

2020年06月18日

麦迪科技 (603990.SH)

动态分析

拟收购国卫生殖医院部分股权，加码布局辅助生殖业务

投资要点

- ◆ **事件：**公司公告与北京国卫生殖医院的控股股东北京国卫大慧医疗基金签订《股权收购意向协议》，拟收购国卫大慧基金持有的国卫生殖医院不低于 20% 的股权，交易价格待定。由于本次交易方国卫大慧基金的执行事务合伙人翁健先生是麦迪科技实际控制人翁康先生的直系亲属，因此本次收购构成关联交易。
- ◆ **加码布局辅助生殖业务，彰显公司进军生殖医疗服务领域的决心。**2019 年 10 月，公司公告完成收购海口玛丽医院 51% 股权，定价 3886.2 万元，正式进军辅助生殖业务。本次拟收购国卫生殖医院部分股权，是公司在海口外进军辅助生殖业务的新尝试。国卫生殖医院注册资本 3607.5 万元，净资产 1753.14 万。其股权结构为国卫大慧基金持股 96.95%，国家卫生健康委科学技术研究所持股 3.05%。后者是国家卫生健康委直属的科学研究机构，是世界卫生组织人类生殖合作研究中心，拥有开展人类辅助生殖技术：夫精人工受精技术及供精人工受精技术的正式运营资质，是国家批准设置的 27 家人类精子库的机构之一。国卫生殖医院是研究所成果转化基地和临床医学中心，与国家男性生殖健康重点实验室是战略合作关系，拥有 22 名医师，50 余张运营床位，主要方向为为不孕不育治疗、生殖健康医疗、妇科疾病、男科疾病和保健服务等。2020 年 1-5 月，国卫生殖医院共实现销售收入 16.5 万元，净利润-103.4 万元。我们认为，公司在北京地区继续加码布局辅助生殖业务，彰显了公司进军生殖医疗服务领域的决心，国卫生殖医院将给公司在技术和市场两个领域作出重要贡献。
- ◆ **辅助生殖千亿“蓝海”市场，具备技术、品牌力的民营企业市场份额有望持续扩大。**根据 Frost & Sullivan 统计，2014-2018 年年我国辅助生殖市场规模从 37 亿美元上升到 48 亿美元，5 年 CAGR 为 15.8%，预计 19-23 年 5 年 CAGR 将达到 14.5%。2018 年我国辅助生殖技术渗透率仅 7%，IVF 技术单周期价格 3-5 万元，对比美国都有 3 倍左右差距。随着不孕率继续上行、手术支付水平提升等因素驱动，行业具备量价齐升的坚实逻辑，参考老龄化趋势领先中国 30 年的日本经验以及中国巨大的人口基数，我国辅助生殖长期市场空间在千亿规模以上。近年来行业准入牌照审批标准及审批周期明显提高，行业后进入者发展受限。辅助生殖行业牌照较为稀缺，顶尖公立医院供不应求，等位时间较长。而民营行业龙头凭借先进技术、突出的品牌力等优势有望扩大份额。
- ◆ **投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 4.04、5.46、7.48 亿元，增速分别为 21.3%、35.2%、36.9%；预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 0.64、0.92、1.26 亿元，增速分别为 36.3%、44.7%、36.6%。2020 年-2022 年每股收益分别为 0.57、0.82、1.12 元，当前股价对应 PE 分别为 88 倍、61 倍、45

计算机 | 行业应用软件 III

投资评级

增持-A(首次)

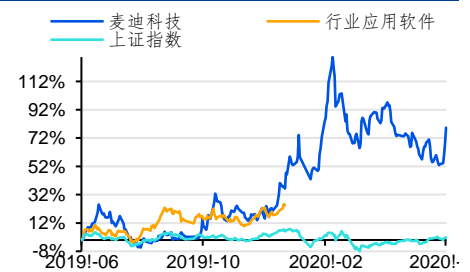
股价(2020-06-18)

50.01 元

交易数据

总市值(百万元)	5,623.86
流通市值(百万元)	5,601.12
总股本(百万股)	112.45
流通股本(百万股)	112.00
12 个月价格区间	26.02/65.42 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.35	0.66	76.88
绝对收益	5.82	6.4	78.67

分析师

周新明
 SAC 执业证书编号：S0910519070001
 zhouxinming@huajinsc.cn
 021-20377037

分析师

王睿
 SAC 执业证书编号：S0910519080003
 wangrui@huajinsc.cn
 021-20377036

相关报告

倍。基于公司进入辅助生殖蓝海市场，致力于打造在医疗 IT 与辅助生殖医疗服务领域发展的公众公司，给予公司增持-A 建议。

◆ **风险提示：**收购事项存在不确定性，辅助生殖业务推进不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	284	333	404	546	748
YoY(%)	5.8	17.2	21.3	35.2	36.9
净利润(百万元)	55	47	64	92	126
YoY(%)	8.5	-15.5	36.3	44.7	36.6
毛利率(%)	74.5	72.1	73.3	74.1	74.8
EPS(摊薄/元)	0.49	0.42	0.57	0.82	1.12
ROE(%)	11.6	9.3	11.5	14.8	17.4
P/E(倍)	101.4	119.9	88.0	60.8	44.5
P/B(倍)	11.9	11.3	10.3	9.1	7.9
净利率(%)	19.5	14.1	15.8	16.9	16.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、打造医疗信息化和辅助生殖双主业企业	4
二、辅助生殖千亿“蓝海”市场，具备技术、品牌力的民营企业市场份额有望持续扩大.....	5
三、收购国卫生殖医院部分股权，加码辅助生殖业务.....	6
四、盈利预测.....	7
五、风险提示.....	7

图表目录

图 1：公司股权图	4
图 2：公司 2015-2020Q1 收入及增速.....	5
图 3：公司 2015-2020Q1 归母净利润及增速	5
图 4：我国不孕症患病率近年来持续提升	6
图 5：我国辅助生殖行业市场规模快速增长	6
表 1：公司大事记	4
表 2：国卫生殖医院具体业务.....	7
表 3：可比公司估值表	7

一、打造医疗信息化和辅助生殖双主业企业

麦迪科技成立于 2009 年，是一家着力于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的公司。公司在 2019 年收购海口玛丽医院 51% 的股权，开始进入辅助生殖领域，逐渐打造医疗 IT+ 辅助生殖双轨发展模式。公司核心产品 DoCare 系列临床信息系统和 DoRicon 解决方案贯穿围手术期、急诊急救、急危重症、区域医疗协同等领域。与此同时，麦迪科技助力苏州市卫健委健康市民 531 行动计划，建设满足健康综合干预、疾病高危筛查、院前院中联动、学科协同救治等业务要求的智慧医疗服务模式。在构建健康医疗人工智能方面，公司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，打造国内健康医疗人工智能领域的“第一品牌”。

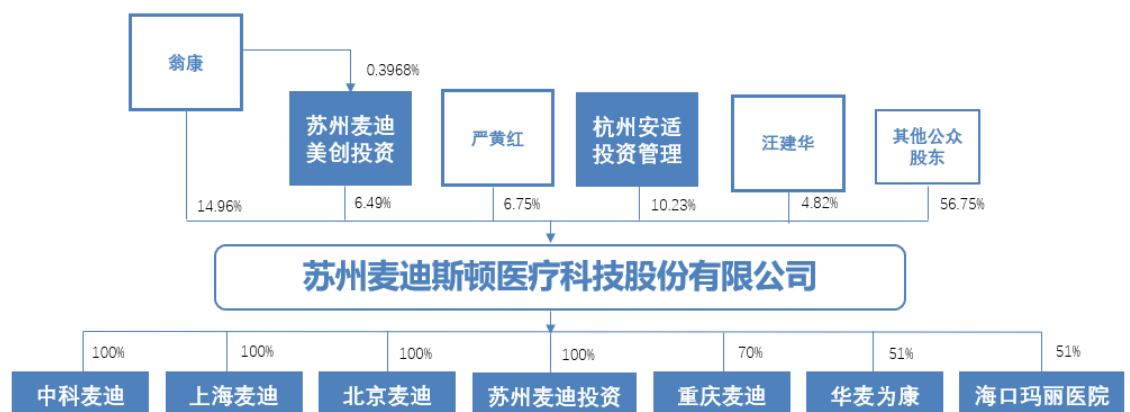
表 1：公司大事记

时间	事件
2009	麦迪斯顿苏州公司成立
2010	DoCare 麻醉临床信息系统 V5.0、重症辅助临床信息系统 V4.0、数字化手术室 V2.0 相继发布
2011	中标深圳 11 家医院临床信息系统整体解决方案；承揽“十二五”863 课题
2012	中标湖北省远程医疗 2+17 项目；中标包括仁济医院在内的上海申康 5+3+1 项目
2014	麦迪斯顿顺利通过 CMMI L5 评估体系；正式进军全院级整体解决方案；多个大型项目启动
2016	公司上市；mWiiCare 云重症护士工作站、医生工作站成功上线；麻醉质控与服务云平台正式上线
2017	重症 6.0 项目在安徽落成；mWiiCare 项目助力复旦儿科医院通过 HIMSS6 评级
2018	首次通过 ISO13485；中标苏州智慧急救平台
2019	收购海口玛丽医院 51% 股权，进入辅助生殖行业

