

奕瑞科技 (688301.SH)

2022 年收入同比增长 30%，拟筹划境外发行全球存托凭证，加强海外布局

买入

核心观点

2022 年营收同比增长 30.47%，归母净利润同比增长 32.49%。公司 2022 年实现营收 15.49 亿元，同比增长 30.47%；归母净利润 6.41 亿元，同比增长 32.49%；扣非归母净利润 5.17 亿元，同比增长 51.18%。单季度来看，公司 2022 年第四季度实现营收 4.45 亿元，同比增长 22.44%；归母净利润 1.33 亿元，同比降低 15.72%；扣非归母净利润 1.11 亿元，同比增长 52.08%。公司建立平台化产品体系，普放静态产品稳健增长，动态产品持续放量，其中 2022 年齿科探测器收入突破 3.8 亿元，工业探测器收入突破 2.3 亿元，保持较高增速，拉动整体业绩增长。

盈利能力进一步提升，持续加大研发投入。公司 2022 年毛利率/净利率/扣非净利率为 57.34%/41.23%/33.36%，同比增加 2.09/0.42/4.57 个 pct，公司毛利率进一步提升，主要系产品结构不断优化，动态产品占比提升。此外，2022 年公司确认股权激励费用 5934 万元，以及投资联影医疗和珠海冠宇产生公允价值变动损益 5030 亿元，均对利润端造成影响。费用端有所增长，2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.61%/5.86%/15.41%/-4.01%，同比变动+0.69/+1.12/+3.14/-2.60 个 pct，主要系人员扩充、加大研发投入以及股权激励成本所致。截至 2022 年年底，公司员工总数 1237 人，同比增长 57%，其中研发人员 408 人，同比增长 59%，占比 33%，持续加大研发投入。

拟筹划境外发行全球存托凭证，加强海外布局。公司 2023 年 2 月 1 日发布公告，拟筹划境外发行全球存托凭证（GDR），并在瑞士证券交易所挂牌上市，所代表的新增基础证券 A 股股票不超过 1090 万股，占发行前总股本的 15%。此次发行 GDR 募集资金将用于加强全球研发能力、业务拓展和海外布局，将通过新建海外基地、跨境并购等方式提升竞争优势。公司是全球数字化 X 射线探测器领先企业，始终重视开拓海外市场，2018-2019 年公司海外收入占比在 44%-53%，2020-2022 年由于齿科和工业新产品在国内收入快速增长，导致海外收入占比降至 33%-40%，但长期来看海外市场发展潜力巨大，此次拟筹划发行 GDR 将进一步加强海外市场布局，助力公司加快实现成长为全球领先的数字化 X 线核心部件及综合解决方案供应商的远期目标。

风险提示：行业竞争加剧；新业务拓展不及预期；技术被赶超风险。

投资建议：公司是国内数字化 X 射线探测器龙头，卡位上游核心零部件环节，掌握底层核心技术，快速拓展应用领域，在国产替代大趋势下成长空间广阔。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 8.30/10.56/13.67 亿元，对应 PE 为 34/26/20 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,187	1,549	2,100	2,732	3,457
(+/-%)	51.4%	30.5%	35.6%	30.1%	26.5%
净利润(百万元)	484	641	830	1056	1367
(+/-%)	117.8%	32.5%	29.4%	27.3%	29.4%
每股收益(元)	6.67	8.82	11.42	14.53	18.81
EBIT Margin	32.9%	29.8%	35.1%	36.3%	38.3%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	16.5%	18.3%	19.6%	21.2%
市盈率 (PE)	57.4	43.4	33.5	26.4	20.4
EV/EBITDA	66.8	60.6	38.1	28.0	21.0
市净率 (PB)	9.10	7.18	6.14	5.18	4.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·专用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：田丰

0755-81982706

tianfeng1@guosen.com.cn

S0980522100005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	382.97 元
总市值/流通市值	27839/15765 百万元
52 周最高价/最低价	549.01/285.42 元
近 3 个月日均成交额	143.46 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

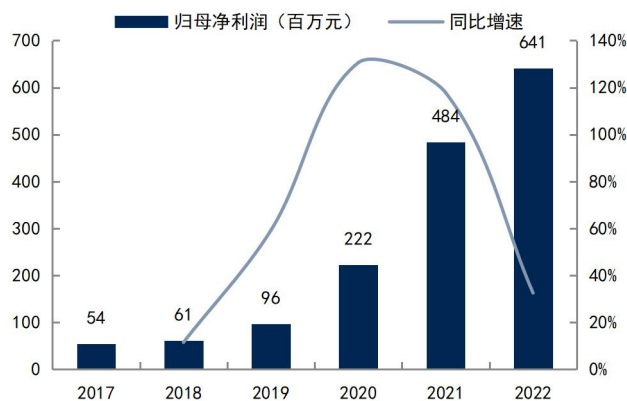
- 《奕瑞科技 (688301.SH) - 第三季度收入同比增长 43%，发行可转债开启成长新征程》——2022-10-31
- 《奕瑞科技 (688301.SH) - 二季度扣非净利润同比增长 48%，多产品线顺利推进》——2022-08-29
- 《奕瑞科技 (688301.SH) - 一季度扣非归母净利润同比增长 65%，动态新品持续放量》——2022-04-27
- 《奕瑞科技 (688301.SH) - 业绩高增长，多产品线全面开花》——2022-03-19
- 《奕瑞科技-688301-2021 年度业绩预告点评：业绩高增长，动态新品顺利推进》——2022-01-20

图1：奕瑞科技 2022 年营收同比增长 30.47%



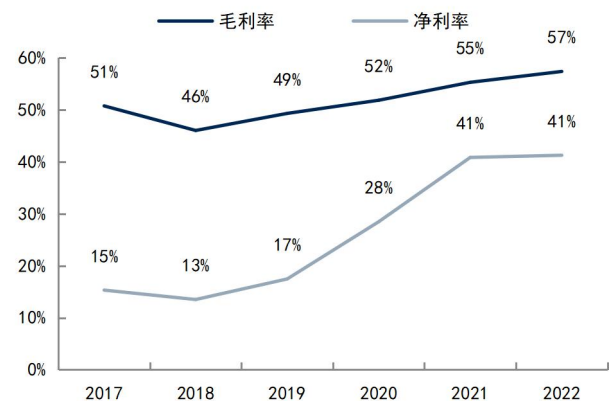
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：奕瑞科技 2022 年归母净利润同比增长 32.49%



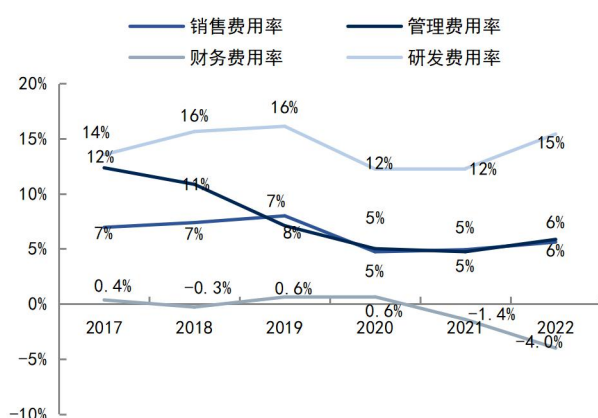
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：奕瑞科技毛利率持续提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：奕瑞科技期间费用率整体稳定



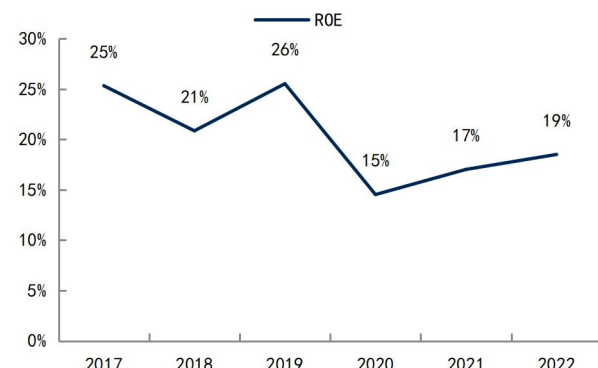
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：奕瑞科技研发投入快速增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：奕瑞科技 ROE 提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

公司	投资评级	市值 (亿元)	股价(元) 20230321	EPS					PE				
				2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
奥普特	买入	185.90	152.30	3.67	2.66	4.10	5.31	6.15	41.50	57.26	37.15	28.68	24.76
康众医疗	未评级	19.12	21.69	0.97	——	——	——	——	22.36	——	——	——	——
								平均值	31.93	57.26	37.15	28.68	24.76
奕瑞科技	买入	278.39	382.97	6.67	8.82	11.42	14.53	18.81	57.40	43.41	33.55	26.35	20.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：未评级公司系 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1425	2709	2495	2787	3222	营业收入	1187	1549	2100	2732	3457
应收款项	369	460	638	746	912	营业成本	531	661	892	1143	1425
存货净额	330	658	696	897	1073	营业税金及附加	5	10	15	18	23
其他流动资产	87	36	95	130	134	销售费用	58	87	105	131	156
流动资产合计	3047	4528	4760	5394	6177	管理费用	56	91	95	119	131
固定资产	228	441	945	1420	1922	研发费用	146	239	256	328	398
无形资产及其他	20	174	168	162	156	财务费用	(17)	(62)	20	18	15
投资性房地产	243	675	675	675	675	投资收益	33	18	30	37	34
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	81	51	35	30	30
资产总计	3537	5819	6548	7651	8930	其他收入	29	115	130	135	135
短期借款及交易性金融负债	61	149	105	105	120	营业利润	550	709	912	1176	1507
应付款项	135	228	193	305	384	营业外净收支	10	(0)	5	7	10
其他流动负债	181	146	237	307	341	利润总额	560	709	917	1183	1517
流动负债合计	376	523	535	718	844	所得税费用	75	70	91	131	156
长期借款及应付债券	0	1176	1176	1176	1176	少数股东损益	1	(3)	(3)	(4)	(6)
其他长期负债	84	216	275	358	449	归属于母公司净利润	484	641	830	1056	1367
长期负债合计	84	1392	1451	1534	1626	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	461	1915	1987	2252	2470	净利润	484	641	830	1056	1367
少数股东权益	24	27	24	21	16	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3052	3877	4537	5379	6444	折旧摊销	32	29	47	84	118
负债和股东权益总计	3537	5819	6548	7651	8930	公允价值变动损失	(81)	(51)	(35)	(30)	(30)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(17)	(62)	20	18	15
每股收益	6.67	8.82	11.42	14.53	18.81	营运资本变动	(396)	(611)	(160)	(77)	(144)
每股红利	1.02	2.24	2.33	2.96	4.15	其它	0	(2)	(3)	(4)	(4)
每股净资产	42.07	53.33	62.42	73.99	88.65	经营活动现金流	40	6	679	1030	1306
ROIC	23%	18%	21%	29%	34%	资本开支	0	(293)	(510)	(524)	(584)
ROE	16%	17%	18%	20%	21%	其它投资现金流	169	170	(170)	0	0
毛利率	55%	57%	58%	58%	59%	投资活动现金流	170	(123)	(680)	(524)	(584)
EBIT Margin	33%	30%	35%	36%	38%	权益性融资	(16)	30	0	0	0
EBITDA Margin	36%	32%	37%	39%	42%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	51%	30%	36%	30%	27%	支付股利、利息	(74)	(163)	(169)	(215)	(301)
净利润增长率	118%	32%	29%	27%	29%	其它融资现金流	47	1697	(44)	0	15
资产负债率	14%	33%	31%	30%	28%	融资活动现金流	(117)	1401	(213)	(215)	(287)
息率	0.3%	0.6%	0.6%	0.8%	1.1%	现金净变动	92	1284	(214)	291	436
P/E	57.4	43.4	33.5	26.4	20.4	货币资金的期初余额	1333	1425	2709	2495	2787
P/B	9.1	7.2	6.1	5.2	4.3	货币资金的期末余额	1425	2709	2495	2787	3222
EV/EBITDA	66.8	60.6	38.1	28.0	21.0	企业自由现金流	0	(459)	41	366	578
						权益自由现金流	0	1238	(21)	350	579

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032