

**证券研究报告—动态报告**

信息技术

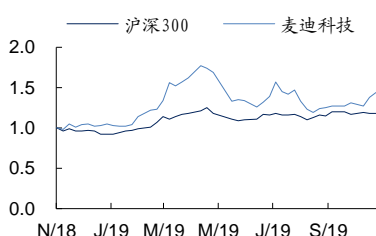
软件与服务

**麦迪科技(603990)**
**增持**

2019年三季度点评

(首次评级)

2019年11月01日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	113/84
总市值/流通(百万元)	4,116/3,077
上证综指/深圳成指	2,929/9,635
12个月最高/最低(元)	41.19/21.31

**证券分析师: 熊莉**

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

**证券分析师: 于威业**

电话: 0755-81982908

E-MAIL: yuweiye@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519050001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 进军辅助生殖蓝海市场, 双轮驱动高增长可期

**● 辅助生殖快速崛起, 中国渗透率较低空间巨大**

中国辅助生殖市场受不孕率提升、二胎政策、辅助生殖认知普及、人均可支配收入持续增长、辅助生殖投资者增加等因素驱动而快速增长。据弗若斯特沙利文数据, 中国 IVF 渗透率仅约 7%, 目前在中国进行的 IVF 取卵周期数大幅增长, 由 2014 年约 390,000 个增长至 2018 年约 684,000 个, 复合年增长率为 15.1%, 预计 2023 年达约 1,326,000 个。按目前一般周期单价 3.5-4 万元推算, 2018 年 IVF 市场规模达到 250 亿元左右, 2023 年有望达到 500 亿元以上, 空间巨大。截至 2016 年 12 月 31 日, 获许可的辅助生殖机构共有 451 家, 其中 327 家机构持有 IVF 牌照。在该 327 家医疗机构中, 仅 35 家为民营机构。

**● 收购海口玛丽医院, 牌照壁垒+技术壁垒高筑发展可期**

公司收购海口玛丽医院 51% 股权民营牌照稀缺, IVF 成功率领先, 技术壁垒高筑, 立足生育率最高的海南省已建立良好的口碑。公司已将辅助生殖提升为主要战略业务之一, 预计公司有望持续进行相关资产并购, 采用与专业人士合作经营管理的模式, 逐步布局全国其他区域市场。

**● 2019Q3 利润实现情况可观, 信息化订单增速较快保障业绩增长**

2019 前三季度公司实现营收 1.78 亿元 (+10.95%), 归母净利润 1,086.36 万元 (-4.92%), 扣非归母净利润 382.83 万元 (-43.03%); Q3 单季公司实现营收 5,771.58 万元 (-2.82%), 归母净利润 470.38 万元 (+3,814.53%), 扣非归母净利润-234.01 万元 (-93.69%)。公司当期政府补助增长是利润增长的重要原因。公司前三季度订单实现约 20% 增长, 为后续业绩增长提供保障。收入与订单增速不匹配的原因是, 公司收入采用验收确认法, 而急救、区域医疗协同等领域的 2G 业务订单增长较快且周期较长, 故当期收入确认较少。

**● 风险提示:**

辅助生殖市场拓展不及预期风险; 手麻、ICU 等产品增长不及预期的风险。

**● 投资建议: 首次给予“增持”评级。**

暂不考虑辅助生殖业务, 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 0.63/0.76/0.92 亿元, 利润年增速分别为 14%/20%/21%, 摊薄 EPS=0.56/0.67/0.81 元, 对应 PE 分别为 65/54/45x, 首次给予“增持”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	269	284	325	387	460
(+/-%)	11.7%	5.8%	14.5%	18.8%	19.0%
净利润(百万元)	51	55	63	76	92
(+/-%)	13.1%	8.5%	13.9%	20.0%	20.8%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.49	0.56	0.67	0.81
EBIT Margin	14.5%	33.0%	14.8%	15.6%	16.3%
净资产收益率(ROE)	11.8%	11.7%	12.3%	13.4%	14.7%
市盈率(PE)	80.6	74.3	65.2	54.3	45.0
EV/EBITDA	86.1	41.3	61.0	52.2	44.6
市净率(PB)	9.5	8.72	8.01	7.30	6.59

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

## 医疗信息化+辅助生殖，双轮驱动成长

麦迪科技作为临床信息化建设的龙头企业，目前，公司核心产品主要包括两大类：（1）DoCare 系列临床医疗管理信息系统应用软件，主要包括麻醉临床信息系统、重症监护（ICU）临床信息系统、院前急救信息系统、血液净化信息系统和临床路径信息系统等；（2）临床信息化整体解决方案，主要包括 Doricon 数字化手术室整体解决方案及正在推广的 Doricon 数字化病区和 Doricon 数字化急诊急救平台整体解决方案。

近年来，麦迪科技加速构建健康医疗人工智能的产业布局，先后与中国心血管健康联盟展开心血管哈伟医生的人工智能研究项目，与中科院自动化所合作成立人工智能研究院、力求打造成为国内健康医疗人工智能领域的优秀品牌。公司通过 ISO9001、ISO27001 体系认证；引进并应用 CMMI 管理模式，并承担了国家“十二五”863 课题——数字化医疗工程技术，“数字化手术室、院前急救、重症监护”的设计、开发和推广。

图 1：麦迪科技发展沿革



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构方面，公司的实际控制人翁康直接持股 14.90%，且其与严黄红女士为一致行动人，后者持股 9.56%。另外杭州安适投资管理有限合伙企业和苏州麦迪美创投资管理有限公司分别持股 10.19%和 6.47%。

