

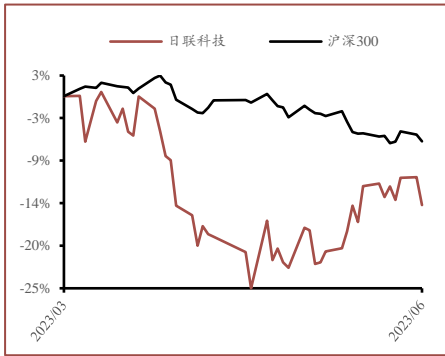
## 国产微焦点 X 射线龙头，市场前景广阔

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-06-06
收盘价(元)	166.18
流通股本(亿股)	0.17
每股净资产(元)	40.05
总股本(亿股)	0.79

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002

shewc@ctsec.com

相关报告

### 核心观点

- ❖ **公司打破国外垄断，实现我国 X 射线精密检测核心部件自主可控：**公司是国内领先的工业 X 射线智能检测装备供应商，主要从事微焦点和大功率 X 射线智能检测装备的研发、生产、销售与服务，产品和技术应用于集成电路及电子制造、新能源电池、铸件焊件及材料等检测领域。公司研制的闭管微焦点 X 射线源经国家工信部科技成果评价，国家计量院检测及 TÜV、SGS、赛宝实验室权威机构比对测试，产品相关参数及技术指标已处于“国际先进、国内领先”水平。
- ❖ **公司在 X 射线源产品设计、关键材料、生产设备、技术工艺均实现了 100% 国产化以及独家专利保护：**在 X 射线源原材料方面，公司经过长期的研发和试验，完成了包括高纯钨栅控电子枪、高强度电真空玻璃、陶瓷高压电极、钨钨阴极发射体、无氧铜阳极和钨钨反射靶等材料的实验及选取，公司生产所需原材料已实现 100% 国产化；在 X 射线源技术工艺方面，公司完成了阴极模块制备、阳极靶材制备、高压模块制备、可伐钎焊、真空排气、老化测试、抗电磁干扰等复杂生产工艺的自主突破；在生产设备方面，公司自主设计了中频铸靶炉、高频钎焊台、高温除气台、高真空预排台、双级高真空排气台、真空注油机和相关老化设备等核心生产设备，实现了生产设备的自主可控；公司对 X 射线源相关的设计、材料、工艺和设备设计以发明专利、实用新型专利和技术秘密等形式进行系统化保护，形成较深的行业护城河。
- ❖ **提前积极布局产业扩产，建立成熟的人才培养机制：**因相关核心设备均为公司自主化设计，设备复杂度较高且需外部供应商定制，整体定制化周期较长，因此公司已按计划逐步对外定制化采购核心生产设备，公司预计未来 3 年将能够满足超过 200 套/月的微焦点 X 射线源的产能需求。在 X 射线源相关的人才方面：国内相关的研发、生产、装配人员稀缺，公司因此建立了人才培养机制，通过人才梯队建设，自主培养一批熟练的技术工程师团队，为 X 射线源产能提升做好了充足准备。
- ❖ **投资建议：**公司核心设备自研、专业人才要求高、扩产周期长为公司带来较深的护城河。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 8.17/12.39/17.77 亿元，归母净利润 1.59/2.64/4.07 亿元。对应 PE 分别为 82.82/50.06/32.40 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**射线源扩产不及预期；下游需求不及预期；核心设备研发进展不及预期

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	346	485	817	1239	1777
收入增长率(%)	72.77	40.05	68.52	51.75	43.40
归母净利润(百万元)	51	72	159	264	407
净利润增长率(%)	137.72	41.15	122.15	65.44	54.50
EPS(元/股)	0.90	1.20	2.01	3.32	5.13
PE	0.00	0.00	82.82	50.06	32.40
ROE(%)	14.18	16.53	4.79	7.35	10.19
PB	0.00	0.00	3.97	3.68	3.30

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>346.08</b>	<b>484.68</b>	<b>816.77</b>	<b>1239.45</b>	<b>1777.35</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	206.60	287.54	487.25	743.21	1064.87	营业收入增长率	72.8%	40.0%	68.5%	51.7%	43.4%
营业税费	3.04	3.97	7.05	10.55	15.10	营业利润增长率	126.9%	40.6%	124.0%	64.7%	54.5%
销售费用	39.55	52.83	81.68	111.55	142.19	净利润增长率	137.7%	41.1%	122.1%	65.4%	54.5%
管理费用	27.25	33.67	47.37	69.41	95.98	EBITDA 增长率	91.6%	45.3%	88.8%	61.9%	53.0%
研发费用	32.42	44.65	53.09	68.17	88.87	EBIT 增长率	110.2%	41.9%	123.0%	64.7%	54.5%
财务费用	0.25	0.83	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	119.6%	43.1%	120.6%	65.4%	54.5%
资产减值损失	-0.74	0.01	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	57.1%	19.7%	652.9%	7.5%	11.1%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>净资产增长率</b>	<b>73.9%</b>	<b>21.1%</b>	<b>666.3%</b>	<b>7.9%</b>	<b>11.3%</b>
投资和汇兑收益	1.02	1.04	1.85	2.90	4.05	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>54.75</b>	<b>76.96</b>	<b>172.36</b>	<b>283.93</b>	<b>438.78</b>	毛利率	40.3%	40.7%	40.3%	40.0%	40.1%
加:营业外净收支	0.06	-0.24	0.00	0.00	0.00	营业利润率	15.8%	15.9%	21.1%	22.9%	24.7%
<b>利润总额</b>	<b>54.80</b>	<b>76.72</b>	<b>172.36</b>	<b>283.93</b>	<b>438.78</b>	净利润率	14.7%	14.8%	19.5%	21.3%	22.9%
减:所得税	3.99	4.99	13.02	20.33	31.52	EBITDA/营业收入	19.2%	19.9%	22.3%	23.8%	25.4%
<b>净利润</b>	<b>50.82</b>	<b>71.73</b>	<b>159.34</b>	<b>263.60</b>	<b>407.26</b>	EBIT/营业收入	15.7%	15.9%	21.1%	22.9%	24.7%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	134.58	133.27	2898.72	3020.39	3257.83	固定资产周转天数	96	77	51	36	26
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>63</b>	<b>65</b>	<b>63</b>	<b>69</b>	<b>72</b>
应收账款	98.69	156.83	250.67	382.79	552.13	流动资产周转天数	300	335	889	1084	867
应收票据	10.17	20.52	32.32	48.09	70.47	应收帐款周转天数	83	95	90	92	95
预付帐款	8.25	5.20	13.31	19.58	26.93	存货周转天数	110	155	145	145	152
存货	86.40	161.15	231.59	367.26	531.28	总资产周转天数	454	475	988	1156	922
其他流动资产	5.68	9.73	9.73	9.73	9.73	投资资本周转天数	313	300	827	999	762
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	14.2%	16.5%	4.8%	7.3%	10.2%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.4%	9.7%	4.3%	6.3%	8.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	13.7%	16.4%	4.8%	7.4%	10.3%
固定资产	95.38	112.05	119.20	126.93	133.72	费用率					
在建工程	0.28	0.24	0.32	0.39	0.44	销售费用率	11.4%	10.9%	10.0%	9.0%	8.0%
无形资产	18.94	50.88	66.94	85.70	105.76	管理费用率	7.9%	6.9%	5.8%	5.6%	5.4%
其他非流动资产	8.77	10.36	9.60	9.60	9.60	财务费用率	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>541.48</b>	<b>737.68</b>	<b>3744.96</b>	<b>4215.32</b>	<b>4883.91</b>	三费/营业收入	19.4%	18.0%	15.8%	14.6%	13.4%
短期债务	0.00	0.00	-17.84	-31.43	-44.17	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	44.49	99.33	142.11	220.64	322.91	资产负债率	33.8%	41.2%	11.2%	14.9%	18.2%
应付票据	31.00	67.86	95.97	150.25	219.44	负债权益比	51.1%	70.0%	12.6%	17.5%	22.2%
其他流动负债	13.94	25.51	25.51	25.51	25.51	流动比率	2.24	1.81	8.63	6.45	5.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.56	1.13	7.92	5.72	4.52
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	185.98	—	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>183.04</b>	<b>303.78</b>	<b>419.88</b>	<b>626.64</b>	<b>887.97</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	DPS(元)	0.00	0.30	0.00	0.00	0.00
股本	59.55	59.55	79.41	79.41	79.41	分红比率					
留存收益	-1.42	70.30	229.64	493.24	900.50	股息收益率			0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>358.43</b>	<b>433.90</b>	<b>3325.07</b>	<b>3588.67</b>	<b>3995.94</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.90	1.20	2.01	3.32	5.13
净利润	50.82	71.73	159.34	263.60	407.26	BVPS(元)	7.79	7.29	41.87	45.19	50.32
加:折旧和摊销	11.90	19.11	9.63	10.71	12.10	PE(X)	0.0	0.0	82.8	50.1	32.4
资产减值准备	-5.38	2.61	0.00	0.00	0.00	PB(X)	0.0	0.0	4.0	3.7	3.3
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.60	1.14	0.00	0.00	0.00	P/S	0.0	0.0	16.2	10.6	7.4
投资收益	-1.02	-1.04	-1.85	-2.90	-4.05	EV/EBITDA	-1.9	-1.3	56.5	34.4	22.0
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-26.04	-42.62	-86.39	-104.45	-133.87	PEG	0.0	0.0	0.7	0.8	0.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>35.11</b>	<b>54.67</b>	<b>80.55</b>	<b>166.93</b>	<b>281.38</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-29.65</b>	<b>-71.66</b>	<b>-28.49</b>	<b>-31.67</b>	<b>-31.20</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>69.32</b>	<b>-4.61</b>	<b>2713.39</b>	<b>-13.59</b>	<b>-12.74</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。