

## CT 球管布局逐步完善，国产替代空间较大

### 核心观点

公司近期在美国 RNSA 大会上展出 CT 球管系列产品，目前已完成从 4MHU 到 8MHU 球管的谱系化产品布局，部分产品已进入送样测试阶段，未来批量交付后有望贡献业绩增量。展望 Q4，公司收入和净利润在低基数下有望延续高增长态势，全年业绩增速将呈现前低后高的态势，其中平板探测器下游医疗、工业领域客户需求有望持续改善，新核心部件和解决方案/技术服务业务有望实现高增长。展望明年，公司向关联方视涯科技提供的硅基 OLED 微显示模组订单有望显著提升，或带动整体收入和净利润有望实现加速增长。

### 事件

#### 公司近期在美国 RNSA 大会上展出 CT 球管系列产品

近期，公司在美国 RNSA（北美放射学年会）大会上展出 CT 球管系列产品。

### 简评

#### CT 球管布局逐步完善，部分产品已进入送样测试阶段

公司 4MHU/5MHU 液轴和 8MHU 滚轴产品已成功落地，完成了从 4MHU 到 8MHU 球管的谱系化产品布局，正式跻身全球高端 CT 球管核心供应商行列。

公司 2022 年开始组建 CT 球管团队，团队人员多为在行业内有多年丰富经验的人员，经过多年研发，已于今年年初完成部分 CT 球管的开发，并且部分产品已进入送样测试阶段。按照医疗器械核心零部件正常的设备送样、测试、注册流程，从设备送样到进入批量销售阶段，需要一到两年的时间。CT 球管目前国产化率较低，进口替代空间大，公司将加快 CT 球管的研发、测试及后续量产工作，未来批量销售后有望带来业绩增量。

奕瑞科技(688301.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

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：2025 年 12 月 16 日

当前股价：106.10 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
-8.34/-10.34	24.91/13.67	-9.12/-30.15	
12 月最高/最低价 (元)	135.10/84.77		
总股本 (万股)	21,141.17		
流通 A 股 (万股)	20,036.27		
总市值 (亿元)	226.32		
流通市值 (亿元)	214.49		
近 3 月日均成交量 (万)	287.04		
主要股东			
上海奕原禾锐投资咨询有限公司	15.47%		

### 股价表现



**图表1：公司 CT 球管产品**


资料来源：奕瑞科技官方公众号，中信建投证券

### CT 球管行业壁垒较高，国产化率较低

医用 CT 球管是 CT 设备中最核心、技术含量最高的部件之一，其性能直接影响 CT 的图像质量及使用寿命。医用 CT 球管工艺技术十分复杂，具有高热量、高真空、高电压、高精度、高转速、高动量等技术特点，涉及热力学、电子光学、电磁学、电真空学、机械动力学、仿真技术、特种材料和工艺等多个专业学科技术，并且对工艺、基础配套、流程装备要求苛刻，属于高技术、高投入、长周期产品，设计和生产技术壁垒较高，需要长时间的技术积累。

**图表2：CT 球管生产工艺复杂**


资料来源：Varex、Dunlee 官网，中信建投证券

医用 CT 球管是国外医疗设备巨头在 CT 设备整机研制生产过程中重点布局和控制的核心部件，全球只有少数企业掌握生产技术。目前，国外 CT 球管制造商主要包括美国的通用医疗（GE Healthcare）、万睿视（Varex

Imaging)、科罗诺司(Chronos Imaging)、理查德森(Richardson Healthcare)，欧洲的飞利浦(Philips Medical Systems)和西门子医疗(Siemens Healthcare)，日本的佳能(Canon)等，其中万睿视、科罗诺司、理查德森则是医用CT球管独立制造商。

**国产 CT 球管厂商正在快速崛起，高端产品与进口仍有较大差距。**联影医疗已经在部分 CT 产品上采用自研 CT 球管，部分 CT 产品以及国内其它主要 CT 设备厂商仍需向进口供应商采购球管；麦默真空、昆山医源等国产第三方供应商在 CT 球管替代市场已开发出适用于国内外主流 CT 设备厂商的部分型号 CT 的球管，但在大热容量球管领域仍处于追赶阶段。

### CT 球管耗材属性较强，市场空间广阔

**CT 球管成本高昂，除了配套 CT 整机设备厂商新装机 CT 的 OEM 球管需求，CT 设备使用过程中还有大量的维保、更换需求，市场空间广阔。**CT 球管使用寿命相较于 CT 设备更短，需要定期更换。根据 Varex 财报披露，CT 球管平均每 2-4 年需更换一次，但中国市场由于 CT 使用率较高，部分医院一年需更换两只球管。根据智研咨询《2026-2032 年中国 CT 球管行业市场现状调查及产业需求研判报告》数据显示，2024 年我国 CT 设备存量为 51670 台，增量为 9561 台，预计 2025 年存量将达到约 60000 台，增量约 10445 台。随着 CT 设备保有量的增加，CT 球管替换需求有望逐年提升。

### Q4 业绩有望实现高增长，26 年半导体相关业务有望带动公司业绩加速增长

展望 Q4，公司收入和净利润在低基数下有望延续高增长态势，全年业绩增速将呈现前低后高的态势，其中平板探测器下游医疗、工业领域客户需求有望持续改善，新核心部件和解决方案/技术服务业务有望实现高增长。展望明年，公司向关联方视涯科技提供的硅基 OLED 微显示模组订单有望显著提升，或带动整体收入和净利润实现加速增长。

### 新的增长曲线正在逐步落地，打开长期成长空间

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二增长曲线，同时公司海外市场加速拓展，有望进一步打开成长空间。根据此前公告，2026 年视涯科技向公司采购的硅基 OLED 微显示模组订单有望大幅增长；同时，公司定增项目已落地，募集资金总额为 11.74 亿元，用于 X 线真空器件及综合解决方案建设项目，项目达产后，公司将新增 7.7 万只球管以及 1.93 万组 X 线综合解决方案产能。

### 短期看好下游需求改善和半导体业务贡献业绩增量，长期看好公司产品横向布局以及海外市场拓展

短期来看，随着探测器下游医疗、工业领域需求景气度的提升，以及新核心部件、解决方案/技术服务的高增长态势，公司 Q4 业绩在低基数下有望实现高增长，同时半导体相关业务 25 年开始贡献业绩增量，26 年订单有望大幅提升，驱动整体业绩加速增长。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、球管等新核心部件的布局以及解决方案业务有望打造新的增长曲线，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 2025-2027 年公司收入分别为 21.95、34.83 和 42.09 亿元，分别同比增长 20%、59% 和 21%（其中 2026 年收入增速预计将显著提升，主要受益于半导体相关业务订单的贡献），归母净利润分别为 6.07、7.70 和 9.71 亿元，分别同比增长 30%、27% 和 26%。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1) 政策风险：中美关税政策对公司零部件采购和美国市场业务的影响有不确定性，可能存在本报告给出的盈利预测不及预期的风险。
- 2) 行业风险：国内医疗设备行业招标需求不及预期，导致对上游零部件采购的需求不及预期的风险；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；部分原材料价格波动及供应的风险。
- 3) 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）。
- 4) 其他风险：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；合肥工厂投产不及预期的风险。

**图表3：预测及比率**

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1831	2195	3483	4209
增长率(%)	-1.74%	19.84%	58.70%	20.84%
归属母公司股东净利润	465	607	770	971
增长率(%)	-23.43%	30.49%	26.88%	26.02%
每股收益(元/股)	2.20	2.87	3.64	4.59
市盈率(P/E)	46	35	28	22

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2025 年 12 月 12 日

**图表4：财务预测**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>资产负债表（百万元）</b>					
流动资产	3,717	3,954	3,902	4,730	5,343
现金	1,880	2,099	1,868	1,350	1,281
应收账款	680	817	786	1,248	1,508
其他应收款	27	23	48	76	92
预付账款	30	39	33	52	63
存货	782	798	1,001	1,808	2,186
其他流动资产	319	177	165	196	213
非流动资产	3,794	5,129	4,694	4,183	3,670
长期投资	36	72	72	72	72
固定资产	575	1,563	1,730	1,820	1,834
无形资产	175	221	184	147	111
其他非流动资产	3,008	3,273	2,708	2,143	1,654
资产总计	7,511	9,083	8,596	8,913	9,013
流动负债	1,367	900	1,013	1,814	2,191
短期借款	196	135	0	0	0
应付账款	810	573	700	1,265	1,529
其他流动负债	361	192	313	549	662
非流动负债	1,792	3,536	2,534	1,540	620
长期借款	1,718	3,407	2,405	1,410	490
其他非流动负债	74	129	129	129	129
负债合计	3,158	4,437	3,547	3,354	2,811
少数股东权益	23	8	-1	-11	-24
股本	102	143	143	143	143
资本公积	2,298	2,332	2,332	2,332	2,332
留存收益	1,930	2,163	2,574	3,095	3,751
归属母公司股东权益	4,330	4,639	5,049	5,570	6,226
负债和股东权益	7,511	9,083	8,596	8,913	9,013
<b>利润表（百万元）</b>					
营业收入	1,864	1,831	2,195	3,483	4,209
营业成本	786	914	1,048	1,894	2,290
营业税金及附加	10	11	13	20	25
营业费用	97	70	88	146	173
管理费用	102	138	132	192	219
研发费用	263	310	318	488	581
财务费用	-23	-4	137	87	41
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	-4	-10	-3	-11	-13
其他收益	113	136	136	136	136

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公允价值变动收益	-76	-49	20	20	20
投资净收益	22	37	60	50	50
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	684	507	672	852	1,074
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	685	507	672	853	1,075
所得税	80	57	73	93	118
净利润	605	450	599	760	957
少数股东损益	-3	-15	-8	-10	-13
归属母公司净利润	607	465	607	770	971
<b>现金流量表 (百万元)</b>					
经营活动现金流	340	360	1,183	765	1,160
净利润	605	450	599	760	957
折旧摊销	74	94	435	511	512
财务费用	-23	-4	137	87	41
投资损失	-22	-37	-60	-50	-50
营运资金变动	-441	-252	69	-546	-305
其他经营现金流	147	110	4	3	3
投资活动现金流	-1,709	-1,129	56	47	47
资本支出	1,869	1,386	0	0	0
长期投资	18	77	0	0	0
其他投资现金流	-3,596	-2,592	56	47	47
筹资活动现金流	360	1,150	-1,471	-1,331	-1,276
短期借款	65	-61	-135	0	0
长期借款	415	1,689	-1,002	-995	-920
其他筹资现金流	-121	-479	-333	-336	-356
现金净增加额	-998	376	-231	-518	-69

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

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。

### 朱琪璋

医疗器械和医疗服务团队分析师，法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2021年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖医疗设备、高值耗材板块。

### 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受到任何形式的补偿。

## 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告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