

普门科技 (688389.SH)

康复医美+IVD 双驱，迈向平台型器械公司

买入 (首次评级)

当前价格: 18.94 元

投资要点:

➤ **IVD 与康复医美双驱，平台型器械布局成型，连续多年业绩高增**

公司成立于 2008 年，围绕临床康复、IVD、医美三大领域平台型布局成型，业绩增长兑现度高，2019-2023 年营收、归母净利润 CAGR 分别达 28%、34%。IVD+康复医美双轮驱动，海内外齐放量，业绩增长动能持续强劲。

➤ **IVD: 电化学发光国产先行者，糖化出海打开空间**

1) 化学发光: 仪器带动试剂上量趋势明显。公司电化学发光产品 eCL8000 于 2017 年上市，为全球第二家、国产首家，打破了进口技术垄断，性能指标优秀。同时大型电化学发光设备 eCL9000 系列产品 22 年上市，大小发光产品布局齐全。公司差异化的发光路线优势带动安徽集采中标情况良好，后续随集采推进，份额有望加速提升；2) 糖化: 突破核心技术层析介质生产的壁垒、双检测模式血红蛋白分析仪获国际市场高度认可，2020 年探索出海 ODM 合作，海外快速放量增长。

➤ **康复: 康复器械大市场，公司打造完善解决方案**

康复器械千亿级市场，公司的光子治疗仪产品先发优势明显，核心技术、主要性能指标优异。公司围绕光子治疗仪优势，打造八大康复与治疗解决方案，全方位满足患者多元化需求。治疗与康复业务 23 年实现收入 3 亿 (同比+34%)，保持高速增长趋势，此外，公司于 2022 年 7 月收购智信生物拓展内窥镜布局，进一步丰富、完善康复产品线。

➤ **医美: 迅速完成光电医美布局，冷拉提+超声 V 拉美高速放量进行时**

公司于 2020 年和 2021 年先后收购重庆京渝和为人光大，快速切入医美赛道，21 年历经 5 年自主研发的冷拉提器械产品上市、2023 年新品超声 V 拉美、MM 光上市，冷拉提+V 拉美+MM 光“抗衰+修复+美白”组合拳有望快速放量，未来第二成长曲线加速打开。

➤ **盈利预测与投资建议**

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 14.4 亿、18.5 亿、23.6 亿元，对应同比增速分别为 26%、28%、28%，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.2 亿、5.4 亿、6.9 亿元，增速分别为 29%、28%、28%。采用可比公司估值法，我们选取 4 家体外诊断领域上市公司迈瑞医疗、安图生物、新产业、亚辉龙；治疗与康复领域上市公司翔宇医疗；医美领域上市公司昊海生科作为可比公司。2024 年可比公司的平均 PE 为 25.1 倍，考虑到普门科技康复医美+体外诊断双驱，两大业务板块均有较高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

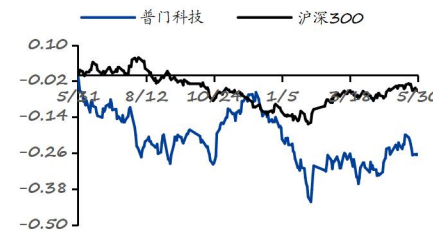
➤ **风险提示**

IVD 领域集采中标情况不及预期的风险，医美、IVD 行业竞争格局恶化的风险，医美产品推广不及预期的风险

基本数据

总股本/流通股(百万股)	428.11/428.11
流通 A 股市值(百万元)	8,108.48
每股净资产(元)	4.46
资产负债率(%)	18.88
一年内最高/最低价(元)	26.70/14.00

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn
分析师: 王艳(S0210524040001)
wy30524@hfzq.com.cn
联系人: 黄冠群(S0210124040019)
hgq30485@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	983	1,146	1,441	1,846	2,360
增长率	26%	17%	26%	28%	28%
净利润(百万元)	251	329	423	539	690
增长率	32%	31%	29%	28%	28%
EPS(元/股)	0.59	0.77	0.99	1.26	1.61
市盈率(P/E)	32.5	24.9	19.3	15.2	11.8
市净率(P/B)	5.7	4.6	3.9	3.2	2.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 体外诊断、康复医美双驱，电化学发光国产先行者	3
1.1 深耕行业近二十载，IVD+康复医美布局丰富	3
1.2 业绩持续高增，光电医美打开第二增长曲线	4
2 IVD 业务：电化学发光国产领军者，糖化打开出海大空间	5
2.1 化学发光：400 亿大市场，国产替代空间广阔	5
2.2 公司电化学发光仪器性能优秀，糖化出海空间可期	6
3 康复器械大市场，公司打造齐全产品方案	8
4 医美市场持续高增，公司已完成光电医美成熟布局	10
4.1 颜值经济兴起，医美市场快速扩容	10
4.2 快速完成光电医美产品布局，冷拉提上市后持续高增	11
5 盈利预测与投资建议	12
5.1 盈利预测	12
5.2 投资建议	13
6 风险提示	13

图表目录

图表 1: 公司发展历程	3
图表 2: 普门科技股权结构图	3
图表 3: 2019-2023 年营业收入及增速	4
图表 4: 2019-2023 归母净利润及增速	4
图表 5: 体外诊断业务、治疗与康复业务收入及增速	4
图表 6: 公司收入结构	4
图表 7: 公司分业务毛利率	4
图表 8: 公司期间费用率	4
图表 9: 公司境外收入及占比情况	5
图表 10: 2015-2025 年中国化学发光行业市场规模及增速	5
图表 11: 2019 年中国化学发光免疫诊断行业竞争格局	5
图表 12: 三大化学发光常用技术对比	6
图表 13: 公司与同行电化学发光仪器对比	6
图表 14: 普门科技 eCL9000 产品示意图	7
图表 15: 普门科技 eCL9000 四模块生产线	7
图表 16: 公司体外诊断试剂销量及收入	8
图表 17: 公司体外诊断仪器销量及收入	8
图表 18: 康复器械市场规模（亿元）	9
图表 19: 公司光子治疗仪图示	9
图表 20: 公司光子治疗仪销售状况	9
图表 21: 公司光子治疗仪在各级医院装机情况	9
图表 22: 八大康复治疗解决方案	9
图表 23: 中国医美器械行业市场规模分布	10
图表 24: 中国医美器械市场规模	10
图表 25: 医美器械分布	10
图表 26: 光电医美市场规模	10
图表 27: 普门科技“超脉冲转换阀”10 项专利	11
图表 28: 公司 MM 光产品图	11
图表 29: 公司超声 V 拉美产品图	11
图表 30: 公司业绩拆分预测表	12
图表 31: 可比公司估值表	13
图表 32: 财务预测摘要	15

