

医药生物

2025 年 01 月 21 日

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 01 月 21 日

收盘价 (港币)	3.50
恒生中国企业指数	7320.88
52 周最高/最低 (港币)	5.02/2.75
H 股市值 (亿港元)	16.39
流通 H 股 (百万股)	468.34
汇率 (人民币/港币)	1.0854

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com

联系人

王盼
(8621)23297818x
wangpan@swsresearch.com

复锐医疗科技 (01696)

——领航全球能量源设备，加速构建美丽健康多元化生态

投资要点：

- 复锐医疗科技：依托复星集团，医美赛道持续开疆拓土。**复锐医疗科技作为一家全球化的美丽健康集团，于 2013 年成立于以色列，前期以能量源设备起家，目前业务已拓展到注射填充、个人护理、数字牙科等领域。**1) 股权：**上海复星医药集团为复锐科技控股股东，通过能悦有限公司与美中互利医疗有限公司持有公司 71.43% 的股份，股权结构集中；**2) 管理：**董事长刘毅先生现任复星医药高级副总裁，CEO 等高级管理层多为国际背景，行业经验深厚；**3) 财务：**2023 年公司营收达到 3.59 亿美元 (yoy+1.36%)，归母净利润为 3150 万美元 (yoy-21.59%)，毛利率 61.1%，净利率 9.14%。
- 医美业务布局：能量源设备基本盘稳固，注射填充前景可期。**中国医美市场稳定发展，轻医美前景向好，2021 年中国医美市场规模达到 1892 亿元，同增 21.9%，其中轻医美类增速为 26.4%。轻医美主要分为光电类和注射类：**1) 光电类：**轻医美中光电类占比最大，公司是全球光电医美设备头部企业，核心子公司 Alma Lasers 旗下多品牌差异化布局，领军光电医美赛道。**2) 注射类：**2019 年进入注射填充市场，通过与国际企业合作，布局了玻尿酸、溶脂针、肉毒素和丝素蛋白等注射产品，2023 年注射类产品收入达 0.1 亿美元 (yoy+9.3%)。2024 年 9 月，公司肉毒素 RT002 在中国获批即将上市。
- 多元化扩张：业务+渠道+研发加速拓展，扩张美丽健康版图。****1) 业务扩张：**公司业务 2021 年拓展至数字齿科和个人护理领域。家用美容仪方面，公司推出品牌 LMNT，已在中国、欧洲和北美上市。数字齿科方面，推出 Copulla 品牌，提供全球一站式数字牙科服务，正在进行试点和整合 CRM&ERP 系统；**2) 直销版图扩张：**公司采用“直销+分销”模式，业务遍布 100 多个国家和地区，2023 年直销收入占比已达 78%。为加强中国市场布局，2023 年公司通过全资子公司 Alma 与 PhotonMed 组建合资公司 Alma HK，此次收购将有助于 Alma Lasers 进一步扩大直销渠道；**3) 研发助力产品推新：**公司注重研发，拥有丰富的专利储备，掌握 58 种专利技术与 18 项专利申请。公司每年推出 2-3 款新品，围绕能量源、注射填充、个人护理及数字牙科四大板块扩充产品矩阵，持续巩固市场地位。
- 中国医美能量源设备市场整体保持较快增速，光子嫩肤、紧致、脱毛等项目受到消费者青睐。**公司是全球能量源设备领先企业，Soprano、Harmony、Accent 三大系列产品差异化布局，并且扩大全球直销渠道占比，能量源设备业务有望保持较快增长。同时，公司开拓注射填充市场，肉毒素、玻尿酸等产品将陆续在各个国家和地区推出。此外，进军牙科和个人护理市场，也将助力公司成长。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3.69/4.29/4.94 亿美元，同增 2.58%、16.44%、15.15%；归母净利润分别为 0.30/0.39/0.47 亿美元，同增-4.53%、29.99%、20.64%；对应每股收益分别为 0.06/0.08/0.10 美元，PE 分别为 7/6/5 倍。**首次覆盖，“买入”评级。**
- 风险提示：**全球经济不确定性；消费不及预期；行业竞争加剧；新品推广不及预期

财务数据及盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万美元)	359.29	368.57	429.16	494.15
同比增长率 (%)	1.36%	2.58%	16.44%	15.15%
归母净利润 (百万美元)	31.50	30.07	39.09	47.16
同比增长率 (%)	-21.59%	-4.53%	29.99%	20.64%
每股收益 (美元/股)	0.07	0.06	0.08	0.10
ROE (%)	6.96%	6.25%	7.52%	8.33%
市盈率				

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

中国医美能量源设备市场整体保持较快增速，光子嫩肤、紧致、脱毛等项目受到消费者青睐。公司是全球能量源设备领先企业，Soprano、Harmony、Accent 三大系列产品差异化布局，并且扩大全球直销渠道占比，能量源设备业务有望保持较快增长。同时，公司开拓注射填充市场，肉毒素、玻尿酸等产品将陆续在各个国家和地区推出。此外，进军牙科和个人护理市场，也将助力公司成长。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3.69/4.29/4.94 亿美元，同增 2.58%、16.44%、15.15%；归母净利润分别为 0.30/0.39/0.47 亿美元，同增-4.53%、29.99%、20.64%；对应每股收益分别为 0.06/0.08/0.10 美元，PE 分别为 7/6/5 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

关键假设点

我们按照公司业务进行拆分：

1) 能量源设备：公司作为全球设备的领先企业，三大系列产品销量持续增长，同时借助较强的研发储备，预计产品迭代升级和新品上市将会持续推动销售增长。预计 2024-2026 年公司能量源设备营收增速分别为 1.50%、13.5%、10%，营收分别为 3.21/3.65/4.01 亿美元；2) 牙科：公司依托复星牙科平台，着手打造 Copulla 品牌，提供全球一站式数字牙科服务。预计 2024-2026 年增速分别为 5%、25%、30%，营收分别为 0.10/0.12/0.16 亿美元；3) 注射填充：公司从 2019 年开始布局注射填充产品，获得美国 Revance 的 Daxxify 肉毒素在中国的销售权，并于 2023 年 4 月提交了生物许可申请。2024 年 1 月，公司与加拿大 FDA 批准的 Prolenium 建立合作伙伴关系，分销 Revanesse 皮下注射填充剂。2023 年注射类产品收入达 0.1 亿美元，同比增长 9.3%，未来有望成为公司支柱产业。预计公司注射填充业务增速分别为 17%、60%、70%，营收分别为 0.12/0.19/0.32 亿美元。

有别于大众的认识

市场认为国际化背景运营团队在国内本土化能力不足，我们认为，一方面公司作为复星医药集团医疗器械业务板块的核心成员，能够依托集团在中国的临床研究、渠道拓展、营销网络等资源；一方面公司加大外延与合作力度，组建合资公司拓展国内直销渠道，能够强化公司本土化市场推广、销售能力，扩大品牌影响力。

市场担忧公司在行业激烈竞争下发展受限，我们认为其多元优势可实现差异化突围。短期来看，其注射填充业务加速布局，新产品获批上市将为其注入增长动力。长期而言，复锐医疗积极切入注射填充、牙科、个护赛道，打造医美生态圈，凭借多层次业务线协同、多样化产品组合有望在激烈竞争中开拓新蓝海。

股价表现的催化剂

产品受益轻医美市场需求持续增长趋势；新品获批上市；新业务线表现超预期；直销渠道拓展超预期。

核心假设风险

全球经济不确定性；消费不及预期；行业竞争加剧；新品推广不及预期。

目录

1. 依托复星集团，持续拓展医美边界	6
1.1 全球轻医美平台型企业，打造协同产业生态圈	6
1.2 股权结构集中，管理层深耕行业多年经验丰富	8
1.3 盈利能力修复，业绩整体回升	9
2. 能量源设备基本盘稳固，注射填充前景可期	12
2.1 行业：轻医美前景向好，中国市场加速渗透	12
2.2 能量源设备：飞顿光电全球领先，差异化布局+强产品力助增长 ...	15
2.2.1 Harmony：多种适应症获批，主打光子嫩肤	16
2.2.2 Accent：射频+超声波，定位紧肤塑形	18
2.2.3 Soprano：冰点脱毛领航品牌	20
2.2.4 其他：多品牌持续推出，多点开花未来可期	21
2.3 注射填充：肉毒素前景可期，期待更多新品上市放量	22
3. 加速多元化布局，扩张美丽健康版图	24
3.1 个人护理：进军 C 端市场，掘金家用美容仪赛道	24
3.2 数字牙科：Copulla + 复星牙科，打造一站式数字化牙科服务	26
4. 全球直销版图再扩张，坚持研发创新筑壁垒	27
4.1 渠道：全球化布局，直销为基打造多渠道营销	27
4.2 研发：持续创新，加大投入	28
5. 盈利预测及投资分析意见	30
5.1 盈利预测	30
5.2 投资分析意见	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：复锐医疗发展历程.....	6
图 2：复锐医疗科技业务布局.....	7
图 3：复锐医疗科技生态系统.....	7
图 4：公司股权结构.....	8
图 5：公司主要人员.....	8
图 6：2017-2023 年公司营收及增速	10
图 7：2017-2023 年公司归母净利润及增速	10
图 8：2018-2023 年公司费用率	10
图 9：2018-2023 年公司净利率与毛利率	10
图 10：2018-2023 年公司 ROE	11
图 11：2018-2023 年公司总资产周转率.....	11
图 12：2018-2023 年公司权益乘数.....	11
图 13：医美项目分类.....	12
图 14：全球手术类和非手术类医美市场规模	12
图 15：中国手术类和非手术类医美市场规模	13
图 16：2019-2022 年各轻医美项目 GMV 占比	13
图 17：2022 年中国光电类医美项目消费统计占比情况（%）	14
图 18：中国光子嫩肤行业市场规模及增速	14
图 19：肉毒素作用原理	14
图 20：中国肉毒素市场规模	14
图 21：2022 年光电品牌/设备整体搜索占比（%）	15
图 22：2016 年全球主要供应商按收益划分的在能量源医疗美容治疗系统市场的市场份额（%）	15
图 23：2016 年中国能量源美容治疗系统主要供应商按收益划分的市场份额（%）	15
图 24：2020 年激光类医美器械市场份额占比（%）	16
图 25：2021 年中国强脉冲光医美器械市场份额占比（%）	16
图 26：双聚能射频技术示意图.....	19
图 27：相位移动技术示意图	19
图： 年紧致抗衰品类光电品牌复购率 TOP	

图 29: 2021-2023 年公司注射填充收入.....	23
图 30: 2021-2025 年中国家用美容仪市场规模 (亿元) 及增速 (%)	25
图 31: LMNT 示意图.....	25
图 32: 复锐齿科品牌矩阵.....	26
图 33: 数字齿科治疗流程.....	26
图 34: 复锐医疗科技全球销售网点分布	27
图 35: 2017-2023 年公司直销渠道占比 (%)	27
图 36: 2019-2023 年公司分地区营收占比 (%)	28
图 37: 2019-2023 年公司分地区营收占比 (%)	28
图 38: 公司研发实力.....	29
图 39: 公司研发费用整体保持增长态势	30
图 40: 公司研发费用率基本保持在 5%-6%.....	30
表 1: Harmony 系列产品	16
表 2: Harmony 系列配套手具	17
表 3: 黑金 DPL 超光子与竞品对比	18
表 4: 飞顿 Accent 系列产品.....	18
表 5: 黄金热拉提 2.0 与竞品对比	19
表 6: Soprano 系列产品	20
表 7: 飞顿冰点半导体激光治疗仪与竞品比较	20
表 8: Opus 与同类竞品比较	21
表 9: 公司注射类产品布局.....	22
表 10: Daxxify 与竞品比较	23
表 11: 肉毒素可与多种项目联用	24
表 12: 复锐医疗科技全球销售网络.....	27
表 13: 公司专利技术	28
表 14: 公司部分产品应用技术展示.....	29
表 15: 公司收入拆分	31
表 16: 可比公司估值	32

1. 依托复星集团，持续拓展医美边界

1.1 全球轻医美平台型企业，打造协同产业生态圈

深耕医疗美容二十余年，复锐医疗科技多领域延展业务版图。复锐医疗科技有限公司（Sisram Medical）成立于 2013 年，于 2017 年在港股上市，是首家在香港联合交易所主板上市的以色列公司。复锐医疗科技是复星医药集团旗下大医美核心平台，专注于医疗美容领域二十余年，公司拥有四大核心业务板块：能量源医美设备、注射填充、美容及数字牙科和个人护理，力求持续丰富多元化产品组合，夯实全球美丽健康生态系统建设。

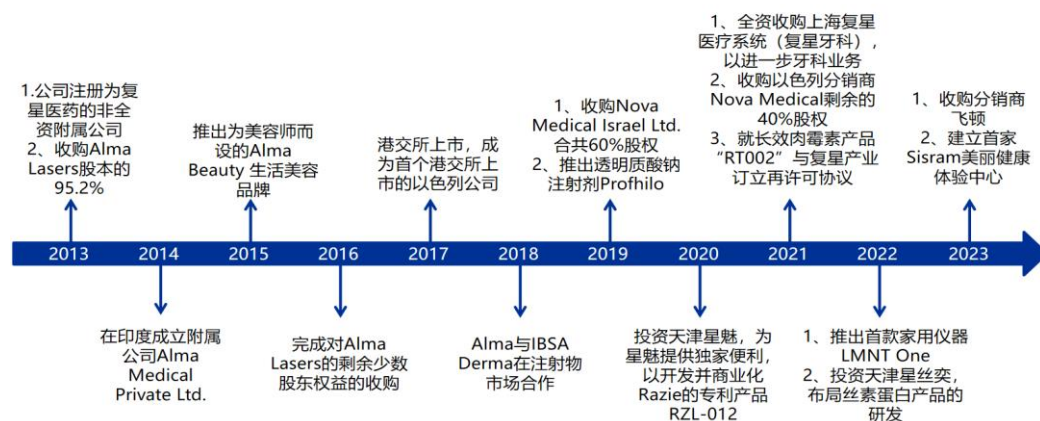
复锐医疗科技发展历程可主要分为以下三个阶段：

阶段一（2013-2017 年）：立足能量源设备业务，全球化发展。公司成立于 2013 年，同年收购 Alma Lasers 95.2% 股本，并于 2016 年完成剩余股权收购，2017 年公司港股成功上市。Alma Lasers 成立于 1999 年，总部位于以色列，是一家全球领先的医疗美容设备供应商，产品线涵盖激光、射频、等离子和超声波技术等，产品与服务遍布全球 90 多个国家和地区。

阶段二（2021 年至今）：拓宽业务版图，医美生态逐渐完善。2018 年，公司与瑞士医美公司 IBSA Derma 合作进军注射填充市场。IBSA Derma 于 2015 年推出玻尿酸注射剂 PROFHILO，在全球市场表现良好，2018 年，复锐医疗科技获得 PROFHILO 在以色列、印度、中国大陆和中国香港的独家代理权。2019 年，公司陆续在以色列、中国香港推出 PROFHILO。

阶段三（2021 年-至今）：业绩显著增长，力求成为医美综合解决方案提供商。得益于直销网络拓展及产品推新布局，2021 年公司在全球市场销售业绩取得显著性增长。2021 年以来公司推出多款新产品如性健康治疗设备“Alma Duo”和无创美体塑形及紧致肌肤设备“Alma PrimeX”，并拓展数字牙科服务“Copulla”和个人护理品牌“LMNT”两条业务线；2023 年推出血管和皮肤激光产品 Alma Veil；2024 年 9 月公司旗下 DAXXIFY 肉毒素 RT002 在中国获批上市，进一步扩充注射填充产品矩阵。

图 1：复锐医疗发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

聚焦光电，四大业务板块协同发展。公司前期以能量源设备起家，目前已拓展到注射填充、个人护理、数字牙科等领域，形成四大业务板块：**1) 能量源医美设备**：公司通过其核心附属公司 Alma Lasers，成为全球领先的能量源外科和医疗美容设备提供商；**2) 注射填充**：公司在玻尿酸、溶脂针、肉毒素、丝素蛋白和透明质酸真皮填充剂等重要领域均有布局，DAXXIFY 获批上市将为注射填充业务注入新元素；**3) 美容及数字牙科**：2021 年打造创新数字牙科服务平台 Copulla，拥有符合全球标准的 CAD/CAM 中心复星牙科；**4) 个人护理**：2021 年推出个人护理品牌 LMNT。从产品到消费者触达，公司协同旗下核心品牌，旨在打造完整的复锐医疗生态系统，成为医美综合解决方案提供商。

图 2：复锐医疗科技业务布局



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

图 3：复锐医疗科技生态系统

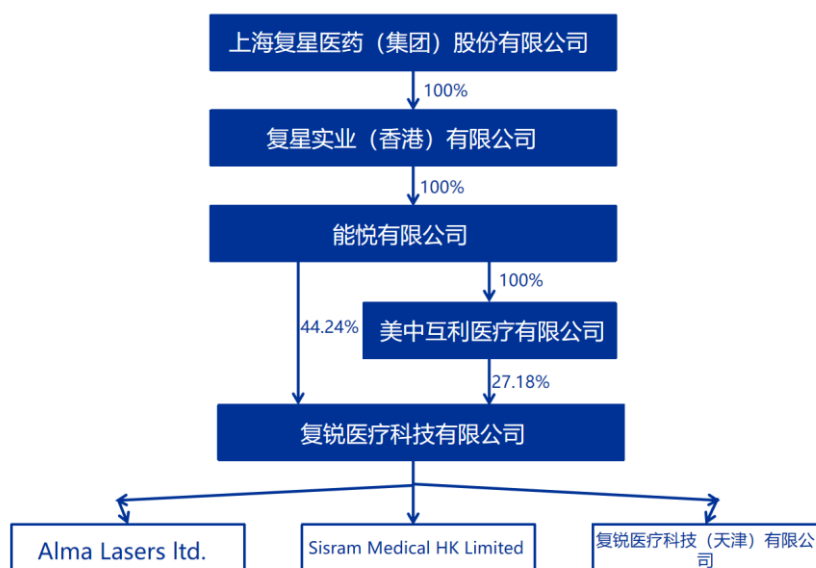


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 股权结构集中，管理层深耕行业多年经验丰富

公司股权结构集中，复星医药持股 71% 股权。上海复星医药集团为复锐医疗科技控股股东，通过能悦有限公司与美中互利医疗有限公司持有公司 71.43% 股份。复星医药成立于 1994 年，是一家植根中国的全球化医药健康产业集团，直接运营的业务涵盖制药、医疗器械与医学诊断、医疗健康服务等领域。作为复星医药集团医疗器械业务板块的核心成员，复锐医疗承担着集团在医疗美容领域的战略任务，依托集团在中国的临床研究、渠道拓展、营销网络等资源，对中国及亚太市场进行持续业务渗透和扩张。

图 4：公司股权结构



资料来源：公司官网，Choice，申万宏源研究

管理层经验丰富，团队稳定。公司董事长刘毅先生在质保、监管以及医疗技术方面拥有超过二十年行业经验，现任复星医药高级副总裁，并持有北京航空航天大学生物医学工程博士学位。公司 CEO Dayan 先生在能量源设备行业运营、物流财务、市场及销售领域拥有超过二十年的从业经验。

图 5：公司主要人员

姓名	职位	履历
刘毅	董事长	刘先生曾在中国多个政府机关部门以及商业公司任职，在质保、监管以及医疗技术方面拥有超过二十年行业经验。刘先生现任复星医药高级副总裁，并持有北京航空航天大学生物医学工程博士学位。
Lior Moshe Dayan	总裁兼首席执行官	Dayan 先生在能量源设备行业运营、物流、财务、市场及销售领域，拥有超过二十年的从业经验。其中九年时间，Dayan 先生深入飞速增长的亚洲市场考察与办公。
Eyal Ben David	全球业务总裁	David 先生在区域管理和销售渠道开发等多个销售领域从业十五年余，拥有专业、丰富的行业经验。

李家宏	首席财务官	李先生是美国注册管理会计师、全球特许管理会计师，也是英国皇家特许管理会计师公会、澳洲公共会计师协会及英国财务会计师公会的资深会员。曾在电信、消费者健康及医疗保健行业的财富 500 强跨国公司以及领先的科技创新企业中积累了超过 24 年的财务管理、战略规划与实施以及投资并购经验。
Keith Adams	北美区域总裁	Adams 先生负责 Alma 北美区域的商业运营。2018 年加入公司前，Adams 先生曾管理并领导医美销售组织获得卓越业绩，并在三年内实现盈利三倍的创收记录。
Doron Yannai	财务副总裁	Yannai 先生曾在软件、通信和建筑等不同行业的上市公司及民营企业任职，在财务管理领域有超过二十年的工作经验。
Orit Segal	首席运营官	Segal 女士在大中型高科技企业的全球人力资源领导方面拥有丰富的经验。她擅长对个人和团队进行指导和训练，帮助他们成就自我，并在企业转型与发展时期带领团队成长方面取得了骄人的业绩。
Ran Ezioni	首席运营官	Ezioni 先生在多个行业拥有超过二十年的丰富经验，包括全球运营、供应链管理、IT、外包和服务与维护领域。
Itay Meir	研发执行副总裁	Meir 先生在机械工程领域拥有近二十年的从业经验，Meir 先生拥有以色列理工学院机械工程学士学位。
Tal Burgan Rosen	全球营销副总裁	Burgan 女士有超过十八年的营销经验，涉及娱乐、通信、消费品牌和医疗设备等广泛领域。
Nikol Lev	信息技术副总裁	Lev 女士曾在多个跨国企业任职，在信息系统方面拥有二十余年的工作经验。Lev 女士曾管理大型计费系统开发团队，业务包括 CRM 与营收系统、网站与应用程序、以及电子商务网站。
方前厉	董事会秘书	方女士在领导投资者关系和跨境投资方面经验丰富，参与过大量并购项目，期间带给项目来自东西的不同视角。
Alon Efrat	全球业务发展副总裁	Efrat 先生是科学创新的倡导者，在医疗器械行业拥有二十年的丰富经验。他在本地与国际销售、业务管理和产品开发方面解和专业知知识，致力于推动医疗保健技术的发展。

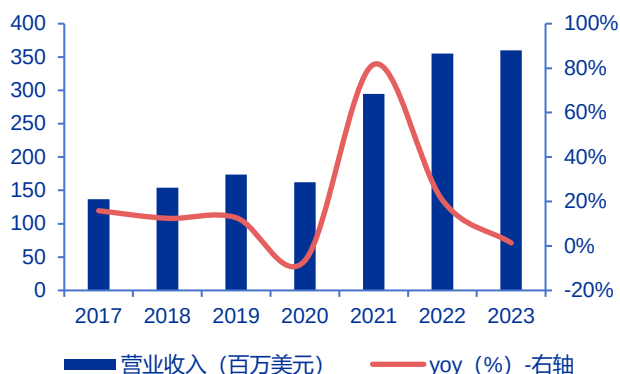
资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

1.3 盈利能力修复，业绩整体回升

营收回暖，归母净利润整体回升。2017 年至 2019 年，公司营业收入稳定增长，由 2017 年的 1.37 亿美元增长至 2019 年的 1.74 亿美元，保持两位数稳定增长。归母净利润于 2018 年出现显著提升，2019 年因收购 Nova 60% 股权所致出现下滑。2020 年，因疫情影响，公司营收与归母净利润都出现明显下滑。2021 年，在海外疫情好转的情况下，公司营业收入与归母净利润分别同比高增 81.66% 与 136.47%。2022 年，公司总营收增长带动归母净利润进一步增长。2023 年，公司营收受外汇汇率及利率波动，以及俄乌冲突和巴以冲突的

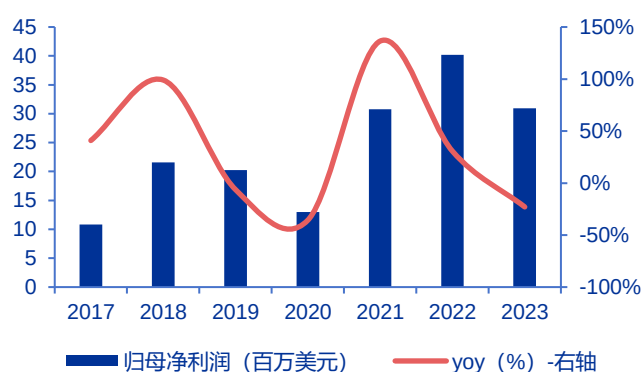
影响，收入增速下滑，但绝对值仍实现微弱增长，但由于销售费用率的提升使得公司的归母净利润也出现一定下滑。

图 6：2017-2023 年公司营收及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

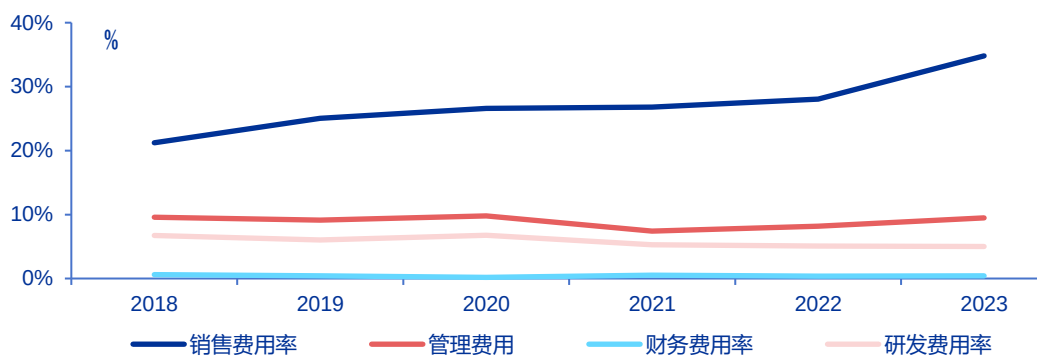
图 7：2017-2023 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

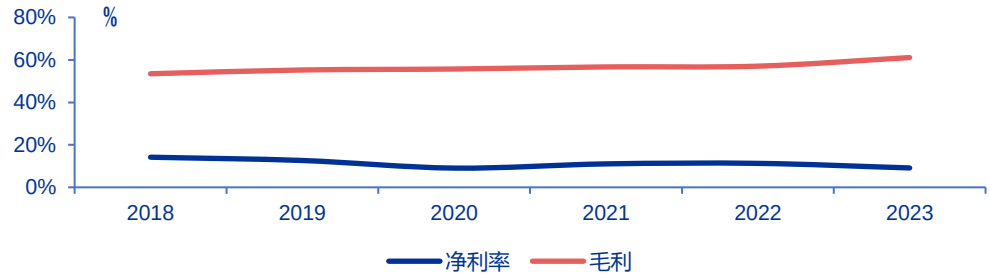
销售费用率增长明显，直销推动毛利稳中有升。2018-2023 年，公司销售费用占营业收入的比例分别为 21.22%、25.07%、26.58%、26.79%、28.06%与 34.81%，呈现逐年增长态势，主要是由于公司更多新品上市及更多地区市场的开拓带来的费用投入增加。2018-2023 年，公司主营业务毛利率稳中有升由 53.47%增长至 61.10%，主要由于公司持续扩大直销业务比例及向市场推出高毛利产品，并不断克服原材料价格与物流成本上涨的运营难题。公司净利率由 2022 年的 11.28%下降至 2023 年的 9.14%，净利率的下降主要是由于销售费用率的显著提升所致。

图 8：2018-2023 年公司费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

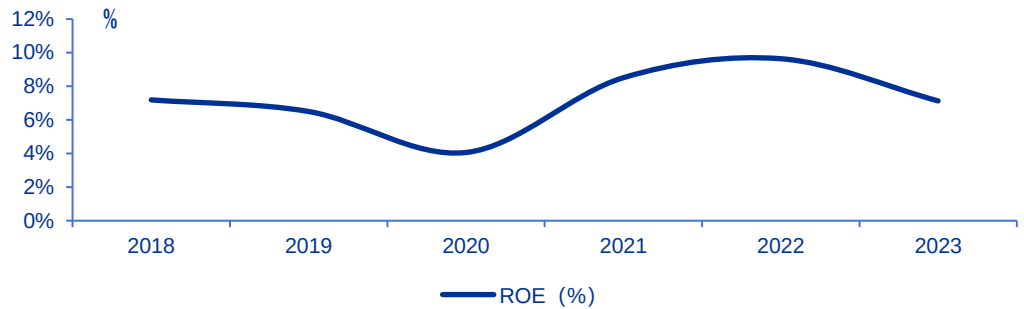
图 9：2018-2023 年公司净利率与毛利率



资料来源: Wind, 申万宏源研究

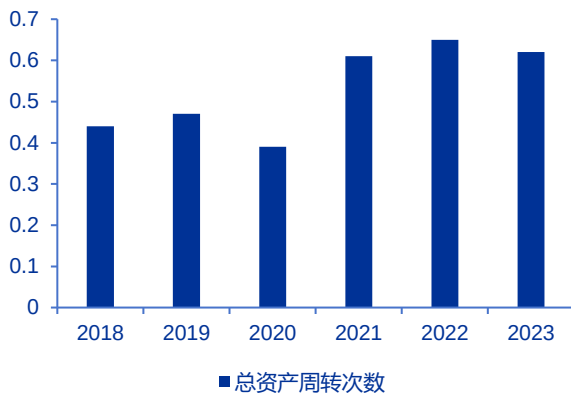
受净利率与周转率影响, 2021 年以来 ROE 整体呈上升趋势。2020 年, 公司 ROE 受疫情冲击下滑, 2021-2023 年, 公司 ROE 整体呈上升趋势, 由 2020 年的 4.06% 回升至 2023 年的 7.13%, 主要原因有: 1) 公司净利率因营收增长有所修复; 2) 公司总资产周转次数提升, 由 2020 年的 0.39 次增长至 2023 年的 0.62 次; 3) 公司权益乘数略微提升。

图 10: 2018-2023 年公司 ROE



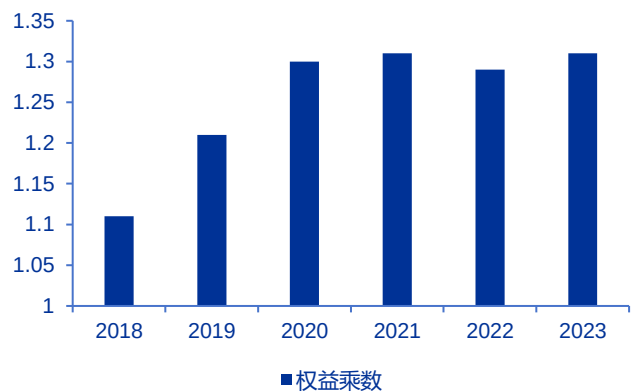
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 11: 2018-2023 年公司总资产周转次数



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 12: 2018-2023 年公司权益乘数



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2. 能源源设备基本盘稳固，注射填充前景可期

2.1 行业：轻医美前景向好，中国市场加速渗透

轻医美消费黏性强，上游厂商毛利高。轻医美即非手术类医美，是一种通过无创或微创手段满足美容需求的医美专业服务，以较低的价格和风险、较小的创口、快速恢复的特点，近年来迅速崛起成为医美市场的主导，轻医美主要包括：1) 注射类项目：通过注射玻尿酸、肉毒素、胶原蛋白等材料达到消除面部皱纹、塑形的目的；2) 光电类项目：即能源源类，利用能源源仪器通过激光、射频、超声等能量形式作用于人体，以达到美容和治疗目的。由于效果随时间会减弱，需要定期重复治疗，这使得轻医美项目具有较高的复购率和用户黏性。从价值链分布来看，据头豹研究院数据，上游原料及设备供应方是轻医美产业链中价值最高的环节，毛利率约 50%-90%。

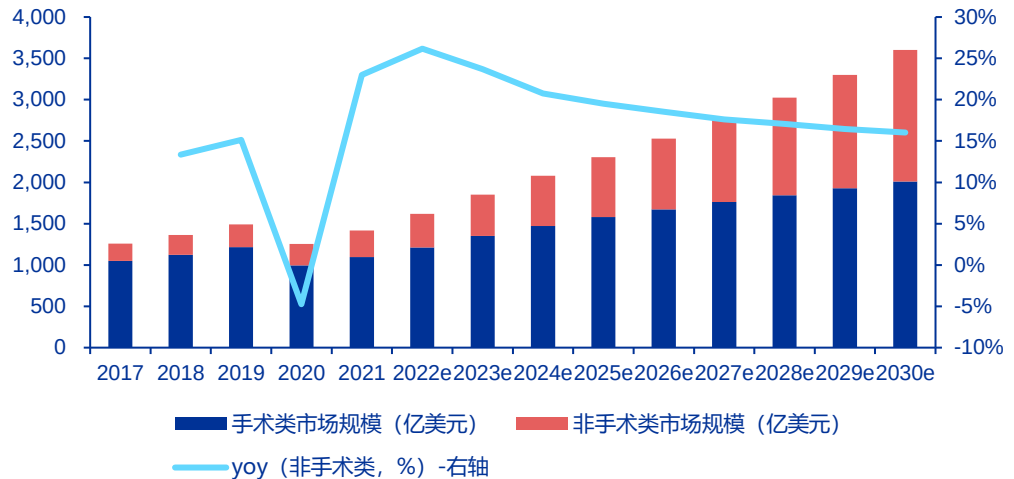
图 13：医美项目分类



资料来源：头豹研究院，申万宏源研究

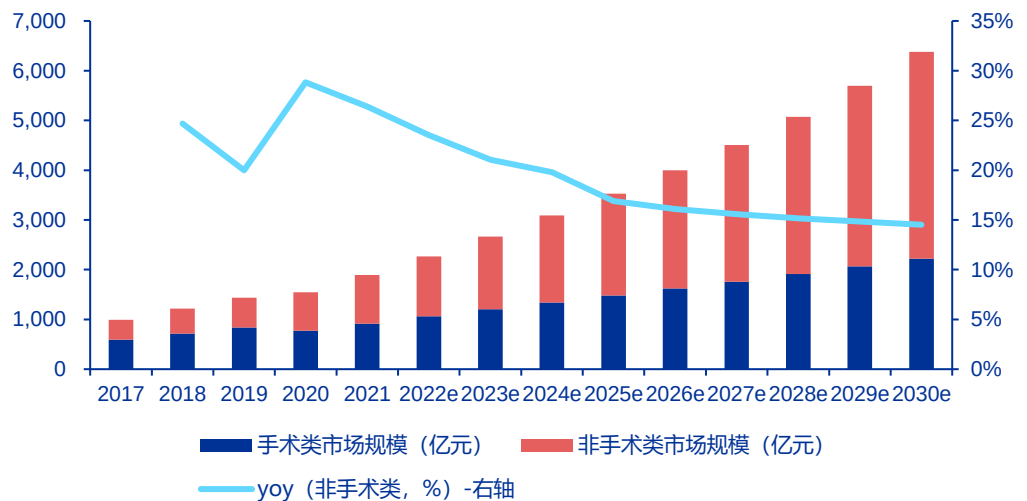
中国医美市场快速增长，轻医美为主要驱动力。据 Frost&Sullivan 数据，全球及中国医美市场在疫情后迅速回到增长赛道，2021 年全球医美市场达到 1417 亿美元，同比增长 12.9%，其中非手术类市场增速为 23%；同期中国医美市场回弹更强，2021 年市场规模达到 1892 亿元，同比增长 22.1%，其中非手术类市场增速为 26.4%。2023 年疫情放开后，医美积压需求快速释放，2024 年服务型消费修复，随着医美市场不断成熟，预计 2024-2030 年中国医美市场 CAGR 达 12.8%，2030 年中国非手术类市场规模占比将达 65%。

