

奕瑞科技 (688301.SH)
 /机械设备

证券研究报告/公司点评

2023年4月26日

评级：增持(维持)

市场价格：247.61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@r.qlzq.com.cn

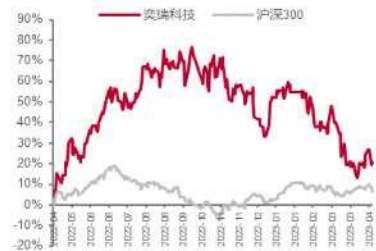
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,187	1,549	2,089	2,621	3,250
增长率 yoy%	51%	30%	35%	25%	24%
净利润(百万元)	484	641	869	1,098	1,362
增长率 yoy%	118%	32%	36%	26%	24%
每股收益(元)	4.76	6.30	8.54	10.79	13.38
每股现金流量	2.44	3.11	4.69	8.88	11.69
净资产收益率	16%	16%	18%	19%	19%
P/E	52.1	39.3	31.1	24.6	19.9
P/B	8.3	6.5	5.7	4.6	3.8

备注：股价取自 2023 年 4 月 26 日

基本状况

总股本(百万股)	102
流通股本(百万股)	58
市价(元)	247.61
市值(百万元)	25,199
流通市值(百万元)	14,270

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 2022 年业绩快速增长，射线源等收入突破 4 千万
- 2 2022Q3 业绩超预期，公司全球市场占有率快速提升
- 3 2022Q1 扣非业绩超预期，公允价值变动损失拖累业绩增速
- 4 2021 年业绩超预期，看好大客户、新核心部件拓展
- 5 受益新能源、口腔需求快速增长，2021Q3 业绩超预期
- 6 2021H1 业绩超预期，下游口腔、新能源、半导体需求快速放量
- 7 2021Q1 业绩大幅增长，盈利能力进一步提升

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年一季报，2023Q1 实现营业收入 4.40 亿元，同比增长 34.77%；实现归母净利润 1.37 亿元，同比增长 35.50%；实现扣非归母净利润 1.47 亿元，同比增长 31.44%，超市场预期。

- **2023Q1 业绩快速增长，盈利能力维持高位。**

(1) **成长性分析：**2023Q1，公司业绩增速继续保持较高增速，主要是因为普放、工业、其他核心部件产品销售收入快速增长，股权激励费用同比下降，租房补助、出货补贴、软件退税合计贡献超 1100 万元，考虑到参与联影、冠宇战配，一季度公允价值变动损失 3900 多万元。

(2) **盈利能力分析：**2023Q1，公司销售毛利率为 57.04%，同比下降 0.24pct；销售净利率为 30.65%，同比下降 0.34pct，与去年同期基本持平，盈利能力维持较高水平。2023Q1，公司销售/管理/财务费用率分别为 4.15%、4.88%和-0.19%，同比分别 -1.01pct、-0.97pct 和+3.82pct。

(3) **营运能力及经营现金流分析：**2023Q1，公司应收账款周转天数为 83.67 天，同比增加 13.64 天，主要是因为公司营收规模显著增加；公司经营活动产生的现金流量净额为-0.41 亿元，同比减少 222.39%，主要是因为 2023Q1 公司原材料采购款、职工薪酬及税费有所增加。

(4) **持续加大研发投入。**2023Q1 公司研发投入持续增长，公司研发费用为 0.58 亿元，同比增长 9.73%，占营业收入比重为 13.06%，维持在较高比例。公司研发成果丰富，2022 年，公司新增 IP 登记或授权共 83 项，其中发明专利授权 20 项，涉及高压发生器等新核心部件的 IP 登记或授权共 22 项。

- **产品线不断丰富，市场拓展持续推进。**2022 年，公司已量产平板探测器、线阵探测器、GOS 闪烁陶瓷和 GOS 闪烁体等产品，已掌握非晶硅、IGZO、CMOS 和柔性基板四大传感器等技术。此外，公司已在通用 X 线影像设备、齿科 CBCT、C 型臂 X 射线机、CT、工业电子检测等领域取得一定成果，后续将向医疗移动式和固定式 DR、工业及安检等细分领域延伸。公司继续加强全球化服务平台的搭建，在美国、德国、韩国、印度、日本和墨西哥均建立了海外客户服务平台或销售团队，继续加强对普放、齿科、工业、兽用等新客户、新领域的拓展。

- **产能进一步扩大，人才激励落实。**2022 年，公司太仓生产基地（二期）完成厂房建设，进入装修、设备入场及调试阶段；海宁生产基地进入试生产阶段，公司产能进一步扩大。公司结合限制性股票、员工绩效评价及薪酬激励体系，进一步提升员工的工作积极性。截至 2022 年末，公司员工总数超 1200 人，其中研发人员超 400 人，同比分别增长 57%和 59%，人才实力进一步加强。2022 年公司完成 2021 年度限制性股票激励计划首次授予部分第一个归属期的股份登记及预留部分的授予，将长期激励与员工发展结合并落实。

- **维持“增持”评级。**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 8.69 亿元、10.98 亿元、13.62 亿元，分别同比增长 35%、25%、24%，按照 2023 年 4 月 26 日股价，对应 PE 分别为 31、25、20 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、新冠疫情风险等。

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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,709	2,666	3,201	4,008	营业收入	1,549	2,089	2,621	3,250
应收票据	43	42	31	29	营业成本	661	875	1,077	1,323
应收账款	357	445	533	659	税金及附加	10	13	16	20
预付账款	12	16	19	24	销售费用	87	90	105	124
存货	658	864	1,054	1,291	管理费用	91	104	110	130
合同资产	0	0	0	0	研发费用	239	313	385	478
其他流动资产	750	779	808	842	财务费用	-62	-63	-34	-37
流动资产合计	4,528	4,811	5,647	6,853	信用减值损失	18	3	3	8
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	0	0	0	0	公允价值变动收益	51	44	40	32
固定资产	184	558	921	1,273	投资收益	18	26	33	40
在建工程	257	357	357	257	其他收益	97	135	176	211
无形资产	174	211	263	331	营业利润	709	963	1,215	1,504
其他非流动资产	665	674	690	716	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,291	1,811	2,242	2,587	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	5,819	6,622	7,888	9,441	利润总额	709	963	1,215	1,504
短期借款	131	97	226	335	所得税	70	94	118	144
应付票据	14	38	29	39	净利润	639	869	1,097	1,360
应付账款	214	157	197	246	少数股东损益	-3	0	-1	-2
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	642	869	1,098	1,362
合同负债	25	34	43	53	NOPLAT	583	813	1,066	1,326
其他应付款	17	17	17	17	EPS (按最新股本摊薄)	6.30	8.54	10.79	13.38
一年内到期的非流动负债	18	18	18	18					
其他流动负债	103	106	120	149					
流动负债合计	523	467	651	858	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	1,176	1,176	1,176	1,176	成长能力				
其他非流动负债	216	216	216	216	营业收入增长率	30.5%	34.9%	25.5%	24.0%
非流动负债合计	1,392	1,392	1,392	1,392	EBIT增长率	19.0%	39.3%	31.0%	24.3%
负债合计	1,915	1,859	2,043	2,250	归母公司净利润增长率	32.5%	35.5%	26.4%	24.0%
归属母公司所有者权益	3,877	4,736	5,819	7,167	获利能力				
少数股东权益	27	27	26	24	毛利率	57.3%	58.1%	58.9%	59.3%
所有者权益合计	3,904	4,763	5,846	7,191	净利率	41.2%	41.6%	41.9%	41.8%
负债和股东权益	5,819	6,622	7,888	9,441	ROE	16.4%	18.2%	18.8%	18.9%
					ROIC	15.2%	17.7%	18.7%	18.9%
					偿债能力				
					资产负债率	32.9%	28.1%	25.9%	23.8%
					债务权益比	39.5%	31.6%	28.0%	24.3%
					流动比率	8.7	10.3	8.7	8.0
					速动比率	7.4	8.4	7.1	6.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
					应收账款周转天数	74	69	67	66
					应付账款周转天数	91	76	59	60
					存货周转天数	269	313	321	319
					每股指标(元)				
					每股收益	6.30	8.54	10.79	13.38
					每股经营现金流	4.36	6.58	12.45	16.37
					每股净资产	53.33	65.15	80.06	98.59
					估值比率				
					P/E	39	31	25	20
					P/B	7	6	5	4
					EV/EBITDA	107	73	54	42

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。