

# 奕瑞科技（688301.SH）

## 业绩高增长，多产品线全面开花

**买入**

### 核心观点

**2021 年收入同比增长 51.43%，归母净利润同比大幅增长 117.79%。**公司 2021 年实现营收 11.87 亿元，同比+51.43%；归母净利润 4.84 亿元，同比+117.79%；扣非归母净利润 3.42 亿元，同比+72.29%；2021 年单四季度实现营收 3.64 亿元，同比+58.21%，归母净利润 1.58 亿元，同比+137.84%，扣非归母净利润 0.73 亿元，同比+33.14%。公司收入快速增长，主要系静态普放产品在高基数之上持续稳健增长，且动态领域进展顺利，齿科和工业新产品大幅放量实现更快增长。公司盈利能力提升显著，2021 年毛利率/净利率/扣非净利率分别 55.25%/40.81%/28.79%，同比增长 3.44/12.36/3.49 个 pct，主要系毛利率较高的动态产品收入占比明显提升，且公司内部多种降本增效措施持续推进，规模效应彰显。费用端管控稳定，销售/管理/研发/财务费用率分别 4.92%/4.74%/12.27%/1.41%，同比变动+0.19/-0.27/+0.04/-2.05 个 pct，人员大幅增长产生较多费用，截至 2021 年底公司总人数 788 人，同比增长 45.74%。第四季度非经常性损益较高，主要系作为战略投资者认购珠海冠宇 240.64 万股（2021 年 10 月 15 日在科创板上市，限售期 36 个月），对应确认公允价值变动损益 8234.83 万。

**加大研发投入，动态系列多产品线全面开花，布局解决方案前景可期。**公司 2021 年研发费用 1.46 亿元，同比增长 51.87%，截至 2021 年底研发人员 256 人，同比增长 58.02%。公司基于平台型研发体系，掌握底层核心技术，加大研发投入，多条动态产品线齐头并进，快速拓展应用领域，拓品类逻辑持续兑现。齿科收入突破 2 亿，工业收入突破 1.5 亿，均实现高速增长，客户认可度高。此外，公司突破高端兽用市场，医疗动态领域的 C 型臂和乳腺进展顺利，放疗、胃肠、DSA 探测器等高端新品储备丰富，长期增长动力充足。公司在 RSNA 2021 发布智能 DR 系统解决方案，平板探测器搭配高压发生器、限束器、工作站等形成智能闭环解决方案，长期来看解决方案发展前景广阔。公司研发实力强、产品性能及性价比优势突出、覆盖全球头部客户资源，中期拓品类逻辑清晰、长期解决方案前景广阔。

**风险提示：**行业竞争加剧；新业务拓展不及预期；技术被赶超风险。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到公司新产品和新技术拓展顺利，实现收入业绩高增长，我们小幅上调公司 2022-2024 年归母净利润至 6.01/7.95/10.43 亿元（前值 5.76/7.40/9.62 亿元），对应 EPS 为 8.29/10.96/14.37 元，对应 PE 为 49/37/28 倍，维持“买入”评级。

| 盈利预测和财务指标    | 2020   | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 784    | 1,187  | 1,602 | 2,091 | 2,694 |
| (+/-%)       | 43.6%  | 51.4%  | 34.9% | 30.5% | 28.8% |
| 净利润(百万元)     | 222    | 484    | 601   | 795   | 1043  |
| (+/-%)       | 130.5% | 117.8% | 24.2% | 32.2% | 31.2% |
| 每股收益(元)      | 3.06   | 6.67   | 8.29  | 10.96 | 14.37 |
| EBIT Margin  | 29.6%  | 32.9%  | 35.5% | 38.3% | 40.2% |
| 净资产收益率 (ROE) | 8.4%   | 15.9%  | 16.7% | 18.4% | 19.8% |
| 市盈率 (PE)     | 132.2  | 60.7   | 48.9  | 37.0  | 28.2  |
| EV/EBITDA    | 115.8  | 70.6   | 50.8  | 35.7  | 26.5  |
| 市净率 (PB)     | 11.16  | 9.63   | 8.16  | 6.79  | 5.59  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 机械设备·专用设备

**证券分析师：吴双**

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

**联系人：田丰**

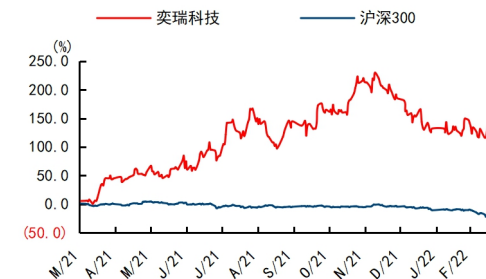
0755-81982706

tianfeng1@guosen.com.cn

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        | 不适用             |
| 收盘价         | 405.00 元        |
| 总市值/流通市值    | 29565/16200 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 565.55/152.00 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 196.65 百万元      |

#### 市场走势

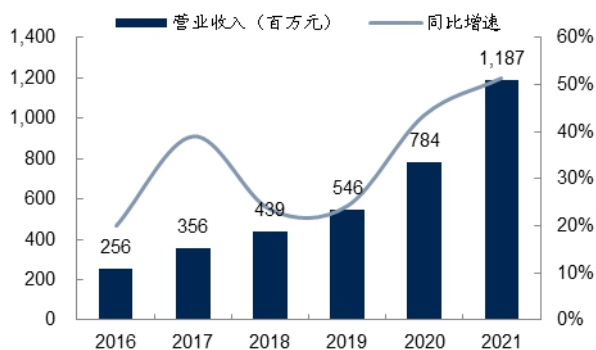


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

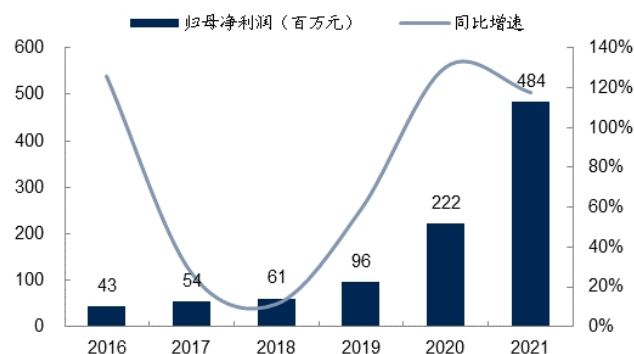
- 《奕瑞科技-688301-2021 年度业绩预告点评：业绩高增长，动态新品顺利推进》——2022-01-20
- 《奕瑞科技-688301-重大事件快评：发布可转债预案，布局高端动态新品产能和新技术》——2022-01-17
- 《奕瑞科技-688301-2021 年三季报点评：业绩超预期，拓品类逻辑持续兑现》——2021-10-25
- 《奕瑞科技-688301-2021 年中报点评：业绩超预期，齿科/工业新产品放量可期》——2021-08-06
- 《奕瑞科技-688301-深度报告：主导进口替代的数字化 X 线探测器国内龙头》——2021-04-30

图1: 奕瑞科技 2021 年营业收入同比增长 51.43%



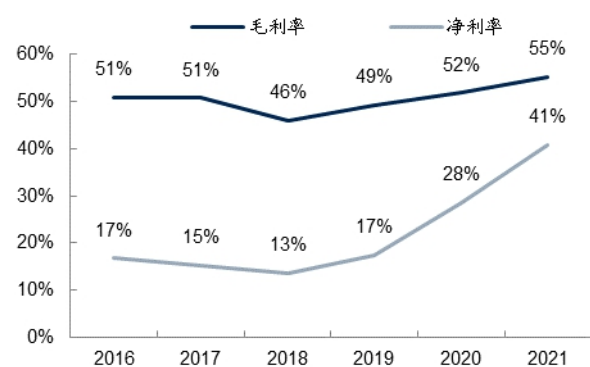
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 奕瑞科技 2021 年归母净利润同比增长 117.79%



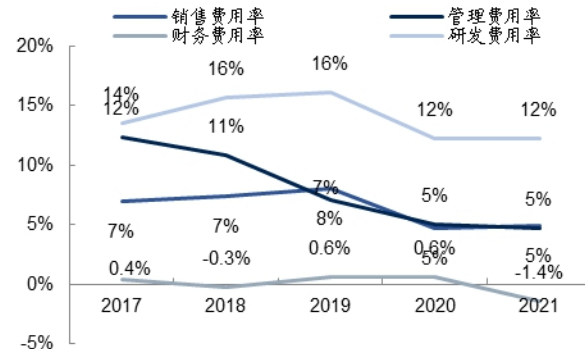
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 奕瑞科技盈利能力显著提升



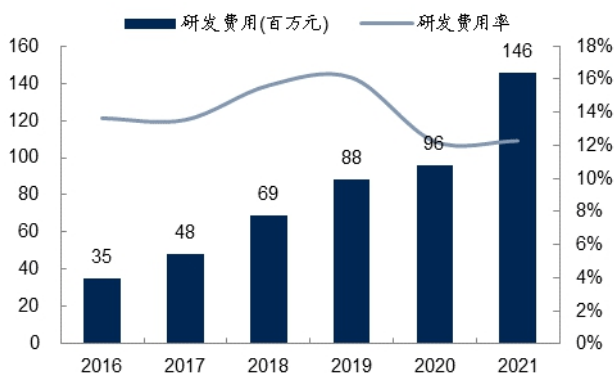
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 奕瑞科技期间费用率整体下降



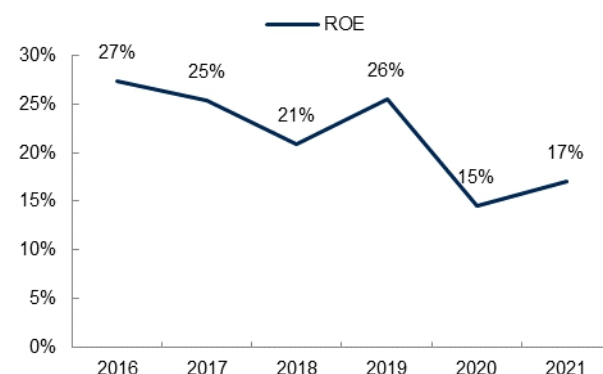
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 奕瑞科技研发费用维持高位



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 奕瑞科技 ROE 回升



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

| 公司简称 | 投资评级 | 市值（亿元） | 股价（元）    | EPS  |       |       | PE    |       |       |
|------|------|--------|----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |      |        | 20220318 | 2021 | 2022E | 2023E | 2021  | 2022E | 2023E |
| 奥普特  | 买入   | 160.66 | 194.80   | 3.65 | 4.82  | 6.23  | 54.30 | 41.12 | 31.82 |
| 绿的谐波 | 买入   | 127.88 | 106.20   | 1.63 | 2.29  | 3.16  | 66.64 | 47.43 | 34.37 |
| 柏楚电子 | 买入   | 284.95 | 284.00   | 6.04 | 8.02  | 10.54 | 48.34 | 36.41 | 27.70 |
|      |      |        |          |      |       | 平均值   | 56.43 | 41.65 | 31.30 |
| 奕瑞科技 | 买入   | 293.82 | 405.00   | 6.67 | 8.29  | 10.96 | 60.70 | 48.86 | 36.95 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |             |             |             |             |             | 利润表（百万元）          |               |             |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2020        | 2021        | 2022E       | 2023E       | 2024E       |                   | 2020          | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| 现金及现金等价物         | 1333        | 1425        | 1622        | 2034        | 2742        | 营业收入              | 784           | 1187        | 1602         | 2091         | 2694         |
| 应收款项             | 185         | 369         | 525         | 496         | 565         | 营业成本              | 378           | 531         | 714          | 916          | 1157         |
| 存货净额             | 173         | 330         | 435         | 519         | 597         | 营业税金及附加           | 2             | 5           | 5            | 7            | 9            |
| 其他流动资产           | 31          | 87          | 83          | 115         | 162         | 销售费用              | 37            | 58          | 64           | 67           | 81           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2726</b> | <b>3047</b> | <b>3502</b> | <b>3999</b> | <b>4902</b> | 管理费用              | 39            | 56          | 73           | 80           | 95           |
| 固定资产             | 125         | 228         | 401         | 754         | 958         | 研发费用              | 96            | 146         | 178          | 220          | 269          |
| 无形资产及其他          | 11          | 20          | 20          | 20          | 20          | 财务费用              | 5             | (17)        | (12)         | (15)         | (21)         |
| 投资性房地产           | 33          | 243         | 243         | 243         | 243         | 投资收益              | 4             | 33          | 42           | 36           | 42           |
| 长期股权投资           | 1           | 0           | 0           | 0           | 0           | 资产减值及公允价值变动       | 5             | 81          | 10           | 10           | 10           |
| <b>资产总计</b>      | <b>2895</b> | <b>3537</b> | <b>4166</b> | <b>5015</b> | <b>6124</b> | 其他收入              | 16            | 29          | 38           | 30           | 30           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 74          | 61          | 67          | 67          | 65          | 营业利润              | 252           | 550         | 671          | 893          | 1185         |
| 应付款项             | 75          | 135         | 191         | 222         | 292         | 营业外净收支            | 3             | 10          | 25           | 22           | 19           |
| 其他流动负债           | 86          | 181         | 172         | 240         | 313         | <b>利润总额</b>       | <b>254</b>    | <b>560</b>  | <b>696</b>   | <b>916</b>   | <b>1204</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>235</b>  | <b>376</b>  | <b>431</b>  | <b>529</b>  | <b>671</b>  | 所得税费用             | 31            | 75          | 94           | 120          | 161          |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 少数股东损益            | 1             | 1           | 1            | 1            | 1            |
| 其他长期负债           | 26          | 84          | 107         | 130         | 165         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>222</b>    | <b>484</b>  | <b>601</b>   | <b>795</b>   | <b>1043</b>  |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>26</b>   | <b>84</b>   | <b>107</b>  | <b>130</b>  | <b>165</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> |               |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>262</b>  | <b>461</b>  | <b>538</b>  | <b>660</b>  | <b>836</b>  | 净利润               | 222           | 484         | 601          | 795          | 1043         |
| 少数股东权益           | 0           | 24          | 25          | 26          | 27          | 资产减值准备            | 0             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 股东权益             | 2634        | 3052        | 3602        | 4330        | 5261        | 折旧摊销              | 24            | 32          | 20           | 39           | 58           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2895</b> | <b>3537</b> | <b>4166</b> | <b>5015</b> | <b>6124</b> | 公允价值变动损失          | (5)           | (81)        | (10)         | (10)         | (10)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |             |             |             |             | 财务费用              | 5             | (17)        | (12)         | (15)         | (21)         |
| 每股收益             | 3.06        | 6.67        | 8.29        | 10.96       | 14.37       | 营运资本变动            | (34)          | (396)       | (187)        | 35           | (16)         |
| 每股红利             | 0.05        | 1.02        | 0.70        | 0.93        | 1.55        | 其它                | 1             | 0           | 1            | 1            | 1            |
| 每股净资产            | 36.30       | 42.07       | 49.66       | 59.69       | 72.51       | <b>经营活动现金流</b>    | <b>208</b>    | <b>40</b>   | <b>425</b>   | <b>860</b>   | <b>1076</b>  |
| ROIC             | 26%         | 23%         | 32%         | 49%         | 59%         | 资本开支              | 0             | (215)       | (184)        | (381)        | (253)        |
| ROE              | 8%          | 16%         | 17%         | 18%         | 20%         | 其它投资现金流           | (1005)        | 169         | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 52%         | 55%         | 55%         | 56%         | 57%         | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(1005)</b> | <b>(45)</b> | <b>(184)</b> | <b>(381)</b> | <b>(253)</b> |
| EBIT Margin      | 30%         | 33%         | 35%         | 38%         | 40%         | 权益性融资             | (12)          | 1           | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 33%         | 36%         | 37%         | 40%         | 42%         | 负债净变化             | 0             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 44%         | 51%         | 35%         | 31%         | 29%         | 支付股利、利息           | (4)           | (74)        | (51)         | (67)         | (112)        |
| 净利润增长率           | 131%        | 118%        | 24%         | 32%         | 31%         | 其它融资现金流           | 2013          | 246         | 7            | 0            | (2)          |
| 资产负债率            | 9%          | 14%         | 14%         | 14%         | 14%         | <b>融资活动现金流</b>    | <b>1994</b>   | <b>98</b>   | <b>(44)</b>  | <b>(67)</b>  | <b>(114)</b> |
| 息率               | 0.0%        | 0.3%        | 0.2%        | 0.2%        | 0.4%        | <b>现金净变动</b>      | <b>1197</b>   | <b>92</b>   | <b>197</b>   | <b>411</b>   | <b>709</b>   |
| P/E              | 132.2       | 60.7        | 48.9        | 37.0        | 28.2        | 货币资金的期初余额         | 136           | 1333        | 1425         | 1622         | 2034         |
| P/B              | 11.2        | 9.6         | 8.2         | 6.8         | 5.6         | 货币资金的期末余额         | 1333          | 1425        | 1622         | 2034         | 2742         |
| EV/EBITDA        | 115.8       | 70.6        | 50.8        | 35.7        | 26.5        | 企业自由现金流           | 0             | (241)       | 141          | 390          | 728          |
|                  |             |             |             |             |             | 权益自由现金流           | 0             | 5           | 159          | 403          | 744          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032