

奕瑞科技 (688301.SH)  
/机械设备

证券研究报告/公司点评

2024年9月1日

评级：增持(维持)

市场价格：91.94 元

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

分析师：郑雅梦

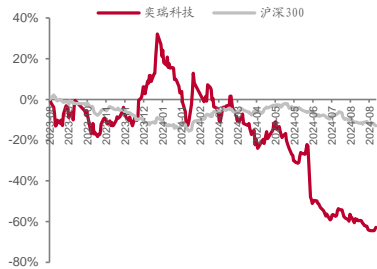
执业证书编号：S0740520080004

Email: zhengym@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	143
流通股本(百万股)	143
市价(元)	91.94
市值(百万元)	13,128
流通市值(百万元)	13,128

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 2024Q1 收入加速增长，实现 CT 核心部件国产化
- 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

### 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	2,256	2,787	3,416
增长率 yoy%	30%	20%	21%	24%	23%
净利润(百万元)	641	607	749	934	1,150
增长率 yoy%	32%	-5%	23%	25%	23%
每股收益(元)	4.49	4.25	5.24	6.54	8.05
每股现金流量	2.22	2.38	0.78	5.75	7.36
净资产收益率	16%	14%	15%	16%	16%
P/E	20.5	21.6	17.5	14.0	11.4
P/B	3.4	3.0	2.6	2.2	1.8

备注：股价取自 2024 年 8 月 30 日

### 投资要点

- 事件：公司发布 2024 年半年报，2024 年上半年，公司实现营业收入 10.26 亿元，同比增长 7.20%，实现归母净利润 3.07 亿元，同比下降 5.30%，实现扣非归母净利润 3.35 亿元，同比下降 3.05%；2024 年第二季度，公司实现营业收入 5.35 亿元，同比增长 3.56%，实现归母净利润 1.68 亿元，同比下降 10.51%，实现扣非归母净利润 1.80 亿元，同比下降 9.72%；略低于市场预期。
- 2024Q2 收入创历史新高，业绩受股权激励费用影响大。

(1) 成长性分析：2024Q2 公司实现营收 5.35 亿元，同比增长 3.56%，环比增长 9.03%，创历史单季度新高。2024H1 公司营收同比增长 7.20%，主要是因为：全球经济复苏动能依然不足，公司持续创新优化产品服务，拓展新型探测器技术，采用 CMOS、IGZO、柔性等新传感器技术的探测器产品收入超过 2.58 亿元；加大对高压发生器、球管、组合式射线源等新核心部件产品的投入，积极推进 X 线综合解决方案，收入规模近 1.00 亿元。归母净利润增速不及收入增速，主要是因为：①实施股权激励计划产生的股份支付费用为 4,780.70 万元（已考虑所得税因素），若剔除上述影响，扣非归母净利润为 3.83 亿元，同比增长 6.03%；②联影、冠宇股价波动形成公允价值变动损益-5,784.48 万元。

(2) 盈利能力分析：2024H1 公司销售毛利率为 54.15%，同比下降 4.10pct，主要是非探测器业务毛利率较低；销售净利率为 29.27%，同比下降 4.01pct；销售/管理/财务费用率分别为 4.61%、5.32%、-0.87%，同比分别增长 0.41pct、0.89pct、1.46pct。

(3) 营运能力及经营现金流分析：存货周转加快，应收账款周转有所加长；2024H1 公司存货周转天数为 292.16 天，同比下降 19.85 天，应收账款周转天数为 128.76 天，同比增加 37.53 天。经营性现金流快速改善，2024H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 1.86 亿元，同比增长 68.91%。

(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，2024H1 公司研发费用为 1.53 亿元，同比增长 28.09%，占营业收入比重为 14.92%，同比增长 2.43pct。公司研发成果丰富，2024H1 改善新增各类型知识产权申请 82 项，其中发明专利申请 16 项（以专利公开日期为准）；新增各种 IP 登记或授权 103 项（以获得证书日为准），其中发明专利授权 22 项。截至 2024 年 6 月底，公司累计获得各种 IP 登记或授权共计 522 项，其中发明专利 174 项。

- 拓展新型探测器技术，加大新核心部件投入，积极推进 X 线综合解决方案。

(1) 传感器设计和制程技术：公司具有 TFT 传感器设计的完整技术体系，截至 2024 年 6 月末，公司共取得了 36 集成电路布图设计登记证书，相比于目前业内大部分厂商采购标准品 TFT 传感器的模式，具有更强的深度底层创新能力，也可以更好地满足终端用户的使用要求。2024H1，公司高清分辨率 CMOS 传感器设计开发取得初步进展，极限空间分辨力进一步提升；IGZO 探测器方面，公司开发了新型器件结构的 TFT，该结构将在噪声和帧率两方面得到提升，目前实验面板设计完成，工艺情况进一步研发验证中。

