

短期受下游需求扰动，业绩略低于预期

核心观点

受去年同期业绩高基数以及下游市场需求波动的影响，2024H1 收入和归母净利润增速分别为 7%和-5%，业绩略低于预期，表现利润增速受股权激励费用以及投资亏损的影响较大。展望下半年，公司业绩增速较上半年有望实现改善。1) 常规普放业务去年下半年受医疗行业合规要求提升的影响，业绩基数相对较低，今年下半年有望实现一定的增长，C 臂、乳腺等高端动态产品有望持续放量；2) 齿科和锂电检测业务在国内外新客户持续拓展的驱动下，下半年增速有望改善，其中韩国齿科 CBCT 客户已经开始批量交付，预计下半年有望逐步放量；3) 高压发生器、组合式射线源、微焦点射线源等新核心零部件以及解决方案/技术服务收入有望维持高增长态势。

事件

公司发布 2024 年半年报

公司 2024H1 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 10.26 亿元（+7%）、3.07 亿元（-5%）和 3.35 亿元（-3%）。基本每股收益为 2.15 元/股。

简评

业绩略低于预期，高基数下业绩短期承压

公司 2024H1 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 10.26 亿元（+7%）、3.07 亿元（-5%）和 3.35 亿元（-3%），剔除股份支付费用（4781 万元）的影响，扣非归母净利润为 3.83 亿元，较上年同期同口径增加 6%。2024Q2 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 5.35 亿元（+4%）、1.68 亿元（-11%）和 1.80 亿元（-10%）。Q2 收入增长较 Q1 有所放缓，一方面由于去年同期业绩基数相对较高，另一方面医疗行业合规要求提升对公司医疗业务带来一定影响，齿科 CBCT 和锂电下游需求景气度短期仍有所承压。

分地区来看，上半年境内销售收入为 7.07 亿元（+10%），境外销售收入为 3.20 亿元（+2%）。分业务板块来看，上半年探测器销售收入为 8.44 亿元，占主营业务收入比重为 89%；解决方案/技术服务收入为 2987 万元，占主营业务收入比重为 3%；其他核心部件销售收入为 6992 万元，占主营业务收入比重为 7%。从探测器类型来看，上半年采用 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。

奕瑞科技 (688301.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

朱红亮

zhuhongliang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080001

发布日期：2024 年 09 月 13 日

当前股价：85.96 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-13.69/-8.62	-52.21/-41.94	-60.43/-46.88
12 月最高/最低价 (元)		325.26/85.96
总股本 (万股)		14,278.86
流通 A 股 (万股)		14,278.86
总市值 (亿元)		122.74
流通市值 (亿元)		122.74
近 3 月日均成交量 (万)		99.80
主要股东		
上海奕原禾锐投资咨询有限公司		16.36%

股价表现



展望下半年，齿科和锂电业务增速有望改善，新核心零部件和新产品有望贡献业绩增量

展望下半年，公司业绩增速较上半年有望实现改善。1) 常规普放业务去年下半年受医疗行业合规要求提升的影响，业绩基数相对较低，今年下半年有望实现一定的增长，C 臂、乳腺等高端动态产品有望持续放量；2) 齿科和锂电检测业务在国内外新客户持续拓展的驱动下，下半年增速有望改善，其中韩国齿科 CBCT 客户已经开始批量交付，预计下半年有望逐步放量；3) 高压发生器、组合式射线源、微焦点射线源等新核心零部件以及解决方案/技术服务收入有望维持高增长态势。

2024H1 毛利率受产品结构变化影响有所下降，现金流显著改善

2024 年上半年，公司毛利率为 54.15%，同比下降 4.10 个百分点，预计主要受产品结构变化的影响，低毛利率的其他核心部件、解决方案/技术服务、配件销售收入占比提升。销售费用率为 4.61%，同比提升 0.41 个百分点；管理费用率为 5.32%，同比提升 0.89 个百分点；财务费用率为-0.87%，同比提升 1.46 个百分点，主要系汇率变动造成的汇兑收益较上年同期减少所致；研发费用率为 14.92%，同比提升 2.43 个百分点。2024H1 公司经营性现金流净额为 1.86 亿元，同比增长 68.91%，主要系收到的销售回款增加所致。应收账款周转天数为 128.76 天，同比增加 37.53 天，预计主要由于公司营收规模增长，账期长的大客户占比提升；存货周转天数为 292.16 天，同比下降 19.85 天，存货周转效率提升。其他财务指标基本正常。

X 线平板探测器市场空间广阔，公司市场份额有望进一步提升

X 线平板探测器广泛应用于医疗和工业等领域。根据 Frost&Sullivan 报告，2021 年全球数字化 X 线探测器的市场规模为 22.8 亿美元。奕瑞科技是少数同时掌握非晶硅、IGZO、CMOS 和柔性基板四大传感器技术并具备量产能力的公司之一，已切入国内外多家头部影像设备厂商供应链体系，全球探测器出货总量（不含线阵探测器及其他核心部件）超 30 万台。根据 Yole Développement 报告，2021 年公司在全球数字化 X 射线探测器市场的份额为 16.9%，未来份额有望进一步提升。此外，根据 Frost&Sullivan 报告，2021 年全球高压发生器及组合式射线源市场规模为 31.8 亿美元，公司高压发生器等新核心零部件的布局有望助力公司持续打开成长天花板。

短期看好齿科和工业业务环比改善，长期看好公司产品的横向布局以及海外市场拓展

奕瑞科技作为国产 X 线平板探测器的领跑者，有望凭借多年核心技术积累、上游原材料自产能力、较高的产品性价比、完善的全球渠道网络布局以及持续的新品研发和放量，建立深厚的护城河，持续提升全球市占率。短期来看，公司传统普放产品系列有望实现稳定增长，齿科和工业领域在国内外新客户的拓展下，下半年增速有望环比改善。中长期来看，公司逐渐从 X 线平板探测器专家向多维核心零部件供应商转变，高压发生器、射线源、CT 探测器等新核心部件的布局有望打造第三增长曲线，同时公司海外市场加速拓展，有望进一步打开成长空间。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 22.41、28.46 和 34.53 亿元，分别同比增长 20%、27%和 21%，归母净利润分别为 7.02、9.00 和 11.35 亿元，分别同比增长 16%、28%和 26%。维持“买入”评级。

风险提示

由于医药行业合规要求提升等行业政策因素导致部分地区医疗设备招标需求延后，可能对公司相关产品国内下游客户的业务造成影响，从而传导至上游部件采购需求变化的风险；知识产权保护及核心技术泄密风险；新技术和新产品开发风险；部分原材料价格波动及供应的风险；毛利率水平波动甚至下降的风险（公司产品毛利率对售价、产品结构等因素变化较为敏感，如果未来下游客户需求下降、行业竞争加剧等可能导致产品价格

下降，或者公司未能有效控制产品成本，或者产能利用率不足，或者高毛利的新产品销售未达预期；或受到宏观经济贸易环境等影响，不能排除公司毛利率水平波动甚至下降的可能性，将给公司的经营带来一定风险)；人力资源风险；税收政策变化风险；医疗卫生产业政策变化风险；齿科、锂电等行业景气度不及预期的风险；行业竞争加剧风险；贸易摩擦及地缘政治风险；汇兑损益风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1864	2241	2846	3453
增长率(%)	20%	20%	27%	21%
归属母公司股东净利润	607	702	900	1135
增长率(%)	-5%	16%	28%	26%
每股收益(EPS)	4.25	4.92	6.30	7.95
市盈率(P/E)	21	18	14	11

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2024 年 09 月 10 日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债表（百万元）					
流动资产	4528	3717	4591	5239	6082
现金	2709	1880	1500	1500	1730
应收账款	357	605	641	832	1024
其他应收款	60	27	54	66	87
预付账款	12	30	41	54	67
存货	658	782	1023	1347	1658
其他流动资产	733	394	1333	1441	1515
非流动资产	1291	3794	3428	3164	2818
长期投资	0	36	1	1	1
固定资产	184	436	1573	1937	1916
无形资产	174	175	175	175	175
其他非流动资产	933	3147	1679	1051	727
资产总计	5819	7511	8019	8403	8900
流动负债	523	1367	2690	2310	1837
短期借款	131	196	1521	846	130
应付账款	214	776	788	1137	1359
其他流动负债	178	395	381	327	347
非流动负债	1392	1792	545	571	564
长期借款	0	382	382	382	382
其他非流动负债	1392	1410	163	189	182
负债合计	1915	3158	3236	2881	2400
少数股东权益	27	23	20	16	11
股本	73	102	143	143	143
资本公积	2249	2298	2258	2258	2258
留存收益	1305	1702	2200	2886	3877
归属母公司股东权益	3877	4330	4764	5507	6489
负债和股东权益	5819	7511	8019	8403	8900
利润表（百万元）					
营业收入	1549	1864	2241	2846	3453
营业成本	661	786	1028	1353	1667
营业税金及附加	10	10	12	16	19
营业费用	87	97	100	122	145
管理费用	91	102	115	142	166
研发费用	239	263	314	370	442
财务费用	-62	-23	14	39	-3
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	51	-76	-56	0	0
投资净收益	18	22	15	5	5

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业利润	709	684	787	1008	1273
营业外收入	0	1	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	709	685	789	1010	1275
所得税	70	80	90	114	145
净利润	639	605	699	896	1130
少数股东损益	-3	-3	-3	-4	-5
归属母公司净利润	641	607	702	900	1135
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流	317	340	665	1025	1135
净利润	639	605	699	896	1130
折旧摊销	31	49	147	278	343
财务费用	-62	-23	14	39	-3
投资损失	-18	-22	-15	-5	-5
营运资金变动	-312	-441	-299	-194	-326
其他经营现金流	39	172	118	11	-4
投资活动现金流	-472	-1709	-857	-96	-46
资本支出	717	1854	0	0	0
长期投资	224	-18	-35	-0	-0
其他投资现金流	470	127	-892	-96	-46
筹资活动现金流	1393	360	-188	-929	-858
短期借款	79	65	1325	-675	-716
长期借款	0	382	0	0	0
普通股增加	0	29	41	0	0
资本公积增加	85	49	-41	0	0
其他筹资现金流	1229	-166	-1513	-254	-142
现金净增加额	1280	-998	-380	0	230

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。3 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

朱红亮

中信建投证券医药分析师，上海交通大学生物学硕士，研究医疗器械公司。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk