

锦欣生殖 (1951 HK)

打造全球领先的辅助生殖医疗集团

锦欣生殖在中国和美国辅助生殖行业中处于领先地位，其内生增长强劲，并有丰富的并购机会。我们首次覆盖锦欣生殖，给予其买入评级，目标价 15.0 港元。按照 2018 年治疗周期数计，锦欣在中国私立辅助生殖医疗机构中排名第一，在美国西部辅助生殖市场中也位居第一。

- **受益于辅助生殖需求的快速增长。** 不孕不育在全球变得越来越普遍，全球不孕不育发病率从 1997 年的 11.0% 增加到 2018 年的 15.4%，这主要由平均生育年龄推迟、不健康的生活方式、环境污染等引起。根据弗若斯特沙利文 (F&S) 的数据，中国的辅助生殖治疗渗透率将从 2018 年的 7.1% (美国的渗透率同期为 30.2%) 提高到 2023 年的 9.2%。由于不孕不育患病率上升、二孩政策刺激、辅助生殖治疗渗透率提升、患者支付能力改善以及辅助生殖技术的不断进步，F&S 预测中国辅助生殖市场将于 2023 年达到 496 亿人民币，对应 2018-23E 的复合年增长率为 14.5%。
- **通过并购巩固行业领先地位。** 辅助生殖医疗牌照在中国是严格受限的，截至 2018 年底，全国仅发放了 498 张辅助生殖牌照，其中 50 张牌照由私立医疗机构拥有。截至 2019 年 6 月 30 日，公司在手现金高达 31 亿人民币，为未来收购提供了充足的资金。我们认为公司会审慎地选择并购目标，主要选择 1 线或超 2 线城市的私立辅助生殖医疗机构，同时会综合考虑并购标的估值、管理团队、地理位置以及与公司现有业务的协同效应。
- **积极扩张海外业务，加强与本土业务协同。** 自从 2019 年收购位于美国加州的 HRC Management 以来，公司有能为中美两国患者提供多元化的服务，例如商业化性别检测、买卖配子、代孕等。公司未来计划在美国收购代孕机构、卵子捐赠机构、胚胎学实验室等，以进一步扩大辅助生殖业务的服务范围。此外，东南亚地区服务成本相对较低以及宽松的监管环境，因此也是辅助生殖医疗旅游的热门目的地。我们认为，公司将积极寻找在东南亚的并购机会，以满足中国患者多样化的需求。
- **首次给予“买入”评级，目标价 15.0 港元。** 在中美两国强劲的生殖医疗需求推动下及公司产能扩张的支持下，我们预计公司 18-21 财年 ARS/管理服务费/辅助医疗及设施服务收入的复合年增长率将达到 18%/ 119%/ 27%。我们预计，在 18-21 财年，公司收入复合增长率为 36%，经调整的归母净利润复合增长率为 54%。基于 8 年 DCF 模型 (WACC: 9.5%，终值增长率: 4%)，我们得出目标价 15.0 港元。
- **催化剂：收购优质资产；风险：内生增长疲软。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额 (百万人民币)	663	922	1,659	1,966	2,316
同比增长 (%)	91	39	80	19	18
净利润 (百万人民币)	99	167	420	596	729
EPS (人民币)	N/A	N/A	0.17	0.24	0.30
EPS 变动 (%)	N/A	N/A	N/A	42	22
市盈率 (x)	N/A	N/A	58.5	41.2	33.7
市帐率 (x)	N/A	N/A	3.2	3.0	2.8
股息率 (%)	N/A	N/A	0.00	0.49	0.59
权益收益率 (%)	7.3	3.7	7.0	7.6	8.5
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$15.0
潜在升幅	+33.3%
当前股价	HK\$11.26

中国医药行业

葛晶晶

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

武煜, CFA

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

公司数据

市值(百万港元)	27,411
3 月平均流通量(百万港元)	94.84
52 周内股价高/低 (港元)	15.30/8.18
总股本 (百万)	2,434

资料来源：彭博

股东结构

管理层	26.02%
华平投资	18.36%
其他机构投资者	22.58%
员工持股	1.35%
公众持股	16.87%

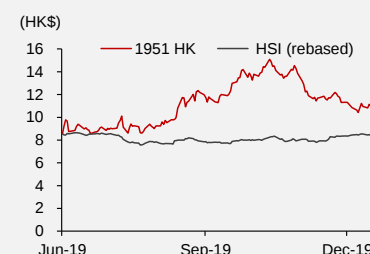
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.2%	-10.2%
3-月	-4.8%	-14.4%
6-月	26.6%	24.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

网页：www.jxr-fertility.com

财务报表

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	663	922	1,659	1,966	2,316
ARS	529	801	874	1,079	1,315
管理服务费	101	90	726	826	938
辅助医疗和设备服务	33	31	59	61	63
存货成本	(361)	(509)	(854)	(983)	(1,123)
毛利	302	413	804	983	1,193
其他收入	12	22	56	88	102
其他费用	(1)	(4)	8	0	0
其他亏损	(1)	(1)	(8)	0	0
研发费用	(10)	(12)	(12)	(12)	(14)
管理费用	(61)	(103)	(182)	(208)	(243)
上市费用	0	(38)	(65)	0	0
财务成本	0	0	(8)	(8)	(8)
税前利润	242	277	594	843	1,030
所得税	(43)	(64)	(154)	(219)	(268)
净利润	199	212	440	624	762
非控股权益	(100)	(46)	(19)	(27)	(33)
归母利润	99	167	420	596	729

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	242	277	594	843	1,030
折旧和摊销	23	29	70	75	80
经营资本变动	(208)	82	(1)	50	54
其他	12	4	(9)	(41)	(55)
所得税	(22)	(35)	(154)	(219)	(268)
经营现金流	48	356	500	708	841
资本开支	(32)	(21)	(800)	(100)	(80)
收购子公司	0	0	0	0	0
其他投资活动	(220)	(367)	(48)	84	98
投资现金流	(252)	(388)	(848)	(16)	18
股份发行	0	1,129	2,951	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
关联方借款	0	104	0	0	0
其他融资活动	463	(466)	(144)	0	(119)
融资现金流	463	767	2,807	0	(119)
净现金变动	259	736	2,459	692	740
年初现金及现金等价物	191	449	1,184	3,643	4,335
年末现金及现金等价物	449	1,184	3,643	4,335	5,074

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	1,203	5,123	5,860	5,842	5,799
物业、厂房及设备	119	138	868	893	893
商誉	197	802	802	802	802
牌照	414	401	388	375	362
提供管理服务的合约权利	0	1,939	1,939	1,939	1,939
商标	247	1,292	1,292	1,292	1,292
其他	226	550	570	540	510
流动资产	535	1,436	3,898	4,607	5,366
存货	19	17	30	34	39
应收贸易款	67	77	68	81	95
应收关联方款项	0	71	21	21	21
现金和现金等价物	449	1,184	3,643	4,335	5,074
其他	0	87	137	137	137
流动负债	204	1,377	1,330	1,398	1,471
应付贸易帐款	164	391	445	512	585
资本缴付	0	0	0	0	0
应付关联方款项	4	917	817	817	817
即期税款	36	69	69	69	69
非流动负债	172	682	842	842	842
租赁负债	0	5	5	5	5
递延税款	172	677	677	677	677
净资产	1,362	4,500	7,586	8,210	8,853
少数股东权益	434	137	156	183	217
股东权益	928	4,363	7,430	8,027	8,636

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
ARS	79.7	86.9	52.7	54.9	56.8
管理服务费	15.2	9.7	43.8	42.0	40.5
辅助医疗和设备服务	5.1	3.4	3.5	3.1	2.7
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	46	45	49	50	52
折旧摊销息税前利润率	42	34	40	45	46
息税前利润率	36	30	36	43	44
净利润率	15	18	25	30	31
有效税率	18	23	26	26	26
资产负债比率					
流动比率 (x)	3	1	3	3	4
平均应收帐款周转天数	19	28	15	15	15
平均应付帐款周转天数	115	199	190	190	190
净负债/总权益 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	7.3	3.7	7.0	7.6	8.5
资产回报率	5.7	2.5	5.2	5.9	6.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	N/A	N/A	0.17	0.24	0.30
每股股息(人民币)	N/A	N/A	0.00	0.05	0.06
每股帐面值(人民币)	N/A	N/A	3.12	3.37	3.64

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内提及的发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。