

2024年05月22日

普门科技 (688389.SH)

—— IVD 与治疗康复齐飞，器械平台型公司启程

买入 (首次覆盖)

投资要点:

- 体外诊断与治疗康复双轮驱动，多元业务发展，器械平台型公司雏形初现。**公司成立于2008年，作为国内治疗康复产品先驱，从光子治疗单品，持续深耕，针对呼吸重症、创面治疗、疼痛治疗等场景提供不同产品，形成医用和家用解决方案。公司横向布局体外诊断，以电化学发光优势产品，配合糖化血红蛋白分析仪、特种蛋白等特色品种，IVD已成为公司核心业务，与治疗康复双轮驱动态势显著。公司进一步通过自研、并购进军光电医美、内窥镜领域，多元业务发展规划清晰，长期器械平台型公司雏形初现。
- 体外诊断产品差异化竞争，收入稳健增长可期。**2023年公司IVD业务收入达到8.29亿元，同比增长10.73%，收入占比维持在70%以上，核心业务相对稳定，公司eCL系列电化学发光产品，底层技术媲美进口头部品牌，定位头部医疗机构临床科室、基层检验科，错位竞争优势明显，在政策支持下装机稳步提升。公司糖化血红蛋白产品技术路线与国际主流一致，核心层析介质的自主化，使得公司产品综合竞争力处于全球领先水平。
- 治疗康复产品矩阵丰富，光电医美引领快速发展。**2023年公司治疗与康复业务收入3.04亿元，同比增长33.79%。除光子治疗仪外，公司持续开发血栓预防、排痰治疗、医疗美容、家用医疗等产品，产品矩阵成型，光子治疗仪类拳头产品在头部医疗机构口碑优秀。光电医美产品的补充，引导治疗康复产线进入高速增长通道，随着非公医疗事业部的成立，专业固定团队进一步拓展各类医美下游用户，对口渠道使得激光治疗设备、光子美容设备有的放矢，为后续耗材的长期使用奠定基础，光电医美产品有望持续快速增长。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为4.28、5.45和6.92亿元，增速分别为30.40%、27.19%、27.02%。当前股价对应的PE分别为20、16、12倍。选取迈瑞医疗、新产业作为IVD可比公司，翔宇医疗作为治疗与康复可比公司，可比公司2024年平均PE为26倍，基于公司在IVD具有错位竞争优势，治疗与康复业务处于快速增长阶段。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险、新品推广不及预期风险、政策变动风险。

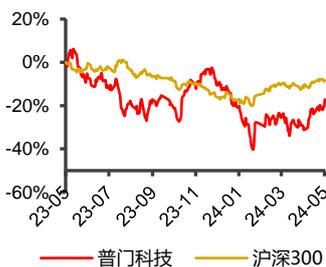
证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股票数据: 2024年5月22日

收盘价(元)	19.89
一年内最高/最低(元)	26.81/13.80
总市值(亿元)	85

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	983.04	1145.72	1472.44	1877.21	2379.37
同比增长率(%)	26.34%	16.55%	28.52%	27.49%	26.75%
毛利率(%)	58.52%	65.81%	66.21%	66.87%	67.40%
归母净利润(百万元人民币)	251.50	328.58	428.48	544.97	692.21
同比增长率(%)	32.12%	30.65%	30.40%	27.19%	27.02%
每股收益(元人民币/股)	0.59	0.77	1.00	1.27	1.62
ROE(%)	17.47%	18.29%	20.81%	22.77%	24.57%
市盈率	35	27	20	16	12

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.28、5.45 和 6.92 亿元，增速分别为 30.40%、27.19%、27.02%。当前股价对应的 PE 分别为 20、16、12 倍。选取迈瑞医疗、新产业作为 IVD 可比公司，翔宇医疗作为治疗与康复可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 26 倍，基于公司在 IVD 具有错位竞争优势，治疗与康复业务处于快速增长阶段。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) IVD 产线：基于公司产品在临床科室、基层检验场景优势明显，海外各地注册逐步完成，客户磨合成熟度提高，2024-2026 年 IVD 产线收入分别为 10.79、13.69、17.25 亿元，同比增速分别为 30.19%、26.82%、26.01%；
- 2) 治疗与康复产线：考虑到公司产品丰富度不断增加，光电医美产品装机量提升带动配套耗材销售，假设公司 2024-2026 年治疗与康复产线收入分别为 3.68、4.71、5.98 亿元，同比增速分别为 20.98%、27.91%、27.05%。

投资逻辑要点

普门科技是医疗器械中具有显著特点的公司，核心 IVD 产品错位竞争优势明显，电化学发光产品技术领先，目标客户群体主要是头部医院临床科室、基层检测用户，与糖化血红蛋白、特种蛋白系列产品配合，奠定核心 IVD 产品稳定增长。

治疗与康复产线在光电医美的补充下，回到快速增长区间，随着冷拉提、超声炮等产品逐步成熟，在长期需求不变情况下，有望成为公司高速增长品种。

核心风险提示

行业竞争加剧风险、新品推广不及预期风险、政策变动风险。

目录

1.IVD、治疗康复、光电医美多元化布局的器械平台公司.....	5
2.IVD 守正出奇，政策利好差异化布局	7
2.1 电化学发光技术稀缺，渠道错位竞争	8
2.2 糖化血红蛋白突破关键核心，性能媲美一线.....	10
3.创面治疗先驱，光电医美加速放量	11
3.1 光子治疗性能国内领先，效果获得头部用户口碑	12
3.2 自研+并购构建光电医美，步入快速增长轨道	13
4.盈利预测及估值	14

图表目录

图表 1: 公司产线汇总	5
图表 2: 2016-2024Q1 年公司收入(百万元)及增速(%)	5
图表 3: 2016-2024Q1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)	5
图表 4: 2016-2023 年公司营业收入 (百万元)	6
图表 5: 2016-2023 年公司海外收入 (百万元) 及占比(%)	6
图表 6: 2016-2023 年公司毛利率及净利率变化(%)	7
图表 7: 2016-2023 年公司费用率变化(%)	7
图表 8: 2018-2028 年全球 IVD 市场容量 (亿美元)	7
图表 9: 2022 年全球 IVD 竞争格局	7
图表 10: 2017-2022 年国内 IVD 市场容量(亿元)	8
图表 11: 2015-2024 年国内化学发光市场容量(亿元)	8
图表 12: 疑似 NSTE-ACS 患者肌钙蛋白诊断流程	9
图表 13: 千县工程设备配置要求	9
图表 14: 公司化学发光系列系统	10
图表 15: 2020-2028 年全球糖化血红蛋白检测市场容量(亿美元)	10
图表 16: 2023 年国内糖化血红蛋白竞争格局	11
图表 17: 2018-2026 年国内康复医疗器械市场 (亿元)	12
图表 18: 2016-2018 年公司光子治疗仪各层级医院装机情况	13
图表 19: 2016-2022 年国内光电医美行业市场容量(亿元)	13
图表 20: 公司部分光电医美系统	14
图表 21: 2024-2026 年普门科技收入预测 (百万元)	14
图表 22: 可比公司估值情况	15
图表 23: 普门科技合并利润表 (百万元)	16
图表 24: 普门科技合并现金流量表 (百万元)	16
图表 25: 普门科技合并资产负债表 (百万元)	17

1.IVD、治疗康复、光电医美多元化布局的器械平台公司

普门科技于 2008 年成立于深圳，以光子治疗仪起家，持续丰富治疗与康复产线，并跨赛道布局体外诊断产品。目前公司形成体外诊断 IVD 与治疗康复双轮驱动的格局，持续拓展光电医美、内窥镜、消费者健康等多元化产品，形成核心产品“设备+耗材”的业务模式，逐步朝多元化平台型器械公司发展。

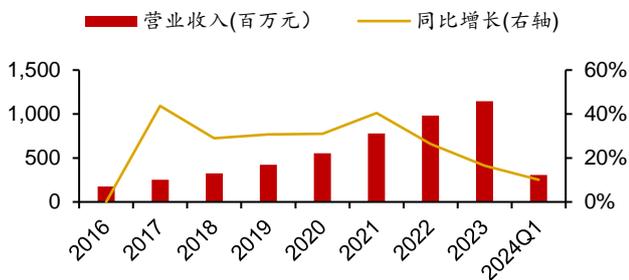
图表 1：公司产线汇总

体外诊断	临床医疗	皮肤医美	消费者健康
电化学发光免疫分析技术平台	呼吸、围术与重症	强脉冲光治疗仪	透明质酸精华液
液相色谱层析技术平台	VTE 防治能力建设	超声治疗仪	空气环压肌力恢复系统
免疫比浊技术平台	创面治疗与修复产品	体外冲击波治疗仪	面罩式光子美容仪
分子诊断技术平台	疼痛治疗与健康	脉冲激光治疗仪	光子治疗仪
血凝力学检测平台		半导体激光治疗仪	红外治疗仪
免疫荧光层析技术平台		红蓝光治疗仪	高频振动排痰系统
配套试剂		光子治疗仪	结肠水疗仪
			脉冲磁治疗仪
			空气波压力治疗系统

资料来源：普门科技官网，华源证券研究

2023 年公司收入 11.46 亿元，同比增长约 17%，24Q1 收入 3.06 亿元，同比增长 10%，主要因 23Q1 心肌类、炎症类标志物检测需求增加，导致基数较高所致；2023 年归母净利润为 3.29 亿，同比增长约 31%，增速高于收入主要因公司毛利率提高至 65.81% (+7.29pp)，且研发费率有所改善 (yoy-2.55pct)。

图表 2：2016-2024Q1 年公司收入(百万元)及增速(%)



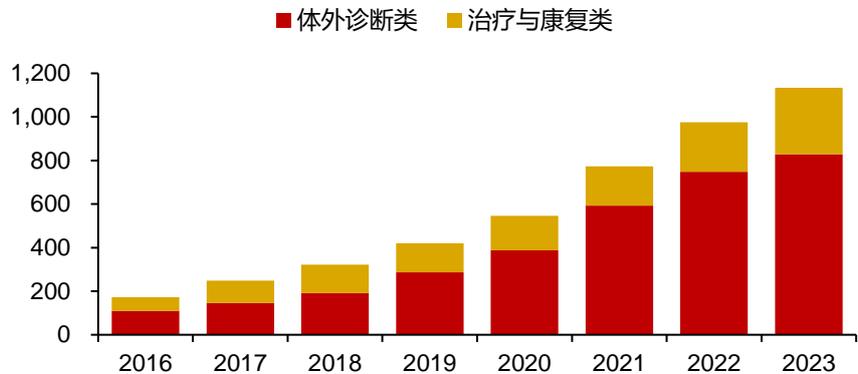
资料来源：ifind，华源证券研究

图表 3：2016-2024Q1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)



资料来源：ifind，华源证券研究

产线维度，IVD 收入 8.29 亿元，增长超过 10%，整体收入占比 72%；治疗与康复业务收入 3.04 亿元，增长接近 34%。

图表 4：2016-2023 年公司营业收入（百万元）


资料来源：ifind，华源证券研究

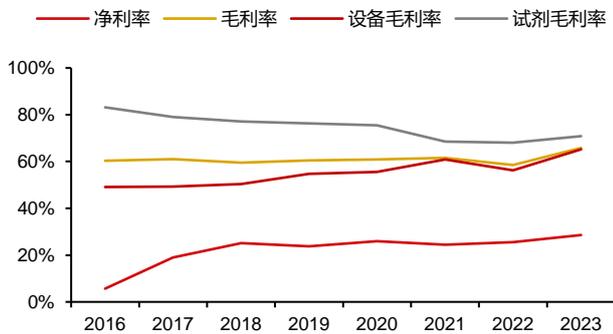
公司产品累计进入 100 多个国家和地区，并在俄罗斯和印尼设立海外子公司，国际营销运营体系已进入良性发展阶段。2023 年海外业务收入为 3.24 亿元，2016-2023 年收入复合增速达到 65.01%。

图表 5：2016-2023 年公司海外收入（百万元）及占比(%)

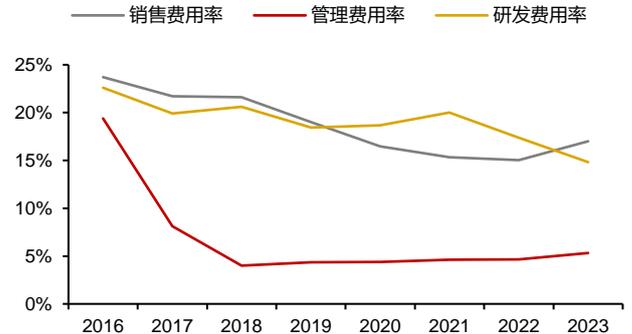

资料来源：ifind，华源证券研究

2016-2023 年，公司毛利率基本维持在 60%左右，其中 IVD 毛利率稳步提升，2023 年达到 65%，提升近 9pct，而治疗与康复产品，新品迭代较快，毛利率有所影响，但整体保持在 70%左右水平。

公司有序控制研发和市场推广节奏，费用整体控制在较为合理水平，净利率稳步提升，2023 年达到历史新高近 29%。

图表 6：2016-2023 年公司毛利率及净利率变化(%)


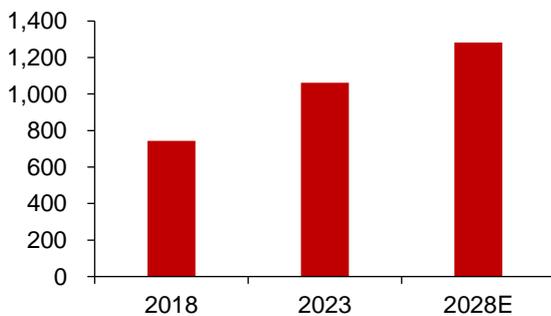
资料来源：ifind，华源证券研究

图表 7：2016-2023 年公司费用率变化(%)


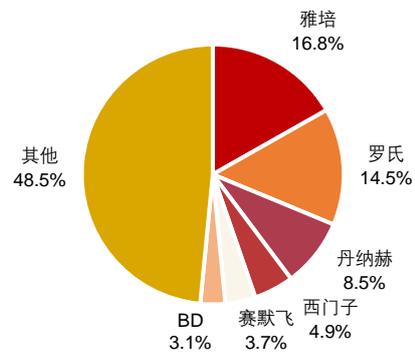
资料来源：ifind，华源证券研究

2.IVD 守正出奇，政策利好差异化布局

全球体外诊断市场发展处于成熟阶段，其市场空间从 2018 年的 743 亿美元增长至 2023 年的 1063 亿美元，年复合增速为 7.41%。2023-2028 年市场空间年复合增速为 3.83%。2022 年雅培、罗氏在全球竞争力较强，占比分别为 16.8%和 14.5%，其次为丹纳赫、西门子、赛默飞等。

