

麦迪科技 (603990.SH)

2020 年 10 月 30 日

Q3 整体扭亏为盈，辅助生殖利润贡献加大
——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
杜佐远（分析师）

duzuoyuan@kysec.cn

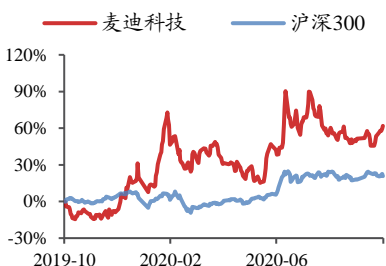
证书编号：S0790520050003

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

日期	2020/10/30
当前股价(元)	45.92
一年最高最低(元)	65.42/31.12
总市值(亿元)	66.86
流通市值(亿元)	66.86
总股本(亿股)	1.46
流通股本(亿股)	1.46
近 3 个月换手率(%)	102.71

股价走势图


数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-辅助生殖服务稀缺标的，基础布局完善，业绩释放潜力大》-2020.9.23

● Q1 业绩受疫情影响下滑，Q2 实现扭亏为盈，Q3 在良好精细化管理下持续盈利

公司发布 2020 年三季报：前三季度公司实现营收 1.70 亿元，同比下降 4.72%；归母净利润 176.77 万元，同比下降 83.73%；经营现金流净额-124.78 万元，同比增长 96.31%。2020Q3 公司实现营收 0.81 亿元，同比增长 39.6%；归母净利润 947.64 万元，同比增长 101.46%。公司为医疗信息化细分领域龙头，转型布局辅助生殖服务市场，利用信息化赋能辅助生殖拥有较大发展潜能；预计 2020-2022 年归母净利润分别为 0.53 亿、1.28 亿、1.91 亿，EPS 分别为 0.37/0.88/1.31 元，当前股价对应 P/E 分别为 125/52/35 倍，维持盈利预测不变，维持“买入”评级。

● 公司辅助生殖业务占比逐步提升，玛丽医院盈利能力随疫情回暖不断增强

截至 2020Q3，少数股东权益较年初金额增加 446 万元，增加 52.95%，主要是控股子公司玛丽医院盈利使得少数股东权益增加所致，由于公司控股玛丽医院 51% 的股权，则玛丽医院在 2020 年前三季度共盈利约 910 万元，截至 2020H1 玛丽医院净利润为 510 万元，则 2020Q3 玛丽医院净利润约为 400 万元，公司 2020Q3 归母净利润中医疗 IT 业务与辅助生殖业务的占比约为 80%、20%，公司辅助生殖业务占比逐步提升。

● 牌照、医生、运营、品牌 4 维度齐发力，IT 赋能与全病程管理突破治疗地域性，医联体模式助力未来牌照整合

在牌照方面，公司已收购+拟收购 3 家辅助生殖医院，形成一南两北布局，未来将继续深化形成全国性布局；医生团队方面，上海九院辅助生殖中心主任匡延平教授已与公司开展合作，匡教授首创的 PPOS 方案为目前世界三大类促排卵技术之一，方案安全性高、易于推广，能够突破地域限制、提升医生技术水平；运营团队方面，拥有丰富辅助生殖医疗及运营经验的团队，将利用 IT 赋能辅助生殖，形成线上线下闭环、全病程管理的运营体系，提升就医体验。品牌建设方面，公司收购卫健委研究所旗下的国卫医院可以形成品牌统一，提升品牌影响力。

● 风险提示：辅助生殖医院整合不及预期，互联网医疗技术应用不及预期。
财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	284	333	355	690	976
YOY(%)	5.8	17.2	6.4	94.7	41.5
归母净利润(百万元)	55	47	53	128	191
YOY(%)	8.5	-15.5	13.9	139.4	49.7
毛利率(%)	74.5	72.1	74.0	75.0	76.0
净利率(%)	19.5	14.1	15.1	18.5	19.6
ROE(%)	11.6	9.3	9.8	19.0	22.1
EPS(摊薄/元)	0.38	0.32	0.37	0.88	1.31
P/E(倍)	120.5	142.6	125.1	52.3	34.9
P/B(倍)	14.2	13.4	12.4	10.0	7.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

1、Q1 业绩受疫情影响业绩下滑，Q2 实现扭亏为盈，Q3 在良好精细化管理下持续盈利

10月29日，公司发布2020年三季报：2020年前三季度公司实现营收1.70亿元，同比下降4.72%；归母净利润176.77万元，同比下降83.73%；扣非净利润-53.35万元，同比下降113.93%；经营现金流净额-124.78万元，同比增长96.31%。EPS 0.01元/股。Q3公司实现营收0.81亿元，同比增长39.6%；归母净利润947.64万元，同比增长101.46%；归母净利率11.76%，同比增加3.61pct。

分季度看，公司Q1/Q2/Q3收入分别为0.16亿元（-59.99%）、0.73亿元（-8.42%）、0.81亿元（+39.60%）；归母净利润分别为-0.16亿元（-300.69%）、0.09亿元（-15.02%）、0.09亿元（+101.46%）；扣非净利润分别为-0.17亿元（-269.69%）、0.08亿元（-27.62%）、0.09亿元（+484.29%）；经营现金流净额分别为-0.19亿元（+59.34%）、0.23亿元（+38.53%）、-0.05亿元（-53.68%）。

公司归母净利润在2020年Q1亏损主要系营业收入下降较大而公司的固定成本持续发生所致，但在2020年Q2实现扭亏为盈，并在政府补助有所减少且控股51%的子公司玛丽医院对公司整体盈利贡献有所提升使得少数股东权益增加的情况下，2020年Q3持续保持盈利；经营活动产生的现金流量净额在2020年前三季度较2019年同期有较大改善，主要系公司进一步加强对应收款的回款管理，同时因整体解决方案的占比下降使得硬件采购减少，对公司人员进行优化，精细化管理以节约开支等原因，使得经营性现金净流出较2019年同期减少了3261万元。

公司毛利率、净利率在2020Q3均提升，毛利率上升3.37%至73.36%，净利率明显上升，从2019Q3的8.15%上升至2020Q3的11.76%，盈利能力提升主要因为公司精细化管理效果较好，从费用率来看，2020Q3销售费用率下降约6.31pct至21.55%，管理费用率下降约7.17pct至15.53%，研发费用率从27.48%下降至14.79%，财务费用率上升约0.73pct至2.90%（融资发生额有所增长及限制性股票回购计提利息所致）。

2、公司辅助生殖业务占比逐步提升，玛丽医院盈利能力随疫情回暖不断增强

截至2020Q3，少数股东权益较年初金额增加446万元，增加52.95%，主要是控股子公司玛丽医院盈利使得少数股东权益增加所致，由于公司控股玛丽医院51%的股权，则玛丽医院在2020年前三季度共盈利约910万元，截至2020H1玛丽医院净利润为510万元，则2020Q3玛丽医院净利润约为400万元，公司2020Q3归母净利润中医疗IT业务与辅助生殖业务的占比约为80%、20%，公司辅助生殖业务占比逐步提升。

3、牌照、医生、运营、品牌 4 维度齐发力，IT 赋能与全病

程管理突破治疗地域性，医联体模式助力未来牌照整合

在牌照方面，公司已收购+拟收购 3 家辅助生殖医院，形成一南两北布局，未来将继续深化形成全国性布局；医生团队方面，上海九院辅助生殖中心主任匡延平教授已与公司在相关领域开展合作，匡教授首创的 PPOS 方案为目前世界三大类促排卵技术之一，方案安全性高、易于推广，能够突破地域限制、提升医生技术水平；运营团队方面，拥有丰富辅助生殖医疗及运营经验的团队，将利用 IT 赋能辅助生殖，形成线上线下闭环、全病程管理的运营体系，提升就医体验。品牌建设方面，公司收购卫健委研究所旗下的国卫医院可以形成品牌统一，提升品牌影响力。

4、盈利预测

公司为医疗信息化细分领域龙头，转型布局辅助生殖服务市场，利用信息化赋能辅助生殖拥有较大发展潜能；预计 2020-2022 年归母净利润分别为 0.53 亿、1.28 亿、1.91 亿，EPS 分别为 0.37/0.88/1.31 元，当前股价对应 P/E 分别为 125/52/35 倍，维持盈利预测不变，维持“买入”评级。

表1: 麦迪科技盈利预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	284	333	355	690	976
YOY(%)	5.8	17.2	6.4	94.7	41.5
归母净利润(百万元)	55	47	53	128	191
YOY(%)	8.5	-15.5	13.9	139.4	49.7
毛利率(%)	74.5	72.1	74.0	75.0	76.0
净利率(%)	19.5	14.1	15.1	18.5	19.6
ROE(%)	11.6	9.3	9.8	19.0	22.1
EPS(摊薄/元)	0.38	0.32	0.37	0.88	1.31
P/E(倍)	120.5	142.6	125.1	52.3	34.9
P/B(倍)	14.2	13.4	12.4	10.0	7.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

5、风险提示

辅助生殖医院整合不及预期，互联网医疗技术应用不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	454	471	529	1425	1463
现金	169	150	283	500	721
应收票据及应收账款	227	280	186	777	615
其他应收款	24	13	19	47	53
预付账款	2	0	3	3	5
存货	30	27	16	69	56
其他流动资产	3	1	23	29	14
非流动资产	263	290	269	526	728
长期投资	29	20	23	27	31
固定资产	221	214	220	462	650
无形资产	8	7	6	5	4
其他非流动资产	4	47	20	32	43
资产总计	717	760	798	1950	2192
流动负债	241	251	253	1256	1304
短期借款	104	130	89	929	991
应付票据及应付账款	44	42	40	120	101
其他流动负债	93	79	124	208	212
非流动负债	3	2	-1	20	23
长期借款	0	0	-3	17	20
其他非流动负债	3	2	2	3	3
负债合计	244	253	252	1276	1326
少数股东权益	1	8	8	8	8
股本	81	112	146	146	146
资本公积	168	127	94	94	94
留存收益	243	273	310	399	532
归属母公司股东权益	472	499	538	666	857
负债和股东权益	717	760	798	1950	2192

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	49	22	191	-348	435
净利润	55	47	53	128	191
折旧摊销	12	14	10	16	25
财务费用	5	4	7	26	50
投资损失	-1	10	2	2	4
营运资金变动	-32	-67	117	-519	165
其他经营现金流	11	14	2	-0	-0
投资活动现金流	31	-38	7	-274	-232
资本支出	17	13	-16	252	198
长期投资	60	-7	-3	2	-4
其他投资现金流	107	-32	-12	-20	-38
筹资活动现金流	9	-4	-65	8	-38
短期借款	34	26	-41	9	7
长期借款	0	0	-3	20	3
普通股增加	-0	32	33	0	0
资本公积增加	-10	-41	-33	0	0
其他筹资现金流	-15	-21	-21	-21	-48
现金净增加额	88	-20	133	-613	166

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	284	333	355	690	976
营业成本	73	93	92	173	234
营业税金及附加	6	6	10	8	10
营业费用	65	74	85	138	185
管理费用	47	52	60	110	146
研发费用	57	58	68	117	156
财务费用	5	4	7	26	50
资产减值损失	12	0	0	0	0
其他收益	38	33	32	34	33
公允价值变动收益	2	-2	0	0	0
投资净收益	1	-10	-2	-2	-4
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	60	54	62	150	225
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	60	54	63	150	225
所得税	5	7	9	23	34
净利润	55	47	53	128	191
少数股东损益	-0	0	-0	-0	-0
归母净利润	55	47	53	128	191
EBITDA	74	71	73	185	291
EPS(元)	0.38	0.32	0.37	0.88	1.31

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	17.2	6.4	94.7	41.5
营业利润(%)	14.3	-10.8	14.9	142.3	49.7
归属于母公司净利润(%)	8.5	-15.5	13.9	139.4	49.7
获利能力					
毛利率(%)	74.5	72.1	74.0	75.0	76.0
净利率(%)	19.5	14.1	15.1	18.5	19.6
ROE(%)	11.6	9.3	9.8	19.0	22.1
ROIC(%)	9.7	7.9	8.5	8.9	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	34.0	33.3	31.6	65.4	60.5
净负债比率(%)	-13.0	-3.5	-35.6	67.2	34.6
流动比率	1.9	1.9	2.1	1.1	1.1
速动比率	1.7	1.8	1.9	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1.3	1.3	1.5	1.4	1.4
应付账款周转率	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.32	0.37	0.88	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.15	1.31	-2.39	2.99
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.43	3.69	4.57	5.89
估值比率					
P/E	120.5	142.6	125.1	52.3	34.9
P/B	14.2	13.4	12.4	10.0	7.8
EV/EBITDA	89.8	93.5	89.1	38.6	24.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn