



买入（维持）

所属行业：医药生物/医疗器械
当前价格(元)：122.68

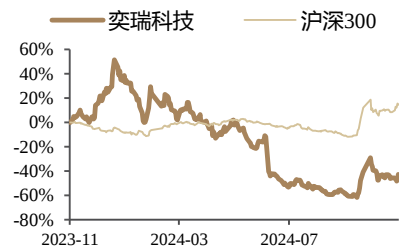
证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.93	35.53	23.19
相对涨幅(%)	-16.67	6.99	0.00

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《——奕瑞科技 2023 年三季报点评-奕瑞科技(688301.SH)：毛利率持续提升，股权激励彰显长期发展信心》，2023.11.14

奕瑞科技(688301.SH)：业绩承压，长期发展向好

投资要点

- **事件：**1. 24Q1-Q3，公司实现营业收入 13.56 亿元（-2.91%，同比，下同），实现归母净利润 3.90 亿元（-9.88%），实现扣非归母净利润 3.86 亿元（-21.57%）；2. 24Q3 营业收入 3.30 亿元（-24.94%），归母净利润 0.83 亿元（-23.62%），扣非归母净利润 0.50 亿元（-65.53%）。
- **下游需求不足影响三季度营收，股权激励费用等影响利润。**公司主要产品平板探测器下游为于医疗领域的 X 射线机、工业无损检测如动力电池等及安全检查等各个领域。我们认为，2024 年前三季度，国内医疗设备领域招投标受到政策影响有所延迟，下游厂家对平板探测器需求同步下降，造成公司单季度收入承压。利润端：一方面，公司整体营收结构有所调整，造成 24Q3 公司整体毛利率较 23 年同期下滑 5.03pct，另一方面，24 年前三季度公司股权激励费用较 23 年同期增加较多，对利润端造成一定压力。鉴于公司在医疗、工业等海外新市场积极强化大客户开发力度，且核心部件产业的定增项目投产计划已提上日程，我们认为公司业务毛利率将稳步回升，盈利状况有望获修复。
- **14.5 亿定增项目获上交所受理，聚焦 X 线核心部件产业建设：**根据公司公告，上交所于 10 月 22 日予以受理公司定增项目。拟向不超过 35 名特定投资者发行股票不超过 2141.83 万股，所募资金不超 14.50 亿元，用于 X 线真空器件及综合解决方案建设。项目成功实施后，公司将新增 7.7 万只球管以及 1.93 万组 X 线综合解决方案产品产能。我们认为，公司定增项目落地后，尽管短期在建工程转固后会对公司利润造成一定压力，但从长期看，将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，实现公司对 X 线核心技术自主可控。
- **掌握多项核心技术，新用户持续导入，长期发展向好：**根据公司公告，24H1，公司量产的产品包括平板探测器和线阵探测器，并已掌握非晶硅、IGZO、CMOS 和柔性基板四大传感器技术，为公司进一步丰富产品线、服务多领域客户、提高市场竞争力与品牌影响力打下坚实的基础。公司在准直器（ASG）、闪烁体、光电二极管（PD）等探测器上游零部件及原材料的积极探索仍在持续。目前公司已完成部分医疗 CT 用二维准直器的研发及国内客户导入，已经推广多家安检 CT 客户，实现量产。下一代光子计数 CT 用的 ASG 也在积极研发。医疗 CT 探测器适用的 GOS 闪烁体取得研发突破，关键指标达到国际领先水平，实现了小批量生产。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 24-26 年归母净利润为 6.3/8.3/9.7 亿元，当前市值对应 PE 为 28/21/18 倍。考虑到公司掌握多项探测器核心技术，且管线布局完善，下游客户不断导入，长期发展向好，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求增长不及预期，研发进展不及预期，市场竞争加剧等。

股票数据

总股本(百万股)：	142.79
流通 A 股(百万股)：	142.79
52 周内股价区间(元)：	82.51-325.26
总市值(百万元)：	17,517.31
总资产(百万元)：	8,198.19
每股净资产(元)：	32.11

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,549	1,864	1,843	2,282	2,692
(+/-)YOY(%)	30.5%	20.3%	-1.1%	23.8%	18.0%
净利润(百万元)	641	607	629	833	965
(+/-)YOY(%)	32.5%	-5.3%	3.5%	32.6%	15.8%
全面摊薄 EPS(元)	4.49	4.25	4.40	5.84	6.76
毛利率(%)	57.3%	57.8%	55.7%	55.0%	54.4%
净资产收益率(%)	16.5%	14.0%	13.2%	15.3%	15.5%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	5.97	4.40	5.84	6.76
每股净资产	42.46	33.47	38.14	43.67
每股经营现金流	3.34	4.07	4.91	7.89
每股股利	2.00	2.20	2.30	2.40
价值评估(倍)				
P/E	54.48	27.87	21.02	18.16
P/B	7.66	3.67	3.22	2.81
P/S	17.80	9.51	7.68	6.51
EV/EBITDA	42.28	30.30	19.93	15.91
股息率%	0.6%	1.8%	1.9%	2.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	57.8%	55.7%	55.0%	54.4%
净利润率	32.4%	34.2%	36.6%	35.9%
净资产收益率	14.0%	13.2%	15.3%	15.5%
资产回报率	8.1%	9.2%	9.6%	11.6%
投资回报率	9.8%	7.0%	9.1%	9.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.3%	-1.1%	23.8%	18.0%
EBIT 增长率	24.0%	-25.2%	42.5%	19.1%
净利润增长率	-5.3%	3.5%	32.6%	15.8%
偿债能力指标				
资产负债率	42.0%	29.4%	36.9%	25.0%
流动比率	2.7	9.8	2.4	8.7
速动比率	2.1	8.9	1.7	7.6
现金比率	1.4	6.1	0.8	4.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	92.8	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	329.8	200.0	180.0	170.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	4.3	4.9	1.9	1.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	607	629	833	965
少数股东损益	-3	1	1	1
非现金支出	78	69	164	236
非经营收益	54	-68	-68	-68
营运资金变动	-397	-49	-230	-8
经营活动现金流	340	582	701	1,126
资产	-1,851	-1,006	-706	-707
投资	18	-50	-50	-50
其他	124	68	68	68
投资活动现金流	-1,709	-988	-688	-689
债权募资	607	0	0	0
股权募资	22	-20	0	0
其他	-269	-160	-167	-174
融资活动现金流	360	-180	-167	-174
现金净流量	-998	-586	-155	263

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 8 日
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,864	1,843	2,282	2,692
营业成本	786	817	1,026	1,227
毛利率%	57.8%	55.7%	55.0%	54.4%
营业税金及附加	10	11	14	16
营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	97	97	113	124
营业费用率%	5.2%	5.3%	4.9%	4.6%
管理费用	102	111	137	162
管理费用率%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	263	332	290	315
研发费用率%	14.1%	18.0%	12.7%	11.7%
EBIT	715	535	763	909
财务费用	-23	-95	-95	-95
财务费用率%	-1.2%	-5.2%	-4.2%	-3.5%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	22	18	18	18
营业利润	684	698	926	1,072
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	685	698	926	1,072
EBITDA	790	605	927	1,145
所得税	80	69	91	106
有效所得税率%	11.7%	9.9%	9.9%	9.9%
少数股东损益	-3	1	1	1
归属母公司所有者净利润	607	629	833	965

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,880	1,294	1,139	1,402
应收账款及应收票据	654	205	859	397
存货	782	126	900	259
其它流动资产	401	450	500	551
流动资产合计	3,717	2,075	3,399	2,608
长期股权投资	36	36	36	36
固定资产	436	377	1,224	1,699
在建工程	2,566	3,566	3,266	3,266
无形资产	175	181	187	194
非流动资产合计	3,794	4,731	5,272	5,744
资产总计	7,511	6,806	8,671	8,352
短期借款	196	196	196	196
应付票据及应付账款	810	-311	852	-293
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	361	326	362	396
流动负债合计	1,367	211	1,410	299
长期借款	382	382	382	382
其它长期负债	1,410	1,410	1,410	1,410
非流动负债合计	1,792	1,792	1,792	1,792
负债总计	3,158	2,003	3,202	2,090
实收资本	102	143	143	143
普通股股东权益	4,330	4,779	5,446	6,236
少数股东权益	23	23	24	25
负债和所有者权益合计	7,511	6,806	8,671	8,352

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。