

麦迪科技 (603990.SH) 拟持续收购辅助生殖医院，加速推进全国布局

2021年02月05日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

杜佐远 (分析师)

蔡明子 (分析师)

duzuoyuan@kysec.cn

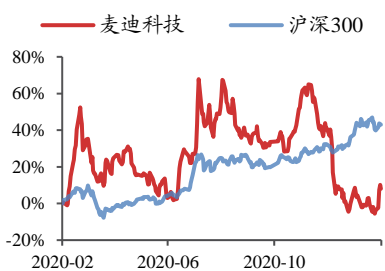
caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

证书编号: S0790520070001

日期	2021/2/5
当前股价(元)	34.13
一年最高最低(元)	65.42/28.73
总市值(亿元)	56.47
流通市值(亿元)	49.69
总股本(亿股)	1.65
流通股本(亿股)	1.46
近3个月换手率(%)	117.99

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《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

《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

● 拟持续收购辅助生殖医院，全国布局战略持续深化

公司拟以自有资金 11,123 万元人民币收购海口玛丽医院剩余 49% 的股权，拟以不超过人民币 11,200 万元收购吉林立创不超过 70% 的股权，拟以不超过人民币 7,320 万元收购海口博大共不超过 30% 的股权。至此，公司已收购+拟收购 6 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。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；维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 0.53 亿、1.28 亿、1.91 亿，对应 EPS 分别为 0.32/0.77/1.16 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 105.7/44.2/29.5 倍，维持“买入”评级。

● 辅助生殖布局延伸至中南地区，拟收购医院在当地具备牌照稀缺性

本次拟收购事项，有利于公司拓宽医疗服务行业市场，延伸公司医疗服务产业链布局至中南地区，并巩固东北地区业务布局，更好地发挥产业协同效应，增强公司可持续发展能力，有利于提高公司的竞争力和盈利能力。本次拟收购的吉林立创持有吉林北华附属生殖医学中心有限公司 100% 的股权，拟收购的海口博大持有延边延医生殖医学中心有限公司 90% 的股权和驻马店市辅助生殖医学中心有限公司 100% 的股权，这 3 家医院均为当地（吉林市、延边朝鲜族自治州、驻马店市）唯一具有辅助生殖医疗资质的生殖中心，具备稀缺性。

● 海口玛丽医院盈利能力不断增强，有望持续增厚公司整体业绩

根据海口玛丽医院 2020 年审计报告，医院 2020 年营业收入为 3843 万元，同比增长 13.11%，净利润为 1341 万元，同比增长 126.89%，净利率从 2019 年的 17.4% 提升至 2020 年的 34.9%，盈利能力大幅提升。根据之前公司披露数据及我们的推算，玛丽医院 2020H1 净利润为 510 万元，2020Q3 净利润约为 400 万元，2020Q4 净利润约为 431 万元，呈现季度持续上升的趋势。由于公司截至 2020 年底持有玛丽医院 51% 股权，预计增厚公司 2020 年利润 684 万元。

● **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)	0.34	0.28	0.32	0.77	1.16
P/E(倍)	101.8	120.4	105.7	44.2	29.5
P/B(倍)	12.0	11.3	10.5	8.5	6.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

1、辅助生殖布局延伸至中南地区，全国布局战略持续深化

本次拟收购事项，有利于公司拓宽医疗服务行业市场，延伸公司医疗服务产业链布局至中南地区，将更好地发挥区域协同效应，增强公司可持续发展能力，有利于提高公司的竞争力和盈利能力。公司于2019年9月27日已经收购了海口玛丽医院51%股权，因此预计本次收购后，海口玛丽医院将成为公司全资子公司。

本次拟收购的吉林立创持有吉林北华附属生殖医学中心有限公司100%的股权，北华大学附属医院生殖医学中心综合服务系统是吉林立创2018年6月通过PPP模式与北华大学附属医院签订的合作项目。北华大学附属医院生殖医学中心是吉林市唯一一家具有开展人类辅助生殖技术资质机构，拥有夫精人工授精（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）的正式运营资质；2020年，北华大学附属医院生殖医学中心共计完成551例取卵周期与456例移植周期。

