



体外检测与治疗康复并驾齐驱，光电医美锦上添花 ——普门科技（688389.SH）投资价值分析报告

核心观点

● 行业黄金发展期，业绩实现高速增长

随着人们生活水平和对健康要求的日益提升，医疗器械的需求逐步增加，从而推动医疗器械行业的快速发展。根据艾媒数据中心统计，中国医疗器械行业市场规模从2013年的2,120亿元增长至2021年的9,630亿元，CAGR达20.83%，预计2025年将突破1.8万亿的市场规模。普门科技专注于医疗器械的研发、制造、全球营销及服务，历经10余年的技术积累与发展，公司产品和解决方案已经应用于全球90个国家和地区，覆盖全国18,000余家医疗机构和装机医院，业绩实现高速增长。2016年至2022年，公司实现营业收入从1.75亿元增长至9.83亿元，CAGR达33.39%；归母净利润从0.1亿元增长至2.51亿元，CAGR率达71.51%。

● 免疫诊断成为未来体外诊断发展的主流方向

体外诊断被誉为“医生的眼睛”，其临床应用贯穿疾病发生发展的全过程，应用广泛，发展迅速。根据众诚智库《2022年中国体外诊断（IVD）行业报告》统计，2015年至2020年期间，我国体外诊断市场规模从362亿元增长至890亿元，复合增长率达到19.9%。其中，免疫诊断占据最大市场份额，成为未来体外诊断发展的主流方向，预计到2025年将增长至632.6亿元，2021-2025年均复合增长率高达15.1%，超过了体外诊断行业的整体增速。

● 公司打破电化学发光检测的国外垄断市场，国产化率有望提升

公司开发的包括仪器和配套试剂在内的新一代全自动免疫分析系统，成功打破了国际上电化学发光检测仪及其配套试剂的垄断，填补了国内市场的不足。但进口发光厂商仍占据着国内超过七成的市场。未来，国产化率仍有很大的增长空间。相较于国际巨头罗氏，公司的产品呈现出高度一致的检测能力和更高的性价比，未来有望在市场上获得广泛的认可和接受。

● 光电医美市场潜力巨大，公司有望加速扩容

公司通过收购重庆京渝和为人光大公司步入医美领域，光电医美具有安全高效、无痛无创伤等优势，成为受欢迎的医美项目。公司针对公立医院皮肤整形美容科室及民营医美市场分别组建了专业化的市场营销队伍，发展了一批专业化的分销商，有望加速市场扩容。

● 公司盈利预测与估值

预计公司2023年至2025年营业收入分别为1,341.67、1,792.12、2,369.68百万元，YOY分别为36.48%、33.57%、32.23%；EPS分别为0.97元/股、1.01元/股、1.29元/股，YOY分别为33.60%、27.72%、27.89%，目标价为27元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

核心技术员工流失风险、新产品放量不及预期、行业竞争加剧风险等

● 核心业绩数据预测

| 项目 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 983.04 | 1,341.66 | 1,792.12 | 2,369.68 |
| YOY | 26.34% | 36.48% | 33.57% | 32.23% |
| 归母净利润（百万元） | 251.5 | 336.00 | 429.14 | 548.84 |
| YOY | 32.12% | 33.60% | 27.72% | 27.89% |
| EPS（元） | 0.59 | 0.79 | 1.01 | 1.29 |
| ROE | 17.47% | 18.92% | 19.46% | 19.93% |
| P/E | 38.32 | 28.68 | 22.46 | 17.56 |

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

医药生物行业组

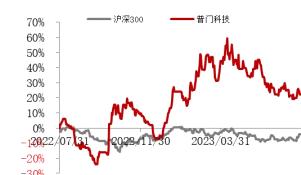
SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据 2023.8.7

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元） | 19.04 |
| 一年中最低/最高（元） | 14.20/29.51 |
| 总市值（亿元） | 81.04 |
| ROE（TTM） | 18.66% |
| PE（TTM） | 29.74 |

股价相对走势





内容目录

| | |
|------------------------------|----|
| 1. 公司所属行业现状与发展分析 | 4 |
| 1. 1. 体外诊断行业分析 | 6 |
| 1. 2. 治疗与康复领域行业分析 | 11 |
| 2. 公司主要经营情况分析 | 13 |
| 2. 1. 公司主营业务及产品介绍 | 15 |
| 2. 2. 公司核心竞争力 | 19 |
| 2. 3. 公司与可比公司及行业中值比较分析 | 20 |
| 2. 4. 盈利预测 | 24 |
| 3. 2023—2025 年公司整体业绩预测 | 25 |
| 4. 公司估值分析 | 25 |
| 4. 1. P/E 模型估值 | 25 |
| 4. 2. PEG 模型 | 26 |
| 4. 3. DCF 模型 | 27 |
| 5. 公司未来六个月内投资建议 | 27 |
| 5. 1. 公司股价催化剂分析 | 27 |
| 5. 2. 公司六个月内的目标价 | 28 |
| 6. 公司投资评级 | 28 |
| 7. 风险提示 | 29 |



图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1 : 2022 年我国医疗器械生产企业 | 4 |
| 图表 2 : 相关政策文件 | 5 |
| 图表 3 : 2013 年至 2025 年中国医疗器械行业市场规模及预测 | 6 |
| 图表 4 : 我国体外诊断行业发展阶段 | 7 |
| 图表 5 : 2015 年至 2020 年体外诊断行业市场规模及国产化率 | 7 |
| 图表 6 : 2020 年中国体外诊断细分市场份额 | 8 |
| 图表 7 : 2016 年至 2025 年中国化学发光免疫诊断市场规模 (亿元) | 9 |
| 图表 8 : 2021 年中国 POCT 市场细分结构 | 10 |
| 图表 9 : 2017 年至 2025 年康复医疗器械市场规模 (亿元) | 11 |
| 图表 10 : 2017 年至 2025 年中国非手术类医疗美容市场规模 | 12 |
| 图表 11 : 2022 年中国医美消费者最喜欢/最希望尝试的医美项目 | 13 |
| 图表 12 : 2016 年至 2023Q1 营业收入与归母净利润 | 14 |
| 图表 13 : 2016 年至 2022 年公司境外收入 | 15 |
| 图表 14 : 2016 年至 2022 年体外诊断营收与增速 | 15 |
| 图表 15 : 公司体外诊断类产品 | 16 |
| 图表 16 : 2016 年至 2022 年公司治疗与康复营收与增速 | 17 |
| 图表 17 : 公司治疗与康复产品 | 18 |
| 图表 18 : 公司皮肤医美类产品 | 19 |
| 图表 19 : 2018 年至 2022 年净资产收益率与可比公司对比 (%) | 21 |
| 图表 21 : 2018 年至 2022 年销售费用率与可比公司对比 (%) | 21 |
| 图表 22 : 2018 年至 2022 年管理费用率与可比公司对比 (%) | 22 |
| 图表 23 : 2018 年至 2022 年财务费用率与可比公司对比 (%) | 23 |
| 图表 24 : 2018 年至 2022 年存货周转率与可比公司对比 (次) | 23 |
| 图表 25 : 盈利预测 | 24 |
| 图表 26 : 普門科技 P/E (TTM) | 25 |
| 图表 27 : 可比公司 P/E(TTM) | 26 |
| 图表 28 : 可比公司 PE (倍) 估值表 | 26 |
| 图表 29 : DCF 模型预测 | 27 |

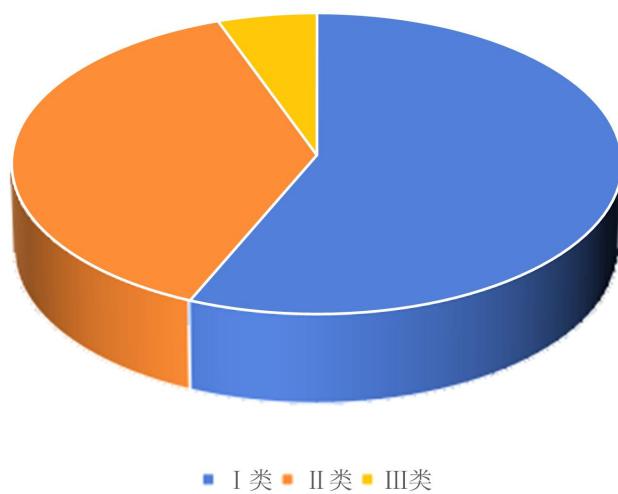


1. 公司所属行业现状与发展分析

医疗器械是直接或间接用于人体的仪器、设备、器具、体外诊断试剂及校准物、材料以及其他类似或者相关的物品，包括所需要的计算机软件。医疗器械在医疗健康领域中占据着重要地位，是保障人们身体健康和提高国民身体素质必不可少的基础。

随着人们生活水平和对健康要求的日益提升，医疗器械的需求逐步增加，从而推动医疗器械行业的快速发展。医疗器械产品种类繁多，涉及领域十分广泛，生产企业众多。按照管理类别我国医疗器械可划分为第 I 类、第 II 类和第 III 类。第 I 类涵盖了低值耗材和手术类器械；第 II 类涵盖了体外诊断、影像诊断所需的器械，以及家用医疗设备器械；第 III 类是植入人体的高值耗材。据医械数据云统计，2022 年底，我国医疗器械生产企业 33,788 家，比 2021 年 28,954 户增长了 16.7%。其中，生产 I 类产品企业有 23,538 家，生产 II 类产品企业有 15,840 家，生产 III 类产品企业有 2,312 家。

图表 1：2022 年我国医疗器械生产企业



资料来源：医械数据云，华通证券国际研究部

为满足社会经济发展需要，提高医疗质量、促进我国医疗卫生事业持续稳定健康发展，国家出台了一系列鼓励医疗器械创新研发的政策与措施。根据工信部发布的《医疗装备产业发展规划（2021-2025 年）》，到 2025 年，关键零部件及材料取得重大突破，高端医疗装备安全可靠，产品性能和质量达到国际水平，医疗装备产业体系基本完善，初步形成公共卫生全面支撑能力，有效保障人民群众生命安全和身体健康。其中，重点发展领域包括诊断检验装备、



治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、植介入器械。

图表 2：相关政策文件

| 发布时间 | 发布部门 | 政策文件名称 | 政策性质 |
|----------|------------|--------------------------------------|------|
| 2022年6月 | 国家药监局 | 支持港澳医疗器械注册人在大湾区内地9市生产医疗器械实施方案 | 鼓励类 |
| 2022年5月 | 国务院办公厅 | 深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务 | 鼓励类 |
| 2022年4月 | 规划发展与信息化司 | 健康中国行动推进委员会办公室关于印发健康中国行动2022年工作要点的通知 | 鼓励类 |
| 2022年3月 | 国家市场监督管理总局 | 医疗器械临床试验质量管理规范 | 监管类 |
| 2022年1月 | 国家卫生健康委 | “十四五”卫生健康标准化工作规划 | 监管类 |
| 2021年12月 | 工信部等 | “十四五”医疗装备产业发展规划 | 鼓励类 |
| 2021年7月 | 国家药监局 | 关于药械组合产品注册有关事宜的通告 | 鼓励类 |
| 2021年6月 | 国家医保局等 | 关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见 | 鼓励类 |
| 2021年6月 | 国家卫健委 | 关于加快推进康复医疗工作发展的意见 | 鼓励类 |
| 2021年3月 | 国家药监局 | 医疗器械监督管理条例 | 监管类 |
| 2020年5月 | 国务院 | 国家药监局综合司关于印发2020年医疗器械行业标准制修订计划项目的通知 | 鼓励类 |
| 2020年4月 | 国家药监局 | 医疗器械注册人展开不良事件监测工作指南 | 监管类 |
| 2020年3月 | 国家药监局 | 医疗器械治疗抽查检验管理办法 | 监管类 |

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

同时，在国家政策支持和鼓励下，我国医疗器械市场呈现出良好的发展趋势。根据艾媒数据研究中心统计，中国医疗器械行业市场规模从2013年的2,120亿元增长至2021年的9,630亿元，CAGR达20.83%。医疗器械行业整体增速较快，但高端市场仍在快速发展。国内企业主要集中于中低端领域，高端产品仍需进口替代，未来发展空间广阔。预计2025年将突破1.8万亿的市场规模。



图表 3: 2013 年至 2025 年中国医疗器械行业市场规模及预测



资料来源：艾媒数据中心，华通证券国际研究部

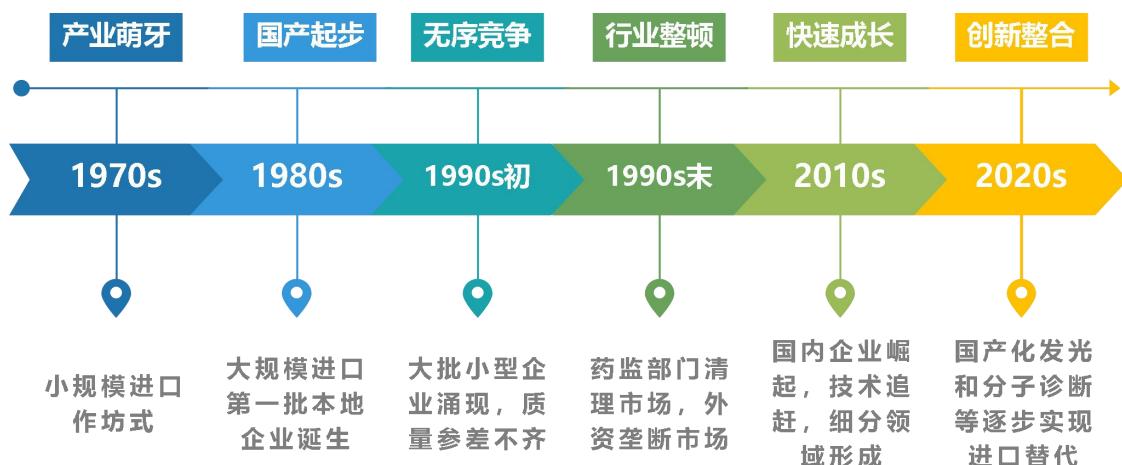
1. 1. 体外诊断行业分析

体外诊断是指将人体样本或组织样品进行生化、免疫等检测，并根据结果判断疾病状态的过程，被誉为“医生的眼睛”，是现代检验医学的重要构成部分，其临床应用贯穿疾病预防、诊断与鉴别诊断、治疗效果评价、预后评估等疾病发生发展的全过程，体外诊断在全球范围内得到广泛应用，目前已成为医学检验中不可替代的一部分。主要由诊断设备（仪器）和诊断试剂构成。体外诊断按其原理或方法可分为分子诊断、生化诊断、免疫诊断、微生物诊断、血液诊断等多个细分领域。

我国体外诊断行业起步较晚，经历了产业萌芽期、国产起步期、无序竞争期、行业整顿期、快速成长期和创新整合期。自 2020 年开始，国内体外诊断进入创新整合阶段，技术水平不断提高，部分国产替代进口产品，如国产化发光和分子诊断等。



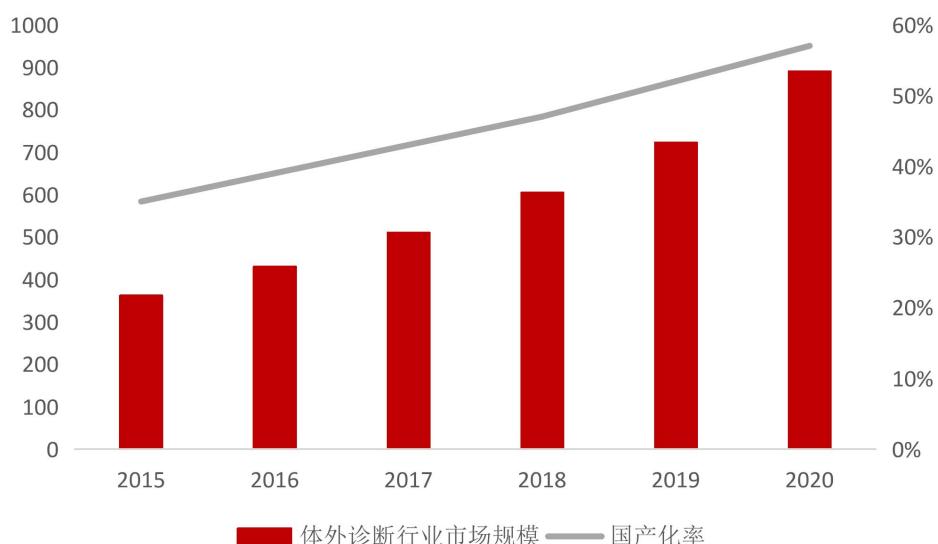
图表 4：我国体外诊断行业发展阶段



资料来源：众诚智库，华通证券国际研究部

随着我国经济水平提高、人口老龄化程度加深以及“健康中国”战略提出，健康与疾病防治问题日益受到重视。在生物技术飞速发展和广泛应用的背景下，体外诊断得到了快速发展。根据众诚智库《2022 年中国体外诊断（IVD）行业报告》统计，2015 年至 2020 年期间，我国体外诊断市场规模从 362 亿元增长至 890 亿元，复合增长率达到 19.9%。我国体外诊断产业发展迅速，产业结构不断优化，技术不断升级。体外诊断国产化率逐步提高，从 2015 年的 35%增长至 2020 年的 57%。

图表 5：2015 年至 2020 年体外诊断行业市场规模及国产化率

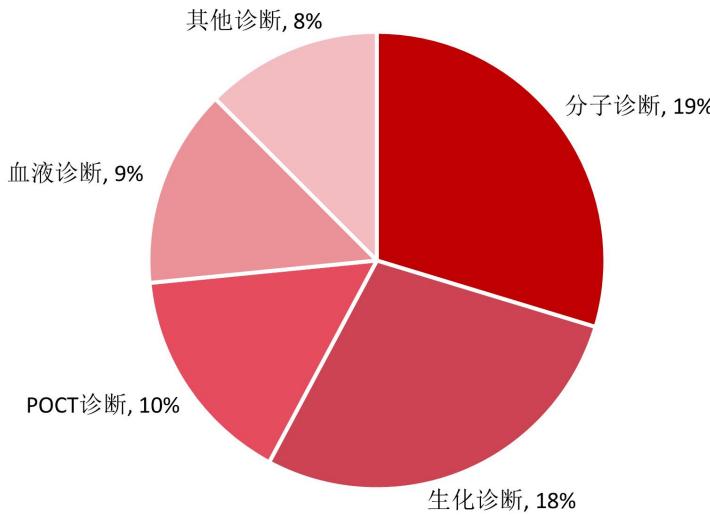


资料来源：众诚智库，华通证券国际研究部



从体外诊断市场份额来看，免疫诊断市场份额最大，市场份额达 36%。分子诊断、生化诊断、POCT 诊断、血液诊断和其他诊断技术的市场份额分别为 19%、18%、10%、9% 和 8%，免疫诊断为我国体外诊断最大细分市场。

图表 6：2020 年中国体外诊断细分市场份额

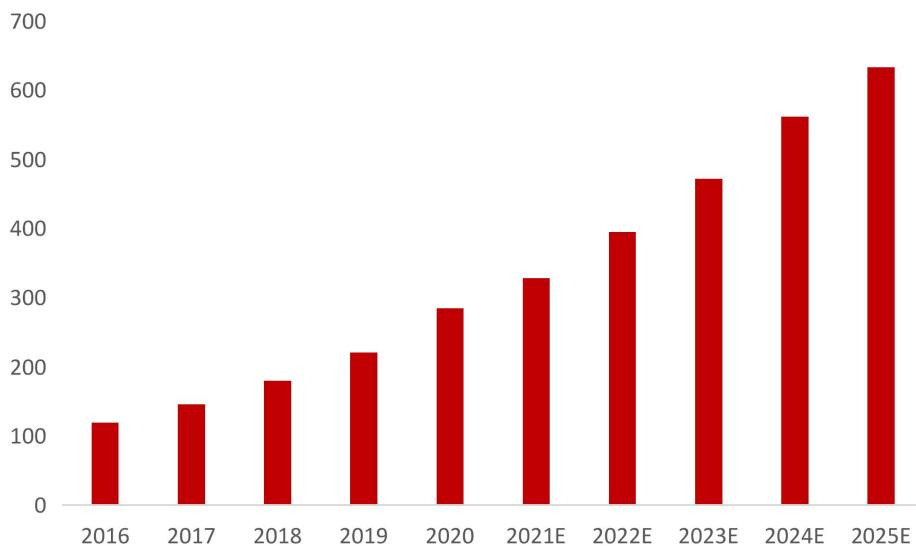


资料来源：众诚智库，华通证券国际研究部

免疫诊断：未来体外诊断发展的主流方向。免疫诊断是利用抗原抗体结合反应来确定人体内物质，主要用于肿瘤的诊断，传染性疾病的诊断，心脑血管疾病的诊断以及内分泌功能的诊断、自身免疫疾病检测等，在药物检测和过敏原检测等领域广泛应用。在临床应用中，化学发光免疫分析技术作为一项新兴的免疫检测技术，以其无放射性污染、可自动化、高灵敏度和高特异性等特点，被广泛应用于各种激素、肿瘤标志物、治疗性药物浓度监测、传染性疾病筛查、出生缺陷的产前检查、细胞因子等，几乎所有免疫诊断项目的临床测定时，化学发光免疫分析技术成为目前最为重要的常规免疫检验技术之一。根据发光方式的差异，化学发光免疫检测可进一步细分为直接化学发光、酶促化学发光、电化学发光以及发光氧通道免疫试验等。各具优劣势，暂无明显技术替代的趋势，但电化学发光被认为是第四代技术，在技术上具有一定程度领先性。根据中商情报网数据，中国化学发光免疫诊断市场在 2020 年的规模达到了约 284.4 亿元，预计到 2025 年将增长至 632.6 亿元，2021-2025 年均复合增长率高达 15.1%，超过了体外诊断行业的整体增速。



图表 7: 2016 年至 2025 年中国化学发光免疫诊断市场规模 (亿元)



资料来源：中商情报网，华通证券国际研究部

目前，高通量市场增长的主导力量是化学发光，主要以罗氏、雅培、贝克曼和西门子（罗雅贝西）4家进口化学发光企业为首，其中，罗氏在化学发光诊断市场的占有率遥遥领先。尽管国产替代加速，但进口发光厂商仍占据着国内超过七成的市场。未来，国产化率仍有很大的增长空间。

生化诊断：国产化率最高的细分领域。生化诊断是一种基于物理学、化学、生物学、病理学、免疫学和生物化学理论和技术的诊断方法，通过检测人体血液、尿液、脑脊液等样本中化学物质的数量和质量变化，为临床医生或研究者提供疾病诊断、病情监测、疗效观察、预后判断和健康评价等信息，以判断患者是否存在潜在疾病或排除某些疾病，揭示疾病变化以及药物治疗对机体生物化学过程的影响。生化诊断是一种常用的体外诊断方法，其主要应用于血常规、尿常规、肝功能、肾功能、胰腺、糖尿病等疾病的诊断。相较于体外诊断的其他细分领域，生化诊断试剂的技术壁垒较低。目前，我国已经基本实现国产化，大多数产品已经完成了进口替代，国产试剂的进口替代率已经超过了 70%。

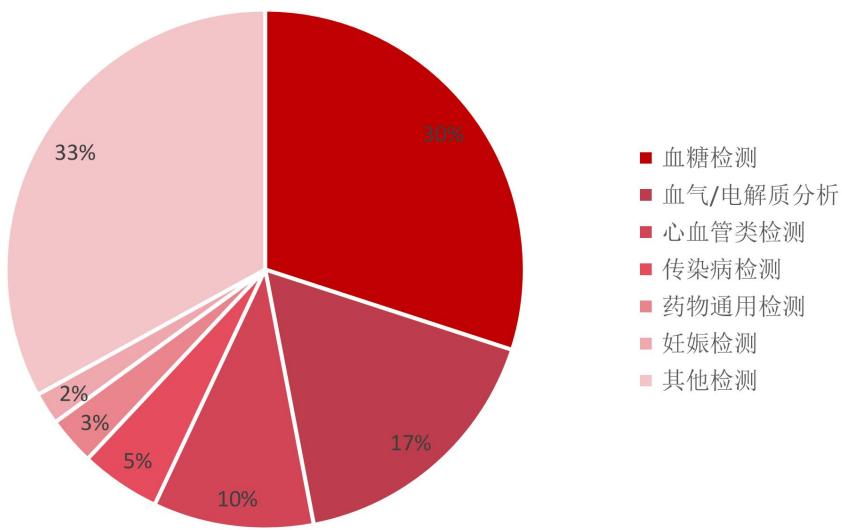
分子诊断：疫情的推动下实现市场的快速扩张。分子诊断是一种利用分子生物学技术，通过检测受检个体或其携带的病毒、病原体的遗传物质结构或含量的变化，为疾病的预防、诊断和治疗提供信息和依据的技术。疫情使全球分子市场快速发展，在疫情暴发之前，全球分子诊断呈现出稳定增长态势，2013 年至 2019 年年均复合增长率达 10.41%，6 年间，市场规模翻了一倍。疫情促进了全球分子诊断市场的快速发展，由 2019 年 114 亿美元增至 2022 年 213



亿美元，年复合增长率达 16.91%。在 2022 年的全球市场规模中，新冠相关检测贡献了 111 亿美元，超过了常规项目检测的 102 亿美元。国内分子诊断试剂市场竞争激烈，因产品价格及注册成本高昂等因素，国际企业参与度较低，国内企业成为试剂市场主体。

即时检验 (POCT)：具有独特的优势，发展势头强劲。即时检验是一种快速获取检验结果的诊断方法，具有高效便捷、实时分析、减少样品转送流程，缩短报告时间等独特优势。可广泛应用于血糖类、血气/电解质、心血管、传染病、药物滥用、妊娠和其他相关领域的检测。根据中国医疗器械行业协会数据，2021 年 POCT 市场中，血糖检测、血气/电解质分析、心血管类检测、传染病检测、药物通用检测、妊娠检测、其他检测分别占比 30%、17%、10%、5%、3%、2%、33%。

图表 8：2021 年中国 POCT 市场细分结构



资料来源：中国医疗器械行业协会，华通证券国际研究部

国内 POCT 行业呈现小而分散的格局，行业集中度较低。目前，我国 POCT 市场主要还是进口品牌，罗氏和强生引领血糖检测领域，雅培和雷度米特引领血气/电解质和心脏标志物检测领域。根据体外诊断网的统计，外资品牌在中国 POCT 市场的份额为 60%，而国内企业只占 40%，且国内 POCT 市场的格局呈现分散格局，多数本土企业的规模普遍较小，创新能力欠缺，新产品新技术发展缓慢。另外，由于各产品的技术平台和发展路径存在很大的差别，自主研发的步调并不统一，产业并没有形成统一的标准。因此，市场集中度低。

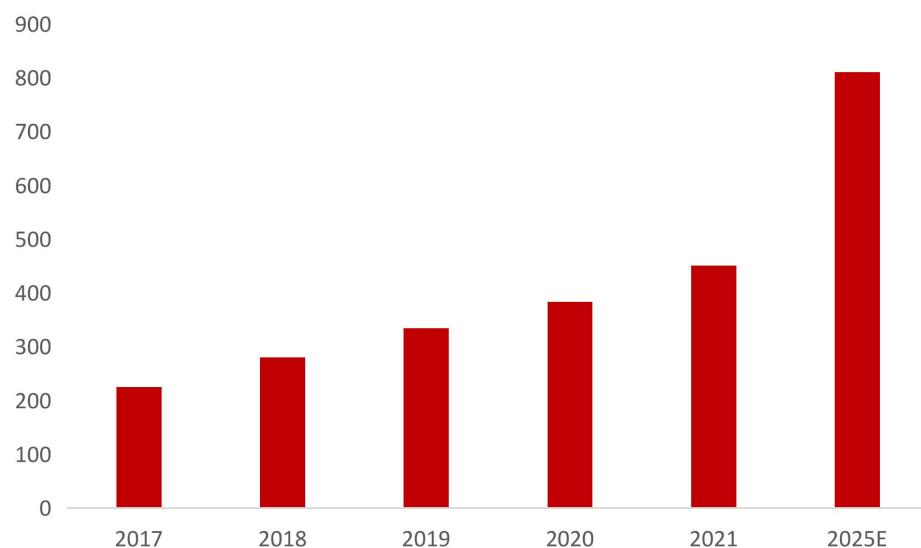


1. 2. 治疗与康复领域行业分析

康复医学采用物理治疗、作业治疗、言语治疗、心理治疗、康复工程和传统中医康复治疗等多种手段以消除和减轻人的功能障碍，弥补和重建人的功能缺失，设法改善和提升人的各项身体机能，帮助人体将身体力量、认知能力以及机动性能恢复到最佳水平。康复医疗器械是在康复医疗中用于评测、训练与治疗，能够帮助患者评估并提高身体机能、恢复身体力量、弥补功能缺陷的医疗器具，其包括神经康复、盆底康复、脑卒中康复、脑卒中后遗症康复等。

康复医疗行业终端受益群体广泛，包括老年人、患有慢性疾病的人、残障人士、手术后功能障碍者、产后功能障碍者以及患有严重疾病的人群。随着我国国民生产总值的不断攀升，老龄化日益加强，康复医学越来越受到社会重视，使我国康复医疗产业得到快速发展。根据弗若斯特沙利文数据统计，2015 年至 2021 年间，中国康复医疗器械市场规模从 145 亿元增长至 450.3 亿元，年均复合增长率为 20.79%。在我国人口老龄化进程加速的大背景下，康复治疗需求将不断增长，行业具有巨大的发展潜力。预计到 2025 年，康复医疗器械市场规模将达到 810 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 13.97%。

图表 9：2017 年至 2025 年康复医疗器械市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际研究部

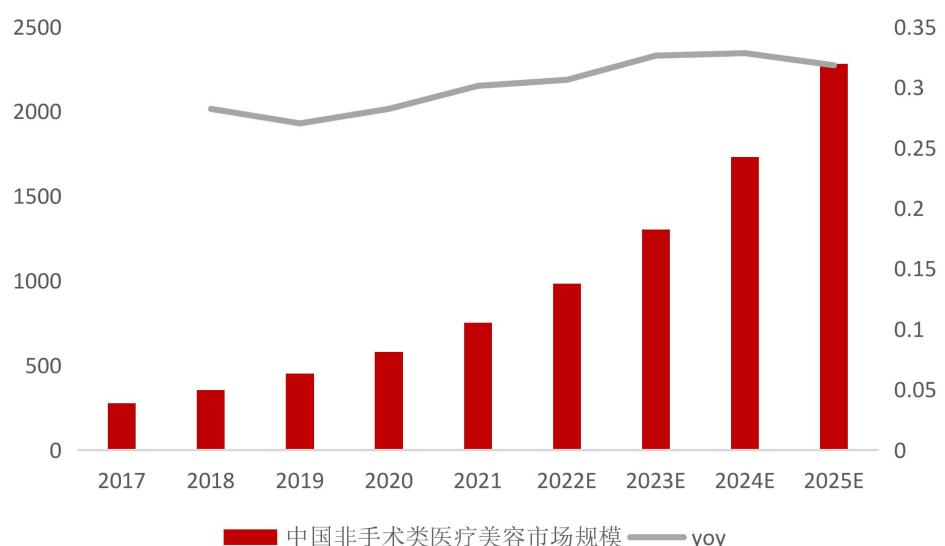


1.3.国内光电医疗美容行业分析

光电医美的五大主流技术，包括激光、强脉冲光、射频、聚焦超声和冷冻溶脂。在非手术类“轻医美”领域，采用激光、射频等光电技术进行皮肤治疗，以达到改善肤质和抗衰老等美容目的。

当前，随着国民对医学美学的认可度显著提高，人们的偏好也逐渐向自然追求转变。我国医美用户的审美逐渐趋于成熟，从早期的流水线整容手术向符合个人风格的自然美转变，同时更加注重副作用和后遗症等方面的问题。在此背景下，国内非手术类医疗美容市场发展迅速，市场规模不断壮大。根据艾瑞咨询统计，我国非手术类医疗美容市场规模从 2017 年的 277 亿元增长至 2021 年的 752 亿元，复合增长率达 28.36%，预计 2025 年将达 2,279 亿元，2021 年至 2025 年年均复合增长率达 31.94%。

图表 10：2017 年至 2025 年中国非手术类医疗美容市场规模

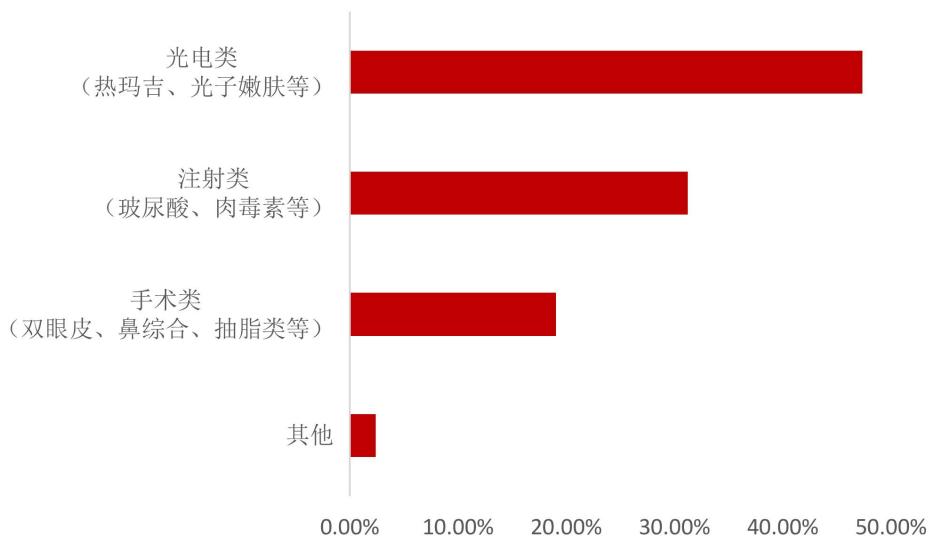


资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际研究部

由于光电美容通过光能直接作用于皮肤表层或深层组织，实现对人体各个部位进行治疗，具有安全高效、无痛无创伤等优势，是目前最为理想的非侵入式激光医疗设备。相较于手术型和注射类项目，无创光电医美项目几乎没有毁容方面的风险。因此，光电医美越来越受到大众青睐。根据新氧发布的数据统计，2022 年中国医美消费者最喜欢/最希望尝试的医美项目中有 47.34% 的研究用户最喜欢/最希望尝试光电类。



图表 11：2022 年中国医美消费者最喜欢/最希望尝试的医美项目



资料来源：新氧，华通证券国际研究部

2. 公司主要经营情况分析

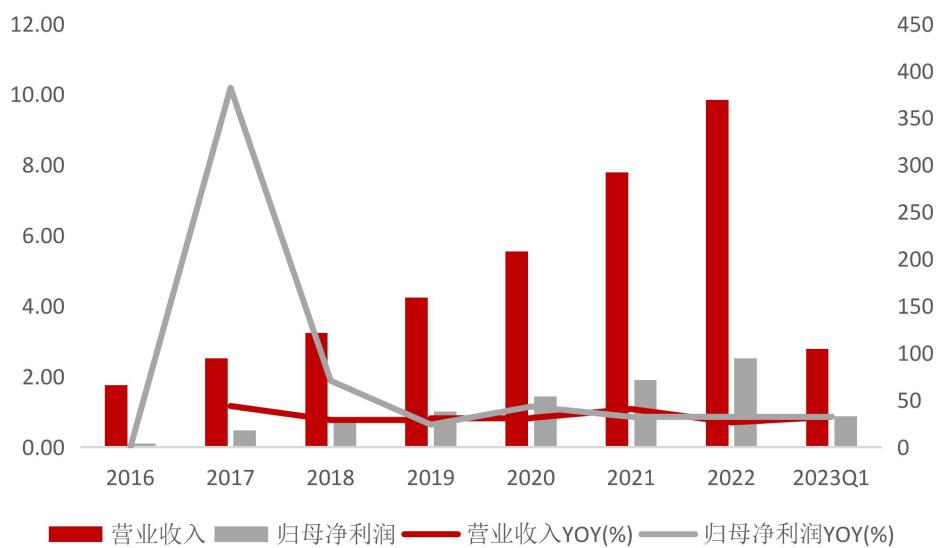
深圳普门科技股份有限公司（普门科技，688389.SH）于 2008 年成立，2019 年在科创板上市，是一家专业从事医疗器械研发、制造和全球营销服务的高科技企业，公司专注于体外诊断（体外诊断设备及配套检测试剂）、治疗与康复两个领域的產品开发和技术创新。多年来，公司一直坚持以技术创新为根基，以临床诊疗需求为导向，提高自主创新能力，增强产品核心竞争力。历经 10 余年的技术积累与发展，公司产品和解决方案已经应用于全球 90 个国家和地区，覆盖全国 18,000 余家医疗机构和装机医院。2020 年后公司收购重庆京渝和为人光大两家公司，进入医美领域。

过去的七年，普门科技业绩实现高速增长。2016 年至 2022 年，公司实现营业收入从 1.75 亿元增长至 9.83 亿元，期间复合增长率达 33.39%；归母净利润从 0.1 亿元增长至 2.51 亿元，期间复合增长率达 71.51%。2023 年一季度，公司实现营业收入 2.78 亿元，比上年同期增长 32.29%；实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 31.23%；实现扣非净利润 0.83 亿元，同比增长 29.33%；实现经营性现金流 0.23 亿元，同比增长 21.36%。公司业绩高速增长，得益于多年来公司的体外诊断领域、治疗与康复领域两大产品线销售持续稳定增长，由于技术优势和



营销渠道等因素共同作用下，使公司产品在国内外市场均取得较好的品牌知名度与较强的竞争力，为公司业绩高速增长提供了强有力的支撑。

图表 12：2016 年至 2023Q1 营业收入与归母净利润

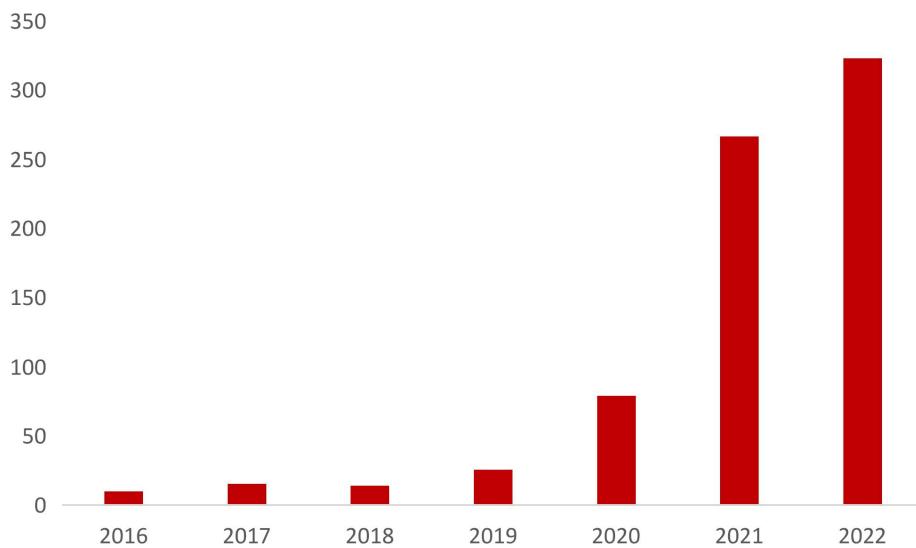


资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司加强了国内、国际营销系统能力建设，国际销售渠道开发速度加快，产品覆盖能力显著提升，带动公司产品出口显著增长。公司聚焦重点区域和国家的本土化营销和运营活动，对于潜力较大的国际市场区域，逐渐加大销售、市场和用服资源的投入，在俄罗斯、印尼、中国澳门成立了三家子公司；同时积极开展国际市场特别是欧、美、日等大公司的 OEM/ODM 合作，探索海外市场精耕细作的法则和实际运营经验，鼓励在各主要国家进行渠道重点签约，特别鼓励大经销商的合作开发，巩固和建立了国际渠道的长期稳定体系。使公司境外收入逐年增加，海外业务收入从 2016 年的 0.1 亿元增长至 2022 年的 3.23 亿元，复合增长率达 79.24%，占比也从 2016 年的 5.64% 增长至 2022 年的 32.82%。2022 年境外收入扣除抗疫相关产品后同比增长 79%，2023 年一季度，境外收入扣除抗疫相关产品后同比增长 96%。未来随着公司进一步加强国际业务布局以及海外客户拓展力度，海外收入有望保持快速增长态势。



图表 13: 2016 年至 2022 年公司境外收入



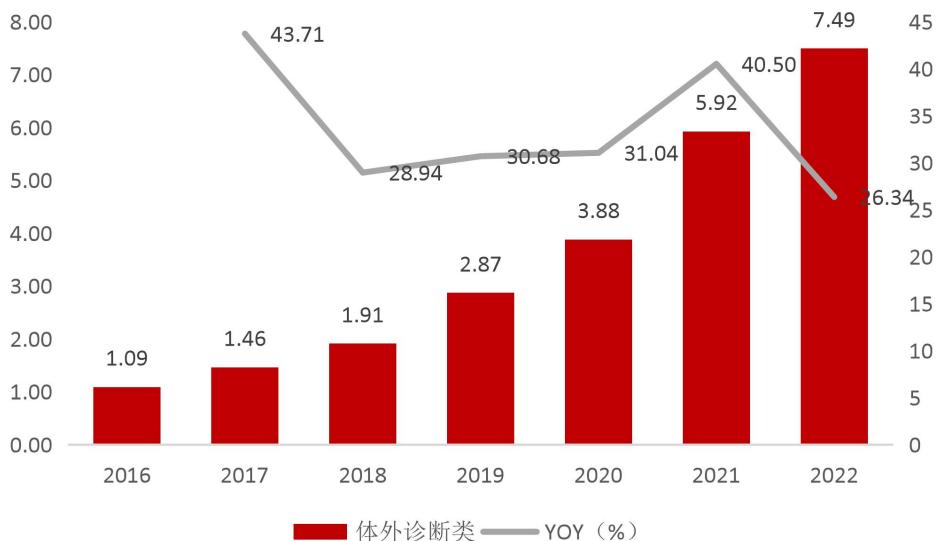
资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2.1. 公司主营业务及产品介绍

2.1.1 体外诊断

2016 年至 2022 年，体外诊断业务实现收入从 1.09 亿元增长至 7.49 亿元，期间复合增长率达 33.39%。占公司营业总收入比例从 62.85% 增长至 76.74%。体外诊断领域显示出强劲的增长势头，占比持续上升，成为公司业绩快速增长的主要动力。

图表 14：2016 年至 2022 年体外诊断营收与增速



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部



目前，公司在体外诊断领域构建了六大检测平台，包括电化学发光、免疫比浊、液相色谱、免疫荧光、血凝力学测试和分子诊断，与行业竞品在检测方法学、试剂项目特色等方面具有差异化。公司具备了体外诊断设备与配套试剂的同步研发能力，已经向市场推出基于五大检测平台的系列化体外诊断设备及配套试剂。

图表 15：公司体外诊断类产品



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司采用自主合成的三联吡啶钌作为发光标记物，开发出包括仪器和配套试剂在内的新一代全自动免疫分析系统，成功打破了国际上电化学发光检测仪及其配套试剂的垄断，填补了国内市场的不足。电化学发光技术融合了电化学技术和化学发光技术，形成了一种全新的技术，其独特之处在于将二者优势相结合。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，具有检测精确易控制、重复性好、灵敏度高等优点。目前，罗氏生产的化学发光

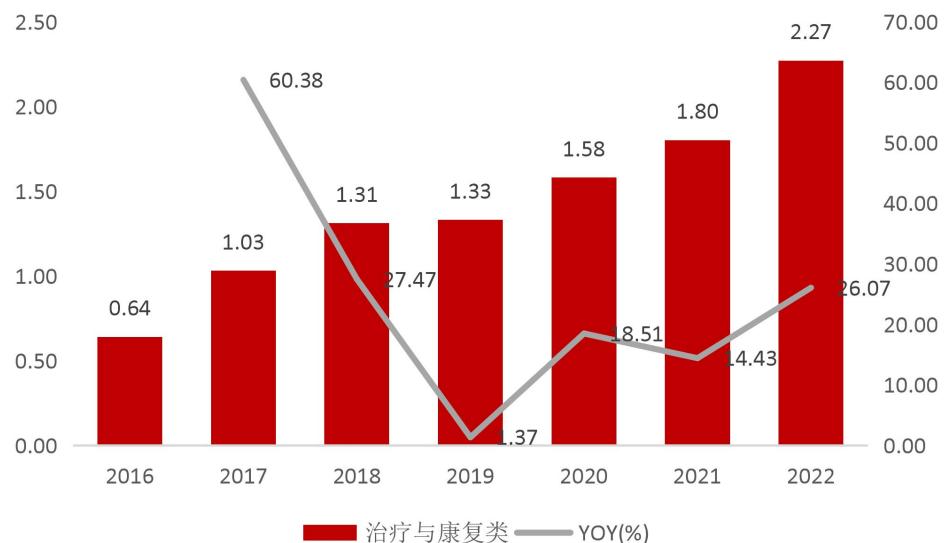


产品仍处于行业领先，相较于国际巨头罗氏，公司的产品呈现出高度一致的检测能力和更高的性价比，未来有望在市场上获得广泛的认可和接受。2022年，体外诊断领域新增国内及国际注册/备案证书43项，进一步丰富了公司的体外诊断产品线。

2.1.2.治疗与康复

2016年至2022年，治疗与康复领域实现收入从0.64亿元增长至2.27亿元，期间复合增长率达23.47%。

图表16：2016年至2022年公司治疗与康复营收与增速



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

在治疗与康复领域，公司目前形成了以光子治疗仪、空气波压力治疗仪为核心产品，并结合多功能清创仪、高频振动排痰仪、红外线治疗仪、高流量呼吸湿化治疗仪、升温毯等产品的治疗与康复解决方案。公司在各级医院临床治疗与康复领域首次推出以疾病为中心的整体解决方案，形成特色化、专业化、差异化的市场策略，在产品和各级医院临床应用等方面与行业竞品形成领先的竞争优势。



图表 17：公司治疗与康复产品

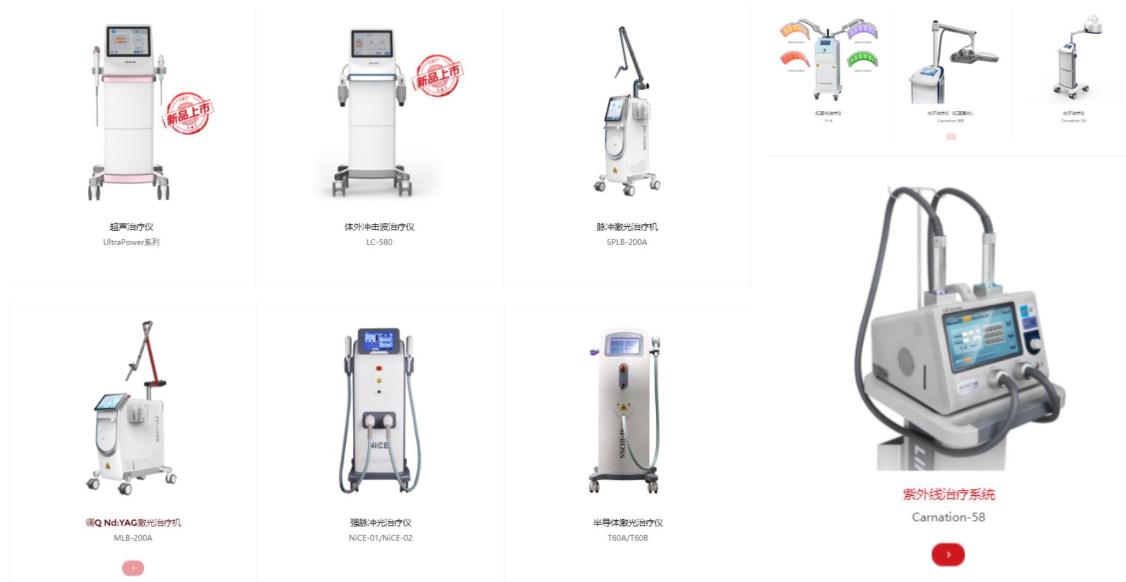


资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

在皮肤医美产品线，公司通过收购重庆京渝和为人光大公司步入医美领域，并升级改造优化产品性能与外观设计，形成了以激光治疗系列产品为核心的皮肤医美整体解决方案，主要产品包括脉冲激光治疗机、调 QNd: YAG 激光治疗机、紫外线治疗系统、半导体激光治疗仪、强脉冲光治疗仪和红蓝光治疗仪等系列产品。公司针对公立医院皮肤整形美容科室及民营医美市场分别组建了专业化的市场营销队伍，发展了一批专业化的分销商。



图表 18：公司皮肤医美类产品



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2.2. 公司核心竞争力

1) 强大的研发技术平台

公司凭借对各级医院在体外诊断和治疗与康复领域临床需求的深入和准确理解，在制定新产品开发和升级换代策略时，选择了特色化、专业化、差异化的市场策略。多年来，公司一直坚持自主研发，执行集成产品开发（IPD）流程，进行技术创新和产品开发。通过对外合作、收并购和整合以拓展科技产品、技术创新能力，并积极与国内知名大学、医院开展学术合作，为新产品快速产业化打下坚实基础。通过技术提升、产品组合、解决方案等创新方式，使得公司产品与行业竞品在技术路线、使用场景、综合性价比等方面形成相对优势，保证公司产品能够成功占领市场。

在治疗与康复领域，公司依托创面治疗等核心专利技术自主研发了光子治疗仪，填补了国内临床创面光子治疗领域的市场空白。获得了“2015 年度国家科学技术进步奖一等奖”，成为国内医疗器械行业第一家获得国家科学技术进步奖一等奖的企业；在体外诊断的电化学发光检测领域，成功研制了包括检测仪器和配套试剂的新一代全自动免疫分析平台，打破了国外品牌在电化学发光免疫分析领域的全球垄断，填补了国内市场空白。公司特定蛋白分析仪产业化项目获得“2018 年度深圳市科技进步奖一等奖”，标志着公司在特定蛋白分析仪产业



化领域所取得的成绩得到市场的认可；在体外诊断糖化血红蛋白检测领域，成功开发并上市的国内高速糖化血红蛋白检测系统，填补了国产高端糖化血红蛋白分析仪的空白；成功开发出层析柱专用离子交换层析介质，开发出柱效高、分离度大、寿命长、非特异性吸附低的高性能层析柱，全面提升糖化血红蛋白的测试性能，显著降低分析成本，打破了进口层析介质的垄断，实现了糖化血红蛋白检测“芯片”的国产化。

公司重视技术创新和产品研发的各项投入，2022年研发费用为1.71亿元，同比增长9.62%，占营业收入的17.37%。2022年底，公司累计获得授权专利209项，其中发明专利39项；获得计算机软件著作权证书136项。

2) 专业的市场营销

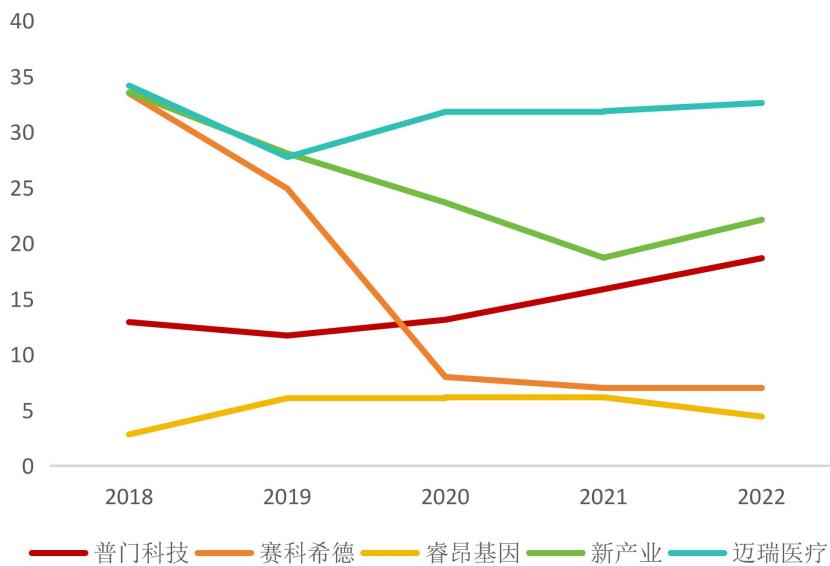
公司产品及解决方案覆盖国内18,000多家医疗机构，装机医院包括国内知名的中国人民解放军总医院（301医院）、上海华山医院、上海瑞金医院、华中科技大学附属同济医院、中南大学附属湘雅医院、南方医科大学南方医院、四川大学华西医院、江苏省人民医院、浙江大学附属第一医院、山东大学齐鲁医院、中国医科大学附属第一医院等在内的2,000余家三级医院。在国际市场，公司产品已应用于全球90个国家和地区，成功覆盖美洲、欧洲、中东非、亚太和南亚五大区域。对于潜力较大的国际重点区域，逐渐加大销售、市场和用服资源的投入，在俄罗斯、印尼、我国澳门等地成立了子公司，鼓励在各主要国家进行渠道细化签约，多经销商发展。

2.3. 公司与可比公司及行业中值比较分析

2018年至2022年普門科技净资产收益率分别为12.92%、11.71%、13.13%、15.87%、18.66%。从财务指标看，2019年至2022年间，公司净资产收益率呈现逐步上升趋势。但在可比公司中属于中等水平，盈利能力还有进一步提升的空间。



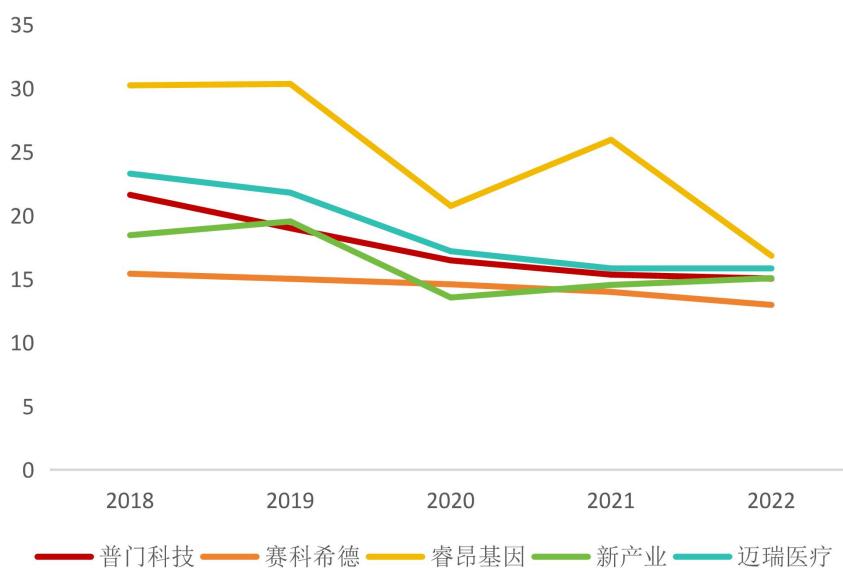
图表 19：2018 年至 2022 年净资产收益率与可比公司对比 (%)



资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

2018 年至 2022 年普门科技销售费用率分别为 21.61%、18.99%、16.46%、15.34%、15.03%。公司销售费用率呈下降趋势，自 2022 年下降至可比公司中低位，随着公司产品与品牌力在市场上的认可度不断提升，将驱动销售费率持续走低。

图表 21：2018 年至 2022 年销售费用率与可比公司对比 (%)

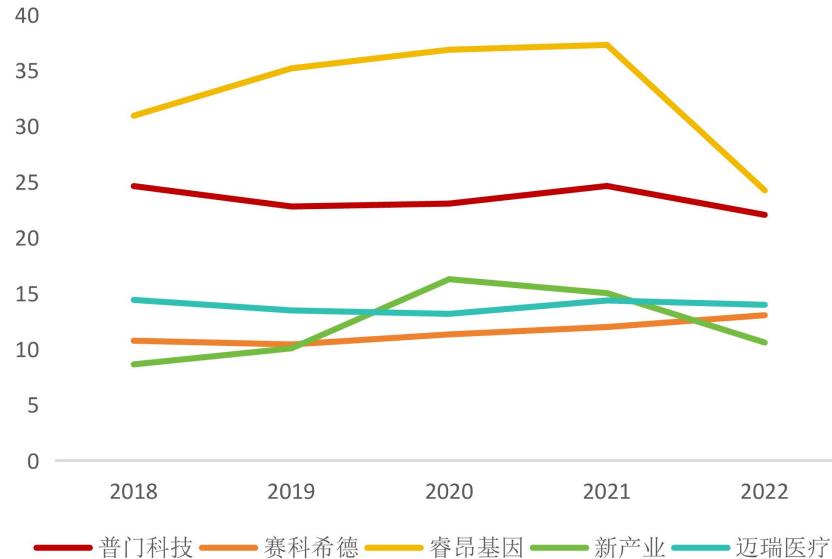


资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部



2018年至2022年普門科技管理费用率分别为24.62%、22.79%、23.05%、24.63%、22.04%。管理费用率一直处于较稳定状态，由于公司注重研发，研发投入持续攀升，导致公司研发投入费用化比例偏高，使得公司管理费用过高，在可比公司中处于较高水平。但从趋势上看，随着公司业务规模扩大，管理费用率将逐步下降。

图表 22：2018 年至 2022 年管理费用率与可比公司对比 (%)

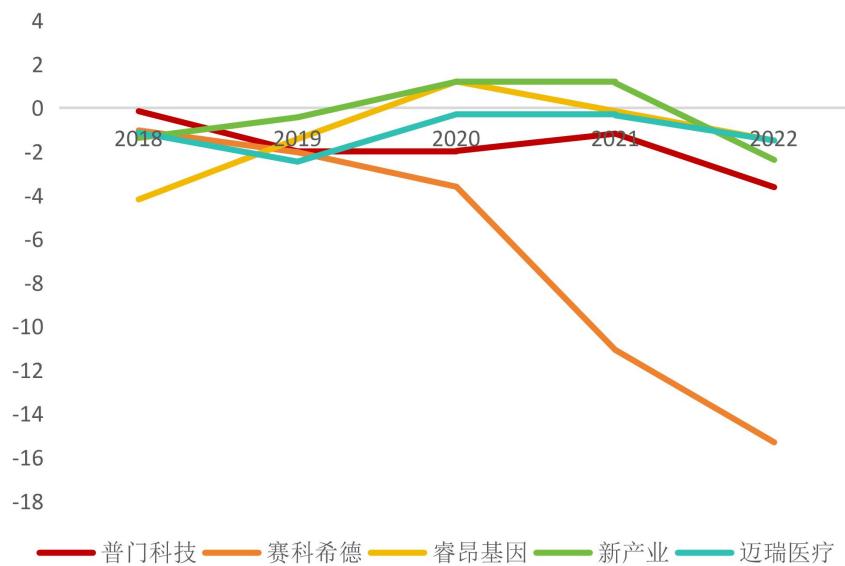


资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

2018年至2022年普門科技财务费用率分别为-0.15%、-1.99%、-1.97%、-1.18%、-3.63%。财务费用率为负值，表明银行存款所形成的利息收入高于债务所支付的利息支出，公司财务风险较小，具有较强的偿债能力。



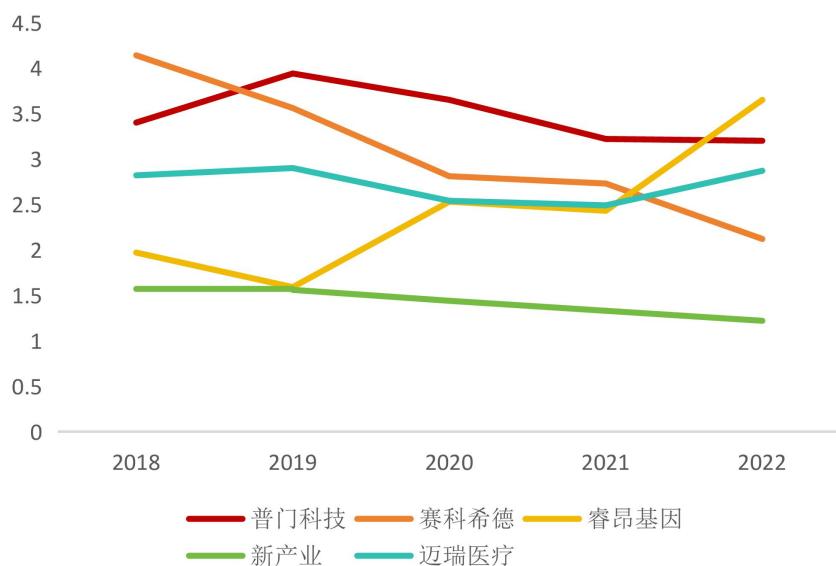
图表 23: 2018 年至 2022 年财务费用率与可比公司对比 (%)



资料来源: 同花顺 iFind, 华通证券研究部

2018 年至 2022 年普门科技存货周转率分别为 3.40、3.94、3.65、3.22、3.20，公司整体的存货周转水平较为稳定，处于行业较高水平。

图表 24: 2018 年至 2022 年存货周转率与可比公司对比 (次)



资料来源: 同花顺 iFind, 华通证券研究部



2.4. 盈利预测

结合上文分析、公司发展战略规划与市场发展趋势等，我们对公司主要业务进行如下预测（公司业绩详细数据请见下表）：

- 1) 体外诊断：**随着社会对健康问题的日益重视，人口老龄化进程不断加速，慢性病患者和高危人群数量不断攀升，预计行业将继续保持快速发展的黄金时期。电化发光产品的国产化率将得到进一步提升，同时公司产品在进口替代的过程中将充分受益。我们预计体外诊断 2023 年至 2025 年增长率分别为 38.30%、35.99%、34.21%，毛利率分别为 55.87%、53.73%、52.05%。
- 2) 康复治疗：**随着我国经济水平的不断提升，人口老龄化的加剧以及各类医疗机构对康复科建设的不断重视，我国的康复医疗需求将持续释放。同时，公司布局的光电医美是未来高速发展的蓝海市场，产品有望在下游医美市场加速导入。我们预计 2023 年至 2025 年公司康复治疗增速分别为 31.31%、25.80%、25.30%，毛利率分别为 68.57%、68.41%、68.35%。

图表 25：盈利预测

| 单位：百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|---------|----------|----------|----------|
| 总收入 | 983.04 | 1,341.66 | 1,792.12 | 2,369.67 |
| YOY | 26.34% | 36.48% | 33.57% | 32.23% |
| 毛利率 | 58.52% | 58.31% | 56.50% | 55.04% |
| 治疗与康复类 | 227.42 | 298.63 | 375.66 | 470.69 |
| YOY | 26.07% | 31.31% | 25.80% | 25.30% |
| 毛利率 | 68.06% | 68.57% | 68.41% | 68.35% |
| 其中：医用产品 | 217.53 | 282.79 | 353.49 | 441.86 |
| YOY | 25.41% | 30% | 25% | 25% |
| 毛利率 | 69.21% | 70.00% | 70.00% | 70.00% |
| 其中：家用产品 | 9.90 | 15.84 | 22.18 | 28.83 |
| YOY | 42.76% | 60% | 40% | 30% |
| 毛利率 | 42.73% | 43.00% | 43.00% | 43.00% |
| 体外诊断类 | 748.57 | 1,035.28 | 1,407.92 | 1,889.60 |
| YOY | 26.35% | 38.30% | 35.99% | 34.21% |
| 毛利率 | 56.27% | 55.87% | 53.73% | 52.05% |
| 其中：检验设备 | 268.34 | 483.01 | 772.82 | 1,159.23 |
| YOY | 84.33% | 80% | 60% | 50% |
| 毛利率 | 35.77% | 42.00% | 42.00% | 42.00% |
| 其中：检测试剂 | 480.23 | 552.26 | 635.10 | 730.37 |
| YOY | 7.46% | 15% | 15% | 15% |
| 毛利率 | 67.73% | 68.00% | 68.00% | 68.00% |
| 其他业务 | 7.05 | 7.76 | 8.53 | 9.38 |
| YOY | 34.45% | 10% | 10% | 10% |
| 毛利率 | -10.88% | -10.88% | -10.88% | -10.88% |



资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

3. 2023—2025 年公司整体业绩预测

参考公司过往三年一期的期间费用率趋势，我们预测公司研发费用率随着公司规模的不断扩大，研发费用比率将逐步下降，预计 2023 年至 2025 年研发费用率分别为 15.00%、14.00%、13.00%；管理费用率、销售费用率均在 4.5% 和 15% 的水平。

综上，预测 2023 年至 2025 年公司归母净利润分别为 336.00、429.14、548.84 百万元，同比增长为 33.60%、27.72%、27.89%。摊薄 EPS 分别为 0.79 元/股、1.01 元/股、1.29 元/股（公司预测期间详细财务报表和主要指标资料请见本报告正文末附表）。

4. 公司估值分析

4. 1. P/E 模型估值

2023 年 8 月 7 日普门科技 P/E (TTM) 为 29.74，距离近 36 个月以来的最高点 123.70，已经大幅回撤 76%。

图表 26：普门科技 P/E (TTM)

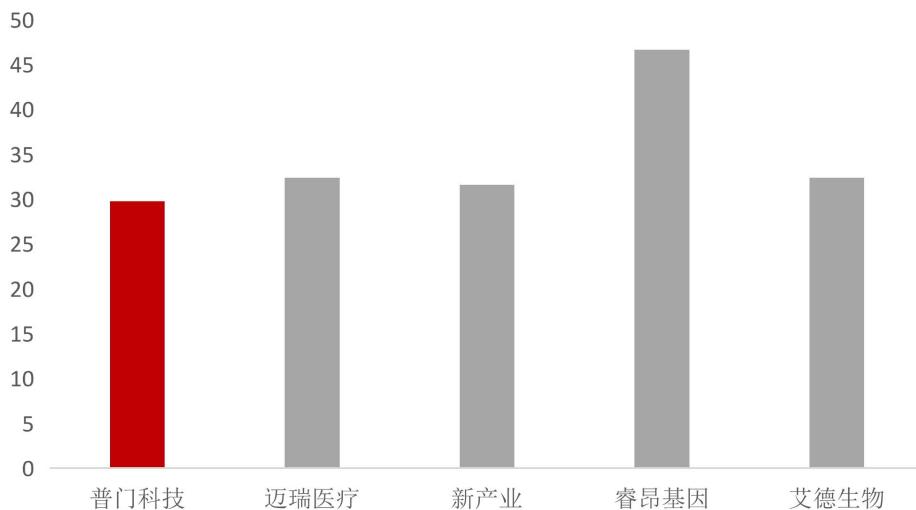


资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

2023 年 8 月 7 日普门科技 P/E (TTM) 为 29.74，从同期可比公司 P/E (TTM) 上看，公司目前估值在可比公司中处于较低水平（注：相关指标计算以 2023 年 8 月 7 日 A 股收盘价为基准）。



图表 27：可比公司 P/E(TTM)



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

我们预计公司 2023 年至 2025 年对应的 EPS 分别为 0.79 元/股、1.01 元/股、1.29 元/股，对应的 PE 分别为 24 倍、18 倍、14 倍，我们选取可比公司迈瑞医疗、新产业、睿昂基因、艾德生物进行估值比较，可比公司 2023 年至 2025 年的平均估值分别为 31 倍、24 倍、19 倍 PE，普门生物 PE 估值水平低于行业可比公司平均水平（注：相关指标计算以 2023 年 8 月 7 日 A 股收盘价为基准）。

图表 28：可比公司 PE (倍) 估值表

| 代码 | 证券简称 | 最新收盘价(元) | 每股收益(元) | | | | | 市盈率 | | | |
|--------|------|----------|---------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | |
| 300896 | 迈瑞医疗 | 268.81 | 7.94 | 9.59 | 11.57 | 13.96 | 33.92 | 28.02 | 23.22 | 19.25 | |
| 603605 | 新产业 | 55.27 | 1.69 | 2.12 | 2.72 | 3.47 | 32.70 | 26.02 | 20.28 | 15.90 | |
| 603606 | 睿昂基因 | 36.8 | 0.73 | 1.12 | 1.53 | 2.08 | 50.79 | 33.15 | 24.18 | 17.72 | |
| 603607 | 艾德生物 | 24.49 | 0.67 | 0.66 | 0.83 | 1.03 | 36.97 | 37.35 | 29.59 | 23.77 | |
| 行业均值 | | | | | | | 38.60 | 31.14 | 24.32 | 19.16 | |

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

4. 2. PEG 模型

根据 2023 年至 2025 年业绩预测，计算得到 2023 年 PEG 为 0.87。



4. 3. DCF 模型

我们以预测的 2023 年至 2025 年 EPS 分别为 0.79 元/股、1.01 元/股、1.29 元/股为基础，根据以下假设，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 **25 元/股**。

图表 29：DCF 模型预测

| 模型 | 折现率 | 永续增长率 | 预测期现值 | 永续期现值 | 总现值 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 组合一 | 8.00% | 3.00% | 1.02 | 21.10 | 23.72 |
| 组合二 | 8.00% | 3.50% | 1.02 | 23.55 | 26.17 |
| 组合三 | 8.00% | 4.00% | 1.02 | 26.63 | 29.25 |
| 组合四 | 8.50% | 3.00% | 1.01 | 18.91 | 21.51 |
| 组合五 | 8.50% | 3.50% | 1.01 | 20.91 | 23.50 |
| 组合六 | 8.50% | 4.00% | 1.01 | 23.34 | 25.94 |
| 平均 | | | | | 25.01 |

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

估值说明：

- (1) 永续增长率采用略低于 GDP 增长率；
- (2) DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；
- (3) 预测期间为 2023 年至 2025 年，永续期自 2026 年开始；
- (4) 考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

5. 公司未来六个月内投资建议

5. 1. 公司股价催化剂分析

行业黄金发展期，业绩实现高速增长 随着人们生活水平和对健康要求的日益提升，医疗器械的需求逐步增加，从而推动医疗器械行业的快速发展。根据艾媒数据统计，中国医疗器械行业市场规模从 2013 年的 2,120 亿元增长至 2021 年的 9,630 亿元，CAGR 达 20.83%，预计 2025 年将突破 1.8 万亿的市场规模。普门科技专注于医疗器械的研发、制造、全球营销及服务，历经 10 余年的技术积累与发展，公司产品和解决方案已经应用于全球 90 个国家和地区，覆盖全国 18,000 余家医疗机构和装机医院，业绩实现高速增长。2016 年至 2022 年，公



司实现营业收入从 1.75 亿元增长至 9.83 亿元, CAGR 达 33.39%; 归母净利润从 0.1 亿元增长至 2.51 亿元, CAGR 率达 71.51%。

免疫诊断成为未来体外诊断发展的主流方向 体外诊断被誉为“医生的眼睛”，其临床应用贯穿疾病发生发展的全过程，应用广泛，发展迅速。根据众诚智库《2022 年中国体外诊断(IVD)行业报告》统计，2015 年至 2020 年期间，我国体外诊断市场规模从 362 亿元增长至 890 亿元，复合增长率达到 19.9%。其中，免疫诊断占据最大市场份额，成为未来体外诊断发展的主流方向，预计到 2025 年将增长至 632.6 亿元，2021-2025 年均复合增长率高达 15.1%，超过了体外诊断行业的整体增速。

公司打破电化学发光检测的国外垄断市场，国产化率有望提升 公司开发的包括仪器和配套试剂在内的新一代全自动免疫分析系统，成功打破了国际上电化学发光检测仪及其配套试剂的垄断，填补了国内市场的不足。但进口发光厂商仍占据着国内超过七成以上的市场。未来，国产化率仍有很大的增长空间。相较于国际巨头罗氏，公司的产品呈现出高度一致的检测能力和更高的性价比，未来有望在市场上获得广泛的认可和接受。

光电医美市场潜力巨大，公司有望加速扩容 公司通过收购重庆京渝和为人光大公司步入医美领域，光电医美具有安全高效、无痛无创伤等优势，成为最受欢迎的医美项目。公司针对公立医院皮肤整形美容科室及民营医美市场分别组建了专业化的市场营销队伍，发展了一批专业化的分销商，有望加速市场扩容。

5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 **25 元/股**，对应 2023 年 P/E 为 31X。以 2023 年 8 月 7 日 A 股收盘价为基准，公司股价距离六个月内的目标仍有 31% 的上涨空间。

6. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司**“推荐（首次）”**的投资评级。



华通证券国际投资评级说明

| 投资评级 | 说明 |
|--|------------------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上 |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15% |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上 |
| 基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。 | |

7. 风险提示

核心技术员工流失风险 随着我国医疗器械行业的蓬勃发展，行业内的人才竞争也变得越来越激烈。若公司核心人才的流失可能导致项目开发进程的减速或停滞，从而对公司的经营产生不利影响。

新产品放量不及预期 公司进入医美领域不久，新产品上市尚未形成规模效应，若新产品未能顺利推广成功将对公司业绩产生不利影响。

行业竞争加剧风险 目前，在体外诊断、光电医美等领域，进口厂商占据着重要的市场份额，国产厂商正在加速入场，如果国内医疗器械制造商大量涌入市场，可能会加剧行业竞争，从而对公司的盈利产生影响。



附表：财务报表预测与主要财务比率（单位：百万元）

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 931.64 | 1182.96 | 1664.92 | 2268.37 | 营业收入 | 983.04 | 1341.66 | 1792.12 | 2369.67 |
| 应收票据及账款 | 95.12 | 129.82 | 173.40 | 229.29 | 营业成本 | 407.79 | 559.34 | 779.62 | 1065.47 |
| 预付账款 | 7.34 | 10.01 | 13.37 | 17.68 | 税金及附加 | 9.49 | 10.73 | 12.54 | 14.22 |
| 其他应收款 | 3.80 | 5.18 | 6.92 | 9.15 | 销售费用 | 147.78 | 201.25 | 268.82 | 355.45 |
| 存货 | 142.43 | 195.36 | 272.30 | 372.14 | 管理费用 | 45.86 | 60.38 | 80.65 | 106.64 |
| 其他流动资产 | 13.71 | 18.71 | 25.00 | 33.05 | 研发费用 | 170.79 | 201.25 | 250.90 | 308.06 |
| 流动资产总计 | 1194.04 | 1542.05 | 2155.92 | 2929.70 | 财务费用 | -35.64 | -0.83 | -4.99 | -6.89 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产减值损失 | -4.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 215.15 | 211.36 | 202.01 | 187.11 | 信用减值损失 | -2.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 212.86 | 177.38 | 141.90 | 106.43 | 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 99.54 | 82.95 | 66.36 | 49.77 | 投资收益 | 0.79 | 3.50 | 3.50 | 3.50 |
| 长期待摊费用 | 2.41 | 1.20 | 0.00 | 0.00 | 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 96.52 | 96.52 | 96.52 | 96.52 | 资产处置收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 626.47 | 569.42 | 506.80 | 439.83 | 其他收益 | 25.14 | 29.81 | 29.81 | 29.81 |
| 资产总计 | 1820.51 | 2111.47 | 2662.72 | 3369.53 | 营业利润 | 256.42 | 342.86 | 437.90 | 560.04 |
| 短期借款 | 132.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外收入 | 0.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及账款 | 70.94 | 97.30 | 135.62 | 185.35 | 营业外支出 | 0.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动负债 | 165.11 | 225.72 | 309.54 | 417.80 | 其他非经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 368.05 | 323.03 | 445.16 | 603.15 | 利润总额 | 256.51 | 342.86 | 437.90 | 560.04 |
| 长期借款 | 0.00 | -0.03 | -0.05 | -0.07 | 所得税 | 5.32 | 6.86 | 8.76 | 11.20 |
| 其他非流动负债 | 8.97 | 8.97 | 8.97 | 8.97 | 净利润 | 251.18 | 336.00 | 429.14 | 548.84 |
| 非流动负债合计 | 8.97 | 8.94 | 8.92 | 8.90 | 少数股东损益 | -0.31 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 负债合计 | 377.02 | 331.97 | 454.08 | 612.05 | 归属母公司股东净利润 | 251.50 | 336.00 | 429.14 | 548.84 |
| 股本 | 422.20 | 422.20 | 422.20 | 422.20 | EBITDA | 248.21 | 399.09 | 495.53 | 620.13 |
| 资本公积 | 489.81 | 489.81 | 489.81 | 489.81 | NOPLAT | 198.41 | 335.19 | 424.25 | 542.09 |
| 留存收益 | 527.80 | 863.81 | 1292.95 | 1841.79 | EPS(元) | 0.59 | 0.79 | 1.01 | 1.29 |
| 归属母公司权益 | 1439.82 | 1775.82 | 2204.96 | 2753.80 | | | | | |
| 少数股东权益 | 3.68 | 3.68 | 3.68 | 3.68 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1443.49 | 1779.50 | 2208.64 | 2757.48 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 1820.51 | 2111.47 | 2662.72 | 3369.53 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | |
| 税后经营利润 | 251.18 | 303.36 | 396.49 | 516.20 | | | | | |
| 折旧与摊销 | 27.34 | 57.06 | 62.62 | 66.97 | | | | | |
| 财务费用 | -35.64 | -0.83 | -4.99 | -6.89 | | | | | |
| 投资损失 | -0.79 | -3.50 | -3.50 | -3.50 | | | | | |
| 营运资金变动 | 7.02 | -9.72 | -9.78 | -12.33 | | | | | |
| 其他经营现金流 | 22.61 | 33.31 | 33.31 | 33.31 | | | | | |
| 经营性现金净流量 | 271.71 | 379.68 | 474.15 | 593.75 | | | | | |
| 资本支出 | 186.61 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 长期投资 | -47.89 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 其他投资现金流 | -298.59 | 2.84 | 2.84 | 2.84 | | | | | |
| 投资性现金净流量 | -533.10 | 2.84 | 2.84 | 2.84 | | | | | |
| 短期借款 | 132.00 | -132.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 长期借款 | -0.61 | -0.03 | -0.02 | -0.02 | | | | | |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 资本公积增加 | 8.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 其他筹资现金流 | -86.72 | 0.83 | 4.99 | 6.89 | | | | | |
| 筹资性现金净流量 | 52.71 | -131.19 | 4.96 | 6.87 | | | | | |
| 现金流量净额 | -187.23 | 251.32 | 481.95 | 603.46 | | | | | |
| 主要财务比率 | | | | | | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | |
| 成长能力 | | | | | | | | | |
| 营收增长率 | 26.34% | 36.48% | 33.57% | 32.23% | | | | | |
| 营业利润增长率 | 26.22% | 33.71% | 27.72% | 27.89% | | | | | |
| EBIT 增长率 | 14.00% | 54.86% | 26.57% | 27.78% | | | | | |
| EBITDA 增长率 | 15.42% | 60.79% | 24.16% | 25.14% | | | | | |
| 归母净利润增长率 | 32.12% | 33.60% | 27.72% | 27.89% | | | | | |
| 经营现金流增长率 | 49.24% | 39.74% | 24.88% | 25.22% | | | | | |
| 盈利能力 | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 58.52% | 58.31% | 56.50% | 55.04% | | | | | |
| 净利率 | 25.55% | 25.04% | 23.95% | 23.16% | | | | | |
| 营业利润率 | 26.08% | 25.55% | 24.43% | 23.63% | | | | | |
| ROE | 17.47% | 18.92% | 19.46% | 19.93% | | | | | |
| ROA | 13.81% | 15.91% | 16.12% | 16.29% | | | | | |
| ROIC | 37.60% | 45.16% | 58.06% | 74.99% | | | | | |
| 估值倍数 | | | | | | | | | |
| P/E | 38.32 | 28.68 | 22.46 | 17.56 | | | | | |
| P/S | 9.80 | 7.18 | 5.38 | 4.07 | | | | | |
| P/B | 6.69 | 5.43 | 4.37 | 3.50 | | | | | |
| 股息率 | 1.05% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | | | | | |
| EV/EBIT | 30.92 | 25.12 | 18.84 | 13.76 | | | | | |
| EV/EBITDA | 27.52 | 21.53 | 16.46 | 12.27 | | | | | |
| EV/NOPLAT | 34.42 | 25.63 | 19.22 | 14.04 | | | | | |

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。