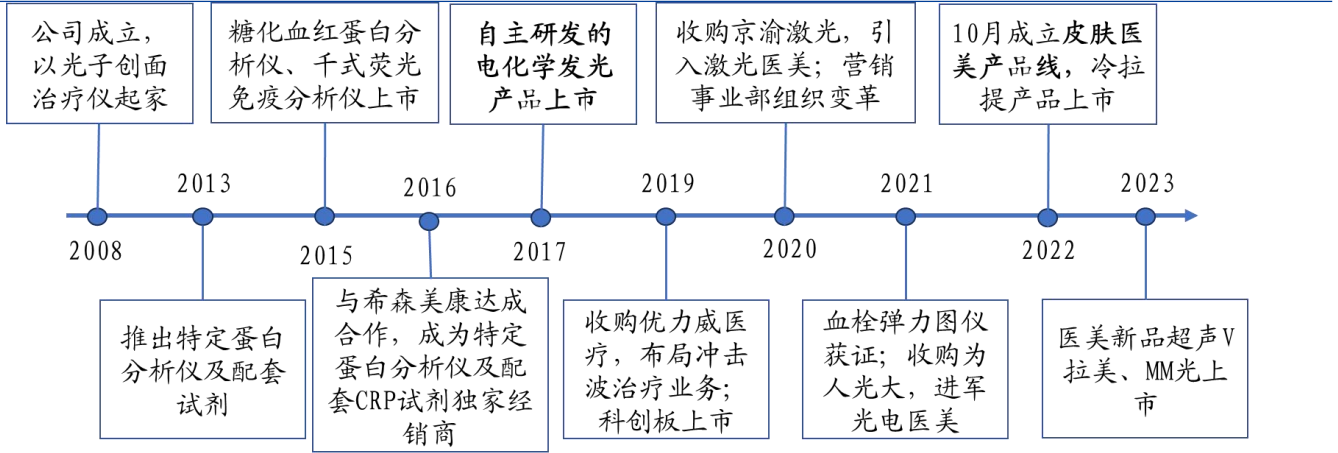


1 体外诊断、康复医美双驱，电化学发光国产先行者

1.1 深耕行业近二十载，IVD+康复医美布局丰富

体外诊断、治疗康复双驱，电化学发光国产先行者。普门科技成立于2008年，2019年11月登陆科创板上市，以光子创面治疗仪起家，主营治疗与康复产品和体外诊断类设备及配套试剂的研发、生产及销售业务。2017年，公司自主研发的电化学发光产品上市，破了国外巨头的垄断，为国内电化学发光的国产领军者。2020年开始，公司凭借光子创面治疗领域的积累拓展布局医美领域，形成以激光治疗系列产品为核心的皮肤医美整体解决方案，现已成为IVD+康复医美双驱的平台型公司。

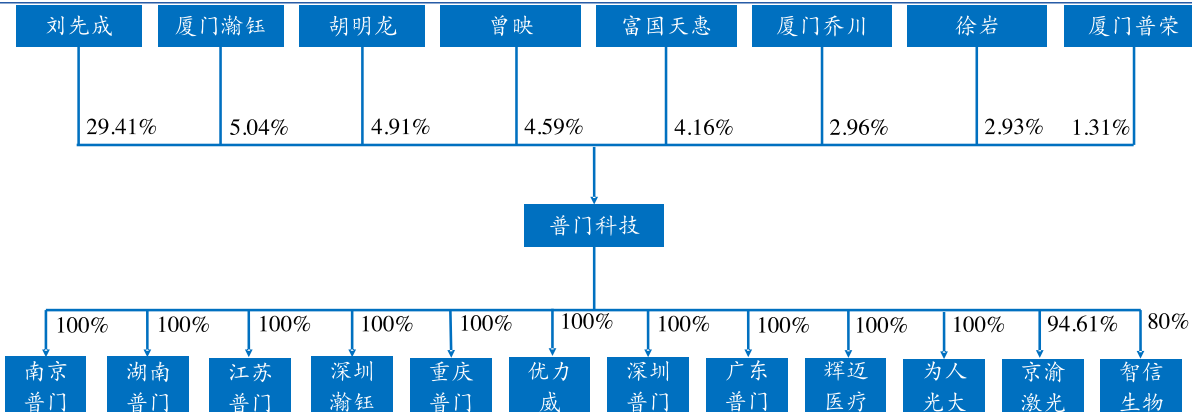
图表 1: 公司发展历程



数据来源：公司招股书，体外诊断网，普门科技公众号，华夏小康网，华福证券研究所

股权结构稳定，子公司各司其职。董事长刘先成为实际控制人，截止2024年5月28日 iFind 数据，刘先成先生持有公司 29.41% 的股份，具有绝对控制权。公司前十大股东持股比例达 60.12%，股权较为集中。普门科技拥有子公司十余家，其中深圳普门信息负责软件研发和销售企业，为公司的治疗与康复产品、体外诊断产品提供配套软件，重庆普门为西南区域研发中心，深圳优力威为冲击波疼痛治疗产品提供研发、生产和销售服务，控股子公司重庆京渝和为人光大主要开展激光医疗、激光美容的设备研制和销售。

图表 2: 普门科技股权结构图

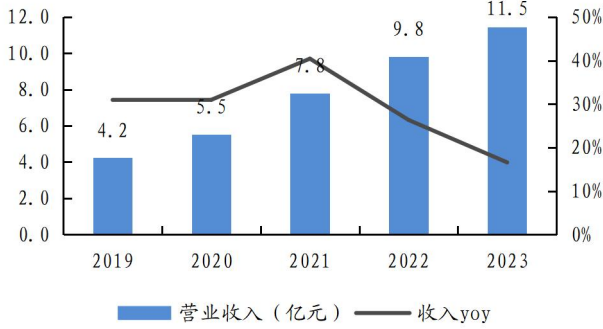


数据来源：iFind，华福证券研究所

1.2 业绩持续高增，光电医美打开第二增长曲线

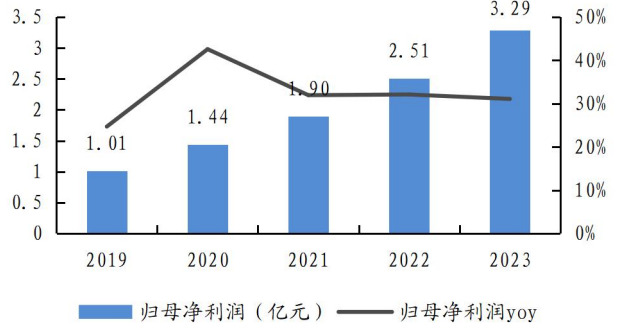
IVD+康复医美双驱，业绩持续高增，归母净利润 CAGR 达 34%。得益于 IVD、康复医美产品线布局陆续完善，公司业绩稳步增长，2023 年实现营收 11.46 亿元，同比增长 16.58%，归母净利润 3.29 亿元，同比增长 31%，2019-2023 年营收 CAGR 达 28.3%，归母净利润 CAGR 达 34%。其中，体外诊断业务收入 23 年占比 72%，同比增长 10.7%；治疗与康复占营收比 26.5%，同比增长 34%。

图表 3: 2019-2023 年营业收入及增速



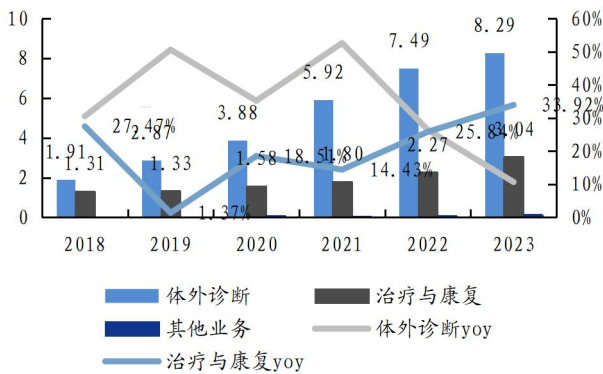
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 4: 2019-2023 归母净利润及增速



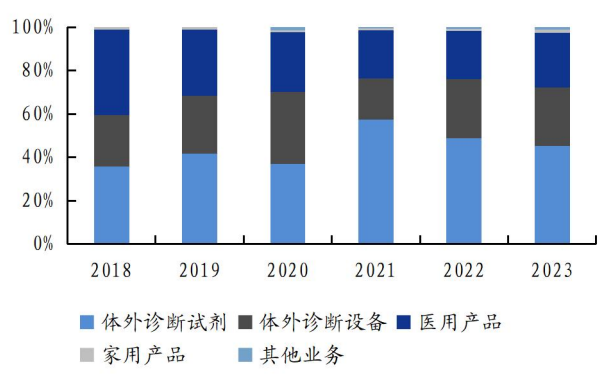
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 5: 体外诊断业务、治疗与康复业务收入及增速



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 6: 公司收入结构

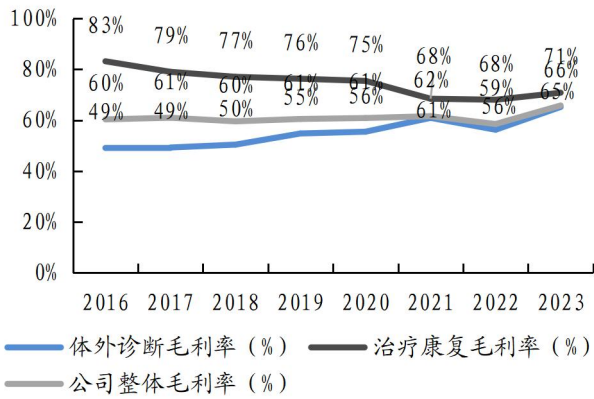


数据来源: iFind, 华福证券研究所

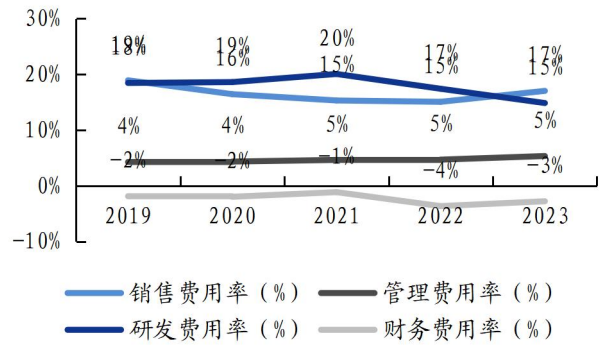
高毛利业务增长叠加试剂上量推动整体毛利率上行，期间费用相对稳定。2016-2023 公司毛利率维持在 60%左右，体外诊断板块试剂上量叠加康复医美业务高毛利，推动整体毛利率上行，2023 年毛利率达 65.8%。期间费用率整体保持稳定，2018-2023 年公司净利率基本稳定在 25%左右，后续随规模效应，盈利能力有望进一步优化。

图表 7: 公司分业务毛利率

图表 8: 公司期间费用率



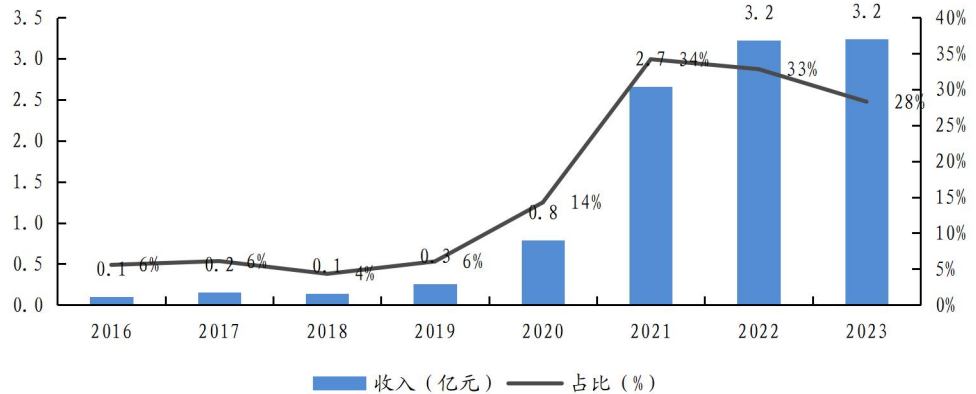
数据来源: iFind, 华福证券研究所



数据来源: Wind, 华福证券研究所

强产品实力打开海外市场，海外收入占比近 30%。自上市以来，公司强产品实力带动产品打入海外大市场，境外收入从 2016 年的 973 万增长到 2023 年的 3.2 亿，对应 CAGR 达 65%，占总营业收入比由 6% 增长至 28%，持续高速增长。

图表 9: 公司境外收入及占比情况



数据来源: ifind, 华福证券研究所

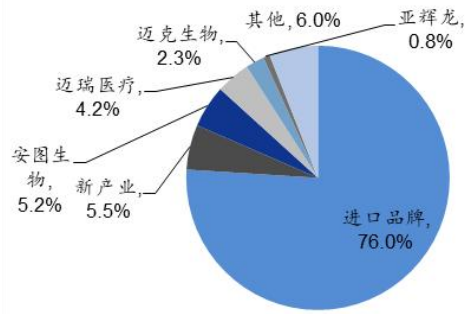
2 IVD 业务: 电化学发光国产领军者，糖化打开出海大空间

2.1 化学发光: 400 亿大市场，国产替代空间广阔

化学发光 400 亿大市场，国产替代空间广阔。化学发光为免疫诊断的一种主流技术，其利用抗原抗体之间的特异性反应来测定体内疾病标志物浓度，具有高灵敏度、线性范围宽、测量时间短、稳定性好、安全性高和应用范围广等优势。根据观研天下，2023 年我国化学发光市场规模已达 471 亿元，同比增速高达 20%。但由于技术壁垒高，2021 年化学发光市场外资企业占比超过 80%，随着国产陆续实现技术、产能突破，有望凭借性价比优势实现国产替代。

图表 10: 2015-2025 年中国化学发光行业市场规模及增速

图表 11: 2019 年中国化学发光免疫诊断行业竞争格局



数据来源：观研天下，华福证券研究所

数据来源：观研天下，华福证券研究所

化学发光可分为电化学发光、直接化学发光和酶促化学发光，电化学发光为第三代技术。电化学发光反应体系可充分混匀；发光时间长、发光强度大、启停可控、光信号分布均匀；可重复使用，被认为是第三代技术。目前电化学发光技术路线以罗氏、普门科技为代表，直接发光技术以雅培、西门子（吡啶酯）、新产业、索林（异鲁米诺）为代表，酶促化学发光以丹纳赫、西门子、迈瑞医疗（AMPPD）、安图生物、迈克、科美（鲁米诺及其衍生物）等为代表。

图表 12: 三大化学发光常用技术对比

	电化学发光	直接化学发光		间接（酶促化学）发光	
原理	电化学发光是指通过施加一定的电压启动电极表面的发光剂进行电化学反应产生光信号，通过对发光强度的检测进行定量检测。	用化学发光剂直接标记抗体（抗原），与待测样品中的对于抗原（抗体）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进行定量检测。		用特定的酶作标记物，通过标记酶所催化产生的产物作用于发光物质，产生化学发光，通过对发光强度的检测进行定量检测。	
标记物	三联吡啶钉	吡啶酯	异鲁米诺	辣根过氧化物酶（HRP）	碱性磷酸酶（ALP）
底物	三丙胺	氢氧化钠-过氧化氢		鲁米诺及其衍生物	AMPPD
最大波长	620nm	425nm	430nm	425nm	470nm
优点	反应体系可充分混匀；发光时间长、发光强度大、启停可控、光信号分布均匀；可重复使用	发光体系简单，可快速完成发光；一次性使用可避免交叉污染		酶的灵敏性高，稳定性较好；一次性使用可避免交叉污染	
缺点	反复使用存在交叉污染的风险	反应体系不能预先混匀；吡啶酯、异鲁米诺在缓冲液中不稳定，容易水解；发光时间短、发光强度弱、启停不可控、光信号分布不均匀		反应体系不能预先混匀；激发时间较长；标记过程中可能遮掩抗体反应位点；发光时间短、发光强度弱、启停不可控、光信号分布不均匀	
主要厂家	罗氏、普门科技	雅培、西门子	新产业、索林	安图生物、迈克生物	丹纳赫、西门子、迈瑞医疗

数据来源：德晟材料公司官网，普门科技招股书，陆龙飞等《化学发光免疫分析法研究进展》，华福证券研究所

2.2 公司电化学发光仪器性能优秀，糖化出海空间可期

小发光：仪器性能对标罗氏，性价比优势突出。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，于2017年成为全球第二家、国产首家推出电化学发光免疫分析系统的公司，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。公司化学发光仪器性能在抗干扰性和特异性方面等主要指标比肩罗氏，性价比优势突出。

图表 13: 公司与同行电化学发光仪器对比



项目	普门科技	Roche	新产业	迈瑞医疗
型号	eCL8000	Cobas e411	MGALUMI900	CL-900i
技术路线	电化学发光	电化学发光	直接化学发光	酶促发光
处理位	30	30	40	50
试剂位	10	18	9	15
敏感性	0.01ng/mL	0.02ng/mL	0.13ng/mL	0.02ng/mL
特异性	以下物质所示的浓度不影响测量结果 人降钙素: 20ng/mL; 人钙抑肽: 50ng/mL; α-CGRP: 20 μg/mL; β-CGRP: 20 μg/mL	以下物质所示的浓度不影响测量结果 人降钙素: 10ng/ml; 人钙抑肽: 30ng/ml; α-CGRP: 10 μg/ml; β-CGRP: 10 μg/ml	当人降钙素的浓度20ng/ml时, 检测结果PCT 应<1 ng/ml。	以下物质所示的浓度不影响测量结果 人降钙素: 10ng/mL; 人钙抑肽: 30 ng/mL; α-CGRP: 10 μg/mL; β-CGRP: 10 μg/mL
抗干扰	以下物质的浓度不干扰测量结果(测定结果的干扰偏差在±10%范围内) 甘油三酯: 20mg/mL; 胆红素: 300 μg/mL; 血红蛋白: 7mg/mL; 生物素: 15ng/mL; 总蛋白: 20mg/mL; 类风湿因子: 2000IU/mL; HAMA: 289.44ng/mL	以下物质的浓度不干扰测量结果 胆红素: 250g/mL; 血红蛋白9mg/mL; 脂肪乳剂: 15mg/mL; 生物素: 30ng/mL; 类风湿因子: 150IU/mL	非常高的HAMA血清浓度可能影响结果	以下物质的浓度不干扰测量结果(测定结果的干扰偏差在±10%范围内) 甘油三酯: 3 mg/mL; 胆红素: 50μg/mL; 血红蛋白: 0.5mg/mL; 总蛋白: 10mg/mL; 以下物质的浓度不干扰测量结果(测定结果的干扰偏差在±15%范围内)类风湿因子: 1500IU/mL
检测准确率	回收率在 90%-110% 范围内	未披露	回收率在 90%-110% 范围内	未披露
稳定性	未开封试剂于 2-8°C 保存可保存一年; 开封后置于 2-8°C, 可保存 4 周	未开封试剂于 2-8°C 保存可保存一年; 开封后置于 2-8°C, 可保存 12 周	未开封试剂于 2-8°C 保存可保存一年; 开封后置于 2-8°C, 可保存 4 周	未开封试剂于 2-8°C 保存可保存一年; 开封后置于 2-8°C, 可保存 4 周
校准有效期	28 天	28 天	14 天	28 天
检测时间	18 分钟	18 分钟	15 分钟	未披露
终端销售医疗机构类型	各级医院的门急诊、检验科	各级医院的门急诊、检验科	各级医院的门急诊、检验科	各级医院的门急诊、检验科

数据来源: 普门科技招股书, 相关产品的医疗器械注册证, 产品说明书, 官方网站介绍, 华福证券研究所

大发光: 22年 eCL9000 上市, 完成大小发光仪器全覆盖。2022年1月28日普门科技高速电化学发光免疫分析仪 eCL9000 系列产品获批。eCL9000 采用三联吡啶钌直接电化学发光法, 通过一次性 TIP 头提高检测精度和准确性, 急诊项目最快 10 分钟出结果。此外, eCL9000 仪器采用模块化的设计, 当医院检测项目需求扩大时, 可以通过轨道连接、模块串联的方式, 最高可以串联 4 个模块, 达到 1200 速/小时, 多台仪器同时运行, 既能扩大检测通量, 也能处理不同的检测项目, 形成自动化免疫检测流水线。

图表 14: 普门科技 eCL9000 产品示意图

图表 15: 普门科技 eCL9000 四模块生产线



数据来源：公司官网，华福证券研究所

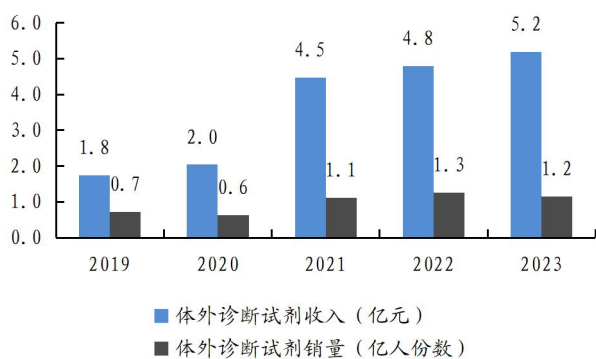


数据来源：公司官网，华福证券研究所

除化学发光外，公司同时布局特定蛋白、糖化蛋白等 IVD 赛道，向平台型 IVD 企业迈进。特定蛋白领域：公司特定蛋白分析仪 PA-990 检测速度可达 180 测试/小时，自动化程度高、灵敏度高、重复性好，性能行业领先。糖化血红蛋白领域：公司突破关键核心技术——层析介质生产的壁垒，实现了糖化血红蛋白检测“芯片”的国产化，开发出双检测模式血红蛋白分析仪，获得国际市场较高认可，2020 年开始了与海外发达国家的 ODM 合作，布局海外广阔市场。

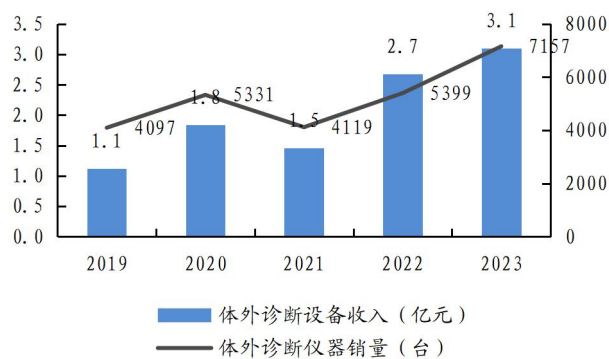
仪器稳步增长，带动试剂上量趋势明显。自公司大小发光、糖化等体外诊断产品上市以来，凭借优良的性能及性价比优势，实现快速装机放量，2023 年实现装机量 7157 台，同比增长达 32.6%。同时，由于公司发光仪器设备与试剂采用封闭系统，近年来试剂上量趋势已逐步显现，有望持续推动收入、盈利能力提升。

图表 16：公司体外诊断试剂销量及收入



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 17：公司体外诊断仪器销量及收入



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3 康复器械大市场，公司打造齐全产品方案

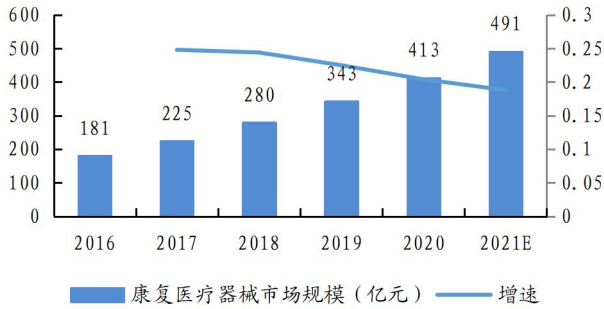
人口老龄化+健康意识提升，康复器械市场空间广阔。康复医疗以恢复功能为目的、以功能障碍为医疗主体，通过物理治疗、言语治疗等方式重建人的功能障碍，与临床医学相辅相成。近年来康复医疗器械市场规模扩张迅速，根据沙利文数据，我国康复医疗器械市场规模从 2016 年的 181 亿元增长至 2020 年的 413 亿元，CAGR 达 22.9%。

光子治疗仪具备多重优势，发展前景广阔。光子治疗仪对于体表创面有止渗液、



促进肉芽组织生长、加速愈合的作用，同时能够消炎镇痛。该产品在众多临床内外科需求广阔，包括创面手术伤口愈合治疗、创面感染的预防治疗、糖尿病溃疡创面治疗等。光子治疗仪为公司拳头产品，自 2008 年上市以来，逐步奠定市场认可度，终端装机用户包括中国人民解放军总医院、北京安贞医院、中国人民解放军空军军医大学西京医院等知名医院，并陆续开始向基层医疗机构普及，销量持续快速增长。

