

# 奕瑞科技 (688301)

证券研究报告

2021年03月27日

## 2020 年报点评：内外兼修，方可行稳致远

**事件：**公司发布 2020 年年报。1) 2020 年公司实现营收 7.84 亿元，同比+43.58%；Q4 实现营收 2.30 亿，同比-1.16%。2) 全年实现归母净利润 2.22 亿元，同比+130.54%；Q4 实现归母净利润 0.67 亿，同比+7.19%。3) 全年实现毛利率 51.80%，同比+2.53pct；Q4 毛利率 49.33%，同比+0.95pct。4) 全年实现净利率 28.45%，同比+11pct；Q4 净利率 28.98%，同比+2.27pct。5) 全年经营活动现金流净额 2.62 亿元，同比+752.37%，主要原因是销售规模上升、回款增加导致；筹资活动现金流净额 19.67 亿元，主要系 IPO 收到募集资金所致。

**2020 年公司业绩大幅增长主要得益于：**继续积极开拓全球市场，多个大客户的多个项目实现量产及规模销售，齿科等新产品进入量产阶段，加之受新冠疫情影响，普放无线系列产品需求增加，全年营业收入较上年有显著提升。分产品看，2020 年静态产品实现营收 6.01 亿，同比+31.52%，继续以往稳定增长；动态产品实现营收 1.39 亿，同比+121.06%，主要受益于齿科新产品量产。

**期间费用受外部因素影响较大：**2020 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率及财务费用率分别为 4.73%、17.24%、12.24%和 0.64%，分别同比降低 3.26pct、降低 5.96pct、降低 3.87pct 和增加 0.01pct，其中销售费用率下跌的原因是执行新收入准则销售运费作为增量成本计入营业成本导致；研发费用投入同比+9.03%，由于营收增速快于研发费用投入增速，致使研发费用率降低；财务费用率略有提升是美元汇率变动导致。

**产品优势+规模效应+内部成本管控助推毛利率提升：**2020 年公司毛利率为 51.8%，自 2017 年以来，毛利率整体持续上升，主要原因为：1) 公司在数字化 X 线探测器领域具有较强的行业竞争力，并积极拓展齿科、骨科、工业等多个下游。2) 抢占先机打入国内国外优质客户供应链，全球十大医学影像公司中有 5 家是奕瑞客户，国内 DR 设备排名前十的企业中有 8 家是奕瑞客户，绑定大客户实现规模效应。3) 成本控制能力优秀，产品成本持续优化，目前公司绝大部分核心原材料国产化进程加快，采购单价逐年下降。

**积极研发，布局全球，公司市占率有望不断提升：**公司依托在数字化 X 线探测器的技术积累和研发实力，1) 继续开拓探测器新技术及新产品，扩大产品线产能；2) 在医疗、工业等新市场拓展市场份额，加强战略客户的合作深度及黏度；3) 积极布局新的核心零部件，为下游客户提供一站式的解决方案和增值服务。在全球 X 线探测器行业深度整合的背景下，公司产品的市场占有率有望持续提升。

### 盈利预测与投资评级：

我们考虑到 2020 年公司业绩受益于疫情，业绩加速增长，之后业绩有望回归平稳增长。预计 2021-2022 年归母净利润分别由 3.20/4.12 下调为 2.54/3.40 亿，2023 年归母净利润 4.41 亿，2021-2023 年对应 PE 分别为 45.18/33.83/26.08X，维持买入评级！

**风险提示：**产品价格持续降低；原材料供应受限；技术路线重大变革；共同控制风险等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	546.11	784.08	1,031.15	1,329.51	1,695.57
增长率(%)	24.28	43.58	31.51	28.94	27.53
EBITDA(百万元)	202.20	360.39	266.22	328.42	443.98
净利润(百万元)	96.40	222.25	254.31	339.62	440.65
增长率(%)	59.14	130.54	14.43	33.54	29.75
EPS(元/股)	1.33	3.06	3.51	4.68	6.07
市盈率(P/E)	119.19	51.70	45.18	33.83	26.08
市净率(P/B)	27.00	4.36	2.36	2.20	2.03
市销率(P/S)	21.04	14.65	11.14	8.64	6.78
EV/EBITDA	0.00	28.19	27.07	21.19	15.56

