

锦欣生殖 (1951 HK)

新型冠状病毒疫情对公司影响有限

我们认为中国爆发的新型冠状病毒疫情对公司运营的影响将是非常有限并且短暂的。公司在中国的网络医院不在湖北省之内，因此受疫情影响的风险不高。由于辅助生殖治疗时间安排非常灵活，我们预计春节之后将迎来辅助生殖治疗需求的增加。此外，锦欣积极开展在线服务咨询，为现有客户提供丰富的服务并且进一步吸引新增客户。我们维持买入评级以及 15.0 港元目标价。

■ **网络医院位于湖北省外，受疫情影响风险较低。**截至 1 月 28 日，中国共确诊新型冠状病毒感染的肺炎病例 5,974 例，其中湖北省有 3,554 例，占比 59%。锦欣在中国的网络医院分别位于成都市和深圳市，受疫情影响的风险较低。1 月 28 日，国家卫健委高级别专家组组长、中国工程院院士钟南山在接受媒体采访中指出，疫情应该在未來 1 周或 10 天左右达到高峰，不会大规模增加。因此，我们认为疫情对于公司的影响将是非常有限并且短暂的。

■ **一季度通常是淡季，预计辅助生殖治疗需求将在春节后增加。**回顾 2018 年，上半年的收入占锦欣全年收入的比例为 45%。中国人有春节不喜欢去医院的传统，一季度通常是淡季。由于辅助生殖治疗时间安排非常灵活，我们预计春节之后将迎来辅助生殖治疗需求的增加，预计有可能从 2 月份开始。

■ **公司已采取多种措施保障业务的正常运营。**锦欣在成都和深圳的医院已经采取了严格的防护措施，积极监控病人及员工健康状况，目前没有出现疑似或确诊病例。同时，公司利用已有的成熟线上平台（微信公众号、官网等）实时为患者提供预约、问诊等服务，并延长服务之间至每晚 11 点。

■ **看好公司的增长前景及并购机会。**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，主要选择一线或超二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。自从 2019 年收购位于美国加州的 HRC Management 以来，公司有能力和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。

■ **维持“买入”评级。**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，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	55.4	39.0	31.9
市帐率 (x)	N/A	N/A	3.1	2.8	2.6
股息率 (%)	N/A	N/A	0.00	0.51	0.63
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

敬请参阅尾页之免责声明

招银国际研究报告之彭博搜索代码: CMBR

*本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

买入 (维持)

目标价	HK\$15.0
(此前目标价)	HK\$15.0)
潜在升幅	+40.8%
当前股价	HK\$10.66

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)	25,951
3 月平均流通量(百万港元)	120.66
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%
HRC 医生	14.82%
其他机构投资者	22.58%
员工持股	1.35%
公众持股	16.87%

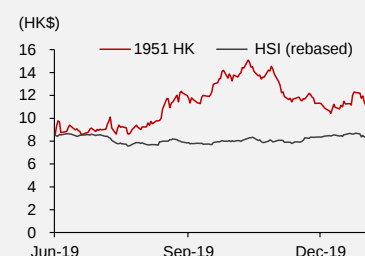
资料来源：港交所、彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.6%	3.6%
3-月	-18.2%	-21.3%
6-月	23.8%	25.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网页：www.jxr-fertility.com

财务报表

利润表						现金流量表					
年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	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	税前利润	242	277	594	843	1,030
ARS	529	801	874	1,079	1,315	折旧和摊销	23	29	70	75	80
管理服务费	101	90	726	826	938	经营资本变动	(208)	82	(1)	50	54
辅助医疗和设备服务	33	31	59	61	63	其他	12	4	(9)	(41)	(55)
存货成本	(361)	(509)	(854)	(983)	(1,123)	所得税	(22)	(35)	(154)	(219)	(268)
毛利	302	413	804	983	1,193	经营现金流	48	356	500	708	841
其他收入	12	22	56	88	102	资本开支	(32)	(21)	(800)	(100)	(80)
其他费用	(1)	(4)	8	0	0	收购子公司	0	0	0	0	0
其他亏损	(1)	(1)	(8)	0	0	其他投资活动	(220)	(367)	(48)	84	98
研发费用	(10)	(12)	(12)	(12)	(14)	投资现金流	(252)	(388)	(848)	(16)	18
管理费用	(61)	(103)	(182)	(208)	(243)	股份发行	0	1,129	2,951	0	0
上市费用	0	(38)	(65)	0	0	银行借款	0	0	0	0	0
财务成本	0	0	(8)	(8)	(8)	关联方借款	0	104	0	0	0
税前利润	242	277	594	843	1,030	其他融资活动	463	(466)	(144)	0	(119)
所得税	(43)	(64)	(154)	(219)	(268)	融资现金流	463	767	2,807	0	(119)
净利润	199	212	440	624	762	净现金变动	259	736	2,459	692	740
非控股权益	(100)	(46)	(19)	(27)	(33)	年初现金及现金等价物	191	449	1,184	3,643	4,335
归母利润	99	167	420	596	729	年末现金及现金等价物	449	1,184	3,643	4,335	5,074

资产负债表						主要比率					
年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	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	收入组成(%)					
物业、厂房及设备	119	138	868	893	893	ARS	79.7	86.9	52.7	54.9	56.8
商誉	197	802	802	802	802	管理服务费	15.2	9.7	43.8	42.0	40.5
牌照	414	401	388	375	362	辅助医疗和设备服务	5.1	3.4	3.5	3.1	2.7
提供管理服务的合约权利	0	1,939	1,939	1,939	1,939	合计	100	100	100	100	100
商标	247	1,292	1,292	1,292	1,292	盈利能力比率 (%)					
其他	226	550	570	540	510	毛利率	46	45	49	50	52
流动资产	535	1,436	3,898	4,607	5,366	折旧摊销息税前利润率	42	34	40	45	46
存货	19	17	30	34	39	息税前利润率	36	30	36	43	44
应收贸易款	67	77	68	81	95	净利润率	15	18	25	30	31
应收关联方款项	0	71	21	21	21	有效税率	18	23	26	26	26
现金和现金等价物	449	1,184	3,643	4,335	5,074	资产负债比率					
其他	0	87	137	137	137	流动比率 (X)	3	1	3	3	4
流动负债	204	1,377	1,330	1,398	1,471	平均应收帐款周转天数	19	28	15	15	15
应付贸易帐款	164	391	445	512	585	平均应付帐款周转天数	115	199	190	190	190
资本缴付	0	0	0	0	0	净负债/总权益 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
应付关联方款项	4	917	817	817	817	回报率 (%)					
即期税款	36	69	69	69	69	资本回报率	7.3	3.7	7.0	7.6	8.5
非流动负债	172	682	842	842	842	资产回报率	5.7	2.5	5.2	5.9	6.7
租赁负债	0	5	5	5	5	每股数据					
递延税款	172	677	677	677	677	每股盈利(人民币)	N/A	N/A	0.17	0.24	0.30
净资产	1,362	4,500	7,586	8,210	8,853	每股股息(人民币)	N/A	N/A	0.00	0.05	0.06
少数股东权益	434	137	156	183	217	每股帐面值(人民币)	N/A	N/A	3.12	3.37	3.64
股东权益	928	4,363	7,430	8,027	8,636						

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于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見皆不可作为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。本公司可發佈其他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。