

复锐医疗科技 (1696.HK)
/美容护理

证券研究报告/公司点评

2023年3月27日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 11.94 (港元)

分析师: 邓欣

执业证书编号: S0740518070004

电话: 021-20315125

Email: dengxin@zts.com.cn

联系人: 谷寒婷

Email: guht@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	467
流通股本(百万股)	467
市价(港元)	11.94
市值(百万港元)	5,579
流通市值(百万港元)	5,579

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司深度:

《复锐医疗科技: 产品为基, 营销开路》2022.04.11

公司点评:

《复锐医疗科技: 直销加码, 拓展C端》2022.08.21

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万美元)	294	355	442	548	675
增长率 yoy%	82%	20%	25%	24%	23%
净利润(百万美元)	31	40	51	63	78
增长率 yoy%	134%	29%	26%	24%	24%
每股收益(美元)	0.07	0.09	0.11	0.13	0.17
净资产收益率	9%	10%	11%	12%	13%
P/E	14.2	18.2	14.0	11.3	9.1

备注: 股价选自 2023/3/26 收盘价

投资要点

公司披露 2022 年度业绩:

✓22 全年: 收入 3.55 亿美元 (+21%), 归母净利润 0.40 亿美元 (+23%);

✓22H2: 收入 1.8 亿美元 (+7%), 归母净利润 0.2 亿美元 (+21%), 收入业绩符合预期。

收入端: 射频引领增长

✓按产品: 医疗美容收入 3.07 亿美元 (+18.7%) (其中 Accent (代表产品热拉提) +63%、Harmony (代表产品 DPL 超光子) +23%、Opus (超离子) +33%、Soprano (代表产品冰点脱毛) +25%), 占比 86.6%; 牙科收入 0.19 亿美元 (+34%), 占比 5.2%; 注射填充收入 0.1 亿美元 (+44%), 占比 2.6%; 服务及其他收入 0.2 亿美元 (+27%), 占比 5.6%。

✓按区域: 北美收入 1.44 亿美元 (+28%), 占比 40.5%; 亚太收入 0.98 亿美元 (+28%), 占比 27.7%; 欧洲收入 0.358 亿美元 (+12%), 占比 16.5%; 中东及非洲收入 0.37 亿美元 (+19%), 占比 10.3%; 拉美收入 0.18 亿美元 (+24%), 占比 5.0%。

盈利端: 直营带动毛利提升

✓2022 年毛利率 57.1% (+0.4pct), 21H2/22H1/22H2 各 56.4%、57.2%、57.1%, 优化主因扩大直销比例, 克服原材料及物流成本压力。

✓2022 年销售/研发/管理费各 28.1% (+1.3pct)、5.1% (-0.2pct)、8.2% (+0.8pct)。销售费用率提升主因佣金开支增加, 以及营销活动重新举办。

✓2022 年净利率 11.3% (+0.2pct), 其中 22H1/H2 各 11.8%、10.9%, 盈利整体维持稳定。

经营亮点: 直销渠道 & 光电针剂新品持续突破

①继续推进直销布局。公司 2022 年直销占比 66% (+4pct), 报告期内新设英国直销办公室, 2023 年新设迪拜直销办公室, 配合复锐医疗扩大直销布局的长期战略。

②肉毒产品获得新进展。公司获取美国 Revance 公司长效肉毒产品 Daxxify 大中华区独家代理, 并于 2022 年 9 月 8 日获得 FDA 批准。

③无创医美新品迭出。2022H1 公司无创医美领域推出新品: 1) 超声脱发治疗仪 Alma TED: 产品采用 Impact Deliver (用声压经皮层输入提供药物及化妆品的专利超声波技术) 设计的专有探头, 可提供非侵入性无创治疗, 以解决市场日益增长的脱发问题。2)

CBD+专业护肤解决方案。产品为首个结合全光谱大麻二酚(CBD)科学优点的专业护肤解决方案，经证明能显著改善皮肤发红并舒缓敏感肌肤表层。

④生活美容拓展 C 端。2022 年 3 月公司推出首款家用美容仪产品 LMNT one并于天猫旗舰店上市，将公司沉淀的光电医美技术浓缩于家用美容仪器，通过微脉冲技术、LED 红光及近红外光三重赋能，达到改善水肿、提亮肌肤、淡化细纹和促进胶原新生的效果。家用美容仪高景气将有望打开公司 C 端增长空间。

⑤新原料布局。共同涉及合资公司布局了丝素蛋白透明质酸钠复合产品。

■ **投资建议：买入评级**

公司短期增长仍由核心光电业务贡献，三大细分明星单品均于近期迭代，后期放量持续推动业绩增长；长期看领先同业的设备更新、完整矩阵搭建与 to C 拓展，及新布局的高景气注射填充和牙科新赛道将共同为远期提供增长动力。公司预测全年收入增速不低于 15%-25%，预测 2023-2025 年归母净利润 0.51/0.63/0.78 亿美元（前值为 23-24 年归母 0.48/0.59 亿美元），当前估值对应 14/11/9x，维持买入。

风险提示：市场空间不及预期，业务拓展不及预期，行业竞争加剧

图表 1: 复锐医疗科技盈利预测 (百万美元)

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	75	77	190	246	营业总收入	355	442	548	675
应收账款合计	94	70	88	103	主营业务收入	354	442	547	674
存货	75	95	116	140	其他营业收入	1	1	1	1
其他流动资产	7	31	25	22	营业总支出	309	386	478	588
流动资产合计	251	273	419	511	营业成本	152	189	231	281
固定资产净额	17	45	59	72	营业开支	157	170	213	267
权益性投资	0	0	0	0	营业利润	46	57	70	87
其他长期投资	6	5	6	6	净利息支出	1	1	1	1
商誉及无形资产	192	184	177	170	权益性投资损益	-1	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	其他非经营性损益	0	0	0	0
其他非流动资产	90	95	99	104	非经常项目前利润	44	56	69	86
非流动资产合计	305	329	341	352	非经常项目损益	0	0	0	0
资产总计	556	602	760	863	除税前利润	44	56	69	86
应付账款及票据	13	22	25	29	所得税	4	5	7	8
短期借贷及长期借贷当期到	6	11	16	21	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	62	0	106	105	持续经营净利润	40	51	63	78
流动负债合计	81	33	147	155	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	0	5	15	30	净利润	40	51	63	78
其他非流动负债	43	81	53	55	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	43	86	68	85	归属普通股股东净利润	40	51	63	78
负债总计	124	119	215	240	EPS (摊薄)	0.09	0.11	0.13	0.17
归属母公司所有者权益	431	482	544	622	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	1	1	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股东权益总计	432	483	545	623	成长能力				
负债及股东权益总计	556	602	760	863	营业收入增长率	20.5%	24.6%	23.9%	23.2%
现金流量表					归属普通股股东净利润增长	28.6%	26.4%	23.8%	24.1%
单位:百万美元					获利能力				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	毛利率	57.0%	57.2%	57.7%	58.3%
经营活动现金流	22	128	61	67	净利率	11.3%	11.5%	11.5%	11.6%
净利润	40	51	63	78	ROE	9.6%	11.1%	12.2%	13.4%
折旧和摊销	0	9	13	15	ROA	7.4%	8.8%	9.2%	9.6%
营运资本变动	-20	67	-16	-27	偿债能力				
其他非现金调整	2	1	1	1	资产负债率	22.3%	19.8%	28.3%	27.8%
投资活动现金流	-52	-33	-26	-25	流动比率	3.1	8.3	2.9	3.3
资本支出	0	-30	-20	-20	速动比率	2.2	5.4	2.1	2.4
长期投资减少	1	2	-1	0	每股指标 (元)				
少数股东权益增加	0	0	0	0	每股收益	0.09	0.11	0.13	0.17
其他长期资产的减少/(增加)	-53	-5	-5	-5	每股经营现金流	0.05	0.27	0.13	0.14
融资活动现金流	-18	-93	78	14	每股净资产	0.92	1.03	1.17	1.33
借款增加	-2	10	15	20	估值比率				
股利分配	-27	-27	-13	-19	P/E	17.7	14.0	11.3	9.1
普通股增加	0	0	0	0	P/B	1.7	1.5	1.3	1.1
其他融资活动产生的现金流	11	-76	76	13					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为

基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。