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	166.8 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	72.55
流通 A 股股本(百万股)	16.34
A 股总市值(百万元)	12,100.98
流通 A 股市值(百万元)	2,724.83
每股净资产(元)	36.30
资产负债率(%)	9.03
一年内最高/最低(元)	223.85/144.02

### 作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《奕瑞科技-公司点评:20 年净利润增速符合预期，看好公司新产品放量》2021-02-27
- 《奕瑞科技-公司点评:20 年净利润增速符合预期，盈利水平同比大幅提高》2021-01-28
- 《奕瑞科技-首次覆盖报告:影像探测器龙头，多项核心能力助力公司高速增长》2020-11-01

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	136.01	1,332.98	3,256.56	3,511.12	3,556.66
应收票据及应收账款	202.30	163.88	523.55	362.79	786.42
预付账款	11.76	5.16	19.78	13.16	31.92
存货	126.23	172.99	179.45	277.65	317.38
其他	37.99	1,050.93	1,075.61	1,058.19	1,135.60
<b>流动资产合计</b>	<b>514.29</b>	<b>2,725.95</b>	<b>5,054.94</b>	<b>5,222.92</b>	<b>5,827.98</b>
长期股权投资	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
固定资产	93.90	125.42	143.52	181.71	218.94
在建工程	44.35	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	10.11	10.61	10.26	9.91	9.56
其他	34.15	32.55	37.10	32.12	33.01
<b>非流动资产合计</b>	<b>183.34</b>	<b>169.42</b>	<b>227.72</b>	<b>294.17</b>	<b>334.10</b>
<b>资产总计</b>	<b>697.64</b>	<b>2,895.37</b>	<b>5,282.66</b>	<b>5,517.10</b>	<b>6,162.09</b>
短期借款	33.68	55.11	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	132.94	75.49	284.94	193.43	347.52
其他	67.94	104.90	100.07	84.50	138.95
<b>流动负债合计</b>	<b>234.56</b>	<b>235.50</b>	<b>385.01</b>	<b>277.93</b>	<b>486.47</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	37.47	26.07	26.05	29.86	27.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>37.47</b>	<b>26.07</b>	<b>26.05</b>	<b>29.86</b>	<b>27.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>272.03</b>	<b>261.57</b>	<b>411.06</b>	<b>307.79</b>	<b>513.80</b>
少数股东权益	0.07	0.26	(2.10)	(4.02)	(5.68)
股本	54.35	72.55	72.55	72.55	72.55
资本公积	181.07	2,149.04	4,135.21	4,135.21	4,135.21
留存收益	370.45	2,560.67	4,801.15	5,140.77	5,581.42
其他	(180.33)	(2,148.72)	(4,135.21)	(4,135.21)	(4,135.21)
<b>股东权益合计</b>	<b>425.61</b>	<b>2,633.80</b>	<b>4,871.60</b>	<b>5,209.31</b>	<b>5,648.29</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>697.64</b>	<b>2,895.37</b>	<b>5,282.66</b>	<b>5,517.10</b>	<b>6,162.09</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	95.32	223.09	254.31	339.62	440.65
折旧摊销	18.43	26.06	6.25	8.57	10.96
财务费用	2.40	14.73	(20.82)	(58.84)	(50.34)
投资损失	(0.29)	(3.63)	(2.10)	(2.10)	(2.10)
营运资金变动	(19.46)	37.24	(204.40)	(14.28)	(353.00)
其它	(65.61)	(35.18)	(2.41)	(1.93)	(1.68)
<b>经营活动现金流</b>	<b>30.78</b>	<b>262.32</b>	<b>30.83</b>	<b>271.04</b>	<b>44.48</b>
资本支出	56.44	23.08	60.02	76.19	52.54
长期投资	(0.00)	(0.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(72.02)	(1,036.31)	(117.92)	(154.09)	(100.44)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(15.58)</b>	<b>(1,013.24)</b>	<b>(57.90)</b>	<b>(77.90)</b>	<b>(47.90)</b>
债权融资	58.07	73.68	17.62	20.19	18.80
股权融资	(2.63)	1,980.70	2,006.67	58.84	50.34
其他	(37.40)	(86.93)	(73.64)	(17.61)	(20.18)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>18.04</b>	<b>1,967.45</b>	<b>1,950.66</b>	<b>61.42</b>	<b>48.96</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>33.24</b>	<b>1,216.54</b>	<b>1,923.58</b>	<b>254.56</b>	<b>45.54</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>546.11</b>	<b>784.08</b>	<b>1,031.15</b>	<b>1,329.51</b>	<b>1,695.57</b>
营业成本	277.02	377.89	495.62	637.82	811.41
营业税金及附加	1.16	1.86	2.35	3.01	3.91
营业费用	43.64	37.08	69.08	89.08	110.21
管理费用	38.74	39.28	61.87	93.07	101.73
研发费用	87.98	95.93	144.36	188.79	237.38
财务费用	3.43	5.05	(20.82)	(58.84)	(50.34)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	4.79	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.29	3.63	2.10	2.10	2.10
其他	(2.08)	(33.09)	(4.20)	(4.20)	(4.20)
<b>营业利润</b>	<b>95.92</b>	<b>251.66</b>	<b>280.80</b>	<b>378.70</b>	<b>483.36</b>
营业外收入	7.04	2.77	5.50	5.11	4.46
营业外支出	0.00	0.13	0.04	0.06	0.08
<b>利润总额</b>	<b>102.97</b>	<b>254.30</b>	<b>286.26</b>	<b>383.74</b>	<b>487.74</b>
所得税	7.65	31.20	34.35	46.05	48.77
<b>净利润</b>	<b>95.32</b>	<b>223.09</b>	<b>251.90</b>	<b>337.69</b>	<b>438.97</b>
少数股东损益	(1.08)	0.85	(2.41)	(1.93)	(1.68)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>96.40</b>	<b>222.25</b>	<b>254.31</b>	<b>339.62</b>	<b>440.65</b>
每股收益(元)	1.33	3.06	3.51	4.68	6.07

