

锦欣生殖 (1951 HK)

上市以来国内首个并购落地；迈出国内扩张一大步

锦欣生殖宣布以现金对价约为 3.2 亿人民币的代价收购武汉黄浦中西医结合妇产医院（以下简称“武汉医院”）75%的股权。我们预计该交易会在今年的 7 月之内完成交割。凭借着公司成功的运营管理经验，我们相信公司将会继续通过并购以扩大其辐射区域。为了反映新冠疫情带来的短暂影响，我们对 FY20E/21E 的净利润预测分别下调了 21%/5%。同时，考虑到国内和海外并购带来的长期增长前景，我们将基于 DCF 模型的目标价上调至 14.4 港元，维持买入评级。

- 迈出国内扩张一大步。** 武汉医院是一家位于湖北省武汉市的营利性三级妇产专科医院，同时也是湖北省内唯二的非公立、营利性、且具备 IVF 牌照的医院之一。湖北省具有高达 5900 万的人口，而辅助生殖市场却十分分散。此次并购之后，锦欣将利用其在成都和深圳的成功经验，大大提升武汉医院的运营效率。锦欣会吸引顶尖的医生加盟以增强武汉医院的品牌效应和服务质量。公司还计划向重点员工提供十分具竞争力的股权激励方案，并已预留 5% 的股份用作武汉医院的激励用途。
- 武汉医院快速增长可期。** 武汉医院目前具备 4,000 个 IVF 周期每年的产能，随后通过专项改造升级之后，产能能达到 6000 个周期每年以上。在 2019 年十月正式获得 IVF 牌照之后，武汉医院在 2019 年共完成了 343 个 IVF 周期。我们预期并购之后，武汉医院的运营效率将有所提高，2021E/22E/23E 的 IVF 周期能达到 1,000/2,000/3,000 个每年。同时，我们预期武汉医院的平均售价能在 2021E-2022E 之间，按照每年 5-10% 的区间逐渐上升，主要是因为服务质量和品牌效应的提升。
- 通过区域并购，锦欣逐渐成为辅助生殖国际领导品牌。** 通过收并购，锦欣的足迹已经从成都走向了深圳、美国、老挝。此次武汉医院的并购再一次证明了公司强大的区域并购能力。得益于公司出色的运营管理经验、强大的技术水平、优秀的品牌效应和充足的现金流，锦欣将继续加速其扩张速度。
- 维持买入评级，更新目标价 14.4 港元。** 为了反映新冠疫情带来的短暂影响，我们对 FY20E/21E 的净利润预测分别下调了 21%/5%。同时，考虑到国内和海外并购带来的长期增长前景，我们将基于 DCF 模型的目标价上调至 14.4 港元（WACC：9.5%，永续增长率：4.0%），维持买入评级。
- 催化剂：并购优质资产；风险：新冠疫情的影响。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	922	1,648	1,615	2,244	2,739
同比增长 (%)	39	79	-2	39	22
净收入(百万元人民币)	167	410	459	676	853
每股盈利(元人民币)	不适用	0.19	0.19	0.28	0.35
每股盈利变动 (%)	不适用	N/A	2	47	26
市场预测每股盈利(元人民币)	不适用	N/A	0.22	0.27	0.33
市盈率(倍)	不适用	56.7	55.7	37.8	30.0
市帐率(倍)	不适用	3.0	3.2	3.0	2.7
股息率 (%)	不适用	0.65	0.36	0.53	0.67
权益收益率 (%)	3.7	6.7	5.9	8.2	9.5
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$14.4
(此前目标价)	HK\$13.3)
潜在升幅	+22.7%
当前股价	HK\$11.74

中国医药行业

武煜 CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

胡学森 PhD

(852) 3900 0882

samhu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	28,522
3月平均流通量(百万港元)	113.41
52周内股价高/低(港元)	15.30/ 7.12
总股本(百万)	2,430

资料来源：彭博

股东结构

管理层	26.02%
Warburg Pincus	18.36%
HRC Physician	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

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	8.5%	5.4%
3-月	31.9%	24.7%
6-月	12.7%	30.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：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：