资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司股权清晰，实际控制人为翁康先生，通过直接持股和参股苏州麦迪美创投资管理有限公司，合计持有公司 14.99% 的股份。公司第二大股东为杭州安适投资管理合伙企业，为杭州国资委控股公司，持有公司 10.23% 的股份。第三大股东严黄红为自然人投资人，持股 6.75%。

图 1：公司股权图

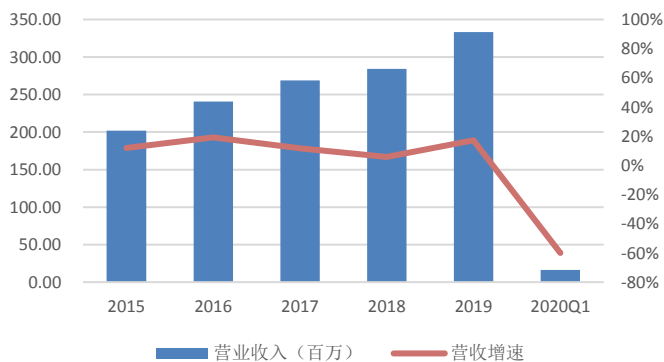


资料来源：公司年报，华金证券研究所

公司长期专注于医疗信息化建设，DoCare 系列临床医疗管理信息系统产品和 Dorico 数字化手术室、数字化急诊平台等整体解决方案。经过 15 年的发展，公司产品已覆盖全国 32 个省份，超过 1700 家医疗机构，其中三甲医院超过 500 家，在临床信息化细分赛道形成了独特的产品线和较高的知名度。公司在行业中的品牌力和客户粘性带动公司核心产品的高增速，公司 Docare 系统软件和 Dorico 整体解决方案 2012-2019 年平均收入增速分别为 18.4% 和 58.9%。除两大核心产品外，公司还建立了完善的客户服务体系，提供高质量运维服务，提升客户使用感受，满足客户的核心需求，同时增加客户的粘度。

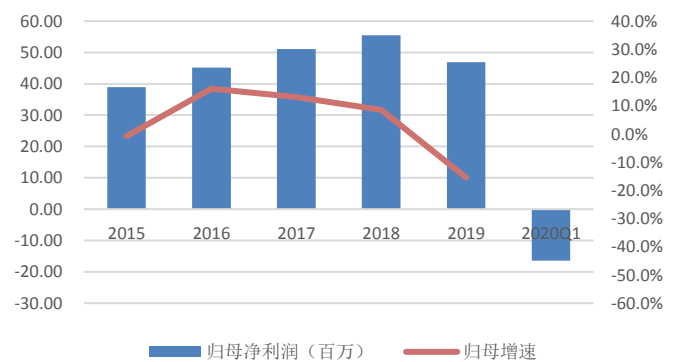
公司总体收入较稳定，2015-2019 收入复合年增速为 13.3%，归母净利润复合年增速为 4.7%。2020 年由于新冠疫情影响，一季度医院基本暂停营业，直接导致公司业绩承压。公司 2020 年 Q1 营业收入 0.16 亿元，同比下降 60%。随着国内疫情的普遍缓解，4 月起国内医院基本复产复工，积压的业绩需求将得到释放，公司 Q2 业绩有望反弹。

图 2：公司 2015-2020Q1 收入及增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 3：公司 2015-2020Q1 归母净利润及增速



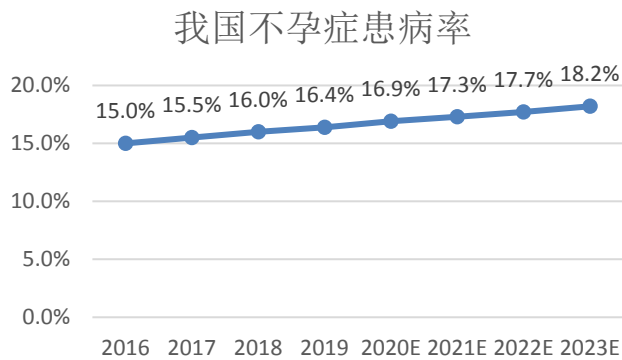
资料来源：Wind, 华金证券研究所

除医疗信息化业务外，公司通过收购玛丽医院完成医疗 IT+辅助生殖双规模式：2019 年 9 月公司以 3886 万元现金对海口玛丽医院有限公司 51% 的股权进行收购，开始进入辅助生殖领域。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。玛丽医院从 2015 年开始进入生殖学科，并于 2016 年正式获得夫精人工受精 (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) 等辅助生殖项目的运营资质。玛丽医院 2019 年营业收入 3398 万元，净利润 591 万元。

二、辅助生殖千亿“蓝海”市场，具备技术、品牌力的民营企业市场份额有望持续扩大

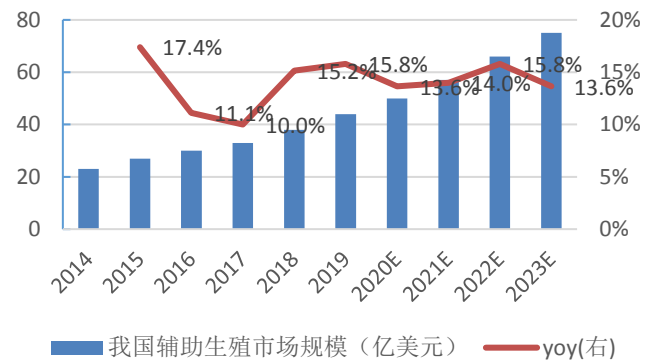
我国不孕症患病率持续提升，辅助生殖行业市场规模快速增长。不孕症是指经过一年或者更长时间经常性进行未有避孕的性行为后未能怀孕。由于人群育龄上升以及不健康的生活方式，全球不孕症患病率由 1997 年的 11% 上升到 2018 年的 15.4%。我国的不孕症患病率近年来持续提升，2018 年年约为 16%，略高于全球平均水平。不孕症患病率的提升带来辅助生殖行业规模快速增长。根据 Frost & Sullivan 统计，2014-2018 年年我国辅助生殖市场规模从 37 亿美元上升到 48 亿美元，5 年 CAGR 为 15.8%，预计 19-23 年 5 年 CAGR 将达到 14.5%。

图 4：我国不孕症患病率近年来持续提升



资料来源：锦欣生殖招股书，华金证券研究所

图 5：我国辅助生殖行业市场规模快速增长



资料来源：Frost & Sullivan，华金证券研究所

我国辅助生殖行业是千亿蓝海市场。2018 年我国辅助生殖技术渗透率仅 7%，IVF 技术单周期价格 3-5 万元，对比美国都有 3 倍左右差距。随着不孕率继续上行、手术支付水平提升等因素驱动，行业具备量价齐升的坚实逻辑，参考老龄化趋势领先中国 30 年的日本以及中国巨大的人口基数，辅助生殖长期市场空间在千亿规模以上。

近年来行业准入牌照审批标准及审批周期明显提高，行业后进入者发展受限。辅助生殖行业牌照较为稀缺，顶尖公立医院供不应求，等位时间较长。而民营行业龙头凭借先进技术、突出的品牌力等优势有望扩大份额。

三、收购国卫生殖医院部分股权，加码辅助生殖业务

本次拟收购国卫生殖医院部分股权，是公司在海口外进军辅助生殖业务的新尝试。国卫生殖医院注册资本 3607.5 万元，净资产 1753.14 万。其股权结构为国卫大慧基金持股 96.95%，国家卫生健康委科学技术研究所持股 3.05%。后者是国家卫生健康委员会直属的科学研究机构，是世界卫生组织人类生殖合作研究中心，拥有开展人类辅助生殖技术：夫精人工受精技术及供精人工受精技术的正式运营资质，是国家批准设置的 27 家人类精子库的机构之一。国卫生殖医院是研究所科技成果转化基地和临床医学中心，与国家男性生殖健康重点实验室是战略合作关系，拥有 22 名医师，50 余张运营床位，主要方向为为不孕不育治疗、生殖健康医疗、妇科疾病、男科疾病和保健服务等。2020 年 1-5 月，国卫生殖医院共实现销售收入 16.5 万元，净利润-103.4 万元。我们认为，公司在北京地区继续加码布局辅助生殖业务，彰显了公司进军生殖医疗服务领域的决心，国卫生殖医院将给公司在技术和市场两个领域作为重要贡献。

表 2: 国卫生殖医院具体业务

项目	具体业务
1	夫精人工授精技术：适用于少精子症、弱精子症、畸形精子症；性功能障碍；免疫性原因；宫颈因素；轻度子宫内膜异位等原因导致不孕不育
2	不孕不育症患者进行检查、诊断和治疗。对男性少精子症、弱精子症、畸形精子症及无精子症；前列腺疾病、精囊疾病、勃起功能障碍、射精功能障碍、早泄、男性性腺功能低下等疾病的诊断和治疗。
3	开展各种保护生育力的男科、妇科手术（如显微镜下输精管吻合术、宫腹腔镜检查、经阴道超声附件囊肿穿刺等）。
4	开展生殖健康，女性生育力评估（卵巢储备功能筛查），生育力改善与优生优育工作。
5	开展复发性流产、胎儿畸形、新生儿缺陷等不良孕育史病因分析及筛查。

资料来源：公司网站，华金证券研究所

四、盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 4.04、5.46、7.48 亿元，增速分别为 21.3%、35.2%、36.9%；预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 0.64、0.92、1.26 亿元，增速分别为 36.3%、44.7%、36.6%。2020 年-2022 年每股收益分别为 0.57、0.82、1.12 元，当前股价对应 PE 分别为 88 倍、61 倍、45 倍。基于公司进入辅助生殖蓝海市场，致力于打造在医疗 IT 与辅助生殖医疗服务领域发展的公众公司，给予公司增持-A 建议。

表 3: 可比公司估值表

	股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
辅助生殖	1951.HK	锦欣生殖	10.1	0.22	0.28	0.29	46	36	35
	300253.SZ	卫宁健康	23.32	0.33	0.45	0.61	71	52	38
	002065.SZ	东华软件	11.3	0.37	0.47	0.54	31	24	21
医疗信息化	300451.SZ	创业惠康	16.1	0.36	0.48	0.62	45	34	26
	300078.SZ	思创医惠	12.99	0.29	0.41	0.53	45	32	25
	300168.SZ	万达信息	20.51	0.26	0.37	0.50	79	55	41
		平均					54	39	30
	603990.SH	麦迪科技	50.01	0.57	0.82	1.12	88	61	45

资料来源：wind，华金证券研究所

五、风险提示

收购事项存在不确定性，辅助生殖业务推进不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	454	471	730	1007	1361	营业收入	284	333	404	546	748
现金	169	150	320	433	592	营业成本	73	93	108	141	189
应收票据及应收账款	227	280	335	496	642	营业税金及附加	6	6	7	9	12
预付账款	2	0	2	1	3	营业费用	65	74	92	115	163
存货	30	27	39	47	68	管理费用	47	52	65	83	110
其他流动资产	26	14	33	30	55	研发费用	57	58	59	76	100
非流动资产	263	290	324	411	535	财务费用	5	4	9	20	33
长期投资	29	20	9	-3	-15	资产减值损失	12	0	0	0	0
固定资产	221	214	252	350	482	公允价值变动收益	2	-2	0	0	0
无形资产	8	7	6	5	4	投资净收益	1	-10	-2	-2	-3
其他非流动资产	4	47	56	59	64	营业利润	60	54	64	100	138
资产总计	717	760	1054	1418	1896	营业外收入	0	0	7	2	2
流动负债	241	251	489	781	1155	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	104	130	323	583	882	利润总额	60	54	70	102	140
应付票据及应付账款	44	42	58	73	102	所得税	5	7	7	10	14
其他流动负债	93	79	107	125	171	税后利润	55	47	64	92	126
非流动负债	3	2	8	14	16	少数股东损益	-0	0	-0	-0	-0
长期借款	0	0	6	12	14	归属母公司净利润	55	47	64	92	126
其他非流动负债	3	2	2	2	2	EBITDA	74	71	88	133	189
负债合计	244	253	497	795	1172						
少数股东权益	1	8	8	8	8	主要财务比率					
股本	81	112	146	146	146	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	168	127	93	93	93	成长能力					
留存收益	243	273	318	382	470	营业收入(%)	5.8	17.2	21.3	35.2	36.9
归属母公司股东权益	472	499	548	615	716	营业利润(%)	14.3	-10.8	17.8	57.3	38.2
负债和股东权益	717	760	1054	1418	1896	归属于母公司净利润(%)	8.5	-15.5	36.3	44.7	36.6
						获利能力					
						毛利率(%)	74.5	72.1	73.3	74.1	74.8
						净利率(%)	19.5	14.1	15.8	16.9	16.9
						ROE(%)	11.6	9.3	11.5	14.8	17.4
						ROIC(%)	9.7	7.9	7.9	8.8	9.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	34.0	33.3	47.2	56.0	61.8
						流动比率	1.9	1.9	1.5	1.3	1.2
						速动比率	1.7	1.8	1.4	1.2	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
						应收账款周转率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
						应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
						估值比率					
						P/E	101.4	119.9	88.0	60.8	44.5
						P/B	11.9	11.3	10.3	9.1	7.9
						EV/EBITDA	98.3	102.2	83.3	56.4	40.3

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周新明、王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com