图 2：麦迪科技股权结构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**主打医疗信息化和辅助生殖，两大业务板块相互驱动赋能发展**  
 核心业务位于临床信息化领域翘楚。公司是以临床医疗管理信息系统（CIS）

系列应用软件产品和临床信息化整体解决方案为核心业务的高新技术企业。目前，公司核心产品主要包括两大类：DoCare 系列临床医疗管理信息系统应用软件，其中包括麻醉临床信息系统、重症监护(ICU)临床信息系统、院前急救信息系统、血液净化信息系统和临床路径信息系统等；临床信息化整体解决方案，其中包括 Doricon 数字化手术室整体解决方案及正在推广的 Doricon 数字化病区和 Doricon 数字化急诊急救平台整体解决方案。公司将继续围绕提升医疗质量，加强技术创新和产品升级，实现“智慧临床”和“精准医疗”，不断深化拓展智慧手术室、智慧重症病区、急诊和智慧急救业务，开发业务流程闭环和资源管理智能的智慧专科应用系统，并形成完备的危急重症整体解决方案。积极布局和拓展医疗质控平台，形成区域协同，实现业务稳健增长。

成长业务意在利用大数据挖掘和 AI 技术提高诊疗效率与质量。公司围绕五大专科中心和智慧急救平台建设，以心血管信息化研究平台建设及临床决策辅助诊疗系统优化项目为契机，展开五大专科中心及科研大数据分析平台建设与推广。旨在通过五大专科中心建设和铺设心血管临床科研平台及构建临床决策支持系统(CDSS)，在临床诊疗、医疗质控、科研分析以及个性化治疗等方面引入大数据挖掘和 AI 技术，实现心脑血管领域，高危孕产，新生儿和创伤等五大专科中心的医疗效率和诊疗水平质的提升。

创新业务构建“1+2+3+4”辅助生殖创新服务体系。基于“互联网+医疗健康”的政策指引和在智慧医疗领域的深厚积淀，公司将从专科专病的信息化解决方案向专科专病的服务生态跃升，重点布局生殖健康领域，打造“1+2+3+4”的辅助生殖创新服务体系，即一个平台——辅助生殖互联网云平台；二个中心——辅助生殖大数据和 AI 应用服务中心；三个产品系列——辅助生殖科室信息化解决方案、辅助生殖互联网医院、辅助生殖互联网医联体；四个实体业态——备孕门诊、生殖门诊、国内辅助生殖医疗机构、海外辅助生殖诊所。公司将以一个平台为汇集纽带，两个中心为数据支撑，三个产品系列为线上管道，四个实体业态为物理载体，打通辅助生殖全产业链，实现线上线下的医联体运营模式，创新性地构建生殖健康生态体系，形成公司新的增长极。

图 3: 麦迪科技解决方案



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

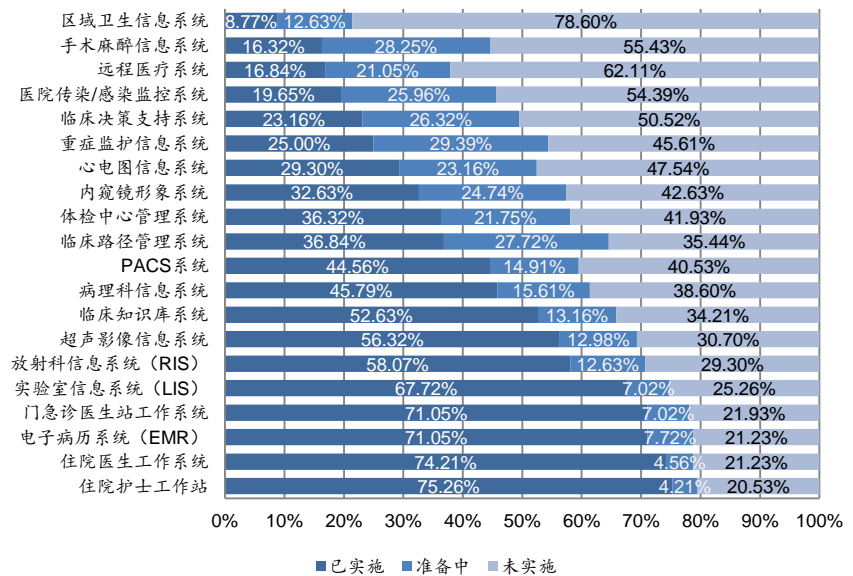
公司的主要客户为医疗机构。经过多年的积累，截至 2019 年 6 月末，公司终端用户已覆盖全国 32 个省份，超过 1,600 家医疗机构，其中三级甲等医院 400 多家。公司形成了较为完善的客户服务体系，在临床信息化市场已经形成了明显的先发优势并树立了良好的品牌形象。

**医疗信息化行业潜力巨大且 CIS 建设成为重点，公司业务稳定增长**

**政策频出，推动医疗信息化发展。**自 2017 年起国务院、卫健委先后出台各类指导意见，医疗信息化发展方向逐步清晰。政策对二、三级医院、公共卫生的信息化建设给出了 2020 年明确的时间节点，推动医疗监管部门、医疗卫生机构建立、加强自身信息化建设。

