

奕瑞科技 (688301.SH)
 / 机械设备

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 30 日

评级：增持(维持)
市场价格：198.71 元
分析师：王可
执业证书编号：S0740519080001

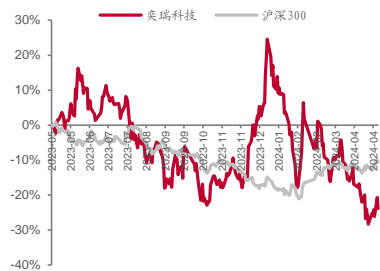
Email: wangke03@zts.com.cn

分析师：郑雅梦
执业证书编号：S0740520080004

Email: zhengym@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	102
流通股本(百万股)	102
市价(元)	198.71
市值(百万元)	20,268
流通市值(百万元)	20,268

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 2023 年探测器业务承压，其他核心部件实现近亿元收入
- 2023Q3 收入短期承压，毛利率创新高，坚定看好公司成长性
- 2023Q2 收入保持快速增长，新核心部件拓展超预期
- 2023Q1 业绩持续高增，看好产品线不断拓展
- 2022 年业绩快速增长，射线源等收入突破 4 千万
- 2022Q3 业绩超预期，公司全球市占率快速提升
- 2022Q1 扣非业绩超预期，公允价值变动损失拖累业绩增速
- 2021 年业绩超预期，看好大客户、

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,549	1,864	2,352	2,851	3,406
增长率 yoy%	30%	20%	26%	21%	19%
净利润(百万元)	641	607	813	1,025	1,239
增长率 yoy%	32%	-5%	34%	26%	21%
每股收益(元)	6.29	5.96	7.97	10.05	12.15
每股现金流量	3.10	3.34	1.77	9.33	11.63
净资产收益率	16%	14%	16%	17%	17%
P/E	31.6	33.4	24.9	19.8	16.4
P/B	5.2	4.7	4.0	3.3	2.8

备注：股价取自 2024 年 4 月 30 日

投资要点

■ **事件：**公司发布 2024 年一季报，实现营业收入 4.91 亿元，同比增长 11.48%，实现归母净利润 1.39 亿元，同比增长 1.88%，实现扣非归母净利润 1.56 亿元，同比增长 6.00%；符合市场预期。

■ **2024Q1 收入加速增长，盈利能力略有承压。**

(1) **成长性分析：**2024Q1 公司实现营收 4.91 亿元，同比增长 11.48%，环比增长 5.14%，主要是因为：①医疗反腐常态化，普放等公立医院日常设备，投资意愿有所恢复；②种植牙降费政策持续落地，下游口腔投资有所恢复。2024Q1 扣非归母净利润增速不及收入增速，主要是因为：公司持续投入，管理、研发费用分别同比增长 12.14%、19.15%。2024Q1 归母净利润增速低于扣非归母净利润增速，主要是因为：冠宇、联影等造成公允价值变动损失 3066.73 万元。

(2) **盈利能力分析：**2024Q1 公司销售毛利率为 53.33%，同比下降 3.71pct；销售净利率为 27.94%，同比下降 2.71pct；销售/管理/财务费用率分别为 3.79%、4.91%、-0.83%，同比分别-0.36pct、+0.03pct、-0.64pct。

(3) **营运能力及经营现金流分析：**2024Q1 公司应收账款周转天数为 122.07 天，同比增加 38.40 天；经营活动产生的现金流量净额为-4225.82 万元，同比下降 2.88%。

(4) **持续加大研发投入。**公司继续坚持以新产品、新技术为中心的知识产权布局，2024Q1 公司研发费用为 6854.18 万元，同比增长 19.15%，占营业收入比重为 18.87%，同比增长 0.93pct。公司研发成果丰富，2023 年新增各类型知识产权申请 62 项，其中发明专利申请 32 项（以专利公开日期为准）；新增各种 IP 登记或授权 76 项（以获得证书日为准），其中发明专利授权 30 项；截至到 2023 年底，公司累计获得各种 IP 登记或授权共计 475 项，其中发明专利 155 项。

■ **布局 CT 全产业链，实现 CT 核心部件国产化。**

(1) **CT 探测器：**CT 三大核心部件之一，需由多个 PD 探测模组与主板拼接而成，单个 PD 探测模组，主要包括 GOS 闪烁体阵列、PD 芯片传感器和读出芯片。根据“新思界”数据，2021 年全球 CT 探测器市场规模约为 16.8 亿美元，预计 2022-2027 年将以 4.3% 左右的年均复合增速持续增长。

(2) **闪烁体：**“探测器的心脏”，公司已申请授权相关知识产权 20 余项，已经实现量产的 GOS 陶瓷年产能超 5 吨，计划 2024 年扩产至 10 吨以上，可满足数千台 64 排及以上 CT 闪烁体需求；生产的 GOS 产品关键指标达到或接近同行业水平，可用于 32 排、64 排及 128 排等更高端的 CT 设备整机，也可按不同客户需求提供标准化和定制化产品。

(3) **PD 阵列：**把光信号转换成电信号的光电二极管器件，公司已经实现大尺寸背照式超薄光电二极管阵列，具有极低的暗电流和结电容，以及较高的宽光谱响应，适用于 CT 中的低噪声探测器，并具备四面可拼接封装能力，实现高排数、大面积探测；目前已完成样品开发，并获得相关 CT 整机厂商认可。

(4) **准直器：**用于吸收、过滤从 CT 探测器中散射、折射溢出的 X 射线，从而提高图像质量；公司医用 CT 二维准直器已实现量产，结合高精度钨合金 3D 打印技术，可根据不同产品和应用需要定制和批量生产各类一维、二维 ASG，相比传统 CT 准直器，可以更灵活实现不同视野 ASG 的定制加工，提高 CT 整机性能，并大幅度降低 ASG

新核心部件拓展

9 受益新能源、口腔需求快速增长，

2021Q3 业绩超预期

10 2021H1 业绩超预期，下游口腔、

新能源、半导体需求快速放量

11 2021Q1 业绩大幅增长，盈利能力

进一步提升

的生产和组装难度。

(5) CT 高压发生器：X 射线影像光源的组成部分，公司覆盖从 50kW 到 80kW 的多种功率和功能配置选择，满足从经济型 CT 到高端 CT 应用的高压解决方案，已完成试产样机验证，即将进入量产。

(6) 光子计数探测器：公司已掌握 CZT 晶体生长技术、CZT 传感器制备技术、光子计数电路开发等，采用四面拼接设计，可实现最高 4 个能量箱配置，实现零电子噪声，像素达 0.5mm×0.5mm。

■ **公司拟终止筹划发行 GDR，拟定增不超过 14.50 亿元投资 X 线真空器件及综合解决方案。**

(1) 公司公告，鉴于目前资本市场环境变化，结合公司发展规划、经营情况及资金安排，拟终止筹划发行 GDR。

(2) 为进一步完善公司产品布局，扩大 X 线核心部件的业务规模，拟定增不超过 14.50 亿元投资 X 线真空器件及综合解决方案。项目成功实施后，公司将新增 77,000 只球管以及 19,300 组 X 线综合解决方案产品产能，有助于推动国内球管产品技术进步及产业化进程，加速三大 X 线核心部件全面进口替代进程，实现我国 X 线核心技术自主可控。

■ **维持“增持”评级。**公司是国内平板探测器行业龙头，在产品和技术方面不断拓展突破，考虑到下游短期需求承压及股权激励费用和公允价值变动对利润影响，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 8.13 亿元、10.25 亿元、12.39 亿元，分别同比增长 34%、26%、21%，按照 2024 年 4 月 30 日股价，对应 PE 分别为 24.9、19.8、16.4 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**产品价格下滑风险、新产品研发销售不顺利风险、知识产权保护及核心技术泄密风险、中美贸易摩擦风险、市场竞争风险、汇率波动风险、行业景气度不及预期风险、原材料供应风险等。

图表 1: 奕瑞科技盈利预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,880	1,362	1,876	2,665	营业收入	1,864	2,352	2,851	3,406
应收票据	50	44	31	26	营业成本	786	978	1,175	1,398
应收账款	605	720	861	1,027	税金及附加	10	13	16	19
预付账款	30	37	45	53	销售费用	97	122	140	150
存货	782	966	1,151	1,365	管理费用	102	129	148	162
合同资产	0	0	0	0	研发费用	263	334	399	470
其他流动资产	371	398	425	455	财务费用	-23	-24	-23	-27
流动资产合计	3,717	3,527	4,388	5,591	信用减值损失	-4	1	5	1
其他长期投资	10	10	10	10	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	36	36	36	36	公允价值变动收益	-76	-20	0	0
固定资产	436	804	1,196	1,611	投资收益	22	22	22	22
在建工程	2,566	2,666	2,666	2,566	其他收益	113	113	124	137
无形资产	175	213	263	279	营业利润	684	915	1,146	1,392
其他非流动资产	571	583	603	630	营业外收入	1	2	2	2
非流动资产合计	3,794	4,312	4,774	5,133	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	7,511	7,839	9,162	10,724	利润总额	685	917	1,148	1,394
短期借款	196	97	226	335	所得税	80	106	127	159
应付票据	34	26	35	42	净利润	605	811	1,021	1,235
应付账款	776	421	579	781	少数股东损益	-3	-2	-4	-4
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	608	813	1,025	1,239
合同负债	18	23	27	33	NOPLAT	585	790	1,001	1,211
其他应付款	23	23	23	23	EPS (按最新股本摊薄)	5.96	7.97	10.05	12.15
一年内到期的非流动负债	184	184	184	184					
其他流动负债	137	126	149	172	主要财务比率				
流动负债合计	1,367	899	1,222	1,569	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	382	382	382	382	成长能力				
应付债券	1,219	1,219	1,219	1,219	营业收入增长率	20.3%	26.2%	21.2%	19.5%
其他非流动负债	191	191	191	191	EBIT增长率	2.4%	34.8%	26.1%	21.5%
非流动负债合计	1,792	1,792	1,792	1,792	归母公司净利润增长率	-5.3%	33.9%	26.0%	20.9%
负债合计	3,158	2,691	3,013	3,361	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,330	5,127	6,132	7,350	毛利率	57.8%	58.4%	58.8%	58.9%
少数股东权益	23	21	17	12	净利率	32.4%	34.5%	35.8%	36.2%
所有者权益合计	4,353	5,148	6,149	7,363	ROE	14.0%	15.8%	16.7%	16.8%
负债和股东权益	7,511	7,839	9,162	10,724	ROIC	11.4%	13.8%	14.8%	15.3%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	42.0%	34.3%	32.9%	31.3%
单位:百万元					债务权益比	49.9%	40.3%	35.8%	31.4%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	2.7	3.9	3.6	3.6
经营活动现金流	340	181	952	1,187	速动比率	2.1	2.8	2.6	2.7
现金收益	631	874	1,127	1,383	营运能力				
存货影响	-124	-184	-185	-214	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
经营性应收影响	-273	-117	-134	-170	应收账款周转天数	93	101	100	100
经营性应付影响	587	-363	166	210	应付账款周转天数	227	220	153	175
其他影响	-481	-29	-21	-22	存货周转天数	330	322	324	324
投资活动现金流	-1,709	-604	-569	-513	每股指标 (元)				
资本支出	-2,611	-593	-571	-507	每股收益	5.96	7.97	10.05	12.15
股权投资	-36	0	0	0	每股经营现金流	3.33	1.77	9.33	11.64
其他长期资产变化	938	-11	2	-6	每股净资产	42.46	50.27	60.12	72.06
融资活动现金流	360	-95	132	115	估值比率				
借款增加	655	-99	129	109	P/E	33.4	24.9	19.8	16.4
股利及利息支付	-221	-45	-55	-59	P/B	4.7	4.0	3.3	2.8
股东融资	22	0	0	0	EV/EBITDA	102	74	58	47
其他影响	-96	49	58	65					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。