG: 伊婉; Humedix: 艾莉薇; Q-Med: 瑞兰; 爱美客: 嗨体, 宝尼达、爱芙莱等; 华熙生物: 润致	Allergan: 保妥适; 兰州生物制品研究所: 衡力; Ipsen: 吉适; Hugel: 乐提葆	无

资料来源：复锐医疗公告，复锐医疗官网，中银证券

盈利预期

营业收入增长动力包括行业整体市场规模提升，在销售团队推动下市场份额提升，及新产品带来新的增长点。北美市场预期依托自身渠道与销售团队优势，进一步提升市场份额，新产品预期将继续对收入增长进行贡献。在北美市场近 1-2 年表现优异的产品将投入欧洲市场，助力业绩增长，同时新增直销渠道预期将对业绩增长提供新的动力。亚太市场预期将得益于新市场开拓及新产品投放，而中国后疫情时代消费需求同样带来增长空间。预期公司 2022 年、2023 年、2024 年营业收入增速分别为 31.80%、21.60%、20.97%。

由于公司整体销售模式向直销转型，毛利率预期有所提升，销售费用占比也预期会有所提升，预期公司 2022 年、2023 年、2024 年毛利率分别为 57.00%、57.00%、57.00%，销售费用占比预期为 27.50%、27.00%、27.00%。预期而公司持续在研发方面进行投入，预期研发费用将维持在较高水平，2022 年、2023 年、2024 年公司管理费用占比预期为 15.40%、15.20%、14.90%。

公司为能量源医美设备行业头部公司，产品销售涉及全球 90+ 国家及地区。全球能量源医美设备行业仍然具有增长潜力，且公司市场份额仍然存在提升空间。公司能量源产品覆盖无创医美、微创医美和生活美容，涉及激光、脉冲光、射频等多种可满足不同客户群体与场景的需求。同时，复锐医疗还在医美注射产品、生活美容及牙科领域进行积极拓展，为业绩增长提供新的动力。公司产品持续推陈出新，新产品为业绩增长带来新的动力，经典传统产品也凭借技术优势持续助力公司业绩增长。我们预期公司 2022 年、2023 年、2024 年公司归母净利润分别为 39.72 百万美元、49.72 百万美元、62.02 百万美元，对应 EPS 分别为 0.085 美元、0.107 美元、0.133 美元。首次覆盖，给予买入评级。

图表 44. 复锐医疗盈利预期假设

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额 (百万美元)	294.29	387.88	471.66	570.57
增速(%)	81.56	31.80	21.60	20.97
销售成本 (百万美元)	127.43	166.79	202.81	245.34
毛利率(%)	56.70	57.00	57.00	57.00
销售费用 (百万美元)	78.89	106.67	127.35	154.05
销售费用/营业收入(%)	26.81	27.50	27.00	27.00
管理费用 (百万美元)	37.41	59.73	71.69	85.01
管理费用/营业收入(%)	12.71	15.40	15.20	14.90
归属于母公司股东利润 (百万美元)	31.25	39.72	49.72	62.02

资料来源：中银证券

风险提示

- 1、产品销售不及预期风险：公司业绩的增长依赖于公司设备的销售，尤其是需要新产品为业绩增长提供新的动力。若公司产品销售不及预期，会对公司业绩带来负面影响。
- 2、新产品研发失败风险：能量源医美设备行业技术持续进步，公司需要不断进行研发投入才能在行业中保持领先地位。若新产品研发失败，公司可能会面临技术落后于其他公司的问题及进入新领域迟于其他竞争对手公司的问题。
- 3、全球经济及汇率波动风险：公司销售网络遍及全球，若某销售地区出现经济波动则会对公司产品在当地的销售情况产生影响。同时，汇率波动也会影响公司的销售收入及毛利水平。
- 4、全球运营相关风险：公司在北美、欧洲等地设有直销团队，研发部门位于以色列，运营涉及全球众多国家和地区，可能面临全球运营相关风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371