



23年利润端达成股权激励，盈利能力显著增加

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报, 23年实现营收11.5亿元(+16.6%), 实现归母净利润3.3亿元(+30.7%), 实现扣非归母3.1亿元(+34.4%)。其中23Q4实现营业收入3.4亿元(+8.7%)、归母净利润1.2亿元(+25.5%)。23年全年收入端受到医疗反腐影响, 不及预期, 但利润端整体符合预期。
- **23年利润端达成股权激励, 盈利能力显著增加。**分季度看, 2023Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为2.8/2.8/2.5/3.4亿元(+32.3%/+18.5%/+10.6%/+8.7%), 单季度归母净利润分别为0.9/0.5/0.7/1.2亿元(+31.2%/+43.4%/+31.4%/+25.5%), 单季度扣非归母净利润分别为0.8/0.4/0.6/1.2亿元(+29.3%/+48.2%/+3.4%/+39.7%)。23年全年国内业务有所波动, 但海外业务未见明显影响。从盈利能力来看, 23年净利润增速高于收入增速, 毛利率显著提升至65.8%(+7.3pp), 原因: 1) 产品结构优化, 试剂产出占比提高, 试剂毛利较高; 2) 新产品皮肤医美对净利润贡献较大。从费用率方面来看, 销售/管理/研发/财务费用率分别为17%/5.3%/14.8%/-2.8%。销售费用率23年增加2pp, 主要系销售人员工资、差旅费增加以及23年开始运营电商平台相应的推广费增加所致。管理费用率+0.7pp, 主要系公司规模扩大人员薪酬增加以及在建工程转固定资产相应的折旧费用增加所致。研发费用率-2.6pp, 主要系评估咨询费减少所致。财务费用率+0.9pp, 主要系汇率波动所致。整体来看, 全年受三季度开始的医疗反腐影响收入端有所波动, 但23年8月底发布的股权激励对四季度有所提振作用, 全年利润端符合预期, 且盈利能力显著增加。
- **IVD与治疗康复产品双轮驱动, 医美业务持续高增。**1) IVD系列产品中生化免疫产品线, 国内全自动生化分析仪获证, 形成与高速、高通量电化学发光免疫分析仪eCL9000进行级联, 实现自动化生化免疫检测流水线。电化学发光平台促甲状腺素受体抗体(Anti-TSHR)测定试剂盒获证; Anti-TSHR的获证上市, 完善了公司电化学发光免疫诊断试剂平台中甲功套餐; 临床检验比浊产品线中自动红细胞渗透脆性分析仪RA800已获证并开始推广。公司在国内和国际市场中的竞争力进一步提升, 临床应用持续上量, 糖化业务拉动相关业绩增长。2) 治疗与康复产品线中, 光电医美产品优化升级持续进行, 具有市场竞争力。核心临床医疗产品如空气波、排痰机等继续保持较好业绩增长, 同时皮肤医美系列产品获得行业好评带动了新业务板块的业绩增长。3) 此外, 消费者健康业务是公司孵化的全新业务, 服务于家庭医疗、生活美容、慢病康复等需求, 公司基于现有在治疗与康复产品领域的技术积累, 开发适用于消费者健康需求的专业化、特色化医疗产品, 同时搭建并自主运营电商服务平台。
- **高研发投入带来丰富产品线。**在体外诊断领域, 大型、高速电化学发光设备eCL9000、高端糖化血红蛋白分析仪H100Plus及配套试剂相继上市; 在医美领域, 继2022年8月推出体外冲击波治疗仪LC-580(冷拉提)后, 23H1公司推出全新一代采用聚焦式超声波技术的超声治疗仪(超声V拉美), 23/11月全身美白产品(美美光)上市, 助力医美产品线持续放量。
- **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年归母净利润分别为4.3、5.4、6.2亿元, 对应PE为17、13、12倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、销售推广不及预期、研发不及预期等风险。

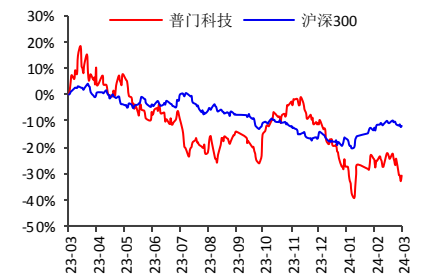
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1145.72	1404.59	1701.10	2050.21
增长率	16.55%	22.59%	21.11%	20.52%
归属母公司净利润(百万元)	328.58	427.07	535.35	621.57
增长率	30.65%	29.97%	25.35%	16.10%
每股收益EPS(元)	0.77	1.00	1.25	1.45
净资产收益率ROE	18.22%	19.78%	20.52%	19.90%
PE	22	17	13	12
PB	3.98	3.31	2.74	2.29

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
联系人: 陈辰
电话: 021-68416017
邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.28
流通A股(亿股)	2.62
52周内股价区间(元)	14.00-30.27
总市值(亿元)	74
总资产(亿元)	23.31
每股净资产(元)	4.20

相关研究

1. 普门科技(688389): 23Q3利润端符合预期, 股权激励提振四季度信心 (2023-10-30)
2. 普门科技(688389): IVD与治疗康复业务双轮驱动, 医美业务持续高增 (2023-08-30)
3. 普门科技(688389): IVD与治疗康复业务比翼齐飞, 医美业务持续高增 (2023-05-08)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司体外诊断类产品主要包括特定蛋白分析、电化学发光免疫分析、糖化血红蛋白分析产品，以及免疫荧光分析产品。预计 2024-2026 年销量分别上涨 18%、18%、17%，价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 2：公司治疗与康复类产品主要包括临床医疗类、皮肤医美、以及消费者健康业务。预计 2024-2026 年销量将上涨 35%、29%、27%，价格及毛利率短期内保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
体外诊断类	收入	829	979	1151	1351
	增速	10.7%	18.1%	17.5%	17.4%
	毛利率	65.3%	65.7%	65.6%	65.6%
治疗与康复类	收入	304	411	530	676
	增速	33.8%	35.0%	29.2%	27.4%
	毛利率	70.9%	70.4%	70.3%	70.3%
其他业务	收入	13	15	20	24
	增速	78.4%	19.2%	33.3%	20.0%
	毛利率	-17.2%	6.7%	20.0%	16.7%
合计	收入	1,146	1,405	1,701	2,050
	增速	16.5%	22.6%	21.1%	20.5%
	毛利率	65.8%	66.4%	66.5%	66.6%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 14.1 亿元 (+22.6%)、17 亿元 (+21%) 和 20.5 亿元 (+20.5%)，归母净利润分别为 4.3 亿元 (+30%)、5.4 亿元 (+25.4%)、6.2 亿元 (+16.1%)，EPS 分别为 1 元、1.25 元、1.45 元，对应动态 PE 分别为 17 倍、13 倍、12 倍。

核心临床康复设备如空气波治疗仪和排痰机业绩增长强劲。皮肤医美产品获行业认可，助力新业务增长。体外诊断产品，特别是发光和糖化系列，国内外市场竞争力增强，带动业绩提升。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300832.SZ	新产业	67.29	2.70	3.47	-	25	19	-
688575.SH	亚辉龙	22.93	0.87	1.16	-	26	20	-
603658.SH	安图生物	56.99	2.66	3.26	-	21	17	-
平均值						24	19	-

数据来源：Wind, 西南证券整理

公司在体外诊断和治疗与康复领域拥有多项核心技术，主要包括电化学发光免疫分析技术、免疫比浊特定蛋白检测技术、高效液相色谱糖化血红蛋白检测技术、高能窄谱光治疗技术、低频超声清创技术、脉冲/调 Q/半导体激光技术等，系列技术达到国际先进或国内领先水平，因此看好公司产品长期竞争力。考虑到公司在技术、产品、渠道、品牌和服务五方面的竞争优势，未来成长性突出，给予 2024 年 21 倍估值，对应目标价 21 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1145.72	1404.59	1701.10	2050.21	净利润	327.50	427.07	535.35	621.57
营业成本	391.75	471.70	569.42	685.55	折旧与摊销	27.76	30.25	35.73	40.10
营业税金及附加	13.38	13.49	16.33	19.68	财务费用	-31.63	-40.00	-50.00	-49.00
销售费用	194.60	243.25	291.90	350.28	资产减值损失	-36.76	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	61.01	79.31	95.18	123.73	经营营运资本变动	-33.80	-100.44	-42.17	-42.21
财务费用	-31.63	-40.00	-50.00	-49.00	其他	50.75	7.53	7.21	7.71
资产减值损失	-36.76	-5.00	-5.00	-5.00	经营活动现金流净额	303.82	319.41	481.12	573.17
投资收益	-0.06	0.00	0.00	0.00	资本支出	-19.59	-70.00	-70.00	-75.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-40.37	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	35.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-59.97	-70.00	-70.00	-75.00
营业利润	345.04	449.55	563.53	654.28	短期借款	108.00	-240.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.53	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	344.51	449.55	563.53	654.28	股权融资	129.22	0.00	0.00	0.00
所得税	17.01	22.48	28.18	32.71	支付股利	-100.88	-65.72	-85.41	-107.07
净利润	327.50	427.07	535.35	621.57	其他	-33.23	39.02	50.00	49.00
少数股东损益	-1.08	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	103.12	-266.70	-35.41	-58.07
归属母公司股东净利润	328.58	427.07	535.35	621.57	现金流量净额	352.15	-17.29	375.71	440.10
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1309.60	1292.31	1668.02	2108.12	成长能力				
应收和预付款项	176.89	178.41	225.92	275.60	销售收入增长率	16.55%	22.59%	21.11%	20.52%
存货	143.72	170.57	206.90	249.67	营业利润增长率	34.56%	30.29%	25.35%	16.10%
其他流动资产	25.81	31.64	38.32	46.19	净利润增长率	30.38%	30.40%	25.35%	16.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	39.43%	28.91%	24.89%	17.50%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	453.33	504.99	551.18	597.99	毛利率	65.81%	66.42%	66.53%	66.56%
无形资产和开发支出	146.30	134.61	122.93	111.24	三费率	19.55%	20.12%	19.82%	20.73%
其他非流动资产	75.74	75.51	75.28	75.05	净利率	28.58%	30.41%	31.47%	30.32%
资产总计	2331.38	2388.05	2888.55	3463.86	ROE	18.22%	19.78%	20.52%	19.90%
短期借款	240.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.05%	17.88%	18.53%	17.94%
应付和预收款项	210.74	220.58	271.14	331.95	ROIC	40.22%	45.66%	49.48%	52.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.78%	31.31%	32.29%	31.48%
其他负债	83.02	8.49	8.49	8.49	营运能力				
负债合计	533.76	229.08	279.63	340.45	总资产周转率	0.55	0.60	0.64	0.65
股本	428.08	428.08	428.08	428.08	固定资产周转率	4.99	4.60	4.19	4.29
资本公积	613.16	613.16	613.16	613.16	应收账款周转率	8.32	8.11	8.71	8.42
留存收益	755.51	1116.87	1566.81	2081.31	存货周转率	2.69	2.98	2.98	2.98
归属母公司股东权益	1796.75	2158.10	2608.04	3122.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.54%	—	—	—
少数股东权益	0.88	0.88	0.88	0.88	资本结构				
股东权益合计	1797.62	2158.98	2608.92	3123.41	资产负债率	22.89%	9.59%	9.68%	9.83%
负债和股东权益合计	2331.38	2388.05	2888.55	3463.86	带息债务/总负债	44.96%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.15	7.58	7.89	8.07
					速动比率	2.88	6.81	7.13	7.32
					股利支付率	30.70%	15.39%	15.95%	17.23%
					每股指标				
					每股收益	0.77	1.00	1.25	1.45
					每股净资产	4.20	5.04	6.09	7.29
					每股经营现金	0.71	0.75	1.12	1.34
					每股股利	0.24	0.15	0.20	0.25
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	341.18	439.79	549.26	645.39					
PE	21.77	16.75	13.36	11.51					
PB	3.98	3.31	2.74	2.29					
PS	6.24	5.09	4.21	3.49					
EV/EBITDA	17.62	13.16	9.85	7.70					
股息率	1.41%	0.92%	1.19%	1.50%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