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.28%	43.58%	31.51%	28.94%	27.53%
营业利润	57.99%	162.36%	11.58%	34.86%	27.64%
归属于母公司净利润	59.14%	130.54%	14.43%	33.54%	29.75%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.27%	51.80%	51.94%	52.03%	52.14%
净利率	17.65%	28.34%	24.66%	25.54%	25.99%
ROE	22.65%	8.44%	5.22%	6.51%	7.79%
ROIC	45.88%	71.83%	67.85%	47.64%	57.19%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.99%	9.03%	7.78%	5.58%	8.34%
净负债率	-18.31%	-47.81%	-66.49%	-67.01%	-62.64%
流动比率	2.19	11.58	13.13	18.79	11.98
速动比率	1.65	10.84	12.66	17.79	11.33
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.15	4.28	3.00	3.00	2.95
存货周转率	5.42	5.24	5.85	5.82	5.70
总资产周转率	0.92	0.44	0.25	0.25	0.29
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.33	3.06	3.51	4.68	6.07
每股经营现金流	0.42	3.62	0.42	3.74	0.61
每股净资产	5.87	36.30	67.18	71.86	77.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	119.19	51.70	45.18	33.83	26.08
市净率	27.00	4.36	2.36	2.20	2.03
EV/EBITDA	0.00	28.19	27.07	21.19	15.56
EV/EBIT	0.00	30.20	27.72	21.75	15.95

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com