

2022 年 11 月 23 日

辰光医疗—超导 MRI 核心硬件“小巨人”

——北交所新股申购策略报告之三十四

相关研究

本期投资提示:

- **基本面：稀缺 MRI 系统核心硬件厂商。**公司 2004 年成立，总部位于上海，自研自产医学影像超导 MRI 设备核心硬件和科研领域特种磁体，产品覆盖超导 MRI 设备 90%以上核心硬件，解决大型医疗影像、科研设备核心硬件“卡脖子”问题。**视研发为核心驱动。**公司陆续开发成功 1.5T、3.0T 及 7.0T 磁体，1.5TMRI 系统及 7.0TMRI 系统，已实现 1.5T 经济型磁体的规模化销售，正在深入开发 1.5T 少液氦磁体、大口径磁体两款产品以及 0.5T 高性能产品；同时，正在开发 250Mev 质子加速器超导主磁体、高温超导磁体技术、低温强磁系统等技术，推进癌症精准放疗、科研等大型设备及仪器的国产化进程；在传统优势射频板块，开发对标 GE 新一代“AIR 线圈”的“云线圈”。**深度绑定下流头部企业。**公司是 Philips 战略供应商，同时积极推进与贝斯达等新客户合作。**业绩端，营收稳健增长，控费卓有成效，21 年业绩爆发式增长。**19-21 年公司营收 CAGR 为 21.03%；19-21 年归母净利润 CAGR 为 184.29%。21 年毛利率 39.81%，净利率 11.9%。22 年 Q1-Q3 公司营收同比+1.13%，归母净利润同比-29.64%，主要因上半年上海疫情客观因素，影响产品生产和销售发货。
- **发行方案：**本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2022 年 11 月 25 日，申购代码“889300”。初始发行规模 1500 万股，占发行后公司总股本的 17.94%（超配行使前），预计募资 0.9 亿元，发行后公司总市值 5.02 亿。新股发行价格 6 元/股，与底价相同，发行 PE(TTM)为 24.1 倍，可比上市公司 PE (TTM) 中值为 91.06 倍。网上顶格申购需冻结资金 427.5 万元，网下战略配售共 8 名战投。
- **行业情况：**国内超导 MRI 渗透率低，政策与供给同向驱动，进口替代进程加速。从人均保有量角度，根据中国医学装备协会数据，截至 2020 年末，中国超导 MRI 系统的保有量为 1.07 万台，每百万人保有量仅为美国 1/8。近年国产 MRI 设备市占率持续提升，2020 年新增超导 MRI 设备国产份额已达 46.3%。政策端继续鼓励或要求优先采购达到先进技术指标的国产设备，护航国产化进程。目前国内市场 1.5T 仍是市场主要产品，保有量约为 3.0T 系统的 3 倍，3.0T 系统有望成为市场新增长点。在 MRI 系统超导磁体领域，全球范围内实现 1.5T、3.0T、7.0T 自主开发和商业化的公司分别为 GE、Siemens、联影医疗及辰光医疗。
- **申购分析意见：参与。**公司为医学影像领域稀缺标的，卡位超导 MRI 产业链上游，产品覆盖 90%以上核心硬件，基于技术积淀与先发优势，进一步开拓特种磁体业务在癌症精准放疗、科研领域应用，助推大型医疗、科研设备国产化进程。公司首发 PE 较可比折价明显，发行后可流通比及老股占比高，需注意首日抛压。
- **风险因素：**1) 技术创新不能产业化的风险；2) 下游客户竞争风险；3) 原材料采购风险；4) 国内外产业政策不确定的风险。

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818
15921910289
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

目录

1. MRI 系统核心硬件企业，募投扩产高技术产品	4
2. 发行方案：发行后可流通比例高，顶格申购门槛低 ...	5
3. 行业情况：进口替代与产品升级共振.....	6
4. 竞争优势：技术研发、产品、客户资源.....	6
5. 主要风险：技术、下游市场竞争、原材料采购、产业政策不确定等	7
6. 可比公司：业绩体量小，弹性大.....	7
7. 申购分析意见：参与	8

图表目录

图 1：公司 2021 年主营业务收入构成（按产品）	4
图 2：公司 2021 年主营业务收入构成（按销售区域）	4
表 1：募投项目基本情况	5
表 2：辰光医疗重要发行要素一览	5
表 3：辰光医疗可比公司收入结构	7
表 4：辰光医疗可比公司财务对比	7
表 5：可比上市公司情况	8

1. MRI 系统核心硬件企业，募投扩产高技术产品

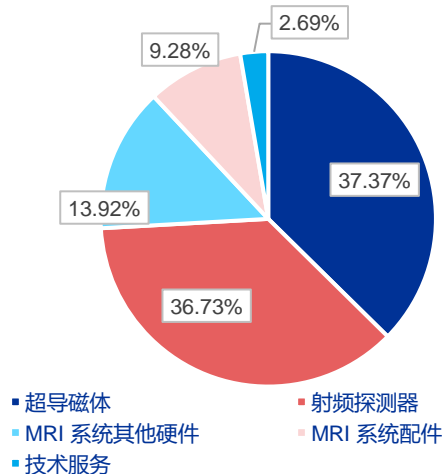
MRI 系统核心硬件企业，射频、磁体及梯度产品解决产业链“卡脖子”难题。公司 2004 年成立，总部位于上海，主营业务是医学影像超导 MRI 设备核心硬件、科研领域特种磁体的研发、生产和销售，产品覆盖超导 MRI 设备 90%以上核心硬件，解决大型医疗影像、科研设备核心硬件“卡脖子”问题。

公司视研发为核心驱动，筑高技术与产品壁垒。公司陆续开发成功 1.5T、3.0T 及 7.0T 磁体，1.5TMRI 系统及 7.0TMRI 系统，已实现 1.5T 经济型磁体的规模化销售。目前正在深入开发 1.5T 少液氦磁体、大口径磁体两款产品以及 0.5T 高性能产品，完善医学影像类超导磁体系列；同时，正在开发 250Mev 质子加速器超导主磁体、高温超导磁体技术、低温强磁系统等技术，推进癌症精准放疗、科研等大型设备及仪器的国产化进程；在公司传统优势的射频板块，开发对标 GE 新一代“AIR 线圈”的“云线圈”。

深度绑定下游头部企业，积极推进与新客户合作。公司产品可适配不同厂家、型号的射频探测器和超导磁体，相较国外产品具备性价比优势，公司是国内具有欧美市场准入资格的独立第三方供应商，报告期与 Philips、万东医疗、朗润医疗的合作期限分别达到约 16 年、约 6 年、约 7 年，是 Philips 的战略供应商。公司正在推进与贝斯达等下游系统商、集成商的深度合作，已对贝斯达批量供货，持续加大与下游合作规模。

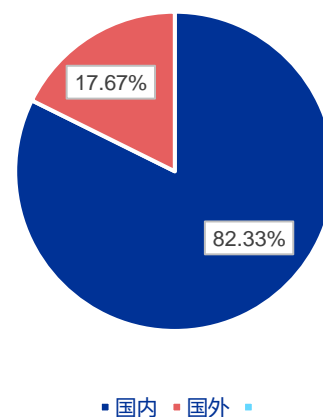
营收稳健增长，控费卓有成效，21 年业绩爆发式增长。2021 年实现营收 1.96 亿，近 3 年 CAGR 为 +21.03%；2021 年实现归母净利 0.24 亿，近 3 年 CAGR+184.29%。2021 年毛利率 39.81%，较 2020 年下降 0.63pct；净利率 11.90%，较 2020 年上升 8.92pct。

图 1：公司 2021 年主营构成（按产品）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

图 2：公司 2021 年主营构成（按销售区域）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

募投升级产能+补充流动资金。募集资金投向主要包括磁共振成像核心零部件研发及产业化项目、科研定制型超导磁体研发项目及流动资金补充。其中，产业化项目预计三年达产，每年生产云线圈 500 台，一体化射频链路及线圈产品 200 台，数字化射频功率放大器 200 台，梯度功率放大器 200 台，静音梯度线圈 110 台，预计产值 2.24 亿。

表 1：募投项目基本情况

项目名称	建设期	100%达产预计产值 (万元)
磁共振成像核心零部件研发及产业化项目	36 个月	22400

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

2. 发行方案：发行后可流通比例高，顶格申购门槛低

发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 6 元/股，与底价相同。初始发行规模 1500 万股，占发行后总股份的 17.94%。发行后预计可流通比例为 58.2%，老股占可流通比例为 70.7%，老股占比高。

(2) 8 家机构投资者参与战略配售，包括 1 家券商，4 家私募，1 家产业资本，2 家投资公司。网上顶格申购量 71.25 万股，需冻结资金 427.5 万元，顶格门槛低。

表 2：辰光医疗重要发行要素一览

基本信息	股票代码	430300.BJ	所属申万一级行业	医药生物
	股票简称	辰光医疗	发行代码	889300
	定价方式	直接定价	发行价格 (元/股)	6
	募集金额 (万元)	9,000	主承销商	海通证券
	初始发行股份数量 (万股)	1500.00	占发行后总股本比例	17.94%
	战略配售比例	20.0%	超额配售比例	15.0%
日期与申购	路演日	2022.11.24	申购日	2022/11/25
限制	申购款退回日	2022.11.30	网上最高申购量 (万股)	71.25
基本面信息	2021 年收入 (万元)	19,615.42	2021 年净利润 (万元)	2,424.37
	2021 年综合毛利率%	39.81	2021 年加权 ROE%	12.90
	2021 年收入增长率%	37.69	2021 年归母净利润增长率%	384.30
	发行前总股本 (万股)	6,859.7	发行前限售股 (万股)	3,417
股本信息	发行后预计可流通比例	58.2%	老股占可流通股本比例	70.7%
	发行 PE (TTM) (倍)	24.1	发行底价/PE 水平	6 元/24.1 倍
价格信息	发行后 2021EPS (元)	0.29	发行 PE (LYR) (倍)	20.69

停牌前 60 天交易均价

7.79 停牌收盘价 (元)

7.17

资料来源: wind,公司公告,申万宏源研究

注: 1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他; 2. 发行 PE (TTM) 按发行后股本计算, 不考虑超额配售股份数; 3. 发行 PE (LYR) 按 2021 年归母净利润计算发行后每股收益, 不考虑超额配售股份数。

3. 行业情况：进口替代与产品升级共振

公司处于 MRI 产业链上游，提供 MRI 设备核心硬件。MRI 设备主要有五大部分组成，即主磁体、梯度系统、射频系统、谱仪系统和计算机及其他辅助设备，其中主磁体、梯度系统、射频系统为 MRI 设备的核心硬件，覆盖 MRI 设备成本 90% 以上。产业链中游为系统集成商，资质壁垒高，玩家数量较少。产业链终端客户包括医院、高校和科研机构等。

国内超导 MRI 渗透率低，政策与供给同向驱动，进口替代进程加速。从人均保有量角度，中国超导 MRI 系统潜在空间广阔，根据中国医学装备协会数据，截至 2020 年末，中国超导 MRI 系统的保有量为 1.07 万台，每百万人保有量约 7 台，约为美国的八分之一。产品方面，国产 MRI 设备商在 2020 年新增超导 MRI 市场份额中已达到 46.3%；政策方面，政府采购指导标准明确规定政府机构（事业单位）采购国产医疗器械及仪器的比例要求，其中 1.5T、3.0T MRI 系统要求审批建议比例为 100% 采购国产，为国产医学影像设备顺利进院提供便利。

产品更新迭代持续，3.0T 有望成为市场新增长点。中国市场 MRI 系统销售规模在 2020 年达到 89 亿元，预计到 2030 年将增长至 244 亿元，CAGR 超过 10%。目前 1.5T 系统仍然是市场上的主要产品，其保有量大概是 3.0T 系统的 3 倍，预计未来 3.0T 系统将成为市场新的增长点。在 MRI 系统超导磁体领域，全球范围内实现 1.5T、3.0T、7.0T 自主开发和商业化的公司分别为 GE、Siemens、联影医疗及辰光医疗。

4. 竞争优势：技术研发、产品、客户资源

(1) 技术研发优势。公司持续加大对于射频探测器和超导磁体的研发力度，相继推出“云线圈”、7.0T 动物实验成像用超导磁体、质子治疗回旋加速器超导磁体等具有重要产业价值的产品，保持良好的产品梯度和应用拓展，为未来业绩增长奠定基础。

(2) 产品优势。公司可自产超导 MRI 系统 90% 的核心部件，包括射频探测器、梯度线圈、超导磁体、梯度/射频功率放大器等，是全球少数同时掌握 1.5T、3.0T、7.0T 超导磁体生产技术的独立第三方供应商。公司设计开发出种类齐全、样式丰富，

适配不同厂家、型号的射频探测器和超导磁体，把握性价比，打破国外垄断实现进口替代，同时提供定制化设计，满足客户产品需求。

(3) 客户资源优势。公司与知名系统集成商、高校、科研院所和医院等建立合作。公司与 Philips、万东医疗、朗润医疗、贝斯达等国内外主流系统商形成产业合作关系，为 Philips 战略供应商，满足了跨国 MRI 系统设备商对于质量的严苛要求，建立了先进的管理体系，产品获得日本、美国、欧洲多项权威认证。

5. 主要风险：技术、下游市场竞争、原材料采购、产业政策不确定等

- (1) 技术创新不能产业化的风险；
- (2) 下游客户竞争风险；
- (3) 原材料价采购的风险；
- (4) 国内外产业政策不确定的风险。

6. 可比公司：业绩体量小，弹性大

表 3：辰光医疗可比公司收入结构

代码	简称	2021 年收入结构
688271.SH	联影医疗	高端医学影像诊断及放射治疗设备:92.67%, 维保服务:6.15%, 软件业务:1.18%
600055.SH	万东医疗	医疗器械:94.21%, 劳务及服务:5.79%
688677.SH	海泰新光	医用内窥镜器械:73.55%, 光学产品:26.45%
688607.SH	康众医疗	静态:86.59%, 动态系列:13.41%
688301.SH	奕瑞科技	静态:66.53%, 动态:33.47%
430300.BJ	辰光医疗	超导磁体 :37.37%, 射频探测器:36.73%, MRI 系统其他硬件及配件:23.20%, 技术服务:2.69%

资料来源：wind, 申万宏源研究

表 4：辰光医疗可比公司财务对比

代码	简称	2021 收入 (百万元)	2021 归 母净利润 (百万元)	2021 年 收入增长 率 (%)	2021 年 扣非归母 净利润增 长率 (%)	毛利率 (%)	研发支出 占比 (%)	应收账款 周转天数
688271.SH	联影医疗	7253.76	1417.18	25.91	32.81	49.42	13.35%	43.12
600055.SH	万东医疗	1156.17	183.19	2.14	-29.21	45.82	9.64%	55.64
688677.SH	海泰新光	309.67	117.73	12.53	12.02	63.49	13.35%	63.55

688607.SH	康众医疗	341.98	85.09	0.81	9.70	46.10	9.46%	74.06
688301.SH	奕瑞科技	1187.35	484.04	51.43	72.29	55.25	12.27%	78.11
430300.BJ	辰光医疗	196.15	24.24	37.69	724.75	39.81	8.87%	82.21

资料来源: wind,申万宏源研究

7. 申购分析意见: 参与

公司为医学影像领域稀缺标的,卡位超导 MRI 产业链上游,产品覆盖 90%以上核心硬件。基于技术积淀与先发优势,公司进一步开拓特种磁体业务在癌症精准放疗、科研领域应用,助推大型医疗、科研设备国产化进程。公司首发 PE 较可比折价明显,发行后可流通比及老股占比高,需注意首日抛压。

表 5: 可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿)	PE (TTM)
688271.SH	联影医疗	1,581.4	102.34
600055.SH	万东医疗	151.2	91.06
688677.SH	海泰新光	105.4	63.52
688607.SH	康众医疗	21.9	122.67
688301.SH	奕瑞科技	346.8	52.07
中值			91.06
均值			86.33
430300.BJ	辰光医疗	5.02	24.07

资料来源: wind, 申万宏源研究

注: 股价为 2022/11/22 收盘价格。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法依规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。