(2) CT 探测器技术：公司已完成 CT 探测器高速稳定传输模块的开发，也完成了准直器 (ASG)、闪烁体、光电二极管 (PD) 等核心部件开发，还完成了 CT 探测器模块各个子系统的优化和整合，生产制作了首批样品，进入到模块与系统的联合调试阶段。

(3) 新核心部件：除数字化 X 线探测器以外，在高压发生器、球管及组合式射线源等

变动损失拖累业绩增速

9 2021 年业绩超预期，看好大客户、新核心部件拓展

10 受益新能源、口腔需求快速增长，2021Q3 业绩超预期

11 2021H1 业绩超预期，下游口腔、新能源、半导体需求快速放量

12 2021Q1 业绩大幅增长，盈利能力进一步提升

新核心部件领域，公司逐步开始了相关核心技术的布局 and 开发，取得一定成果，掌握了高压绝缘技术、高压逆变电源拓扑技术、特种辅助电源技术、钨钨热阴极技术、液态金属轴承技术、飞焦点技术等核心技术。随着新核心部件的持续突破，有望进一步打开业务空间，为公司持续成长带来源源不断的动能。

■ **定增修订稿发布，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) **定增目的：**进一步完善公司产品布局，扩大 X 线核心部件的业务规模。

(2) **定增方案：**公司拟向不超过 35 名（含 35 名）符合法律法规规定的特定投资者，定增不超过 14.50 亿元投资 X 线真空器件及综合解决方案。

(3) **定增项目：**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，我们下调业绩预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 7.49 亿元、9.34 亿元、11.50 亿元（预测前值分别为 8.13 亿元、10.25 亿元、12.39 亿元），按照 2024 年 8 月 30 日股价，对应 PE 分别为 17.5、14.0、11.4 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	1,312	1,696	2,349	营业收入	1,864	2,256	2,787	3,416
应收票据	50	42	30	26	营业成本	786	1,006	1,264	1,568
应收账款	605	691	841	1,030	税金及附加	10	12	15	19
预付账款	30	38	48	60	销售费用	97	115	134	150
存货	782	993	1,238	1,530	管理费用	102	122	139	163
合同资产	0	0	0	0	研发费用	263	318	362	410
其他流动资产	371	392	421	455	财务费用	-23	-24	-23	-27
流动资产合计	3,717	3,469	4,274	5,450	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	0	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	842	1,045	1,292
其他非流动资产	571	583	603	630	营业外收入	1	2	2	1
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	7,781	9,048	10,583	利润总额	685	844	1,047	1,293
短期借款	196	97	226	335	所得税	80	97	116	147
应付票据	34	27	37	47	净利润	605	747	931	1,146
应付账款	776	433	622	876	少数股东损益	-3	-2	-3	-4
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	607	749	934	1,150
合同负债	18	22	27	33	NOPLAT	585	725	911	1,122
其他应付款	23	23	23	23	EPS (按最新股本摊薄)	4.25	5.24	6.54	8.05
一年内到期的非流动负债	184	184	184	184					
其他流动负债	137	121	143	175	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	1,367	906	1,262	1,672	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	382	382	382	382	<b>成长能力</b>				
应付债券	1,219	1,219	1,219	1,219	营业收入增长率	20.3%	21.0%	23.5%	22.6%
其他非流动负债	191	191	191	191	EBIT增长率	2.4%	23.7%	24.9%	23.7%
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%	23.2%	24.8%	23.0%
负债合计	3,158	2,698	3,054	3,463	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	4,330	5,063	5,977	7,106	毛利率	57.8%	55.4%	54.6%	54.1%
少数股东权益	23	21	17	13	净利率	32.4%	33.1%	33.4%	33.5%
所有者权益合计	4,353	5,083	5,994	7,119	ROE	14.0%	14.7%	15.6%	16.2%
负债和股东权益	7,511	7,781	9,048	10,583	ROIC	11.4%	12.8%	13.7%	14.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	42.0%	34.7%	33.8%	32.7%
					债务权益比	49.9%	40.8%	36.7%	32.5%
					流动比率	2.7	3.8	3.4	3.3
					速动比率	2.1	2.7	2.4	2.3
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
					应收账款周转天数	93	103	99	99
					应付账款周转天数	227	216	150	172
					存货周转天数	330	318	318	318
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	4.25	5.24	6.54	8.05
					每股经营现金流	2.38	0.78	5.74	7.36
					每股净资产	30.33	35.46	41.86	49.77
					<b>估值比率</b>				
					P/E	22	18	14	11
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	50	39	31	25

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。