



24 年业绩符合预期，海外增速稳健

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年报, 24 年实现营收 11.5 亿元 (+0.2%), 实现归母净利润 3.5 亿元 (+5.1%), 实现扣非归母 3.3 亿元 (+4.7%)。24 年业绩符合预期, 海外增速稳健。
- **24 年业绩符合预期, 海外增速稳健。** 分季度看, 2024Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 3.1/2.8/2.7/2.9 元 (+10.1%/+1.3%/+6.5%/-13.5%), 单季度归母净利润分别为 1.1/0.65/0.9/0.9 亿元 (+21.7%/+39.3%/+21.5%/-28.9%)。整体来看, 国际业务增速快于国内, 其中海外糖化增速较高。24/9 月开始上市流水线, 助力 IVD 板块业务增长。治疗与康复业务收入-27.7%, 其中临床医疗下滑较大, 与医疗反腐和招投标放缓有关, 皮肤医美公立医院市场亦受到反腐及招投标放缓影响, 民营医院不受影响, 未来看点主要来自新拓客和产品升级。从盈利能力来看, 24 年净利润增速高于收入增速, 毛利率显著提升至 67.2% (+1.4pp), 因为 1) 产品结构优化, 试剂产出占比提高, 试剂毛利较高; 2) 糖化和特定蛋白试剂的毛利率通过自产效率提升, 也均有所提升。
- **IVD 加注高通量仪器推出流水线, 医美业务持续高增。** 1) IVD 系列产品基于电化学发光免疫分析检测平台, 公司推出全自动电化学发光免疫分析系统 LifoLas 8000 和全实验室自动化流水线 LifoLas 9000, 同时突破性采用小分子夹心法技术开展电化学发光免疫诊断试剂项目研发。同时在糖化方面的布局, 公司完成了 H9、H100、H100Plus 三款机型性能的全面升级, 更好地助力糖尿病的快速、准确诊断和监测; 2) **治疗与康复产品线**围绕临床医疗、皮肤医美两大产品线, 在临床医疗产品线, 公司基于全院智慧化 VTE 防治系统、创面修复与治疗、呼吸重症、围手术期、疼痛康复与治疗等平台, 根据市场需求和技术发展对现有产品进行迭代升级, 在皮肤医美产品线方面, 超声炮三类证正在取证中; 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。公司在小红书、抖音等主流新媒体平台和天猫、京东电商平台推广产品和品牌。
- **有序推进研发生产基地建设, 完善产业规划布局。** 公司陆续在深圳龙华区、东莞松山湖、重庆高新技术产业开发区、南京雨花台软件谷以及湖南浏阳高新区布局建设研发和制造基地, 以支撑公司未来创新研发和规模化制造的场地需求。
- **盈利预测:** 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 4.1、4.7、5.5 亿元, 对应 PE 为 14、13、11 倍。
- **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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1148.04	1372.35	1631.42	1946.99
增长率	0.20%	19.54%	18.88%	19.34%
归属母公司净利润 (百万元)	345.39	410.90	468.44	548.19
增长率	5.12%	18.97%	14.00%	17.02%
每股收益 EPS (元)	0.81	0.96	1.09	1.28
净资产收益率 ROE	16.73%	17.28%	16.95%	17.04%
PE	17	14	13	11
PB	2.90	2.50	2.15	1.84

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

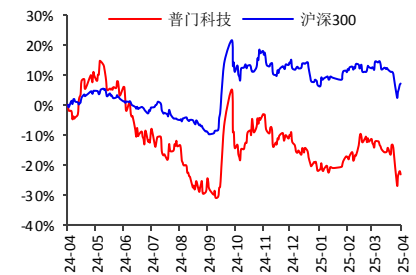
分析师: 陈辰

执业证号: S1250524120002

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)	4.28
52 周内股价区间(元)	12.27-21.10
总市值(亿元)	59.32
总资产(亿元)	28.95
每股净资产(元)	4.79

相关研究

1. 普门科技 (688389): 24H1 短期承压, 毛利率提升明显 (2024-08-30)
2. 普门科技 (688389): 23 年利润端达成股权激励, 盈利能力显著增加 (2024-04-01)

盈利预测

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。海外逐步推出 200 速化学发光中速机，国内糖化高端机器带动糖化业务增速提升。预计 2025-2027 年销量分别上涨 19%、18%、19%，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。由于医保控费及医疗反腐，24 年有所受损，预计 25 年开始有所复苏。预计 2025-2027 年销量将上涨 20%、21%、22%，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 2025-2027 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		2024A	2025E	2026E	2027E
体外诊断类	收入	911	1088	1287	1527
	增速	10.0%	19.4%	18.3%	18.6%
	毛利率	69.7%	69.3%	69.4%	69.5%
治疗与康复类	收入	220	264	320	390
	增速	-27.7%	20.1%	21.1%	21.8%
	毛利率	65.3%	65.9%	65.9%	65.9%
其他业务	收入	17	20	24	30
	增速	31.6%	20.8%	20.0%	25.0%
	毛利率	-43.7%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	1,148	1,372	1,631	1,947
	增速	0.2%	19.5%	18.9%	19.3%
	毛利率	67.2%	67.9%	67.9%	68.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1148.04	1372.35	1631.42	1946.99	净利润	342.96	410.90	468.44	548.19
营业成本	376.47	439.87	523.22	620.34	折旧与摊销	37.07	39.39	42.13	45.13
营业税金及附加	14.44	13.18	15.66	19.47	财务费用	-43.91	-50.00	-49.00	-48.00
销售费用	152.84	198.69	238.43	286.12	资产减值损失	-25.35	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	68.97	86.21	107.77	129.32	经营营运资本变动	-77.14	-74.96	-52.12	-60.96
财务费用	-43.91	-50.00	-49.00	-48.00	其他	62.85	20.56	12.38	29.85
资产减值损失	-25.35	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	296.47	325.90	401.84	494.21
投资收益	0.27	0.00	0.00	0.00	资本支出	-20.22	-70.00	-70.00	-75.00
公允价值变动损益	1.37	0.00	0.00	0.00	其他	-38.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	30.00	30.00	30.00	投资活动现金流净额	-58.74	-70.00	-70.00	-75.00
营业利润	377.68	432.53	493.10	577.04	短期借款	360.00	-100.00	-50.00	-20.00
其他非经营损益	1.75	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	379.43	432.53	493.10	577.04	股权融资	15.10	0.00	0.00	0.00
所得税	36.47	21.63	24.65	28.85	支付股利	-120.30	-69.08	-82.18	-93.69
净利润	342.96	410.90	468.44	548.19	其他	8.17	35.97	49.00	48.00
少数股东损益	-2.43	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	262.97	-133.10	-83.18	-65.69
归属母公司股东净利润	345.39	410.90	468.44	548.19	现金流量净额	508.80	122.79	248.66	353.52
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1723.62	1846.41	2095.07	2448.59	成长能力				
应收和预付款项	198.05	214.14	263.40	314.17	销售收入增长率	0.20%	19.54%	18.88%	19.34%
存货	172.77	201.02	253.75	295.69	营业利润增长率	9.46%	14.52%	14.00%	17.02%
其他流动资产	88.20	91.12	94.50	98.60	净利润增长率	4.72%	19.81%	14.00%	17.02%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	8.69%	13.78%	15.24%	18.09%
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	484.58	528.07	568.83	611.59	毛利率	67.21%	67.95%	67.93%	68.14%
无形资产和开发支出	136.76	124.01	111.25	98.50	三费率	15.50%	17.12%	18.22%	18.87%
其他非流动资产	90.56	90.42	90.29	90.15	净利率	29.87%	29.94%	28.71%	28.16%
资产总计	2894.54	3095.20	3477.09	3957.31	ROE	16.73%	17.28%	16.95%	17.04%
短期借款	600.00	500.00	450.00	430.00	ROA	11.85%	13.28%	13.47%	13.85%
应付和预收款项	183.56	214.94	260.57	306.29	ROIC	36.61%	38.58%	39.71%	42.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.30%	30.74%	29.80%	29.49%
其他负债	61.57	3.05	3.05	3.05	营运能力				
负债合计	845.13	717.99	713.62	739.34	总资产周转率	0.44	0.46	0.50	0.52
股本	428.49	428.49	428.49	428.49	固定资产周转率	3.36	3.02	3.35	3.72
资本公积	627.85	627.85	627.85	627.85	应收账款周转率	6.08	6.58	6.81	6.69
留存收益	980.61	1322.43	1708.69	2163.19	存货周转率	2.15	2.20	2.22	2.22
归属母公司股东权益	2050.96	2378.76	2765.02	3219.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.05%	—	—	—
少数股东权益	-1.56	-1.56	-1.56	-1.56	资本结构				
股东权益合计	2049.41	2377.20	2763.47	3217.96	资产负债率	29.20%	23.20%	20.52%	18.68%
负债和股东权益合计	2894.54	3095.20	3477.09	3957.31	带息债务/总负债	71.00%	69.64%	63.06%	58.16%
					流动比率	2.59	3.29	3.81	4.29
					速动比率	2.39	3.01	3.45	3.89
					股利支付率	34.83%	16.81%	17.54%	17.09%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	370.83	421.92	486.23	574.17	每股收益	0.81	0.96	1.09	1.28
PE	17.19	14.45	12.68	10.83	每股净资产	4.79	5.55	6.45	7.51
PB	2.90	2.50	2.15	1.84	每股经营现金	0.69	0.76	0.94	1.15
PS	5.17	4.33	3.64	3.05	每股股利	0.28	0.16	0.19	0.22
EV/EBITDA	12.55	10.50	8.50	6.54					
股息率	2.03%	1.16%	1.38%	1.58%					

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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn