

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

## IVD&amp;治疗康复齐头并进，光电医美潜力可期

## 报告摘要：

**普门科技：**公司2008年成立之初专注于治疗与康复器械的研发、生产与销售；后于2013年布局体外诊断业务，通过持续产品研发投入，打造核心技术优势，实现体外诊断业务的高速发展；公司又于2020年开始逐步进军皮肤医美行业，2022年进入消费者健康领域，利用自身深厚技术壁垒，叠加不断产品推新与品牌建设，从医疗板块快速切入消费板块。

**体外诊断：**国内电化学发光领先者，IVD奠定公司核心业绩。公司长期深耕体外诊断领域的技术研发，在电化学发光、糖化及特定蛋白检测等领域广泛布局，作为国内第一家电化学发光企业具有明显技术壁垒，在国产替代趋势下实现设备快速装机，进一步带动配套的高毛利试剂销售，并有望在各轮集采中展露不俗表现。

**治疗与康复：**临床医疗发展稳健，消费业务动力充足。

1) **临床医疗：**行业规模稳定增长，持续推新搭建完善产品矩阵。老龄化加剧与居民健康意识加强之下，临床医疗器械市场规模快速增长，公司产品矩阵完备，覆盖多方位治疗需求，公司同时通过并购等方式继续完善产品线，推动业务稳健增长。

2) **皮肤医美：**接力打造核心大单品，成就抗衰设备领导者。通过收购与自研相结合，公司逐步健全皮肤医美管线，重点打造核心大单品“冷拉提”与“超声V拉美”，并持续推动产品技术进阶，实现治疗效果与用户体验感兼备，加之不断强化用户心智与深度绑定下游机构，促进设备快速铺设与长期稳定装机。

3) **消费者健康：**技术先发优势突出，快速推进C端业务进展。公司由B端扩张至C端，在技术层面具备显著的先天优势，产品质量与效果得到充分保障；公司亦不断加强产品推广与品牌建设，新品光子面罩一经推出便获良好反响，公司将继续迭代推新，深化消费者端业务布局。

**投资建议：**公司体外诊断与治疗康复业务双轮发展，光电医美及消费者健康业务潜力十足，持续拉动公司业绩增长。预计公司2023-2025年营业收入分别为12.40/16.09/20.43亿元，归母净利润分别为3.35/4.31/5.51亿元，对应PE分别为28/22/17倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**集采表现不及预期；行业监管政策趋严；消费不及预期；医美新品表现未及预期；业绩预测和估值判断不达预期。

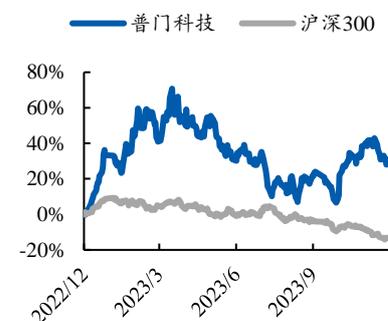
财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	778	983	1,240	1,609	2,043
(+/-)%	40.50%	26.34%	26.18%	29.69%	27.03%
归属母公司净利润	190	251	335	431	551
(+/-)%	32.23%	32.12%	33.19%	28.67%	27.86%
每股收益 (元)	0.45	0.60	0.79	1.01	1.29
市盈率	51.11	29.72	28.41	22.08	17.27
市净率	7.73	5.23	5.36	4.58	3.86
净资产收益率 (%)	16.08%	18.75%	18.87%	20.76%	22.34%
股息收益率 (%)	0.80%	1.06%	1.16%	1.25%	1.34%
总股本 (百万股)	422	422	426	426	426

## 股票数据

2023/12/25

6个月目标价 (元)	--
收盘价 (元)	22.32
12个月股价区间 (元)	17.41~29.80
总市值 (百万元)	9,517.62
总股本 (百万股)	426
A股 (百万股)	426
B股/H股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

## 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	6%	29%
相对收益	-1%	16%	42%

## 相关报告

《康德莱 (603987)：国内穿刺器械龙头，布局医美新一轮成长》

--20231114

## 目录

1.	公司概况：长期专研医疗设备，灵活布局光电医美.....	5
1.1.	公司简介：专注医疗器械研发多年，逐步进军光电医美领域.....	5
1.2.	公司治理：团队经验丰富，股权结构稳定.....	5
1.3.	财务分析：营收增长显著，盈利能力持续优化.....	7
2.	体外诊断：对标国际研发水平，技术为先抢占广阔空间.....	10
2.1.	业务概况：市场空间广阔，公司精准布局.....	10
2.2.	电化学发光：对标行业龙头罗氏，电化学发光成长性十足.....	12
2.3.	糖化：国产品牌领先者，受益广阔血糖检测空间.....	13
2.4.	特定蛋白：技术接近国际先进水平，渠道建设同步推进.....	14
3.	治疗与康复：临床医疗发展稳健，光电医美势能强劲.....	15
3.1.	临床医疗：灵活布局治疗康复领域，持续完善产品矩阵.....	15
3.1.1.	老年群体增多及健康意识提升，治疗康复市场规模增长稳健.....	15
3.1.2.	产品矩阵丰富，满足客户多样化需求.....	16
3.1.3.	收购智信生物，布局一次性内窥镜领域.....	17
3.1.4.	技术壁垒不断加深，收入增长超行业增速.....	17
3.2.	皮肤医美：自研与收购结合，接力打造大单品.....	19
3.2.1.	光电医美应用广阔，市场规模稳步提升.....	19
3.2.2.	医美布局循序渐进，建立完备产品矩阵.....	21
3.2.3.	重点打造核心大单品，兼顾产品效果与用户体验.....	23
3.3.	消费者健康：由 B 端至 C 端，具备先天技术优势.....	25
4.	同业比较.....	25
5.	盈利预测.....	27
6.	风险提示.....	29

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构.....	6
图 3：公司总营收（亿元）.....	7
图 4：分产品类型收入占比.....	8
图 5：分产品类型收入情况（亿元）.....	8
图 6：体外诊断业务分产品收入（亿元）.....	8
图 7：治疗与康复业务分产品收入（亿元）.....	8
图 8：分地区收入情况（亿元）.....	8
图 9：分销售模式收入情况（亿元）.....	8
图 10：公司归母净利润（亿元）.....	9
图 11：公司归母净利率.....	9
图 12：公司综合毛利率.....	9
图 13：分产品线毛利率.....	9
图 14：公司综合费用率.....	10
图 15：公司细分费用率.....	10
图 16：公司存货周转天数（天）.....	10
图 17：公司应收账款周转天数（天）.....	10
图 18：中国体外诊断行业规模及占比.....	11
图 19：中国 2020 年体外诊断市场结构分布.....	11

图 20: 公司体外诊断产品演化线 .....	12
图 21: 公司体外诊断六大技术平台 .....	12
图 22: 体外诊断产品销售量 .....	12
图 23: 体外诊断产品单价 .....	12
图 24: 2022 年我国免疫诊断细分领域市场规模占比 .....	12
图 25: 我国化学发光市场规模 (亿元) .....	12
图 26: 全球及中国成人糖尿病患病率 .....	14
图 27: 全球及中国成人糖尿病患者数量 (亿人) .....	14
图 28: 中国康复医疗器械市场规模 (亿元) .....	15
图 29: 中国康复医疗器械占整体医疗器械比例 .....	15
图 30: 公司治疗与康复产品演化线 .....	16
图 31: 公司治疗与康复产品线分类 .....	16
图 32: 2020 年全球内窥镜市场规模及占比 (亿美元) .....	17
图 33: 2030 年全球内窥镜市场规模预测 (亿美元) .....	17
图 34: 全球一次性内窥镜市场规模 (亿美元) .....	17
图 35: 中国一次性内窥镜市场规模 (亿元) .....	17
图 36: 公司研发人员数量及占比 (人) .....	18
图 37: 公司研发费用及占比 (亿元) .....	18
图 38: 公司治疗与康复产品销量 .....	19
图 39: 公司治疗与康复产品单价 (万元/台) .....	19
图 40: 治疗与康复业务收入 (亿元) .....	19
图 41: 治疗与康复分类型收入 (百万元) .....	19
图 42: 光电器械不同能量作用层次 .....	20
图 43: 2021 年消费规模最大的医美项目 .....	21
图 44: 2021 年体验各类医美抗衰项目的比例 .....	21
图 45: 全球光电医美器械市场规模 (亿美元) .....	21
图 46: 中国光电医美器械市场规模 (亿美元) .....	21
图 47: 公司医美业务线建设历程 .....	22
图 48: 重庆京渝发展历程 .....	22
图 49: 公司收购为人光大所获得专利 .....	22
图 50: 公司消费者健康板块主要产品 .....	25
图 51: 公司自主运营的电商平台 .....	25
图 52: 公司光子面罩获良好反响 .....	25
图 53: 可比公司毛利率对比 .....	26
图 54: 可比公司归母净利率对比 .....	26
图 55: 可比公司综合费用率对比 .....	26
图 56: 可比公司 ROE 对比 .....	26
图 57: 可比公司销售费用率对比 .....	26
图 58: 可比公司管理费用率对比 .....	26
图 59: 可比公司研发费用率对比 .....	27
图 60: 可比公司财务费用率对比 .....	27
表 1: 公司业务分类 .....	5
表 2: 公司管理层简介 .....	6
表 3: 公司持股平台 .....	6
表 4: 公司第三次股权激励业绩考核标准 .....	7
表 5: 不同体外诊断方式对比 .....	11
表 6: 三种化学发光方法对比 .....	13
表 7: 公司电化学发光产品与竞品对比 .....	13
表 8: 公司糖化血红蛋白仪与同类对比 .....	14
表 9: 公司特定蛋白仪与同类产品对比 .....	15

---

表 10: 治疗与康复市场主要人群 .....	15
表 11: 公司治疗与康复产品线分为八大系列.....	16
表 12: 光子治疗仪产品对比 .....	18
表 13: 光电医美器械分类 .....	20
表 14: 公司医美产品矩阵 .....	23
表 15: “冷拉提”三种手柄对比 .....	24
表 16: “超声 V 拉美”六大治疗头对比 .....	24
表 17: 公司收入预测 .....	28
表 18: 财务摘要 .....	28

# 1. 公司概况：长期专研医疗设备，灵活布局光电医美

## 1.1. 公司简介：专注医疗器械研发多年，逐步进军光电医美领域

具有多年医疗器械生产销售经验，光电医美成为重点发展方向。普门科技前身普门有限 2008 年成立于深圳，2017 年变更为股份有限公司，后于 2019 年 11 月在科创板上市。公司成立之初主要以治疗与康复业务为主，从 2013 年开始切入体外诊断业务，并逐步成为主要业绩增长来源。后续分别于 2020 和 2021 年收购重庆京渝和为人光大，成功布局激光器械相关产品线，结合自身皮肤科产品，不断扩充光电医美业务，进一步发展成为公司未来重心之一。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东北证券

### 公司业务主要包括治疗与康复产品线和体外诊断产品线：

- 1) 治疗与康复产品线包括：传统的临床诊断需求产品，通过专业化和系统化的治疗技术组合，有效促进疾病治疗与康复的临床疗效；2020 年开始布局的光电医美产品，涵盖原有治疗康复产线的皮肤领域产品、新收购的重庆京渝和为人光大的激光医美产品、收购整合后新注册的产品冷拉提和超声 V 拉美等；2022 年进入的 C 端消费者健康板块。
- 2) 体外诊断产品线包括电化学发光、糖化和特定蛋白检测等板块，广泛应用于医院检验科及临床科室，适用于炎症、甲状腺功能、激素等项目的监测。

表 1：公司业务分类

产品类别	治疗与康复产品线			体外诊断产品线
	临床医疗	皮肤医美	消费者健康	
应用场景	社区卫生服务中心、乡镇卫生院、康复养老机构、诊所、家庭等	医疗机构皮肤科、整形美容科，医美机构等	家庭	医院病房、门诊、急诊、监护室、手术室、社区诊所、家庭等。
主要用途	促进疾病的临床治疗与康复；为创面人群、疼痛人群、老年人群、慢病人群提供家庭治疗与康复。	嫩肤、脱毛、痤疮治疗、紧肤塑形、抗衰老除皱	居家日常皮肤护理	通过检测人体样本（血液、体液、组织等）获取临床诊断信息，为制定个体化治疗方案提供科学依据。

数据来源：公司招股书，公司公告，东北证券

## 1.2. 公司治理：团队经验丰富，股权结构稳定

管理团队拥有医疗行业相关学历及背景，学识与眼界兼备。公司管理团队多具备名校医学背景，专业知识扎实，同时在迈瑞医疗等知名企业工作多年，长时间深耕医疗设备领域，过往从业经验丰富。管理层对医疗设备行业现状及前景有着清晰的认知与前瞻性的视野，能对公司运营及发展提出独到的见解和做出建设性的指导。

