

复锐医疗科技

买入（维持评级）

(01696.HK)

公司点评
证券研究报告

中国直销布局重大进展，收购 Alma Lasers 分销业务

事件

2023年3月30日，公司公告，将由全资附属公司 Alma HK 与 PhotonMed HK（下称：飞顿）成立合资公司的方式整合中国地区能量源设备销售渠道。

经营分析

中国市场直销布局落地，资源整合加速。（1）飞顿此前一直是核心能量源设备 Alma 系列产品在中国的独家分销商，此次合资公司的成立，公司将出资 2.7 亿元以购买合资公司 60% 的股份，成为合资公司控股股东；剩余 40% 由飞顿持有。（2）2.7 亿元的收购代价由现金代价基本金额（2.45 亿元）和 Alma 库存调整金额（0.25 亿元）构成。现金代价基本金额中，有 3750 万元将分成三期作为递延代价支付。资产购买协议设定了自 2023H2 开始每年收入目标 4.5/5.5/6.5 亿元，EBITDA 目标 1.125/1.375/1.625 亿元，递延代价支付金额将根据每年收入和 EBITDA 目标完成度情况，经系数比例调整后，由 Alma HK 完成支付。（3）我们认为，此举是公司在战略市场中国落地直销业务的重大里程碑。公司持续推进直销布局，已相继在英国、迪拜等国家设立直销办公室，直销收入占比持续上升，2022 年占比 66%，较 2021 年提高 4 pct；毛利率也由 2021 年的 56.7% 提升至 2022 年 57%。能量源设备是公司目前最大的业务板块，2022 年销售 3.06 亿元，同比增长 18.7%，占比总收入的 86%。2022 年亚太地区收入 9807 万美元，收入同比增加 15.1%，而中国是公司在亚太地区的核心市场之一。此次整合，是公司在实现能量源设备直销的第一步，未来有望与注射填充、牙科、家用美容等板块进行资源整合，进一步提高盈利能力。

注重研发，差异化新品持续推出。2022 年，公司研发投入 1802 万美元，同比增加 15.6%；共有三款特色新品推向市场，分别是非侵入性治疗脱发问题的 Alma TED、结合全光谱大麻二酚的 CBD+ 专业护肤解决方案以及家用光波能量家用嫩肤产品 LMNT one。目前，公司共有 18 项临床研究以及 2 项临床前研究开展当中。我们预计，公司在中国进行直销后，对终端需求敏感程度提高，有望推出更加契合中国市场需求的新一代产品。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计 2023/24/25 年实现营收 4.28/5.2/6.34 亿美元，同比增长 21%/21%/22%；归母净利润 0.49/0.62/0.78 亿美元，同比增长 21%/26%/27%。维持“买入”评级。

风险提示

新品研发及商业化不及预期、监管政策变动对行业增速影响等风险。

医药组

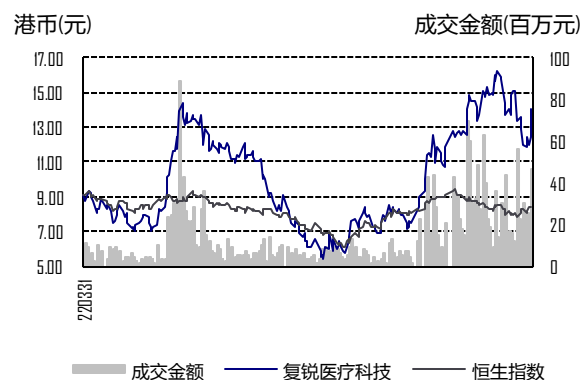
分析师：赵海春（执业编号 S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

市价（港币）：14.060 元

相关报告：

- 《复锐医疗科技公司点评：利润增速 20%+，直销发力，毛利率持续...》，2023.3.23
- 《复锐医疗科技长效肉毒点评-长效肉毒 DAXXIFY 美国上市，中...》，2022.9.9
- 《复锐医疗科技点评-营收增速 39.3%，直销占比持续提升》，2022.8.20



公司基本情况（美元）

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万美元)	294	355	428	520	634
营业收入增长率	81.66%	20.62%	20.55%	21.40%	21.96%
归母净利润(百万美元)	31	40	49	62	78
归母净利润增长率	134.4%	28.56%	21.21%	26.33%	26.79%
摊薄每股收益(美元)	0.067	0.086	0.104	0.132	0.167
每股经营性现金流净额	0.07	0.03	0.07	0.08	0.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.77%	9.32%	10.15%	11.37%	12.60%
P/E	17.95	18.31	14.65	11.49	9.11
P/B	0.72	1.42	1.30	1.17	1.03

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万美元)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	162	294	355	428	520	634
增长率	-6.6%	81.7%	20.6%	20.5%	21.4%	22.0%
主营业务成本	72	127	152	182	220	267
%销售收入	44.3%	43.3%	42.9%	42.5%	42.4%	42.1%
毛利	90	167	202	246	299	367
%销售收入	55.7%	56.7%	56.9%	57.5%	57.6%	57.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	43	79	100	120	146	178
%销售收入	26.6%	26.8%	28.1%	28.0%	28.0%	28.0%
管理费用	16	22	29	34	42	51
%销售收入	9.8%	7.4%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用	11	16	18	30	36	44
%销售收入	6.8%	5.3%	5.1%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	17	43	46	54	68	86
%销售收入	10.2%	14.6%	13.0%	12.6%	13.1%	13.6%
财务费用	0	1	1	-1	-1	-1
%销售收入	0.2%	0.5%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
—	0	0	0	0	0	0
—	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	17	43	46	54	68	86
营业利润率	10.2%	14.6%	13.0%	12.6%	13.1%	13.6%
营业外收支	0	0	0	1	1	1
税前利润	17	42	44	55	70	88
利润率	10.3%	14.2%	12.5%	12.9%	13.4%	13.9%
所得税	2	9	4	6	7	9
所得税率	11.9%	22.0%	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	15	33	40	50	63	80
少数股东损益	1	1	0	1	1	2
归属于母公司的净利润	13	31	40	49	62	78
净利率	8.2%	10.6%	11.3%	11.4%	11.8%	12.3%

现金流量表 (百万美元)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	13	31	40	49	62	78
少数股东损益	1	1	0	1	1	2
非现金支出	5	11	2	1	1	1
非经营收益						
营运资金变动	-3	-22	-28	-17	-24	-29
经营活动现金净流	26	32	15	33	39	50
资本开支	-9	-3	-5	-27	-27	-27
投资	-25	-2	-7	1	-1	-1
其他	1	-42	-73	62	0	0
投资活动现金净流	-34	-47	-85	36	-27	-27
股权募资	0	79	0	0	0	0
债权募资	-5	-7	-3	0	0	0
其他	-7	-16	-2	0	0	0
筹资活动现金净流	-12	56	-5	0	0	0
现金净流量	-16	42	-75	68	11	23

资产负债表 (百万美元)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	83	125	75	143	155	178
应收款项	51	80	94	114	139	169
存货	37	64	75	91	110	133
其他流动资产	33	29	7	7	7	7
流动资产	205	298	251	356	411	488
%总资产	47.5%	56.1%	45.1%	56.7%	57.9%	59.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	13	15	17	19	21	23
%总资产	3.0%	2.7%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%
无形资产	198	193	192	217	242	267
非流动资产	227	233	305	271	299	326
%总资产	52.5%	43.9%	54.9%	43.3%	42.1%	40.1%
资产总计	432	530	556	627	710	814
短期借款	2	7	6	6	6	6
应付款项	9	13	13	17	20	24
其他流动负债	44	63	61	79	96	116
流动负债	55	84	80	102	122	146
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	43	43	43	43	43
负债	100	127	123	145	165	190
普通股股东权益	332	402	431	480	541	619
其中：股本	1	1	1	1	1	1
未分配利润	329	400	430	478	540	618
少数股东权益	0	1	1	2	4	5
负债股东权益合计	432	530	556	627	710	814

比率分析

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.029	0.067	0.086	0.104	0.132	0.167
每股净资产	0.710	0.861	0.922	1.026	1.158	1.325
每股经营现金净流	0.055	0.069	0.032	0.070	0.083	0.107
每股股利	0.009	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.02%	7.77%	9.32%	10.15%	11.37%	12.60%
总资产收益率	3.09%	5.89%	7.23%	7.77%	8.67%	9.58%
投入资本收益率	3.87%	7.38%	8.68%	9.16%	10.29%	11.56%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.58%	81.66%	20.62%	20.55%	21.40%	21.96%
EBIT 增长率	-28.30%	158.51%	7%	17.17%	25.63%	27.35%
净利润增长率	-35.80%	134.15%	29%	21.21%	26.33%	26.79%
总资产增长率	9.74%	22.77%	4.80%	12.81%	13.20%	14.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.7	86.7	82.8	82.8	82.8	82.8
存货周转天数	189.1	184.0	179.1	182.5	182.5	182.5
应付账款周转天数	48.0	37.3	32.0	33.2	33.2	33.2
固定资产周转天数	28.8	18.1	17.3	16.1	14.6	13.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.07%	-18.67%	-5.97%	-19.55%	-19.41%	-20.62%
EBIT 利息保障倍数	57.1	29.4	33.9	-81.7	-50.4	-59.2
资产负债率	23.14%	23.86%	22.21%	23.11%	23.23%	23.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-11	买入		N/A
2	2022-03-03	买入		N/A
3	2022-03-17	买入		N/A
4	2022-03-26	买入		N/A
5	2022-06-29	买入		N/A
6	2022-08-20	买入		N/A
7	2022-09-09	买入		N/A
8	2023-03-23	买入		N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

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

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持

历史推荐与股价

人民币(元)



特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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

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

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402