

普门科技 (688389)

证券研究报告

2021年08月13日

体外诊断与治疗康复双轮驱动，加速布局光电医美

体外诊断与治疗康复双轮驱动的医疗设备领域黑马企业

普门科技是一家研发和市场双轮驱动的高科技医疗设备企业，主要从事医疗器械的研发、制造、营销及服务，专注于治疗与康复设备和体外诊断设备和配套检测试剂的开发及技术创新。公司产品及解决方案覆盖国内 1.5 万家医疗机构和 1600 多家三级医院。2021H1 公司实现营业收入 3.56 亿元，同比增长 37.31%；归母净利润 8242.52 万元，同比增长 18.47%。

创新研发新一代电化学发光免疫分析系统，填补国内市场空白

2018 年国内体外诊断市场规模达到了 604 亿元。预计 2021 年体外诊断的市场规模将有望突破 800 亿元，市场前景可观。免疫诊断是细分规模最大的体外诊断子行业，其中，化学发光市场规模已占免疫诊断总市场的 70% 以上，且基本被罗氏、雅培、丹纳赫等外资企业垄断，进口替代空间广阔。公司创新性地采用自主合成的发光标记物三联吡啶钼，研发了新一代全自动免疫分析系统，成为国内第一家取得电化学发光免疫分析系统注册证的企业，填补国内市场空白。

治疗与康复类产品组合丰富，市场前景广阔

国内康复医疗器械市场规模从 2016 年的 181 亿元增长至 2020 年的 413 亿元，预计 2021 年有望达到 453 亿元，康复医疗器械市场前景广阔。公司通过技术创新、产品研发、升级换代和专业服务等方式，针对不同疾病、不同科室的相应需求推出适宜的产品组合方案。2020 年，受疫情影响，排痰仪及空气波治疗仪为治疗与康复类产品中增长最高的产品。

布局光电医美领域，有望成为新增长点

我国医美光电器械市场规模 2014-2018 年以 12.5% 的年复合增速增长，2020 年为 9.8 亿元，预计至 2023 年将保持 11.5% 的年复合增长率。目前，国内光电医美器械厂商仍处于发展阶段，进口替代空间大。公司于 2020 年 11 月收购京渝激光，2021 年 6 月投资为人光大，布局光电医美。公司将致力于医疗美容产品技术创新和品牌提升，抓住医疗美容行业的高速发展的机会，有望成为未来新的销售收入增长点。

盈利预测与估值：我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 7.71/10.68/14.73 亿元，归母净利润分别为 2.01/2.90/3.99 亿元。选取安图生物、翔宇医疗、亚辉龙、爱博医疗，4 家标的作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PE 为 79 倍，普门科技作为在电化学发光领域第一家国有企业，在技术上拥有较强的优势，且公司在康复设备、光电医美领域业务持续发力，我们给予公司 2021 年 66 倍目标 PE，对应目标价为 31.68 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品研发不及预期、产品销售推广不及预期、行业竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	422.64	553.82	770.97	1,068.38	1,473.10
增长率(%)	30.68	31.04	39.21	38.58	37.88
EBITDA(百万元)	167.08	237.05	211.11	312.37	438.07
净利润(百万元)	100.56	143.95	201.47	289.50	398.67
增长率(%)	23.93	43.15	39.96	43.69	37.71
EPS(元/股)	0.24	0.34	0.48	0.69	0.94
市盈率(P/E)	98.03	68.49	48.93	34.05	24.73
市净率(P/B)	9.39	8.63	7.50	6.32	5.19
市销率(P/S)	23.33	17.80	12.79	9.23	6.69
EV/EBITDA	36.50	33.79	41.69	27.76	18.82

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	23.46 元
目标价格	31.68 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	422.20
流通 A 股股本(百万股)	155.68
A 股总市值(百万元)	9,904.81
流通 A 股市值(百万元)	3,652.28
每股净资产(元)	2.71
资产负债率(%)	14.59
一年内最高/最低(元)	32.35/18.02

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

戴爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110005
daishuang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 创新驱动发展，业绩高速增长	4
1.1. 创始人股权集中，核心团队持股激励充分.....	4
1.2. 坚持创新驱动发展，业绩快速增长.....	4
1.3. 布局两大产品线，优势产品带动营收增长.....	5
2. 电化学发光填补国内市场空白，特定蛋白稳定增长	7
2.1. 国内体外诊断市场快速发展，免疫诊断成为市场主流.....	7
2.2. 电化学发光：与罗氏技术路线相同，行业内技术领先.....	9
2.3. 特定蛋白分析：与 SYSMEX 合作创造业务双赢.....	10
3. 灵活组合产品，提供治疗与康复解决方案	11
3.1. 康复治疗市场发展空间大，国家鼓励支持产业发展.....	12
3.2. 以需求为出发点，灵活提供解决方案.....	13
3.3. 光子治疗仪：国际领先，市场地位高.....	14
3.4. 空气波压力治疗仪：新产品上市带动销量增长.....	16
3.5. 高频振动排痰仪：受疫情影响，产品需求增长.....	16
4. 布局光电医美领域，有望成为新增长点	17
4.1. 光电医美器械市场处于发展期，进口替代空间大.....	17
4.2. 收购光电医美企业，长期发展值得期待.....	18
5. 盈利预测及估值	19
5.1. 业绩拆分及预测.....	19
5.2. 可比公司估值.....	20
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：股权结构较为合理.....	4
图 2：公司营业收入保持 30%以上增速快速增长.....	4
图 3：归母净利润持续快速提升.....	4
图 4：毛利率和净利率持续提升.....	5
图 5：研发费用率远高于行业均值.....	5
图 6：公司治疗与康复产品线的产品演变.....	5
图 7：公司体外诊断产品线的产品演变.....	6
图 8：2016-2021H1 公司业务收入按产品分类.....	6
图 9：预计 2024 年国内体外诊断产品市场规模有望达到 1957 亿元.....	8
图 10：2014 年国内体外诊断细分市场占比情况（单位：十亿元）.....	8
图 11：2018 年国内体外诊断细分市场占比情况（单位：十亿元）.....	8
图 12：电化学发光仪销售收入（百万元）.....	10
图 13：电化学发光试剂项目注册证数量持续增加.....	10
图 14：特定蛋白分析仪试剂销售量快速增长.....	11

图 15: SYSMEX 中国官网新产品信息包括公司特定蛋白分析仪	11
图 16: 预计 2023 年国内康复医疗器械市场规模达 670 亿元	13
图 17: 公司光子治疗仪销售收入快速增长	14
图 18: 光子治疗仪在各级医院装机量占比	14
图 19: 空气波压力治疗仪销售量快速增长	16
图 20: 空气波压力治疗仪在各级医院装机量占比	16
图 21: 普门科技高频振动排痰系统 PV-900 示意图	17
图 22: 国内医美器械市场规模快速增长	18
图 23: 国内医美器械应用领域分类	18
图 24: 京渝激光是激光医美行业领先者	18
图 25: 京渝激光产品组合	18
表 1: 公司主要产品销售价与终端价对比 (单位: 元/台、元/人份)	7
表 2: 主流化学发光技术比较	9
表 3: 市场上部分典型的发光设备	9
表 4: 2021 年上半年新增 9 项试剂获得 CE 认证	10
表 5: 公司特定蛋白分析产品与可比公司产品的比较	11
表 6: 临床医学与康复医学具体情况	12
表 7: 国家出台政策鼓励治疗与康复产业发展	12
表 8: 治疗与康复主要需求群体	13
表 9: 公司康复与治疗产品八大解决方案	13
表 10: 公司的光子治疗仪产品与可比公司产品	15
表 11: 光子治疗仪前景广阔	15
表 12: 京渝激光产品应用广泛	18
表 13: 为人光大产品及适应症	19
表 14: 公司营业收入预测	19
表 15: 可比公司估值	20

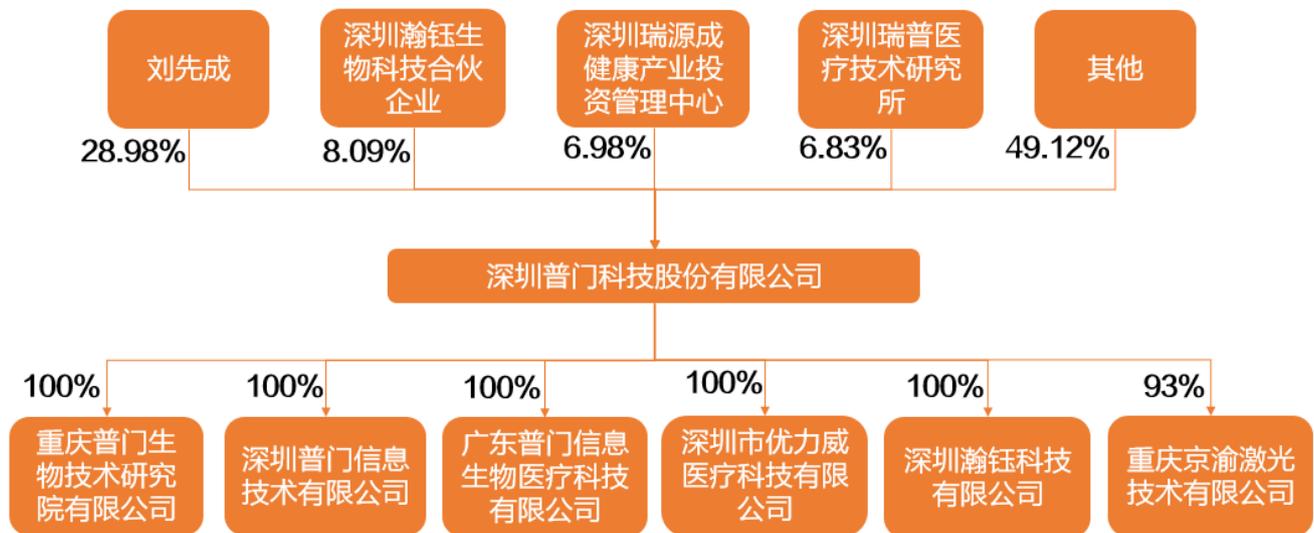
1. 创新驱动发展，业绩高速增长

普门科技是一家研发和市场双轮驱动的专业化高科技医疗设备企业，主要从事医疗器械的研发、制造、营销及服务，专注于治疗与康复设备和体外诊断设备和配套检测试剂的开发及技术创新。根据公司 2021 年中报显示，公司产品及解决方案覆盖国内 1 万 5 千多家医疗机构和 1600 多家三级医院。

1.1. 创始人股权集中，核心团队持股激励充分

公司主要发起人为刘先成、曾映、胡明龙、张海英、徐岩，实际控制人是刘先成董事长，持股比例达 28.98%。刘先成、曾映、胡明龙等管理者曾就职于迈瑞医疗，拥有丰富的产业经验。同时公司推出员工持股方案，设立瀚钰生物、瑞源成健康、瑞普医疗，有效提升核心管理团队的稳定性。

图 1：股权结构较为合理



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所
注：数据截止到 2021 年半年报

1.2. 坚持创新驱动发展，业绩快速增长

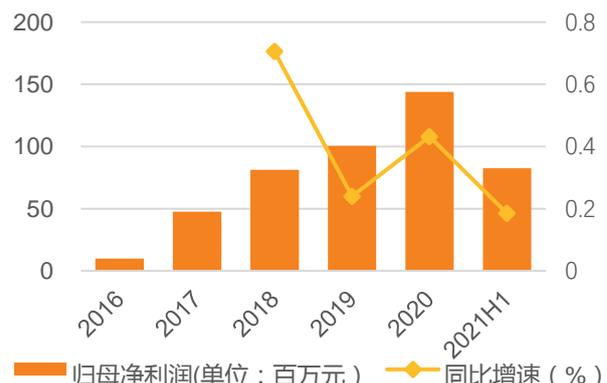
公司处于高速发展期，营业收入和净利润快速增长。2020 年，公司实现营业收入 5.54 亿元，同比增长 31.04%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.44 亿元，同比增长 43.15%。2021 上半年，公司改革研发体系，组建治疗与康复事业部和体外诊断事业部，建立专业的国际化销售队伍，海外业务大幅增长，实现营业收入 3.56 亿元，同比增长 37.31%；归母净利润 8242.52 万元，同比增长 18.47%。

图 2：公司营业收入保持 30%以上增速快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：归母净利润持续快速提升

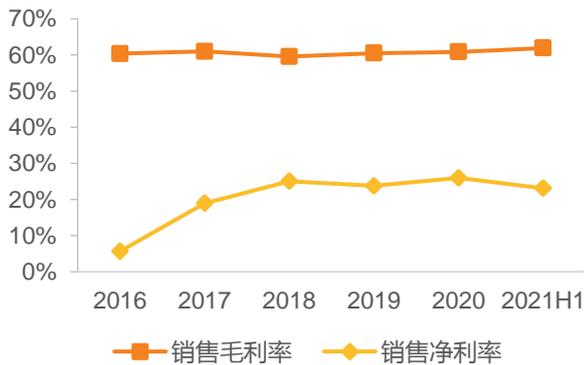


资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利能力持续提升，强化产品、技术创新能力。公司的毛利率较高，2020 年毛利率达 60.87%，2021 年上半年为 61.92%，毛利率水平小幅提升。公司净利率从 2016 年的 5.66% 上升至 2021 年上半年的 23.12%，净利率水平大幅上升。公司坚持以技术创新为根基，提高自主创新能力，增强产品核心竞争力，持续增加研发资金投入，研发费用率远高于行业均值。

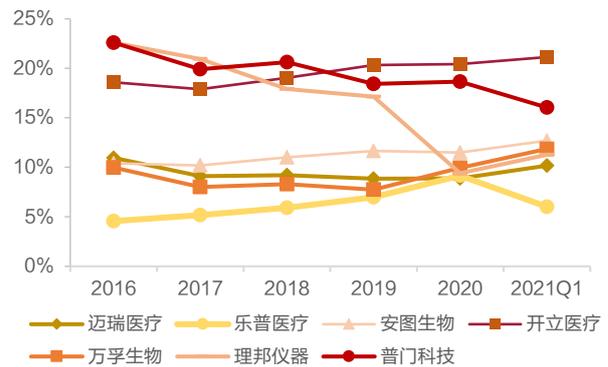
公司为了满足新产品开发、技术创新、产品迭代、技术储备和人员储备等战略发展需要，在研发领域的投入大幅增加，主要来自于研发人才的引进、多个新研发项目的启动等。2021 年上半年研发费用为 7112.48 万元，同比增长 66.87%，占营业收入的 19.97%，与上年度同期的 16.44% 相比增加 3.53%。

图 4：毛利率和净利率持续提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：研发费用率远高于行业均值



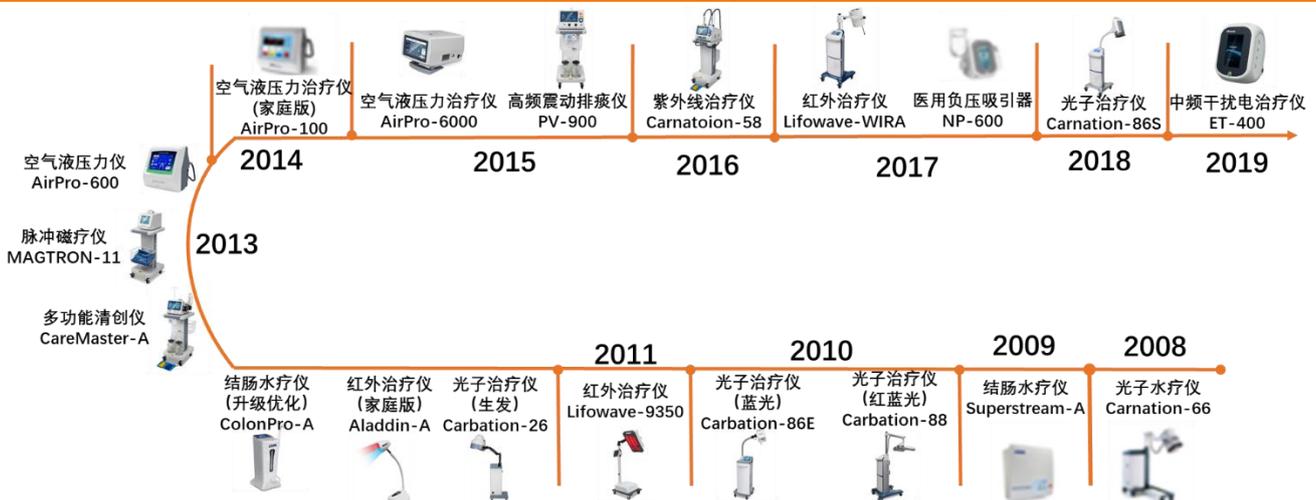
资料来源：Wind，普门科技招股说明书，天风证券研究所

1.3. 布局两大产品线，优势产品带动营收增长

公司成立之初，针对临床创面光子治疗这一空白领域，组织研发团队先后突破光源芯片高能窄谱光治疗技术、集成 LED 模组、发散光汇聚系统等关键技术，自主完成光子治疗仪的开发；并在此基础上，成功开发出多功能清创仪、负压机等系列产品，进一步丰富创面治疗产品线，形成了较为完善的创面治疗产品组合方案。

此外，公司进一步挖掘医疗机构在血栓预防、排痰治疗、疼痛治疗等领域的临床治疗需求，先后开发了包括空气波压力治疗仪、高频振动排痰仪、红外治疗仪等治疗与康复设备，由点及面，形成专业化、特色化的产品组合方案。

图 6：公司治疗与康复产品线的产品演变



资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

公司针对国内 C 反应蛋白的检测需求较大而国外产品较少涉及这一领域的现状，从特定蛋白检测领域进入体外诊断行业。公司采用免疫比浊检测技术，于 2013 年推出特定蛋白分析仪及配套试剂，获得医疗机构广泛认可。在免疫比浊检测技术的基础上，公司进一步拓展检测技术路线，先后建成免疫比浊检测平台、液相色谱层析检测平台、免疫荧光层析检测平台、电化学发光免疫分析检测平台四大检测平台。公司在平台技术的基础上，针对临床检测需求，开发出特色化的体外诊断设备与配套试剂产品线，形成封闭的体外诊断设备与试剂系统。

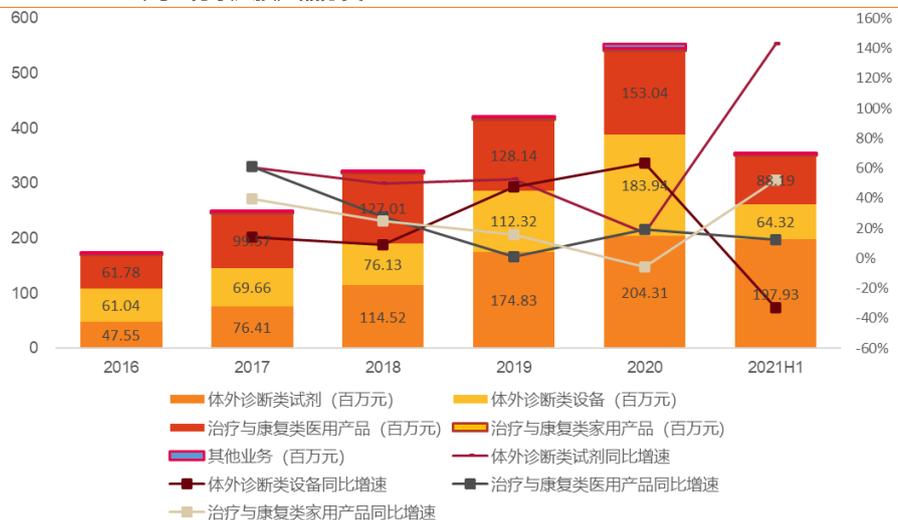
图 7：公司体外诊断产品线的产品演变



资料来源：普门科技招股说明书，国家药监局，天风证券研究所

治疗与康复类与体外诊断类产品收入不断提高。公司积极进行设备技术创新，针对不同疾病、不同科室推出适宜的产品组合，2021 年上半年，公司治疗与康复类产品销售收入实现稳定增长，收入同比增长 13.86%；销售团队建设方面，公司积极改革营销系统，针对体外诊断产品线设立两个事业部，分子诊断和核酸提取试剂远销国际市场，体外诊断类产品最终实现营收 2.62 亿元，同比增长 48%。

图 8：2016-2021H1 公司业务收入按产品分类



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司为经销商预留了充足的利润空间，有利于维系公司“高投入、高产出”良性循环。由于公司终端客户主要为各级医疗机构，具有数量多、分布广的特点，间接销售可有效拓宽公司销售渠道、及时推广公司产品，因此公司主要采用间接销售的方式。而通过对比公司产品的销售价格与终端价格，可以发现经销商利润空间充足，有较强的意愿销售公司产品，从而打通了公司产品“货币化”这一关键环节。

表 1：公司主要产品销售价与终端价对比（单位：元/台、元/人份）

产品大类	货品分类	具体型号	2018 年度销售价格	终端价格
治疗与康复类 医院市场医疗产品	光子治疗仪	Carnation-11	14,527.90	40,000
		Carnation-86C	24,292.77	50,000
		Carnation-86E	31,831.55	80,000
	空气波压力治疗仪	AirPro-600	6,237.85	20,000
		AirPro-6000	9,616.66	35,000
	红外治疗仪	Lifowave-9350C Pro	3,043.83	18,000
		Lifowave-9350C Exp	11,724.88	35,000
		Lifowave-WIRA750Exp	28,370.95	100,000
	高频振动排痰仪	PV-100	14,685.63	40,000
		PV-900	23,948.88	70,000
多功能清创仪	CareMaster-H	28,069.30	70,000	
	CareMaster-E	57,886.42	150,000	
治疗与康复类 家用市场医疗产品	光子治疗仪	Aladdin-A1	1,990.84	9,980
		Aladdin-C	2,030.51	8,000
	结肠水疗仪	ColonPro-A	720.90	2,980
		Superstream-A	1,959.39	4,980
体外诊断 设备类	特定蛋白分析仪	PA-600	10,208.39	—
		PA-900	13,521.46	—
		PA-990（联机版）	34,482.76	—
	糖化血红蛋白分析仪	H8	30,452.31	80,000
		H9	37,332.37	100,000
	电化学发光分析仪	eCL 8000	78,147.57	280,000
体外诊断类 试剂类	特定蛋白分析试剂	CRP	1.83	—
		mALB	3.75	9
	糖化血红蛋白试剂	HbA1c	2.63	10
		HPLC HbA1c	4.35	20
	电化学发光分析试剂	NT-proBNP	30.99	95
		PCT	18.09	80
	免疫荧光分析试剂	NT-proBNP	25.81	76
		PCT	10.42	40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

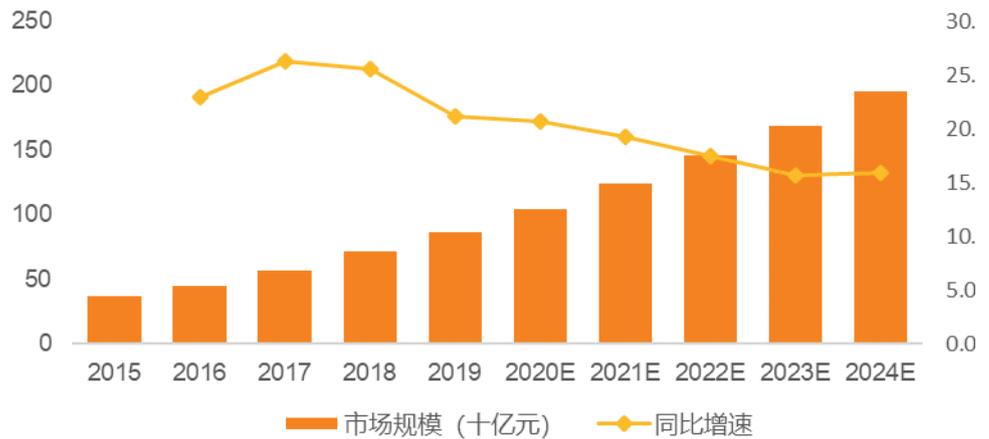
2. 电化学发光填补国内市场空白，特定蛋白稳定增长

体外诊断指在人体之外对人体血液、体液、组织等样本进行检测，从而判断疾病或机体功能的诊断方法，是现代检验医学的重要载体，提供了大部分临床诊断的决策信息，成为疾病预防、诊断、治疗的重要组成部分。体外诊断按照检测原理或检测方法的差异，分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血液和体液学诊断、即时诊断（POCT）等类别。

2.1. 国内体外诊断市场快速发展，免疫诊断成为市场主流

国内体外诊断行业处于高速发展期。根据 Frost&sullivan 统计，我国内体外诊断市场规模从 2015 年时的 366 亿元一路增长至 2019 年的 864 亿元，年均复合增长率为 24%，占我国医疗器械市场规模的比例从 2015 年时的 11.9% 增长至 2019 年的 13.9%。预计 2024 年体外诊断的市场规模将有望达到 1957 亿元，市场前景可观。

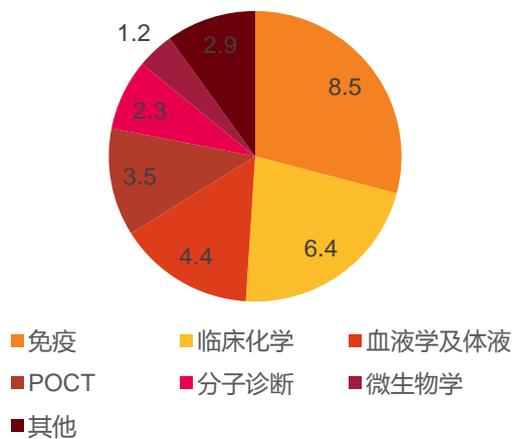
图 9：预计 2024 年国内体外诊断产品市场规模有望达到 1957 亿元



资料来源：Frost&sullivan，公司招股书，天风证券研究所

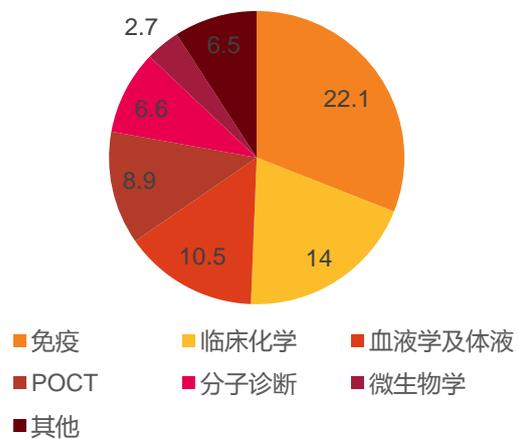
免疫诊断是细分规模最大的体外诊断子行业。生化诊断产品在国内发展较早，为医院常规诊断检测项目，未来增长速度放缓；免疫诊断是我国细分规模最大的体外诊断子行业，市场空间由 2014 年时的 85 亿元增长至 2018 年时的 221 亿元，年均复合增长率 27.2%，市场份额也从 2014 年的 29% 上升至 2018 年的 31.4%；分子诊断和 POCT 在全球范围内都处于发展的初期，未来将保持快速增长。

