

2021年09月08日

证券研究报告·2021年半年报点评

普门科技 (688389) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 19.14元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 研发投入大幅增加，长期业绩高增长可期

### 投资要点

- **事件:** 2021年上半年公司实现营业收入3.56亿元,同比增长37.3%,实现归母净利润0.82亿元,同比增长18.5%。分季度来看,收入Q1/Q2增速分别为34.5%和39.8%,归母净利润Q1/Q1增速分别为43.3%和-10.8%。销售费用率为18.6%(-0.5pp),管理费用率为24.6%(+3.7pp),财务费用率为-1.5%(-0.8pp)和研发费用率为20%(+3.5pp)。
- **体外诊断类快速增长,康复政策红利有望体现在明年。**体外诊断类产品收入2.52亿元,同比增长48%。主要来自试剂亮大幅增加带动单产提升。截至上半年末一共有45个试剂注册证,2021年下半年到2022年年初预计将有38个注册证会上市(其中包括20个肿标项目),到年底预计会有80个试剂项目,三年规划将达到147个试剂项目。2020年新装机1000多台电化学发光设备的单产逐渐提高。治疗与康复类产品收入0.92亿元(13.9%)增速相对趋缓,主要原因是去年上半年排痰仪等相关产品收入基数大,今年增速放缓。我国康复医疗器械赛道在政策推动下有望实现订单量大幅提升,但由于政府招标有所滞后,康复板块有望明年实现快速发展。
- **研发费用投入大幅增长,试剂和设备均进入大幅收获期。**公司2021年上半年研发费用为7112万元,同比增长66.9%。主要系研发人员新增114人,同比增长40%,研发人员工资大幅增加。2021年上半年研发在研项目41个,同比增加21个。上半年积极开展FDA注册、欧盟CE认证,新、老产品的国际国内注册、项目检验、临床试验和咨询评估等都大幅增加了研发费用,其中咨询评估费用同比增长约5倍,临床注册费用同比增长约3倍。公司研发费用增加为未来发展打下坚实基础,预计2021年底公司300速化学发光分析仪将上市,生化免疫流水线也已经注册送检。
- **医美板块再次布局,渠道产品持续发力。**公司上半年并购深圳为人光大,继并购金渝激光后又一重大医美战略布局。二者在产品形成互补,金渝激光是全国最早获得调Q激光和二氧化碳激光的厂家,而为人光大在光子激光方面具有一定技术优势。此外,为人光大的销售队伍侧重于非公立医疗机构市场,未来将在渠道方面与公司院内院外形成协同。产品方面,公司上半年也升级脉冲激光、调Q激光、强脉冲激光、半导体激光等产品,为后续大规模推广医美器械产品奠定基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为0.48元、0.68元、0.99元。鉴于集约化/区域检验中心业务快速扩张,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进不及预期、研发不及预期等风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	553.82	758.65	1025.15	1408.50
增长率	gong'xi	36.98%	35.13%	37.39%
归属母公司净利润(百万元)	143.95	200.57	288.08	419.03
增长率	43.15%	39.33%	43.63%	45.46%
每股收益EPS(元)	0.34	0.48	0.68	0.99
净资产收益率ROE	12.59%	15.25%	8.43%	21.77%
PE	57	41	28	20
PB	7.17	6.23	5.24	4.26

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.22
流通A股(亿股)	1.56
52周内股价区间(元)	14.82-40.66
总市值(亿元)	81
总资产(亿元)	13.44
每股净资产(元)	2.71

### 相关研究

1. 普门科技 (688389): “研发+市场”双轮驱动, 开拓康复与体外诊断蓝海 (2021-04-29)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	553.82	758.65	1025.15	1408.50	净利润	143.97	200.57	288.08	419.03
营业成本	216.70	289.03	375.31	493.18	折旧与摊销	12.76	22.27	27.70	32.29
营业税金及附加	5.69	8.62	11.42	15.59	财务费用	-10.88	10.00	8.00	4.00
销售费用	91.16	128.97	179.40	253.53	资产减值损失	-2.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	24.31	45.52	61.51	98.60	经营营运资本变动	-14.02	-6.20	-2.55	-1.73
财务费用	-10.88	10.00	8.00	4.00	其他	6.74	-0.58	0.00	0.10
资产减值损失	-2.16	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>136.42</b>	<b>226.06</b>	<b>321.23</b>	<b>453.69</b>
投资收益	6.78	0.00	0.00	0.00	资本支出	-40.62	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-16.83	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-57.45</b>	<b>-100.00</b>	<b>-100.00</b>	<b>-100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>156.53</b>	<b>236.52</b>	<b>339.51</b>	<b>493.60</b>	短期借款	2.10	-2.10	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.31	-0.55	-0.59	-0.62	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>156.22</b>	<b>235.96</b>	<b>338.92</b>	<b>492.98</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	12.25	35.39	50.84	73.95	支付股利	-50.66	-28.79	-40.11	-57.62
净利润	143.97	200.57	288.08	419.03	其他	-2.02	-10.00	-8.00	-4.00
少数股东损益	0.02	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-50.59</b>	<b>-40.89</b>	<b>-48.11</b>	<b>-61.62</b>
归属母公司股东净利润	143.95	200.57	288.08	419.03	<b>现金流量净额</b>	<b>24.80</b>	<b>85.17</b>	<b>173.12</b>	<b>292.07</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	844.75	929.92	1103.04	1395.11	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	27.76	33.02	44.16	61.59	销售收入增长率	31.04%	36.98%	35.13%	37.39%
存货	72.55	98.21	128.13	168.90	营业利润增长率	38.37%	51.10%	43.55%	45.39%
其他流动资产	12.56	17.20	23.24	31.93	净利润增长率	43.17%	39.31%	43.63%	45.46%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	37.55%	69.67%	39.59%	41.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	209.29	297.42	380.11	458.22	毛利率	60.87%	61.90%	63.39%	64.99%
无形资产和开发支出	107.14	96.99	86.84	76.69	三费率	18.88%	24.32%	24.28%	25.28%
其他非流动资产	15.49	15.24	15.00	14.75	净利率	26.00%	26.44%	28.10%	29.75%
<b>资产总计</b>	<b>1289.54</b>	<b>1488.01</b>	<b>1780.52</b>	<b>2207.20</b>	ROE	12.59%	15.25%	18.43%	21.77%
短期借款	2.10	0.00	0.00	0.00	ROA	11.16%	13.48%	16.18%	18.98%
应付和预收款项	93.76	133.04	169.73	224.24	ROIC	44.65%	52.93%	59.15%	70.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.60%	35.43%	36.60%	37.62%
其他负债	50.12	39.63	47.50	58.24	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>145.98</b>	<b>172.67</b>	<b>217.22</b>	<b>282.48</b>	总资产周转率	0.45	0.55	0.63	0.71
股本	422.20	422.20	422.20	422.20	固定资产周转率	3.91	3.46	3.15	3.45
资本公积	484.49	484.49	484.49	484.49	应收账款周转率	51.06	43.61	45.10	45.75
留存收益	236.26	408.04	656.01	1017.42	存货周转率	3.51	3.30	3.26	3.28
归属母公司股东权益	1142.95	1314.73	1562.69	1924.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.88%	—	—	—
少数股东权益	0.61	0.61	0.61	0.61	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1143.56</b>	<b>1315.34</b>	<b>1563.30</b>	<b>1924.72</b>	资产负债率	11.32%	11.60%	12.20%	12.80%
负债和股东权益合计	1289.54	1488.01	1780.52	2207.20	带息债务/总负债	1.44%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.22	6.77	6.37	6.16
					速动比率	6.67	6.15	5.74	5.53
					股利支付率	35.20%	14.35%	13.92%	13.75%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.34	0.48	0.68	0.99
					每股净资产	2.71	3.11	3.70	4.56
					每股经营现金	0.32	0.54	0.76	1.07
					每股股利	0.12	0.07	0.10	0.14
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	158.41	268.78	375.21	529.89					
PE	56.90	40.84	28.43	19.55					
PB	7.17	6.23	5.24	4.26					
PS	14.79	10.80	7.99	5.82					
EV/EBITDA	46.30	26.96	18.86	12.80					
股息率	0.62%	0.35%	0.49%	0.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn