

錦欣生殖 (1951 HK)

打造全球領先的輔助生殖醫療集團

錦欣生殖在中國和美國輔助生殖行業中處於領先地位，其內生增長強勁，並有豐富的並購機會。我們首次覆蓋錦欣生殖，給予其買入評級，目標價 15.0 港元。按照 2018 年治療週期數計，錦欣在中國私立輔助生殖醫療機構中排名第一，在美國西部輔助生殖市場中也位居第一。

- **受益於輔助生殖需求的快速增長。**不孕不育在全球變得越來越普遍，全球不孕不育發病率從 1997 年的 11.0% 增加到 2018 年的 15.4%，這主要由平均生育年齡推遲、不健康的生活方式、環境污染等引起。根據弗若斯特沙利文 (F&S) 的數據，中國的輔助生殖治療滲透率將從 2018 年的 7.1% (美國的滲透率同期為 30.2%) 提高到 2023 年的 9.2%。由於不孕不育患病率上升、二孩政策刺激、輔助生殖治療滲透率提升、患者支付能力改善以及輔助生殖技術的不斷進步，F&S 預測中國輔助生殖市場將於 2023 年達到 496 億人民幣，對應 2018-23E 的複合年增長率為 14.5%。
- **通過並購鞏固行業領先地位。**輔助生殖醫療牌照在中國是嚴格受限的，截至 2018 年底，全國僅發放了 498 張輔助生殖牌照，其中 50 張牌照由私立醫療機構擁有。截至 2019 年 6 月 30 日，公司在手現金高達 31 億人民幣，為未來收購提供了充足的資金。我們認為公司會審慎地選擇並購目標，主要選擇 1 線或超 2 線城市的私立輔助生殖醫療機構，同時會綜合考慮並購標的估值、管理團隊、地理位置以及與公司現有業務的協同效應。
- **積極擴張海外業務，加強與本土業務協同。**自從 2019 年收購位於美國加州的 HRC Management 以來，公司有能力的為中美兩國患者提供多元化的服務，例如商業化性別檢測、買賣配子、代孕等。公司未來計劃在美國收購代孕機構、卵子捐贈機構、胚胎學實驗室等，以進一步擴大輔助生殖業務的服務範圍。此外，東南亞地區服務成本相對較低以及寬鬆的監管環境，因此也是輔助生殖醫療旅遊的熱門目的地。我們認為，公司將積極尋找在東南亞的並購機會，以滿足中國患者多樣化的需求。
- **首次給予“買入”評級，目標價 15.0 港元。**在中美兩國強勁的生殖醫療需求推動下及公司產能擴張的支持下，我們預計公司 18-21 財年 ARS/管理服務費/輔助醫療及設施服務收入的複合年增長率將達到 18%/ 119%/ 27%。我們預計，在 18-21 財年，公司收入複合增長率為 36%，經調整的歸母淨利潤複合增長率為 54%。基於 8 年 DCF 模型 (WACC: 9.5%，終值增長率: 4%)，我們得出目標價 15.0 港元。
- **催化劑：收購優質資產；風險：內生增長疲軟。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	663	922	1,659	1,966	2,316
同比增長 (%)	91	39	80	19	18
淨利潤 (百萬人民幣)	99	167	420	596	729
EPS (人民幣)	N/A	N/A	0.17	0.24	0.30
EPS 變動 (%)	N/A	N/A	N/A	42	22
市盈率 (x)	N/A	N/A	58.5	41.2	33.7
市帳率 (x)	N/A	N/A	3.2	3.0	2.8
股息率 (%)	N/A	N/A	0.00	0.49	0.59
權益收益率 (%)	7.3	3.7	7.0	7.6	8.5
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$15.0
潛在升幅	+33.3%
當前股價	HK\$11.26

中國醫藥行業

葛晶晶

(852) 3761 8778
amyge@cmbi.com.hk

武煜, CFA

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

公司數據

市值(百萬港元)	27,411
3 月平均流通量(百萬港元)	94.84
52 周內股價高/低 (港元)	15.30/8.18
總股本 (百萬)	2,434

資料來源：彭博

股東結構

管理層	26.02%
華平投資	18.36%
其他機構投資人	22.58%
員工持股	1.35%
公眾持股	16.87%

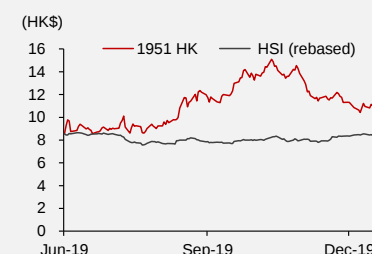
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.2%	-10.2%
3-月	-4.8%	-14.4%
6-月	26.6%	24.6%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

網頁：www.jxr-fertility.com

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	663	922	1,659	1,966	2,316
ARS	529	801	874	1,079	1,315
管理服務費	101	90	726	826	938
輔助醫療和設備服務	33	31	59	61	63
存貨成本	(361)	(509)	(854)	(983)	(1,123)
毛利	302	413	804	983	1,193
其他收入	12	22	56	88	102
其他費用	(1)	(4)	8	0	0
其他虧損	(1)	(1)	(8)	0	0
研發費用	(10)	(12)	(12)	(12)	(14)
管理費用	(61)	(103)	(182)	(208)	(243)
上市費用	0	(38)	(65)	0	0
財務成本	0	0	(8)	(8)	(8)
稅前利潤	242	277	594	843	1,030
所得稅	(43)	(64)	(154)	(219)	(268)
淨利潤	199	212	440	624	762
非控股權益	(100)	(46)	(19)	(27)	(33)
歸母利潤	99	167	420	596	729

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前利潤	242	277	594	843	1,030
折舊和攤銷	23	29	70	75	80
經營資本變動	(208)	82	(1)	50	54
其他	12	4	(9)	(41)	(55)
所得稅	(22)	(35)	(154)	(219)	(268)
經營現金流	48	356	500	708	841
資本開支	(32)	(21)	(800)	(100)	(80)
收購子公司	0	0	0	0	0
其他投資活動	(220)	(367)	(48)	84	98
投資現金流	(252)	(388)	(848)	(16)	18
股份發行	0	1,129	2,951	0	0
銀行借款	0	0	0	0	0
關聯方借款	0	104	0	0	0
其他融資活動	463	(466)	(144)	0	(119)
融資現金流	463	767	2,807	0	(119)
淨現金變動	259	736	2,459	692	740
年初現金及現金等價物	191	449	1,184	3,643	4,335
年末現金及現金等價物	449	1,184	3,643	4,335	5,074

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	1,203	5,123	5,860	5,842	5,799
物業、廠房及設備	119	138	868	893	893
商譽	197	802	802	802	802
牌照	414	401	388	375	362
提供管理服務的合約權利	0	1,939	1,939	1,939	1,939
商標	247	1,292	1,292	1,292	1,292
其他	226	550	570	540	510
流動資產	535	1,436	3,898	4,607	5,366
存貨	19	17	30	34	39
應收貿易款	67	77	68	81	95
應收關聯方款項	0	71	21	21	21
現金和現金等價物	449	1,184	3,643	4,335	5,074
其他	0	87	137	137	137
流動負債	204	1,377	1,330	1,398	1,471
應付貿易帳款	164	391	445	512	585
資本繳付	0	0	0	0	0
應付關聯方款項	4	917	817	817	817
即期稅款	36	69	69	69	69
非流動負債	172	682	842	842	842
租賃負債	0	5	5	5	5
遞延稅款	172	677	677	677	677
淨資產	1,362	4,500	7,586	8,210	8,853
少數股東權益	434	137	156	183	217
股東權益	928	4,363	7,430	8,027	8,636

主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
ARS	79.7	86.9	52.7	54.9	56.8
管理服務費	15.2	9.7	43.8	42.0	40.5
輔助醫療和設備服務	5.1	3.4	3.5	3.1	2.7
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率(%)					
毛利率	46	45	49	50	52
折舊攤銷息稅前利潤率	42	34	40	45	46
息稅前利潤率	36	30	36	43	44
淨利潤率	15	18	25	30	31
有效稅率	18	23	26	26	26
資產負債比率					
流動比率(x)	3	1	3	3	4
平均應收帳款周轉天數	19	28	15	15	15
平均應付帳款周轉天數	115	199	190	190	190
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	7.3	3.7	7.0	7.6	8.5
資產回報率	5.7	2.5	5.2	5.9	6.7
每股數據					
每股盈利(人民幣)	N/A	N/A	0.17	0.24	0.30
每股股息(人民幣)	N/A	N/A	0.00	0.05	0.06
每股帳面值(人民幣)	N/A	N/A	3.12	3.37	3.64

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個月內與本報告內提及的發行人有投資銀行業務的關係。

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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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。