图 10：2014 年国内体外诊断细分市场占比情况（单位：十亿元）



资料来源：Frost&sullivan，华检医疗招股书，天风证券研究所

图 11：2018 年国内体外诊断细分市场占比情况（单位：十亿元）



资料来源：Frost&sullivan，华检医疗招股书，天风证券研究所

免疫诊断是通过抗原与抗体相结合的特异性反应进行测定的诊断方法，对小分子蛋白、激素、脂肪酸、维生素、药物等进行检测。免疫诊断技术包括同位素放射免疫、胶体金、免疫比浊、酶联免疫、时间分辨荧光、化学发光等技术。

化学发光成为主流免疫诊断方法，进口替代空间大。随着技术的不断发展和进步，中低端免疫诊断领域已取得较好的国产化成果，但高端的免疫诊断领域目前依然是国外巨头的天下，其中最具代表性的就是化学发光领域。目前，化学发光已替代酶联免疫成为我国主流的免疫诊断方法，市场规模已达免疫诊断总市场的 70% 以上，且基本被罗氏、雅培、丹纳赫等国外巨头垄断，进口替代空间广阔。

根据原理、标志物类型、发光底物等可将化学发光分为电化学发光、直接化学发光及酶促化学发光。公司与罗氏均采用电化学发光，反应的各试剂由电极实时激发，反应在加电瞬间完成，具有灵敏度高、重现性好、可控性好、检出限低等优点。

表 2：主流化学发光技术比较

项目	电化学发光	直接化学发光	酶促化学发光
原理	电化学发光是电场参与化学发光所产生的结果，是指通过施加一定的电压进行电化学反应，通过对发光强度的检测来进行定量检测。	用化学发光剂直接标记抗原或抗体，与待测标本中相应的抗体或抗原结合后，加入发光促进剂进行发光反应，通过对发光强度的检测来进行定量检测。	用特定酶作为标记物，通过标记酶所催化生成的产物作用于发光物质，以产生化学发光，通过对发光强度的检测来进行定量检测。
分离方法	常用磁颗粒分离技术	常用磁颗粒分离技术	常用磁颗粒分离法、微离子捕获法、包被珠分离法等
标记物类型	三联吡啶钉	吖啶酯、鲁米诺、异鲁米诺等	碱性磷酸酶(ALP)或辣根过氧化物酶(HRP)等
发光底物	三丙胺	氢氧化钠-过氧化氢	金刚烷-鲁米诺等
试剂稳定性	试剂不含酶，较稳定	试剂不含酶，较稳定	试剂含有酶，稳定性较差。不利于储存和运输
光信号特点	采用电激发光方式发光，反应体系可充分混匀，具有发光持续时间长、发光强度大、启停时间可控、光信号分布均匀的特点	采用瞬间发光方式发光，反应体系通常不能预先混匀，发光持续时间短、发光强度微弱、启停时间不可控、光信号分布不均匀	采用酶促反应后发出辉光方式发光，反应体系通常不能预先混匀，发光持续时间短、发光强度微弱、启停时间不可控、光信号分布不均匀
发光及测量装置特点	采用流通式电化学发光测量池，控制发光及测量，可以重复使用，环保性好。如处理不当，存在交叉污染的可能	采用管式发光及测量装置，为一次性，可在一定程度上避免交叉污染	采用管式发光及测量装置，为一次性，可在一定程度上避免交叉污染

资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

2.2. 电化学发光：与罗氏技术路线相同，行业内技术领先

化学发光免疫技术门槛较高，试剂多为修饰抗体，设备涉及微量加样、无损分离、光学信号检测等核心技术，研发难度大。国外化学发光产品推出时间早、技术成熟度高、检测项目丰富，罗氏、雅培、西门子、丹纳赫（贝克曼）基本形成垄断局面，罗氏占有 30% 以上的市场份额。

目前罗氏、雅培、新产业、迈瑞医疗等行业内主要企业推出的产品包括中小型设备和大型设备，满足不同使用场景的检测需求。其中，大型设备试剂位和处理位较多，单次测试的样本量较大，较适合医院检验科等传统应用场景；中小型设备具有设备体积小、检测灵活快速的特点，较适合医院门急诊等应用场景，满足差异化的临床检测需求。

表 3：市场上部分典型的发光设备

项目	公司		罗氏		雅培		新产业		迈瑞医疗	
型号	eCL8000	e411	e602	i1000	i2000	MGALU MI900	MGALU MI2000	CL-900i	CL-2000i	
设备类型	中小型	中小型	大型	中小型	大型	中小型	大型	中小型	大型	
处理位	30	30	150	65	135	40	144	50	300	
试剂位	10	18	25	25	27	9	15	15	40	

资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

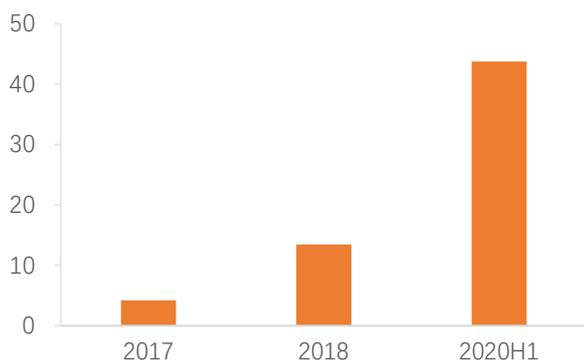
公司创新性地采用自主合成的发光标记物三联吡啶钉，研制了包括仪器和配套试剂在内的新一代全自动免疫分析系统，打破了国外巨头在电化学发光检测仪及配套试剂领域的全球垄断，填补了国内市场空白，成为国内第一家取得电化学发光免疫分析系统注册证

的企业，产品具有敏感性强、特异性好、抗干扰性强、检测准确率高等优点，主要指标均达到同类国际产品水平。

公司全自动电化学发光测定仪具有设备占地小、随到随检、检测结果精准等特点，拥有特色化的门急诊检测项目，更好地满足门急诊检验的临床需求，同时相较于进口化学发光产品具有较强的性价比优势。自 2017 年上市以来，公司全自动电化学发光测定仪累计发货超过 1500 台（其中 2020 年发货超过 1000 台），装机集中于三级医院和二级医院。

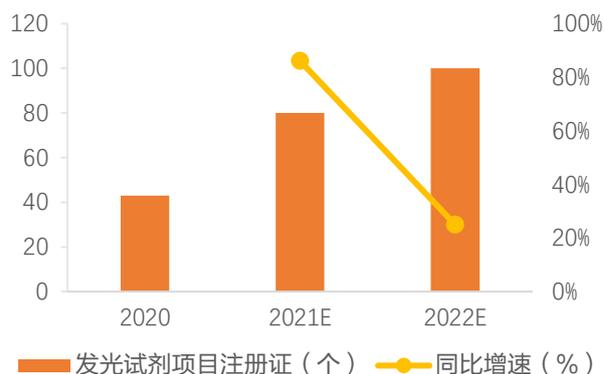
公司电化学发光设备及试剂销售收入高速增长。2018 年设备销售收入仅 1344.94 万元，试剂销售收入为 233.81 万元，2020H1 设备销售收入达 4373.75 万元，试剂收入达 2325.57 万元，预计销售收入随着国产替代进程加速而持续增长。

图 12：电化学发光仪销售收入（百万元）



资料来源：普门科技招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 13：电化学发光试剂项目注册证数量持续增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：2021 年上半年新增 9 项试剂获得 CE 认证

序号	试剂名称	发证日期
1	SARS-CoV-2 中和抗体测定试剂盒（免疫荧光层析法）	2021/1/12
2	SARS-CoV-2 中和抗体测定试剂盒（电化学发光法）	2021/1/12
3	甲胎蛋白（AFP）测定试剂盒（电化学发光法）	2021/2/9
4	抗缪勒管激素（AMH）测定试剂盒（电化学发光法）	2021/2/9
5	糖类抗原 15-3（CA15-3）测定试剂盒（电化学发光法）	2021/2/9
6	糖类抗原 19-9（CA19-9）测定试剂盒（电化学发光法）	2021/2/9
7	癌抗原 125（CA125）测定试剂盒（电化学发光法）	2021/2/9
8	癌胚抗原（CEA）测定试剂盒（电化学发光法）	2021/2/9
9	D-二聚体（D-Dimer）测定试剂盒（电化学发光法）	2021/2/9

资料来源：普门科技 2021 年半年报，天风证券研究所

电化学发光产品持续推新，布局生化免疫流水线。2020 年，公司电化学发光试剂项目有 43 个产品注册证，预计 2021 年底获得共约 80 个产品注册证，2022 年底 100 个。目标 2022 年上半年获得高速发光仪器（300T/H）以及与高速发光级联的高速生化仪器（2000T/H），形成生化免疫流水线，增强普门科技在检验科的竞争力。

2.3. 特定蛋白分析：与 SYSMEX 合作创造业务双赢

公司的特定蛋白分析仪基于免疫散射比浊检测技术平台开发完成，用于快速定量检测样本中的特定蛋白含量，为临床疾病诊断和监测提供有效参考指标。

公司第一款特定蛋白分析仪自 2013 年上市以来凭借自动化程度和用户友好度高，可实现

与血常规分析仪的联合检测等优势迅速获得各级医疗机构的认可，2018 年度测试样本量已突破 5000 万人份。

表 5：公司特定蛋白分析产品与可比公司产品的比较

项目	指标内涵	公司	芬兰 Orion	韩国 Boditech	国赛生物
产品型号	与公司产品可比的同类产品型号	PA-990	Quik Read go	icharoma-50	Aristo
方法学	主要原理和方法学	免疫散射比浊法	免疫散射比浊法	荧光免疫层析法	免疫散射比浊法
自动化程度	操作便捷性和自动化水平	全自动操作	半自动操作	全自动操作	全自动操作
样本测试速度	每小时可以完成测试的样本量	180 测试/小时	30 测试/小时	80 测试/小时	150 测试/小时
重复性	检测结果重复性，通常 CV 值（变异系数，即标准差与平均数的比值）来计算	CV≤5%	未披露	CV≤10%	CV≤5%
线性范围	检测下限和检测上限	0.5-370mg/L	5.0-200mg/L	2.5-300mg/L	0.9-380mg/L

资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

2015 年 12 月，公司与 Sysmex 首次达成为期 3 年的战略合作，Sysmex 成为公司特定蛋白分析仪（型号为 PA-600、PA-900、PA-990）及配套 CRP 试剂在中国市场独家经销商。公司特定蛋白检测分析仪单独或与 SYSMEX 血液细胞分析仪进行联机组合，通过 SYSMEX 在国内强大的销售和服务网络进行设备及配套试剂的销售，特定蛋白分析仪在国内市场尤其是二级以上医院迅速完成大规模装机，特定蛋白分析仪配套试剂的销售量在 2016-2018 年年均增长率为 78.64%，高于公司整体体外诊断试剂的同期年均增长率 59.83%。

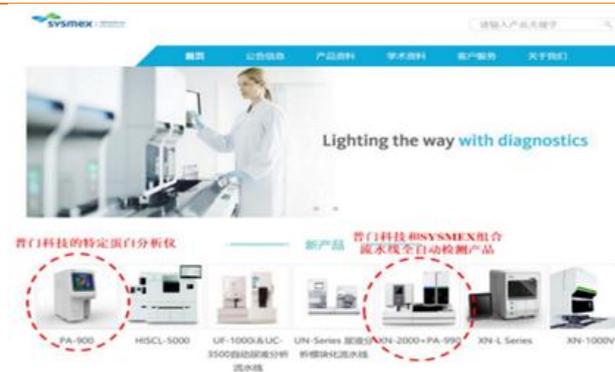
2019 年 4 月，公司与 Sysmex 进行了为期 5 年的合作协议续约，并在原合作产品基础上新增合作设备型号 PA-800 和配套 SAA 试剂。

图 14：特定蛋白分析仪试剂销售量快速增长



资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

图 15：SYSMEX 中国官网新产品信息包括公司特定蛋白分析仪



资料来源：SYSMEX 官网，天风证券研究所

3. 灵活组合产品，提供治疗与康复解决方案

世界卫生组织将医学主要分为四大类：预防医学、临床医学、康复医学和保健医学。其中，临床医学与康复医学在医学分类中前后呼应，在医疗实际应用领域相辅相成。

随着近代医疗发展及人类对疾病本质的深入认识，新的治疗手段不断涌现。为提高临床治疗效果，除了使用药物外，使用医用治疗设备等医疗器械治疗病患已成为不可替代的重要手段。治疗与康复设备采用物理、药理、免疫及代谢等方式作用于人体，以达到改善患病部位结构与功能的目的。

表 6：临床医学与康复医学具体情况

项目	目的	主要方法	实施场所
临床医学	疾病治愈； 以生存为目标	药物、手术、物理治 疗、 生物反馈、放射治疗 等	各级医院的临床科室
康复医学	功能障碍恢复； 以生存质量为目标	物理治疗、作业疗 法、 康复护理等	医院康复科、基层社区、乡镇 卫生院、康复中心、家庭康复 等

资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

3.1. 康复治疗市场发展空间大，国家鼓励支持产业发展

政策利好康复治疗产业发展。国内治疗与康复行业经历了前期的起步和试点推广，目前处于全面发展阶段。国家持续关注治疗与康复领域的扩大、医院治疗技术的普及推广和各级康复机构数量的增长，同时兼顾治疗与康复技术水平的提高，特别鼓励国产治疗与康复设备行业的可持续发展。

表 7：国家出台政策鼓励治疗与康复产业发展

时间	政策文件	鼓励和支持项目
2016 年 3 月	卫计委等五部委《关于新增部分医疗康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》	将“康复综合评定”等 20 项新增康复项目纳入医保支付范围
2016 年 10 月	国务院《关于加快发展康复辅助器具产业的若干意见》	将基本的治疗性康复辅助逐步纳入基本医疗保险支付范围，统筹推进康复辅助器具产业发展
2017 年 1 月	发改委《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 版）》	将声、光动力学治疗及其增敏剂；超快电磁脉冲、超高静电声、大功率激光、电磁声、电磁波、超声、光学、力学等康复理疗设备等作为先进治疗设备及服务列入目录
2017 年 6 月	科技部等六部委《“十三五”卫生与健康科技创新专项规划》	加大康复辅具研发，加快人机智能交互、照护机器人、3D 打印、脑机接口、虚拟现实等新技术在康复辅具中的集成应用
2017 年 12 月	国家发展改革委办公厅《〈增强制造业核心竞争力三年行动计划(2018-2020 年)〉重点领域关键技术产业化实施方案的通知》	围绕健康中国建设要求和医疗器械技术发展方向，聚焦使用量大、应用面广、技术含量高的高端医疗器械，鼓励掌握核心技术的创新产品产业化，推动科技成果转化，填补国内空白，推动一批重点医疗器械升级换代和质量性能提升，提高产品稳定性和可靠性，发挥大型企业的引领带动作用，培育国产知名品牌
2019 年 11 月	国家卫生健康委办公厅《关于开展加速康复外科试点工作的通知》	在全国范围内遴选一定数量的医院开展加速康复外科试点。通过开展试点工作，发挥试点医院的带动示范作用，以点带面，逐步在全国推广加速康复外科诊疗模式，提高诊疗效果和医疗服务效率，提升医疗资源利用率，改善患者就医体验
2020 年 12 月	卫生健康委、中医药局等《中医药康复服务能力提升工程实施方案(2021-2025 年)》	到 2025 年，依托现有资源布局建设一批中医康复中心，三级中医医院和二级中医医院设置康复(医学)科的比例分别达到 85%、70%，康复医院全部设置传统康复治疗室
2021 年 6 月	国家卫健委、国家发展改革委等《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》	到 2022 年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每 10 万人口康复医师达到 6 人、康复治疗师达到 10 人。《意见》明确要加强康复医院和综合医院康复医学科建设，医疗机构要按照分级诊疗要求，结合功能定位按需分类提供康复医疗服务

资料来源：中国政府网，新浪网，普门科技招股说明书，天风证券研究所

康复医疗器械市场前景广阔。近年来随着国民生产总值的不断提高、老龄化社会加速到来、各级医疗机构对康复科建设的不断重视，以及患者康复意识的不断加强等多方需求合力，康复设备需求量快速增长。根据 Frost&sullivan 数据，国内康复医疗器械市场规模从 2014 年的 115 亿元增长至 2018 年的 280 亿元，年均复合增长率高达 24.9%，预计未来

仍将以 19.1%的复合增长持续快速扩容，2023 年市场规模将达到 670 亿元。

图 16：预计 2023 年国内康复医疗器械市场规模达 670 亿元



资料来源：Frost&sullivan，天风证券研究所

治疗与康复市场需求主要来自有创面治疗需求的人群，各级医院术后、产后人群，老年人群体以及慢性病群体。调查数据表明，我国上述四大群体人数庞大，潜在市场需求大。

表 8：治疗与康复主要需求群体

主要群体分类	市场需求
有创面治疗需求的人群	调查表明，我国每年慢性难愈合创面的治疗需求在 3000 万人次，而整个创面治疗需求大约在 1 亿人次左右
各级医院术后、产后人群	据国家统计局统计，2017 年我国医疗卫生机构住院病人手术人次高达 5596 万人次；根据中国卫生和计划生育统计年鉴，2017 年妇产科住院人数超过 2878 万人次
老年人群体	据国家统计局统计，至 2017 年底 65 周岁及以上人口 15831 万人，占总人口的 11.4%。其中，患有各种慢性病、并有生活能力障碍需要康复的老年人多达 7000 多万人
慢性病群体	据国家卫计委数据，2013 年，我国慢性病患者人数达到 3.36 亿人，2018 年预计超过 4 亿人

资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

3.2. 以需求为出发点，灵活提供解决方案

公司通过技术创新、产品研发、升级换代和专业服务等方式，针对不同疾病、不同科室的相应需求推出适宜的产品组合方案。公司治疗与康复解决方案从医疗机构的临床诊疗需求出发，通过专业化和系统化的治疗技术组合，有效促进疾病治疗与康复的临床疗效。

表 9：公司康复与治疗产品八大解决方案

解决方案	应用场景	治疗内容	相关康复与治疗仪器
创面治疗	创面治疗中心、换药中心、外科、骨科、内分泌科、急诊科	创面清创冲洗除菌、光疗消炎镇痛、促进创面愈合	多功能清创仪、光子治疗仪、负压机及一次性负压引流敷料套装
血栓预防	手术室、重症监护室、呼吸科、内科、外科、骨科、妇产科	静脉血栓形成预防	空气压力波治疗仪
疼痛治疗	康复科、老年科、疼痛科、骨科、外科、内科、妇产科	物理消炎镇痛、辅助治疗组织修复、软组织损伤、足底筋膜炎、肩周炎、跟腱肌腱病、肱骨外上髁炎等	红外治疗仪、冲击波治疗仪
皮肤病治疗	皮肤科、整形美容科	治疗皮肤科常见疾病，如炎症、疼痛、创面、白癜风、银屑病等	光子治疗仪、红外治疗仪
加速康复	手术室、重症监护室、外科、骨科、	物理治疗，为临床科室提供系列创	多功能清创仪、光子治疗仪、负

内科、妇产科、急诊科	面治疗、调节体温、静脉血栓预防、水肿治疗、气道清除、组织修复、消炎、镇痛等技术手段，加速患者康复	压机及一次性负压引流敷料套装、空气波压力治疗仪、高频振动排痰仪、冲击波治疗仪
糖尿病和慢创人群	社区卫生服务中心、乡镇卫生院、康复养老机构、诊所、家庭医疗	多功能清创仪、光子治疗仪、负压压机及一次性负压引流敷料套装
呼吸病	社区卫生服务中心、乡镇卫生院、康复养老机构、诊所、家庭医疗	高频振动排痰仪
炎症、疼痛	社区卫生服务中心、乡镇卫生院、康复养老机构、诊所、家庭医疗	物理消炎镇痛，辅助治疗组织修复、软组织损伤、足底筋膜炎、肩周炎、跟腱肌腱病、肱骨外上髁炎

资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

在中国医学装备协会组织的第七批优秀国产医疗设备评选活动中，公司产品调 Q Nd:YAG 激光治疗仪、二氧化碳激光治疗机、体外冲击波治疗仪、光子治疗仪（红蓝光）等，凭借其在技术参数、企业情况、临床应用评价等多个维度的优秀表现，成功入选。

3.3. 光子治疗仪：国际领先，市场地位高

糖尿病患者的手术伤口、烧伤、烫伤、交通创伤和蚊虫咬伤等创面的愈合困难，容易形成慢性创面，同时约 15% 的糖尿病患者在他们的病程中会发生糖尿病足，导致糖尿病并发的慢性创面患者数量众多。压疮是由皮肤受压破损引起的慢性创面，多发于年老虚弱或长期卧床的患者，是临床常见的并发症。

2017 年全球 4.25 亿的糖尿病患者中，中国的糖尿病患者达到 1.14 亿，占比 26.92%，基数庞大。国内一般医院压疮发生率为 2.5%~10% 不等，随着中国老龄化加剧和住院人数增加，压疮患者数量呈上升趋势。因此，中国对糖尿病并发的慢性创面、压疮等难愈合创面的治疗需求远大于欧美发达国家。

公司针对临床创面光子治疗这一空白领域，自主完成光子治疗仪的开发。公司光子治疗仪填补了国内临床创面光子治疗领域的市场空白，自 2008 年上市以来，治疗效果得到学术界和临床医学界的充分认可，市场地位高，终端装机集中于三级医院和二级医院。截至 2018 年末，公司已协助 400 余家医疗机构建成了创面治疗中心，累计装机医院已达到 3613 家。

光子治疗仪销售收入快速增长。2016-2018 年销售收入复合增长率为 29.41%，2018 年实现销售收入 6047 万元，收入增速达 32.30%。

图 17：公司光子治疗仪销售收入快速增长



图 18：光子治疗仪在各级医院装机量占比



资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

普门科技光子治疗仪处于市场领先地位。公司光子治疗仪主要功能性指标均优于同行业

公司，同时，公司还从患者安全角度和医护人员操作体验出发，提供更多安全性和操作方便性措施，充分满足临床需求。因此，公司光子治疗仪产品终端售价高于竞争对手。

表 10：公司的光子治疗仪产品与可比公司产品

项目	普门科技	航天生物	高科恒大	武汉金莱特
注册证取得时间	2008-07-15	2015-12-07	2012-08-28	2010-02-08
产品名称	光子治疗仪	光子治疗仪	红光治疗仪	半导体激光治疗机
主要产品型号	Carnation-86 系列	GZM-D 系列	CHX-630 系列	JLT-MD500 系列
功能性指标	光源材料和设计	采用半导体芯片集成式光源材料；透镜式光源设计	采用半导体芯片集成式光源材料；光杯式光源设计	采用半导体芯片集成式光源材料；光杯式光源设计
	窄谱波长	蓝光：460 ± 10nm 红光：640 ± 10nm	蓝光：415 ± 10nm 红光：640 ± 10nm	蓝光：450 ± 10nm 红光：630 ± 10nm
	光功率密度	最大光功率密度可达 3000mW/cm ²	最大光功率密度可达 1800mW/cm ²	最大光功率密度可达 770mW/cm ²
安全性指标	光斑均匀性	经过检测，光斑均匀性>0.5	无相关检测	无相关检测
	温度反馈	具有温度反馈模块	无	无
	光功率稳定度	≤ ± 1%，有效确保治疗时产品性能稳定	无相关检测	无相关检测
操作方便性指标	光疗模式自动切换	可实现蓝光治疗模式结束后自动切换至红光治疗结束，方便操作	无	无
	远程联网工作站	具有工作站功能和无线联网功能，方便病例管理和治疗监控	无	无
应用场景	适用于消炎、镇痛，对体表创面有止渗液、促进肉芽组织生长、加速愈合的作用	适用于 I° - II° 烧伤、创伤的创面和慢性复杂创面的愈合。	消炎、止痛；对溃疡、褥疮等有促进创面愈合的作用	在医疗机构中用于痤疮的照射治疗
终端价格（万元）	最高价格	18.00	7.80	5.10
	最低价格	7.30	3.60	2.00
	中位数	9.36	6.00	3.94

资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

光子治疗仪年更新换代需求量或将达到 4 万台。2019 年末，全国医疗卫生机构床位 880.7 万张。若公司在不同等级医疗机构的设备覆盖率可以达到前 10 大客户的平均水平，则一共可配置超 20 万台光子治疗仪，按照设备使用年限为 5 年测算，则每年更新换代量可达到 4 万台，行业空间广阔。

表 11：光子治疗仪前景广阔

终端医疗机构等级	全国床位数（万张）	前十名医疗机构设备覆盖率	测算市场容量（万台）
三级医院	277.79	2.32%	6.44
二级医院	266.59	3.82%	10.1
其他医疗机构	336.52	2.20%	7.40
合计	880.69		23.94

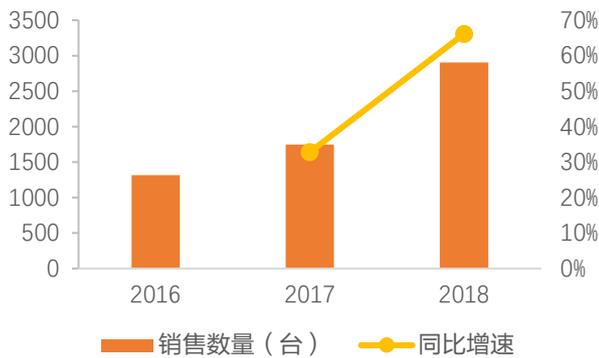
资料来源：公司公告，2019 年我国卫生健康事业发展统计公报，天风证券研究所

3.4. 空气波压力治疗仪：新产品上市带动销量增长

国家卫生计生委医政医管局于 2018 年 5 月出具《国家卫生健康委员会（局）便签》（国卫医资源便签[2018]139 号），支持医院开展院内静脉血栓栓塞症防治，希望通过规范我国医院内静脉血栓栓塞症的临床管理，有效开展疾病预防，构建防治和管理体系，带动我国整体静脉血栓防治水平的提升。

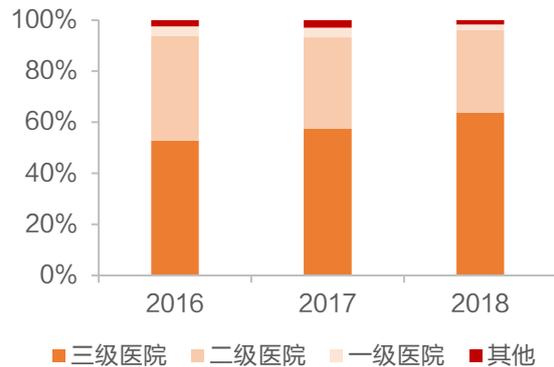
公司的空气波压力治疗仪适用于医院的血栓治疗，是血栓预防中心方案的核心产品，使患者安全、舒适地度过围手术期，同时也能长期卧床的居家患者提供血栓预防解决方案。公司 2017 年新推出 AirPro-6000，主要终端销售去向为三级医院，随着该产品的推出，公司空气波压力治疗仪销售量迅速增长，2016-2018 年销量复合增长率为 48.55%，2020 上半年实现收入 2142.79 万元。

图 19：空气波压力治疗仪销售量快速增长



资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

图 20：空气波压力治疗仪在各级医院装机量占比



资料来源：普门科技招股说明书，天风证券研究所

3.5. 高频振动排痰仪：受疫情影响，产品需求增长

在治疗与康复领域，公司产品主要围绕三大服务领域进行产品开发，包括创面和皮肤治疗、围手术期和重症护理、疼痛和康复治疗等，现有产品包括多功能清创仪、光子治疗仪、负压引流套装、高频振动排痰仪、空气压力波治疗系统、高流量呼吸湿化器、医用升温毯、红外治疗仪、脉冲磁治疗仪、中频干扰电治疗仪、冲击波治疗仪等，公司通过技术创新、产品研发、升级换代和专业服务等方式，针对不同疾病、不同科室的相应需求推出适宜的产品组合方案，有效促进疾病治疗与康复的临床疗效。普门科技高频振动排痰系统 PV-900 有以下三大功能：

- ① 排痰功能：用于胸腔外部处置时进行气道清除治疗，适用于分泌物排出困难或由粘液阻塞引起的肺膨胀不全的成人患者，同时，促进气道清除或改善支气管引流，为诊断评估收集粘液；
- ② 雾化功能：用于将液态药物雾化供患者吸入；
- ③ 负压吸痰功能：供医院为病人作吸痰等普通负压吸引用。

高频振动排痰系统可用于新冠肺炎患者呼吸道分泌物的清除，新冠疫情下产品需求增长。2020年2月18日公司高频振动排痰系统进驻武汉火神山医院，为患者早日康复贡献力量。受疫情影响，该产品在2020年2、3月销售较多，全年相关销售收入约4000万元。

图 21：普门科技高频振动排痰系统 PV-900 示意图



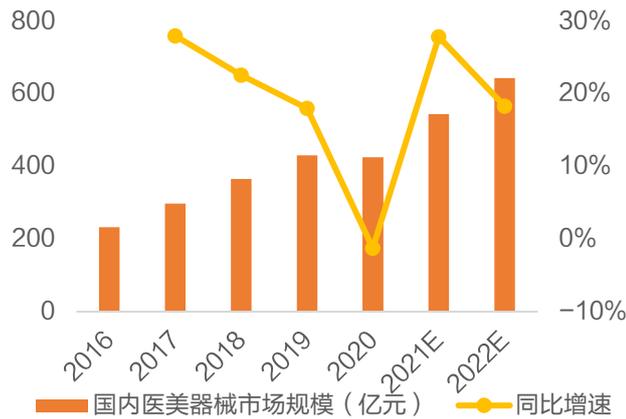
资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 布局光电医美领域，有望成为新增长点

4.1. 光电医美器械市场处于发展期，进口替代空间大

国内医美器械市场规模不断提高。根据艾媒咨询数据，国内医美器械市场规模从2016年的232.8亿元增长至2020年的425.4亿元，年复合增长率为16.27%，预计2021年将达到543.7亿元。

图 22：国内医美器械市场规模快速增长



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 23：国内医美器械应用领域分类



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

光电医美市场规模不断提升，国产厂商处于发展期。光电医美器械是将激光或射频等光电技术应用于皮肤治疗，以此达到紧致皮肤、改善肤质、治疗痤疮、痘印、疤痕、祛除色斑、胎记、红血丝、脱毛等功效的设备或仪器。我国医美光电器械市场规模 2014-2018 年以 12.5% 的年复合增速增长，2020 年为 9.8 亿元，预计至 2023 年将保持 11.5% 的年复合增长率。目前，国内光电医美器械厂商仍处于发展阶段，中高端市场依旧被海外企业主导。

4.2. 收购光电医美企业，长期发展值得期待

2020 年 11 月，公司收购京渝激光，布局光电医美领域。重庆京渝激光技术有限公司创建于 1994 年，是联合北京、重庆两地专家从事激光医疗设备研制和生产的股份制高科技企业，总部位于重庆。作为激光医美行业领先者，公司与国外激光专家建立了研发合作关系，拥有专业研发创新能力，目前拥有 100 多位科研人员，其中不乏行业顶级专家。

图 24：京渝激光是激光医美行业领先者



资料来源：京渝激光公司官网，天风证券研究所

图 25：京渝激光产品组合



资料来源：京渝激光公司官网，天风证券研究所

京渝激光旗下产品包括 Nd:YAG 激光治疗机、脉冲激光治疗仪、红蓝光治疗仪，用于治疗皮肤色素性病变、青春痘、暗疮、粉刺、脱敏等疾病，广泛应用于整形美容科、皮肤科、外科、妇科、口腔科等。

表 12：京渝激光产品应用广泛

产品	型号	注册证号	适应症
Nd:YAG 激光治疗机	MLB-200A	国械注准 20193090681	应用于皮肤色素性病变的治疗，如太田痣、胎痣、祛除纹身、咖啡斑、老年斑、黄褐斑、雀斑等
脉冲激光治疗仪	SPLB-200A	渝械注准 20182240161	应用于对人体组织的切

			割、气化、碳化、凝固和照射等。广泛应用于整形美容科、皮肤科、外科、妇科、口腔科等
红蓝光治疗仪	JY-A	渝械注准 20202090135	青春痘、暗疮、粉刺、脱敏

资料来源：京渝激光官网，天风证券研究所

投资为人光大，加码光电医美。2021年6月25日，公司与深圳为人光大科技有限公司股权投资签约仪式举行，普门科技成为为人光大控股股东。深圳为人光大科技有限公司专业从事激光医疗、激光美容等产品研发、制造、销售和服务，产品包括强脉冲光治疗仪、半导体激光治疗仪、LED红蓝光治疗仪等，公司目前拥有医疗器械注册证书3项，授权专利6项，软件著作权证书9项。

表 13：为人光大产品及适应症

产品	适应症
强脉冲光治疗仪	治疗皮肤色素性疾病
半导体激光治疗仪	除毛发
LED红蓝光治疗仪	治疗炎症痤疮

资料来源：产业信息网，天风证券研究所

光电医美持续推新，长期发展值得期待。公司设立了跨治疗与康复产品线和体外诊断产品线的非公医疗事业部，其中主要产品为医疗美容设备，包括激光治疗设备、光子美容设备等。未来还有更多基于聚焦超声、激光、射频电、强磁场、热能等物理因子的能量平台产品系列陆续问世。公司将致力于医疗美容产品技术创新和品牌提升，抓住医疗美容行业的高速发展的机会，逐步走向世界，成为公司未来新的销售收入增长点。

5. 盈利预测及估值

5.1. 业绩拆分及预测

预测假设：①体外诊断市场快速增长，公司持续开发检测设备和配套试剂，扩大产品临床应用领域，销售额持续增长；②治疗与康复器械行业发展潜力广阔，公司不断加强治疗与康复系列新产品研发，目标成长为较大规模的治疗与康复产品和解决方案供应商。

表 14：公司营业收入预测

单位（百万元）	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	323.43	422.64	553.82	770.97	1068.38	1473.10
同比增速（%）	29%	31%	31%	39%	39%	38%
体外诊断类收入	190.65	287.14	388.26	570.42	825.24	1177.61
同比增速（%）	31%	51%	35%	47%	45%	43%
体外诊断类试剂收入	114.52	174.83	204.31	315.19	468.01	673.59
同比增速（%）	50%	53%	17%	54%	48%	44%
体外诊断类设备收入	76.13	112.32	183.94	255.23	357.24	504.02
同比增速（%）	9%	48%	64%	39%	40%	41%
治疗康复类收入	131.22	133.02	157.64	191.83	233.54	284.93
同比增速（%）	27%	1%	19%	22%	22%	22%
医用产品收入	127.01	128.14	153.04	186.48	227.65	278.45
同比增速（%）	28%	1%	19%	22%	22%	22%

家用产品						
收入	4.21	4.87	4.60	5.36	5.89	6.48
同比增速 (%)	25%	16%	-6%	16%	10%	10%
其他业务						
收入	1.56	2.49	7.93	8.72	9.60	10.55
同比增速 (%)	-15%	60%	218%	10%	10%	10%

资料来源: Wind, 天风证券研究所预测

5.2. 可比公司估值

我们在医疗器械标中选取: 安图生物、翔宇医疗、亚辉龙、爱博医疗, 4 家标的作为可比公司。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 7.71/10.68/14.73 亿元, 归母净利润分别为 2.01 /2.90 /3.99 亿元, 可比公司 2021 年平均 PE 为 79 倍, 普门科技作为在电化学发光领域第一家国产企业, 在技术上拥有较强的优势, 且公司在康复设备、光电医美领域业务持续发力, 我们给予公司 2021 年 66 倍目标 PE, 对应目标价为 31.68 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 15: 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (元)	净利润 (亿元)				PE(X)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603658.SH	安图生物	67.67	396.73	7.48	11.79	15.42	19.94	53	34	26	20
688626.SH	翔宇医疗	68.19	109.10	1.96	2.68	3.54	4.56	56	41	31	24
688575.SH	亚辉龙	39.76	161.03	2.11	3.59	5.30	7.62	76	45	30	21
688050.SH	爱博医疗	265.17	278.80	0.97	1.41	1.94	2.62	289	198	144	107
可比公司平均			236.42	3.13	3.13	4.87	6.55	8.68	118.47	79.39	57.61
688389.SH	普门科技	23.35	98.58	1.44	2.01	2.89	3.99	68	49	34	25

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 总市值和收盘价为 2021/8/12 日收盘数据, 普门科技净利润数据来源为天风证券预测数据, 可比公司估值数据来自 Wind 一致预期, 币种为人民币

6. 风险提示

1. 产品研发进度不及预期

公司不断加强研发投入, 丰富体外诊断与治疗康复产品布局, 若产品研发进度不及预期, 或对产品销售产生一定影响。

2. 产品销售推广不及预期

若未来产品销售推广不能有效进行拓展, 整体收入增速或有所放缓。

3. 行业竞争加剧的风险

体外诊断与治疗康复市场前景广阔, 若行业竞争加剧, 产品销售或受到一定冲击。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	819.95	844.75	1,043.66	1,172.55	1,601.77
应收票据及应收账款	6.92	14.77	24.66	(4.46)	(6.16)
预付账款	2.84	5.29	4.22	8.79	10.18
存货	46.07	72.55	89.96	127.64	177.97
其他	16.03	20.26	14.76	24.60	22.86
流动资产合计	891.82	957.62	1,177.26	1,329.11	1,806.63
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	127.07	156.41	192.95	240.48	281.59
在建工程	54.59	52.89	67.73	88.64	83.18
无形资产	88.48	96.11	95.11	94.10	93.09
其他	17.01	26.51	24.98	24.86	24.00
非流动资产合计	287.14	331.92	380.77	448.07	481.86
资产总计	1,178.96	1,289.54	1,558.03	1,777.18	2,288.50
短期借款	0.00	2.10	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	49.38	56.83	86.12	116.09	158.34
其他	52.44	73.76	131.61	78.09	210.06
流动负债合计	101.82	132.69	217.73	194.18	368.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27.47	13.29	25.48	22.08	20.28
非流动负债合计	27.47	13.29	25.48	22.08	20.28
负债合计	129.29	145.98	243.21	216.26	388.68
少数股东权益	0.00	0.61	0.62	0.64	0.67
股本	422.20	422.20	422.20	422.20	422.20
资本公积	484.49	484.49	484.49	484.49	484.49
留存收益	627.47	720.75	892.00	1,138.08	1,476.95
其他	(484.49)	(484.49)	(484.49)	(484.49)	(484.49)
股东权益合计	1,049.67	1,143.56	1,314.82	1,560.91	1,899.82
负债和股东权益总计	1,178.96	1,289.54	1,558.03	1,777.18	2,288.50

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	100.56	143.97	201.47	289.50	398.67
折旧摊销	10.45	12.76	9.62	12.57	15.35
财务费用	0.28	3.60	(17.29)	(20.32)	(25.43)
投资损失	(5.13)	(6.78)	(8.75)	(8.75)	(8.75)
营运资金变动	(33.52)	10.06	79.93	(49.85)	125.09
其它	19.18	(27.20)	0.01	0.02	0.03
经营活动现金流	91.82	136.42	264.98	223.17	504.95
资本支出	71.94	70.79	47.80	83.40	51.80
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(137.94)	(128.24)	(99.05)	(154.65)	(93.04)
投资活动现金流	(66.01)	(57.45)	(51.25)	(71.25)	(41.25)
债权融资	0.60	2.10	0.20	0.27	0.16
股权融资	349.12	10.88	17.29	20.32	25.43
其他	(72.04)	(63.57)	(32.32)	(43.62)	(60.07)
筹资活动现金流	277.68	(50.59)	(14.83)	(23.04)	(34.48)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	303.50	28.38	198.91	128.88	429.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	422.64	553.82	770.97	1,068.38	1,473.10
营业成本	166.92	216.70	296.65	407.32	560.65
营业税金及附加	5.17	5.69	9.08	12.21	16.45
营业费用	80.25	91.16	123.36	160.26	213.60
管理费用	18.39	24.31	32.75	46.26	63.68
研发费用	77.92	103.33	117.19	152.78	206.23
财务费用	(8.40)	(10.88)	(17.29)	(20.32)	(25.43)
资产减值损失	(1.52)	(2.16)	(0.80)	(1.49)	(1.48)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.13	6.78	8.75	8.75	8.75
其他	(34.34)	(37.64)	(17.51)	(17.51)	(17.51)
营业利润	113.13	156.53	218.78	320.11	448.16
营业外收入	0.02	0.55	0.33	0.30	0.39
营业外支出	0.17	0.86	0.48	0.50	0.61
利润总额	112.98	156.22	218.63	319.91	447.94
所得税	12.42	12.25	17.15	30.39	49.23
净利润	100.56	143.97	201.48	289.52	398.71
少数股东损益	0.00	0.02	0.01	0.02	0.03
归属于母公司净利润	100.56	143.95	201.47	289.50	398.67
每股收益(元)	0.24	0.34	0.48	0.69	0.94

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	30.68%	31.04%	39.21%	38.58%	37.88%
营业利润	26.19%	38.37%	39.77%	46.32%	40.00%
归属于母公司净利润	23.93%	43.15%	39.96%	43.69%	37.71%
获利能力					
毛利率	60.51%	60.87%	61.52%	61.88%	61.94%
净利率	23.79%	25.99%	26.13%	27.10%	27.06%
ROE	9.58%	12.59%	15.33%	18.55%	20.99%
ROIC	66.85%	62.39%	65.06%	105.41%	100.39%
偿债能力					
资产负债率	10.97%	11.32%	15.61%	12.17%	16.98%
净负债率	-78.06%	-73.69%	-79.36%	-75.10%	-84.30%
流动比率	8.76	7.22	5.41	6.84	4.90
速动比率	8.31	6.67	4.99	6.19	4.42
营运能力					
应收账款周转率	38.99	51.06	39.11	105.82	-277.39
存货周转率	9.98	9.34	9.49	9.82	9.64
总资产周转率	0.42	0.45	0.54	0.64	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.34	0.48	0.69	0.94
每股经营现金流	0.22	0.32	0.63	0.53	1.20
每股净资产	2.49	2.71	3.11	3.70	4.50
估值比率					
市盈率	98.03	68.49	48.93	34.05	24.73
市净率	9.39	8.63	7.50	6.32	5.19
EV/EBITDA	36.50	33.79	41.69	27.76	18.82
EV/EBIT	38.46	35.61	43.68	28.93	19.50

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com