图：全球手术类和非手术类医美市场规模



资料来源: Frost&Sullivan, 蛋壳研究院, 申万宏源研究

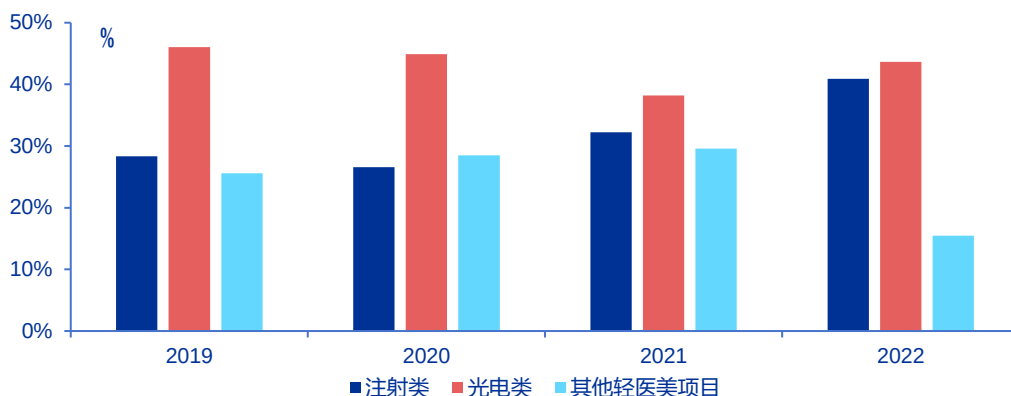
图 15: 中国手术类和非手术类医美市场规模



资料来源: Frost&Sullivan, 蛋壳研究院, 申万宏源研究

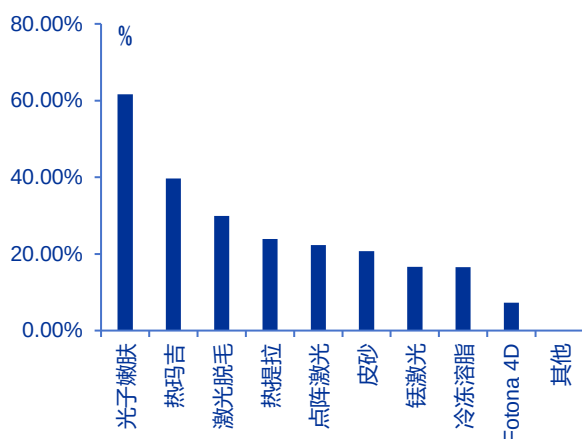
轻医美中光电类占比最大，光子嫩肤势头强劲。据 Medical Insight 数据，2022 年中国医美光电市场规模达 356.74 亿元，在轻医美中占比第一，且近两年呈现递增趋势，市场具有较大增长潜力。光电类项目占比提升体现了消费者对非侵入性、恢复快且效果显著的医美方式的较强偏好，主要分为脉冲光类、激光类、射频类，代表项目分别有光子嫩肤、激光脱毛/点阵激光、热玛吉，其中光子嫩肤消费热度居高不下，登顶 2022 年中国光电类医美项目消费榜单。据头豹研究院，2019-2023 年中国光子嫩肤行业规模从 22.7 亿元增长至 49.3 亿元，预计 2024-2028 年中国光子嫩肤行业的规模将从 62.2 亿元增至 120.0 亿元，CAGR 将达 17.8%。

图 16: 2019-2022 年各轻医美项目 GMV 占比



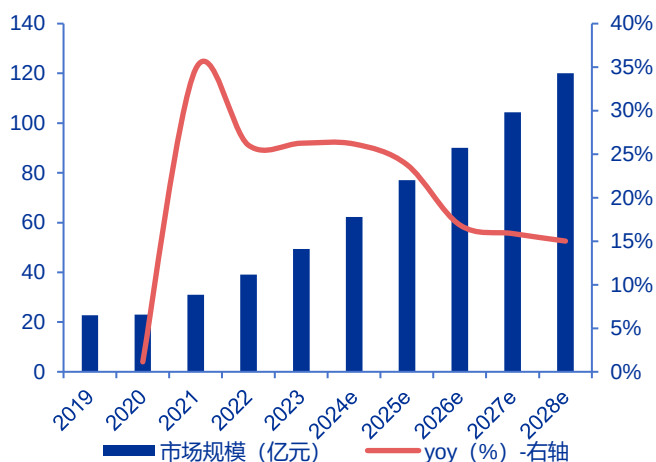
资料来源：新氧，申万宏源研究

图 17: 2022 年中国光电类医美项目消费统计占比情况 (%)



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 18: 中国光子嫩肤行业市场规模及增速

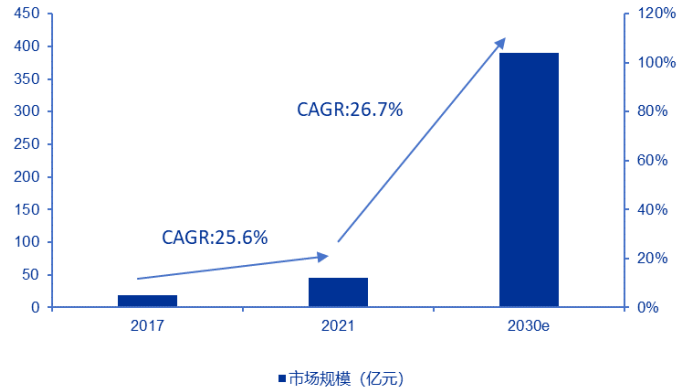
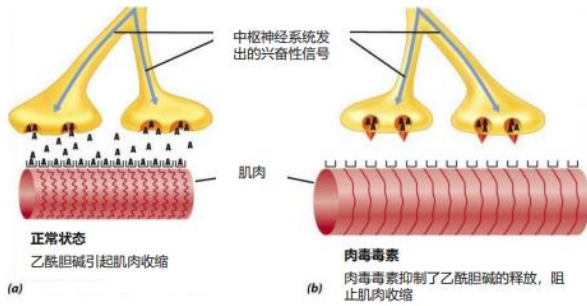


资料来源：头豹研究院，申万宏源研究

肉毒素进入壁垒高，市场整体保持高增长。肉毒素是注射类医美产品核心成分之一，据新氧数据，2021 年肉毒素在注射类医美消费占比第一，达 52.9%，且市场呈现稳步上升趋势。据弗若斯特沙利文，预计 2021-2030 年中国肉毒素市场规模将从 46 亿元增至 390 亿元，CAGR 将达 26.7%。肉毒素研发门槛高、流程长，目前国内仅 6 个品牌获批上市，市场中存在大量违规肉毒产品，2021 年肉毒市场非正规产品占比 62%。随着医美合规收严+供给端正规产品丰富度提高，合规肉毒市场占比将不断提升。

图 19: 肉毒素作用原理

图 20: 中国肉毒素市场规模



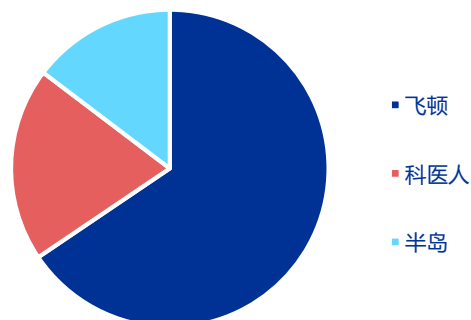
资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2.2 能量源设备：飞顿光电全球领先，差异化布局+强产品力助增长

公司旗下飞顿品牌全球领先，已成为国内激光类医美器械龙头。飞顿 (Alma Lasers) 在光电类医美深耕多年，已成为行业领军。2016 年，公司旗下核心品牌飞顿在全球主要供应商按收益划分的能量源医疗美容治疗系统市场的市场份额中排名第五，占比 4.4%；在中国能量源医疗美容治疗系统主要供应商按收益划分的市场份额中排名第一，占比 16.2%。据新氧数据，2022 年，飞顿在光电品牌/设备整体搜索量中占比最高，为 62.27%。从细分市场来看，据艾瑞咨询数据，飞顿在 2021 年中国强脉冲光医美器械市场份额占比第二，占比 22%，在 2020 年中国激光类医美器械市场份额排名第一，占比为 32%。

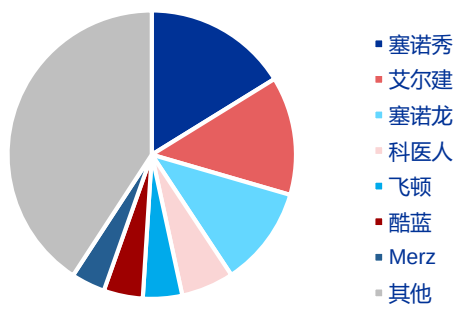
图 21：2022 年光电品牌/设备整体搜索占比 (%)



资料来源：新氧，申万宏源研究

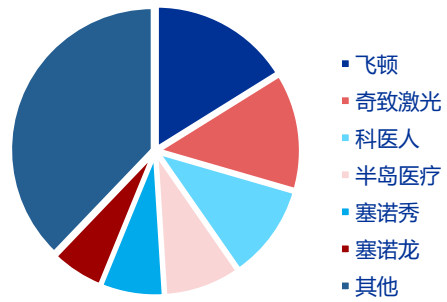
图 22：2016 年全球主要供应商按收益划分的在能量源医疗美容治疗系统市场的市场份额 (%)

图 23：2016 年中国能量源美容治疗系统主要供应商按收益划分的市场份额 (%)



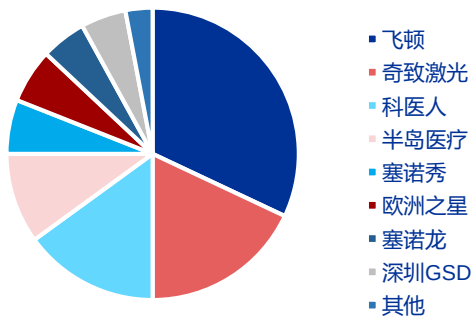
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 24: 2020 年激光类医美器械市场份额占比 (%)

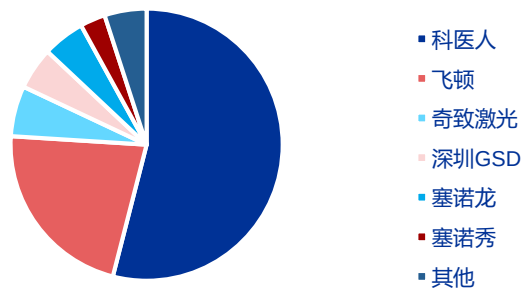


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 25: 2021 年中国强脉冲光医美器械市场份额占比 (%)



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

2.2.1 Harmony: 多种适应症获批，主打光子嫩肤

飞顿旗舰产品，主打光子嫩肤。 Harmony 系列于 2007 年推出，Alma 飞顿旗舰产品线之一，是利用激光、轻质及超声波技术的能量源医疗美容的可拓展、多应用平台。Harmony 系列产品经过迭代，于 2020 年推出 Harmony XL Pro 突破性涂药器特别版，使过往功效加倍并带来显著年轻肌肤效果，可解决逾 65 种 FDA 批准的适应症。

表 1: Harmony 系列产品

产品名	推出时间	能量来源	应用端口数量	主要预期适应症
Harmony XL	2007	激光/超声波 /AFT/NIR/LED	16	超过 65 种适应症，如嫩肤、脱毛、紧肤、祛疤、血管治疗、色素性病变等
Harmony XL Pro	2014	激光/超声波 /AFT/NIR/LED	19	相较于 Harmony XL 新增加除痘疤等功能
Harmony XL Pro 特别版	2020	激光/超声波 /AFT/NIR/LED	19	相较于 Harmony XL 新增加除痘疤等功能，并使过往功效加倍并带来显著年轻肌肤

资料来源：Alma 官网、公司招股书，申万宏源研究

配备多种手具，打造全方位嫩肤矩阵。 Harmony 系列搭配不同外设手具以满足多种皮肤护理治疗需求。其中，1) ClearLift: 为最全面的 Q 开关激光设备，搭载了 LP Nd:YAG- 波长为 1064nm 的脉冲发生器，血红蛋白的高吸收和深度穿透使其对治疗面部和身体的血管病变非常有效，能安全地针对各种色素沉着和纹身，并提供皮肤再生治疗；2) ClearSkin Pro: 能有效治疗活动性痤疮和痤疮，它的高能量输送可诱导组织凝固和真皮重塑，是全年皮肤再生治疗的理想选择；3) VL/PL 540CooledIPL: 专为治疗血管和色素性病变而设计。这款 3 平方厘米的仪器配备了有效的冷却装置以确保安全，并提供适合不同病症的脉冲宽度选项。

表 2: Harmony 系列配套手具

图片	产品名	产品介绍
	ClearLift	作为最全面的 Q 开关 Nd: YAG 治疗解决方案，这款屡获殊荣的应用器具可提供强烈的纳秒脉冲，安全地针对各种色素沉着和纹身，并提供皮肤再生治疗。
	ClearSkin Pro	Er: Glass 1540nm 非消融激光器有效治疗活动性痤疮和痤疮。其高能量输送可诱导组织凝固和真皮重塑，是全年皮肤再生治疗的理想选择。
	iPixel	高吸水性使得 2940nm Er:YAG 激光成为皮肤表面处理和良性病变去除的理想技术。
	LP Nd:YAG	血红蛋白的高吸收和深度穿透使 1064nm 的脉冲发生器对治疗面部和身体的血管病变非常有效。
	Dye-VL&Dye-SR	Alma 独特的窄带光谱 IPL 涂抹器可覆盖黑色素和血红蛋白的高吸收率，从而有效、安全地去除浅表血管和色素病变。
	Speed AFT	宽带强脉冲光治疗仪，采用了 Alma 的 SHR 技术，具有 6.4cm ² 的大光斑尺寸，可覆盖最佳波长，实现黑色素的高吸收，从而安全有效地去除毛发。
	VL/PL 540Cooled	专为治疗血管和色素性病变而设计。这款 3 平方厘米的仪器配备了有效的冷却装置以确保安全，并提供适合不同病症的脉冲宽度选项。
	NIR Face	使用近红外光谱中的高功率光源，可实现安全有效的真皮加热，刺激新胶原蛋白的形成，让皮肤看起来更年轻。

资料来源：Alma 官网、公司招股书，申万宏源研究

国内版本为黑金 DPL 超光子，专利加持无痛护肤。 目前 Harmony 系列的国内版本为黑金 DPL 超光子，通过 in-motion 速滑技术与 HZ 超高频率搭配，在实现“疼痛低”的

基础上，解决肤色晦暗、肤质粗糙、毛孔粗大及皱纹等问题。根据新氧平台，黑金 DPL 超光子与竞品相比，优势主要在于其改变了传统光子嫩肤的加热模式，利用更低的能量，更高的频率，在治疗区域内长时间保持一定的温度，来达到同样的光子嫩肤效果，并且治疗恢复期短，在疼痛减轻与体验优化上的效果更优质。

表 3：黑金 DPL 超光子与竞品对比

产品	黑金 DPL 超光子	IPL 皇后光子	M22 王者之冠
厂商	飞顿	奇致激光	科医人
能量源	光电	强脉冲光	激光和强脉冲光
认证机构	CFDA	CFDA	FDA、CE、NMPA
使用时长	15-30 分钟	20-30 分钟	20-30 分钟
恢复时间	0-1 天	0-1 天	0-1 天
间隔周期	每 1-2 个月 1 次	每 1-2 个月 1 次	每 1-2 个月 1 次
效果持续	1-2 个月	1-2 个月	1-2 个月
适应症	肤色晦暗、肤质粗糙、毛孔粗大及皱纹等	色斑、皱纹、毛孔粗大、肤色肤质、痤疮等	改善皮肤状态
优势	1、可保 3HZ 的超高频率，每秒发射 3 个脉冲 2、in-motion 速滑技术与 3HZ 超高频率搭配： 3、在治疗的过程中使用超级冷却技术，让局部温度可以达到-8-4°C。	1、多独立可调专利技术，让皮肤得到充分的缓冲和散热时间，同时又减少痛感，让求美者体验度更佳 2、能量校正技术，到达皮肤上的能量稳定，改善治疗效果 3、适应性广：高性价比，可改善多种皮肤问题。	可按个别人需要及不同肤质调整脉冲光线输出方式，适应症广

资料来源：新氧，申万宏源研究

2.2.2 Accent: 射频+超声波，定位紧肤塑形

紧肤塑形产品，超射结合技术先进。飞顿 Accent 系列旗下第一款产品 Accent XL 早于 2009 年推出，定位面部提拉与身体塑形。其后 2016 年推出的 Accent Prime 创新性地将聚焦射频技术与超声波技术相结合，比起单独使用疗效更佳，能够应用于紧肤、减脂、靓肤以及身体塑形等多个领域。

表 4：飞顿 Accent 系列产品

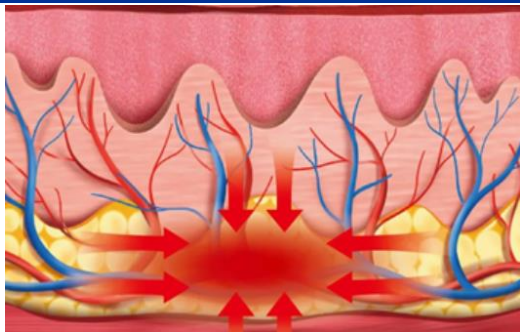
产品名	推出时间	能量来源	应用端口数量	主要预期适应症
Accent XL	2009	射频	3	紧肤/减脂/靓肤

产品名	推出时间	能量来源	应用端口数量	主要预期适应症
Accent Ultra V	2011	射频+超声波	9	紧肤/减脂/靓肤/身体与面部塑性
Accent Prime	2016	射频+超声波	12	紧肤/减脂/靓肤/嫩肤/身体与面部塑性

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

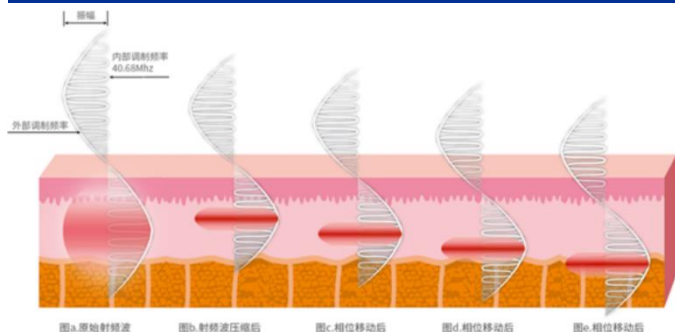
国内版本为黄金热拉提 2.0，多技术运用塑造品牌效应。目前 Accent 系列的国内版本为黄金热拉提 2.0，搭载双聚能射频、波相匹配、波形压缩、相位移动等技术，在确保射频能量隔空加热的时候，通过调整射频手具上每个发射源的相位，使每个射频波呈现聚焦式聚集于皮下特定深度，热作用更精准聚集。根据新氧，2022 年黄金热拉提 2.0 在紧致抗衰、瘦脸品类中复购率第一。

图 26：双聚能射频技术示意图



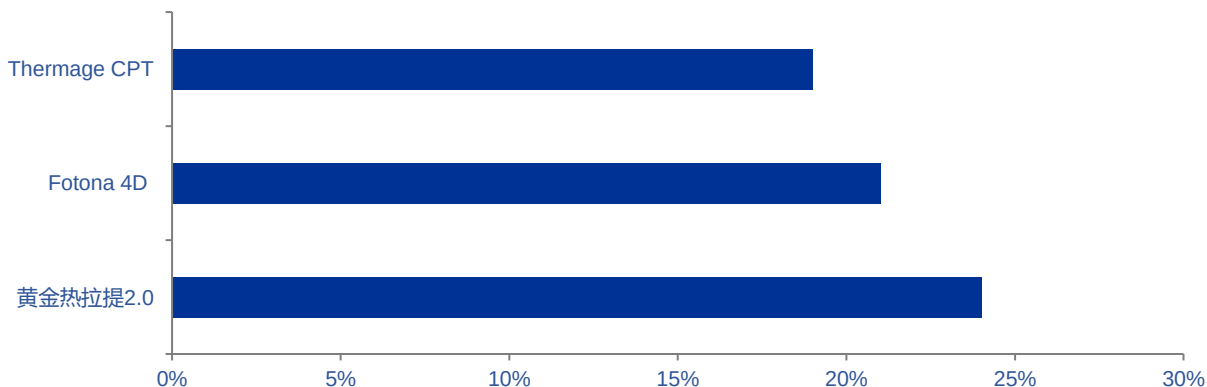
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 27：相位移动技术示意图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 28：2022 年紧致抗衰品类光电品牌复购率 TOP3



资料来源：新氧，申万宏源研究

高温短时较舒适，竞争力突出。黄金热拉提 2.0 主要定位提拉紧肤抗衰，相近项目包括热玛吉、超声炮等。根据新氧平台，黄金热拉提相较于竞品而言，优势在于高温短时、舒适度较高，痛感更低。

表 5：黄金热拉提 2.0 与竞品对比

产品	黄金热拉提 2.0	热玛吉 CPT	超声炮
厂商	Alma 飞顿	SOLTA Medical	半岛医疗

产品	黄金热拉提 2.0	热玛吉 CPT	超声炮
能量源	单级大射频	射频	超声波
认证机构	CFDA	CFDA、FDA、CE	CFDA
使用时长	0.5-1 小时	1.5-2 小时	0.5-1 小时
恢复时间	0-1 天	0-1 天	0-1 天
间隔周期	多疗程，因人而异	2-3 次, 可在 6 个月后进行再次治疗	1-2 年/次
效果持续	1-2 年	1-3 年	1-2 年
适应症	提拉紧肤	全面部皮肤组织松下垂、皱纹过多， 肤质老化粗糙	去皱紧致抗衰
优势	1.改变加热模式，做到高温短时； 2.制冷系统增强，实现深层治疗，舒适度 高	1.治疗周期短、持续时间长； 2.可以刺激胶原蛋白源再生	1.分层作用:多种不同深度治疗头，实现 分层次能量输出； 2.治疗精细，舒适度高

资料来源：新氧，申万宏源研究

2.2.3 Soprano：冰点脱毛领航品牌

聚焦紧肤脱毛领域，主打冰点脱毛。飞顿 Soprano 系列基于公司专利技术 In-motion、SHR (超级脱毛)技术，打造冰点脱毛新赛道。旗下第一款产品 Soprano XL 早于 2006 年推出，主要用于镭射脱毛。经过多次迭代，根据公司招股书，Soprano 系列产品 ICE Platinum 使用了创新性三频二极管技术，向使用者提供 755nm、810nm 以及 1064nm 等三段不同波长激光，以满足不同部位、皮肤状况及程度的用户需求。

表 6：Soprano 系列产品

产品名称	推出时间	能量来源	应用端口数量	主要预期适应症
Soprano XL	2006	激光	2 个手具	脱毛/紧肤
Soprano Accord	2009	激光	2 个手具及 1 个配件	脱毛
Soprano XLI	2010	激光	2 个手具	脱毛/紧肤
Soprano ICE	2014	激光	4 个手具及 1 个配件	脱毛
Soprano ICE Platinum	2016	三种波长激光	5 个手具及 3 个配件	脱毛
Soprano Titanium	2019	三种波长激光	5 个手具及 1 个配件	脱毛

资料来源：公司招股书，飞顿官网，申万宏源研究

国内版本为飞顿冰点半导体激光治疗仪，有效降低痛感。目前 Soprano 系列的国内版本为飞顿冰点半导体激光治疗仪，主要竞品包括科医人的月光真空脱毛与赛诺龙的酷雪翠绿宝石脱毛等。相较竞品，飞顿冰点半导体激光治疗仪拥有更短的疗程，效果持续时间相应较短。但该产品主要定位疼痛敏感的人群，且其个性化医疗服务也与竞品作出赛道区分。

表 7：飞顿冰点半导体激光治疗仪与竞品比较

产品	冰点半导体激光治疗仪	月光真空脱毛	酷雪翠绿宝石脱毛
厂商	飞顿	科医人	赛诺龙
能量源	半导体激光	激光	-
认证机构	CFDA	CFDA、FDA	CFDA、FDA、CE
使用时长	10-20 分钟	5-10 分钟	20-30 分钟
恢复时间	0-1 天	0-1 天	0-1 天
间隔周期	3-5 次/疗程，每次间隔 1 个月	3-6 次/疗程，每次间隔 1 个月	2-3 次，可在 6 个月后再治疗
效果持续	3-6 个月	10 年	6 个月
优势	1.适合怕疼人群； 2.个性化，设备稳定，0 耗材	1.特定波长的激光穿透表皮，直接破坏毛囊组织，让毛发不再有重生的机会； 2.脱毛迅速，同时肌肤产生胶原蛋白，有美肤功效	悬浮脱毛,不易交叉感染风险

资料来源：新氧，申万宏源研究

2.2.4 其他：多品牌持续推出，多点开花未来可期

Opus：全球第一台专门治疗颈纹的光电设备，打开颈纹光电治疗新局面。颈部衰老作为显性需求，近年来一直被广泛关注，但是由于颈部皮肤特殊的结构和特点，导致颈部治疗对光电设备的要求较高，Opus 超离子为全球第一台专门治疗颈纹的光电设备，可满足颈部去除细纹、皮肤紧致、肤色均匀的三大诉求。Opus 结合离子能与超射频，配合人体工学 In-motion 超离子速滑技术，缩短治疗时间至 15-20 分钟。结合 GRT 技术与 FTT 技术，使剥脱&热作用比例可控，作用深度&强度精细可控。搭配 G6-TIP、R15-TIP 与 S-TIP 三种手具，适用于不同肤质肤色及纹理的消费者。

Opus 2021 年率先在美国发布，并迅速登录全球各大医美诊所。2022 年 5 月 31 日在中国举办了线上首发上市发布会，正式进军中国市场。对比竞品，Opus 治疗更为精细，同时作为新能量源给消费者提供了体验感和临床疗效并存的颈部项目新选择。

表 8：Opus 与同类竞品比较

产品	Opus	嗨体
厂商	Alma Lasers	爱美客
操作方式	光电治疗	注射
认证机构	-	CFDA、NMPA
参考均价	-	2750
使用时长	15-20 分钟	20-30 分钟
恢复时间	-	5-7 天

产品	Opus	嗨体
间隔周期	单次	3-6 次，每次间隔 1 个月
效果持续	-	3-4 个月
痛感程度	表麻、局部轻微疼痛	表麻、局部疼痛，伴有红肿、淤青
相关技术	In-motion 超离子速滑技术、GRT、FTT	真皮层细胞赋活疗法
适用症	针对颈部，去除细纹、紧致肌肤、均匀肤色	针对颈部，祛皱紧肤
优势	1.治疗时间短、疗效较长、淡纹紧致效果好，更有效；	1.直接作用于真皮层，可供给细胞营养，促进细胞
	2.匀色一步到位、作用均匀、痛感低，更舒适；	新生；
	3.作用均匀、作用深度&强度精细可控，更安全	2.提升真皮层胶原蛋白产生能力，提升胶原纤维网状结
	4.操作简单，自然	构重建效率，可以更好的改善肤质；

资料来源：新氧，Alma 官网，申万宏源研究

2.3 注射填充：肉毒素前景可期，期待更多新品上市放量

开拓注射医美新市场，多款产品蓄势待发。2019 年起公司在原有能量源业务基础上，通过与 IBSA Derma 的合作打开注射医美业务新格局。公司通过与国际先进企业的合作与投资，布局玻尿酸、溶脂针、肉毒素、丝素蛋白和透明质酸真皮填充剂等重要领域。2023 年，注射类产品收入 0.1 亿美元，同比增长 9.3%，看好未来产品放量+新品研发推进，注射填充有望成为公司又一支柱产业。

1) Prophilos：玻尿酸产品 Prophilos 已于以色列、中国香港和印度上市，功效为重塑多层皮肤组织，治疗衰老根源及衰老症状；**2) 肉毒素 RT002：**与复星医药签订协议，获得美国 Revance 的肉毒素产品 Daxxify 在中国的销售权，于 2024 年 9 月获得中国国家药品监督管理局的批准，即将在中国大陆市场推出；**3) 溶脂针 RZL-012：**适用于美容适应症及各种脂肪引发的疾病的注射疗法，已于临床研究阶段；**4) 丝素蛋白：**2022 年公司投资天津星丝奕公司，正式布局丝素蛋白透明质酸钠复合凝胶及面部埋线产品；**5) 透明质酸真皮填充剂：**为扩大皮下注射填充产品线，公司于 2024 年 1 月与加拿大 FDA 批准的优质皮下注射填充剂制造商 Prollenium 建立战略合作伙伴关系，在英国、德国、奥地利、瑞士、澳大利亚和新西兰等多个主要市场分销知名的 Revanesse 皮下注射填充剂系列。

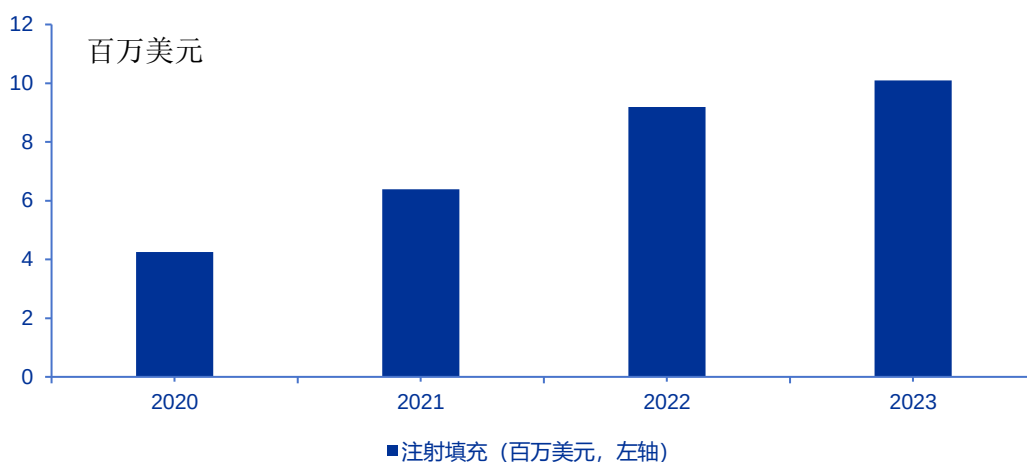
表 9：公司注射类产品布局

产品	上市情况	布局	发展状况
玻尿酸 Prophilos	已上市	与 IBSA Derma 合作，获得在中国大陆、中国香港、印度、以色列地区的独家代理权。	在以色列、中国香港和印度上市，2023 年 11 月向 NMPA 提交注册申请并获受理，获得海南省药监局批复。2024 年 6 月，国内首家 Prophilos 璞菲洛培训中心落地海南启研医院。
溶脂针 RZL-	未上市	投资天津星魅公司，以开发并商业化 Razeil 的专利产品 RZL-012	完成 II 期临床试验，计划于 年着手准备三期全球临床中心。

产品	上市情况	布局	发展状况
肉毒素 RT002	已上市	与复星医药签订协议，获得美国 Revance 的肉毒素产品 Daxxify 美容适应症在中国的销售权	2024 年 9 月获得中国国家药品监督管理局的批准
丝素蛋白	未上市	通过持有天津星丝奕 10% 股权，布局丝素蛋白透明质酸钠复合凝胶及面部埋线产品。	研发中
透明质酸真皮填充剂	未上市	与加拿大 Prollenium 合作，在英国、德国、奥地利、瑞士、澳大利亚和新西兰等多个主要市场分销 Revanesse 皮下注射填充剂系列。	计划合作更多产品线

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29：2021-2023 年公司注射填充收入



资料来源：公司财报，申万宏源研究

Daxxify 长效肉毒获批，产品优势显著。2024 年 9 月公司肉毒素产品 Daxxify 在中国大陆获批上市，是中国第六款获批的正规肉毒素产品，也是全球首款且唯一一款长效肽制剂神经调节剂，定位瞄准高端市场。相较于其他肉毒素产品，Daxxify 具有效果持久、安全性强与无需冷链储存几大优势。1) 效果持久：持续时间可达 6-9 个月，最快 1 天即可观察到皱纹改善结果，通常两天内见效；2) 安全性：Daxxify 不含辅助蛋白和动物源性物质，不需要像保妥适（Botox）等产品那样依赖人血清白蛋白作为赋形剂，独特的肽交换技术，可降低非白人种的排异反应，更适合亚洲人的肌肤；3) 无需冷链储存：未开封时 20°C-25°C 室温下储存，复溶后 2°C-8°C 冷藏避光保存 72 小时，为医生在临床使用提供了更方便、可控的存储管理。由于肉毒可与多种医美项目联用，如肉毒+玻尿酸、肉毒+光电等，看好 Daxxify 凭借自身产品力与公司高端诊所渠道、产品矩阵建设、整体解决方案提供能力等优势在中国市场取得一席之地。

表 10：Daxxify 与竞品比较

产品	RT002(Daxxify)	保妥适 (Botox)	衡力	吉适(Dysport)	乐提葆 (Letybo)	西马(XEOMIN)
厂商	Revance	Allergan	兰州生物	IPSEN	Hugel	Merz Pharmaceuticals

						GmbH
获批时间	2024	2009	1993	2020	2020	2024
国内合作企业	复锐医疗	艾尔建美学	国药控股	博福-益普生	四环医药	精鼎医药
分子量	150KDA	900KDA	300/500/900KDA	300/500/900KDA	900KDA	150KDA
起效时间	2天内	7天	3天	2-3天	2-3天	5-7天
维持时间	6-9个月	3-4个月	3-4个月	4个月	3-4个月	3-6个月
价格	暂无	3000-5000元	1000-1500元	2400-3000元	1800-2500元	暂无
使用部位	精准部位(适用于眉间纹,还可改善眉形)	精准部位(眉间纹、鱼尾纹、瘦脸)	大面积部位(瘦肩、瘦腿、瘦脸)	大面积部位(瘦肩、瘦腿、瘦脸)	精准部位(眉间纹、鱼尾纹、瘦脸)	精准部位(眉间纹)
赋形剂	肽 RTP004	人血白蛋白	医药明胶(易产生过敏反应)	人血白蛋白	人血白蛋白	人血白蛋白
优势	1. 长效 2. 可室温保存 3. 更适用于亚洲皮肤	采用真空冻干技术,不易产生杂质	性价比高	弥散面积中等,适用范围较准确,起效时间较快	高纯度,安全性强	不含复合蛋白、纯度更高,注射后更不易产生耐药性

资料来源：嘉世咨询，e 美圈，肉毒素观察，新氧，申万宏源研究

表 11：肉毒素可与多种项目联用

组合方式	功效
肉毒素+玻尿酸	肉毒素作用于肌肉层，是去除动态皱纹的首选，对深部皱纹效果明显，玻尿酸作用于真皮层，能填充静态皱纹且补充肌肤容量，两者结合全面封锁皱纹，除皱效果叠加
肉毒素+光电类项目	肉毒能够抚平动态纹，同时预防静态纹。光电类项目如激光、射频治疗等则针对静态纹，并能够刺激胶原蛋白新生，紧致皮肤。两者结合可以优势互补，对于上面部的效果更好，尤其是眼部
肉毒素+中胚层疗法	肉毒毒素可以抚平面部的动态纹，而中胚层治疗能够给予皮肤营养，达到改善肤质的效果
肉毒素+手术类	肉毒毒素用于治疗动态纹且注射后见效快，眼综合手术包括眼部去脂、眼袋去除等，能够改善明显的松弛老化痕迹。两者结合能够在宏观和微观层面双向起效，效果更加明显

资料来源：嘉世咨询，申万宏源研究

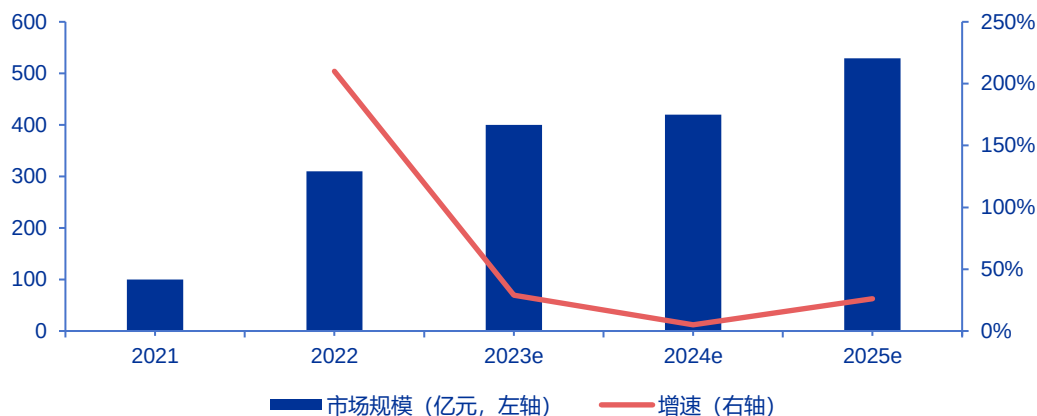
3. 加速多元化布局，扩张美丽健康版图

3.1 个人护理：进军 C 端市场，掘金家用美容仪赛道

家用美容仪市场迎来规范发展，高增长趋势不减。根据青眼情报，随着“颜值经济”的增长以及社会群体消费能力的升级，中国家用美容仪行业市场规模由 2021 年的 100 亿元增长至 2022 年的 310 亿元，呈高增长态势。生产端看，目前家用美容仪相关法律规定日渐严格，将筛选掉部分无资质品牌，且增加产品成本。在 年 月新规实施后，预

计市场规模增速将小幅下降。需求端看，由于工作生活的快节奏，越来越多消费者选择家用美容仪，以达到充分利用碎片化时间管理外貌的目的。预计 2025 年市场规模将达到 529 亿元，存在较大的增长空间。

图 30：2021-2025 年中国家用美容仪市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：青眼情报，申万宏源研究

个护品牌 LMNT 开拓 C 端新市场。公司于 2022 年 5 月推出个护品牌 LMNT 的第一款产品 LMNT One，是一款基于光波能量的嫩肤治疗产品，采用了经典的美容科技组合 -LED 红光+NIR 近红外光+ Micro pulses 微脉冲技术，旨在通过实时亮肤、促进胶原新生等多重维度，助力消费者在家即可实现肌肤年轻化。同时，凭借无凝胶、无线使用、无痛护理等特点，为消费者带来更加舒适、自由的使用体验。该产品已于中国、欧洲和北美上市，通过 B2B 渠道和 To C 电商渠道触达消费者。2023 年，公司推出第二代产品 LMNT O2。

图 31：LMNT 示意图



资料来源：LMNT 官方微博，申万宏源研究

3.2 数字牙科：Copulla + 复星牙科，打造一站式数字化牙科服务

依托复星牙科与 Copulla，拓展牙科业务产品线。2021 年，公司收购了复星牙科的全部股份。复星牙科是中国领先的牙科设备分销商和行业专家，也是 CAD/CAM 牙科器具制造商，在专业市场领域，如牙科诊所和牙科实验室，都占有重要市场地位。以此为基础，公司着手打造 Copulla 品牌，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，覆盖从口内扫描到最终产品服务交付的所有流程。

图 32：复锐齿科品牌矩阵



资料来源：复锐齿科官网，申万宏源研究

图 33：数字齿科治疗流程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2022 年，Copulla CAD/CAM 应用程序(第一版)开发完成。同年，复锐医疗科技与福州瑞克布朗订立投资协议，获得瑞克布朗 23.2% 的股权，以完善公司美容及数字牙科业务的产品组合并推动该业务板块的快速发展。投资完成后，公司的医疗美容及数字牙科分部可在中国及国际市场上分销瑞克布朗的产品，促进牙科产品线的扩充。2023 年，公司已完成数字牙医的评估和改进、UI/UX 软件的调整以及 QA 和培训，并进行试点以及整合 CRM&ERP 系统。

4. 全球直销版图再扩张，坚持研发创新筑壁垒

4.1 渠道：全球化布局，直销为基打造多渠道营销

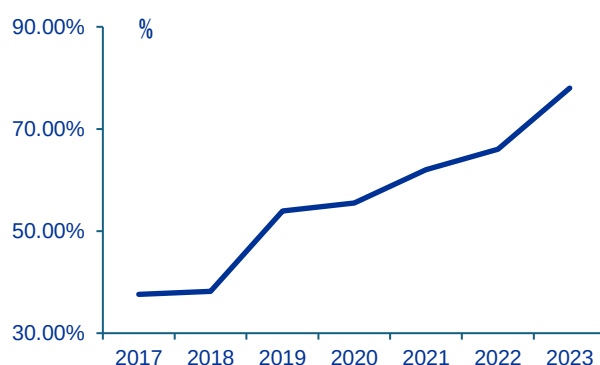
直销为基，扩大全球布局。公司以“直销+分销”模式进行全球营销，业务遍布 100 多个国家与地区。公司制定了“加速战略市场直销扩张，夯实全球直销布局”的长期战略，为配合该战略，2022 年公司新设英国直销办公室，2023 年新增阿联酋、中国大陆以及日本直销渠道，进一步扩大欧洲、阿拉伯地区及亚太地区的直销版图。公司持续努力扩大直销收入占比，至 2023 年，公司直销渠道占比已达到 78%，且始终保持扩大趋势。

图 34：复锐医疗科技全球销售网点分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：2017-2023 年公司直销渠道占比 (%)



资料来源：公司年报，申万宏源研究

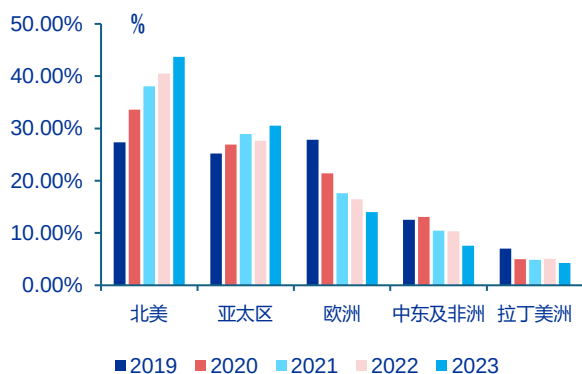
表 12：复锐医疗科技全球销售网络

年份	地区		销售模式	扩张方式
2003	亚太地区	中国大陆	经销	联系中国分销商
2020	亚太地区	中国大陆	直销	成立天津子公司
2023	亚太地区	中国大陆	直销	收购中国独家经销商飞顿
2014	亚太地区	印度	直销	成立印度附属公司
2018	亚太地区	中国香港	直销	成立香港附属公司
2019	亚太地区	韩国	直销	成立韩国附属公司
2019	亚太地区	澳大利亚	直销	成立澳大利亚附属公司
2023	亚太地区	日本	直销	成立日本直销办公室
2024	亚太地区	泰国	直销	-
2005	北美	美国	直销	收购 Orion Lasers Inc. 75%股本
2009	北美	加拿大	直销	扩展加拿大直销平台
2012	欧洲	奥地利	直销	成立奥地利附属公司
2012	欧洲	德国	直销	成立德国附属公司
2022	欧洲	英国	直销	成立英国直销办公室
2019	中东及非洲	以色列	直销	收购 NOVA60%股权
2019	中东及非洲	以色列	直销	成立以色列直销办事处
2021	中东及非洲	以色列	直销	收购 NOVA 余下 40%股权
2023	中东及非洲	迪拜	直销	成立迪拜直销办公室
-	拉丁美洲	-	分销	-

资料来源：公司公告，Alma 官网，申万宏源研究

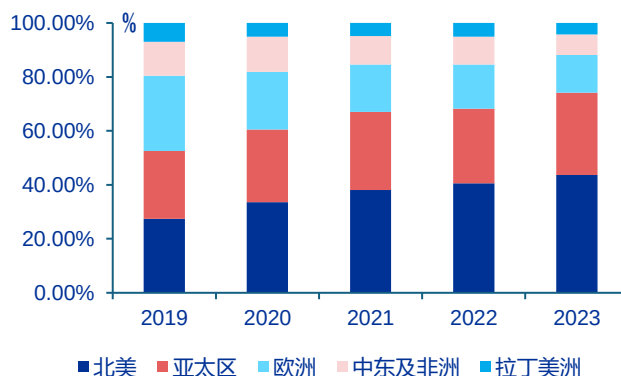
北美亚太贡献主要营收，政治经济因素部分区域营收降低。2023 年，北美区域营收 1.57 亿美元，占公司整体营收的 43.7%，是公司营收的主力来源。2023 年，亚太地区收入达 1.1 亿美元，为第二大业务区，同增 11.8%，占比为 30.5%，主要原因为中国、印度、韩国及澳洲等地区的直销办公室运营成功。欧洲地区由于宏观经济环境的挑战、高利率以及俄乌冲突，收入 0.50 亿美元，同比降低 14%。中东及非洲地区由于以色列新谢克尔汇率波动及以色列的冲突，收入 0.27 亿美元，同比降低 25.6%。拉丁美洲地区由于阿根廷政治局势不明及经济危机，收入 0.15 亿美元，同比降低 14.2%。

图 36: 2019-2023 年公司分地区营收占比 (%)



资料来源：ifind，申万宏源研究

图 37: 2019-2023 年公司分地区营收占比 (%)



资料来源：ifind，申万宏源研究

组建合资公司，“强产品”与“强渠道”联手，加码布局中国市场。2023 年，公司宣布由全资子公司 Alma 与 PhotonMed 组建合资公司 Alma HK, 其中 Alma 持有 60%股权成为控股股东。PhotonMed HK 自 2003 年起为 Alma Lasers 产品在中国市场的独家经销商，主要在中国市场从事医疗及美容产品的分销，在中国医美能量源设备领域多年占据市场领先地位。此次收购整合将有利于 Alma Lasers 进一步扩大直销渠道，推进在中国市场的深耕与下沉，加强中国市场的开拓。

4.2 研发：持续创新，加大投入

专利储备丰富，技术先进。公司掌握多种专利技术，使产品更有效及拥有更多功能，并且力求在向终端用户提供安全有效的美容医疗产品的同时提升用户舒适度与便利性。公司已拥有多项先进技术，如：1) In-motion 技术：较少使用密集性能量，能在不降低疗效的情况下避免产生疼痛；2) SHR（超级脱毛）技术：以高重复频率向肌肤提供短脉冲，有效损伤毛囊、防止毛发再生；3) ClearLift 技术：针对肌肤深层镭射，体验相对更为舒适。

表 13: 公司专利技术

技术	优势
----	----

In-motion	较少使用密集性能量，在治疗区域移动设备、释放相对较低能力，在不降低疗效的情况下避免产生疼痛，用户无需口服或外用止痛剂。
SHR(超级脱毛)	以高重复频率向肌肤提供短脉冲，有效损伤毛囊、防止毛发再生，实现高平均能源及在生热获得良好疗效。
Unipolar Pro 及深度控制	身体面部塑形及紧肤专利技术，通过单电机开展手术，能在肌肤不同深度提供浓缩射频，集中、高温加热肌肤组织，也可根进行个性化定制。
Cold Shear Wave	专利超声波技术，用于面部及身体塑形。超声波振动破坏脂肪细胞薄膜，逐步分解及释放储存脂肪。
ClearLift	针对肌肤深层镭射，机械性产生伤口，依赖伤口愈合过程刺激胶原蛋白生长及收紧皮肤组织，相对更为舒适。
IMPACT 低频非聚焦超声技术	与分段式镭射治疗结合使用，在肌肤中使用微通道使外用化合物有效到达预定深度，从而最大化促进皮肤修复及整形的超声波技术。
Pixel	以分段式靛肤技术为基础的专有嫩肤技术。在分段式治疗中，单一光束分成多光束，导致光的散射，诱发皮肤自然愈合反应，刺激修复及更新。
AFT（新一代荧光技术）	公司专有的强脉冲光技术的先进形式，能提供更高效的每脉冲能量、增强的安全性、延长的应用端头使用寿命及改进的效能。

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

技术组合应用于多款能量源产品。公司能量源设备覆盖激光（Soprano）、射频（Harmony）、超声波（Accent）等不同类型，掌握 58 种专利技术与 18 项专利申请，从输出、功率、模式、应用设备等多维度将技术融入产品设计，50+先进疗程针对不同需求。

表 14：公司部分产品应用技术展示

产品名称	能量源类型	应用技术
黑金 DPL 超光子	激光	DPL 精准嫩肤系统
		3HZ 超高频率
		In-motion 速滑技术
		超级白宝石冷却技术
黄金热拉提 2.0	单级大射频	双聚能射频技术
		波相匹配
		波形压缩
		相位移动
超级冰点半导体脱毛激光	半导体激光	DP 双脉冲技术
		ICE 制冷技术
		10Hz 超高重复频率
		In-motion 速滑技术

资料来源：新氧，公司官网，申万宏源研究

图 38：公司研发实力

技术

61项专利技术和18项专利申请*

掌握多种能量源技术：

- 激光
- 强脉冲光
- 射频
- 超声
- 等离子
- 冲击波

产品

100不同类型操作手具

产品治疗满足求美者多重需求：

- 身体塑性
- 嫩肤/亮肤
- 面部轮廓
- 脱毛/生发
- 私密领域

治疗

50+针对不同需求的先进疗程

产品能够提供多种舒适高效疗程方案：

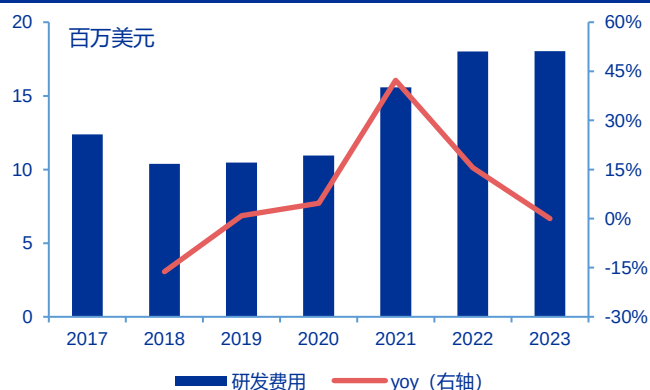
- 无创
- 微创（外科）
- 生活美容

*总数为全球层面（不包括个别国家的申请），不包含设计外观专利

资料来源：公司 2023 年业绩展示材料，申万宏源研究

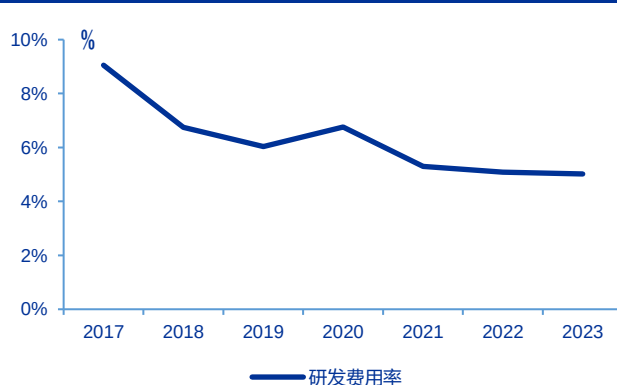
坚持研发驱动，持续完善升级产品矩阵。根据公司 2023 年年报，公司员工中研发专家共有 97 人，占比 22.3%。2017-2023 年公司研发费用增长至 0.18 亿美元，总体保持增长态势。公司研发费用率稳定在 5%-6% 左右。公司每年保持推出 2-3 款新品，保证稳定的新品产出频率，围绕能量源、注射填充、个人护理及数字牙科四大板块扩充产品矩阵。同时，公司也持续进行产品升级，2016 年，公司推出 Accent Prime 热拉提如今升级至第三代黄金热拉提 2.0，搭载双聚能射频技术，热作用更精准聚集；2020 年，公司推出 Harmony XL Pro 突破性涂药器特别版，使过往功效加倍并带来显著年轻肌肤效果；2023 年，公司推出 Alma Veil，有效针对各种常见的皮肤病及血管疾病，带来血管激光治疗的新局面。

图 39：公司研发费用整体保持增长态势



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 40：公司研发费用率基本保持在 5%-6%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

5. 盈利预测及投资分析意见

5.1 盈利预测

能量源设备：公司作为全球设备的领先企业，三大系列产品销量持续增长，同时借助较强的研发储备，预计产品迭代升级和新品上市将会持续推动销售增长。我们预计

2024-2026 年公司能量源设备营收增速分别为 1.50%、13.5%、10%，营收分别为 3.21/3.65/4.01 亿美元。

牙科：公司依托复星牙科平台，着手打造 Copulla 品牌，提供全球一站式数字牙科服务。公司通过与福州瑞克布朗的投资，整合创新生物材料 and 高端技术，将进一步推动数字牙科业务的快速发展。预计 2024-2026 年增速分别为 5%、25%、30%，营收分别为 0.10/0.12/0.16 亿美元。

注射填充：公司从 2019 年开始布局注射填充产品，获得美国 Revance 的 Daxxify 肉毒素在中国的销售权，并于 2023 年 4 月提交了生物许可申请。2024 年 1 月，公司与加拿大 FDA 批准的 Prollenium 建立合作伙伴关系，分销 Revanesse 皮下注射填充剂。2023 年注射类产品收入达 0.1 亿美元，同比增长 9.3%，未来有望成为公司支柱产业。预计公司注射填充业务增速分别为 17%、60%、70%，营收分别为 0.12/0.19/0.32 亿美元。

表 15：公司收入拆分

百万美元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	359.29	368.57	429.16	494.15
yoy	1.36%	2.58%	16.44%	15.15%
运营成本	139.77	139.41	163.53	186.69
yoy	-8.20%	-0.25%	17.29%	14.17%
毛利率	61.10%	62.17%	61.90%	62.22%
能量源设备	316.63	321.38	364.76	401.24
yoy	3.19%	1.50%	13.50%	10.00%
占比	88.13%	87.20%	85.00%	81.20%
牙科	9.41	9.88	12.35	16.06
yoy	-49.41%	5.00%	25.00%	30.00%
占比	2.62%	2.68%	2.88%	3.25%
注射填充	10.05	11.79	18.86	32.06
yoy	9.30%	15.00%	60.00%	70.00%
占比	2.80%	3.20%	4.39%	6.49%
服务及其他	23.2	25.52	33.18	44.79
yoy	17.03%	10.00%	30.00%	35.00%
占比	6.46%	6.92%	7.73%	9.06%

资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 投资分析意见

中国医美能量源设备市场整体保持较快增速，光子嫩肤、紧致、脱毛等项目受到消费者青睐。公司是全球能量源设备领先企业，Soprano、Harmony、Accent 三大系列产品差异化布局，并且扩大全球直销渠道占比，能量源设备业务有望保持较快增长。同时，公司开拓注射填充市场，肉毒素、玻尿酸等产品将陆续在各个国家和地区推出。此外，进军

牙科和个人护理市场，也将助力公司成长。我们选取医美行业代表性上市公司作为可比参考公司，包括昊海生科、普门科技、华东医药、巨子生物 4 家均有或预期涉及医美光电设备及注射填充业务公司，2025 年预计 4 家可比公司平均市盈率为 18 倍。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3.69/4.29/4.94 亿美元，同增 2.58%、16.44%、15.15%；归母净利润分别为 0.30/0.39/0.47 亿美元，同增-4.53%、29.99%、20.64%；对应每股收益分别为 0.06/0.08/0.10 美元，PE 分别为 7/6/5 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表 16：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	收盘价(元)	每股收益(元)			PE (X)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688366.SH	昊海生科	121.71	57.98	2.05	2.50	3.01	28	23	19
688389.SH	普门科技	60.80	14.19	0.96	1.17	1.41	15	12	10
000963.SZ	华东医药	577.68	32.93	1.91	2.22	2.53	17	15	13
2367.HK	巨子生物	502.54	48.14	1.93	2.45	3.01	26	20	17
平均值							22	18	15

资料来源：ifind，申万宏源研究，

备注：可比公司预测均来自 ifind 一致预测，以 2025 年 1 月 17 日收盘价计算；巨子生物股价、市值和盈利预测均采用人民币，人民币/港币汇率 1.1

6. 风险提示

全球经济不确定性：全球贸易摩擦不断升级，部分国家之间存在贸易制裁和争端。复锐医疗科技可能会受到相关贸易摩擦的间接影响，例如其在某些国家的合作伙伴可能因贸易制裁而受到限制，影响公司在当地的业务拓展和市场份额。

消费不及预期：医美可选消费属性较强，且高端医美产品和服务需求敏感度高，若经济复苏不及预期，消费持续降级，消费者消费降低，或将影响销售表现；

行业竞争加剧：公司一方面面临国际能量源医美设备公司竞争，它们不断推出创新产品和技术，可能抢占复锐医疗科技的市场份额。同时公司在注射填充领域也面临竞争，如目前其他厂商在研的几款肉毒素将对公司肉毒素产品形成竞争；

新品推广不及预期：若公司未能及时把握消费者偏好趋势，未能对产品进行有效更新迭代、推出新品后反响不及预期或渠道拓展不畅致曝光和铺货受限，可能影响公司成长性。

财务摘要

合并损益表

百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	354	359	369	429	494
增长率	20.5%	1.4%	2.6%	16.4%	15.1%
营业成本	152	140	139	164	187
%销售收入	43.0%	38.9%	37.8%	38.1%	37.8%
毛利	202	220	229	266	307
%销售收入	57.0%	61.1%	62.2%	61.9%	62.2%
其他收入	1	1	0	0	0
%销售收入	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	100	125	138	155	178
%销售收入	28.1%	34.9%	37.4%	36.2%	36.0%
管理费用	29	34	35	41	47
%销售收入	8.2%	9.5%	9.6%	9.5%	9.5%
研发费用	18.02	18.03	18.06	21.03	24.21
%销售收入	5.1%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%
财务费用	1.359	1.461	0	0	0
%销售收入	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	46	39	34	44	54
%销售收入	12.9%	10.7%	9.3%	10.3%	10.8%
投资收益	-1	0	0	0	0
%税前利润	-1.2%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
除税前利润	44	37	34	44	54
利润率	12.5%	10.3%	9.3%	10.3%	10.8%
所得税	4	4	4	5	6
所得税率	9.4%	11.4%	12.5%	11.6%	11.9%
净利润(含少数股东损益)	40	33	30	39	47
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	40	31	30	39	47
增长率	28.6%	-21.6%	-4.5%	30.0%	20.6%
净利率	11.3%	8.8%	8.2%	9.1%	9.5%

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	75	61	82	98	125
应收款项	94	106	103	121	140
存货	75	81	75	89	102
其他流动资产	7	11	11	11	11
流动资产	251	257	271	319	379
权益性投资	0	0	0	0	0
固定资产	17	23	27	31	36
无形资产					

非流动资产	305	356	367	369	371
资产总计	556	614	638	688	749
应付款项	13	8	10	12	13
短期借款	6	4	4	3	3
其他流动负债	61	76	73	85	99
流动负债	80	88	88	100	115
长期债务	0	0	0	0	0
其他长期负债	43	56	51	51	51
非流动负债	43	56	51	51	51
负债总计	123	144	139	151	166
归属母公司股东权益	431	452	482	520	566
少数股东权益	1	17	17	17	17
负债股东权益合计	556	614	638	688	749

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	40	31	30	39	47
少数股东损益	0	1	0	0	0
营运资金变动	-41	-7	8	-19	-17
其他变动	23	18	0	0	0
经营活动现金流量净额	22	44	38	20	30
资本开支	-5	-9	-4	-4	-5
投资	-48	7	0	2	3
其他	1	-31	-12	0	0
投资活动现金流量净额	-52	-33	-15	-3	-2
股权募资	0	0	0	0	0
债权募资	-8	-10	0	-1	-1
其他	-10	-11	0	0	0
筹资活动现金流量净额	-18	-21	0	-1	-1
现金净变动	-50	-14	21	16	27

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。