

## 麦迪科技 (603990.SH)

2021年04月19日

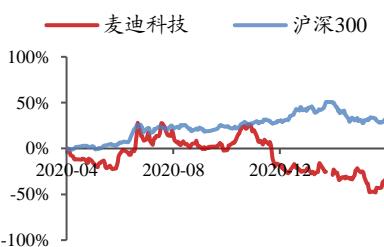
## 2021Q1 利润明显改善，辅助生殖业务进展顺利

## ——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/4/19
当前股价(元)	27.85
一年最高最低(元)	55.95/21.51
总市值(亿元)	46.08
流通市值(亿元)	40.55
总股本(亿股)	1.65
流通股本(亿股)	1.46
近3个月换手率(%)	169.92

## 股价走势图



数据来源：贝格数据

## 相关研究报告

- 《公司信息更新报告-拟持续收购辅助生殖医院，加速推进全国布局》 -2021.2.5
- 《行业深度报告-国际化、信息化、服务化推动下的黄金赛道》 -2021.1.22
- 《公司信息更新报告-Q3 整体扭亏为盈，辅助生殖利润贡献加大》 -2020.10.30

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

苑建（分析师）

yuanjian@kysec.cn

证书编号: S0790520070009

## ● 2020Q2-2021Q1 持续正向盈利，维持“买入”评级

4月16日，公司发布2020年报：营收3.08亿元(-7.52%)，归母净利润0.35亿元(-24.41%)，扣非净利润0.26亿元(-33.80%)，经营现金流净额1.00亿元(+355.88%)。EPS 0.24元/股(-0.08元/股)。公司同时发布了2021一季报(以下皆为2019年同比)：收入0.47亿元(+15%)，归母净利润671.51万元(+263.79%)，扣非净利润489.09万元(+203.93%)，经营现金流净额-0.13亿元(+72%)。EPS0.04元/股(+0.15元/股)。结合公司2020年报，谨慎考虑进度有一定不确定性，我们下调2021-2022年预测，预计2021-2023年归母净利润分别为0.80亿元(原为1.28亿元)、1.10亿元(原为1.91亿元)、1.46亿元，对应EPS分别为0.48、0.66、0.88元/股，当前最新收盘价对应P/E分别为57.6/42.0/31.5倍，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，维持“买入”评级。

## ● 辅助生殖业务各季度环比持续增长，玛丽医院盈利能力随疫情回暖不断增强

2020年，玛丽医院共计完成917例取卵周期，较2019年增长46.96%，共计完成672例移植周期，较2019年增长5%，营业收入3,843.08万元、净利润1,341.43万元，净利率接近35%，根据推算，2020Q3-Q4 玛丽医院净利润预计分别约为400万元、431万元，呈现2020年各季度环比持续增长态势。

## ● 战略合作锦欣生殖，依托双方优势共同打造“锦欣-麦迪”旗舰生殖中心

2021年4月18日，公司和锦欣生殖签署战略合作协议。根据协议，依托海南自由贸易港先行先试的政策优势，双方将在海南探索建立医疗服务产业基地，并成立辅助生殖医联体，共同试点打造“锦欣-麦迪”旗舰生殖中心。未来双方将在医疗信息化与互联网医院建设、大数据与人工智能建设、医疗专家资源共享、人才培养、科研合作等各个方面展开深入合作。医疗信息化是辅助生殖必不可少的技术，能够提升运营能力和客户黏性，拓展获客渠道，锦欣生殖和麦迪科技的合作是优势互补，双方的品牌、管理、渠道都能得到增强。

## ● 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	333	308	500	661	859
YOY(%)	17.2	-7.5	62.3	32.2	30.0
归母净利润(百万元)	47	35	80	110	146
YOY(%)	-15.5	-24.4	125.7	37.3	33.0
毛利率(%)	72.1	72.3	74.9	74.0	75.0
净利率(%)	14.1	11.5	16.0	16.6	17.0
ROE(%)	9.3	3.4	6.3	8.1	9.8
EPS(摊薄/元)	0.32	0.24	0.48	0.66	0.88
P/E(倍)	87.0	116.0	57.6	42.0	31.5
P/B(倍)	9.2	3.8	3.6	3.3	3.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 2020Q2-2020Q4 持续正向盈利，2021Q1 较前 2 年同期实现扭亏为盈 .....	3
2、 公司辅助生殖业务各季度环比持续增长，玛丽医院盈利能力随疫情回暖不断增强 .....	3
3、 战略合作锦欣生殖，依托双方优势共同打造“锦欣-麦迪”旗舰生殖中心 .....	4
4、 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 ..	4
5、 盈利预测与投资建议 .....	4
6、 风险提示 .....	5
附：财务预测摘要 .....	6

