

医药生物

2025 年 03 月 30 日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 03 月 28 日

收盘价 (港币)	4.94
恒生中国企业指数	8606.51
52 周最高/最低 (港币)	5.20/2.75
H 股市值 (亿港元)	23.14
流通 H 股 (百万股)	468.34
汇率 (人民币/港币)	1.0837

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



申万宏源研究微信服务号

复锐医疗科技 (01696)

——直销渠道占比提升明显，期待注射填充新品上市放量

投资要点：

- **公司发布 24 年年报，业绩符合预期。** 1) 24 年营收 3.49 亿美元 (同比-2.8%)；归母净利润 0.25 亿美元 (同比-20.2%)。2) 24H2 营收 1.80 亿美元 (同比-3.9%)，归母净利润 0.14 亿元 (同比+12.5%)。3) 24 年末派息 0.12 元/股，公司总股本 4.7 亿股，共分红 0.55 亿元，分红比例达 30%。
- **毛利率稳健，直销扩张增加费用支出。** 1) 盈利能力：24 年毛利率 62.1%，同增 1.0pct，主要受益于过渡到直销办公室营运模式使公司得以提高平均售价；净利率 8.2%，同降 0.9pct，主要由于公司扩大新直销办公室的规模导致营运支出增加。2) 费用率：销售费用率 37.7%，同增 2.9pct；管理费用率 9.6%，同增 0.1pct；研发费用率 4.6%，同降 0.5pct。
- **北美业绩承压，亚太持续增长。** 1) 分产品看，24 年①医疗美容营收 3.09 亿美元(同比-2.4%)，占营收 88.5%，营收下滑主要受北美销售表现影响；②注射填充营收 0.1 亿美元(同比-2.6%)，占营收 2.8%，营收下滑主要由于公司暂时将重点转移到新一代注射填充产品的开发和商业化。2) 分渠道看，24 年①直销营收 3.04 亿美元 (同比+8.4%)，占营收 87%，营收占比同比上升 9pct；②分销营收 0.45 亿美元 (同比-42.6%)，占营收 13%。3) 分地区看，24 年①北美营收 1.37 亿美元 (同比-12.4%)，占营收 39%，营收下滑主要由于高利率影响客户购买设备成本；②亚太营收 1.16 亿美元 (同比+6.0%)，占营收 33%；③欧洲营收 0.51 亿美元 (同比+0.7%)，占营收 15%；④中东及非洲营收 0.35 亿美元(同比+27.1%)，占营收 10%；⑤拉丁美洲营收 0.1 亿美元(同比-32.3%)，占营收 2.9%。
- **注射填充新品上市可期，持续深化直销市场。** 1) 能量源设备：24 年公司推出多款设备，表现亮眼，包括多功能抗衰设备 Alma Harmony™、脱毛设备平台 Soprano Titanium™ 特别版，以及将在 25 年全球推出的 Alma IQ™。2) 注射填充：① A 型肉毒毒素 DAXXIFY® 获批，将于 25 年登陆中国市场；②透明质酸复合体 Profhilo® 获中国海南药监局批准并落地。3) 渠道建设：24 年 9 月新建泰国直销办公室，深化直销市场；积极渗透北美市场，24 年下半年北美市场环比提升 5.0%；多维度赋能品牌及渠道，加速对中国市场投后整合。
- **全球能量源设备领先企业，直销渠道不断拓展。** 公司 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。根据 24 年业绩情况，我们略下调 25-26 年盈利预测(原预测为 25-26 年 0.39/0.47 亿美元)，新增 2027 年预测，预计公司 25-27 年归母净利润为 0.38/0.46/0.54 亿美元，同比 +52%/+21%/+16%，对应 PE 为 8/7/6 倍，维持“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	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	359	349	416	490	543
同比增长率 (%)	1	-3	19	18	11
归母净利润 (百万元)	31	25	38	46	54
同比增长率 (%)	-22	-20	52	21	16
每股收益 (元/股)	0.07	0.05	0.08	0.10	0.11
净资产收益率 (%)	7	5	8	8	9
市盈率	10	9	8	7	6

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，单位：美元

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

合并利润表

百万元 (美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	359	349	416	490	543
营业成本	140	132	157	184	204
毛利	220	217	259	306	339
销售费用	125	132	151	177	195
管理费用	34	34	40	47	50
研发费用	18	16	20	24	27
其他收入	1	0	0	0	0
息税前利润	39	35	45	54	61
投资收益	0	0	0	0	0
所得税支出	4	4	5	6	6
净利润	33	29	39	48	55
归母净利润	31	25	38	46	54
少数股东损益	1	4	1	1	2

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。