

# 麦迪科技 (603990)

 证券研究报告  
 2019年05月10日

## 专科临床信息化龙头，布局辅助生殖千亿蓝海市场

**国内临床专科信息化龙头企业。**麦迪科技是一家专注于医疗信息化和大健康领域的上市公司，主营产品包括专科临床系统和整体解决方案，经过十余年的发展，公司已成长为手麻等专科信息化龙头企业。截至2018年底，公司用户覆盖32省，超1400家医疗机构，其中，三甲医院400多家。18年公司实现营收2.84亿，同比增长5.8%，净利润0.55亿，同比增长7.7%。

**拟收购海口玛丽医院，布局辅助生殖千亿蓝海市场。**2019年1月28日，公司与海口玛丽医院签订《股份收购意向协议》，公司拟收购玛丽医院50%以上的股份，布局辅助生殖业务。辅助生殖是稀缺优质赛道，具备优良投资属性：**(1)需求端：**首先，行业空间大，2016年我国的不孕症人数达4770万人。其次，市场渗透率低，目前中国的辅助生殖市场渗透率仅为6.5%。在不孕率上升、二胎放开政策、辅助生殖认知度提高等因素的刺激下，我国辅助生殖千亿市场起航；**(2)供给端：**牌照严控，行业近乎处于半垄断状态。对公立医院而言，取得人工授精牌照需要4.5年，若要集齐人工授精、试管婴儿1、2、3代牌照共需10.5年。对于民营医院而言，牌照更为稀缺，截止2017年底国内具备民营辅助生殖的机构仅为41家。

**海南辅助生殖存量空间大，线上、线下结合开创行业新模式。**首先，海南辅助生殖市场存量空间广阔，试管婴儿按照均价4万/周期、平均每位患者2个周期计算，海南省存量市场可达到17.6-25.6亿元。其次，依托于信息化的手段，公司拟打造“1+2+3+4”的辅助生殖创新服务体系，率先尝试线上+线下新模式，通过辅助生殖互联网云平台，实现全国患者引流。

**临床信息化业务产品线拓展，新品放量打开成长空间。**公司手麻系统竞争力突出，客户超过1000家，处于龙头地位。随着产品向低线医院渗透，市场占有率进一步提升。公司积极横向拓展业务，重症监护系统及院前急救系统依已推向市场，我国重症监护系统潜在市场近40亿，院前急救系统前景广阔，产品放量有望驱动业绩高速增长。此外，公司与赛诺菲、神州数码等公司搭建心血管专科联盟，探索科研大数据分析平台建设与推广等业务，项目金额超1500万。联盟扩容有望继续带来院端订单，远期模式升级可期。

**投资建议：**(1)公司是国内临床信息化龙头企业，竞争优势突出，新品拓展打开市场空间，看好公司业务发展前景，首次覆盖给予“增持”评级；**(2)备考估值：**公司积极布局辅助生殖业务，有望实现一体双轮驱动模式。辅助生殖行业空间广阔、牌照稀缺，赛道优异。行业可比公司锦钦医疗2017年实现利润近1.99亿元，同比增长近100%，利润率高达30%，前景广阔。综合考虑，给予公司辅助生殖业务15亿估值；临床信息化业务方面，预计2019年实现利润0.72亿元，给予公司信息化业务38倍PE，对应市值27.36亿元。综合考虑，我们认为公司整体估值有望达到42.36亿元。

**风险提示：**辅助生殖、传统业务需求低于预期；因尽调未按时完成或被并购方/拟出让方有重大法律/财务等问题导致交易终止、交易内容发生变动、协议签署及审批的风险（具体协议事项以正式协议为准）。

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	42.8元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	80.63
流通A股股本(百万股)	60.27
A股总市值(百万元)	3,451.17
流通A股市值(百万元)	2,579.64
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	29.16
一年内最高/最低(元)	57.98/27.03

### 作者

**沈海兵** 分析师  
 SAC执业证书编号：S1110517030001  
 shenhaibing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	268.68	284.28	367.00	484.81	630.64
增长率(%)	11.65	5.80	29.10	32.10	30.08
EBITDA(百万元)	43.49	95.97	127.81	158.80	213.27
净利润(百万元)	51.11	55.48	72.07	97.88	128.44
增长率(%)	13.06	8.55	29.90	35.81	31.22
EPS(元/股)	0.63	0.69	0.89	1.21	1.59
市盈率(P/E)	67.52	62.21	47.89	35.26	26.87
市净率(P/B)	7.96	7.31	5.61	5.05	4.46
市销率(P/S)	12.84	12.14	9.40	7.12	5.47
EV/EBITDA	66.42	26.90	25.90	20.99	15.54

资料来源：wind，天风证券研究所

表 1: 人工授精与各代试管婴儿价格一览 .....	
表 2: 辅助生殖牌照申请条件 .....	1
表 3: 辅助生殖牌照申请流程 .....	1
表 4: 2017 年全国试管婴儿医院前十名 (按周期数) .....	1
表 5: 2017-2018 年 A 股上市公司投资辅助生殖行业重大交易情况 .....	1
表 6: 辅助生殖服务创业公司 .....	1
表 7: DoCare 临床医疗管理信息系统系列应用软件 .....	1
表 8: DoRicon 临床信息化整体解决方案 .....	1
图 1: 公司产品体系 .....	
图 2: 公司股权结构 .....	
图 3: 公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图 .....	
图 4: 营业收入及同比增速 .....	
图 5: 净利润及增速 .....	
图 6: 毛利率及净利润率 .....	
图 7: 公司研发支出占收入比重持续提升 .....	
图 8: 辅助生殖技术分类情况 .....	
图 9: 三类辅助生殖技术妊娠率对比图 .....	
图 10: 辅助生殖市场发展 3 大核心驱动力 .....	
图 11: 1990-2017 年平均初婚、初育年龄情况 .....	
图 12: 2000-2018 出生率情况 (‰) .....	
图 13: 二胎生育率 .....	
图 14: 近五年居民人均可支配收入及其增速情况 .....	
图 15: 海南省辅助医疗机构情况 .....	1
图 16: 公司产品布局 .....	1
图 17: Docare 手麻医疗信息系统 .....	1
图 18: 中国三级、二级、一级医院数目逐步增加 .....	1
图 19: 2006、2015 年我国 ICU 数量 .....	1
图 20: 2007-2017 年我国卫生机构和医院重症医学科床位数合计 .....	1
图 21: DoCare 重症辅诊临床信息系统 .....	1
图 22: 2011-2017 年我国急救中心数量 .....	1
图 23: DoCare 重症辅诊临床信息系统 .....	1
图 24: 2017 年心血管疾病患病人数 .....	1
图 25: 2015 年心血管疾病住院费用 .....	1
图 26: 可比公司估值 .....	1

## 图表目录

## 内容目录

1. 专注医疗信息化及大健康领域，临床专科信息化领域龙头企业 .....	5
1.1. 我国手麻专科临床信息化龙头企业 .....	5

1.2. 控股股东及其一致行动人持股 24.49%.....	5
1.3. 业绩稳健成长，研发投入持续加大 .....	6
<b>2. 拟收购海口玛丽医院，布局千亿辅助生殖蓝海市场.....</b>	<b>7</b>
2.1. 拟收购海口玛丽医院，布局千亿辅助生殖市场 .....	7
2.2. 多因素促进辅助生殖行业发展，千亿蓝海爆发在即 .....	8
2.2.1. 刚性需求推动辅助生殖产业发展 .....	8
2.2.2. 辅助生殖服务可负担性日趋提升 .....	9
2.3. 牌照严控，辅生殖机构下游近乎处于半垄断状态 .....	10
2.3.1. 辅助生殖服务获投资机构青睐 .....	10
2.3.2. 辅助生殖服务获投资机构青睐 .....	11
2.4. 海南省市场渗透率低，线上+线下模式有望成为行业新模式 .....	12
<b>3. 信息化横纵向拓展，新品放量打开成长空间.....</b>	<b>13</b>
3.1. 临床管理系统龙头，产品延伸+渗透率提升打开成长空间 .....	13
3.1.1. 麻醉临床系统行业龙头，渗透率提升打开成长空间 .....	14
3.1.2. 重症监护系统前景广阔，公司业务已具规模 .....	15
3.1.3. 院前急救相关产品已推出，新品放量有望驱动业绩成长 .....	15
3.2. 搭建心血管专科联盟，线上+线下模式有望成为行业新模式 .....	16
<b>4. 估值分析.....</b>	<b>17</b>
<b>5. 风险提示.....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1：公司产品体系 .....	5
图 2：公司股权结构 .....	5
图 3：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图 .....	6
图 4：营业收入及同比增速 .....	6
图 5：净利润及增速 .....	6
图 6：毛利率及净利率 .....	6
图 7：公司研发支出占收入比重持续提升 .....	6
图 8：辅助生殖技术分类情况 .....	7
图 9：三类辅助生殖技术妊娠率对比图 .....	7
图 10：辅助生殖市场发展 3 大核心驱动力 .....	8
图 11：1990-2017 年平均初婚、初育年龄情况 .....	8
图 12：2000-2018 出生率情况（‰） .....	8
图 13：二胎生育率 .....	9
图 14：近五年居民人均可支配收入及其增速情况 .....	9
图 15：海南省辅助医疗机构情况 .....	12
图 16：公司产品布局 .....	13
图 17：Docare 手麻医疗信息系统 .....	14

图 18: 中国三级、二级、一级医院数目逐步增加 .....	14
图 19: 2006、2015 年我国 ICU 数量 .....	15
图 20: 2007-2017 年我国卫生机构和医院重症医学科床位数合计 .....	15
图 21: DoCare 重症辅诊临床信息系统 .....	15
图 22: 2011-2017 年我国急救中心数量 .....	16
图 23: DoCare 重症辅诊临床信息系统 .....	16
图 24: 2017 年心血管疾病患病人数 .....	17
图 25: 2015 年心血管疾病住院费用 .....	17
图 26: 可比公司估值 .....	17
表 1: 人工授精与各代试管婴儿价格一览 .....	9
表 2: 辅助生殖牌照申请条件 .....	10
表 3: 辅助生殖牌照申请流程 .....	10
表 4: 2017 年全国试管婴儿医院前十名 (按周期数) .....	10
表 5: 2017-2018 年 A 股上市公司投资辅助生殖行业重大交易情况 .....	11
表 6: 辅助生殖服务创业公司 .....	11
表 7: DoCare 临床医疗管理信息系统系列应用软件 .....	13
表 8: DoRicon 临床信息化整体解决方案 .....	13

## 1. 专注医疗信息化及大健康领域，临床专科信息化领域龙头企业

### 1.1. 我国手麻专科临床信息化龙头企业

麦迪科技是一家专注于医疗信息化和大健康领域的公司，历经十余年的发展，公司成长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：DoCare 系列临床信息系统和 DoRicon 解决方案。其中，DoCare 系列包括麻醉临床信息系统、重症监护（ICU）临床信息系统、手术医疗行为管理系统、急诊临床信息系统、院前急救临床信息系统。解决方案包括主要包括 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。两种产品贯穿围手术期、急诊急救、急危重症、区域医疗协同等领域。公司的主要客户为医疗机构。经过多年的积累，截至 2018 年 12 月末，公司终端用户已覆盖全国 32 个省份，超过 1,400 家医疗机构，其中三级甲等医院 400 多家，是临床信息化细分领域的龙头厂商。

图 1：公司产品体系

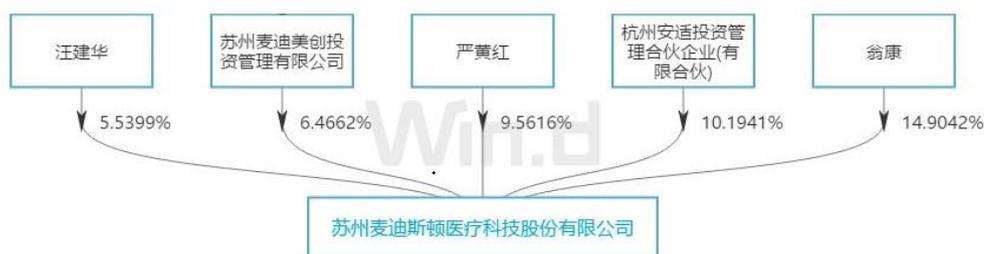


资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 1.2. 控股股东及其一致行动人持股 24.49%

公司目前前五大股东分别为翁康先生、杭州安适投资、严黄红女士、苏州麦迪美创投资、汪建华先生，所占股份占比分别为 14.90%、10.19%、9.56%、6.47%、6.41%和 5.54%。其中翁康先生为公司控股股东、实际控制人。

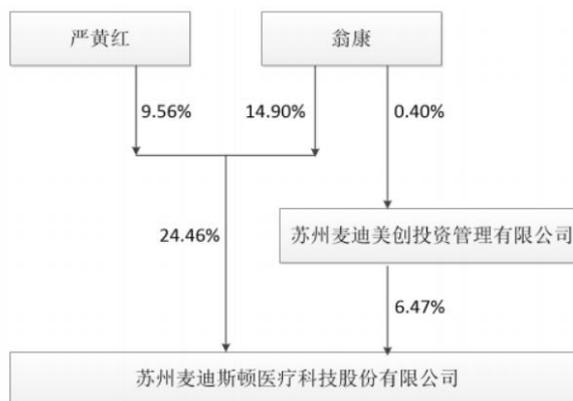
图 2：公司股权结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

控股股东翁康先生持有苏州麦迪美创投资管理有限公司 0.40%股份，直接及间接持有公司股份合计比例为 14.90%。严黄红为控股股东的一致行动人，直接持有公司 9.56%的股份，控股股东及其一致行动人合计持有公司的股份比例 24.46%。

图 3：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公司年报、天风证券研究所

### 1.3. 业绩稳健成长，研发投入持续加大

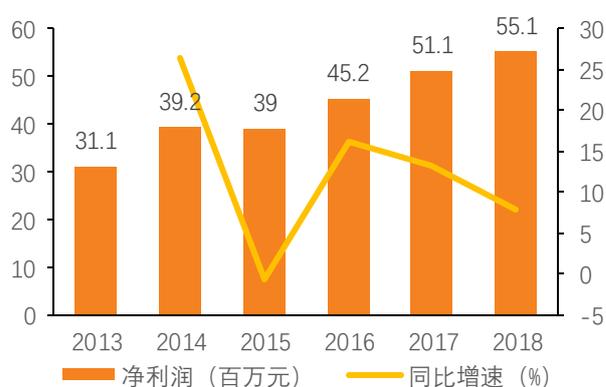
公司经营稳健，生产经营持续保持良好的态势。2018 年公司实现营业收入 2.84 亿元，同比 2017 年增长 5.8%，2018 年净利润达到 0.55 亿元，同比增长 7.7%。近三年，公司毛利率和净利润率保持稳定增长，其中毛利率由 2016 年的 68.8% 增至 2018 年的 74.5%。净利润率由 18.8% 增至 19.4%。公司重视研发投入，研发费用率持续高增。

图 4：营业收入及同比增速



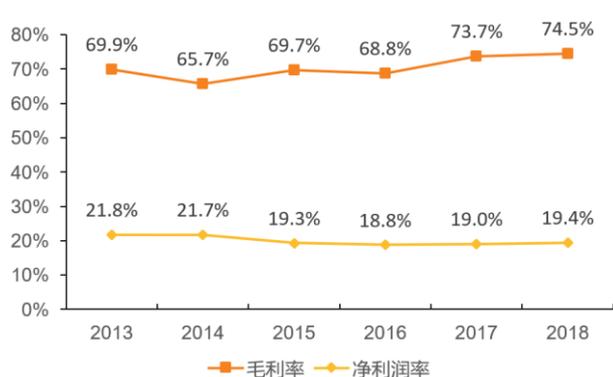
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：净利润及增速



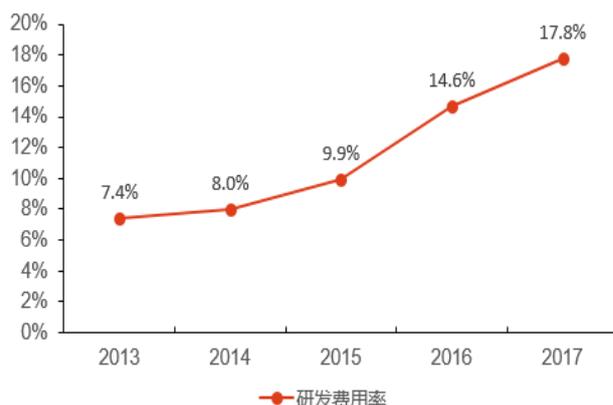
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：毛利率及净利润率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司研发支出占收入比重持续提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 拟收购海口玛丽医院，布局千亿辅助生殖蓝海市场

### 2.1. 拟收购海口玛丽医院，布局千亿辅助生殖市场

2019年1月28日，麦迪科技与海口玛丽医院有限公司签订《股份收购意向协议》，公司拟收购玛丽医院50%以上的股份。海口玛丽医院生殖医学中心是海南省卫计委批准开展试管婴儿辅助生殖技术、不孕不育科室的专科医院，重点开设试管婴儿辅助生殖技术、不孕不育科室等业务。

辅助生殖指采用医疗辅助手段使不育夫妇妊娠的技术，可分为人工授精、体外受精-胚胎移植（简称“试管婴儿”）、配子移植及其他新技术。目前运用的最广泛的技术为人工授精与试管婴儿。

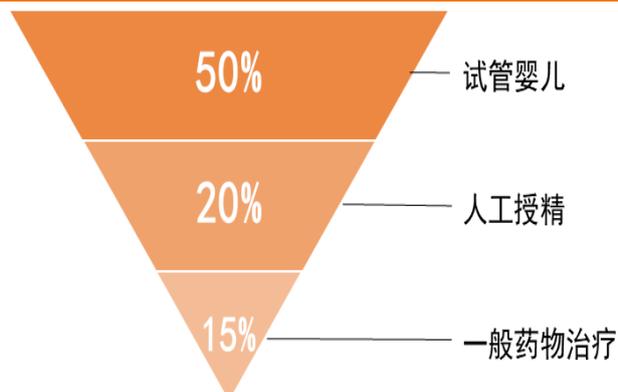
以如今的科技发展情况来看，试管婴儿、人工授精、一般药物治疗的怀孕率以试管婴儿为首，成功率可达50%，人工授精成功率和一般药物治疗的成功率较低，分别为20%、15%。

图 8：辅助生殖技术分类情况



资料来源：微医贝联辅助生殖研究院，天风证券研究所

图 9：三类辅助生殖技术妊娠率对比图

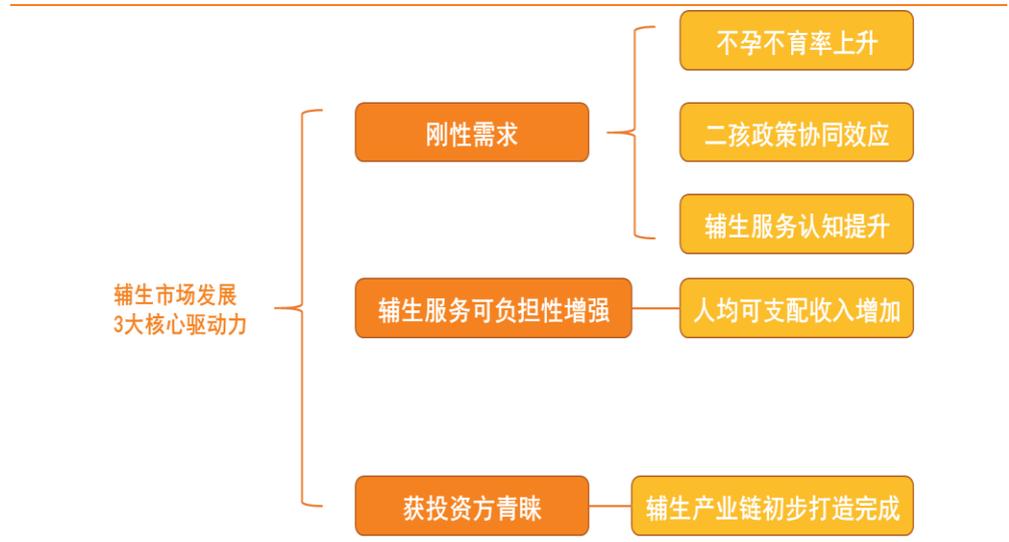


资料来源：好大夫在线，天风证券研究所

## 2.2. 多因素促进辅助生殖行业发展，千亿蓝海爆发在即

近年来，中国辅助生殖服务市场增速明显，主要有三大核心驱动力：刚性需求推动辅助生殖产业发展、辅助生殖服务可负担性日趋提升、辅助生殖服务获投资机构青睐。

图 10：辅助生殖市场发展 3 大核心驱动力



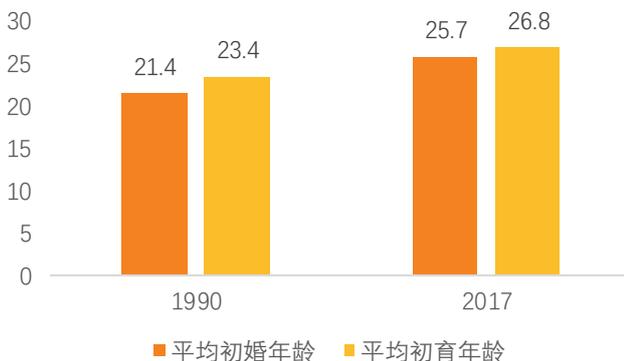
资料来源：弗若斯特沙利文分析，天风证券研究所

### 2.2.1. 刚性需求推动辅助生殖产业发展

首先，**不孕率上涨催生刚性需求**。1990 年至 2017 年中国平均初婚年龄由 21.4 岁上升至 25.7 岁，平均初育年龄由 23.4 岁上升至 26.8 岁。与此同时，15-49 岁育龄妇女人数连年上涨，然而 2000 至 2018 年出生率却呈下降趋势，2018 年的出生率仅为 10.94%。2017 年不孕率已达到 15.5%。

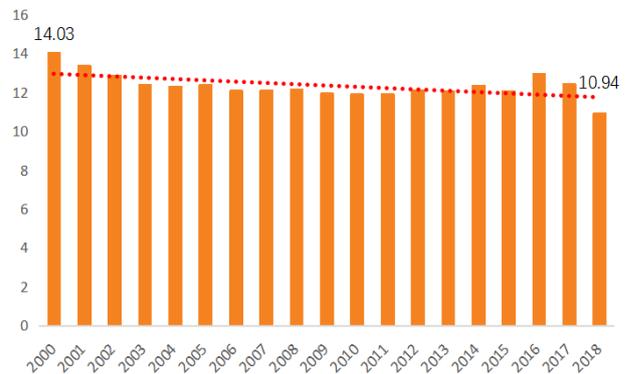
随着不孕率的上涨，2017 年中国约有 52.7 万名患者接受辅助生殖服务，且预期将于 2023 年增长至 95.6 万名，复合年增长率为 10.4%。由此可见，不孕不育率的上涨推动了辅助生殖市场的发展。

图 11：1990-2017 年平均初婚、初育年龄情况



资料来源：动脉网，天风证券研究所

图 12：2000-2018 出生率情况 (%)

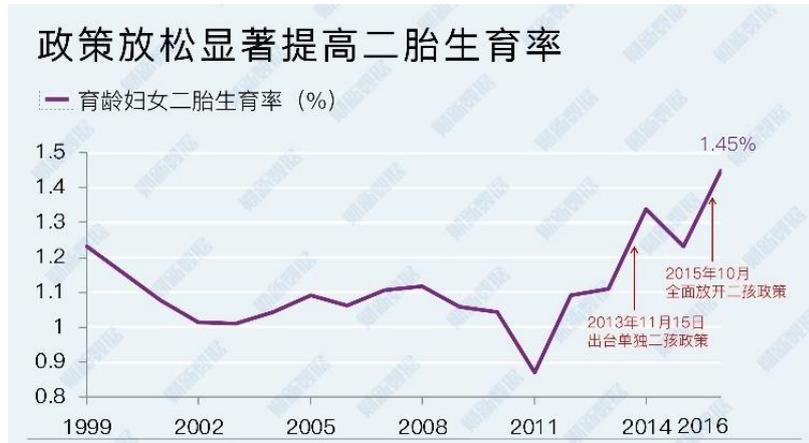


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

其次，**国家二孩政策亦是驱动力之一**。2013 年“单独二孩”政策开始，随后各地陆续推出相关政策；2016 年，我国“全面二孩”正式到来；2017 年国家卫计委副主任王培安甚至表示可能探讨鼓励二孩的财政激励措施的可能性。从单独二孩到全面开放仅用了四年，也体现了我国人口老龄化问题迫在眉睫。目前人口结构老龄化、生育率低的危害短期也许较不明显，但是长期将会面临诸多危机，如养老金系统入不敷出，未来劳动力人口下降，国家经济状况恶化等。

二孩政策的全面开放也为失独家庭带来了转机，并且此类家庭往往年龄较大，需要辅助生殖机构介入。二孩政策为辅助生殖机构带来的影响也许并非直接的，但其长期协同作用会为该行业带来新的机遇。

图 13：二胎生育率



资料来源：国家统计局、财联社，天风证券研究所

第三，对辅助生殖服务认知提升。近年来我国居民生活水平改善，辅助生殖服务的认识和使用也逐步提升。然而，目前中国的辅助生殖市场渗透率仅为 6.5%。根据弗若斯特沙利文分析显示，2017 年不孕率为 15.5%，预计 2023 年将会上升至 18.1%；在中国，不孕症夫妇数量约有 4770 万对。以 6.5% 的渗透率进行测算，中国约有 4460 万个家庭缺乏对辅助生殖的了解。由此可见，辅助生殖市场发展前景广阔。

### 2.2.2. 辅助生殖服务可负担性日趋提升

人均可支配收入逐年上升，辅生服务不再难以企及。2013 年至 2018 年我国人均可支配收入由 18310.76 元增长至 28228 元，每年增速不低于 8%。此外，目前国内辅助生殖服务定价大致为：单个周期人工授精总费用为 0.8-1.2 万元；一代、二代、三代试管婴儿总费用分别为 2.5-3 万元、4-5 万元、8-10 万元。辅助生殖服务不再是遥不可及的高端消费，物质条件的改善让更多患者能够承担辅生服务价格。因此，居民收入水平的提升也是辅助生殖市场发展的驱动力之一。

图 14：近五年居民人均可支配收入及其增速情况



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

表 1：人工授精与各代试管婴儿价格一览

项目名称	总费用 (万元/周期)	前期检查费用 (万元/周期)
人工授精	0.8-1.2	0.6

一代试管婴儿	2.5-3	0.8
二代试管婴儿	4-5	0.8-1
三代试管婴儿	8-10	1.5-2

资料来源：医业观察，天风证券研究所

## 2.3. 牌照严控，辅生殖机构下游近乎处于半垄断状态

### 2.3.1. 辅助生殖服务获投资机构青睐

**辅助生殖牌照申请条件严、周期长。**申请辅生牌照可分为三条路径：第一条，从零开始组建，最短的周期为：执业3年获得三级医院资格；半年通过论证、评审环节；一年通过试运行环节；正式运营一年后开始申请1、2代试管婴儿资质；运行5年后申请3代试管婴儿资质；仅仅获得人工授精牌照就需要4.5年，如果想要集齐人工授精、试管婴儿1、2、3代牌照共需要10.5年。如此长的申请周期让投资机构很难从零开始组建。因而，大部分机构都选择与公立医院进行合作，帮助其获得牌照。

与公立医院合作的第二条路径优势在于公立医院牌照申请相对容易，且公立医院本身有着流量基础；缺点在于投资机构并不拥有牌照与核心资源。

**第三条路径为收购民营医院牌照。该路径的优势非常清晰：直接获得牌照、投入期短，但是要求前期投入大并且民营牌照数量极为稀少。**截至2017年国内拥有牌照的民营医院仅有41家，至2016年底我国共有三甲医院约776家，获试管婴儿牌照的医院占比42.1%，共有民营医院数量约15800家，获试管婴儿牌照的民营医院占比不到0.3%。2017年国内试管婴儿医院按周期数排名前十的机构中，仅有两家为民营机构。我国的辅生医疗服务机构仍处于以公立医院为主的局面。因此该条路径适合资本雄厚的且希望快速进入该领域的投资机构。

表 2：辅助生殖牌照申请条件

序号	条件
1	至少正式执业三年以上的三甲医院；
2	有承担服务区域内急危重症和疑难疾病诊疗的设施设备、技术梯队与处置能力；
3	专业技术水平与质量处于本省前列，有省级临床质控中心或重点专科；
4	在医院执业的卫生技术人员全部具有职业资格，临床科室主任基本具有正高职称；
5	具备开展临床医学教育工作的资质；
6	具备开展科研工作的资质。

资料来源：新三板智库，天风证券研究所

表 3：辅助生殖牌照申请流程

环节	条件
1.论证、评审	省卫计委组织专家论证；场地建设、人员培训完成后（半年至一年内），由国家卫计委专家组评审；
2.试运行	评审通过后，试运行一年；国家卫计委专家对试运行复评，通过后正式运行；
3.申请1、2代试管婴儿资质	人工授精正式运行满1年后才能申请试管婴儿资质；
4.申请3代试管婴儿资质	至少实施1、2代技术满5年
5.校验	每2年进行一次校验，不通过即被暂停。

资料来源：新三板智库，天风证券研究所

表 4：2017年全国试管婴儿医院前十名（按周期数）

排名	医院名称	公立/民营	IVF 周期数	妊娠率
----	------	-------	---------	-----

1	中信湘雅生殖与遗传专科医院	公	36,000	60%+
2	爱维艾夫医疗集团	民	16,600	63.32%
3	北京大学第三医院	公	16,000	-
4	成都市锦江区妇幼保健院	民	12,000	79.31%
5	山东大学附属生殖医院	公	10,000	55%+
6	郑州大学第一附属医院	公	9,000	55%+
7	陕西省妇幼保健院	公	9,000	62%
8	广医三院生殖中心	公	8,600	55%+
9	重庆妇幼保健院	公	7,000	60%+
10	上海交通大学医学院附属第九人民医院	公	6,500	49%

资料来源: CNIVF.net, 创瓏资本, 天风证券研究所

### 2.3.2. 辅助生殖服务获投资机构青睐

**各大资本早早布局辅助生殖领域。**最具前瞻性的中信早已布局辅助生殖领域，试管婴儿医院国内排名第一的中信湘雅生殖与遗传专科医院即为中信投资，中信湘雅 2017 年试管婴儿治疗周期达到 36000 个，是第二名爱维艾夫医疗集团的 2.17 倍，且其成功率高达 60%。另外诸如复星医药、康芝药业、思创医惠等也发力辅生领域，其吸引力可见一斑。

**将辅助生殖纳入主营业务成为发展重点。**除了上文提到的公司以外，通策医疗也是一家将辅生纳入自家版图的代表性公司。通策医疗是一家大型医院投资管理集团，其主营业务为口腔领域，截至 2018 年，通策医疗拥有不同规模的专科医院及医疗网点共 30 家。其转型始于 2011 年，通策医疗由原来的单一口腔转向全方面专业医疗服务，其与昆明市妇幼保健院达成战略合作协议，开始在生殖中心建设上进行专项合作。

下表为近年来辅助生殖服务创业公司一览，可以看到不论是上游的辅生药物/器械、中游的服务商还是下游的辅生医疗服务机构，**整个辅生产业链均已初步打造完成**。资金的涌入有助于引进先进技术，吸引精尖人才乃至建立辅生服务集团，推动辅助生殖市场的发展。

表 5: 2017-2018 年 A 股上市公司投资辅助生殖行业重大交易情况

投资方	标的	标的公司净利润	投资金额 (亿元)	整体估值 (亿元)
华平集团	增资, 西囡 10%股权	1.67	3.33	30 (投前)
华平集团	增资, 成都锦德 10%股权	0.79	0.94	8.43 (投前)
复星医药	深圳恒生医院 60%股权	0.4	9.10	15.15
康芝药业	云南九州医院 51%股权	0.07	3.21	6.29
思创医惠	新疆佳音医院 2.84%股权	0.21	0.20	7.23

资料来源: 卫计委, 杏林资本, 天风证券研究所

表 6: 辅助生殖服务创业公司

公司名称	成立时间	主营业务	最新融资时间	融资情况	投资方
爱丁优生助孕	2013 年	备孕助孕服务	2016 年 12 月	A 轮数千万元	通和资本等
孕立佳	2013 年	精准医学备孕	-	-	-
梦美生命	2013 年	跨境试管婴儿服务	2019 年 3 月	A 轮 1 亿元	鼎晖投资等
趣孕	2014 年	备孕服务	2016 年 2 月	A 轮 6000 万元	蓝驰创投等
疯狂造人	2014 年	备孕社区	-	-	-
好孕帮	2014 年	生殖专科连锁	2018 年 12 月	4000 万元	博行资本等
微医贝联	2014 年	互联网生殖服务	-	-	-
优孕行	2015 年	跨境试管婴儿服务	-	-	-
贝贝壳	2015 年	互联网生殖服务	2018 年 11 月	战略投资	微医贝联
大咖助孕	2015 年	辅助生殖医生集团	2017 年 10 月	Pre-A 轮数千万元	约印医疗基金
备孕帮	2015 年	试管婴儿服务	-	-	-
易孕帮	2016 年	不孕不育医生集团	-	天使轮 300 万元	-
51 好孕	2016 年	辅助生殖保险	-	-	前海红森等
蓝色宝贝	2017 年	海外辅助生殖	-	D 轮 1 亿美元	鼎晖投资领投

资料来源: 亿欧, 天风证券研究所

## 2.4. 海南省市场渗透率低，线上+线下模式有望成为行业新模式

海南省潜在辅生服务需求人数远超现有数据。根据《海南省人类辅助生殖技术配置规划（2016-2020年）》显示，不孕症患者中约70-80%的患者可通过生活方式指导、药物治疗等干预措施获得妊娠，另有约20%的不孕夫妇需要借助辅助生殖技术进行治疗。2017年海南省人口为926万人，已婚育龄夫妇近160万对。据此推算，大约有11-16万家庭有不孕不育问题，其中大约2.2-3.2万对夫妇有潜在辅生服务需求。

图 15：海南省辅助医疗机构情况

海南省 (7家)	1	海南医学院第一附属医院	海口市龙华路 31号	夫精人工授精技术	正式运行
				供精人工授精技术	正式运行
				常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
				卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
	2	海南和京生殖医院	海南省海口市 龙华区海秀中 路119号	夫精人工授精技术	正式运行
				常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
				卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
	3	海南医学院第二附属医院	海口市白水塘 路48号	夫精人工授精技术	正式运行
				常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
				卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
	4	海口玛丽医院	海南省海口市 蓝天路7号	夫精人工授精技术	正式运行
				常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
				卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
	5	海南省妇幼保健院	海口市龙昆南 路15号	夫精人工授精技术	正式运行
常规体外受精-胚胎移植技术				正式运行	
卵胞浆内单精子显微注射技术				正式运行	
6	海南现代妇女儿童医院	海南省海口市 琼山区琼州大 道18-1号	夫精人工授精技术	试运行	
			常规体外受精-胚胎移植技术	试运行	
7	琼海市中医院	海南省琼海市 加积镇跃华路	夫精人工授精技术	试运行	
			常规体外受精-胚胎移植技术	试运行	
			卵胞浆内单精子显微注射技术	试运行	

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

与此同时，截至2016年年底，海南省手握辅生牌照的医院共7家，全省辅助生殖机构的治疗患者数从2009年的1954人次增加到2015年的5482人次，远远少于测算结果，海南省辅生机构尚不能满足省内患者需求。

**海南省内潜在辅生市场份额超十亿，前景广阔。**1、2、3代试管婴儿的平均价格在4万元/周期，以平均每位患者2个周期即总费用8万元为前提，保守估计，海南省的辅助生殖市场可达到17.6-25.6亿元的存量市场。

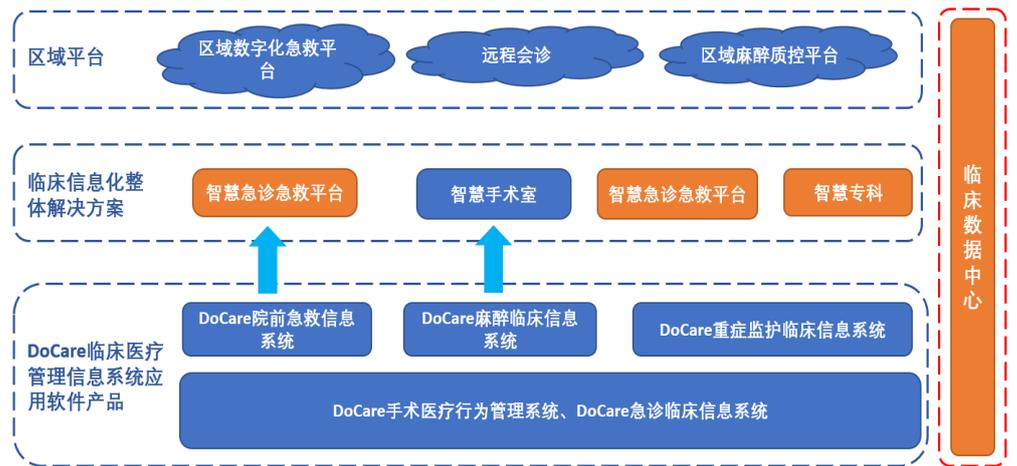
**麦迪科技打造辅助生殖线上+线下新模式，有望实现全国患者引流。**根据麦迪科技2018年年报显示，公司拟打造“1+2+3+4”的辅助生殖创新服务体系，即一个平台——辅助生殖互联网云平台；二个中心——辅助生殖大数据和AI应用服务中心；三个产品系列——辅助生殖科室信息化解决方案、辅助生殖互联网医院、辅助生殖互联网医联体；四个实体业态——备孕门诊、生殖门诊、国内辅助生殖医疗机构、海外辅助生殖诊所。公司将以一个平台为汇集纽带，两个中心为数据支撑，三个产品系列为线上管道，四个实体业态为物理载体，打通辅助生殖全产业链，实现线上线下的医联体运营模式，创新性的构建生殖健康生态体系，形成公司新的增长极。通过辅助生殖互联网云平台，患者可轻松查看全国生殖中心信息，加上玛丽医院内嵌宣传，有望实现全国患者引流。

### 3. 信息化横纵向拓展，新品放量打开成长空间

#### 3.1. 临床管理系统龙头，产品延伸+渗透率提升打开成长空间

公司核心产品包括 DoCare 系列临床信息系统和 DoRicon 解决方案两大类。其中，DoCare 系列包括麻醉临床信息系统、重症监护（ICU）临床信息系统、手术医疗行为管理系统、急诊临床信息系统、院前急救临床信息系统。解决方案包括主要包括 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 and Doricon 数字化急诊急救平台整体解决方案。两种产品贯穿围手术期、急诊急救、急危重症、区域医疗协同等领域。

图 16：公司产品布局



橘红色色块是公司2016年11月正在研发和大力发展的产品/整体解决方案

资料来源：招股说明书、公司年报，天风证券研究所

表 7：DoCare 临床医疗管理信息系统系列应用软件

产品系统名称	产品介绍
DoCare 麻醉临床信息系统	信息集成共享平台、广谱设备集成共享平台
DoCare 重症监护临床信息系统	DoCare 重症监护临床信息系统、DoCare 重症辅诊临床信息系统、DoCare 重症移动应用
DoCare 手术医疗行为管理系统	基于物联网RFID 技术,实现了医护人员手术安全准入管理,手术衣及手术鞋智能发放、回收及追溯,建立了手术资源和人员行为的智能化管理体系,最大程度确保了手术室安全及高效运营。
DoCare 急诊临床信息系统	覆盖了从院前急救、预检分诊、急诊抢救、急诊留观、急诊手术室、急诊 ICU 至患者转归的全流程管理,形成以分诊导诊为指引,以患者行为跟踪为核心的闭环管理,建立结构化快速电子病历。
DoCare 院前急救临床信息系统	可为客户提供全面的数字化信息统一服务平台。其中的区域数字化急救平台以建立区域急救资源共享为目标,通过构建救护车、120 急救中心、急诊医院三位一体数据交换协同平台。

资料来源：公司官网、天风证券研究所

表 8：DoRicon 临床信息化整体解决方案

产品系统名称	产品介绍
智慧手术室	示教手术室、示教室、麻醉临床信息系统、数字化手术室、复苏室、中央监控室、手术公告、谈话间、主任办公室、家属等候区、衣鞋管理、进入识别
智慧重症医学中心	ICU 探视室、ICU 移动查房、ICU 床边护士站、医生办公室、远程 e-ICU 中心、主任办公室

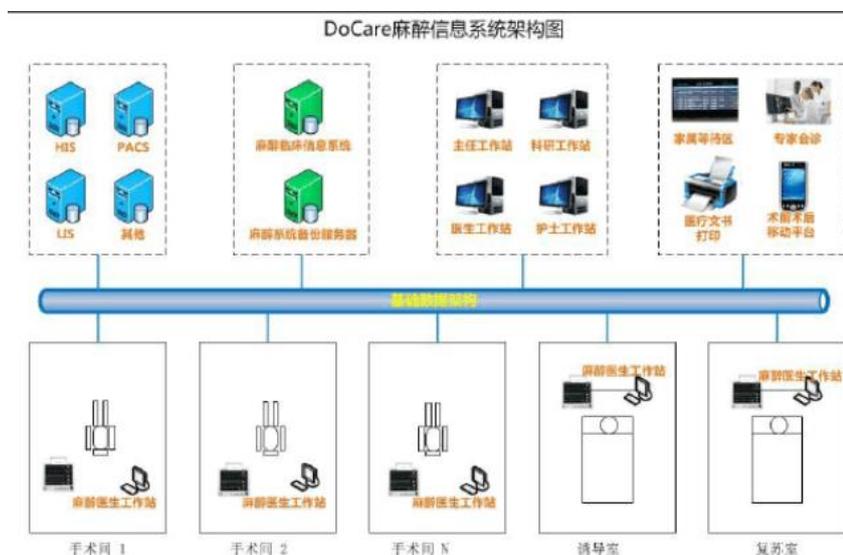
**智慧急诊急救平台** 院前急救、抢救室、监控/分诊、创伤中心、医生办公室、胸痛中心、留观、急诊 ICU  
**智慧专科** 血液净化系统、供应室管理信息系统、临床路径信息系统、移动护理信息系统

资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 3.1.1. 麻醉临床系统行业龙头，渗透率提升打开成长空间

**手术麻醉临床信息系统行业龙头，渗透率提升打开成长空间。**Docare 麻醉临床信息系统主要以服务围术期临床业务工作的开展为核心，为医护人员、业务管理人员、院级领导提供流程化、信息化、自动化、智能化的临床业务综合管理平台。DoCare 麻醉临床信息系统的广谱设备采集平台运用业内领先的设备数据采集技术：自动采集监护仪、麻醉机、呼吸机、血气分析仪等诊疗设备的数据，采集设备不受厂家、型号限制，建立统一的设备数据平台，大幅减少麻醉医生工作量及开展麻醉科研打下了坚实的基础，具备突出的竞争优势。

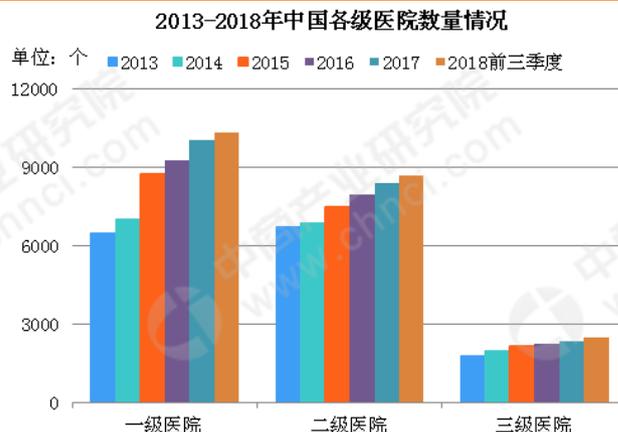
图 17：Docare 手麻医疗信息系统



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**渗透率提升打开成长空间。**公司手麻医疗信息系统竞争力突出，2017 年公司手麻客户超过 1120 家，处于行业龙头地位。据中商产业情报网数据，截止 2018 年 9 月 30 日，全国共有一级医院、二级医院、三级医院分别为 10323 个、8714 个、2460 个。相较于巨大的存量市场，公司产品还有进一步下沉空间。未来随着二级、一级医院的发展，公司产品有望继续渗透，市占率进一步提升。

图 18：中国三级、二级、一级医院数目逐步增加



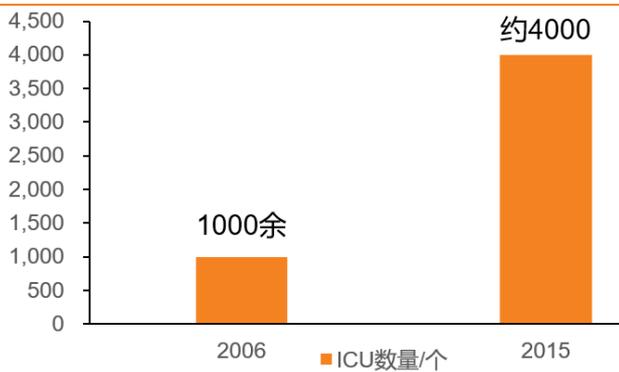
资料来源：中商情报网、天风证券研究所

### 3.1.2. 重症监护系统前景广阔，公司业务已具规模

我国大中型医疗机构已经建成了具备基本功能的 HIS 系统和 PACS、RIS、LIS 等基础 CIS 系统，临床医疗管理信息系统建设开始向手术室和 ICU 等诊疗行为更为密集科室延伸。对医院来说，重症患者的临床信息量巨大，且监测项目和采样频率要远远高于普通患者，重症医学管理的信息化、数据化和智能化势在必行。公司的重症监护（ICU）临床信息系统结合重症辅诊临床系统和重症移动应用可为客户提供流程化、信息化、自动化、智能化的临床业务综合管理平台，实现 ICU 的高效采集和便携利用。相关统计显示采用临床信息系统 CIS 的 ICU 患者病死率降低 26.7%住院日缩短 16%，平均住院费用降低 25%。截止 2017 年 9 月，公司 ICU 客户数为 450 多家。

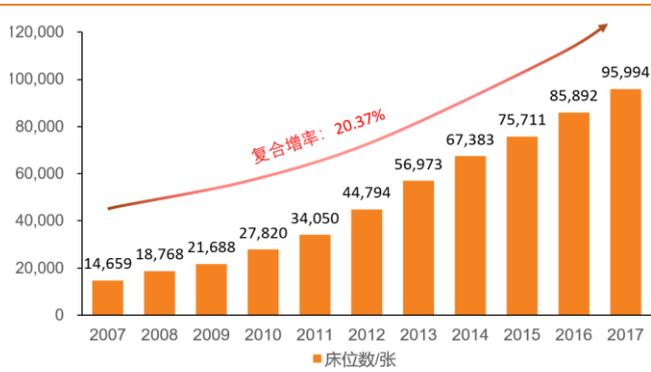
**重症监护系统市场潜在规模近 40 亿元。**根据中华医学会重症医学分会第三次全国 ICU 普查结果显示：截止 2015 年全国已设置重症科的二级甲等及以上医院总数为 3308 个，ICU 数量为 10074 个。重症医学科的数量由 2006 年的 1000 多家增加到 2015 年的近 4000 家。重症医学科的数量也一直保持持续的增长。据国家卫计委相关数据，2007 年到 2017 年，我国卫生机构和医院的重症医学科床位数年复合增长率达 20.37%。其中 2017 年床位数为 95994 张，若按每张床信息化保守估计 4 万元计算，潜在的市场规模可达 38.40 亿元。

图 19：2006、2015 年我国 ICU 数量



资料来源：中华医学会重症医学分会、天风证券研究所

图 20：2007-2017 年我国卫生机构和医院重症医学科床位数合计



资料来源：Wind、国家卫计委、天风证券研究所

公司 DoCare 重症监护临床信息系统遵循以“患者为中心、服务于临床”的宗旨，提供流程化、信息化、自动化、智能化的临床业务综合管理平台，提供桌面端和移动端两大系统能够显著提高医院管理水平、规范医疗行为、提高工作效率、改善医疗服务质量。截止 2017 年，公司 DoCare 重症监护临床信息系统已经落地超过 400 家医院，随着公司业务的铺开，产品有望进一步壮大，驱动公司业绩高成长。

图 21：DoCare 重症辅诊临床信息系统



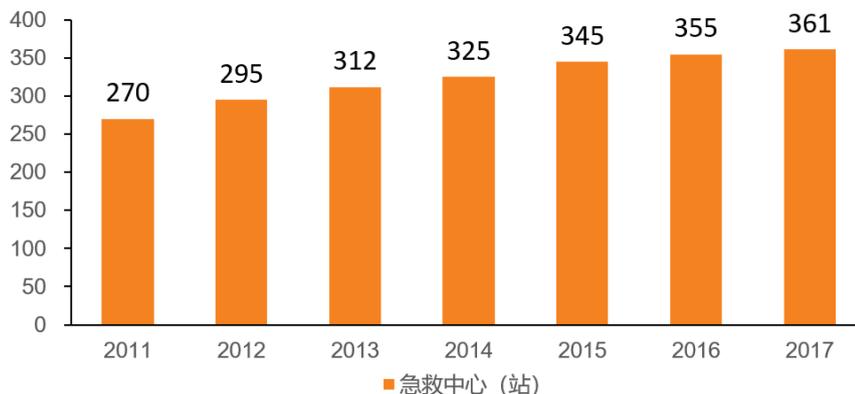
资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 3.1.3. 院前急救相关产品已推出，新品放量有望驱动业绩成长

公司的院前急救临床信息系统是在以患者信息共享的基础上，借助超媒体病历为医院和患者提供全面的数字化信息统一服务平台。从 120 急救角度看，截止 2017 年我国共有 361 个急救中心，6500 辆急救车。根据要求，每个急救中心应按照每 5 万人口配置 1 辆急救车，按全国 13 亿人口计算，全国急救中心数量将要超过 1300 家，急救车约 26000 辆。如若按

照一个急救中心含 1 家中心医院及 20 辆急救车的信息化投入约 500 万估算，中国急救中心信息化改造的市场规模约 65 亿元。

图 22：2011-2017 年我国急救中心数量



资料来源：Wind、国家卫计委，天风证券研究所

公司 DoCare 急诊临床信息系统覆盖了从院前急救、预检分诊、急诊抢救、急诊留观、急诊手术室、急诊 ICU 至患者转归的全流程管理，形成以分诊导诊为指引，以患者行为跟踪为核心的闭环管理，建立结构化快速电子病历。系统通过对预检分诊、抢救、留观环节的数据采集，形成专科特色的质控分析。同时，院前院内系统协同，实现诊疗前置，在急救车上完成对患者的诊断，提升资源效率。

图 23：DoCare 重症辅诊临床信息系统



资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 3.2. 搭建心血管专科联盟，线上+线下模式有望成为行业新模式

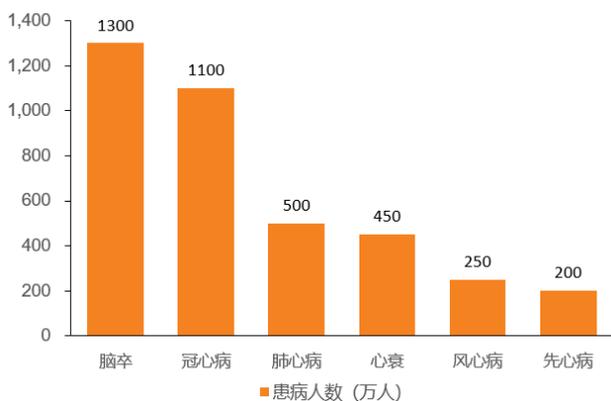
2019 年 3 月 25 日，麦迪科技收到由神州医疗签发的“心血管信息化研究平台建设及临床决策辅助诊疗系统优化项目”的中标项目。该项目是由中国心血管健康联盟发起，赛诺菲（中国）协办，而神州医疗则为项目的总承包商。麦迪科技将携手神州医疗共同合作医院数据集成、科研大数据分析平台建设与推广、基于知识和规则的 CDSS 专业版研发等模块。该项目的中标金额为 1507.52 万元人民币，约占公司 2017 年营业收入的 5.61%，将对公司项目实施年度的经营业绩产生一定程度的积极影响。

中国心血管健康联盟是在由国家卫生计生委医院管理研究所、中国医师协会、中国医药创新促进会、心血管健康（苏州工业园区）研究院共同发起的，旨在通过各方力量，创建心血管领域的合作互动平台，共同促进心血管健康事业的发展。

据国家心血管病中心发布的《中国心血管病报告 2017》显示：中国心血管病患病率处于持续上升阶段，推算出的患病人数约 2.9 亿人。其中脑卒中 1300 万，冠心病 1100 万，肺心病 500 万，心衰 450 万，风心病 250 万，先心病 200 万。2015 年心血管病死亡率居首位，高于肿瘤及其他疾病，且农村心血管病的死亡率从 2009 年期超过并持续高于城市水平。2015 年心血管疾病的住院费用中，急性心肌梗塞为 153.40 亿元，颅内出血为 231.99 亿元，

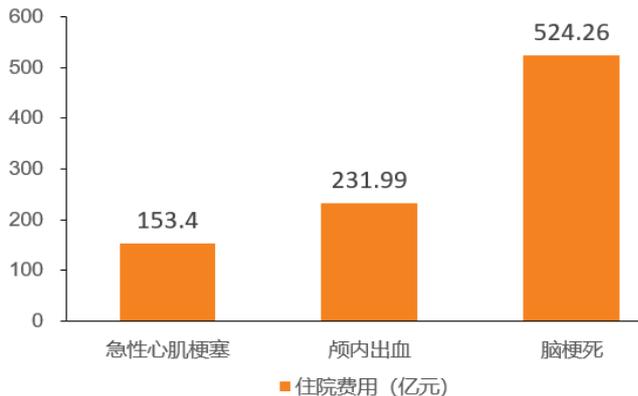
脑梗死为 524.26 亿元，属于高发大病种。

图 24：2017 年心血管疾病患病人数



资料来源：中国心血管病报告 2017、天风证券研究所

图 25：2015 年心血管疾病住院费用



资料来源：中国心血管病报告 2017、天风证券研究所

公司与神州医疗、赛诺菲及中国心血管健康联盟的合作将通过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，实现心血管领域医疗效率和诊疗水平质的提升。此外，在该项目建设期间和完成后，公司还可与合作方进行新的运营方式上的探索，商业模式升级值得期待。

## 4. 估值分析

（1）公司是国内临床信息化龙头企业，竞争优势突出，新品拓展打开市场空间，看好公司业务发展前景，首次覆盖给予“增持”评级；

（2）**备考估值：**公司积极布局辅助生殖业务，有望实现一体双轮驱动模式。辅助生殖业务方面，行业空间广阔、牌照稀缺，赛道属性优异。同时，公司线上+线下的新模式有望在业内率先落地。行业可比公司锦钦医疗 2017 年实现利润近 1.99 亿元，同比增长近 100%，利润率高达 30%，前景广阔。综合考虑，给予公司辅助生殖业务 15 亿估值；临床信息化业务方面，预计 2019 年实现利润 0.72 亿元，给予公司信息化业务 38 倍 PE，对应市值 27.36 亿元。综合考虑，我们认为公司整体估值有望达到 42.36 亿元。

图 26：可比公司估值

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	2019 年利润预测 (亿元)	对应 19 年 PE
300451.sz	创业慧康	101.4	2.76	36.7
300078.sz	思创医惠	77.3	2.12	36.5
603990.sh	麦迪科技	34.6	0.72	47.9
300550.sz	和仁科技	44.7	0.82	54.8
平均值				44.0

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5. 风险提示

辅助生殖、传统业务需求低于预期；尽职调查无法及时完成或在尽调过程中发现玛丽医院或拟出让方存在重大法律、财务等方面的问题，导致拟议交易终止的风险；协议约定的具体事项在实施过程中存在变动的可能；协议能否签署和通过审批尚存在不确定性，具体投资并购事项以协议各方签署的正式协议为准

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	80.29	168.60	58.87	38.78	57.75
应收账款	203.36	251.26	278.85	327.16	436.61
预付账款	1.59	1.76	3.68	3.32	5.27
存货	12.17	30.11	10.12	48.28	22.92
其他	93.89	2.54	63.51	53.80	53.50
<b>流动资产合计</b>	<b>391.31</b>	<b>454.28</b>	<b>415.03</b>	<b>471.34</b>	<b>576.05</b>
长期股权投资	0.00	29.35	29.35	29.35	29.35
固定资产	217.34	221.33	233.26	265.28	296.34
在建工程	5.44	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	7.88	8.05	7.38	6.71	6.04
其他	4.54	4.21	77.85	77.85	77.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>235.20</b>	<b>262.93</b>	<b>383.83</b>	<b>448.78</b>	<b>481.33</b>
<b>资产总计</b>	<b>626.50</b>	<b>717.21</b>	<b>798.86</b>	<b>920.12</b>	<b>1,057.38</b>
短期借款	70.00	103.75	0.00	1.99	0.00
应付账款	75.52	76.74	115.24	147.57	188.36
其他	43.68	60.27	63.34	80.76	88.92
<b>流动负债合计</b>	<b>189.19</b>	<b>240.76</b>	<b>178.58</b>	<b>230.32</b>	<b>277.28</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.53	3.29	3.53	3.53	3.53
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.53</b>	<b>3.29</b>	<b>3.53</b>	<b>3.53</b>	<b>3.53</b>
<b>负债合计</b>	<b>192.72</b>	<b>244.06</b>	<b>182.11</b>	<b>233.85</b>	<b>280.81</b>
少数股东权益	0.00	0.80	1.20	2.20	2.60
股本	80.92	80.63	80.63	80.63	80.63
资本公积	177.99	167.87	241.51	241.51	241.51
留存收益	380.77	410.83	534.92	603.43	693.34
其他	(205.90)	(186.98)	(241.51)	(241.51)	(241.51)
<b>股东权益合计</b>	<b>433.79</b>	<b>473.16</b>	<b>616.75</b>	<b>686.26</b>	<b>776.57</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>626.50</b>	<b>717.21</b>	<b>798.86</b>	<b>920.12</b>	<b>1,057.38</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	51.11	55.06	72.07	97.88	128.44
折旧摊销	11.18	12.08	12.74	15.06	17.45
财务费用	3.26	5.36	5.50	6.50	10.20
投资损失	(1.21)	(1.03)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(169.63)	61.05	(23.69)	(26.28)	(38.70)
其它	99.13	(83.84)	0.40	1.00	0.40
<b>经营活动现金流</b>	<b>(6.16)</b>	<b>48.67</b>	<b>67.01</b>	<b>94.15</b>	<b>117.79</b>
资本支出	18.41	40.37	59.76	80.00	50.00
长期投资	0.00	29.35	0.00	0.00	0.00
其他	(146.81)	(39.01)	(198.27)	(160.36)	(98.14)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(128.40)</b>	<b>30.71</b>	<b>(138.50)</b>	<b>(80.36)</b>	<b>(48.14)</b>
债权融资	70.00	103.75	0.00	1.99	0.00
股权融资	(0.84)	(6.03)	87.25	(6.50)	(10.16)
其他	(142.27)	(89.10)	(125.50)	(29.37)	(40.53)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(73.11)</b>	<b>8.62</b>	<b>(38.25)</b>	<b>(33.87)</b>	<b>(50.69)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(207.67)</b>	<b>88.00</b>	<b>(109.73)</b>	<b>(20.08)</b>	<b>18.97</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>268.68</b>	<b>284.28</b>	<b>367.00</b>	<b>484.81</b>	<b>630.64</b>
营业成本	70.62	72.59	89.92	123.19	157.38
营业税金及附加	5.32	5.94	7.52	9.45	12.80
营业费用	62.56	64.60	78.94	104.38	135.78
管理费用	91.29	47.47	59.49	78.54	101.28
财务费用	2.55	4.55	5.50	6.50	10.20
资产减值损失	7.80	12.43	16.05	25.50	27.58
公允价值变动收益	0.00	1.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.21	1.03	0.00	0.00	0.00
其他	(25.55)	13.58	22.61	29.87	45.68
<b>营业利润</b>	<b>52.89</b>	<b>60.47</b>	<b>86.97</b>	<b>107.38</b>	<b>139.94</b>
营业外收入	2.63	0.00	51.30	9.00	9.00
营业外支出	0.00	0.04	1.50	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	<b>55.52</b>	<b>60.44</b>	<b>97.47</b>	<b>114.38</b>	<b>146.94</b>
所得税	4.41	5.37	25.00	15.50	18.10
<b>净利润</b>	<b>51.11</b>	<b>55.06</b>	<b>72.47</b>	<b>98.88</b>	<b>128.84</b>
少数股东损益	0.00	(0.42)	0.40	1.00	0.40
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>51.11</b>	<b>55.48</b>	<b>72.07</b>	<b>97.88</b>	<b>128.44</b>
每股收益(元)	0.63	0.69	0.89	1.21	1.59

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.65%	5.80%	29.10%	32.10%	30.08%
营业利润	119.34%	14.35%	43.81%	23.47%	30.32%
归属于母公司净利润	13.06%	8.55%	29.90%	35.81%	31.22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	73.72%	74.46%	75.50%	74.59%	75.05%
净利率	19.02%	19.52%	19.64%	20.19%	20.37%
ROE	11.78%	11.75%	11.71%	14.31%	16.59%
ROIC	20.45%	14.14%	7.88%	20.71%	23.26%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.76%	34.03%	22.80%	25.42%	26.56%
净负债率	-32.12%	8.97%	-4.59%	17.96%	24.86%
流动比率	2.07	1.89	2.32	2.05	2.08
速动比率	2.00	1.76	2.27	1.84	1.99
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.49	1.25	1.38	1.60	1.65
存货周转率	20.11	13.45	18.24	16.60	17.72
总资产周转率	0.41	0.42	0.48	0.56	0.64
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.63	0.69	0.89	1.21	1.59
每股经营现金流	-0.08	0.60	0.83	1.17	1.46
每股净资产	5.38	5.86	7.63	8.48	9.60
<b>估值比率</b>					
市盈率	87.84	80.93	62.30	45.87	34.96
市净率	10.35	9.50	7.29	6.56	5.80
EV/EBITDA	66.42	26.90	34.03	27.53	20.41
EV/EBIT	89.41	30.77	37.79	30.42	22.23

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com