## 图表目录

表 1：麦迪科技盈利预测 .....	4
--------------------	---

## 1、2020Q2-2020Q4 持续正向盈利，2021Q1 较前 2 年同期实现扭亏为盈

4月16日，公司发布2020年报：2020年公司实现营收3.08亿元(-7.52%)，归母净利润0.35亿元(-24.41%)，扣非净利润0.26亿元(-33.80%)，经营现金流净额1.00亿元(+355.88%)。EPS 0.24元/股(-0.08元/股)。公司同时发布了2021一季报(以下皆为2019年同比)：收入0.47亿元(+15%)，归母净利润671.51万元(+263.79%)，扣非净利润489.09万元(+203.93%)，经营现金流净额-0.13亿元(+72%)，EPS 0.04元/股(+0.15元/股)。

2020年分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为0.16亿元(-59.99%)、0.73亿元(-8.42%)、0.81亿元(+39.60%)、1.38亿元(-10.73%)；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%)、0.34亿元(-6.52%)；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%)、0.26亿元(-25.07%)；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%)、1.02亿元(+81.98%)。

2020年公司归母净利润同比下降24.41%主要因为公司收入受疫情影响下降7.52%，但公司主要成本为固定成本，导致归母净利润下降幅度大于收入下降幅度；扣非净利润下降33.80%主要因为归母净利润下降以及2020年非经常性收入较2019年增加173.44万元；经营现金流量净额增长355.88%，主要系公司加大销售回款催收力度（销售商品、提供劳务所收现金增加0.49亿元，集中于Q4），我们预计还与公司辅助生殖业务收入占比提升有关，辅助生殖业务属于To C业务，且医保占比小，现金回款比例较医疗IT服务高。

2021Q1收入0.47亿元(+15%，同比2019Q1)，归母净利润671.51万元(+263.79%，同比2019Q1)，扣非净利润489.09万元(+203.93%，同比2019Q1)，经营现金流净额-0.13亿元(+72%，同比2019Q1)。

2021Q1公司营收同比2019Q1增长主要系公司经营恢复至疫情前水平及海口玛丽医院收入并表，归母净利润同比2019Q1增长263.79%的原因主要为2019Q1小幅亏损，2021Q1较其实现扭亏为盈，利润实现高增长。

公司毛利率在2020年均较2019提升，上升0.22pct至72.29%，净利率从2019年的14.08%下降至11.50%，主要系收入因疫情下降但固定费用维持之前水平。

从费用率来看，由于公司2020年收入受疫情影响下降，但人员薪酬、折旧和摊销等成本维持之前水平，销售、管理、财务费率整体上升，其中，销售费用率上升2.75pct至24.87%(人员薪酬费用同比增长38%)，管理费用率上升1.51pct至17.22%，研发费用率从17.32%大幅下降至13.97%（部分资本化），财务费用率上升0.82pct至2.09%（银行贷款及利息支出增加）。

## 2、公司辅助生殖业务各季度环比持续增长，玛丽医院盈利能力随疫情回暖不断增强

2020年，玛丽医院共计完成917例取卵周期，较2019年增长46.96%，共计完成672例移植周期，较2019年增长5%，营业收入3,843.08万元、净利润1,341.43

万元，净利率接近 35%。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 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，推算出 2020Q3-Q4 玛丽医院净利润约分别为 400 万元、431 万元，呈现 2020 年各季度环比持续增长态势。

### 3、战略合作锦欣生殖，依托双方优势共同打造“锦欣-麦迪”旗舰生殖中心

根据麦迪科技官方微博公众号披露，2021 年 4 月 18 日，公司和锦欣生殖签署战略合作协议。根据协议，依托海南自由贸易港先行先试的政策优势，双方将在海南探索建立医疗服务产业基地，并成立辅助生殖医联体，共同试点打造“锦欣-麦迪”旗舰生殖中心。未来双方将在医疗信息化与互联网医院建设、大数据与人工智能建设、医疗专家资源共享、人才培养、科研合作等各个方面展开深入合作。医疗信息化是辅助生殖必不可少的技术，能够提升运营能力和客户黏性，拓展获客渠道，锦欣生殖和麦迪科技的合作是优势互补，双方的品牌、管理、渠道都能得到增强。

### 4、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 6 家辅助生殖医院，未来将继续深化形成全国性布局。医生团队方面，公司旗下辅助生殖医院皆拥有专业医生团队，海南玛丽医院生殖医学中心高级顾问为国内试管婴儿之父庄广伦教授；公司拟收购的国卫医院有 22 名注册专职、兼职医师，其中高级职称 8 人，中级职称 14 名；公司拟收购的天元医院拥有医护人员约 270 人，其中主任医师及副主任医师约 30 余名。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。

### 5、盈利预测与投资建议

结合公司 2020 年报，谨慎考虑进度有一定不确定性，我们下调 2021-2022 年预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 0.80 亿元（原为 1.28 亿元）、1.10 亿元（原为 1.91 亿元）、1.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.48、0.66、0.88 元/股，当前最新收盘价对应 P/E 分别为 57.6/42.0/31.5 倍，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，维持“买入”评级。

表1：麦迪科技盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	333	308	500	661	859
YOY (%)	17.2	-7.5	62.3	32.2	30.0
归母净利润(百万元)	47	35	80	110	146
YOY (%)	-15.5	-24.4	125.7	37.3	33.0
毛利率 (%)	72.1	72.3	74.9	74.0	75.0
净利率 (%)	14.1	11.5	16.0	16.6	17.0

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ROE (%)	9.3	3.4	6.3	8.1	9.8
EPS (摊薄/元)	0.32	0.24	0.48	0.66	0.88
P/E (倍)	87.0	116.0	57.6	42.0	31.5
P/B (倍)	9.2	3.8	3.6	3.3	3.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 6、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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	471	1237	1296	1230	1602	<b>营业收入</b>	333	308	500	661	859
现金	150	907	714	564	664	营业成本	93	85	126	172	215
应收票据及应收账款	280	250	494	531	814	营业税金及附加	6	6	14	17	21
其他应收款	13	25	26	49	48	营业费用	74	77	121	153	198
预付账款	0	9	0	7	2	管理费用	52	53	85	107	129
存货	27	33	35	69	62	研发费用	58	43	96	112	141
其他流动资产	1	13	27	11	13	财务费用	4	6	-7	-5	3
<b>非流动资产</b>	290	285	400	510	633	资产减值损失	0	-1	0	0	0
长期投资	20	17	18	19	14	其他收益	33	33	35	34	34
固定资产	214	206	342	444	566	公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
无形资产	7	13	12	12	12	投资净收益	-10	-2	-2	-4	-4
其他非流动资产	47	50	28	34	41	资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>资产总计</b>	760	1522	1696	1740	2236	<b>营业利润</b>	54	49	98	136	183
<b>流动负债</b>	251	272	373	301	641	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	130	135	110	120	299	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	42	42	78	89	117	<b>利润总额</b>	54	49	98	136	183
其他流动负债	79	95	185	92	225	所得税	7	7	15	20	27
<b>非流动负债</b>	2	8	10	10	10	<b>净利润</b>	47	42	83	115	156
长期借款	0	0	6	6	6	少数股东损益	0	7	3	6	10
其他非流动负债	2	8	3	4	4	<b>归母净利润</b>	47	35	80	110	146
<b>负债合计</b>	253	280	382	311	651	EBITDA	71	45	93	141	200
少数股东权益	8	15	18	24	33	EPS(元)	0.32	0.24	0.48	0.66	0.88
股本	112	165	218	218	218	<b>主要财务比率</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	127	770	717	717	717	<b>成长能力</b>					
留存收益	273	294	352	432	540	营业收入(%)	17.2	-7.5	62.3	32.2	30.0
<b>归属母公司股东权益</b>	499	1226	1296	1405	1552	营业利润(%)	-10.8	-9.7	101.0	38.7	35.0
负债和股东权益	760	1522	1696	1740	2236	归属于母公司净利润(%)	-15.5	-24.4	125.7	37.3	33.0
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	72.1	72.3	74.9	74.0	75.0
						净利率(%)	14.1	11.5	16.0	16.6	17.0
						ROE(%)	9.3	3.4	6.3	8.1	9.8
						ROIC(%)	7.9	1.9	4.9	6.8	8.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	33.3	18.4	22.5	17.9	29.1
						净负债比率(%)	-3.5	-61.5	-45.2	-30.3	-22.2
						流动比率	1.9	4.5	3.5	4.1	2.5
						速动比率	1.8	4.3	3.3	3.8	2.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
						应收账款周转率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
						应付账款周转率	2.1	2.0	2.1	2.1	2.1
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.32	0.24	0.48	0.66	0.88
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.61	-0.20	-0.21	0.44
						每股净资产(最新摊薄)	3.01	7.41	7.83	8.49	9.38
						<b>估值比率</b>					
						P/E	87.0	116.0	57.6	42.0	31.5
						P/B	9.2	3.8	3.6	3.3	3.0
						EV/EBITDA	85.1	118.9	59.1	40.2	28.8

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，开源证券不对其实内容负责。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形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