图表 18: 康复器械市场规模 (亿元)



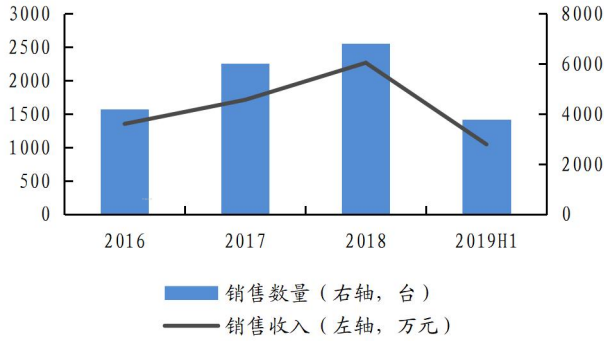
数据来源: Frost & Sullivan, 中商产业研究院, 华福证券研究所

图表 19: 公司光子治疗仪图示



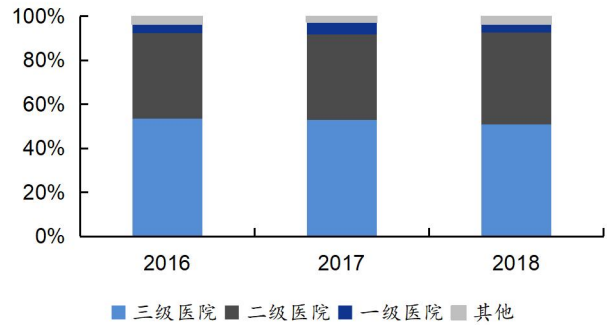
数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 20: 公司光子治疗仪销售状况



数据来源: 普门科技招股书, 华福证券研究所

图表 21: 公司光子治疗仪在各级医院装机情况



数据来源: 普门科技招股书, 华福证券研究所

除光子治疗外，公司已建立起八大康复与治疗解决方案，全方位满足患者多元化需求。目前公司形成了以光子治疗仪为核心产品，并结合多功能清创仪、空气波压力治疗仪、高频振动排痰仪、脉冲磁治疗仪、红外治疗仪等产品，覆盖皮肤病、创面治疗、血栓预防、疼痛治疗、皮肤治疗、加速康复、糖尿病和慢创人群、呼吸病人群与等不同市炎症、疼痛人群适宜技术方案八大康复治疗解决方案，极大地满足了患者的多元化需求，打造康复器械一体化解决方案。此外，公司于 2022 年 7 月收购智信生物拓展内窥镜布局（已有多款一次性内镜上市），进一步丰富并完善康复产品线。

图表 22: 八大康复治疗解决方案



治疗与康复解决方案	使用仪器	应用医疗科室
创面治疗解决方案	多功能清创仪、光子治疗仪、负压机及一次性负压引流辅料套装	创面治疗中心、换药中心、外科、骨科、内分泌科、急诊科
血栓预防解决方案	空气压力波治疗仪、康复治疗工作站	手术室、重症监护室、呼吸科、内科、外科、骨科、妇产科
疼痛治疗解决方案	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	康复科、老年科、疼痛科、骨科、外科、内科、妇产科
皮肤病治疗解决方案	光子治疗仪、紫外治疗仪、红外治疗仪、光子冷凝胶、医用冷敷贴	皮肤科、整形美容科
加速康复整体解决方案	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、升温毯、空气波压力治疗仪、高频振动排痰仪、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	手术室、重症监护室、外科、骨科、内科、妇产科、急诊科
糖尿病和慢创人群适宜技术方案	糖化血红蛋白分析仪、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	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
呼吸病人群适宜技术方案	高频振动排痰仪、红外治疗仪、中频干扰电治疗仪	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
炎症、疼痛人群适宜技术方案	特定蛋白分析仪、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	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

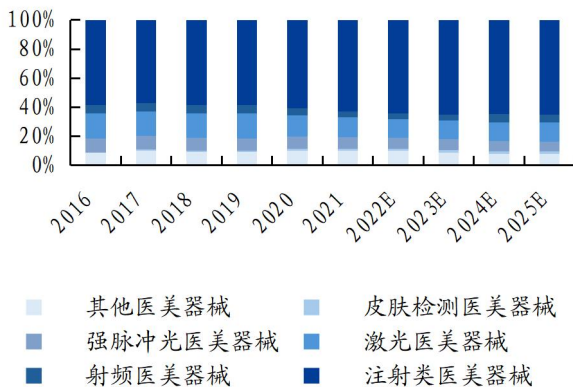
数据来源：普门科技招股书，华福证券研究所

4 医美市场持续高增，公司已完成光电医美成熟布局

4.1 颜值经济兴起，医美市场快速扩容

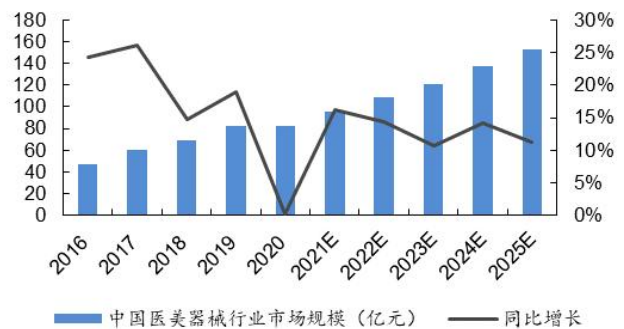
中国医美器械行业增长迅速，光电医美器械占据重要市场份额。伴随着颜值经济的崛起，医美市场规模快速发展，2016-2021年中国医美器械行业的市场规模由47.5亿元增长至95.4亿元，预计到2025年有望达到153.3亿元。光电医美器械是将激光或射频等光电技术作用于皮肤表层和皮下组织，达到紧致皮肤、改善肤质、治疗痤疮、痘印、脱毛等功效的非手术类面部提升设备。由于光电美容流程快捷、效果明显、安全持久，当前市场规模正保持高速增长态势，市场规模从2016年的93.6亿元增长到2019年215.0亿元，CAGR达31.94%。

图表 23：中国医美器械行业市场规模分布



数据来源：亿渡数据，智研咨询，华福证券研究所

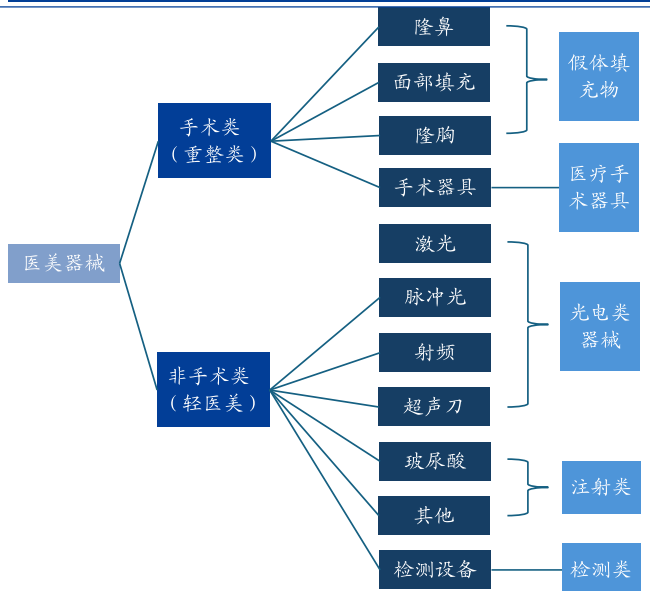
图表 24：中国医美器械市场规模



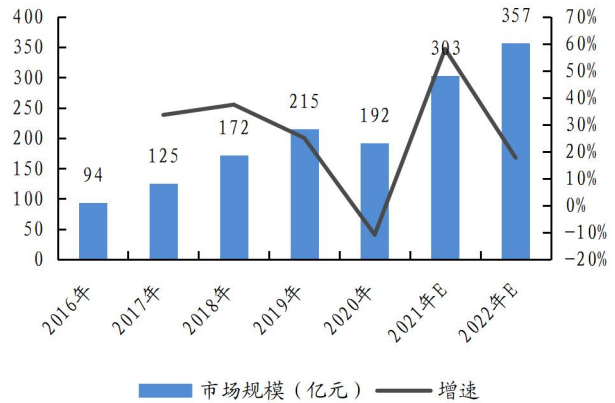
数据来源：亿渡数据，智研咨询，华福证券研究所

图表 25：医美器械分布

图表 26：光电医美市场规模



数据来源：亿渡数据，华福证券研究所

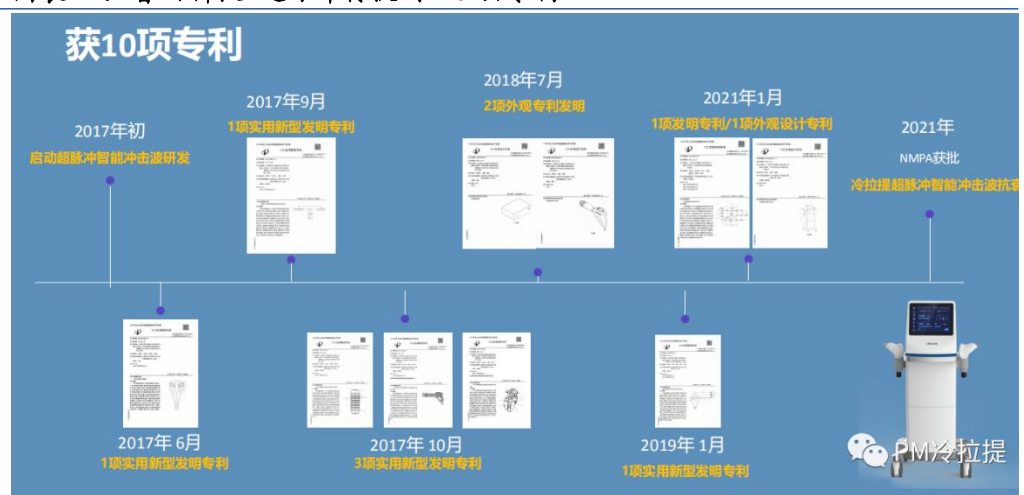


数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

4.2 快速完成光电医美产品布局，冷拉提上市后持续高增

“普门科技+京渝激光+为人光大”，打造光电医美全产品线。公司2020年11月收购激光医美公司重庆京渝、2021年6月投资光电医美公司为人光大，快速切入医美赛道，布局强脉冲光治疗仪、半导体激光治疗仪、脉冲光治疗仪、Nd:YAG激光治疗机等医美产品。2021年，公司历经5年研发的修复医美产品冷拉提上市，拥有超过10项专利，冷拉提上市推动医美产品线进一步丰富完善，上市后业绩持续高增。

图表 27: 普门科技“超脉冲转换阀”10项专利



数据来源：PM冷拉提公众号，华福证券研究所

23年V拉美、MM光新品上市，抗衰+修复+美白放量组合拳成型。2023年公司成立普门科技旗下专注医疗美容领域的子品牌普门美学品牌，同时随着主打抗衰的V拉美、主打美白的MM光新品上市，提供美学全生态解决方案，抗衰+修复+美白三大放量组合拳成型。

图表 28: 公司 MM 光产品图

图表 29: 公司超声 V 拉美产品图



数据来源：普门科技微信公众号，华福证券研究所



数据来源：医美行业观察公众号，华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 基于前文对电化学发光产品、糖化血红蛋白产品未来市场规模的分析，我们判断公司体外检测产品未来三年将保持高速增长的态势，我们假设 2024-2026 年营收增幅分别为 26%、28%、27%。毛利率方面考虑到高毛利的试剂增速较快，预计未来公司体外诊断产品线毛利率将呈上升趋势，我们预计 2024-2026 年体外诊断业务的毛利率分别为 66%/66%/67%。

(2) 基于前文对光子治疗仪产品未来市场规模的分析，我们预计治疗与康复业务未来三年将呈现增长态势，我们假设 2024-2026 年营收增速分别为 20%、20%、20%。毛利率方面，我们预计医美业务的毛利率有望保持相对稳定，我们预计 2024-2026 年治疗与康复业务的毛利率分别为 70%/70%/70%。

(3) 基于前文对医美产品线布局的完善及行业未来市场规模的分析，我们预计医美业务未来三年将呈现增长态势，我们假设 2024-2026 年营收增速分别为 50%、45%、45%。毛利率方面，我们预计治疗与康复业务的毛利率有望保持相对稳定，我们预计 2024-2026 年医美业务的毛利率分别为 70%/70%/70%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 14.4 亿、18.5 亿、23.6 亿元，对应同比增速分别为 26%、28%、28%，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.2 亿、5.4 亿、7.0 亿元，增速分别为 29%、28%、31%。

图表 30：公司业绩拆分预测表



产品结构 (百万元)	2019	2020	2021	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	423	554	778	983	1146	1441	1846	2360
yoy	31%	31%	40%	26%	17%	26%	28%	28%
毛利率				59%	66%	67%	67%	68%
体外诊断	287	388	592	749	829	1040	1332	1693
yoy	51%	35%	53%	26%	11%	26%	28%	27%
占比	68%	70%	76%	76%	72%	72%	72%	72%
毛利率	55%	56%	61%	56%	65%	66%	66%	67%
治疗与康复 (不断丰富产品)	133	158	180	168	210	252	303	363
yoy	1%	19%	14%	-7%	25%	20%	20%	20%
毛利率	76%	75%	68%	68%	71%	70%	70%	70%
占比				17%	18%	18%	16%	15%
医美产品 (冷拉提+光电设备)				59	94	141	204	296
yoy						50%	45%	45%
毛利率				68%	71%	70%	70%	70%
其他	2	8	5	7	13	7	7	7
毛利率				-11%	-17%	3%	3%	3%

数据来源: Wind, 华福证券研究所

5.2 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 14.4 亿、18.5 亿、23.6 亿元，对应同比增速分别为 26%、28%、28%，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.2 亿、5.4 亿、6.9 亿元，增速分别为 29%、28%、28%。采用可比公司估值法，我们选取 4 家体外诊断领域上市公司迈瑞医疗、安图生物、新产业、亚辉龙；治疗与康复领域上市公司翔宇医疗；医美领域上市公司昊海生科作为可比公司。2024 年可比公司的平均 PE 为 25.1 倍，考虑到普门科技康复医美+体外诊断双驱，两大业务板块均有较高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31: 可比公司估值表

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
迈瑞医疗	3517.8	290.1	139.6	168.0	201.3	25.2	20.9	17.5
安图生物	300.7	51.3	15.4	18.9	22.9	19.5	16.0	13.1
新产业	594.9	75.7	20.8	26.5	33.4	28.6	22.5	17.8
亚辉龙	138.3	24.3	4.8	6.4	8.2	29.1	21.8	16.9
翔宇医疗	57.5	36.0	2.8	3.5	4.2	20.8	16.7	13.7
昊海生科	143.3	94.8	5.2	6.5	7.8	27.3	21.9	18.5
PE均值						25.1	20.0	16.2
普门科技	81.8	19.1	4.2	5.4	6.9	19.3	15.2	11.8

数据来源: iFind, 华福证券研究所; 注: 可比公司估值来自 iFind 一致预期, 数据截止 2024 年 5 月 31 日收盘价

6 风险提示

IVD 领域集采中标情况不及预期的风险。公司的主营业务 IVD 领域集采持续扩面深化，若公司的产品在集采中中标情况不及预期，则可能拖累板块表现。

医美、IVD 行业竞争格局恶化的风险。当前医美、IVD 产品市场竞争者数量持



续增加，若行业竞争格局恶化，则可能对公司业务产生不利影响。

医美产品推广不及预期的风险。考虑到公司医美产品仍处在快速放量导入期，若市场推广不及预期，则可能拖累板块的增速。



图表 32: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,310	1,441	1,846	2,360
应收票据及账款	165	197	239	299
预付账款	8	7	9	11
存货	144	164	188	260
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	30	14	18	24
流动资产合计	1,656	1,824	2,301	2,954
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	245	251	256	261
在建工程	208	293	328	363
无形资产	96	89	83	77
商誉	51	51	51	51
其他非流动资产	76	72	73	74
非流动资产合计	675	755	791	826
资产合计	2,331	2,579	3,092	3,780
短期借款	240	121	50	35
应付票据及账款	99	120	154	196
预收款项	0	0	0	0
合同负债	42	26	33	42
其他应付款	30	30	30	30
其他流动负债	114	93	101	117
流动负债合计	525	390	368	421
长期借款	0	80	180	260
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	88	188	268
负债合计	534	479	557	690
归属母公司所有者权益	1,797	2,099	2,535	3,089
少数股东权益	1	1	1	1
所有者权益合计	1,798	2,100	2,535	3,090
负债和股东权益	2,331	2,579	3,092	3,780

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	304	384	532	636
现金收益	324	432	555	710
存货影响	-1	-20	-24	-72
经营性应收影响	-34	-31	-44	-62
经营性应付影响	35	21	34	42
其他影响	-20	-17	11	19
投资活动现金流	-60	-119	-69	-68
资本支出	-50	-118	-69	-68
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-10	-1	0	0
融资活动现金流	103	-134	-57	-55
借款增加	108	-39	28	66
股利及利息支付	-103	-114	-147	-181
股东融资	120	0	0	0
其他影响	-22	18	62	60

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,146	1,441	1,846	2,360
营业成本	392	478	607	766
税金及附加	13	14	18	24
销售费用	195	238	301	378
管理费用	61	68	79	101
研发费用	170	238	305	389
财务费用	-32	-25	-19	-15
信用减值损失	-4	0	0	0
资产减值损失	-37	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	39	25	25	25
营业利润	345	455	580	742
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	345	455	580	742
所得税	17	32	41	52
净利润	327	423	539	690
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	329	423	539	690
EPS (按最新股本摊薄)	0.77	0.99	1.26	1.61

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	16.5%	25.7%	28.2%	27.8%
EBIT 增长率	41.7%	37.4%	30.5%	29.7%
归母公司净利润增长率	30.7%	28.7%	27.5%	28.1%
获利能力				
毛利率	65.8%	66.8%	67.1%	67.6%
净利率	28.6%	29.4%	29.2%	29.3%
ROE	18.3%	20.1%	21.3%	22.3%
ROIC	16.3%	19.6%	21.1%	22.2%
偿债能力				
资产负债率	22.9%	18.6%	18.0%	18.2%
流动比率	3.2	4.7	6.3	7.0
速动比率	2.9	4.3	5.7	6.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	41	45	43	41
存货周转天数	131	116	104	105
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	0.99	1.26	1.61
每股经营现金流	0.71	0.90	1.24	1.49
每股净资产	4.20	4.90	5.92	7.22
估值比率				
P/E	25	19	15	12
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	37	27	21	16

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn