

# 复锐医疗科技

买入 (维持评级)

公司点评

(01696.HK)

## 并购加码中国，直销提升毛利，成长蓄力中

### 事件

2023年8月23日，公司公告，2023年上半年营收1.72亿美元，同比下降1.7%，归母净利润0.19亿美元，同比下降8.4%。

### 点评

**飞顿整合完成，直销模式转型快速推进。** (1) 产品拆分：医疗美容收入1.47亿元，同比-4.2%：市场宏观经济衰退、俄乌战争以及直销模式转变导致业务放缓。服务与其他项目收入0.14亿元，同比+45.9%：公司业务及产品与客户保持着稳定黏性。(2) 北美收入7950.2万美元，同比+13.7%：主要来自于AlmaTed™, Soprano及Harmony产品的强劲表现。亚太收入4844.7万美元，同比+1.1%：主要来自于韩国、澳大利亚以及中国香港的优秀表现，部分收入增长被因收购中国分销商而导致业务暂时性放缓所抵消。欧洲收入2185.1万美元，同比-28.4%：宏观因素影响叠加俄乌战争及在英国直销模式转型。中东及非洲收入1389.3万美元，同比-21.7%：暂时性下滑为直销办公室建立过渡期导致。(3) 2023年6月，完成对中国分销商和战略伙伴Photon Med 60%的收购，中国市场的业务深耕有望提升。成立迪拜直销子公司，开发中东市场，并进一步推进英国直销业务，强化公司全球直销策略协调发展。开设芝加哥首家美丽健康体验中心，加强公司与专业人士及求美者的日常互动，提供量身定制的专业服务。

**产品推陈出新，丰富研发生态系统。** (1) 新品上市：Soprano Titanium™为Alma旗舰脱毛设备平台，已获FDA监管许可并于北美上市。Alma Opus采用点阵式射频技术及Opus等离子治疗的嫩肤及面部紧致的非侵入性射频设备平台，进一步扩展至美国以外的全球市场，包括中国市场引入。(2) 上市准备：Alma Veil™推动创新血管激光治疗，2023年下半年有望在北美推出。(3) FDA监管许可：Lipo Sense™：智能纤维及脂肪组织输送设备，通过实时测量治疗区温度来提高手术的安全性。Cell Fie™：补充试剂盒，将来自于吸脂设备所采集、浓缩和转移的自体脂肪组织进行微粒化闭环处理并且用于医学治疗中再注射。

### 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3.92/4.76/5.81亿美元，同比增长11%/21%/22%；归母净利润0.43/0.56/0.71亿美元，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影响等风险。

### 医药组

分析师：赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价(港币)：7.200元

### 相关报告：

- 1.《复锐医疗科技公司点评：医美重磅再落一子，肉毒素上市申请获受理》，2023.4.12
- 2.《复锐医疗科技公司点评：中国直销布局重大进展，收购Alma L...》，2023.4.1
- 3.《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	294	354	392	476	581
营业收入增长率	81.56%	20.45%	10.64%	21.40%	21.96%
归母净利润(百万元)	31	40	46	58	72
归母净利润增长率	134.15%	28.56%	13.29%	27.32%	24.19%
摊薄每股收益(元)	0.067	0.086	0.097	0.124	0.154
每股经营性现金流净额	0.07	0.05	0.08	0.08	0.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.77%	9.32%	9.55%	10.84%	11.87%
P/E	107.68	83.76	73.93	58.07	46.76
P/B	8.37	7.81	7.06	6.30	5.55

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 (百万元)**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>162</b>	<b>294</b>	<b>354</b>	<b>392</b>	<b>476</b>	<b>581</b>
增长率	-6.6%	81.6%	20.5%	10.6%	21.4%	22.0%
主营业务成本	72	127	152	168	202	244
%销售收入	44.3%	43.3%	43.0%	42.8%	42.4%	42.1%
毛利	90	167	202	224	274	336
%销售收入	55.7%	56.7%	57.0%	57.2%	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	110	133	163
%销售收入	26.6%	26.8%	28.1%	28.0%	28.0%	28.0%
管理费用	16	22	29	31	38	46
%销售收入	9.8%	7.4%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用	11	16	18	25	31	39
%销售收入	6.8%	5.3%	5.1%	6.3%	6.5%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	17	43	46	50	64	80
%销售收入	10.2%	14.6%	13.0%	12.9%	13.4%	13.7%
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	50	64	80
营业利润率	10.2%	14.6%	13.0%	12.9%	13.4%	13.7%
营业外收支	0	0	0	1	1	1
税前利润	17	42	44	52	66	82
利润率	10.3%	14.2%	12.5%	13.2%	13.8%	14.0%
所得税	2	9	4	5	7	8
所得税率	11.9%	22.0%	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	15	33	40	46	59	73
少数股东损益	1	1	0	1	1	1
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>13</b>	<b>31</b>	<b>40</b>	<b>46</b>	<b>58</b>	<b>72</b>
净利率	8.2%	10.6%	11.3%	11.6%	12.2%	12.4%

**现金流量表 (百万元)**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	13	31	40	46	58	72
少数股东损益	1	1	0	1	1	1
非现金支出	5	11	11	1	1	1
非经营收益						
营运资金变动	-3	-22	-41	-8	-21	-27
<b>经营活动现金净流</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>22</b>	<b>38</b>	<b>37</b>	<b>46</b>
资本开支	-9	-3	-5	-27	-27	-27
投资	-25	-2	-48	1	-1	-1
其他	1	-42	1	51	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-34</b>	<b>-47</b>	<b>-52</b>	<b>25</b>	<b>-27</b>	<b>-27</b>
股权募资	0	79	0	0	0	0
债权募资	-5	-7	-8	0	0	0
其他	-7	-16	-10	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-12</b>	<b>56</b>	<b>-18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-16</b>	<b>42</b>	<b>-50</b>	<b>64</b>	<b>10</b>	<b>19</b>

**资产负债表 (百万元)**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	83	125	75	138	149	168
应收款项	51	80	94	105	127	155
存货	37	64	75	84	101	122
其他流动资产	33	29	7	7	7	7
流动资产	205	298	251	334	384	452
%总资产	47.5%	56.1%	45.1%	54.2%	55.4%	57.3%
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%	3.1%	3.0%	2.9%
无形资产	198	193	192	217	242	267
非流动资产	227	233	305	282	309	337
%总资产	52.5%	43.9%	54.9%	45.8%	44.6%	42.7%
<b>资产总计</b>	<b>432</b>	<b>530</b>	<b>556</b>	<b>616</b>	<b>693</b>	<b>789</b>
短期借款	2	7	6	6	6	6
应付款项	9	13	13	15	18	22
其他流动负债	44	63	61	73	88	107
流动负债	55	84	80	94	112	135
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	137	155	178
<b>普通股股东权益</b>	<b>332</b>	<b>402</b>	<b>431</b>	<b>476</b>	<b>534</b>	<b>606</b>
其中：股本	1	1	1	1	1	1
未分配利润	329	400	434	480	538	610
少数股东权益	0	1	1	2	3	5
<b>负债股东权益合计</b>	<b>432</b>	<b>530</b>	<b>556</b>	<b>616</b>	<b>693</b>	<b>789</b>

**比率分析**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.029	0.067	0.086	0.097	0.124	0.154
每股净资产	0.710	0.861	0.922	1.019	1.143	1.297
每股经营现金净流	0.055	0.069	0.047	0.082	0.080	0.099
每股股利	0.009	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.02%	7.77%	9.32%	9.55%	10.84%	11.87%
总资产收益率	3.09%	5.89%	7.23%	7.39%	8.36%	9.12%
投入资本收益率	3.87%	7.38%	8.68%	8.60%	9.80%	10.86%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-6.58%	81.56%	20.45%	10.64%	21.40%	21.96%
EBIT 增长率	-28.30%	158.51%	7.39%	9.35%	26.68%	24.71%
净利润增长率	-35.80%	134.15%	28.56%	13.29%	27.32%	24.19%
总资产增长率	9.74%	22.77%	4.80%	10.83%	12.56%	13.87%
<b>资产管理能力</b>						
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	17.5	16.0	14.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-11.07%	-18.67%	-5.97%	-18.69%	-18.55%	-19.48%
EBIT 利息保障倍数	57.1	29.4	33.9	-76.2	-49.2	-56.9
资产负债率	23.14%	23.86%	22.21%	22.26%	22.41%	22.55%

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	2022-03-17	买入		N/A
2	2022-03-26	买入		N/A
3	2022-06-29	买入		N/A
4	2022-08-20	买入		N/A
5	2022-09-09	买入		N/A
6	2023-03-23	买入		N/A
7	2023-04-01	买入		N/A
8	2023-04-12	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。

任何形式的复制、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：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806