本次拟收购的海口博大持有延边延医生殖医学中心有限公司90%的股权，2017年10月，海口博大与延边大学附属医院签订了《延边医院生殖医学中心综合服务系统PPP项目合同》。延边大学附属医院的生殖医学中心是延边朝鲜族自治州唯一一家拥有夫精人工授精（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）的正式运营资质的人类辅助生殖治疗机构；2020年，延边大学附属医院的生殖医学中心共计完成298例取卵周期与194例移植周期。

本次拟收购的海口博大持有驻马店市辅助生殖医学中心有限公司100%的股权，2020年7月，海口博大与驻马店市中心医院签订了《驻马店市中心医院生殖医学中心综合服务系统PPP项目合同》。驻马店市中心医院是驻马店市唯一一家具有开展人类辅助生殖技术资质机构，拥有正式运行夫精人工授精技术的资质。

在收入利润分配上，皆按照医院向项目运营方支付运营管理费+PPP对价的形式，其中，3家医院的运营管理费皆为5%生殖医学中心的总收入，PPP对价有所不同，北华大学附属医院生殖医学中心综合服务系统（PPP资金）项目、驻马店市中心医院生殖医学中心综合服务系统PPP项目为90%生殖医学中心的利润总额，延边医院生殖医学中心综合服务系统PPP项目为69%生殖医学中心的利润总额。

此次拟收购吉林立创70%股权的PS约为6.0倍，PE约为44.2倍，拟收购海口博大30%股权的PS约为23.4倍，考虑3家医院均为当地（吉林市、延边朝鲜族自治州、驻马店市）唯一具有辅助生殖医疗资质的生殖中心，具备稀缺性，因此收购价格较为公允。

2、海口玛丽医院盈利能力不断增强，有望持续增厚公司整体业绩

根据海口玛丽医院2020年审计报告，2020年营业收入为3843万元，同比增长13.11%，净利润为1341万元，同比增长126.89%，净利率从2019年的17.4%提升至2020年的34.9%，盈利能力大幅提升。根据之前公司披露数据及我们的推算，玛丽医院2020H1净利润为510万元，2020Q3净利润约为400万元，2020Q4净利润约为431万元，呈现季度持续上升的趋势。由于公司截至2020年底持有玛丽医院51%

股权，预计增厚公司 2020 年利润 684 万元。

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 6 家辅助生殖医院，南北地区皆有布局，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，公司拟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、 《人类辅助生殖技术应用规划指导原则（2021 版）》发布，利好 IVF 龙头机构发展

2021 年 1 月，国家卫健委制定了《人类辅助生殖技术应用规划指导原则（2021 版）》。新版原则放宽了辅助生殖机构准入门槛，对辅助生殖机构加强了日常监管，因此对辅助生殖机构运营提出了更高的要求，麦迪科技目前已收购+拟收购的 IVF 机构皆在当地排名前列，较小型 IVF 机构具备更标准、更规范的运营体系，预计将受益于此政策。

5、 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；维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 0.53 亿、1.28 亿、1.91 亿，对应 EPS 分别为 0.32/0.77/1.16 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 105.7/44.2/29.5 倍，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)	0.34	0.28	0.32	0.77	1.16

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
P/E(倍)	101.8	120.4	105.7	44.2	29.5
P/B(倍)	12.0	11.3	10.5	8.5	6.6

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)	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	165	165	165
资本公积	168	127	74	74	74
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	53	0	0
资本公积增加	-10	-41	-53	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

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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)	0.34	0.28	0.32	0.77	1.16

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)	0.34	0.28	0.32	0.77	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.13	1.16	-2.10	2.63
每股净资产(最新摊薄)	2.85	3.01	3.25	4.02	5.18
估值比率					
P/E	101.8	120.4	105.7	44.2	29.5
P/B	12.0	11.3	10.5	8.5	6.6
EV/EBITDA	75.8	78.9	74.8	33.0	20.5

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的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	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	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