**CIS 建设已成为我国医疗信息化建设的重点，旨在以临床管理信息化为中心进行医院信息化建设。**CIS 以患者为中心，以医生临床诊疗行为为导向，借助影像存档和传输系统(PACS)、放射信息系统(RIS)、检验信息系统(LIS)、病理信息系统(PIS)、手术信息系统(ORIS)等多种软件应用系统整合患者临床诊疗数据，完成电子化汇总、集成、共享，医务人员通过信息终端浏览辅助诊疗路径、发送医嘱、完成分析，实现全院级别的诊疗信息与管理信息集成，并在此基础上，不断延伸出各类信息应用系统。据 CHIMA 数据，CIS 中的核心系统，例如 LIS、PACS、EMR 等尚存在 20-40%的未实施空间，远程医疗已实施部分仅占 17%，市场空间较大，当前我国医院正处于 CIS 系统建设的高峰期。

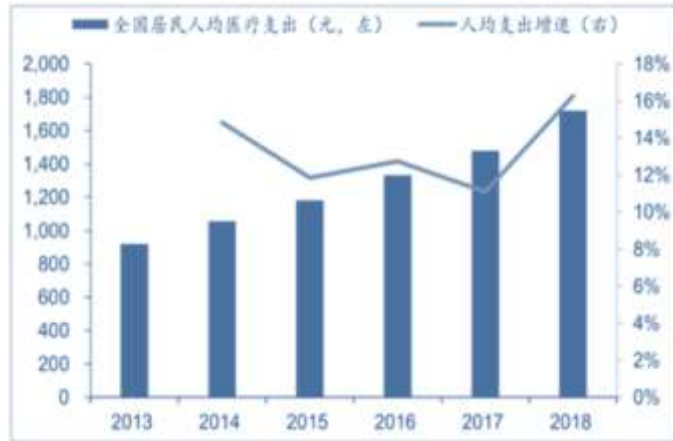
图 4：我国 CIS 市场尚待开发（2016 年）



资料来源：CHIMA、国信证券经济研究所整理

**人均医疗支出增速可观。**在收入增长的影响下，人们对健康将更加注重，更愿意加大医疗方面的支出。2013 年以来全国居民人均医疗支出一直保持双位数增长，其增长速度一直高于人均可支配收入，2018 年人均医疗支出 1720 元，增速高达 16.29%（人均可支配收入增速为 8.7%）。

图 5: 2013-2018 年全国居民人均医疗支出



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

**2019H1 医疗卫生机构出院人数持续增长。** 在医院端, 今年上半年全国医疗卫生机构总诊疗人次达 41.7 亿人次, 同比提高 2.5%; 全国医疗卫生机构出院人数达 12713.8 万人, 同比提高 2.7%。

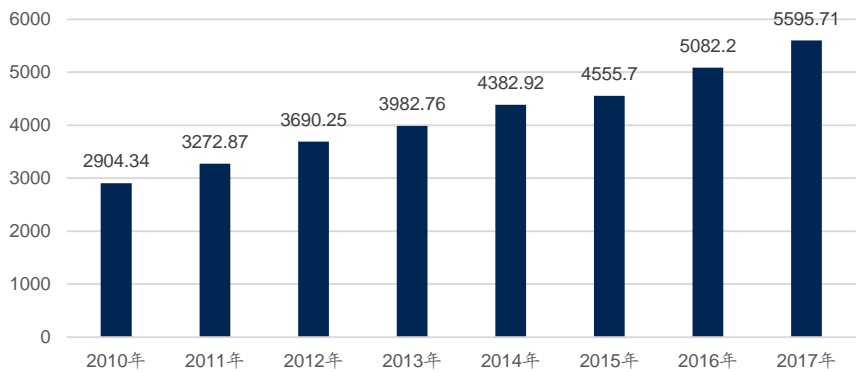
图 6: 2019 年 1-6 月, 全国医疗卫生机构出院人数情况



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

**业务依托的手术活动形势良好。** 公司的临床医疗关系信息系统应用软件产品与临床信息化整体解决方案的提供以医院手术活动为立足点, 进一步提升临床信息化程度, 提升手术治疗、急救监护的效率与质量, 强调智慧手术室、智慧重症病区、智慧急救等业务的深化拓展。国内住院手术人数保持着稳定增长, 相关信息化市场较为成熟稳定。

图 7: 2003-2014 年国内住院手术人次



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

## 辅助生殖市场空间巨大, 公司牌照壁垒+技术壁垒高筑有望实现跨越式发展

不孕率提升等多因素推动辅助生殖市场发展, 中国渗透率较低空间巨大  
**辅助生殖市场面临发展机遇。** 不孕症在全球越来越普遍, 主要是由于首次生育平均年龄上升, 以及不健康生活方式和环境的因素所致。由于不孕率增加, 加上生活水平提升及对出生缺陷和预防的认识增加所带来对更高生活质量的需求上升, 据弗若斯特沙利文数据, 全球辅助生殖服务市场由 2014 年的 204 亿美元增长至 2018 年的 248 亿美元, 复合年增长率为 5.1%, 预期于 2023 年将进一步增长至 317 亿美元, 自 2018 年起计的复合年增长率为 5.0%。在中国不孕症患病率预计将从 2018 年的 16.0% 增加到 2023 年的 18.2%, 主要是由于环境污染、工作与生活平衡不良以及其他不健康生活方式因素。由于生育率上升和最近的政府激励政策 (例如 2015 年的二胎政策), 中国辅助生殖服务市场从 2014 年到 2018 年以 13.6% 的复合年增长率增长, 预计 2018 年至 2023 年将以 14.5% 的复合年增长率增长。即使辅助生殖服务市场快速增长, 2018 年中国的渗透率 (计算方法是接受辅助生殖技术服务的夫妇数目除以需要辅助生殖技术服务的夫妇数目) 低至 7.0%, 且预计 2023 年将增长至 9.2%。

图 8: 中国及美国不孕率 (2016 年至 2023 年)



资料来源: 锦欣生殖招股说明书, 弗若斯特沙利文分析, 国信证券经济研究所整理

辅助生殖服务由两种技术组成：人工授精和 IVF。与人工授精相比，IVF 使用更广泛，并于中国及美国的辅助生殖服务市场保持约 95% 的市场份额（就 2018 年收入而言）。下图载列典型的 IVF 治疗过程：

图 9：中国及美国不孕率（2016 年至 2023 年）



资料来源：锦欣生殖招股说明书，弗若斯特沙利文分析，国信证券经济研究所整理

辅助生殖技术壁垒较高，成功率是主要判别因素。辅助生殖服务提供者主要基于 IVF 治疗的成功率进行竞争，该治疗成功与否取决于多种因素。

表 1：辅助生殖主要基于 IVF 治疗的成功率进行竞争

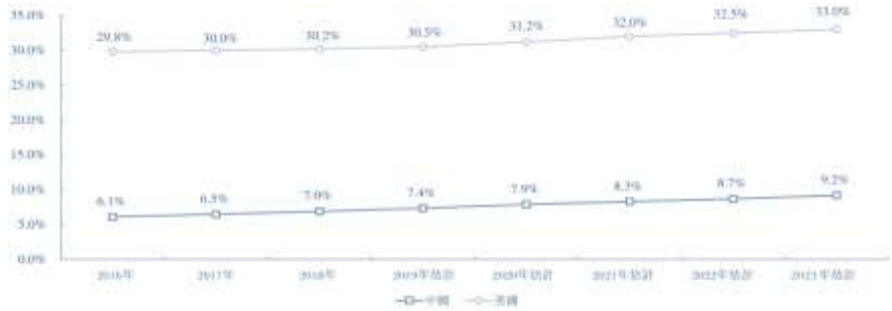
医生及其团队的经验和专业 知识	具丰富经验的医生因应每名患者的情况量身定制治疗方案,包括曾反复流产或植入失败的患者。他们亦能将胚胎置于较佳的位置植入,确保手术顺利进行,并减少手术失败及操作失误情况。
专业胚胎师	抽取卵子及收集精液后,胚胎师可进行一项称为精子清洗的过程,去除任何粘液及非运动精子,以提高受精可能性。受精后,胚胎师负责监察胚胎的发育,以决定移植时间。胚胎师也积极参与创造储存卵子、精子及胚胎的理想临床环境。
实验室设备及环境	IVF 实验室的操作通常复杂且困难,并且需要利用精密的医疗设备。此外,由于胚胎的脆弱性、空气中常见的杂质或微生物均会严重损害胚胎的发育。因此,IVF 实验室需要配备先进的质量控制系统,确保提供合适环境供胚胎培育及发展。
治疗过程的管理	专业医护人员具备更佳条件精简 IVF 治疗过程,并更为愿意与夫妇一同了解他们的目标,从而提高成功率、患者信任及患者满意度。

资料来源：锦欣生殖招股说明书，弗若斯特沙利文分析，国信证券经济研究所整理

除成功率外，辅助生殖技术服务提供商亦面临若干其他方面的竞争，包括声誉、服务质量、价格、专业人员及服务范围。

中国市场渗透率远低于美国，规模快速增长。中国的辅助生殖服务市场迅速增长，据弗若斯特沙利文数据，在中国进行的 IVF 取卵周期数大幅增长。所进行的 IVF 取卵周期总数由 2014 年约 390,000 个增长至 2018 年约 684,000 个，复合年增长率为 15.1%。随着需求不断增长及辅助生殖服务的负担能力不断上升而估计 IVF 取卵周期总数将于 2023 年达约 1,326,000 个，2018 年起计复合年增长率为 14.2%。按目前一般周期单价 3.5-4 万元推算，2018 年 IVF 市场规模达到 250 亿元左右，2023 年有望达到 500 亿元以上，空间巨大。

图 10: 中国及美国的辅助生殖服务渗透率 (2016 年至 2023 年估计)



资料来源: 锦欣生殖招股说明书, 弗若斯特沙利文分析, 国信证券经济研究所整理

除不孕率提升外, 二胎政策、辅助生殖认知普及、人均可支配收入持续增长、辅助生殖投资者增加等因素也驱动中国辅助生殖市场快速增长。

表 2: 中国辅助生殖市场增长的三大原因

中国辅助生殖市场增长原因	概述	
辅助生殖服务的需求增加	不孕症患病率	随着平均生育年龄的增加, 预期中国不孕症的患病率将继续上升。中国年轻人中不健康的生活方式, 如长时间使用电子设备、不良睡眠习惯以及环境污染, 可能会进一步影响不孕症的患病率。
	二胎政策	随着 2015 年实施二胎政策, 愈来愈多家庭受鼓励或预计会生育第二个孩子。这些家庭的女士趋于面临难以受孕的困扰, 增加了对辅助生殖服务的需求。
	提高对辅助生殖服务的认识	生活水平提高已导致对辅助生殖服务的认识和使用增加。然而, 中国 7.0% 的低辅助生殖服务渗透率说明许多不孕夫妇仍缺乏关于辅助生殖服务的足够知识和教育, 表示市场仍有增长空间。中国政府非常重视辅助生殖服务方面的公众教育。
辅助生殖服务的可负担性日益提高	随着中国居民年度人均可支配收入继续增长, 预期中国人民将可获得更可负担的辅助生殖服务, 这将增加医疗服务的消并进一步推动对辅助生殖服务的需求。	
增加辅助生殖服务市场的投资	中国辅助生殖服务市场的巨大增长潜质吸引了投资增加, 预期有关投资将带来业务扩展和市场上更大规模的辅助生殖服务集团, 以及引入更先进的技术和医疗设备。	

资料来源: 锦欣生殖招股说明书, 弗若斯特沙利文分析, 国信证券经济研究所整理

**IVF 牌照壁垒高筑。** 中国的辅助生殖服务市场受严格监管。辅助生殖服务提供者必须分别获得 AID、AIH、常规 IVF-ET、透过 ICSI 进行 IVF 及 PGD/PGS 的五类批准证书。该等证书通常相继地发出, 先获发 AIH 等证书, 执业若干年后方获发透过 ICSI 进行 IVF 等较复杂的证书。如服务提供者未能通过政府审批机构定期进行的验证程序, 证书或会被撤消。截至 2016 年 12 月 31 日, 获许可的辅助生殖机构共有 451 家, 其中 327 家机构持有 IVF 牌照。在该 327 家医疗机构中, 仅 35 家为民营机构。此外, 根据国家卫生计生委于 2015 年颁布的人类辅助生殖技术配置规划指导原则, 辅助生殖服务新许可仅可向三级医院 (综合、妇产) 及三级医院 (妇产或妇幼保健服务中心) 发出, 并需要大量资金投入。

### 公司收购海口玛丽医院 51% 股权牌照稀缺、口碑较好, 未来预计并购步伐不会停歇

公司近期完成收购玛丽医院 51% 股权, 交易价格为人民币 3,886.2 万元, 并正式将辅助生殖提升为主要战略业务之一。公司将生殖健康领域作为重点布局产业, 收购玛丽医院是公司实践从专科专病的信息化解决方案向专科专病的服务生态跃升的重要举措, 通过并购进入生殖医学服务领域, 将促进公司健康、稳定的发展, 进一步加强公司的综合实力。

玛丽医院成立于 2011 年, 是一家现代化民营专科医院, 技术力量主要体现在生殖医学科、妇科和男科三大领域, 根据海南省卫生和计划生育委员会关于同意海口玛丽医院医学生殖中心“人类辅助生殖技术”试运行的批复 (琼卫审函



【2015】4号)的相关内容:海口玛丽医院生殖医学科于2015年3月27日获得夫精人工受精(AIH)技术、体外受精-胚胎移植(IVF-ET)和卵胞内单精子显微注射技术(ICSI)的试运行资质;并在2016年4月28日经省卫生计生委核准(琼卫审函【2016】20号),准予正式运行开展人类辅助生殖技术:夫精人工受精(AIH)技术、体外受精-胚胎移植(IVF-ET)和卵胞内单精子显微注射技术(ICSI)。

玛丽医院是目前IVF 35家民营牌照的持有方之一。2019年截至目前玛丽医院IVF取卵周期数达到700个以上,口碑良好,业务规模快速增长。海南省虽然常住人口较少(2018年约934万人),但生育率排名2018年全国第一名,为14.48%,辅助生殖需求较为旺盛。玛丽医院作为海南仅有的两家IVF民营牌照之一,有望充分受益于海南辅助生殖市场的快速增长,业务有望快速推广。对比港股上市公司锦欣生殖,未来长期净利率有望达到20%以上,业务盈利能力较强。

**管理合作协同。**管理上,原股东作为医疗专家仍持股49%,仍主管专业领域;公司作为医疗信息化厂商,提供优质的信息化服务,提升医院管理效率,目前公司已进场理顺管理条线,为后续快速发展提供保障。

**并购步伐预计不会停歇。**公司已将辅助生殖提升为主要战略业务之一,预计公司有望持续进行相关资产并购,采用与专业人士合作经营管理的模式,逐步布局全国其他区域市场。

### 三季报财务分析:业绩符合预期,订单稳定增长

**2019Q3 利润实现情况可观,大量政府补贴助力公司发展。**2019前三季度公司实现营收1.78亿元(+10.95%),归母净利润1,086.36万元(-4.92%),扣非归母净利润382.83万元(-43.03%);Q3单季公司实现营收5,771.58万元(-2.82%),归母净利润470.38万元(+3,814.53%),扣非归母净利润-234.01万元(-93.69%)。订单方面,公司前三季度订单增速实现约20%增长,为后续业绩增长提供保障。收入增速与订单增速不匹配的原因是,公司收入采用验收确认法,而急诊急救、急危重症、区域医疗协同等领域的2G业务订单增长较快且周期较长(传统业务周期仅2-3个月),故收入确认较少。

前三季度公司获得的计入当期损益的政府补助达1,221.56万元(+794.26万元),其中第三季度获得1,075.19万元(+965.44万元),从而使得归母净利润比扣非归母净利润表现好较多,在第三季度尤为明显,体现政府对公司业务开展的大力支持与发展前景的乐观态度。

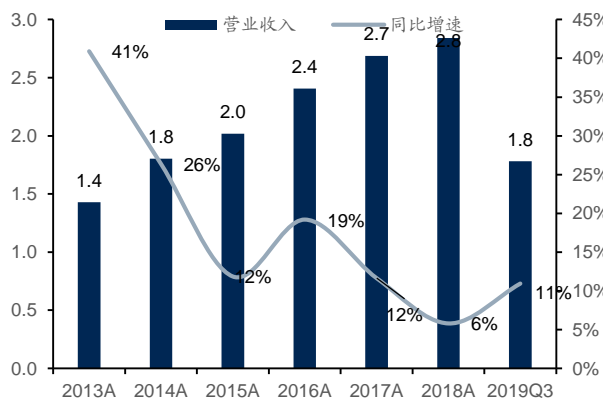
扣非归母净利润的下降的部分原因是营业成本与销售费用的相对提升,另外信用减值损失较上期金额增加56.77%,主要是计提的应收账款及其他应收款坏账准备增加所致;投资收益较上期金额减少了244.43%,主要是本期理财产品、结构性存款等投资较上期有所减少、外币借款套期保值公允价值变动的减少、按权益法核算投资杭州乾砂投资管理合伙企业(有限合伙)的长期股权投资损失所致。

表 3: 麦迪科技收到政府补助情况

补助项目	获得时间	补助金额
软件产品增值税即征即退	2019.7.3	898,918.17
软件产品增值税即征即退	2019.7.10	2,874.71
2018 年度苏州市市级打造先进制造业基地专项资	2019.7.12	200,000.00
软件产品增值税即征即退	2019.8.8-2019.9.20	4,163,309.51
研发增长企业研发后补助	2019.9.25	443,296.57
科信局 2019 年第八批国内注册商标奖励	2019.9.27	12,000.00
人工智能补贴建设资金(经费)	2019.9.29	10,000,000.00

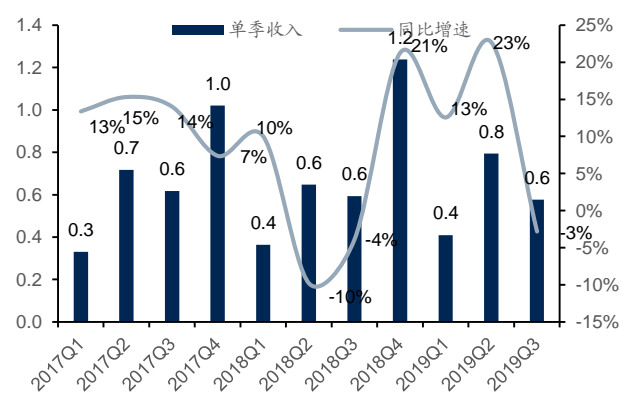
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 麦迪科技营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



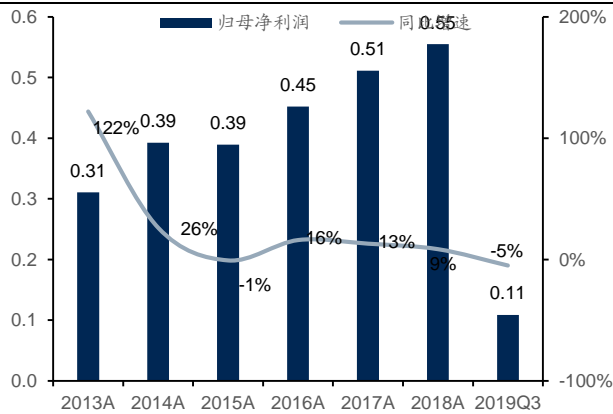
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 麦迪科技单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



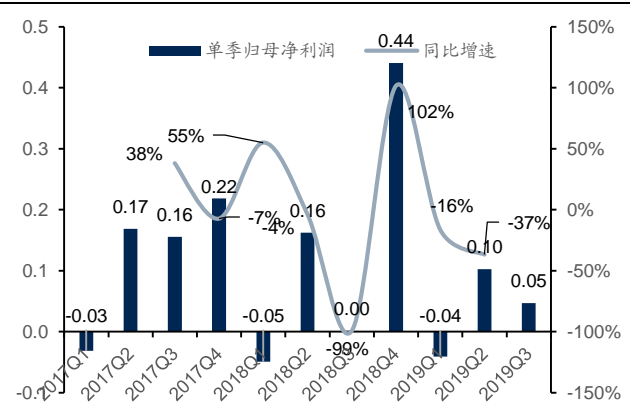
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 麦迪科技归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

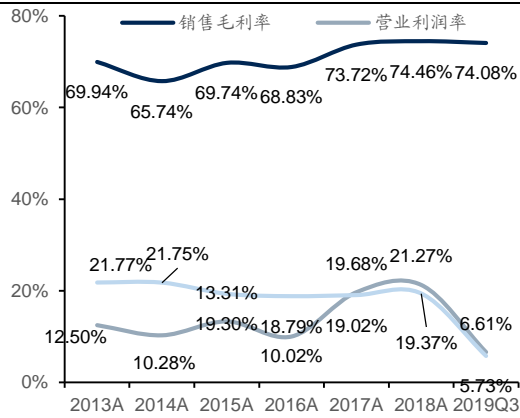
图 14: 麦迪科技单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

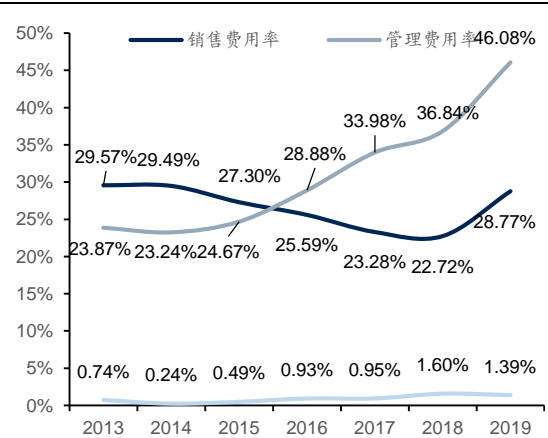
2019 年前三季度毛利率与费用率略微下降。2019 年前三季度销售毛利率 74.08%，同比下降 0.93pp。销售费用率 28.77% (+0.45pp)，管理费用率 46.08% (-1.68pp)，财务费用率 1.39% (-0.69pp)，三项费用率合计 76.04%，同比下降 1.92pp。

图 15: 麦迪科技毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

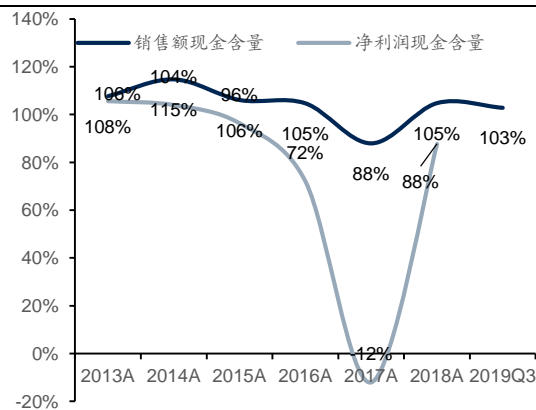
图 16: 麦迪科技三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

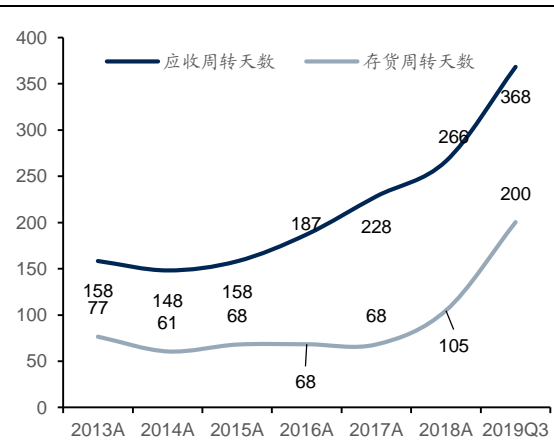
**2019 年前三季度现金流与营运状况未见改善。**2019 年前三季度销售收到的现金 1.83 亿元(-1.34%), 相对销售额的销售现金含量 102.78%, 同比降低 12.80pp; 经营性现金流量净额-3.39 亿元, 较上期减少 3,302.46 万元, 主要是期间购买商品、接受劳务支付的现金、支付给职工以及为职工支付的现金、支付的各项税费增加及收到的税费返还下降所致。2019 年前三季度应收账款周转 368.25 天, 同比增加 30 天; 存货周转 200.28 天, 同比增加 78 天。

图 17: 麦迪科技经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 麦迪科技主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件:

(1) 传统业务: 公司传统医疗信息化业务受益于 CIS 建设进入高峰期且手术、住院需求的增长, 而实现稳定增长。考虑到公司 2019 年订单增速达到 20% 以上, 由于 2G 业务增长带来业务周期变长而影响当期收入确认, 故预计自制软件业务 2019-2021 年收入增速分别为 15%、20%、20%, 毛利率保持稳定; 整体解决方案业务 2019-2021 年收入增速分别为 15%、20%、20%, 毛利率保持稳定; 运维服务 2019-2021 年收入增速分别为 20%、40%、40%, 毛利率保持

稳定；外购软硬件及其他业务保持稳定。

(2) 辅助生殖业务：由于公司的辅助生殖业务处于起步阶段，业绩预测的难度较高、波动性较大，暂不计入盈利预测。

(3) 费用率：预计随着公司业务规模增长，公司边际费用递减，费用率水平将略有下降。

**表 4：公司业务分拆预测**

		2019E	2020E	2021E
自制软件	收入 (万元)	19,956.04	23,947.25	28,736.70
	收入增速	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	86.34%	86.34%	86.34%
整体解决方案	收入 (万元)	7,087.32	8,504.79	10,205.75
	收入增速	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	48.64%	48.64%	48.64%
运维服务	收入 (万元)	3,536.18	4,950.66	6,930.92
	收入增速	20.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	88.45%	88.45%	88.45%
外购软、硬件	收入 (万元)	1,946.42	3,308.91	4,632.48
	收入增速	0.00%	70.00%	40.00%
	毛利率	29.43%	29.43%	29.43%
其他业务	收入 (万元)	18.48	57.29	114.58
	收入增速	0.00%	210.00%	100.00%
	毛利率	46.63%	46.63%	46.63%
合计	收入 (万元)	32,544.45	40,768.90	50,620.42
	收入增速	14.48%	25.27%	24.16%
	毛利率	74.93%	74.06%	73.73%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 未来 3 年盈利预测

**表 5：未来 3 年盈利预测表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	284	325	387	460
营业成本	73	82	95	111
销售费用	65	72	86	101
管理费用	47	118	139	165
财务费用	5	(1)	(1)	(2)
营业利润	60	51	67	84
利润总额	60	68	82	99
归属于母公司净利润	55	63	76	92
EPS	0.49	0.56	0.67	0.81
ROE	12%	12%	13%	15%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，暂不考虑辅助生殖业务，预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 0.63/0.76/0.92 亿元，利润年增速分别为 14%/20%/21%，摊薄 EPS=0.56/0.67/0.81 元。

