



买入（维持）

所属行业：医疗器械
当前价格(元)：382.97

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

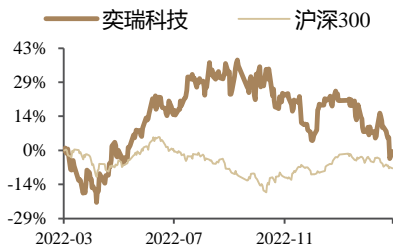
邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

研究助理

王艳

邮箱：wangyan5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.94	-17.76	-7.60
相对涨幅(%)	-5.57	-12.54	-8.78

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《奕瑞科技(688301.SH)：成长三部曲，打造全球影像设备核心零部件领导者》，2023.1.11

奕瑞科技(688301.SH)：齿科工业高增长，新业务增量可期

——奕瑞科技2022年年报点评

投资要点

- **事件**：公司发布2022年年报，2022年全年实现营业收入15.5亿元，同比增长30.5%；归母净利润6.4亿元，同比增长32.5%；扣非归母净利润5.2亿元，同比增长51.2%。2022Q4实现营业收入4.5亿元，同比增长22.4%；归母净利润1.3亿元，同比下降15.7%；扣非归母净利润1.1亿元，同比增长52.1%。
- **疫情背景下稳健增长，23年疫后预计维持高增长**。2022年疫情扰动下公司经营稳健增长，毛利率达58.97%（同比+2.08pct），高毛利的齿科及工业板块增长驱动公司收入结构优化，带动毛利率显著提升，扣非净利润增速超营收增速。单季度看，2022Q4收入4.45亿（+22.4%），归母净利润1.33亿（-15.7%），扣非利润1.11亿（+52.1%），高基数+疫情放开+投资收益下降等因素致使Q4表现业绩增速放缓，但扣非净利润维持较高增速，体现高经营质量，我们预计2023年各项业务加速恢复。
- **新技术+客户外拓，工业、齿科有望延续高增长态势**。公司结构持续升级，2022年静态产品收入8.16亿（+8.9%），动态产品受益于齿科、工业新产品的快速放量，收入6.34亿（+68.12%）；其中普放突破7.9亿，C臂产品表现亮眼；齿科突破3.8亿，工业突破2.3亿，收入合计占比达到39%，持续加强新技术、新客户、海外客户的测试及导入；2023年随着疫情恢复，常规普放有望进一步增长，C型臂、乳腺等医疗高端动态探测有望加速放量；公司加速TDI等新技术与下游工业锂电厂商的合作；齿科进一步拓展CBCT国内外客户，工业、齿科在高景气下游需求驱动下有望延续高增长态势。
- **新业务逐步打开第三成长曲线**。公司上游核心部件一体化战略升级，高研发投入持续，22年研发费用率为15.4%（+3.14pct），22年在高压发生器、组合式射线源、闪烁体、PD等核心部件、核心材料方面取得初步进展，收入超4000万。在上游零部件及原材料方面，公司已完成部分医疗CT用二维准直器国内客户导入，同步积极开拓安检CT用二维准直器领域；GOS闪烁体取得研发突破，关键指标达到国际领先水平。在核心部件方面，公司持续推进高压发生器、微焦点源等新业务的布局，新业务核心部件向大客户深度拓展，有望加速上量。
- **产能落地在即，有望继续降本提效**。本次可转债募投项目达产后，公司将新增32,000台CMOS平板探测器、100,000个CMOS口内探测器、2,000台CT探测器，以及9,900kg新型闪烁体材料产能。22年加快海宁基地及太仓二期基地的建设及试生产，同时待未来募投项目产能落地后，预计将推动公司持续降本提效。
- **投资建议与估值**：考虑到公司处于快速扩张期，具备产品管线拓展、产能提升、盈利能力优化等多重催化剂，看好公司上游核心部件商的稀缺性和全球替代性。预计23-25年收入20.2/26.3/34.2亿元，同比增长30.3%/30.3%/30.1%；归母净利润分别为8.41/11.0/14.3亿元，同比增长31.1%/30.7%/30%。当前股价对应PE分别为33x/25x/19x。
- **风险提示**：关键核心技术被侵权的风险，技术升级迭代不能持续保持产品技术创新的风险，研发失败或无法产业化的风险，实施集中采购的政策风险，国际化经营及业务拓展风险。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	72.69		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	41.17	营业收入(百万元)	1,187	1,549	2,019	2,630	3,422
52 周内股价区间(元):	301.00-531.00	(+/-)YOY(%)	51.4%	30.5%	30.3%	30.3%	30.1%
总市值(百万元):	27,838.65	净利润(百万元)	484	641	841	1,099	1,429
总资产(百万元):	5,818.73	(+/-)YOY(%)	117.8%	32.5%	31.1%	30.7%	30.0%
每股净资产(元):	53.33	全面摊薄 EPS(元)	6.66	8.82	11.57	15.12	19.66
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	55.2%	57.3%	59.3%	60.5%	61.0%
		净资产收益率(%)	15.9%	16.5%	18.5%	20.0%	21.2%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 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	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	8.84	11.57	15.12	19.66
每股净资产	53.33	62.70	75.52	92.78
每股经营现金流	4.36	15.86	6.45	25.00
每股股利	0.00	2.20	2.30	2.40
价值评估(倍)				
P/E	51.80	33.10	25.33	19.48
P/B	8.59	6.11	5.07	4.13
P/S	17.97	13.79	10.58	8.13
EV/EBITDA	50.90	32.72	22.59	15.94
股息率%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	57.3%	59.3%	60.5%	61.0%
净利润率	41.2%	41.7%	41.8%	41.8%
净资产收益率	16.5%	18.5%	20.0%	21.2%
资产回报率	11.0%	12.8%	14.6%	16.1%
投资回报率	9.7%	11.5%	13.7%	15.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	30.5%	30.3%	30.3%	30.1%
EBIT 增长率	37.6%	33.6%	37.1%	34.7%
净利润增长率	32.5%	31.1%	30.7%	30.0%
偿债能力指标				
资产负债率	32.9%	30.0%	26.7%	23.9%
流动比率	8.7	7.5	7.6	7.6
速动比率	7.3	7.0	6.3	6.9
现金比率	5.2	4.7	3.8	4.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	74.1	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	268.9	200.0	180.0	170.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
固定资产周转率	8.4	13.1	2.6	2.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	641	841	1,099	1,429
少数股东损益	-3	1	1	1
非现金支出	34	41	136	208
非经营收益	-104	-68	-68	-68
营运资金变动	-252	338	-699	247
经营活动现金流	317	1,153	469	1,817
资产	-717	-1,006	-706	-707
投资	-272	-50	-50	-50
其他	518	68	68	68
投资活动现金流	-472	-988	-688	-689
债权募资	129	0	0	0
股权募资	30	0	0	0
其他	1,235	-160	-167	-174
融资活动现金流	1,393	-160	-167	-174
现金净流量	1,280	5	-386	953

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 20 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,549	2,019	2,630	3,422
营业成本	661	821	1,039	1,336
毛利率%	57.3%	59.3%	60.5%	61.0%
营业税金及附加	10	12	16	21
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	87	105	127	157
营业费用率%	5.6%	5.2%	4.8%	4.6%
管理费用	91	95	121	144
管理费用率%	5.9%	4.7%	4.6%	4.2%
研发费用	239	274	330	400
研发费用率%	15.4%	13.6%	12.5%	11.7%
EBIT	577	771	1,057	1,424
财务费用	-62	-95	-95	-95
财务费用率%	-4.0%	-4.7%	-3.6%	-2.8%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	18	18	18	18
营业利润	709	934	1,220	1,587
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	709	934	1,220	1,587
EBITDA	629	812	1,194	1,632
所得税	70	92	120	157
有效所得税率%	9.9%	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	641	841	1,099	1,429

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,709	2,714	2,328	3,281
应收账款及应收票据	400	542	685	912
存货	658	255	784	478
其它流动资产	762	788	907	904
流动资产合计	4,528	4,299	4,704	5,575
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	184	154	1,028	1,531
在建工程	257	1,257	957	957
无形资产	174	180	186	193
非流动资产合计	1,291	2,255	2,825	3,324
资产总计	5,819	6,554	7,529	8,899
短期借款	131	131	131	131
应付票据及应付账款	228	274	275	334
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	164	172	213	268
流动负债合计	523	577	619	733
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,392	1,392	1,392	1,392
非流动负债合计	1,392	1,392	1,392	1,392
负债总计	1,915	1,969	2,011	2,125
实收资本	73	73	73	73
普通股股东权益	3,877	4,558	5,490	6,744
少数股东权益	27	28	29	30
负债和所有者权益合计	5,819	6,554	7,529	8,899

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

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

	类别	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；	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。
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。	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范围包括证券投资咨询业务。