

# 奕瑞科技 (688301.SH)

## 2023 年收入同比增长 20%，拟扩建 CMOS 探测器用传感器产能

买入

### 核心观点

**2023 年收入同比增长 20.31%，扣非归母净利润同比增长 14.43%。**公司 2023 年实现营业收入 18.64 亿元，同比增长 20.31%；归母净利润 6.07 亿元，同比降低 5.27%；扣非归母净利润 5.91 亿元，同比增长 14.43%。单季度看，2023 年第四季度实现营业收入 4.67 亿元，同比增长 4.87%；归母净利润 1.75 亿元，同比增长 30.94%；扣非归母净利润 1.00 亿元，同比降低 10.47%。公司收入增速放缓，主要系下游齿科及锂电需求承压，医疗业务保持稳健增长。

**毛利率持续提升，公允价值变动损益拖累归母净利润增长。**公司 2023 年归母净利润下滑，主要系持有联影医疗和珠海冠宇股票、以及冠宇转债产生公允价值变动损益-0.76 亿元（去年同期为正收益 0.51 亿元），拖累利润增长。盈利能力方面，2023 年公司毛利率/净利率/扣非净利率分别为 57.84%/32.45%/31.73%，同比变动+0.50/-8.78/-1.63 pct。期间费用方面，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 5.21%/5.46%/14.09%/-1.22%，同比变动-0.40/-0.39/-1.32/+2.78 pct，销售/管理/研发费用率有所降低，财务费用率提升主要系利息费用增加，汇兑损益减少。

**射线源等新核心部件完成基础布局，拟扩建 CMOS 探测器用传感器产能。**公司 2023 年在高压发生器、组合式射线源、闪烁体、PD 等核心部件及核心材料实现收入近 1 亿元，同比翻倍增长。90kV/130kV/150kV 微焦点射线源进入量产阶段，180kV 微焦点射线源完成研发。公司在部分医疗 CT 二维准直器实现客户导入，进入量产销售阶段，医疗 CT 探测器 GOS 闪烁体取得研发突破，实现小批量生产。公司 4 月 20 日发布公告，拟对奕瑞合肥子公司投资不超过 11 亿元，资金来源为公司自有资金或自筹资金，用于实施“新型探测器用 X 射线传感器扩产项目”，提升 X 射线传感器产能至满足 15 万台 CMOS 探测器需求。CMOS 探测器的材料性能是非晶硅探测器的千倍数量级，图像更清晰、更灵敏、更低噪声，在医疗高端动态领域具有较大需求潜力，公司拟扩建 CMOS 探测器用传感器产能，有利于开拓高端市场。

**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：**公司是国内数字化 X 射线探测器龙头，卡位上游核心零部件环节，快速拓展产品线及应用领域，在国产替代大趋势下成长空间广阔。考虑到股权激励费用和公允价值变动损益的影响较大，我们小幅下调 2024-2025 年盈利预测并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 8.11/10.56/12.69 亿元（2024-2025 年前值 9.63/12.02 亿元），对应 PE 为 24/18/15 倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,549	1,864	2,376	3,002	3,649
(+/-%)	30.5%	20.3%	27.5%	26.3%	21.6%
归母净利润(百万元)	641	607	811	1056	1269
(+/-%)	32.5%	-5.3%	33.5%	30.2%	20.2%
每股收益(元)	8.82	5.96	7.95	10.35	12.44
EBIT Margin	29.8%	32.5%	33.8%	37.0%	36.4%
净资产收益率 (ROE)	16.5%	14.0%	16.6%	18.8%	19.6%
市盈率 (PE)	21.2	31.4	23.5	18.1	15.0
EV/EBITDA	31.6	34.9	24.3	16.7	13.8
市净率 (PB)	3.51	4.40	3.90	3.39	2.95

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

证券分析师：田丰

0755-81982706

tianfeng1@guosen.com.cn

S0980522100005

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	187.00 元
总市值/流通市值	19074/19074 百万元
52 周最高价/最低价	377.99/185.09 元
近 3 个月日均成交额	238.44 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

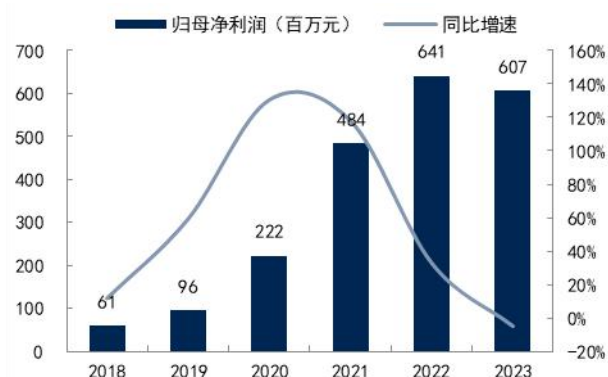
- 《奕瑞科技 (688301.SH) - 收入短期承压，发布股权激励和回购方案，看好长期成长潜力》——2023-10-17
- 《奕瑞科技 (688301.SH) - 上半年收入同比增长 33%，加大研发投入积极拓展新核心部件》——2023-08-31
- 《奕瑞科技 (688301.SH) - 一季度收入同比增长 35%，加大研发投入布局新技术新产品》——2023-05-01
- 《奕瑞科技 (688301.SH) - 2022 年收入同比增长 30%，拟筹划境外发行全球存托凭证，加强海外布局》——2023-03-21
- 《奕瑞科技 (688301.SH) - 第三季度收入同比增长 43%，发行可转债开启成长新征程》——2022-10-31

图1: 奕瑞科技 2023 年营业收入同比增长 20.31%



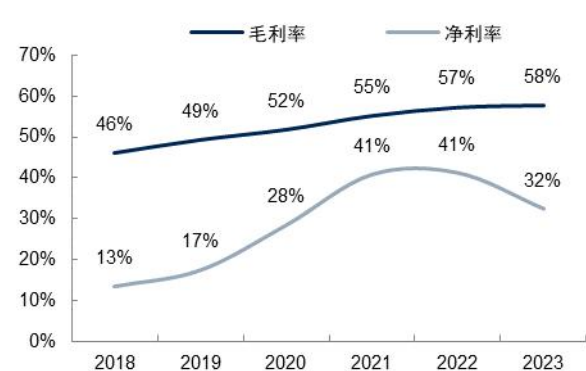
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 奕瑞科技 2023 年归母净利润同比下降 5.27%



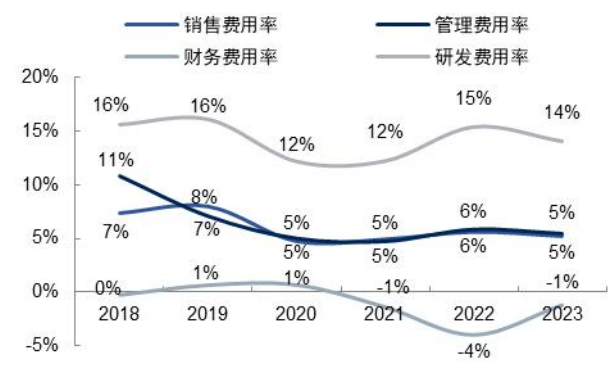
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 奕瑞科技毛利率持续提升



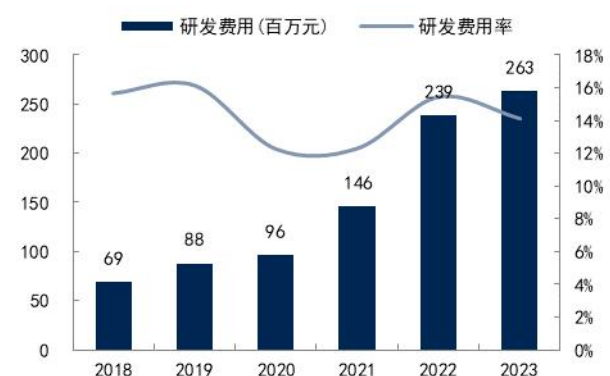
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 奕瑞科技期间费用率基本稳定



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 奕瑞科技研发费用持续增长



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 略有降低



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			
			20240419	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E		
康众医疗	未评级	10.25	11.63	-0.06	0.17	0.39	0.73	—	68.41	29.82	15.93		
日联科技	增持	50.50	63.60	1.20	1.51	2.81	4.34	52.81	42.12	22.63	14.65		
奥普特	买入	88.57	72.46	2.66	1.70	2.95	3.72	27.24	42.62	24.56	19.48		
							平均值	40.02	51.05	25.67	16.69		
奕瑞科技	买入	190.74	187.00	8.82	5.96	7.95	10.35	21.20	31.40	23.52	18.06		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测。注: 未评级公司取 Wind 一致预期。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2709	1880	2005	2198	2027	营业收入	1549	1864	2376	3002	3649
应收款项	460	681	787	963	1138	营业成本	661	786	1001	1280	1561
存货净额	658	782	900	1047	1223	营业税金及附加	10	10	15	18	22
其他流动资产	36	104	121	130	182	销售费用	87	97	124	132	146
<b>流动资产合计</b>	<b>4528</b>	<b>3717</b>	<b>4403</b>	<b>4929</b>	<b>5161</b>	管理费用	91	102	128	136	142
固定资产	441	3002	3960	4211	4414	研发费用	239	263	304	324	449
无形资产及其他	174	175	169	163	157	财务费用	(62)	(23)	79	97	79
投资性房地产	675	581	581	581	581	投资收益	18	22	35	25	25
长期股权投资	0	36	36	36	36	资产减值及公允价值变动	51	(76)	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>5819</b>	<b>7511</b>	<b>9149</b>	<b>9920</b>	<b>10350</b>	其他收入	115	109	130	130	130
短期借款及交易性金融负债	149	380	1663	1464	675	营业利润	709	684	895	1175	1410
应付款项	228	810	486	670	953	营业外净收支	(0)	1	10	10	10
其他流动负债	146	177	243	248	305	<b>利润总额</b>	<b>709</b>	<b>685</b>	<b>905</b>	<b>1185</b>	<b>1420</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>523</b>	<b>1367</b>	<b>2391</b>	<b>2382</b>	<b>1933</b>	所得税费用	70	80	98	133	157
长期借款及应付债券	1176	1601	1601	1601	1601	少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(5)	(6)
其他长期负债	216	191	246	300	328	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>641</b>	<b>607</b>	<b>811</b>	<b>1056</b>	<b>1269</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1392</b>	<b>1792</b>	<b>1847</b>	<b>1901</b>	<b>1929</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1915</b>	<b>3158</b>	<b>4238</b>	<b>4282</b>	<b>3861</b>	净利润	641	607	811	1056	1269
少数股东权益	27	23	20	17	13	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3877	4330	4891	5621	6475	折旧摊销	29	31	155	285	332
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5819</b>	<b>7511</b>	<b>9149</b>	<b>9920</b>	<b>10350</b>	公允价值变动损失	(51)	76	(5)	(5)	(5)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(62)	(23)	79	97	79
每股收益	8.82	5.96	7.95	10.35	12.44	营运资本变动	(611)	270	(444)	(90)	(34)
每股红利	2.24	2.16	2.45	3.20	4.07	其它	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)
每股净资产	53.33	42.46	47.95	55.11	63.48	<b>经营活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>982</b>	<b>514</b>	<b>1243</b>	<b>1558</b>
ROIC	18%	15%	15%	16%	20%	资本开支	0	(2515)	(1102)	(525)	(525)
ROE	17%	14%	17%	19%	20%	其它投资现金流	170	395	(320)	0	0
毛利率	57%	58%	58%	57%	57%	<b>投资活动现金流</b>	<b>170</b>	<b>(2156)</b>	<b>(1422)</b>	<b>(525)</b>	<b>(525)</b>
EBIT Margin	30%	33%	34%	37%	36%	权益性融资	43	22	0	0	0
EBITDA Margin	32%	34%	40%	47%	46%	负债净变化	0	382	0	0	0
收入增长	30%	20%	27%	26%	22%	支付股利、利息	(163)	(221)	(250)	(326)	(415)
净利润增长率	32%	-5%	33%	30%	20%	其它融资现金流	1391	(1)	1283	(199)	(789)
资产负债率	33%	42%	47%	43%	37%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1108</b>	<b>344</b>	<b>1032</b>	<b>(525)</b>	<b>(1204)</b>
息率	0.9%	1.2%	1.3%	1.7%	2.2%	<b>现金净变动</b>	<b>1284</b>	<b>(829)</b>	<b>125</b>	<b>193</b>	<b>(170)</b>
P/E	21.2	31.4	23.5	18.1	15.0	货币资金的期初余额	1425	2709	1880	2005	2198
P/B	3.5	4.4	3.9	3.4	2.9	货币资金的期末余额	2709	1880	2005	2198	2027
EV/EBITDA	31.6	34.9	24.3	16.7	13.8	企业自由现金流	0	(1679)	(674)	656	956
						权益自由现金流	0	(1297)	539	372	96

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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提及的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