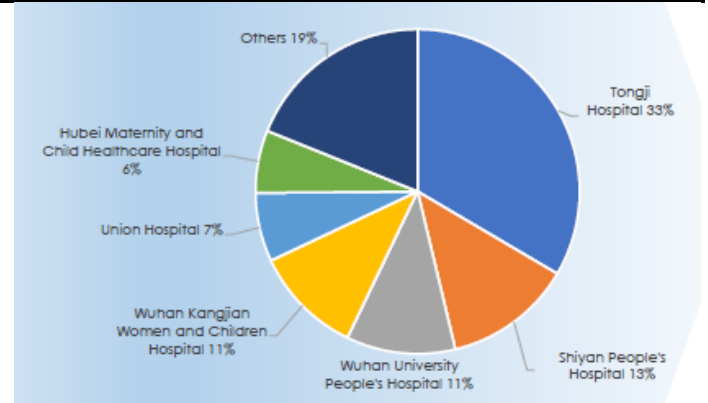
<https://euromoney.com/brokers>

图 1: 湖北省各市 IVF 医院数量

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

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 2019 年湖北省辅助生殖市场份额占比



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 3: 盈利预测

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

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 4: 招银国际与市场预测

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

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 5: 同业估值对比

Company	Ticker	Mkt cap US\$ mn	PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA (x)		ROE(%)	
			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

资料来源: 公司及招银国际证券预测 (2020年6月30日)

财务分析

利润表

YE 12月31日 (百万人民币)	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
管理服务费	90	648	456	727	832
辅助医疗和设备服务	31	68	70	73	76
存货成本	(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
其他费用	(4)	(2)	0	0	0
其他亏损	(1)	28	0	0	0
研发费用	(12)	(13)	(10)	(13)	(16)
管理费用	(103)	(211)	(201)	(242)	(285)
上市费用	(38)	(63)	0	0	0
财务成本	0	(9)	(9)	(9)	(9)
税前利润	277	548	601	885	1,116
所得税	(64)	(127)	(129)	(191)	(240)
净利润	212	421	472	695	876
非控股权益	(46)	(11)	(12)	(18)	(23)
归母利润	167	410	459	676	853

现金流量表

YE 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	277	548	601	885	1,116
折旧和摊销	29	66	75	80	85
经营资本变动	82	(74)	(175)	26	19
其他	4	38	(4)	(13)	(25)
所得税	(35)	(126)	(129)	(191)	(240)
经营现金流	356	453	368	787	955
资本开支	(21)	(277)	(240)	(120)	(100)
收购子公司	0	0	0	0	0
其他投资活动	(367)	(2,429)	(273)	56	68
投资现金流	(388)	(2,706)	(513)	(64)	(32)
股份发行	1,129	2,934	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
关联方借款	104	30	0	0	0
其他融资活动	(466)	(1,317)	(152)	(92)	(135)
融资现金流	767	1,647	(152)	(92)	(135)
净现金变动	736	(606)	(297)	631	787
年初现金及现金等价物	449	1,184	580	282	914
年末现金及现金等价物	1,184	580	282	914	1,701

资产负债表

YE 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	5,123	5,515	5,957	5,954	5,926
物业、厂房及设备	138	857	1,022	1,062	1,077
商誉	802	809	1,129	1,129	1,129
牌照	401	388	375	362	349
提供管理服务的合约权利	1,939	1,963	1,963	1,963	1,963
商标	1,292	1,305	1,305	1,305	1,305
其他	550	193	163	133	103
流动资产	1,436	3,426	3,094	3,739	4,537
存货	17	26	24	33	39
应收贸易款	77	46	13	18	23
应收关联方款项	71	50	50	50	50
现金和现金等价物	1,184	580	282	914	1,701
其他	87	2,725	2,725	2,725	2,725
流动负债	1,377	436	226	266	295
应付贸易账款	391	320	110	149	178
资本缴付	0	0	0	0	0
应付关联方款项	917	41	41	41	41
即期税款	69	46	46	46	46
非流动负债	682	863	863	863	863
租赁负债	5	0	0	0	0
递延税款	677	709	709	709	709
净资产	4,500	7,642	7,963	8,565	9,306
少数股东权益	137	116	128	146	169
股东权益	4,363	7,527	7,835	8,419	9,137

主要比率

YE 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
ARS	86.9	56.5	67.4	64.3	66.9
管理服务费	9.7	39.3	28.2	32.4	30.4
辅助医疗和设备服务	3.4	4.1	4.3	3.2	2.8
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	45	50	50	52	53
折旧摊销息税前利润率	34	38	42	43	43
息税前利润率	30	33	37	39	41
净利润率	18	25	28	30	31
有效税率	23	23	22	22	22
资产负债比率					
流动比率 (x)	1	8	14	14	15
平均应收账款周转天数	4	3	3	3	3
平均应付账款周转天数	103	50	50	50	50
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	3.7	6.7	5.9	8.2	9.5
资产回报率	2.5	5.3	5.1	7.2	8.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	N/A	0.19	0.19	0.28	0.35
每股股息(人民币)	N/A	0.07	0.04	0.06	0.07
每股账面值(人民币)	N/A	3.46	3.28	3.53	3.83

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个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券或其关联机构或持有本报告内所提及证券的财务权益。

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士。

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。