

錦欣生殖 (1951 HK)

上市以來國內首個並購落地；邁出國內擴張一大步

錦欣生殖宣佈以現金對價約為 3.2 億人民幣的代價收購武漢黃浦中西醫結合婦產醫院（以下簡稱“武漢醫院”）75% 的股權。我們預計該交易會在今年 7 月之內完成交割。憑藉著公司成功的運營管理經驗，我們相信公司將會繼續通過並購以擴大其輻射區域。為了反映新冠疫情帶來的短暫影響，我們對 FY20E/21E 的淨利潤預測分別下調了 21%/5%。同時，考慮到國內和海外並購帶來的長期增長前景，我們將基於 DCF 模型的目標價上調至 14.4 港元，維持買入評級。

- **邁出國內擴張一大步。** 武漢醫院是一家位於湖北省武漢市的營利性三級婦產專科醫院，同時也是湖北省內唯二的非公立、營利性、且具備 IVF 牌照的醫院之一。湖北省具有高達 5900 萬的人口，而輔助生殖市場卻十分分散。此次並購之後，錦欣將利用其在成都和深圳的成功經驗，大大提升武漢醫院的運營效率。錦欣會吸引頂尖的醫生加盟以增強武漢醫院的品牌效應和服務品質。公司還計畫向重點員工提供十分具競爭力的股權激勵方案，並已預留 5% 的股份用作武漢醫院的激勵用途。
- **武漢醫院快速增長可期。** 武漢醫院目前具備 4,000 個 IVF 週期每年的產能，隨後通過專項改造升級之後，產能能達到 6000 個週期每年以上。在 2019 年十月正式獲得 IVF 牌照之後，武漢醫院在 2019 年共完成了 343 個 IVF 週期。我們預期並購之後，武漢醫院的運營效率將有所提高，2021E/22E/23E 的 IVF 週期能達到 1,000/2,000/3,000 個每年。同時，我們預期武漢醫院的平均售價能在 2021E-2022E 之間，按照每年 5-10% 的區間逐漸上升，主要是因為服務品質和品牌效應的提升。
- **通過區域並購，錦欣逐漸成為輔助生殖國際領導品牌。** 通過收並購，錦欣的足跡已經從成都走向了深圳、美國、老撾。此次武漢醫院的並購再一次證明了公司強大的區域並購能力。得益於公司出色的運營管理經驗、強大的技術水準、優秀的品牌效應和充足的現金流，錦欣將繼續加速其擴張速度。
- **維持買入評級，更新目標價 14.4 港元。** 為了反映新冠疫情帶來的短暫影響，我們對 FY20E/21E 的淨利潤預測分別下調了 21%/5%。同時，考慮到國內和海外並購帶來的長期增長前景，我們將基於 DCF 模型的目標價上調至 14.4 港元（WACC：9.5%，永續增長率：4.0%），維持買入評級。
- **催化劑：**並購優質資產；**風險：**新冠疫情的影響。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	922	1,648	1,615	2,244	2,739
同比增長 (%)	39	79	-2	39	22
淨收入 (百萬元人民幣)	167	410	459	676	853
每股盈利 (元人民幣)	不適用	0.19	0.19	0.28	0.35
每股盈利變動 (%)	不適用	N/A	2	47	26
市場預測每股盈利 (元人民幣)	不適用	N/A	0.22	0.27	0.33
市盈率 (倍)	不適用	56.7	55.7	37.8	30.0
市帳率 (倍)	不適用	3.0	3.2	3.0	2.7
股息率 (%)	不適用	0.65	0.36	0.53	0.67
權益收益率 (%)	3.7	6.7	5.9	8.2	9.5
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$14.4
(此前目標價)	HK\$13.3
潛在升幅	+22.7%
當前股價	HK\$11.74

中國醫藥行業

武煜 CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

胡學森 PhD

(852) 3900 0882
samhu@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	28,522
3 月平均流通量 (百萬港元)	113.41
52 周內股價高/低 (港元)	15.30/ 7.12
總股本 (百萬)	2,430

資料來源：彭博

股東結構

管理層	26.02%
Warburg Pincus	18.36%
HRC Physician	14.82%
其他機構投資者	22.58%
員工持股	1.35%
公眾持股	16.87%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	8.5%	5.4%
3-月	31.9%	24.7%
6-月	12.7%	30.0%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

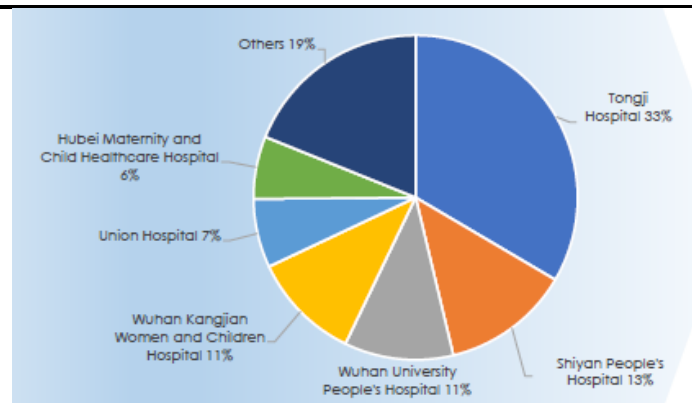
<https://euromoney.com/brokers>

圖 1: 湖北省各市 IVF 醫院數量

City	Number of IVF hospitals
Wuhan	10
Shiyan	2
Jingzhou	2
Yichang	2
Jingmen	1
Xiangyang	1
Huangshi	1
Tianmen	1
Total	20

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2: 2019 年湖北省輔助生殖市場份額佔比



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 3: 盈利預測

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E
Revenue	1,615	2,244	2,739	1,888	2,215	2,658	-14%	1%	3%
Gross Profit	814	1,156	1,438	944	1,140	1,395	-14%	1%	3%
Operating Profit	601	885	1,116	811	986	1,119	-26%	-10%	0%
Net profit	459	676	853	584	711	859	-21%	-5%	-1%
EPS (RMB cents)	19	28	35	24	29	34	-21%	-5%	3%
Gross Margin	50.42%	51.50%	52.50%	50.00%	51.50%	52.48%	+0.42 ppt	+0.00 ppt	+0.02 ppt
Operating Margin	37.22%	39.45%	40.76%	42.95%	44.54%	44.54%	-5.73 ppt	-5.10ppt	-3.78ppt
Net Margin	28.43%	30.14%	31.14%	30.95%	32.09%	32.09%	-2.52 ppt	-1.96 ppt	-0.95 ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 4: 招銀國際與市場預測

RMB mn	CMBIS		Consensus		Diff (%)	
	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
Revenue	1,615	2,244	1,757	2,205	-8%	2%
Gross Profit	814	1,156	873	1,121	-7%	3%
Operating Profit	601	885	624	807	-4%	10%
Net profit	459	676	514	660	-11%	3%
EPS (RMB cents)	19	28	22	27	-12%	2%
Gross Margin	50.42%	51.50%	49.71%	50.83%	+0.71 ppt	+0.67 ppt
Operating Margin	37.22%	39.45%	35.51%	36.61%	+1.71 ppt	+2.83 ppt
Net Margin	28.43%	30.14%	29.28%	29.91%	-0.84 ppt	+0.22 ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 5: 同業估值對比

		Mkt cap	PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA (x)		ROE(%)	
Company	Ticker	US\$ mn	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
H share										
JINXIN FERTILITY	1951 HK	3,680	55.7	37.8	3.2	3.0	33.4	23.0	5.9	8.2
CR Medical	1515 HK	922	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
C-MER EYE	3309 HK	739	12.0	10.9	0.8	0.8	7.2	5.8	6.4	6.9
UMH	2138 HK	508	10.6	11.5	3.4	3.9	7.9	7.6	30.6	25.4
A share										
AIER EYE HOSPITAL	300015 CH	24,755	97.2	72.2	21.9	18.4	60.1	44.5	21.9	25.0
TOPCHOICE MEDICAL	600763 CH	7,494	88.9	68.3	22.5	17.0	59.0	44.5	26.0	25.3
INTERNATIONAL MEDICAL	000516 CH	1,135	135.7	37.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Southeast Asian hospitals										
BANGKOK DUSIT MD	BDMS TB	11,628	47.4	35.9	4.2	4.0	24.3	20.1	9.2	11.3
IHH HEALTHCARE B	IHH MK	3,061	38.0	29.0	4.4	4.1	20.7	16.7	13.2	15.5
BUMRUNGRAD HOSPI	BH TB	1,099	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
APOLLO HOSPITALS	APHS IN	1,354	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
FORTIS HEALTHCAR	FORH IN	858	33.2	29.2	6.5	6.1	20.5	17.8	20.4	21.2
RAFFLES MEDICAL	RFMD SP	11,057	71.1	44.3	2.0	1.9	20.2	15.8	2.6	4.7
KPJ HEALTHCARE	KPJ MK	824	21.7	18.8	1.9	1.7	10.3	8.9	7.1	9.6
CHULARAT HOSPITA	CHG TB	2,433	51.1	201.1	5.2	5.3	14.3	17.9	9.5	3.4
		1,227	76.5	N/A	1.4	1.4	17.0	22.0	1.4	0.5
US hospitals		1,220	33.2	27.4	2.0	1.9	19.6	16.0	6.3	7.1
HCA HEALTHCARE I	HCA US									
UNIVERSAL HLTH-B	UHS US									
TENET HEALTHCARE	THC US	33,114	15.6	8.9	N/A	129.6	8.6	6.7	-55.8	482.1

資料來源：公司及招銀國際證券預測 (2020 年 6 月 30 日)

財務分析

利潤表

YE 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	922	1,648	1,615	2,244	2,739
ARS	801	932	1,089	1,444	1,831
管理服務費	90	648	456	727	832
輔助醫療和設備服務	31	68	70	73	76
存貨成本	(509)	(832)	(801)	(1,088)	(1,301)
毛利	413	817	814	1,156	1,438
其他收入	22	63	64	73	85
其他費用	(4)	(2)	0	0	0
其他虧損	(1)	28	0	0	0
研發費用	(12)	(13)	(10)	(13)	(16)
管理費用	(103)	(211)	(201)	(242)	(285)
上市費用	(38)	(63)	0	0	0
財務成本	0	(9)	(9)	(9)	(9)
稅前利潤	277	548	601	885	1,116
所得稅	(64)	(127)	(129)	(191)	(240)
淨利潤	212	421	472	695	876
非控股權益	(46)	(11)	(12)	(18)	(23)
歸母利潤	167	410	459	676	853

現金流量表

YE 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前利潤	277	548	601	885	1,116
折舊和攤銷	29	66	75	80	85
經營資本變動	82	(74)	(175)	26	19
其他	4	38	(4)	(13)	(25)
所得稅	(35)	(126)	(129)	(191)	(240)
經營現金流	356	453	368	787	955
資本開支	(21)	(277)	(240)	(120)	(100)
收購子公司	0	0	0	0	0
其他投資活動	(367)	(2,429)	(273)	56	68
投資現金流	(388)	(2,706)	(513)	(64)	(32)
股份發行	1,129	2,934	0	0	0
銀行借款	0	0	0	0	0
關聯方借款	104	30	0	0	0
其他融資活動	(466)	(1,317)	(152)	(92)	(135)
融資現金流	767	1,647	(152)	(92)	(135)
淨現金變動	736	(606)	(297)	631	787
年初現金及現金等價物	449	1,184	580	282	914
年末現金及現金等價物	1,184	580	282	914	1,701

資產負債表

YE 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	5,123	5,515	5,957	5,954	5,926
物業、廠房及設備	138	857	1,022	1,062	1,077
商譽	802	809	1,129	1,129	1,129
牌照	401	388	375	362	349
提供管理服務的合約權利	1,939	1,963	1,963	1,963	1,963
商標	1,292	1,305	1,305	1,305	1,305
其他	550	193	163	133	103
流動資產	1,436	3,426	3,094	3,739	4,537
存貨	17	26	24	33	39
應收貿易款	77	46	13	18	23
應收關聯方款項	71	50	50	50	50
現金和現金等價物	1,184	580	282	914	1,701
其他	87	2,725	2,725	2,725	2,725
流動負債	1,377	436	226	266	295
應付貿易賬款	391	320	110	149	178
資本繳付	0	0	0	0	0
應付關聯方款項	917	41	41	41	41
即期稅款	69	46	46	46	46
非流動負債	682	863	863	863	863
租賃負債	5	0	0	0	0
遞延稅款	677	709	709	709	709
淨資產	4,500	7,642	7,963	8,565	9,306
少數股東權益	137	116	128	146	169
股東權益	4,363	7,527	7,835	8,419	9,137

主要比率

YE 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
ARS	86.9	56.5	67.4	64.3	66.9
管理服務費	9.7	39.3	28.2	32.4	30.4
輔助醫療和設備服務	3.4	4.1	4.3	3.2	2.8
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	45	50	50	52	53
折舊攤銷息稅前利潤率	34	38	42	43	43
息稅前利潤率	30	33	37	39	41
淨利潤率	18	25	28	30	31
有效稅率	23	23	22	22	22
資產負債比率					
流動比率 (x)	1	8	14	14	15
平均應收賬款周轉天數	4	3	3	3	3
平均應付賬款周轉天數	103	50	50	50	50
淨負債/總權益 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	3.7	6.7	5.9	8.2	9.5
資產回報率	2.5	5.3	5.1	7.2	8.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	N/A	0.19	0.19	0.28	0.35
每股股息(人民幣)	N/A	0.07	0.04	0.06	0.07
每股帳面值(人民幣)	N/A	3.46	3.28	3.53	3.83

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券或其關聯機構或持有本報告內所提及證券的財務權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。