## 盈利预测的敏感性分析

我们以上述结果为中性预测结果，进行盈利预测情景分析，乐观预测上调收入 5%，悲观预测下调收入 2%，得到预测结果与收入变动之间较为敏感，具体情况如下：

**盈利预测情景分析**
**表 6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	783	1,015	340	420	521
(+/-%)	4.5%	29.7%	19.5%	23.8%	24.0%
净利润(百万元)	139	134	65	81	101
(+/-%)	14.0%	-3.9%	17.3%	23.8%	24.9%
摊薄 EPS	0.33	0.31	0.58	0.71	0.89
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	269	284	325	387	460
(+/-%)	11.7%	5.8%	14.5%	18.8%	19.0%
净利润(百万元)	51	55	63	76	92
(+/-%)	13.1%	8.5%	13.9%	20.0%	20.8%
摊薄 EPS(元)	0.45	0.49	0.56	0.67	0.81
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	783	1,015	320	373	437
(+/-%)	4.5%	29.7%	12.5%	16.8%	17.0%
净利润(百万元)	139	134	62	74	88
(+/-%)	14.0%	-3.9%	12.5%	18.6%	19.3%
摊薄 EPS	0.33	0.31	0.55	0.66	0.78
总股本(百万股)	113	113	113	113	113

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

**投资建议: 首次给予“增持”评级。**暂不考虑辅助生殖业务, 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 0.63/0.76/0.92 亿元, 利润年增速分别为 14%/20%/21%, 摊薄 EPS=0.56/0.67 /0.81 元, 对应 PE 分别为 65/54/45x, 首次给予“增持”评级。

**表 7: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 191031	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
603990	麦迪科技	36.46	41.16	0.5	0.6	0.7	0.8	74.3	66.0	55.7	46.7	23.6	3.01	增持
300451	创业慧康	18.06	131.58	0.3	0.4	0.5	0.7	62.3	44.0	33.4	25.8	9.8	1.75	增持
300253	卫宁健康	16.67	273.62	0.2	0.3	0.3	0.5	87.7	64.1	49.0	37.0	10.6	2.40	买入
300078	思创医惠	13.69	110.60	0.2	0.2	0.3	0.4	76.1	57.0	42.8	31.8	6.7	1.79	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	169	196	207	225	营业收入	284	320	373	437
应收款项	251	283	330	386	营业成本	73	80	92	106
存货净额	30	28	33	40	营业税金及附加	6	5	6	7
其他流动资产	4	5	6	7	销售费用	65	71	83	96
<b>流动资产合计</b>	<b>454</b>	<b>511</b>	<b>576</b>	<b>657</b>	管理费用	47	116	135	156
固定资产	221	205	187	170	财务费用	5	(1)	(2)	(2)
无形资产及其他	8	9	9	10	投资收益	1	1	1	1
投资性房地产	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(11)	(4)	(4)	(4)
长期股权投资	29	59	88	117	其他收入	(19)	5	8	10
<b>资产总计</b>	<b>717</b>	<b>787</b>	<b>865</b>	<b>959</b>	营业利润	60	50	65	80
短期借款及交易性金融负债	104	100	100	100	营业外净收支	(0)	17	15	15
应付款项	44	41	49	58	<b>利润总额</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	<b>80</b>	<b>95</b>
其他流动负债	93	129	151	177	所得税费用	5	5	6	8
<b>流动负债合计</b>	<b>241</b>	<b>270</b>	<b>300</b>	<b>335</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>55</b>	<b>62</b>	<b>74</b>	<b>88</b>
其他长期负债	3	3	3	3					
<b>长期负债合计</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>244</b>	<b>273</b>	<b>303</b>	<b>338</b>	净利润	55	62	74	88
少数股东权益	1	0	0	(0)	资产减值准备	5	(1)	(1)	(1)
股东权益	472	514	563	621	折旧摊销	12	24	25	25
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>717</b>	<b>787</b>	<b>865</b>	<b>959</b>	公允价值变动损失	11	4	4	4
					财务费用	5	(1)	(2)	(2)
					营运资本变动	48	2	(25)	(29)
					其它	(5)	1	1	1
关键财务与估值指标					<b>经营活动现金流</b>	<b>126</b>	<b>92</b>	<b>77</b>	<b>88</b>
每股收益	0.49	0.55	0.66	0.78	资本开支	(4)	(11)	(11)	(11)
每股红利	0.17	0.19	0.22	0.26	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	4.18	4.55	4.98	5.50	<b>投资活动现金流</b>	<b>(33)</b>	<b>(40)</b>	<b>(40)</b>	<b>(40)</b>
ROIC	16%	8%	12%	14%	权益性融资	1	0	0	0
ROE	12%	12%	13%	14%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	74%	75%	75%	76%	支付股利、利息	(19)	(21)	(25)	(30)
EBIT Margin	33%	15%	16%	16%	其它融资现金流	32	(4)	0	0
EBITDA Margin	37%	22%	22%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(5)</b>	<b>(25)</b>	<b>(25)</b>	<b>(30)</b>
收入增长	6%	12%	17%	17%	<b>现金净变动</b>	<b>88</b>	<b>27</b>	<b>12</b>	<b>18</b>
净利润增长率	9%	13%	19%	19%	货币资金的期初余额	80	169	196	207
资产负债率	34%	35%	35%	35%	货币资金的期末余额	169	196	207	225
息率	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	企业自由现金流	142	59	42	50
P/E	74.3	66.0	55.7	46.7	权益自由现金流	173	56	44	52
P/B	8.7	8.0	7.3	6.6					
EV/EBITDA	41.3	61.6	53.4	46.3					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 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 楼  
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