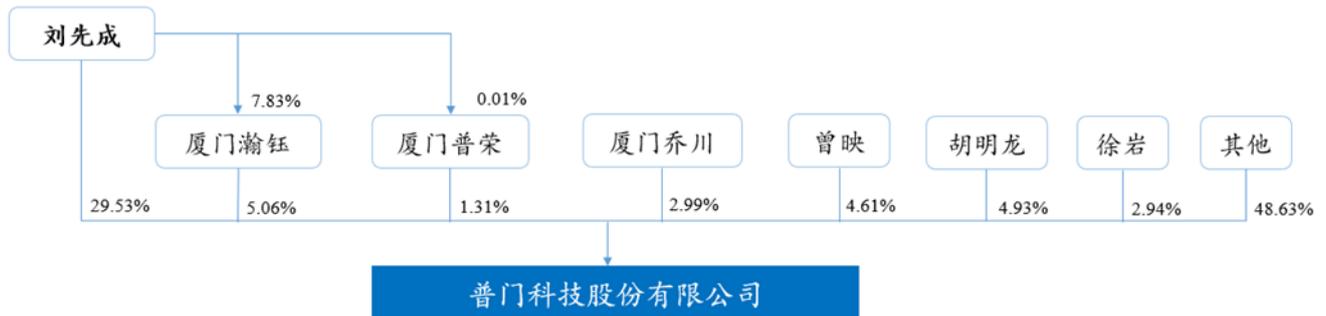
表 2：公司管理层简介

姓名	职务	年龄	加入时间	学历	经历
刘先成	董事长	54	2008	重庆大学生物医学仪器及工程专业学士、中欧国际工商学院工商管理硕士 (EMBA)	曾任湖南省衡阳市中心医院医疗设备维护与管理工程师，随后历任迈瑞医疗销售总监、常务副总裁、迈瑞医疗美国子公司总裁，2008 年创立普门科技。
胡明龙	董事、总经理	53	2014	重庆大学应用化学专业工学学士、南京大学工商管理硕士 (EMBA)	历任中国空气动力研究与发展中心工程师，迈瑞医疗销售总监、市场总监、营销副总裁，江苏鱼跃医疗设备股份有限公司董事、副总经理、医疗事业部总经理。
曾映	董事、副总经理、核心技术人员	53	2013	华中理工大学物理专业理学学士	历任武汉仪表集团公司核辐射仪表研究所开发工程师、通用电气集团公司医疗事业部武汉分公司技术支持工程师、迈瑞医疗服务工程师、高级副总裁。
王红	董事、董事会秘书、财务总监	56	2011	荷兰欧洲商学院管理学博士	历任合肥市第三建筑工程公司会计、海南管道燃气股份有限公司成本会计、迈瑞医疗高级经理。
徐岩	董事、董事长助理、核心技术人员	59	2008	研究生学历	曾任职于重庆大学生物工程学院、美国爱克医疗设备公司、成都港宇影像设备公司，参与创立普门科技。
项磊	董事、质量法规总监	50	2008	上海交通大学工业自动化专业学士	曾任职于深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司。

数据来源：公司招股书，东北证券

创始人为公司控制人，管理层持股增强团队凝聚力。截至 2023 年三季度，公司创始人刘先成持有公司股份共计 30.68%，为公司实际控制人。管理层中总经理、副总经理和董事长助理均直接持有公司股份，管理团队凝聚力得到进一步增强。此外公司上市前设立了瀚钰生物、瑞源成健康、瑞普医疗三个员工持股平台，上市发行后三个平台共计持股 21.90%，实现员工深度绑定。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，东北证券（截至 23Q3）

表 3：公司持股平台

平台名称	出资额	持股人数	持股比例	平台现名或承继方
瀚钰生物	490.3939 万元	7 人	8.0932%	厦门瀚钰
瑞源成健康	422.788 万元	35 人	6.9775%	厦门普荣
瑞普医疗	413.8597 万元	35 人	6.8301%	厦门乔川

数据来源：公司公告，东北证券

实施多次股权激励计划，助力公司长期增长。公司上市后共实施三次股权激励计划：1) 2021 年 2 月，公司发布第一次股权激励计划，采用第二类限制性股票的方式拟向激励对象授予 750 万股限制性股票，后续由于归属期过长等问题，2021 年 6 月宣布终止此次激励计划。

2) 2021年9月,公司公布股票期权激励计划,拟向激励对象授予1,600万股股票期权,占总股本3.79%;业绩考核要求为:以2020年业绩为基准,2021-2023会计年度营收或净利润同比增长30%、60%、90%;于2021年10月首次向334名激励对象授予1438万份股票期权,行权价格21元/份。

3) 2022年4月,公司再次公布股票期权激励计划,拟向激励对象授予1380万股股票期权,占总股本3.27%;业绩考核要求为:以2021年业绩为基准,2022-2024会计年度营收或净利润同比增长30%、60%、90%;于2022年5月9日首次向73名激励对象1255万份股票期权,行权价格20元/份。

表 4: 公司第三次股权激励业绩考核标准

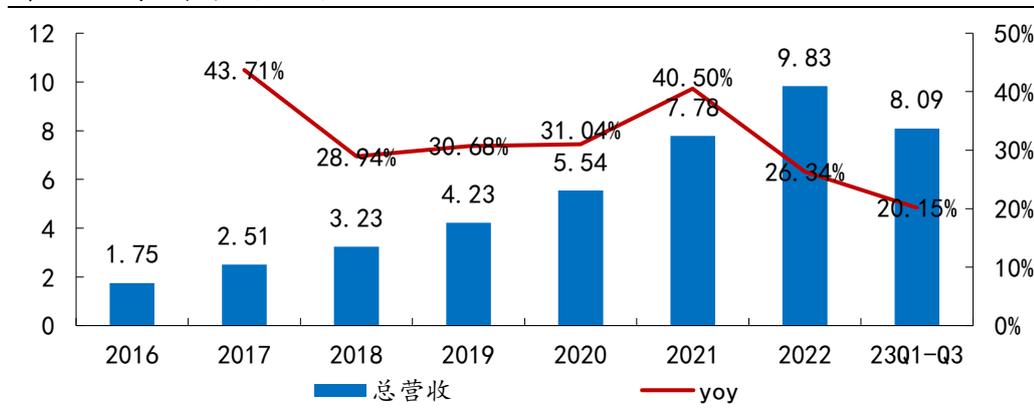
行权期	对应该考核年度	营业收入增长率 (A)		净利润增长率 (B)		营收目标值 (亿元)	净利润目标值 (亿元)
		目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)		
第一个行权期	2022	30%	24%	30%	24%	9.65-10.12	2.36-2.47
第二个行权期	2023	60%	48%	60%	48%	11.52-12.45	2.82-3.05
第三个行权期	2024	90%	72%	90%	72%	13.38-14.78	3.27-3.62

数据来源:公司公告,东北证券(注:当考核指标出现  $A \geq Am$  或  $B \geq Bm$  时,行权比例  $X=100%$ ;当考核指标出现  $A < An$  且  $B < Bn$  时,  $X=0%$ ;其他情况时  $X=80%$ 。)

### 1.3. 财务分析: 营收增长显著, 盈利能力持续优化

2016-2022年营收CAGR达33.4%。公司2016-2022年营收由1.75亿元提升至9.83亿元,CAGR达33.4%。2022年在疫情反复下收入依然保持快速增长,2023年Q1-Q3收入增速有所下滑,主要系体外诊断业务受到国际库存和国内医药行业政策的多方面压力。

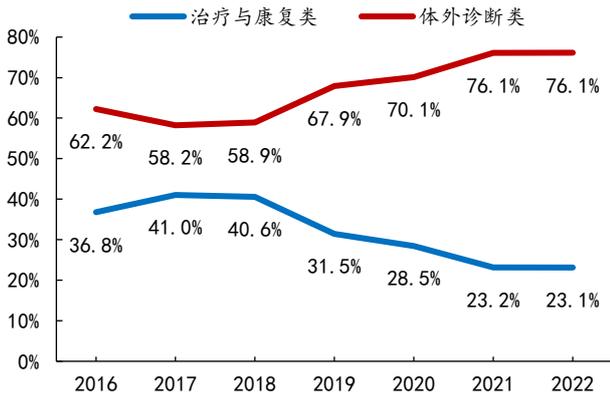
图 3: 公司总营收 (亿元)



数据来源:公司公告,东北证券

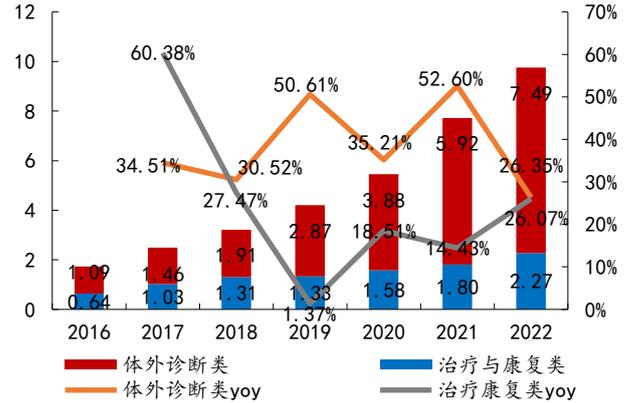
体外诊断依然为主要收入来源。公司营收分产品类型来看,体外诊断类为主要营收来源,2022年收入占比达到76%。伴随公司医美业务逐渐放量,治疗与康复类收入快速提升,体外诊断业务占比或将有所下降。

图 4：分产品类型收入占比



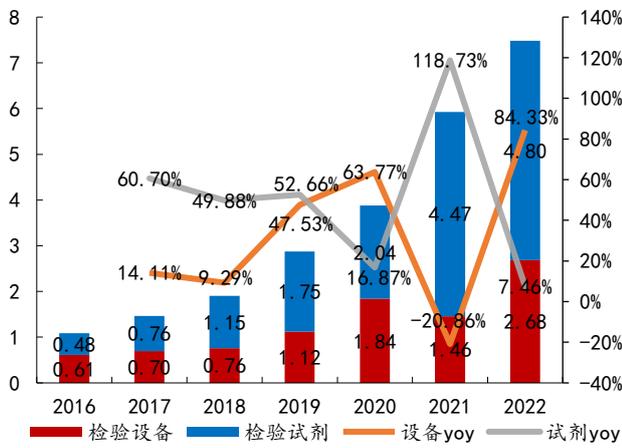
数据来源：公司公告，东北证券

图 5：分产品类型收入情况 (亿元)



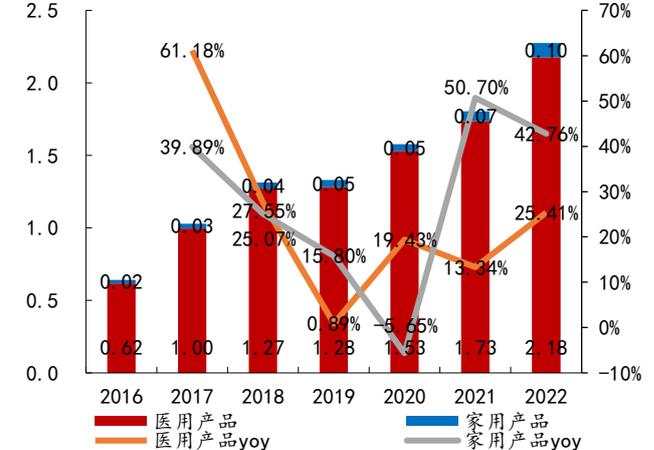
数据来源：公司公告，东北证券

图 6：体外诊断业务分产品收入 (亿元)



数据来源：公司公告，东北证券

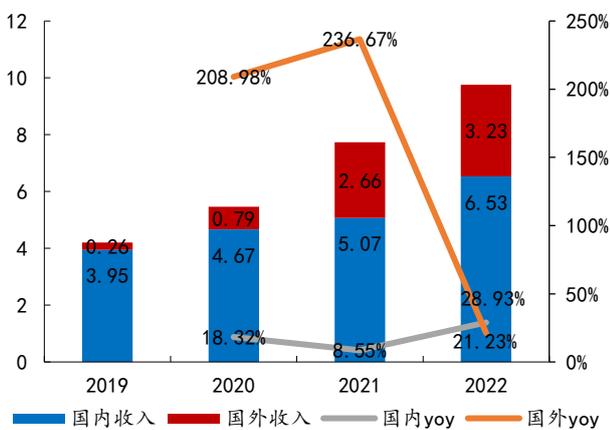
图 7：治疗与康复业务分产品收入 (亿元)



数据来源：公司公告，东北证券

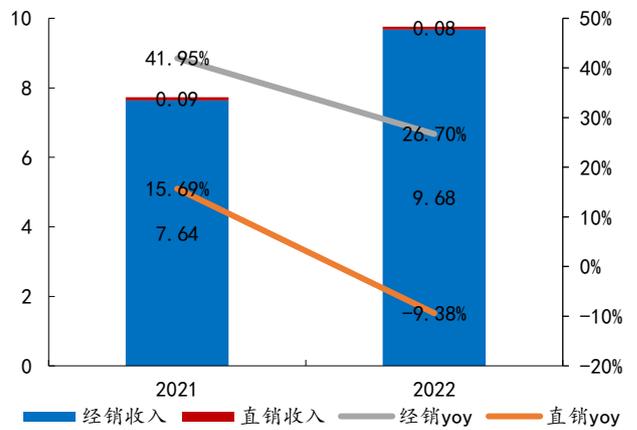
营收以国内市场为主，国际市场快速增长。公司营收分地区来看，国内为主要收入来源，随公司逐步开拓国际市场，国际市场收入快速提升，收入占比从 2019 年的 6.05% 提高到 2022 年的 32.82%。分销售模式来看，收入以经销为主、直销为辅，公司对国内经销商进行动态化管理，并设立国际销售部门负责和海外经销商的沟通与提供服务。

图 8：分地区收入情况 (亿元)



数据来源：公司公告，东北证券

图 9：分销售模式收入情况 (亿元)



数据来源：公司公告，东北证券

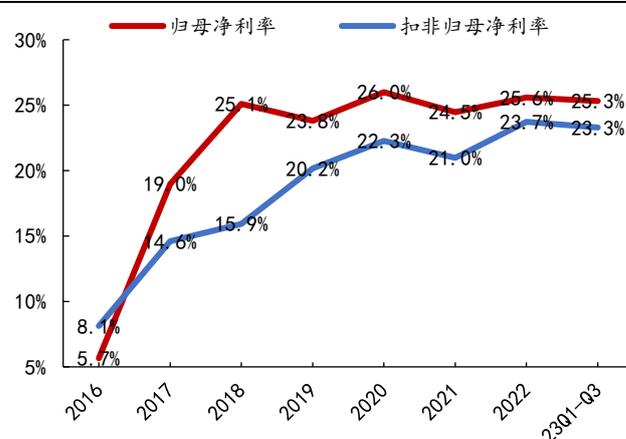
盈利能力不断增强，主要系费用率持续下降。公司归母净利润保持快速提升，2016-2022 年归母净利润由 988 万元提升至 2.51 亿元，期间 CAGR 达 71.5%；归母净利率由 5.66% 提升至 25.58%，盈利能力大幅增长，系规模效应下综合费用率控制得当，叠加毛利率表现平稳所致。

图 10：公司归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东北证券

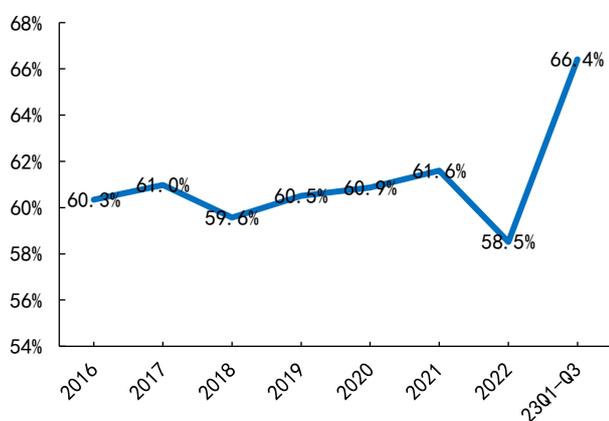
图 11：公司归母净利率



数据来源：公司公告，东北证券

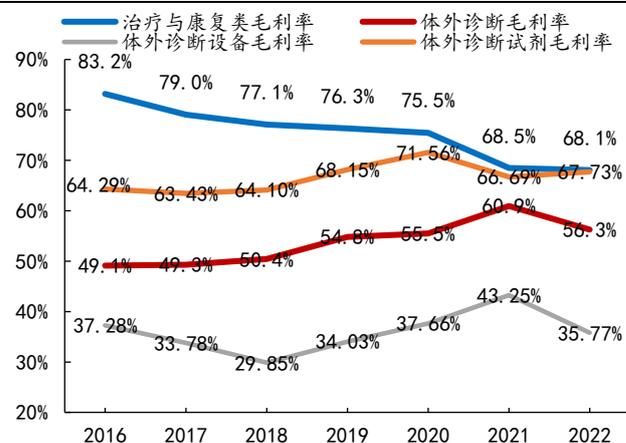
产品结构优化，毛利率表现稳定。治疗与康复产品毛利率处下降趋势，但随高利率医美产品逐渐发力，毛利率有望回升。体外诊断产品中，高毛利率的试剂产品占比稳步增长，带动体外诊断毛利率提升明显，并进一步使得公司整体毛利率保持稳定。进入 2023 年，产品结构的进一步优化推动整体毛利率大幅改善。

图 12：公司综合毛利率



数据来源：公司公告，东北证券

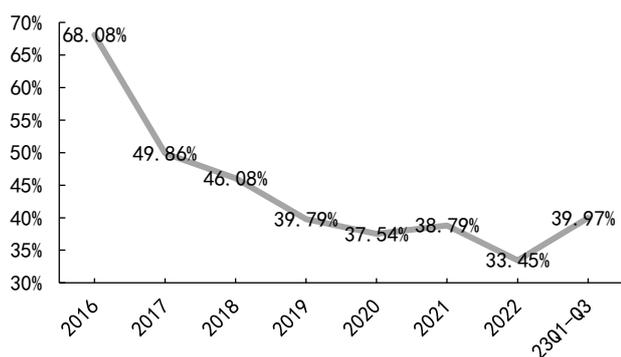
图 13：分产品线毛利率



数据来源：公司公告，东北证券

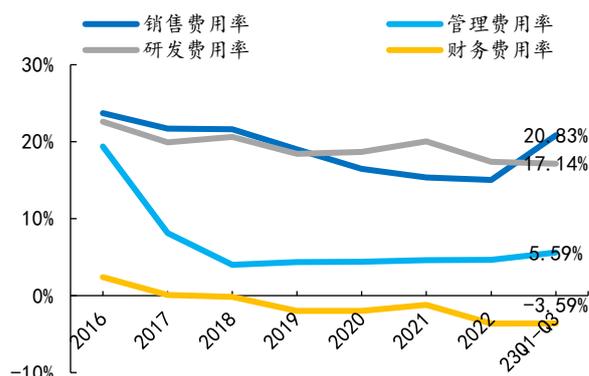
综合费用率下降显著，规模效应显现。2016-2022 年公司综合费用率由 68.08% 降至 39.97%，主要系公司费用管控得当，叠加规模效应持续发挥，各项费用率下降明显。进入 2023 年，公司加大医美产品宣传推广，导致销售费用率有所抬升。

图 14：公司综合费用率



数据来源：公司公告，东北证券

图 15：公司细分费用率



数据来源：公司公告，东北证券

存货周转天数有所增加，本币应收账款周转天数维持稳定。公司存货周转天数增长主要因为疫情期间设备库存有所增加，但依然维持在合理区间，公司库存管理能力强劲。应收账款周转天数在 2017-2022 年由 4.5 天升至 26.8 天，主要为外币应收账款大增，判断系公司为开拓国际市场而给予海外客户一定账期，若剔除外币应收账款，2022 年本币应收账款周转天数仅为 7.4 天，本币应收账款周转效率较为稳定。

图 16：公司存货周转天数（天）



数据来源：公司公告，东北证券

图 17：公司应收账款周转天数（天）



数据来源：公司公告，东北证券

## 2. 体外诊断：对标国际研发水平，技术为先抢占广阔空间

### 2.1. 业务概况：市场空间广阔，公司精准布局

现代医学重要载体，体外诊断检验方法多样。体外诊断是现代检验医学的重要载体，指在人体以外对人体血液、体液和组织等样本进行检测，为临床决断提供信息，是疾病预防、诊断、治疗的重要组成部分。按照检测原理或检测方法的差异，可分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血液和体液学诊断、即时诊断（POCT）等类别；不同方法之间存在技术成熟度和进步速度上的差异，且各有技术侧重点，相互难以完全替代。目前生化诊断市场较为成熟，但份额逐年下降，免疫诊断逐渐成为主流且份额逐步扩大，新兴的分子诊断和 POCT 规模较小，处于快速发展趋势。

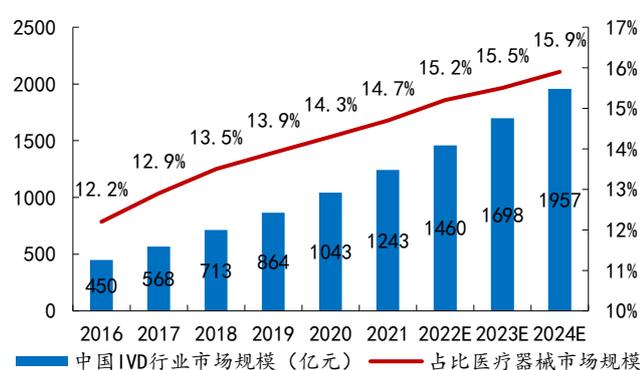
表 5：不同体外诊断方式对比

类别	主要技术原理和方法	技术特点	应用领域	代表设备	代表试剂或耗材	行业现状
生化诊断	通过生物化学反应测定体内酶类、糖类、脂类、蛋白和非蛋白氮类、无机元素类等生物化学指标的诊断方法	侧重对样本中高浓度化学物质的检测，精度要求低，线性范围宽	血常规、尿常规、肝功能、肾功能等	生化分析仪、血气、血糖仪、电解质仪	各种生化试剂	国产占有率超70%，其中低端市场占据显著优势
免疫诊断	通过抗原与抗体相结合的特异性反应进行测定的诊断方法	侧重对样本中微量物质的检测，精度要求较高，线性范围较窄	传染病、内分泌、肿瘤、药物检测、血型鉴定等	酶标洗板、全自动酶免、化学发光、特定蛋白仪	免疫及化学发光试剂	最大细分市场，逐步实现对二级以上医院的进口替代
分子诊断	主要是应用分子生物学方法检测患者体内遗传物质的结构或表达水平的变化	侧重于对样本中基因及分子的检测	肝炎、性病、肿瘤、代谢、心血管病、传染病及优生优育等	PCR 仪、测序仪	基因芯片、核酸合成、提取、测序试剂	国产为主、进口为辅的产业格局
血液和体液学诊断	主要是对血细胞、止血、尿液、胸液、脑积液等进行细胞学的检验和诊断	侧重于对样本中细胞等有形物质的检测	血液、神经、消化、生殖等系统的疾病	血球计数仪、血沉仪、血流变、血凝仪、血型仪、尿分析、尿沉渣、精液分析仪	稀释液、溶血素、清洗液、血型试剂、试纸条、尿沉渣耗材	技术不断进步

数据来源：公司公告，公司招股书，东北证券

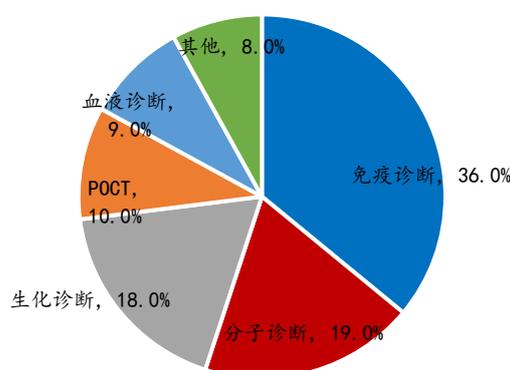
**行业需求旺盛，成长动能强劲。**根据弗若斯塔沙利文的统计数据显示，2021 年我国体外诊断市场规模已达 1243 亿元，相较于 2016 年的 450 亿元，年均复合增长率达到 22.5%。在居民健康意识加强以及消费能力增强的趋势下，国内体外诊断人次及人均诊断费用有望持续提升，预计未来国内体外诊断市场规模仍将继续增长；其中免疫诊断化学发光试剂在技术进步以及国产品牌性价比优势的推动下，市场增速尤为突出，预计 2019-2022 年 CAGR 为 22.4%，高于体外诊断市场的复合增速 19.1%。

图 18：中国体外诊断行业规模及占比



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

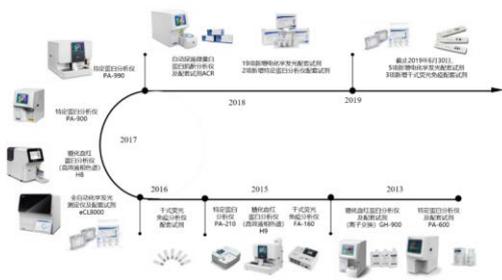
图 19：中国 2020 年体外诊断市场结构分布



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

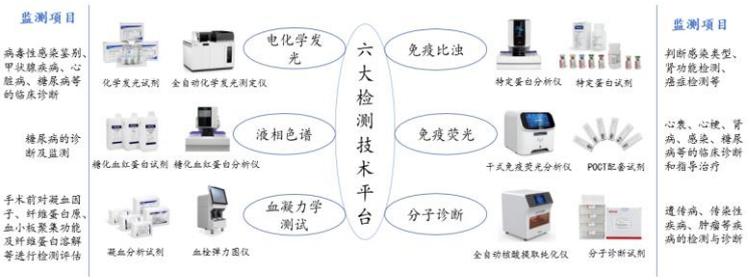
**准确把握市场空白，成功布局体外诊断产品线。**公司 2013 年进军体外诊断板块，通过对国内外体外诊断市场的详细调研与分析，公司发现国内 C 反应蛋白的检测需求较大，而国外产品较少涉足该领域，因此选择采用免疫比浊检测技术从特定蛋白检测领域进入该行业，并在此基础上逐步打造出电化学发光、免疫比浊、液相色谱、免疫荧光、血凝力学测试、分子诊断六大检测平台，目前可提供的监测套餐已增加至 13 个，涵盖甲状腺功能、性激素、心肌标志物、糖代谢、肿瘤标志物等项目。

图 20：公司体外诊断产品演化线



数据来源：公司招股书，东北证券

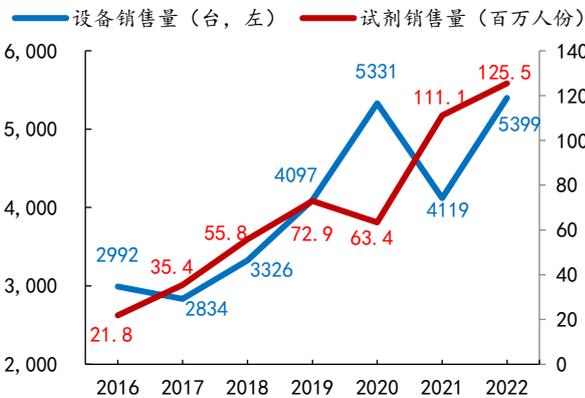
图 21：公司体外诊断六大技术平台



数据来源：公司官网，公司公告，东北证券

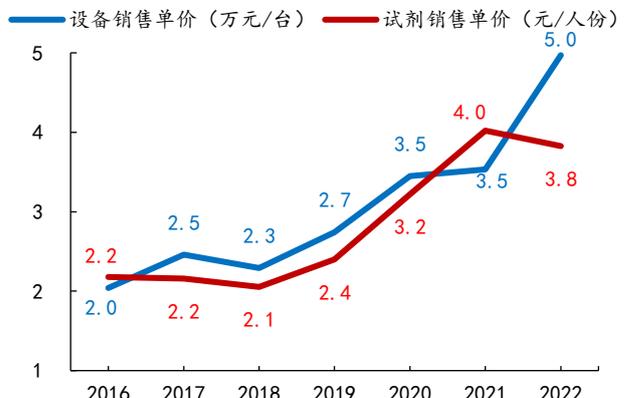
技术优势下，体外诊断逐步成为公司主要业绩来源。公司在电化学发光、糖化血红蛋白分析与特定蛋白分析领域逐渐建立起自身技术壁垒，行业地位不断加强，体外诊断产品销售数量与单价均日趋高升，IVD 成为公司主要营收来源。

图 22：体外诊断产品销售量



数据来源：公司公告，东北证券

图 23：体外诊断产品单价

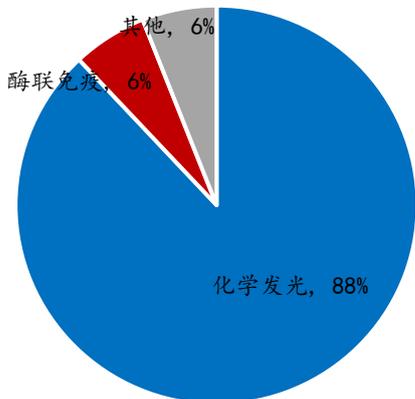


数据来源：公司公告，东北证券

## 2.2. 电化学发光：对标行业龙头罗氏，电化学发光成长性十足

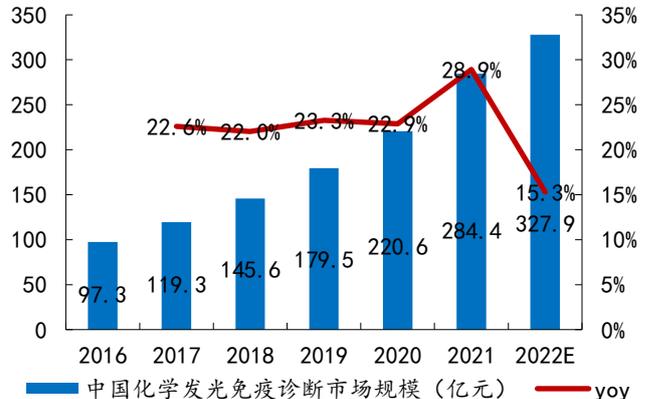
化学发光为免疫诊断领域最大市场，国产替代潜力大。化学发光为免疫诊断领域最大市场，预计 2022 年我国化学发光将占到免疫诊断的 88%，规模达到 328 亿元；化学发光领域长期被国外的罗氏、雅培、西门子等厂家占据，根据《中国医疗器械蓝皮书》，我国 2019 年化学发光免疫诊断市场 76% 仍被外企占据。国内企业起步较晚，相关厂家如迈瑞医疗和安图生物等市占率依然较低，国内企业在政策、渠道以及售后服务等方面占据优势，有望逐步实现国产替代。

图 24：2022 年我国免疫诊断细分领域市场规模占比



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

图 25：我国化学发光市场规模 (亿元)



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

**深耕电化学发光技术，建立深厚技术壁垒。**公司 2017 年推出电化学发光仪，采取与罗氏相同的技术路线，并创新性地采用三联吡啶钌作为发光标记物，研制出仪器与试剂配套的全新免疫分析系统，成为国内首家取得电化学发光免疫分析系统注册证的企业，成功打破国外巨头罗氏的垄断，填补国内空白。电化学发光技术相对直接化学发光和酶促化学发光具备灵敏度高、重现性好、可控性好、检出限低等优点，有效促进了公司在化学发光领域的竞争力和市场份额的提升。

**表 6：三种化学发光方法对比**

项目	电化学发光	直接化学发光	酶促化学发光
原理	通过施加一定的电压进行电化学反应，通过对发光强度的检测来进行定量检测	用化学发光剂直接标记抗原或抗体，与待测标本中相应的抗体或抗原结合后，加入发光促进剂进行发光反应，通过对发光强度的检测来进行定量检测	用特定酶作为标记物，通过标记酶所催化生成的产物作用于发光物质，以产生化学发光，通过对发光强度的检测来进行定量检测
试剂稳定性	试剂不含酶，较稳定	试剂不含酶，较稳定	试剂含有酶，稳定性较差，不利于储存和运输
光信号特点	发光持续时间长、发光强度大、启停时间可控、光信号分布均匀的特点	发光持续时间短、发光强度微弱、启停时间不可控、光信号分布不均匀	发光持续时间短、发光强度微弱、启停时间不可控、光信号分布不均匀
发光及测量装置特点	可重复使用，环保性好。如处理不当，存在交叉污染的可能	一次性，可在一定程度上避免交叉污染	一次性，可在一定程度上避免交叉污染
技术特点	与其他化学发光技术相比可循环再生，发光可控、连续、稳定、高效；激发过程复杂，技术门槛高；化学发光试剂比酶类标记物更稳定，不受酸碱和温度影响，试剂保存期更长	发光速度较快，反应体系简单；化学发光剂比酶类标记物更为稳定，不受酸碱和温度影响，试剂保存期更长	由于酶类催化底物，发光速度略慢；且由于酶类是活性物质，易受到酸碱度和温度影响
主要厂家	罗氏、普门科技	雅培、西门子、新产业	丹纳赫、西门子、迈瑞医疗、安图生物、迈克生物

数据来源：公司招股书，公司公告，东北证券

**大小发光齐发力，满足客户多方位需求。**公司 2017 年投入小型发光设备，生产技术接近国际领先品牌，在甲功、炎症、心肌等检验项目中占据优势，同时体积小且占地面积少的优点使其更适合在医院门诊急诊中使用。公司 2022 年 1 月再次推出大型电化学发光设备，不仅在检测精准度上有所提升，还可通过串联扩大检测通量和提高检测效率，主要针对医院的检验科、体检中心及实验室等大样本量客户。公司将在大小发光的基础上不断完善检测套餐，满足不同客户需求，进而带动检测试剂的放量，并通过规模优势打造性价比，有助于在各轮医保集采中成功入围。

**表 7：公司电化学发光产品与竞品对比**

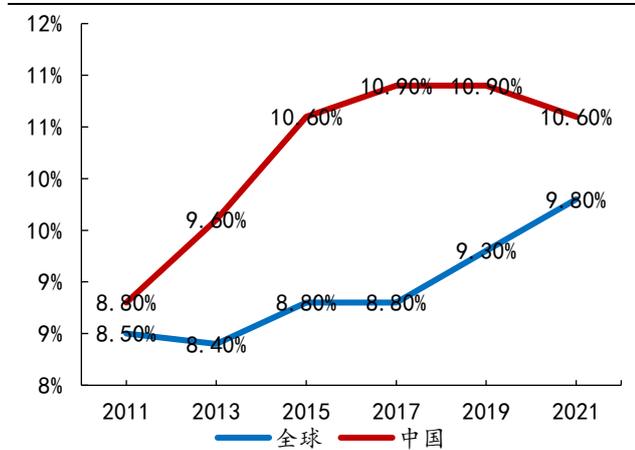
项目	项目含义	普门科技	罗氏	新产业	迈瑞医疗
型号	与公司产品可比的同类产品型号	eCL8000	Cobas e411	MGALUM1900	CL-900i
技术路线	主要原理和方法学	电化学发光	电化学发光	直接化学发光	酶促发光
处理位	可以同时检测的样本数量	30	30	40	50
试剂位	可以同时使用的试剂盒数量	10	18	9	15
特异性	指标值越高，特异性越强	人降钙素：20 ng/mL； 人钙抑肽：50 ng/mL； α-CGRP：20 μg/mL； β-CGRP：20 μg/mL	人降钙素：10ng/ml； 人钙抑肽：30ng/ml； α-CGRP：10 μg/ml； β-CGRP：10 μg/ml	当人降钙素的浓度为 20 ng/ml 时，检测结果 PCT 应 <1 ng/ml。	人降钙素：10 ng/mL； 人钙抑肽：30 ng/mL； α-CGRP：10 μg/mL； β-CGRP：10 μg/mL
抗干扰	指标值越高，抗干扰能力越强	甘油三酯：20 mg/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	胆红素：250 μg/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	甘油三酯：3 mg/mL； 胆红素：50 μg/mL； 血红蛋白：0.5mg/mL； 总蛋白：10mg/mL； 类风湿因子：1500IU/mL

数据来源：公司招股书，公司公告，东北证券

### 2.3. 糖化：国产品牌领先者，受益广阔血糖检测空间

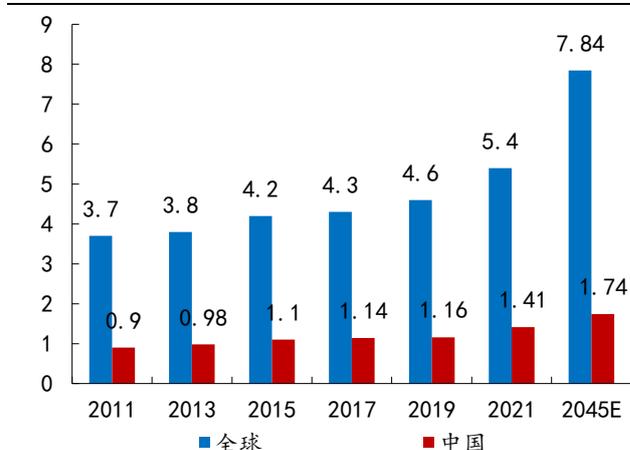
糖尿病患者激增，血糖检测需求持续扩大。全球大基数的糖尿病患者带动了糖化血红蛋白检测市场的发展，根据国际糖尿病联盟的数据，2021年中国及全球成人糖尿病患者数量已分别达到1.4和5.4亿人，2045年将分别达到1.7和7.8亿人，未来血糖检测市场仍将进一步扩张。

图 26：全球及中国成人糖尿病患病率



数据来源：IDF，东北证券

图 27：全球及中国成人糖尿病患者数量（亿人）



数据来源：IDF，东北证券

公司糖化产品具有性能及性价比优势。公司针对庞大的糖尿病检测市场，于2013年推出糖化血红蛋白检测设备和试剂，并采用国际糖化血红蛋白检测“金标准”——高效液相色谱法检测糖化血红蛋白，在技术水平上与国际同类产品非常接近，同时相对国外产品具备性价比优势，公司糖化蛋白产品出口额已位列国内第一，技术的领先性叠加高性价比优势有助于公司持续占据广大市场份额。

表 8：公司糖化血红蛋白仪与同类对比

指标	指标内涵	普门科技	美国 Bio-Rad	日本 TOSOH	日本 ARKRAY
产品型号	与发行人产品可比的同类产品型号	H9	Variant II、Variant II Turbo	G8	HA-8180
方法学	主要原理和方法学	高效液相色谱法	高效液相色谱法	高效液相色谱法	高效液相色谱法
样本测试速度	每小时可以完成测试的样本量	50 测试/小时	20 测试/小时	60 测试/小时	75 测试/小时
重复性	检测结果重复性	CV<1.2%	CV<3.0%	CV<1.0%	未查得
检测范围	检测下限和检测上限	3.0%-18.0%	3.5%-19.0%	未查得	3-20%
提示血红蛋白变异性	是否具有提示血红蛋白变异体的功能	具有	具有	具有	不具有
样本位	可以同时检测的样本数量	110	100	90 (可增加至 290)	100
样本形式和用量	测试时所需的样本形式和体积	全血, 5 μL	全血, 5 μL	全血, 3 μL	全血, 14 μL

数据来源：公司招股书，东北证券

#### 2.4. 特定蛋白：技术接近国际先进水平，渠道建设同步推进

公司特定蛋白仪技术领先，与 SYSMEX 合作快速提升国内市占率。公司推出的特定蛋白仪采用主流的特定蛋白分析方法-免疫散射比浊法，特定蛋白分析配套试剂采用胶乳增强检测技术，具有有效排除非特异性反应，增强检测的灵敏度的优点；产品技术水平与国际同类产品相近，具备操作模式便利、检测速度快捷、检测结果准确、线性范围宽广、仪器设计智能的优势，自2013年上市之后，迅速获得各大机构的认可。公司2016年1月首次与 SYSMEX 开展战略合作，SYSMEX 成为公司特定蛋白仪及配套试剂的国内独家经销商，此外公司的特定蛋白仪可与 SYSMEX 的血常规分析仪形成联机检测，可借助 SYSMEX 的销售网络快速打开市场空间。

**表 9：公司特定蛋白仪与同类产品对比**

指标	指标内涵	普门科技	芬兰 Orion	韩国 Boditech	国赛生物
产品型号	可比的同类产品型号	PA-990	Quik Read go	icharoma-50	Aristo
方法学	主要原理和方法学	免疫散射比浊法	免疫散射比浊法	荧光免疫层析法	免疫散射比浊法
自动化程度	操作便捷性和自动化水平	全自动操作	半自动操作	全自动操作	全自动操作
样本测试速度	每小时可以完成测试的样本量	180 测试/小时	30 测试/小时	80 测试/小时	150 测试/小时
重复性	检测结果重复性	CV≤5%	未披露	CV<10%	CV≤5%

数据来源：公司招股书，东北证券

### 3. 治疗与康复：临床医疗发展稳健，光电医美势能强劲

#### 3.1. 临床医疗：灵活布局治疗康复领域，持续完善产品矩阵

##### 3.1.1. 老年群体增多及健康意识提升，治疗康复市场规模增长稳健

治疗康复医学应用广阔。世界卫生组织将医学主要分为四大类：预防医学、临床医学、康复医学和保健医学，其中治疗与康复医学作为现代医学重要组成部分，可在各种创面、疼痛、炎症、深静脉血栓预防、临床并发症等多领域提供专业的治疗服务，起到帮助患者加快身体恢复、减少并发症的作用，主要针对：有创面治疗需求的人群，各级医院术后、产后人群，老年人群体，慢性病群体。

**表 10：治疗与康复市场主要人群**

群体分类	主要需求	市场规模
创面治疗需求人群	糖尿病足、压力性损伤、术后难愈伤口、癌性溃疡等辅助治疗和加快愈合	根据药智网数据显示，我国每年需要进行创面治疗的患者约 1 亿人次，严重的患者约 3000 万人次。
术后、产后人群	加快术后创伤愈合以及身体机能恢复	根据国家统计局，2022 年我国医疗卫生机构住院病人手术人次达 8271.75 万人次；根据中国卫生健康统计年鉴，2021 年我国妇产科医院入院人数达 156.88 万人
老年人群体	各种老年疾病的辅助治疗	根据国家统计局，2022 年我国 65 岁及以上人口达 2.1 亿人，占总人口比例达到 14.9%
慢性病群体	慢性病早期介入和辅助治疗	根据《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》，中国高血压患者达 4.2 亿人，血脂异常人口达 2 亿人，糖尿病人口达 1.21 亿人

数据来源：公司招股书，东北证券

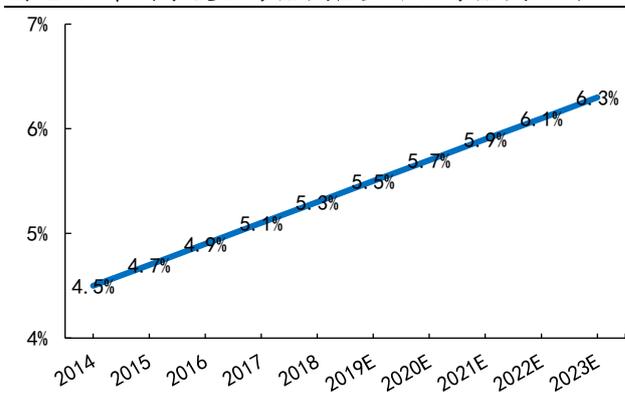
2023 年中国治疗康复器械市场规模达 670 亿元。随老龄化加剧以及居民健康意识增强，治疗与康复市场规模也将随之扩张，根据 Frost&Sullivan 的数据，中国治疗与康复医疗器械市场规模有望从 2014 年的 115 亿元提升到 2023 年的 670 亿元，期间 CAGR 达到 21.6%，占整体医疗器械市场规模比重也从 2014 年的 4.5% 攀升至 2023 年的 6.3%。

**图 28：中国康复医疗器械市场规模（亿元）**



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

**图 29：中国康复医疗器械占整体医疗器械比例**



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

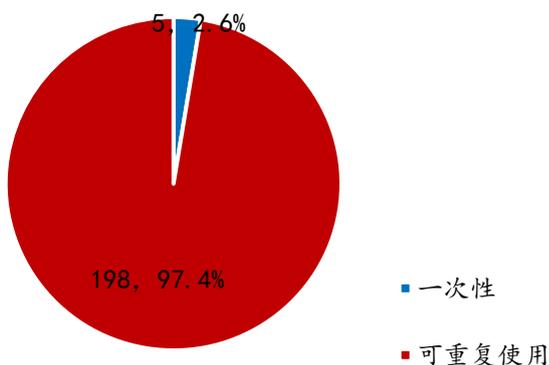


### 3.1.3. 收购智信生物，布局一次性内窥镜领域

**进入一次性内窥镜市场，与原有产品形成协同。**公司 2022 年 7 月以 2 千万元收购智信生物 80% 股权，智信生物产品主要包括一次性使用可视喉镜、一次性使用电子膀胱肾盂内窥镜、一次性使用电子支气管内窥镜等；通过此次收购，公司正式进入一次性内窥镜市场，进一步丰富了公司治疗与康复产品线，并与公司围术期治疗与康复产品形成较强协同效应。

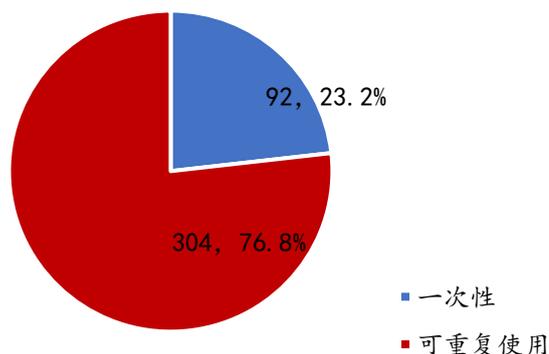
**一次性内窥镜优势突显，占比显著提升。**内窥镜为临床诊断的重要器械，包括可重复使用和一次性使用内窥镜，其中可重复性使用内窥镜由于技术成熟和成本偏低等因素而占比较大，但一次性内窥镜作为新兴技术，可有效防止交叉感染和提高诊断效率，随其技术不断成熟，市占率将大幅提升。

图 32：2020 年全球内窥镜市场规模及占比(亿美元)



数据来源：新光维医疗招股书，东北证券

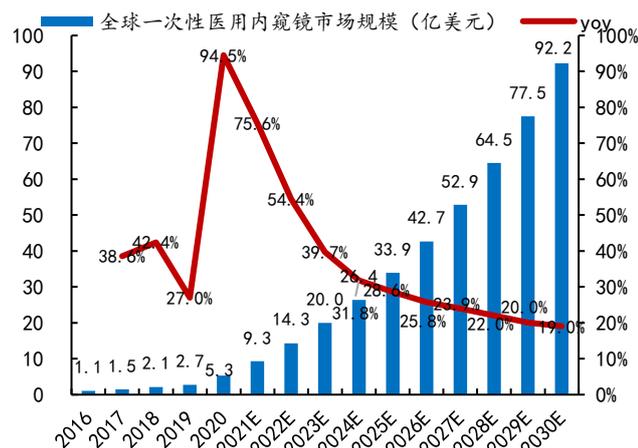
图 33：2030 年全球内窥镜市场规模预测 (亿美元)



数据来源：新光维医疗招股书，东北证券

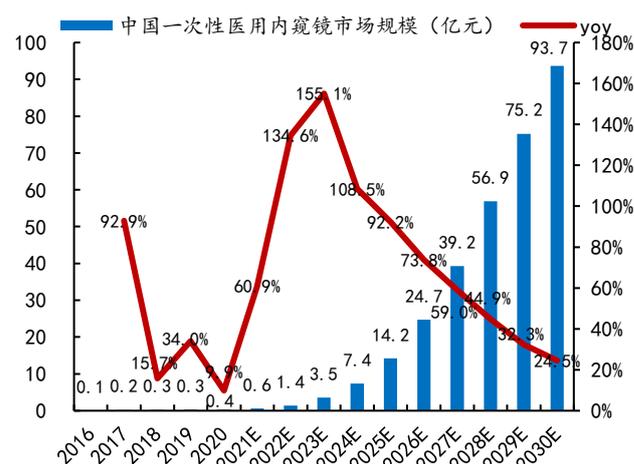
**一次性内窥镜市场空间广阔。**随居民健康意识提升，一次性内窥镜需求规模将随之快速增长, 预计 2030 年全球及中国一次性内窥镜规模将分别达到 92.2 亿美元和 93.7 亿元, 2023-2030 年期间 CAGR 分别为 24.4% 和 59.7%。

图 34：全球一次性内窥镜市场规模 (亿美元)



数据来源：新光维医疗招股书，东北证券

图 35：中国一次性内窥镜市场规模 (亿元)

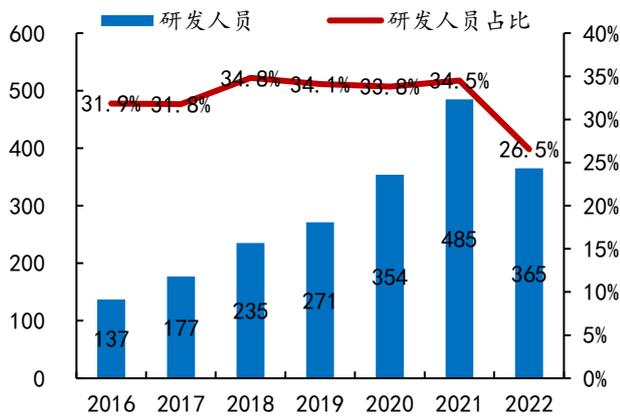


数据来源：新光维医疗招股书，东北证券

### 3.1.4. 技术壁垒不断加深，收入增长超行业增速

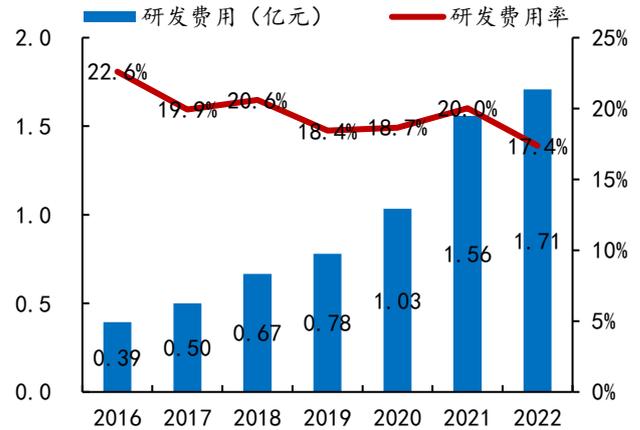
**加大研发投入，技术优势日渐加强。**公司不断加大技术研发投入，并建立完善的研究流程，加大研发鼓励，包括：设置突出贡献奖、技术创新奖、专利贡献奖等，设立员工持股平台对骨干研发人员进行了股权激励，同时对创新型员工进行针对性的个人职业生涯规划。

图 36：公司研发人员数量及占比（人）



数据来源：公司公告，东北证券

图 37：公司研发费用及占比（亿元）



数据来源：公司公告，东北证券

核心产品对比同行具有显著技术优势。加强研发体系建设之下，公司持续突破多项医疗器械生产的关键技术，产品技术壁垒得到加深，核心产品光子治疗仪在功能性指标、安全性指标和便捷性指标等方面均优于同行产品。

表 12：光子治疗仪产品对比

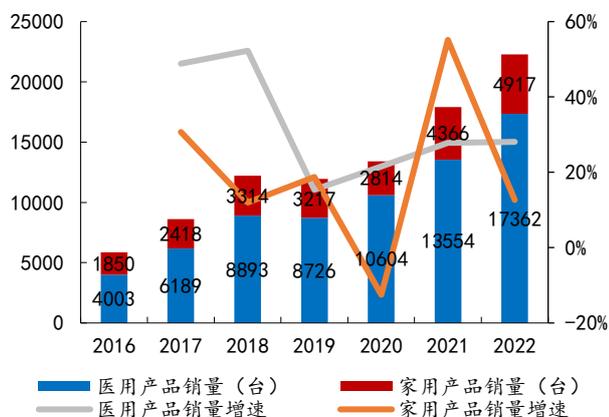
公司名称	普门科技	航天生物	高科恒大	武汉金莱特
取证时间	2008-07-15	2015-12-07	2012-08-28	2010-02-08
产品名称	光子治疗仪	光子治疗仪	红光治疗仪	半导体激光治疗机
主要型号	Carnation-86 系列	GZM-D 系列	CHX-630 系列	JLT-MD500 系列
应用场景	消炎、镇痛，对体表创面有止渗液、促进肉芽组织生长、加速愈合的作用	适用于I°-II°烧伤、创伤的创面和慢性复杂创面的愈合	消炎、止痛；对溃疡、褥疮等有促进创面愈合的作用	在医疗机构中用于痤疮的照射治疗
<b>功能性指标</b>				
光源设计	透镜式光源设计	光杯式光源设计	光杯式光源设计	光杯式光源设计
窄谱波长	蓝光：460±10nm 红光：640±10nm	蓝光：415±10nm 红光：640±10nm	蓝光：442-465nm 红光：616-640nm	蓝光：450±10nm 红光：630±10nm
最大光功率密度	3000mW/cm <sup>2</sup>	1800mW/cm <sup>2</sup>	770mW/cm <sup>2</sup>	100mW/cm <sup>2</sup>
光斑均匀性	经检测光斑均匀性>0.5	无相关检测	无相关检测	无相关检测
<b>安全性指标</b>				
温度反馈	具有温度反馈模块	无	无	无
光功率稳定度	≤±1%，有效确保治疗时产品性能稳定	无相关检测	无相关检测	≤±10%
<b>操作方便性指标</b>				
光疗模式自动切换	可实现蓝光治疗模式结束后自动切换至红光治疗结束，方便操作	无	无	无
远程联网工作站	具有工作站功能和无线联网功能，方便病例管理和治疗监控	无	无	无

数据来源：公司招股书，东北证券

治疗与康复器械优势显现，产品获广泛认可。产品技术高壁垒叠加丰富的产品线与完善的渠道网络，公司产品销售空间不断打开，治疗康复的医用及家用产品销售数量均稳步提升；医用产品单价虽然有所下降，主要系疫情期间空气波治疗仪等低单价产品销量大幅提升，但公司治疗与康复产品线营收依旧维持快速增长，2016-2022

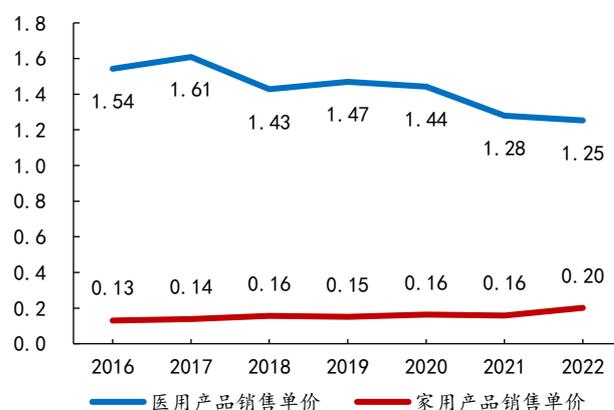
年整体产线营收复合增长率为 23.47%，其中医用 23.34%，家用 26.58%，均大于中国康复治疗器械市场规模的复合增长率 21.39%。

图 38：公司治疗与康复产品销量



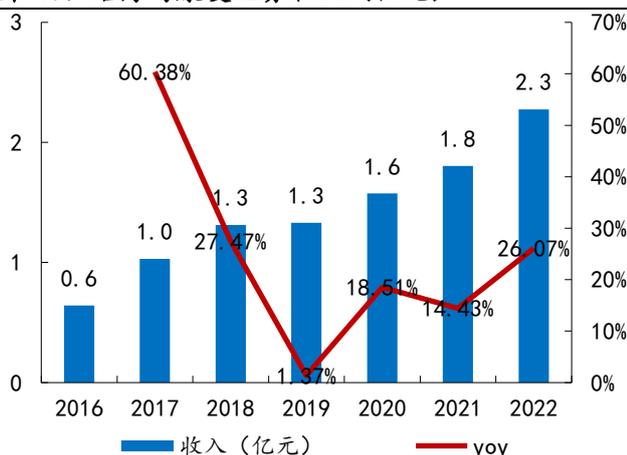
数据来源：公司公告，东北证券

图 39：公司治疗与康复产品单价（万元/台）



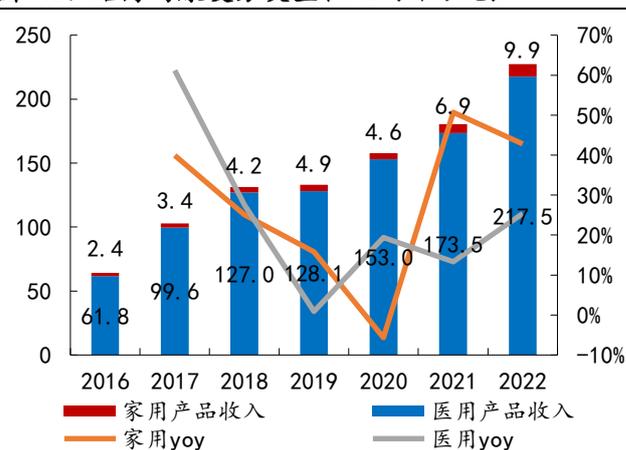
数据来源：公司公告，东北证券

图 40：治疗与康复业务收入（亿元）



数据来源：公司公告，东北证券

图 41：治疗与康复分类型收入（百万元）



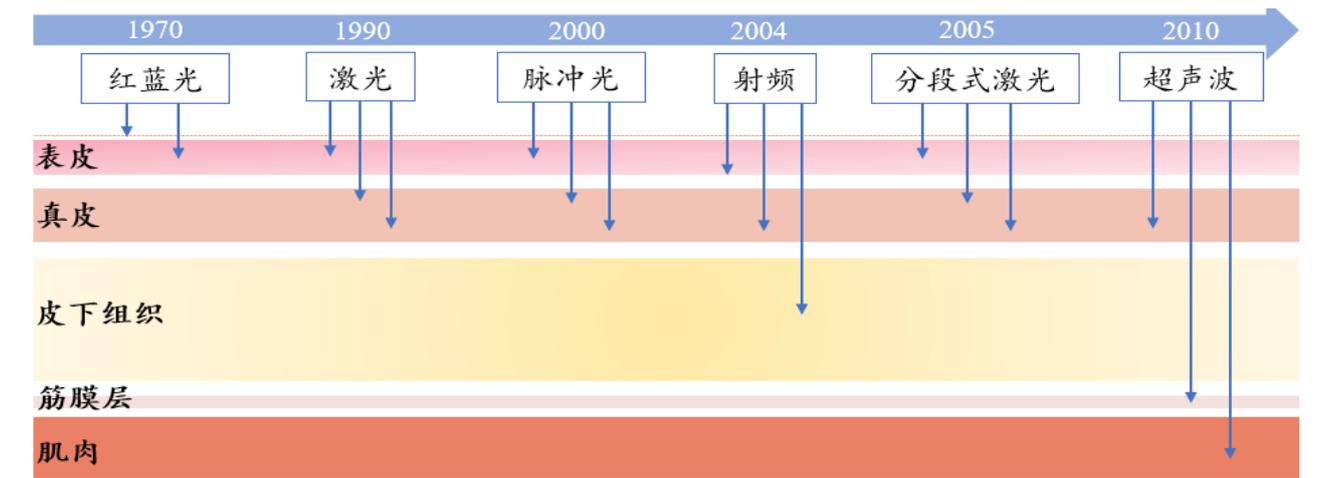
数据来源：公司公告，东北证券

### 3.2. 皮肤医美：自研与收购结合，接力打造大单品

#### 3.2.1. 光电医美应用广阔，市场规模稳步提升

光电医美包括光类、电类和声类。光电医美指通过光电器械将激光、射频、超声波等能量形式作用于不同的皮肤层及组织，实现不同的美容效果。其中激光类设备主要作用于表皮及真皮浅层，起到分解色素和除疤嫩肤的功效；射频类设备可深入真皮层实现皮下胶原蛋白新生，改善松弛及皱纹；超声类则可以深入皮下脂肪及浅表筋膜层，通过促进胶原蛋白再生实现紧致提拉效果。

图 42：光电器械不同能量作用层次



数据来源：Medical Insight，东北证券

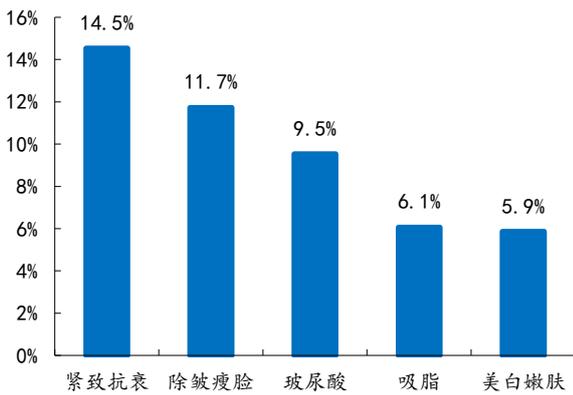
表 13：光电医美器械分类

技术类型	主要项目	主要设备	作用原理	应用范围	
光类	LED	红蓝光祛痘	奇致激光：LED 光波治疗仪	蓝光作用于表皮杀灭痤疮丙酸杆菌；红光穿过表皮作用于瘢痕组织，促使细胞分泌产生胶原蛋白	祛痘印、抑制油脂分泌
	光子	光子嫩肤	奇致激光：皇后光子	用强脉冲光照射皮肤，靶向组织对不同波长的光吸收不同，从而产生不同的光化学作用，实现治疗效果	去除色素斑、痘印、细小皱纹、红血丝，并使皮肤紧致
	激光	点阵激光、调Q激光、皮秒激光	科医人：微雕点阵王、超脉冲点阵王；欧洲之星：飞梭 3D 铒激光；飞顿：雷霆大 Q 激光；赛诺秀：蜂巢皮秒；赛诺龙：超皮秒	特定波长激光对皮肤组织进行定向加热，引起皮肤生化反应，刺激皮肤自我修复	祛除疤痕、细纹、妊娠纹、色斑
电类	射频	热玛吉、热拉提、黄金微针、深蓝射频	索塔：热玛吉四、五代；飞顿：热拉提一、二代，深蓝射频；韩国 wontech：黄金射频微针仪	通过操控射频能量波加热真皮层，促进胶原蛋白分子收缩和新生	缓解皱纹、皮肤松弛和老化，深度提拉和紧致皮肤
超声类	超声	超声刀、超声炮	美国 Ulthera：Ulthera 超声提升；半岛医疗：超声炮；普门科技：超声 V 拉美	高强度聚集式超声波深入筋膜层，刺激肌肉收缩紧致和胶原蛋白再生	治疗皮肤下垂和明显松弛

数据来源：Medical Insight，复锐医疗科技招股书，东北证券

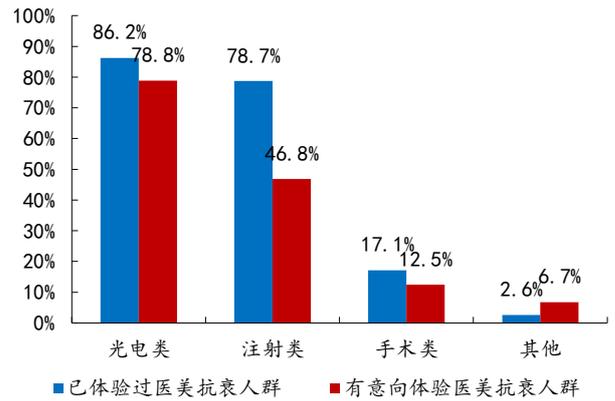
光电医美安全性高，成为抗衰需求重要选项。光电医美项目具有风险小、术后恢复快以及效果自然等优势，逐渐成为抗衰需求的主要选择之一。根据新氧颜究院发布的《2021 中国医美抗衰消费趋势报告显示》，抗衰项目已成为 2021 年消费规模最大的医美项目，在已经体验过医美抗衰项目的消费者中，有 86.2%的消费者都选择了光电类，同时有意向进行医美抗衰的人群有 78.8%的消费者愿意尝试光电医美。

图 43：2021 年消费规模最大的医美项目



数据来源：新氧颜究院，东北证券

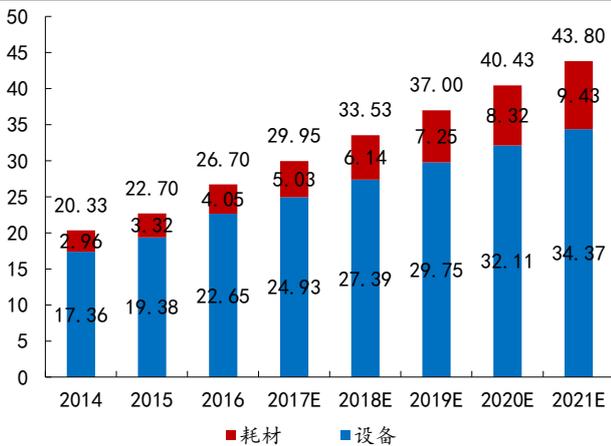
图 44：2021 年体验各类医美抗衰项目的比例



数据来源：新氧颜究院，东北证券

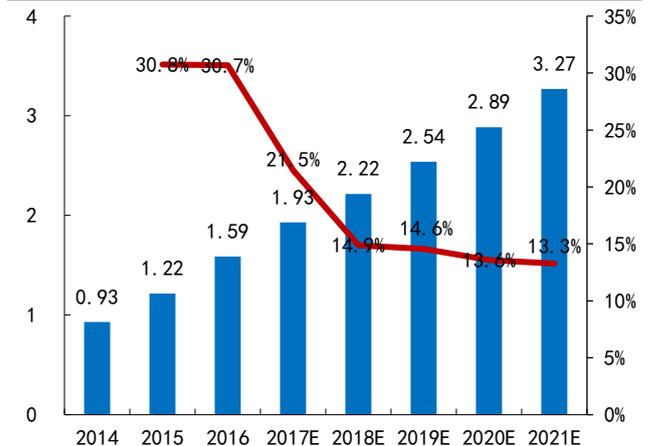
中国光电器械市场规模远超全球增速。随着抗衰需求的不断增加，以及光电医美的认可度增强，光电医美市场规模有望继续攀升。根据 Medical Insight 报告的数据，光电医美器械全球销售收益 2021 年已超过 40 亿美元，其中设备 34 亿美元，耗材 9 亿美元，2014-2021 年期间 CAGR 分别为 11.6%/10.2%/18.0%；分区域来看，中国光电医美器械 2014-2021 年市场规模由 0.93 亿美元增长至 3.27 亿美元，CAGR 达 19.7%，远超全球市场增速。

图 45：全球光电医美器械市场规模（亿美元）



数据来源：Medical Insight，东北证券

图 46：中国光电医美器械市场规模（亿美元）

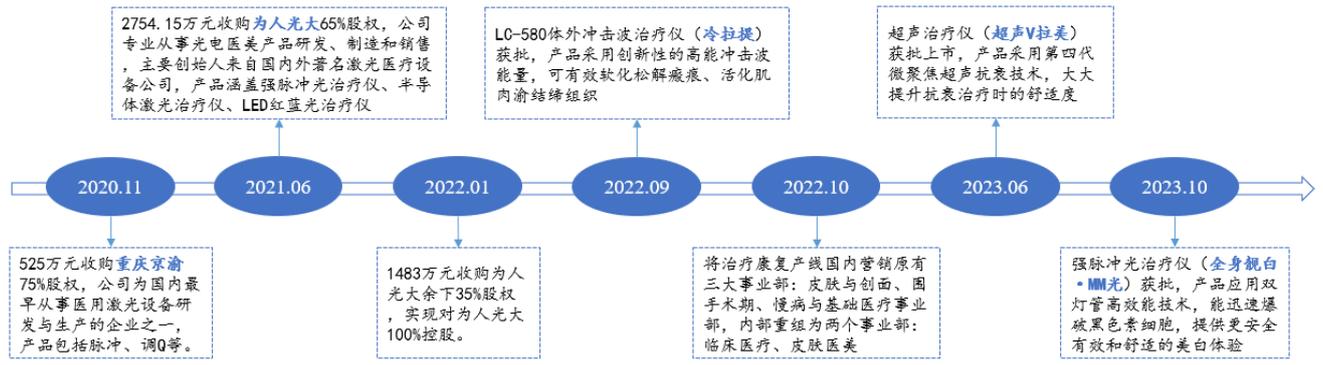


数据来源：Medical Insight，东北证券

### 3.2.2. 医美布局循序渐进，建立完备产品矩阵

适时进军光电医美，逐步健全医美产线。公司早于 2019 年便开始筹划进入医美领域，后于 2020 和 2021 年收购重庆京渝和为人光大，获得激光医美产品，加上公司治疗康复产品线原有的皮肤科产品，以及收购整合后新注册的产品如冷拉提、超声 V 拉美和 MM 光等，形成了完善的光电医美器械产品线。此外公司于 2022 年 10 月将治疗康复产线国内营销原有三大事业部：皮肤与创面、围手术期、慢病与基础医疗事业部，内部重组为“临床医疗”和“皮肤医美”两个事业部，未来将围绕这两个大方向发展，公司对医美板块的重视程度正不断加深。

图 47：公司医美业务线建设历程



数据来源：公司公告，东北证券

图 48：重庆京渝发展历程



数据来源：重庆京渝官网，东北证券

图 49：公司收购为人光大所获得专利

专利名称	授权日期
一种强脉冲光治疗仪	2021/7/27
一种 LED 红蓝光治疗仪	2021/7/27
一种用于红外光磁波理疗的石墨烯红外治疗头机构	2021/6/29
一种适用于红外光磁波理疗的磁脉冲治疗装置	2021/7/2
一种光纤激光治疗仪	2021/4/16
一种半导体激光治疗仪	2021/3/30

数据来源：公司公告，东北证券

光电医美矩阵完善，满足机构一站式采购需求。公司目前光电医美产品分为三大类，第一类基础光电类产品包括半导体激光治疗仪、调 QNd:YAG 激光治疗机和红蓝光治疗仪；第二类特色能量产品包括脉冲激光治疗机、体外冲击波治疗仪、超声治疗仪和强脉冲光治疗仪等；第三类为医美耗材类。公司依靠自身在产品研发上的先发优势，以及丰富的医疗器械获证经验，快速的打造出完备的产品矩阵，满足下游机构的多样化需求。

表 14：公司医美产品矩阵

产品名称	治疗功效	主要优势	注册编号	产品图示
强脉冲光治疗仪 (MM 光)	用于血管性疾病、皮肤表浅的色素性疾病及减少毛发的辅助治疗	双灯管窄谱光输出、超脉冲双核精准光子美白技术	湘械注准 20232091026	
超声治疗仪 (超声 V 拉美)	适用于人体的颈肩部、腰腹部和四肢部位慢性软组织损伤性疼痛的治疗，皮肤瘢痕和神经性皮炎的辅助治疗	大焦域高频率、特色巡航模式、毫秒级短脉冲	湘械注准 20232090233	
体外冲击波治疗仪 (冷拉提)	促进局部血液循环、软化松懈瘢痕、活化肌肉和结缔组织	纤巧便捷、智控大屏、进口压缩机	湘械注准 20212092394	
脉冲激光治疗机	体表赘生物的去，面部除皱及痘疤样疤痕的治疗，激光眼袋成形术	脉宽窄、损伤小、点阵功能	渝械注准 20182240161	
调 QNd:YAG 激光治疗机	用于去除纹身，在医疗机构中使用	热损伤小、双循环恒温冷却	国械注准 20193090681	
强脉冲光治疗仪	适用于皮肤色素性疾病的的治疗	能量输出稳定均匀、进口氙灯使用寿命长	粤械注准 20202091430	
半导体激光治疗仪	适用于毛发去除，在医疗机构使用	舒适性好、效率高、触屏操作	国械注准 20193010390	
红蓝光治疗仪	用于治疗炎症性痤疮	光功率密度高、治疗光面积大	渝械注准 20202090135	
光子治疗仪 (红蓝黄光)	消炎、镇痛、对体表创面有止渗液、促进肉芽组织生长、加速愈合作用	操作简单、安全性高、治疗面积可调	粤械注准 20162091553	
光子治疗仪	消炎、镇痛，对体表创面有止渗液、促进肉芽组织生长、加速愈合作用	高能窄谱光源、光源调节灵活、能量多级可调	湘械注准 20222091732	
紫外线治疗系统	适用于银屑病、白癜风的辅助治疗	靶向性治疗、治疗便捷、安全性高	粤械注准 20162090940	

数据来源：公司官网，NMPA，东北证券

### 3.2.3. 重点打造核心大单品，兼顾产品效果与用户体验

公司在光电医美板块主要通过打造核心大单品提高品牌知名度和产品认可度，进而拉动其余产品协同销售。目前公司已成功打造两大核心单品“冷拉提”及“超声 V 拉美”，并持续推新以建立完备的产品矩阵。

核心技术引领抗衰浪潮，“冷拉提”获市场广泛好评。公司历时5年研发的光电医美产品“冷拉提”于2022年9月获批，全称为“冷拉提超脉冲智能冲击波抗衰系统”，具有促进局部血液循环、软化松解瘢痕、活化肌肉与结缔组织的作用，临床用途包括紧肤抗衰、改善肤色等。“冷拉提”的核心技术在于“超脉冲转换阀”，公司已围绕其获得了十余项专利技术，“超脉冲转换阀”可将冲击波能量压缩到极窄的脉冲中发射，从而使能量的峰值功率提高几个数量级；与传统的光电器械相比，其优点在于操作的过程中皮肤温度不会上升，可有效避免烫伤和热刺激，同时还可缓解因过度热刺激或注射不当导致的凝固、粘连、结节、疤痕等问题。凭借显著技术优势和加强宣传推广，“冷拉提”有望在抗衰领域成为新一代爆品，带动公司光电医美板块快速发展。

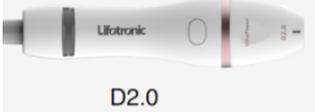
表 15：“冷拉提”三种手柄对比

名称	36mm 胶原蛋白枪	20mm 抗衰全能头	15mm 提拉塑形枪
图示			
原理	声孔效应+机械效应	机械效应	空化效应、空化效应+机械效应
作用区域	表皮和真皮层	真皮层、脂肪层和浅筋膜层	脂肪层、筋膜层
靶向组织	基底细胞层、乳突层末梢血管/神经、浅层胶原纤维等	网状层胶原/弹性纤维、韧带结缔组织等	顽固脂肪团、异常结节组织、深层肌肉、深层筋膜层等
主要作用	改善肤质、祛皱抗衰	提拉紧致、细胞修复	深层抗衰、V脸塑形
经典项目	童颜+各型功效产品表皮渗透，全皮层细胞营养链激活(焕活)等	面部紧致塑形、苹果肌提升、纹路改善等	瘦脸、口角囊袋、小v脸、少女线精雕等

数据来源：公司公众号，东北证券

超声新品兼具治疗效果与舒适度，助力医美业务继续迈进。“超声V拉美”于2023年3月获批，产品采用微聚焦超声波以及超短脉冲输出等技术，通过在真皮层中产生微损伤，促进皮下胶原再生、网状层弹性纤维变直以及SMAS筋膜层收缩，可产生紧致提拉和抗衰等效果。相对于超声领域的其他竞品，“超声V拉美”具有温和加热，舒适度更高，术后疼痛感大幅减轻以及恢复期更短等优势，实现产品治疗效果与舒适度的平衡。

表 16：“超声V拉美”六大治疗头对比

规格	2.0mm·淡纹	3.0mm·紧致	4.5mm·提拉
炮头图示			
刀头图示			
作用层次	真皮层	皮下浅脂肪层	SMAS筋膜层
主要效果	刺激胶原再生，淡化深层皱纹	紧致皮肤，改善轮廓	提拉肌底，紧致提拉

数据来源：公司公众号，东北证券

全新推出光子产品，持续完善产品线。公司最新光电产品“全身靓白.MM光”于2023年10月获批，产品采用双灯管高效能技术，可实现面部及全身的肤色美白和嫩肤。与传统光子产品相比，MM光具有靶向性更高、没有迟发反应和智能温感等技术优

势，从而美白体验更为安全有效和舒适。产品定位为基础的激光类产品，下游机构需求旺盛，可进一步丰富公司产品线和满足下游机构一站式采购需求。

### 3.3. 消费者健康：由 B 端至 C 端，具备先天技术优势

布局 C 端市场，覆盖医疗及医美板块。公司 2022 年新成立消费者健康事业部，专注于将临床使用的治疗康复器械家用化、小型化及美观化，开发出适合于居家使用的智能化设备，结合不断推出的家用医疗美容器械，将公司产品市场由传统的机构端逐步延伸至消费者端，覆盖家庭医疗、慢病康复、生活美容等需求。

图 50：公司消费者健康板块主要产品



数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

加强营销推广，建设专业品牌形象。在消费者健康业务板块，公司具有技术上的先天优势，长期的医疗器械研发与生产经验均可复用至家用产品。但医用与家用赛道在营销方面存在较大差异，公司通过多种方式强化家用产品营销与品牌建设，包括建立专业的营销团队，搭建电商服务平台，以及不断学习和积累相关营销理念，在为消费者提供高品质产品的同时附加高质量的服务。

图 51：公司自主运营的电商平台



数据来源：淘宝旗舰店，京东旗舰店，东北证券

图 52：公司光子面罩获良好反响

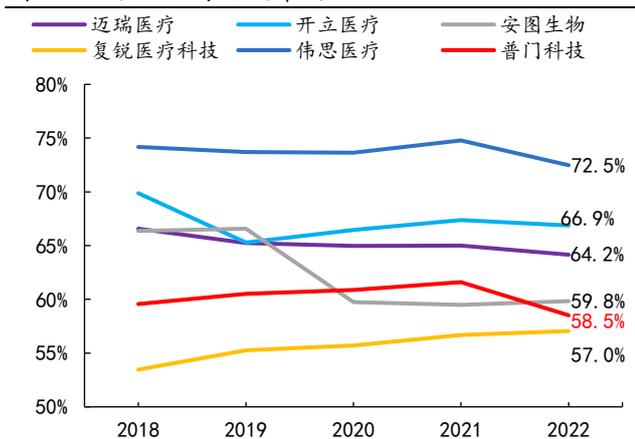


数据来源：公司公众号，东北证券

## 4. 同业比较

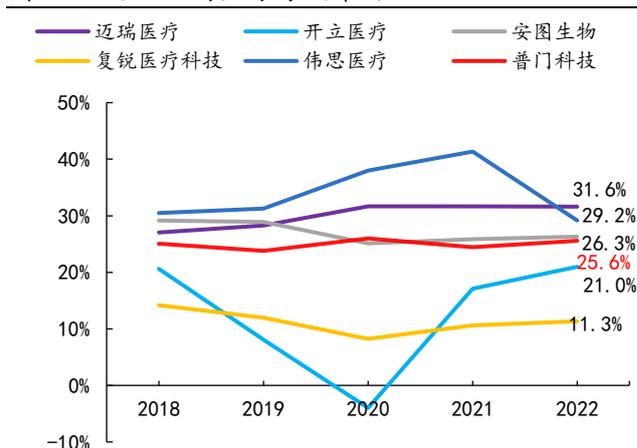
公司盈利能力及费用率均处于行业中等水平。对比同行业公司来看，普门科技毛利率及归母净利率处于行业平均水平，ROE 则表现十分稳健，并逐渐跃居同行业中上水平。费用率表现来看，普门科技整体费用率稳步下降，为行业中等水平，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率均位于行业低位，仅研发费用率快速提升至行业首列，主要系公司不断加强研发投入以夯实自身技术壁垒。

图 53: 可比公司毛利率对比



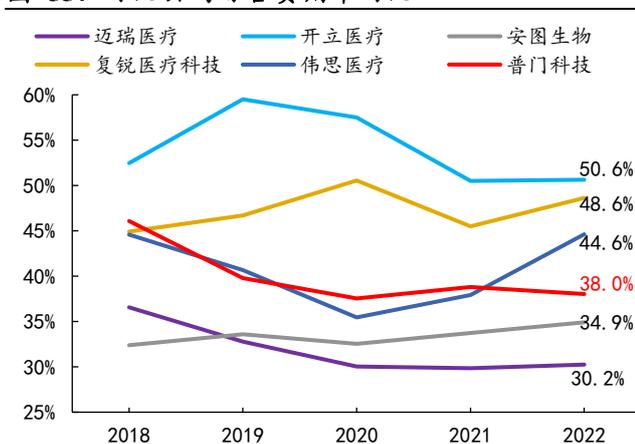
数据来源: wind, 东北证券

图 54: 可比公司归母净利率对比



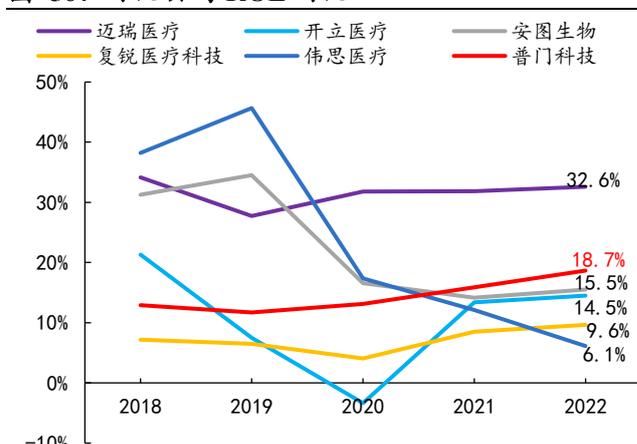
数据来源: wind, 东北证券

图 55: 可比公司综合费用率对比



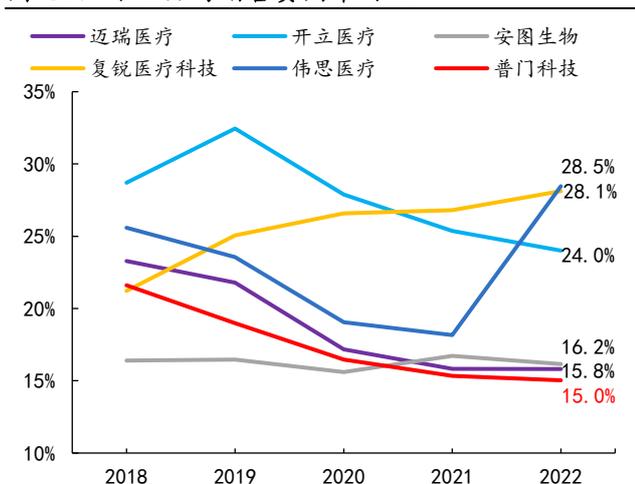
数据来源: wind, 东北证券

图 56: 可比公司 ROE 对比



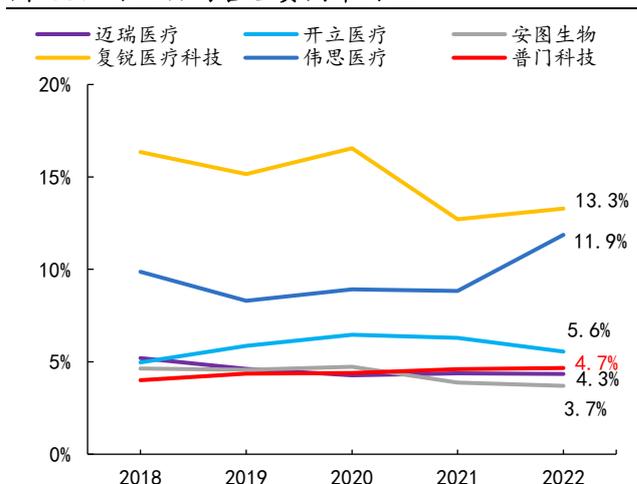
数据来源: wind, 东北证券

图 57: 可比公司销售费用率对比



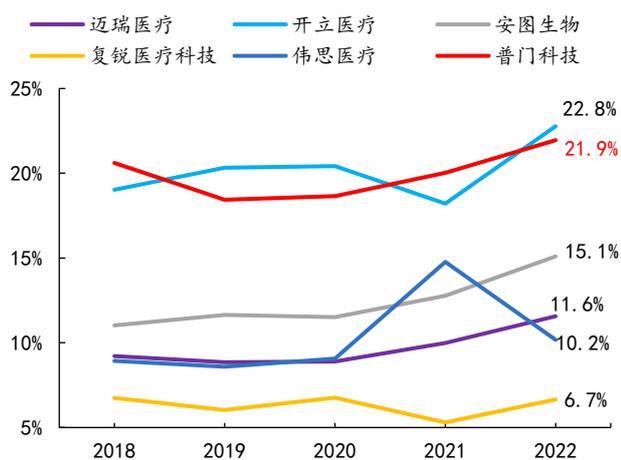
数据来源: wind, 东北证券

图 58: 可比公司管理费用率对比



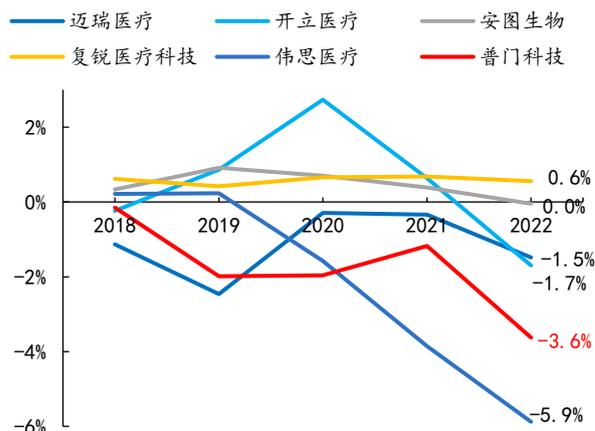
数据来源: wind, 东北证券

图 59：可比公司研发费用率对比



数据来源：wind，东北证券

图 60：可比公司财务费用率对比



数据来源：wind，东北证券

## 5. 盈利预测

核心假设：

### 1) 治疗与康复类：

皮肤医美：

主要包括“冷拉提”、“超声 V 拉美”和其他产品三部分，预计“冷拉提”和“超声 V 拉美”装机量稳步提升，但后者由于技术原理的接受度更高，装机量大于“冷拉提”，同时两者单价均逐年略有回落；此外其他产品主要为光子等产品，随新品迭代预计保持稳定收入增速。

临床医疗：

随公司扩张外科及内窥镜等领域业务，整体设备销售量预计稳步增加，在产品结构变化及集采等因素影响下，产品单价略有下滑。

消费者健康：

消费者健康业务处于初始阶段，收入暂未单独列入，分别归入临床医疗的家用产品类目和皮肤医美的其他光电产品类目。

### 2) 体外诊断类：

伴随大小发光等设备平稳装机，以及国际市场库存逐渐出清，公司 IVD 板块业务增速有望有所回升。

### 3) 其他业务收入：

主要来自于公司向终端客户提供的设备维修、配件更换等售后服务，预计与设备类营收比例保持相对稳定。

表 17：公司收入预测

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	778.11	983.04	1240.37	1608.59	2043.39
yoy	40.50%	26.34%	26.18%	29.69%	27.03%
治疗与康复类	180.39	227.42	355.70	512.54	668.81
yoy	14.43%	26.07%	56.40%	44.09%	30.49%
占比	23.18%	23.13%	28.68%	31.86%	32.73%
皮肤医美	25.00	59.00	127.95	214.28	284.51
yoy	--	136.00%	116.86%	67.47%	32.78%
占比	3.21%	6.00%	10.32%	13.32%	13.92%
冷拉提	0.00	34.00	50.70	84.00	116.90
yoy	--	--	49.12%	65.68%	39.17%
占比	--	3.46%	4.09%	5.22%	5.72%
超声 V 拉美	0.00	0.00	51.00	101.40	134.40
yoy	--	--	--	98.82%	32.54%
占比	--	--	4.11%	6.30%	6.58%
其他光电设备	25.0	25.0	26.3	28.9	33.2
yoy		0.00%	5.00%	10.00%	15.00%
占比	3.21%	2.54%	2.12%	1.80%	1.63%
临床医疗	155.39	168.42	227.75	298.27	384.30
yoy	12.90%	8.39%	35.23%	30.96%	28.85%
占比	19.97%	17.13%	18.36%	18.54%	18.81%
体外诊断类	592.47	748.57	871.10	1078.09	1352.34
yoy	52.60%	26.35%	16.37%	23.76%	25.44%
占比	76.14%	76.15%	70.23%	67.02%	66.18%
检验设备	145.58	268.34	322.86	385.57	443.41
yoy	-20.86%	84.33%	20.32%	19.42%	15.00%
占比	18.71%	27.30%	26.03%	23.97%	21.70%
检验试剂	446.90	480.23	548.24	692.52	908.93
yoy	118.73%	7.46%	14.16%	26.32%	31.25%
占比	57.43%	48.85%	44.20%	43.05%	44.48%
其他业务收入	5.24	7.05	13.57	17.96	22.24
yoy	-33.86%	34.45%	92.46%	32.36%	23.84%
占比	0.67%	0.72%	1.09%	1.12%	1.09%

数据来源：wind，东北证券

**投资建议：**公司体外诊断与治疗康复业务双轮发展，光电医美及消费者健康业务潜力十足，持续拉动公司业绩稳定增长。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.40/16.09/20.43 亿元，归母净利润分别为 3.35/4.31/5.51 亿元，对应 PE 分别为 28/22/17 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18：财务摘要

百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	778	983	1,240	1,609	2,043
(+/-)%	40.50%	26.34%	26.18%	29.69%	27.03%
归属母公司净利润	190	251	335	431	551
(+/-)%	32.23%	32.12%	33.19%	28.67%	27.86%
每股收益(元)	0.45	0.60	0.79	1.01	1.29
市盈率	51.11	29.72	28.41	22.08	17.27
市净率	7.73	5.23	5.36	4.58	3.86
净资产收益率(%)	16.08%	18.75%	18.87%	20.76%	22.34%
股息收益率(%)	0.80%	1.06%	1.16%	1.25%	1.34%
总股本(百万股)	422	422	426	426	426

数据来源：wind，东北证券

---

## 6. 风险提示

### 1) 集采表现不及预期

IVD领域集采频繁,涉及公司旗下多项产品,倘若公司产品在各轮集采中表现不佳,或将面临市场份额下降的风险。

### 2) 行业监管政策趋严

公司目前医药业务收入占比较大,容易受到医药行业相关政策的冲击。医美行业监管政策持续趋严,同样可能会对公司业务开展带来一定影响。

### 3) 消费不及预期

医美终端消费情况与公司光电设备销售存在直接关联,如果消费表现不及预期,将影响公司医美板块业绩。

### 4) 医美新品表现未及预期

公司医美板块业绩高度依赖新品销售,若光电医美设备新产品推广缓慢,未能快速构建稳定合作渠道以及占领消费者心智,可能导致医美板块业绩表现不理想。

### 5) 业绩预测和估值判断不达预期

报告中有关公司的业绩与估值预测均为根据现有公开信息判断得出,若市场环境及公司自身经营层面发生重大变革,可能导致相关预测未能达到预期水平。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	932	1,201	1,430	1,752	净利润	251	335	431	551
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	6	5	6	8
应收款项	95	110	134	158	折旧及摊销	27	36	41	46
存货	142	153	184	213	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	14	14	14	14	财务费用	-25	8	8	8
<b>流动资产合计</b>	<b>1,194</b>	<b>1,492</b>	<b>1,780</b>	<b>2,159</b>	投资损失	-1	-6	-2	-2
可供出售金融资产					运营资本变动	15	-13	-15	-19
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-2	1	1	1
固定资产	215	242	268	291	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>272</b>	<b>367</b>	<b>471</b>	<b>593</b>
无形资产	100	105	110	115	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-533</b>	<b>-88</b>	<b>-104</b>	<b>-104</b>
商誉	66	81	96	111	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>53</b>	<b>-19</b>	<b>-138</b>	<b>-168</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>626</b>	<b>683</b>	<b>746</b>	<b>805</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>31</b>	<b>242</b>	<b>329</b>	<b>443</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,821</b>	<b>2,175</b>	<b>2,526</b>	<b>2,964</b>					
短期借款	132	132	132	132					
应付款项	71	73	85	95					
预收款项	0	0	0	0					
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
<b>流动负债合计</b>	<b>368</b>	<b>389</b>	<b>439</b>	<b>486</b>					
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	9	7	7	7					
<b>长期负债合计</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>					
<b>负债合计</b>	<b>377</b>	<b>396</b>	<b>446</b>	<b>493</b>					
归属于母公司股东权益合计	1,440	1,775	2,076	2,467					
少数股东权益	4	4	4	4					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,821</b>	<b>2,175</b>	<b>2,526</b>	<b>2,964</b>					

利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>983</b>	<b>1,240</b>	<b>1,609</b>	<b>2,043</b>
营业成本	408	475	613	760
营业税金及附加	9	12	16	20
资产减值损失	-4	-5	-6	-8
销售费用	148	185	245	317
管理费用	46	59	71	88
财务费用	-36	-18	-31	-40
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1	6	2	2
<b>营业利润</b>	<b>256</b>	<b>357</b>	<b>459</b>	<b>587</b>
营业外收支净额	0	0	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>257</b>	<b>356</b>	<b>459</b>	<b>586</b>
所得税	5	21	28	35
净利润	251	335	431	551
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>251</b>	<b>335</b>	<b>431</b>	<b>551</b>
少数股东损益	0	0	0	0

财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.60	0.79	1.01	1.29
每股净资产 (元)	3.41	4.16	4.87	5.79
每股经营性现金流量 (元)	0.64	0.86	1.10	1.39
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	26.3%	26.2%	29.7%	27.0%
净利润增长率	32.1%	33.2%	28.7%	27.9%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	58.5%	61.7%	61.9%	62.8%
净利润率	25.6%	27.0%	26.8%	27.0%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	26.77	29.73	27.23	25.72
存货周转天数	112.64	112.08	99.21	94.02
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	20.7%	18.2%	17.7%	16.6%
流动比率	3.24	3.83	4.05	4.44
速动比率	2.80	3.38	3.57	3.94
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	15.0%	14.9%	15.2%	15.5%
管理费用率	4.7%	4.7%	4.4%	4.3%
财务费用率	-3.6%	-1.4%	-2.0%	-1.9%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	29.72	28.41	22.08	17.27
P/B (倍)	5.23	5.36	4.58	3.86
P/S (倍)	7.66	7.67	5.92	4.66
净资产收益率	18.8%	18.9%	20.8%	22.3%

资料来源：东北证券

### 研究团队简介:

李森蔓：香港大学硕士，浙江大学本科，现任东北证券商贸零售组组长。2018年以来具有4年证券研究从业经历，2019年金牛奖研究团队第3名。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A股市场以沪深300指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	