

2025 年 11 月 07 日

Q3 收益双位数增长，关注达希斐上市进展

复锐医疗科技(1696. HK)

事件概述

复锐医疗科技公布近期业务更新，集团 2025 年第三季度的新订单保持强劲增长势头，主要得益于中国、韩国及泰国市场的表现。旗下多功能旗舰设备 Alma Harmony 于本季度实现稳健增长。因此，本集团本季度未经审核收益实现同比双位数增长。

分析判断：

► 能量源设备：亚太市场需求旺盛，Q3 新订单双位数增长。

公司上半年能量源设备收入一度承压，主要系北美市场受高利率环境和消费疲软影响，以及 6 月地区紧张局势致运输受限，部分收益确认有延迟。三季度公司能量源设备业务已呈现明显回暖趋势，产品方面，多功能抗衰老旗舰能量源设备 Alma Harmony 自 2025 年 3 月全球发布以来，市场反应强烈，三季度订单量进一步提升；Soprano 系列激光设备在亚太地区表现亮眼，尤其“钛提升”在中国成功发布后为公司带来显著的新订单增长；市场方面，中国、韩国、泰国等重点市场对新订单需求旺盛，并带动公司新订单取得同比双位数增长。公司在年内将进一步推进 Soprano 系列在亚太地区的渗透，并全力推进 Universkin by Alma 在美国市场的商业部署，叠加高利率环境缓解和全球市场回暖，公司能量源设备业务有望企稳回升。

► 注射填充：玻尿酸强势增长，达希斐推进顺利。

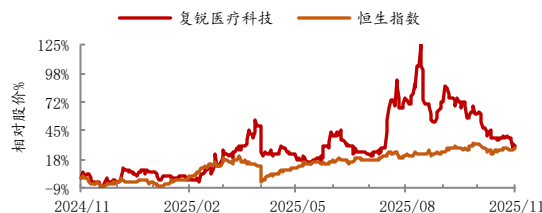
公司注射填充业务在上半年实现增长 218%，展现出强劲的产品力和公司强大的渠道布局能力，2025H2 公司将进一步加强 Profhilo 在泰国等地的推广，以及 Revanesse 在英国、德语区、澳洲及新西兰的销售。此外，达希斐长效肉毒素于 2024 年 9 月获得国家药监局批准，目前在中国境内的上市计划正稳步推进，上市后将为公司注射填充业务注入全新增长动能。

► 中国肉毒素渗透率有待提升，达希斐依托显著优势有望快速上量。

在中国轻医美市场中，肉毒素的应用占比仍低于全球平均水平。据 ISAPS 国际美容整形外科学会数据显示，南非、泰国、捷克等国家 2024 年内毒素在轻医美疗程中的占比均已超 60%，同期全球平均占比也达到 51%，中国尚未跻身全球肉毒素使用占比前列。同时，从肉毒素与玻尿酸的规模对比来看，中国肉毒素市场规模明显低于玻尿酸，但在全球范围内，肉毒素项目数量平均为玻尿酸的 120% 以上，巴西等国家这一比例接近

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	4.45
股票代码：	1696
52 周最高价/最低价(港元)：	8.07/3.16
总市值(亿港元)	20.84
自由流通市值(亿港元)	20.84
自由流通股数(百万)	468.34



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

相关研究

1. 【华西轻工&美护】三季报前瞻：看好国货品势能向上，关注降息带动出口需求。2025.09.24

甚至超过 2 倍。中外市场结构的显著差异主要源于市场发展和消费教育的不同，伴随国内消费者对肉毒素的认知加深、产品持续迭代升级，以及渠道逐步下沉，预计中国肉毒素人均使用频次与渗透率将迎来进一步上升空间。

达希斐原厂产品 DAXXIFY 自 2022 年 12 月在美国获批上市后，收入实现快速增长，2024 年前三季度累计实现收入 0.79 亿美元/+32%，且大部分收入来自复购，产品力在海外已得到医美机构和消费者的充分验证。达希斐作为中国境内首个获批的采用专有肽交换技术开发、含有稳定肽制剂的 A 型肉毒毒素产品，有望凭借其长效、安全性高和便于储存等优势，实现在国内市场的快速起量。

投资建议

公司能量源设备业务在三季度已出现明显回暖，随外部环境改善和产品结构完善，板块将逐步恢复稳健增长。注射填充业务方面，Profillo 等玻尿酸保持强劲增长，长效肉毒素达希斐有望在 2025 年内上市，其长效优势叠加高端定位或将快速获得市场认可，为公司贡献显著业绩增量。预计公司 2025-2027 年营收分别为 3.82 亿美元/4.42 亿美元/5.10 亿美元，归母净利润分别为 0.29 亿美元/0.36 亿美元/0.45 亿美元，EPS 分别为 0.06/0.08/0.10 美元，对应 2025 年 11 月 6 日收盘价 4.45 港元，PE 分别为 9/7/6 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。（1 人民币=1.0971 港元，1 美元=7.7745 港元）

风险提示

行业竞争加剧；消费不及预期；地缘政治冲突；新品表现不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	359.29	349.11	381.56	441.77	509.78
YoY (%)	1.36%	-2.83%	9.29%	15.78%	15.40%
归母净利润(百万美元)	31.50	25.13	28.87	36.24	45.48
YoY (%)	-21.59%	-20.23%	14.91%	25.53%	25.48%
毛利率 (%)	61.10%	62.07%	61.30%	61.50%	61.80%
每股收益 (美元)	0.07	0.05	0.06	0.08	0.10
ROE (%)	0.07	0.05	0.06	0.07	0.08
市盈率	9.94	8.98	9.36	7.46	5.94

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 能量源设备：亚太市场需求旺盛，Q3 新订单双位数增长	4
2. 注射填充：玻尿酸强势增长，达希斐肉毒素推进顺利	4
3. 肉毒素：中国肉毒素渗透率有待提升，达希斐依托显著优势有望快速上量	5
4. 盈利预测及投资建议	7
5. 风险提示	8

图表目录

图 1 Alma Harmony	4
图 2 Soprano 钛提升	4
图 3 Profhilo 玻尿酸	5
图 4 公司注射填充业务收入（万美元）	5
图 5 中国正规肉毒素市场规模（亿元）	6
图 6 2024 年中国注射市场规模占比	6
图 7 2024 年全球注射医美项目数量占比	6
图 8 DAXXIFY 长效肉毒素	7
图 9 DAXXIFY 在美国的销售收入（万美元）	7
表 1 公司能量源医美五大设备平台	4
表 2 公司收入预测（万美元）	8
表 3 可比公司估值表	8

1. 能量源设备：亚太市场需求旺盛，Q3 新订单双位数增长

五大设备平台，满足全方位美容诉求。公司能量源医美设备包括 Soprano、Harmony、Opus、Accent 及 Hybrid 五大设备平台，覆盖激光、强脉冲光、射频、超声、等离子和冲击波等多种能量源，多形态产品和手具可为下游机构和消费者提供面部紧致和嫩肤、身体塑形及脱毛等全方位美容需求。

表 1 公司能量源医美五大设备平台

设备平台	技术	适应范围
Soprano	激光	采用先进的激光技术，提供快速、无痛的脱毛体验
Harmony	激光	用于嫩肤、脱毛、紧肤、祛疤、血管治疗和色素性病变等
Opus	射频	采用点阵式射频技术，提供高效的嫩肤和面部紧致治疗
Accent	射频+超声	采用射频+超声相结合的技术，有效提升皮肤紧致度，减少脂肪堆积
Hybrid	激光+超声	结合了多种能量源技术，提供综合性的皮肤治疗解决方案

资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

25Q3 能量源设备持续复苏，亚太市场反应强烈。2025 年上半年受北美市场高利率环境叠加地缘冲突影响，公司能量源设备业务一度承压；2025Q3 公司能量源设备业务已呈现明显回暖趋势，产品方面，多功能抗衰老旗舰能量源设备 Alma Harmony 自 2025 年 3 月全球发布以来，市场反应强烈，三季度订单量进一步提升；Soprano 系列激光设备在亚太地区表现亮眼，尤其“钛提升”在中国成功发布后为公司带来显著的新订单增长；市场方面，中国、韩国、泰国等重点市场对新订单需求旺盛，并带动公司新订单取得同比双位数增长。公司在年内将进一步推进 Soprano 系列在亚太地区的渗透，并全力推进 Universkin by Alma 在美国市场的商业部署，叠加高利率环境缓和和全球市场回暖，公司能量源设备业务有望企稳回升。

图 1 Alma Harmony



资料来源：Alma 官网，华西证券研究所

图 2 Soprano 钛提升



资料来源：Alma 官网，华西证券研究所

2. 注射填充：玻尿酸强势增长，达希斐肉毒素推进顺利

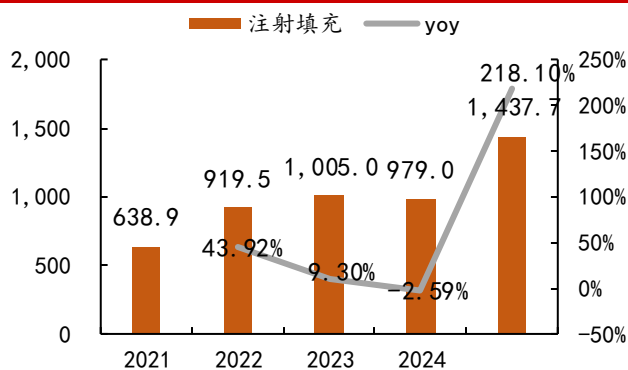
玻尿酸产品表现亮眼，展现强大产品力和渠道力。公司于 2019 年正式进军医美注射填充市场，核心产品包含 Profhilo、Revanesss、Hallura 及 DAXXIFY 等。其中 Profhilo 为公司在中国内地独家代理的玻尿酸产品，不含化学交联剂，是全球浓度最高的透明质酸产品之一，能有效促进胶原蛋白及弹性蛋白再生，目前在泰国等地持续增长。公司整体注射填充业务 2025 年上半年实现营收 1437.7 万美元，同比增长 218%，展现出强劲的产品力和公司强大的渠道布局能力。

图 3 Profhilo 玻尿酸



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 4 公司注射填充业务收入（万美元）



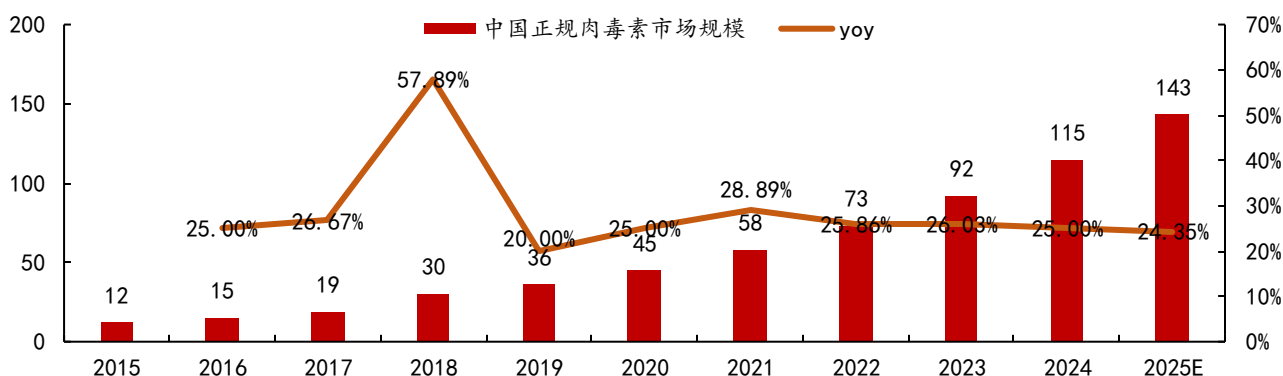
资料来源：公司公告，华西证券研究所

产品组合不断完善，注射填充业务增长动能充足。2025H2 公司将继续扩大注射填充产品组合，加强 Profhilo 在泰国等地的推广，推进 Revanesse 在英国、德语区、澳洲及新西兰的销售，以及推动创新合作伙伴 Hallura 首创的透明质酸与生物刺激剂结合的产品在重点市场的商业化进程。此外，达希斐长效肉毒素于 2024 年 9 月获得国家药监局批准，目前在中国境内的上市计划正稳步推进，上市后将为公司注射填充业务注入全新增长动能。

3. 肉毒素：中国肉毒素渗透率有待提升，达希斐依托显著优势有望快速上量

中国肉毒素市场规模稳步增长。肉毒素凭借效果明显、安全性高等优势，深受求美者的认可，市场规模稳步增长，预计 2025 年中国正规肉毒素市场规模将达到 143 亿元，2019-2025 年 CAGR 为 26%。国内此前合规肉毒素产品稀缺，导致水货和假货占据一定市场，随合规产品增多以及监管政策趋严，国内肉毒素市场有望迎来市场扩容和合规替代的显著增长。

图 5 中国正规肉毒素市场规模（亿元）

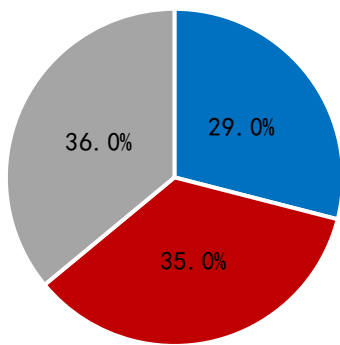


资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

国内肉毒素渗透率低于世界平均水平，存在广阔提升空间。据 ISAPS 国际美容整形外科学会数据显示，南非、泰国、捷克等国家 2024 年肉毒素在轻医美疗程中的占比均已超 60%，同期全球平均占比也达到 51%，中国尚未跻身全球肉毒素使用占比前列。同时，从肉毒素与玻尿酸的规模对比来看，中国肉毒素市场规模明显低于玻尿酸，但在全球范围内，肉毒素项目数量平均为玻尿酸的 120% 以上，巴西等国家这一比例接近甚至超过 2 倍。中外市场结构的显著差异主要源于市场发展和消费教育的不同，伴随国内消费者对肉毒素的认知加深、产品持续迭代升级，以及渠道逐步下沉，预计中国肉毒素人均使用频次与渗透率将迎来进一步上升空间。

图 6 2024 年中国注射市场规模占比

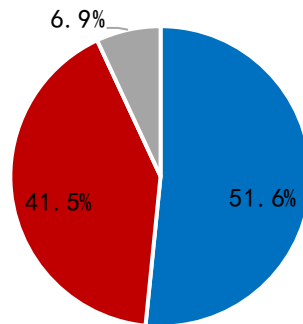
■ 肉毒素 ■ 玻尿酸 ■ 其他



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

图 7 2024 年全球注射医美项目数量占比

■ 肉毒素 ■ 玻尿酸 ■ 其他



资料来源：ISAPS，华西证券研究所

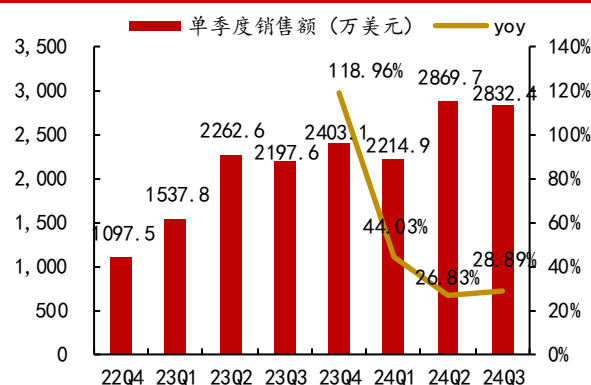
DAXXIFY 在美国收入快速增长，得到海外市场充分验证。达希斐原厂产品 DAXXIFY 自 2022 年 12 月在美国获批上市后，收入实现快速增长，2024 年前三季度累计实现收入 0.79 亿美元/+32%，且大部分收入来自复购，产品力在海外已得到医美机构和消费者的充分验证。达希斐作为中国境内首个获批的采用专有肽交换技术开发、含有稳定肽制剂的 A 型肉毒毒素产品，有望凭借其长效、安全性高和便于储存等优势，实现在国内市场的快速起量。

图8 DAXXIFY 长效肉毒素



资料来源：Revance 公司官网，华西证券研究所

图9 DAXXIFY 在美国的销售收入（万美元）



资料来源：Revance 公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

基本假设：

- 1) 医疗美容：主要为能量源医美器械销售，公司能量源设备业务在三季度已出现明显回暖，随外部环境改善和产品结构完善，板块将逐步恢复稳健增长。
- 2) 注射填充：Profhilo 等玻尿酸保持强劲增长，长效肉毒素达希斐有望在 2025 年内上市，其长效优势叠加高端定位或将快速获得市场认可，为公司贡献显著业绩增量。
- 3) 服务及其他：包括牙科等业务，预期保持平稳增长。
- 4) 公司毛利率：2025 年公司产品组合向高端产品倾斜，其核心部件成本相对较高，同时北美直销市场收入占比下降，预计毛利率将有所下降。2026 年之后，伴随高端定位和高毛利率的长效肉毒素产品上市，叠加直销市场好转，毛利率将逐步回暖。

根据以上假设，预计公司 2025-2027 年营收分别为 3.82 亿美元/4.42 亿美元/5.10 亿美元，归母净利润分别为 0.29 亿美元/0.36 亿美元/0.45 亿美元，EPS 分别为 0.06/0.08/0.10 美元，对应 2025 年 11 月 5 日收盘价 4.45 港元，PE 分别为 9/7/6 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。（1 人民币=1.0971 港元，1 美元=7.7745 港元）

表 2 公司收入预测 (万美元)

万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	35,929.20	34,911.20	38,155.85	44,176.66	50,978.24
yoy	1.36%	-2.83%	9.29%	15.78%	15.40%
毛利率	61.10%	62.07%	61.30%	61.50%	61.80%
医疗美容	31,662.70	30,892.80	32,746.37	36,348.47	40,346.80
yoy	3.19%	-2.43%	6.00%	11.00%	11.00%
注射填充	1,005.00	979	1,762.20	3,524.40	5,639.04
yoy	9.30%	-2.59%	80.00%	100.00%	60.00%
服务及其他	3,261.50	3,039.40	3,647.28	4,303.79	4,992.40
yoy	17.03%	30.99%	20.00%	18.00%	16.00%

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 3 可比公司估值表

公司简称	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
四环医药	0460. HK	1.41	-0.02	0.02	0.06	0.10	--	81.98	21.94	13.65
昊海生科	688366. SH	50.36	1.8	1.68	1.88	2.08	33.60	30.00	26.82	24.30
普门科技	688389. SH	13.90	0.81	0.68	0.78	0.89	18.47	20.54	17.85	15.55
伟思医疗	688580. SH	50.46	1.06	1.42	1.65	1.95	26.21	35.86	30.82	26.04
平均值			0.91	0.95	1.09	1.25	26.09	42.10	24.36	19.89
复锐医疗科技	1696. HK	4.45	0.05	0.06	0.08	0.10	8.98	9.20	7.33	5.84

资料来源: wind, 华西证券研究所 (收盘价为 2025/11/6。四环医药及复锐医疗科技收盘价为港元, 复锐医疗科技 EPS 为美元, 其余为人民币, 汇率: 1 人民币=1.0971 港元, 1 美元=7.7745 港元。可比公司估值均采用 wind 一致预测)

5. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧: 若肉毒素市场竞争进一步加剧, 达希斐上市后需直面国产同类产品的激烈竞争, 可能承受价格和销售压力。
- 2) 消费不及预期: 若北美市场持续受高利率环境影响, 叠加全球经济不确定性, 可能抑制医美需求。
- 3) 地缘政治冲突: 公司生产端和销售端遍布全球多个国家和地区, 地缘政治冲突将干扰正常业务开展。
- 4) 新品表现不达预期: 若达希斐等新品的销售不及预期, 将明显影响公司远期业绩表现。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	349.11	381.56	441.77	509.78	净利润	25.13	28.87	36.24	45.48
YoY (%)	-2.83%	9.29%	15.78%	15.40%	折旧和摊销	17.31	32.89	29.60	26.64
营业成本	132.43	147.66	170.08	194.74	营运资金变动	-9.71	-5.90	1.62	-1.09
营业税金及附加					经营活动现金流	33.08	55.64	67.14	70.84
销售费用	131.52	141.18	163.45	186.07	资本开支	-18.15	0.00	0.00	0.00
管理费用	33.57	35.10	40.20	45.88	投资	9.93	-1.00	-1.00	-1.00
财务费用	2.46	2.67	2.65	3.06	投资活动现金流	-6.60	4.14	6.07	7.16
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.03	0.00	0.00	0.00	债务募资	-6.42	0.00	0.00	0.00
营业利润	27.68	32.81	41.08	52.00	筹资活动现金流	-16.12	-2.67	-2.71	-2.92
营业外收支					现金净流量	9.57	59.26	72.65	77.24
利润总额	32.54	36.25	45.50	57.10	主要财务指标				
所得税	3.78	4.17	5.23	6.57	2024A 2025E 2026E 2027E				
净利润	28.77	32.08	40.27	50.53	成长能力				
归属于母公司净利润	25.13	28.87	36.24	45.48	营业收入增长率	-2.83%	9.29%	15.78%	15.40%
YoY (%)	-20.23%	14.91%	25.53%	25.48%	净利润增长率	-20.23%	14.91%	25.53%	25.48%
每股收益 (元)	0.05	0.06	0.08	0.10	盈利能力				
资产负债表 (百万美元)					毛利率	62.07%	61.30%	61.50%	61.80%
货币资金	70.10	129.37	202.02	279.26	净利率	7.20%	7.57%	8.20%	8.92%
预付款项					总资产收益率 ROA	4.01%	4.34%	5.05%	5.84%
存货	81.02	82.04	85.04	86.55	净资产收益率 ROE	5.41%	5.83%	6.79%	7.83%
其他流动资产	0.13	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
流动资产合计	249.21	316.83	399.25	487.52	流动比率	2.61	3.27	3.72	4.19
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.76	2.42	2.93	3.45
固定资产	22.09	19.88	17.89	16.11	现金比率	0.73	1.33	1.88	2.40
无形资产	306.84	276.15	248.54	223.68	资产负债率	22.71%	21.91%	21.75%	21.17%
非流动资产合计	378.05	347.84	318.24	291.59	经营效率				
资产合计	627.26	664.67	717.49	779.11	总资产周转率	0.56	0.59	0.64	0.68
短期借款	4.80	4.80	4.80	4.80	每股指标 (美元)				
应付账款及票据	13.36	13.54	14.17	14.61	每股收益	0.05	0.06	0.08	0.10
其他流动负债	67.32	70.97	79.52	86.66	每股净资产	0.99	1.06	1.14	1.24
流动负债合计	95.49	96.93	107.32	116.26	每股经营现金流	0.07	0.12	0.14	0.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	46.98	48.70	48.70	48.70	估值分析				
非流动负债合计	46.98	48.70	48.70	48.70	PE	8.98	9.36	7.46	5.94
负债合计	142.47	145.63	156.02	164.96	PB	0.49	0.55	0.51	0.47
股本	1.33	1.33	1.33	1.33					
少数股东权益	20.76	23.97	28.00	33.05					
股东权益合计	484.79	519.03	561.46	614.15					
负债和股东权益合计	627.26	664.67	717.49	779.11					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。