图表 8：2018-2028 年全球 IVD 市场容量 (亿美元)


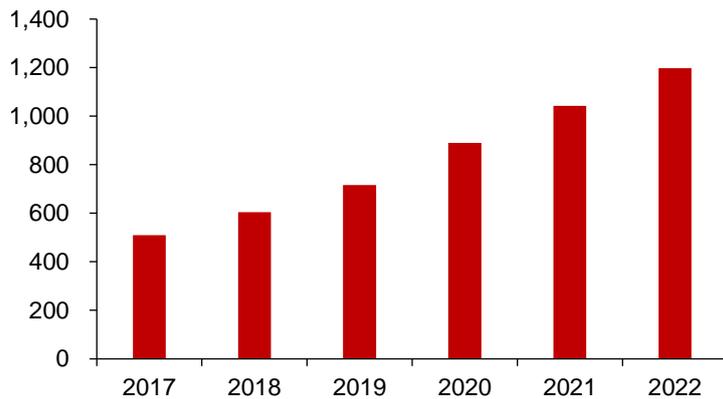
资料来源：Kalorama，华源证券研究

图表 9：2022 年全球 IVD 竞争格局


资料来源：Kalorama，各公司年报，华源证券研究

2017-2022 年，国内体外诊断市场从 510 亿增长至 1197 亿，年复合增速为 18.61%，受核酸检测类产品基数影响，2022 年同比增速放缓至 14.88%。

图表 10: 2017-2022 年国内 IVD 市场容量(亿元)

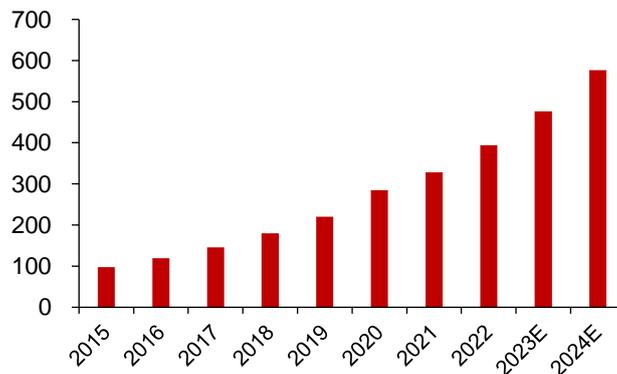


资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2023)》, 医械汇, 华源证券研究

2.1 电化学发光技术稀缺, 渠道错位竞争

2024 年, 国内化学发光市场容量预计达到 577 亿元, 是体外诊断中细分占比最大的产品, 2015-2024 年复合增长率为 21.87%。罗氏、雅培、贝克曼、西门子进口四大家占据领先主要市场份额, 合计接近 70%, 进口替代空间较大。

图表 11: 2015-2024 年国内化学发光市场容量(亿元)

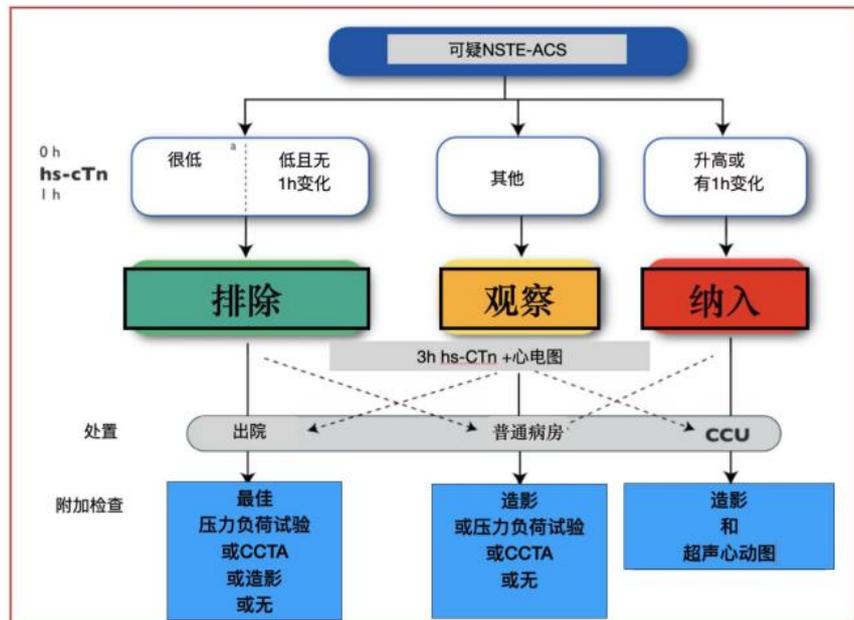


资料来源: 中国医疗器械蓝皮书, 华经产业研究, 华源证券研究

欧洲心脏病协会(ESC)、美国心脏病学会基金会(ACCF)、美国心脏协会(AHA)和世界心脏联盟(WHF)共同制订的“心肌梗死通用定义”强调肌钙蛋白等心肌标记物是心肌梗死重要辅助诊断手段, 并对 0-1 小时快速诊断的时效性做出重要推荐 (I 类推荐, 证据等级 B)。

2023 年, 国家胸痛中心专家委员会等发布《胸痛救治单元建设方案及验收标准》(第 2 版), 也强调对应胸痛救治单元应在 20 分钟内获取肌钙蛋白诊断结果, 对于临床设备快速诊断能力提出要求。

图表 12：疑似 NSTEMI-ACS 患者肌钙蛋白诊断流程



资料来源：欧洲心脏病学会指南，健康界，华源证券研究

2021年11月，国家卫健委印发了《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025年）》，方案提出：补齐县医院医疗服务和管理能力短板，逐步实现县域内医疗资源整合共享，全国至少1000家县医院达到三级医院医疗服务能力水平，检验科和病理科都具有配备化学发光设备的需求，基层需求大。

图表 13：千县工程设备配置要求

科室	设备配置需求
检验科	血凝仪、电解质分析仪、基因扩增仪、血流变仪、糖化血红蛋白仪、特种蛋白分析仪、血培养仪、尿中有形成分分析系统、细菌/药敏鉴定仪、电泳分析仪、流式细胞仪、血球分析仪（五分类）、全自动生化分析仪、全自动酶免分析仪、自动化学发光仪、血气分析仪、急诊生化分析仪、尿液分析仪、生物安全柜，微量元素分析仪
病理科	原则上至少配置直接数字化X线摄影系统（DR）、彩色B超机、心电图机、全自动生化分析仪、自动化学发光仪、血凝仪、麻醉机、呼吸机、除颤仪、救护车

资料来源：国家卫生健康委，华源证券研究

2017年，普门电化学发光系统 eCL8000 取得国内注册证，打破了进口巨头罗氏在电化学发光技术的垄断，定位临床科室及基层用户；2022年，eCL9000 高速电化学发光免疫分析仪获批国内注册证，补充检验科、ICL 等高通量场景产品。电化学发光技术具有检测范围广、灵敏度高等优点，行业头部厂家学术推广、临床对比数据背书，终端认可度较高。

图表 14：公司化学发光系列系统



资料来源：普门科技官网，华源证券研究

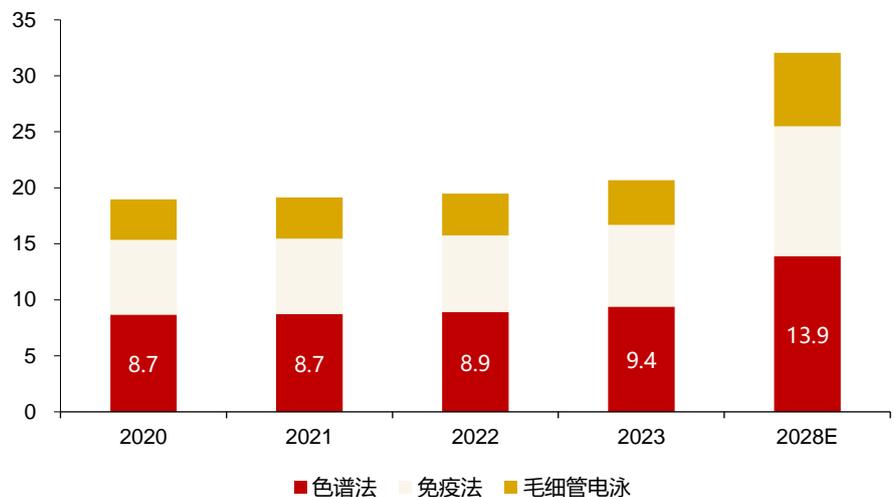
电化学发光的技术特点，配合渠道错位竞争优势，使得公司化学发光产品异军突起，引领体外诊断产线高于行业平均增长。

2.2 糖化血红蛋白突破关键核心，性能媲美一线

糖化血红蛋白检测，能够反映患者过去 2-3 个月血糖平均水平，作为常规血糖的中药补充，全面评价糖尿病的治疗控制程度。

2022 年糖化血红蛋白检测市场约 19 亿美元，预计 2028 年达到 32 亿美元，2023-2028 年复合增长率为 9.2%。高效液相色谱法(HPLC)、免疫法和毛细管电泳是主要检测方法，其中色谱法是检测金标准，也是 IFCC 和 NGSP 推荐方法学，对应 22 年和 28 年市场容量分别为 8.9、13.9 亿美元。

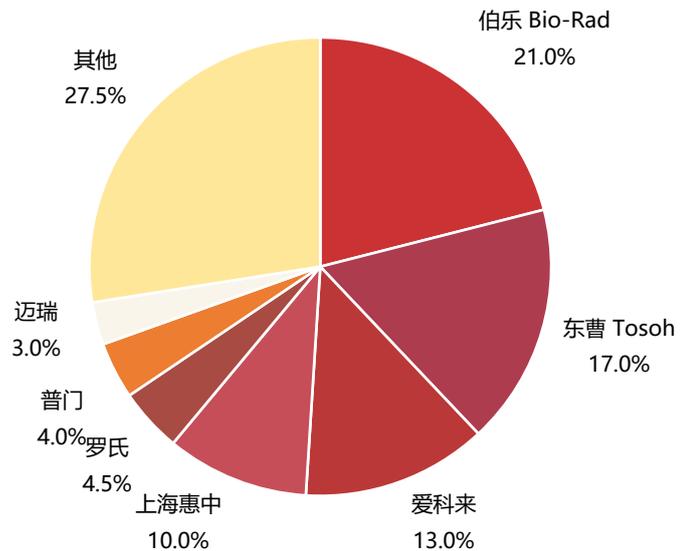
图表 15：2020-2028 年全球糖化血红蛋白检测市场容量(亿美元)



资料来源：BCC，IVD 新视野公众号，华源证券研究

国内糖化血红蛋白检测以进口品牌为主导，头部厂家包括伯乐、日本东曹、日本爱科来，国产品牌份额较高的是上海惠中、普门科技和迈瑞医疗。

图表 16：2023 年国内糖化血红蛋白竞争格局

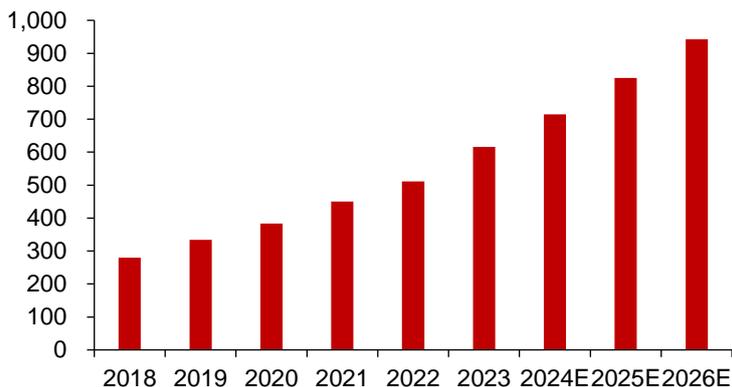


资料来源：IVD 研究社公众号，华源证券研究

普门科技的糖化血红蛋白分析仪采用 HPLC 法，与全球头部品牌 Bio-Rad、日本东曹相同，技术关键核心层析介质的自研、生产，使得公司产品综合竞争力更强，H6、H8、H9 型号均已获得 IFCC 和 NGSP 双重认证。国内主要装机集中于二级和一级医院，2020 年，公司开始海外 ODM 合作业务，进一步扩大糖化产品可及用户群体。

3.创面治疗先驱，光电医美加速放量

沙利文数据显示，2023 年，国内康复医疗器械市场为 616 亿元，2023-2026 年复合增长率为 15.2%。

图表 17：2018-2026 年国内康复医疗器械市场（亿元）


资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

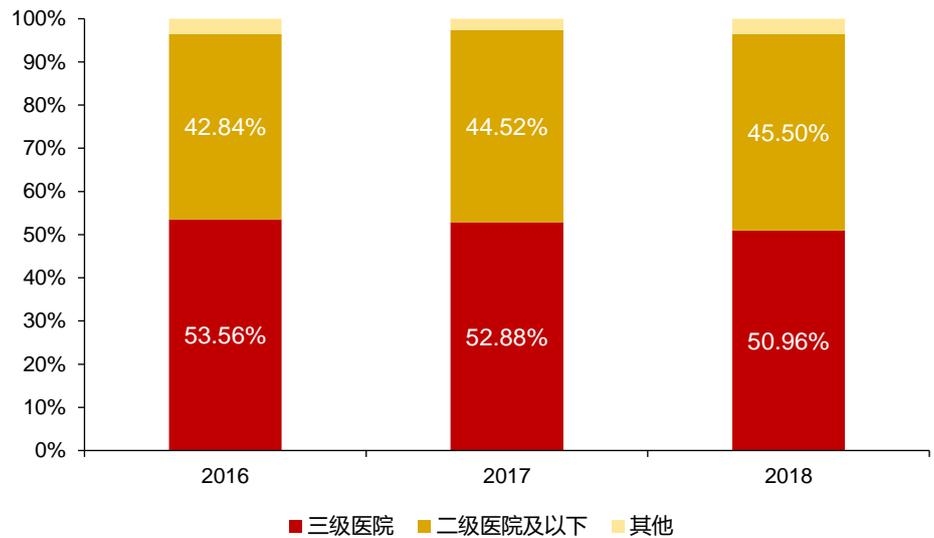
普门以临床创面光子治疗起家，持续开发血栓预防、排痰治疗、医疗美容、家用医疗等产品，形成医用和家用两类解决方案。

3.1 光子治疗性能国内领先，效果获得头部用户口碑

光子治疗仪主要用于外科、内科、皮肤科以及康复科等，具有促进伤口愈合，淡化色斑的功效。普门成立早期与中国人民解放军总医院第一附属医院等知名医疗机构开展研究合作，对创面光子治疗进行深度攻略，研究成果获国务院颁发的国家科学技术进步奖一等奖，公司参与各类创面治疗行业标准撰写。

2008 年上市以来，产品质量、治疗效果获得业内头部医疗机构肯定，终端装机用户包括 301 医院、北京安贞医院、江苏省人民医院、华西医院等。2016-2018 年，三级医院装机占比稳定在 50%以上。

图表 18: 2016-2018 年公司光子治疗仪各层级医院装机情况



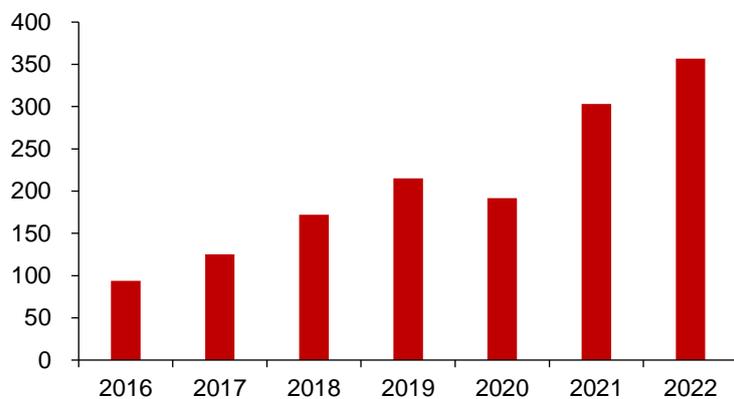
资料来源: 普门科技招股书, 华源证券研究

3.2 自研+并购构建光电医美, 步入快速增长轨道

医美器械主要包括注射类和光电类, 其中光电类可进一步分为激光、强脉冲光、射频、聚焦超声、冷冻溶脂, 因其流程快捷、效果明显、安全持久、无需穿刺等优点, 购买率领先其他品类, 普门 23 年报显示, 2022 年国内紧致抗衰和美白嫩肤类光电医美项目市场购买率分别达 39.97%、32.23%。

2022 年国内光电医美市场规模预计达到 357 亿元, 2016-2022 年复合增长率为 24.98%, 市场处于快速增长阶段, 相应光电器械及配套耗材需求也不断增加。

图表 19: 2016-2022 年国内光电医美行业市场容量(亿元)



资料来源: 华经产业研究院, 华源证券研究

2020年，普门收购重庆京渝，2021年，公司战略投资为人光大，获得激光医疗、激光美容研制、生产能力，完成在光电医美领域的布局，目前已经拥有强脉冲光治疗仪、半导体激光治疗仪、LED红蓝光治疗仪等产品。

图表 20：公司部分光电医美系统



资料来源：普门科技官网，华源证券研究

针对医疗美容设备的推广，公司设立了非公医疗事业部，增加激光治疗设备、光子美容设备的市场曝光和装机，并为后续耗材的长期使用奠定基础，光电医美产品有望持续快速增长。

4.盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 14.72/18.77/23.79 亿元，同比增长 28.52%/27.49%/26.75%，关键假设如下：

1) IVD 产线：基于公司产品在临床科室、基层检验场景优势明显，海外各地注册逐步完成，客户磨合成熟度提高，2024-2026 年 IVD 产线收入分别为 10.79、13.69、17.25 亿元，同比增速分别为 30.19%、26.82%、26.01%；

2) 治疗与康复产线：考虑到公司产品丰富度不断增加，光电医美产品装机量提升带动配套耗材销售，假设公司 2024-2026 年治疗与康复产线收入分别为 3.68、4.71、5.98 亿元，同比增速分别为 20.98%、27.91%、27.05%。

图表 21：2024-2026 年普门科技收入预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收合计	983.04	1145.72	1472.44	1877.21	2379.37

	yoy	26.34%	16.55%	28.52%	27.49%	26.75%
	毛利率	58.52%	65.81%	66.21%	66.87%	67.40%
IVD-营收						
		748.57	828.88	1079.27	1368.76	1724.74
	yoy	26.35%	10.73%	30.19%	26.82%	26.01%
	毛利率	56.27%	65.22%	64.89%	64.90%	65.00%
治疗与康复-营收						
		227.42	304.26	368.01	470.71	598.02
	yoy	26.07%	33.79%	20.98%	27.91%	27.05%
	毛利率	68.06%	70.83%	71.00%	72.00%	72.00%
其他-营收						
		7.05	12.58	25.16	37.74	56.61
	yoy	34.45%	33.79%	100.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	-10.88%	-17.24%	11.00%	11.00%	11.00%

资料来源：iFinD，公司公告，华源证券研究

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.28、5.45 和 6.92 亿元，增速分别为 30.40%、27.19%、27.02%。当前股价对应的 PE 分别为 20、16、12 倍。选取迈瑞医疗、新产业作为 IVD 可比公司，翔宇医疗作为治疗与康复可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 26 倍，基于公司在 IVD 具有错位竞争优势，治疗与康复业务处于快速增长阶段。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 22：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300760.SZ	迈瑞医疗	3,697.95	11.51	13.85	16.60	26.49	22.01	18.37
300832.SZ	新产业	594.40	2.65	3.37	4.25	28.59	22.47	17.80
688626.SH	翔宇医疗	59.42	1.73	2.16	2.61	21.50	17.21	14.20
	平均值		5.29	6.46	7.82	25.53	20.56	16.79
688389.SH	普门科技	85.15	1.00	1.27	1.62	19.87	15.63	12.30

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除普门科技外，可比公司均采用 Wind 一致预期，估值日期 2024/5/22；

风险提示：

- 1) 行业竞争加剧风险：国内外体外诊断产品持续增加，对于产品价格，存量客户粘性可能产生影响，进一步造成销售额下降风险；
- 2) 新品推广不及预期风险：光电医美等新品，存在客户磨合的导入期，市场推广效果存在不确定性，可能会导致整体销售不及预期；
- 3) 政策变动风险：区域集采及其他医疗相关政策，或对公司在部分区域推广造成影响；

图表 23：普门科技合并利润表（百万元）

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	983.04	1,145.72	1,472.44	1,877.21	2,379.37
营业成本	407.79	391.75	497.54	621.92	775.67
营业税金及附加	9.49	13.38	15.18	19.36	24.53
销售费用	147.78	194.60	246.85	318.09	403.18
管理费用	45.86	61.01	68.15	86.89	110.13
研发费用	170.79	169.83	215.47	279.59	353.90
财务费用	-35.64	-31.63	0.88	-4.83	-6.32
资产减值损失	-4.34	-36.76	-19.85	-25.31	-32.08
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.14	39.31	33.27	33.27	33.27
营业利润	256.42	345.04	438.81	560.03	713.89
营业外净收益	0.00	0.00	8.95	9.40	9.32
利润总额	256.51	344.51	447.53	569.20	722.98
所得税	5.32	17.01	19.81	25.20	32.01
净利润	251.18	327.50	427.71	544.00	690.97
少数股东损益	-0.31	-1.08	-0.77	-0.97	-1.24
归属于母公司净利润	251.50	328.58	428.48	544.97	692.21

资料来源：Wind，华源证券研究

图表 24：普门科技合并现金流量表（百万元）

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	251.18	327.50	427.71	544.00	690.97
折旧摊销	27.34	29.22	96.94	126.86	143.39
财务费用	-35.64	-31.63	0.88	-4.83	-6.32
营运资金变动	7.02	-71.57	14.59	-15.02	-18.79
其它	22.61	50.24	35.44	34.26	34.26
经营活动现金流	271.71	303.82	533.02	642.30	800.62
资本支出	186.61	51.59	208.34	104.17	52.09
长期投资	-47.89	-26.95	0.00	0.00	0.00
其他	-298.59	18.57	8.28	8.71	8.63
投资活动现金流	-533.10	-59.97	-200.06	-95.46	-43.46
短期借款	132.00	108.00	-240.00	0.00	0.00
长期借款	-0.61	2.50	-0.35	-0.58	-0.69
普通股增加	0.00	5.88	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8.04	123.34	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-86.72	-136.60	-166.85	-206.26	-261.80
筹资性现金净流量	52.71	103.12	-407.20	-206.84	-262.49
现金流量净额	-187.23	352.15	-74.24	340.00	494.67

资料来源：Wind，华源证券研究

图表 25：普门科技合并资产负债表（百万元）

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	931.64	1,309.60	1,235.36	1,575.36	2,070.02
应收账款+票据	95.12	165.24	150.51	191.88	243.21
预付账款	7.34	7.96	16.40	20.91	26.50
存货	142.43	143.72	181.36	226.69	282.74
其他	13.71	25.81	25.93	33.06	41.90
流动资产合计	1,194.04	1,656.02	1,619.48	2,060.55	2,680.41
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	215.15	248.35	312.04	397.90	387.95
在建工程	212.86	208.34	277.78	190.98	130.21
无形资产	99.54	95.74	75.16	54.57	33.98
其他非流动资产	96.52	120.64	119.46	119.46	119.46
非流动资产合计	626.47	675.36	785.59	762.90	671.60
资产总计	1,820.51	2,331.38	2,405.07	2,823.46	3,352.02
短期借款	132.00	240.00	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	70.94	98.81	114.57	143.21	178.61
其他	165.11	186.45	222.99	280.41	351.40
流动负债合计	368.05	525.26	337.56	423.62	530.02
长期带息负债	70.94	98.81	114.57	143.21	178.61
其他	165.11	186.45	222.99	280.41	351.40
非流动负债合计	8.97	8.49	8.15	7.57	6.88
负债合计	377.02	533.76	345.70	431.19	536.90
少数股东权益	3.68	0.88	0.11	-0.87	-2.10
股本	422.20	428.08	428.08	428.08	428.08
资本公积	489.81	613.16	613.16	613.16	613.16
留存收益	527.80	755.51	1,018.02	1,351.90	1,775.99
股东权益合计	1,443.49	1,797.62	2,059.37	2,392.27	2,815.12
负债和股东权益总计	1,820.51	2,331.38	2,405.07	2,823.46	3,352.02

资料来源：Wind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数