

2025 年 02 月 14 日

X 线探测器领军者，由点到面打开成长天花板

奕瑞科技(688301)

国内领先数字化 X 射线核心部件及综合解决方案供应商

公司成立于 2011 年，主要从事数字化 X 线探测器、高压发生器、组合式射线源、球管等新核心部件的研发、生产、销售与服务，产品广泛应用于医学诊断与治疗、工业无损检测、安全检查等领域。

► 探测器：国产 X 射线探测器领军者，打造业绩基本盘

凭借卓越的研发及创新能力，公司成为全球为数不多的、掌握全部主要核心技术的数字化 X 线探测器生产商之一，也是全球少数几家同时掌握非晶硅、IGZO、柔性和 CMOS 传感器技术并具备量产能力的 X 线探测器公司之一。目前公司探测器产品远销亚洲、美洲、欧洲等 80 余个国家和地区，全球探测器出货总量（包含齿科口内探测器，不含线阵探测器及其他核心部件）超 30 万台，在医疗和工业领域得到广泛认可。

► 探测器+：向“全球领先的 X 线领域产品及方案供应商”战略转型，提高核心竞争力

公司基于自身的技术储备，持续进行产品线的横向拓展和产业链的纵向延伸。一方面，公司积极布局上游零部件及原材料，部分产品已经完成客户导入进入量产阶段。另一方面，公司积极拓展高压发生器、球管及组合式射线源等 X 射线其他的核心零部件。与此同时，公司还延伸布局 X 射线综合解决方案，目前公司已完成多款应用于不同领域的 X 射线综合解决方案产品的开发并成功实现商业化，现已开始向客户小批量交付。我们认为，新业务新产品的放量有望打开公司业绩成长天花板。

投资建议

我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 18.44、23.77、29.59 亿元，同比-1.1%、+28.9%、+24.5%；归母净利润分别为 5.80、7.54、9.49 亿元，同比-4.6%、+30.1%、+25.8；EPS 分别为 4.05、5.27、6.63 元。2025 年 2 月 13 日股价为 101.03 元，对应 PE 分别为 24.93x、19.16x、15.23x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

新技术及新产品销售不及预期风险，下游需求不及预期风险，汇率损益风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	101.03
股票代码：	688301
52 周最高价/最低价：	268.0/82.51
总市值(亿)	144.54
自由流通市值(亿)	144.54
自由流通股数(百万)	143.06



分析师：单慧伟
邮箱：shanhw@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524120004
联系电话：

分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

联系人：陈天然
邮箱：chentnr1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

华西电子&医药联合覆盖

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,549	1,864	1,844	2,377	2,959
YoY (%)	30.5%	20.3%	-1.1%	28.9%	24.5%
归母净利润(百万元)	641	607	580	754	949
YoY (%)	32.5%	-5.3%	-4.6%	30.1%	25.8%
毛利率 (%)	57.3%	57.8%	54.6%	54.3%	54.2%
每股收益 (元)	6.31	5.97	4.05	5.27	6.63
ROE	16.5%	14.0%	12.4%	14.5%	16.3%
市盈率	16.01	16.92	24.93	19.16	15.23

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 国内 X 射线探测器龙头厂商，进口垄断破局者	4
2. 盈利预测与估值	4
2.1. 盈利预测	4
2.2. 相对估值	6
3. 风险提示	6

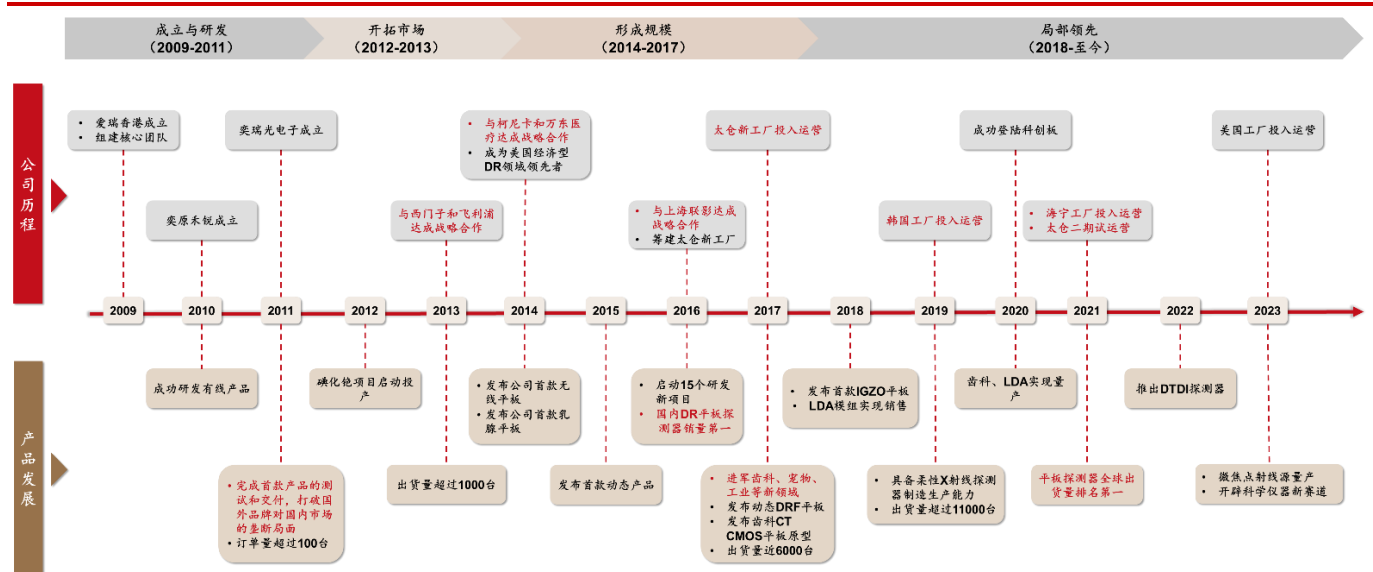
图表目录

图 1 公司发展历程	4
表 1 主营业务预测	5
表 2 可比公司 Wind 一致预期	6

1. 国内 X 射线探测器龙头厂商，进口垄断破局者

奕瑞科技：国内领先的数字化 X 射线核心部件及综合解决方案供应商。公司成立于 2011 年，主要从事数字化 X 线探测器、高压发生器、组合式射线源、球管等新核心部件的研发、生产、销售与服务，产品广泛应用于医学诊断与治疗、工业无损检测、安全检查等领域。其中，X 射线探测器产品全球产品装机总量超 37 万台，在全球市场形成局部领先地位。

图 1 公司发展历程



资料来源：奕瑞科技招股说明书，奕瑞科技公司官网，华西证券研究所

2. 盈利预测与估值

2.1. 盈利预测

基本假设：

- **探测器：**受到医疗反腐及设备更新政策进度缓慢等影响，下游采购需求较为疲软，导致 2024 年探测器传统业务收入承压。因此，我们假设公司该板块 2024 年营业收入为 15.14 亿元，同比-10.6%。展望未来，随着设备更新政策的推进，医学影像设备市场规模显著回暖，探测器作为医学影像设备的核心零部件有望实现深度受益。因此，我们假设公司该板块 2025-26 年营业收入分别为 18.27、21.48 亿元，同比+20.6%、+17.6%。与此同时，随着公司产品结构的优化，盈利能力有望持续提升。因此，我们假设公司该板块毛利率分别为 60.70%、61.11%、61.42%。
- **核心零部件：**公司立足于“探测器+”战略，积极布局高压发生器、组合式射线源、微焦点 X 射线源等 X 射线检测设备的其他核心零部件，目前已有产品实现量产。随着研发项目的产业化落地及放量，公司该板块业务有望持续增长，规模效应下盈利能力也有望实现持续提升。因此，我们假设公司 2024-26 年该板块营业收入分别为 1.50、2.20、3.00 亿元，同比+73.3%、+46.7%、

+36.4%；毛利率分别为 19.00%、25.00%、30.00%。

- **技术支持服务收入：**目前公司已完成多款应用于不同领域的 X 线综合解决方案产品的开发并成功实现商业化，现已开始向客户小批量交付相关产品，后续有望贡献显著的业绩增量。因此，我们假设公司该板块 2024-26 年营业收入分别为 0.80、1.60、2.50 亿元，同比+200.7%、+100.0%、+56.3%；毛利率分别为 45.00%、48.00%、50.00%。
- **配件销售：**公司积极探索准直器（ASG）、闪烁体、光电二极管（PD）等探测器上游零部件及原材料。1）准直器方面：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，进入量产销售阶段，同步积极开拓安检 CT 用二维准直器，并已经推广多家安检 CT 客户，实现量产。2）闪烁体方面：闪烁晶体碘化铯、钨酸镉已完成开发并已量产销售，工业及安检应用的 GOS 闪烁体完成开发并进入量产阶段，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。随着研发项目的产业化落地及放量，公司该板块业务有望持续增长，规模效应下盈利能力也有望实现持续提升。因此，我们假设公司该板块 2024-26 年营业收入分别为 0.90、1.60、2.50 亿元，同比+84.7%、+77.8%、+56.3%；毛利率分别为 25.00%、26.00%、28.00%。

盈利预测结果：预计 2024-26 年营业收入分别为 18.44、23.77、29.59 亿元，同比-1.1%、+28.9%、+24.5%，毛利率分别为 54.59%、54.27%、54.23%。

表 1 主营业务预测

百万元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	784.1	1187.4	1549.1	1863.8	1843.7	2377.0	2959.3
yoy		51.4%	30.5%	20.3%	-1.1%	28.9%	24.5%
毛利率	51.80%	55.25%	57.34%	57.84%	54.59%	54.27%	54.23%
探测器	739.9	1126.0	1449.4	1693.6	1514.5	1826.9	2148.4
yoy		52.2%	28.7%	16.8%	-10.6%	20.6%	17.6%
毛利率	52.31%	56.89%	58.97%	61.12%	60.70%	61.11%	61.42%
核心零部件				86.6	150.0	220.0	300.0
yoy					73.3%	46.7%	36.4%
毛利率				15.57%	19.00%	25.00%	30.00%
技术支持服务收入				26.6	80.0	160.0	250.0
yoy					200.7%	100.0%	56.3%
毛利率				66.10%	45.00%	48.00%	50.00%
配件销售				48.7	90.0	160.0	250.0
yoy					84.7%	77.8%	56.3%
毛利率				24.03%	25.00%	26.00%	28.00%
租赁收入				8.4	9.2	10.1	10.9
yoy					10.0%	10.0%	8.0%
毛利率				1.96%	2.00%	2.00%	2.00%
其他	44.2	61.3	99.7				
yoy	68.5%	38.8%	62.6%				
毛利率	43.28%	25.07%	33.56%				

资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2. 相对估值

我们选取医疗影像相关公司康众医疗、迈瑞医疗、联影医疗作为可比公司。2025 年可比公司 PE 为 33.81x。我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 18.44、23.77、29.59 亿元，同比-1.1%、+28.9%、+24.5%；归母净利润分别为 5.80、7.54、9.49 亿元，同比-4.6%、+30.1%、+25.8%；EPS 分别为 4.05、5.27、6.63 元。2025 年 2 月 13 日股价为 101.03 元，对应 PE 分别为 24.93x、19.16x、15.23x。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2 可比公司 Wind 一致预期

公司	代码	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
康众医疗	688607.SH	15.19	0.33	0.43	0.61	46.16	35.23	24.79
迈瑞医疗	300760.SZ	251.00	10.90	12.92	15.32	23.04	19.42	16.39
联影医疗	688271.SH	126.93	2.07	2.71	3.37	61.44	46.78	37.65
平均						43.54	33.81	26.28
奕瑞科技	688301.SH	101.03	4.05	5.27	6.63	24.93	19.16	15.23

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：可比公司数据均为 Wind 一致预期，时间截至 2025 年 2 月 13 日

3. 风险提示

1、新技术及新产品销售不及预期风险：公司未来将进一步扩充工业安防及动态领域的产品布局，积极探索准直器、闪烁体、光电二极管等探测器上游零部件，并加大对高压发生器、球管、组合式射线源等新核心部件产品的平台化研发投入。若上述领域的新产品、新技术、新材料的研发和销售不及预期，将会对公司的经营业绩和长远发展造成不利影响。

2、下游需求不及预期风险：如果行业景气度下降导致数字化 X 线探测器等核心部件市场需求大幅下滑，将在一定程度上限制公司的快速发展，对公司盈利水平造成影响。

3、汇率损益风险：公司与境外客户及部分境外供应商主要使用外币定价结算。因此人民币汇率波动将直接影响公司产品出口价格的竞争力，进而对公司经营业绩造成一定影响；同时，公司外销收入占比较高，人民币汇率波动还将直接影响公司汇兑损益金额。因此，如果未来人民币大幅升值，可能对公司盈利能力造成一定影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,864	1,844	2,377	2,959	净利润	605	578	752	945
YoY (%)	20.3%	-1.1%	28.9%	24.5%	折旧和摊销	74	123	148	170
营业成本	786	837	1,087	1,354	营运资金变动	-397	-198	-219	-119
营业税金及附加	10	12	14	18	经营活动现金流	340	499	699	1,015
销售费用	97	103	124	148	资本开支	-1,851	-6	-8	-8
管理费用	102	111	131	148	投资	18	0	0	0
财务费用	-23	-79	-31	-34	投资活动现金流	-1,709	21	-56	-27
研发费用	263	350	380	473	股权募资	22	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	607	-159	0	0
投资收益	22	22	22	22	筹资活动现金流	360	-357	-292	-357
营业利润	684	639	833	1,048	现金净流量	-998	160	351	631
营业外收支	1	4	2	2	主要财务指标				
利润总额	685	643	835	1,051	成长能力				
所得税	80	64	84	105	营业收入增长率	20.3%	-1.1%	28.9%	24.5%
净利润	605	578	752	945	净利润增长率	-5.3%	-4.6%	30.1%	25.8%
归属于母公司净利润	607	580	754	949	盈利能力				
YoY (%)	-5.3%	-4.6%	30.1%	25.8%	毛利率	57.8%	54.6%	54.3%	54.2%
每股收益	5.97	4.05	5.27	6.63	净利率	32.6%	31.5%	31.7%	32.1%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	9.1%	7.7%	9.6%	10.9%
货币资金	1,880	2,039	2,390	3,021	净资产收益率 ROE	14.0%	12.4%	14.5%	16.3%
预付款项	30	26	32	44	偿债能力				
存货	782	728	1,036	1,273	流动比率	2.72	4.26	3.98	3.75
其他流动资产	1,026	950	1,126	1,360	速动比率	2.09	3.34	3.01	2.85
流动资产合计	3,717	3,744	4,584	5,698	现金比率	1.38	2.32	2.07	1.99
长期股权投资	36	36	36	36	资产负债率	42.0%	36.7%	36.5%	36.6%
固定资产	436	610	736	819	经营效率				
无形资产	175	181	187	191	总资产周转率	0.28	0.25	0.30	0.34
非流动资产合计	3,794	3,693	3,625	3,506	每股指标 (元)				
资产合计	7,511	7,437	8,209	9,204	每股收益	5.97	4.05	5.27	6.63
短期借款	196	196	196	196	每股净资产	42.46	32.78	36.29	40.70
应付账款及票据	810	455	695	999	每股经营现金流	3.34	3.49	4.89	7.10
其他流动负债	361	229	262	326	每股股利	2.00	1.36	1.77	2.22
流动负债合计	1,367	880	1,153	1,521	估值分析				
长期借款	382	382	382	382	PE	16.92	24.93	19.16	15.23
其他长期负债	1,410	1,464	1,464	1,464	PB	7.66	3.08	2.78	2.48
非流动负债合计	1,792	1,846	1,846	1,846					
负债合计	3,158	2,726	2,999	3,367					
股本	102	143	143	143					
少数股东权益	23	21	18	15					
股东权益合计	4,353	4,711	5,210	5,837					
负债和股东权益合计	7,511	7,437	8,209	9,204					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。