

锦欣生殖 (1951 HK)

医保首城落地，全国有望跟进

根据国家统计局数据，我国 2022 年末人口总数较上年末减少 85 万。为实施积极生育支持政策，北京市医保局率先将 16 项治疗性辅助生殖技术项目纳入医保甲类报销。试管婴儿 (IVF/in-vitro fertilization) 技术是辅助生殖的重要手段，在中美两国均占据辅助生殖市场 95% 以上的市场份额，锦欣生殖作为国内最大的私立 IVF 医疗机构，我们预计将是国内刺激生育背景下的长期受益者。

■ **北京率先将相关辅助生殖技术项目纳入医保报销，凸显政策支持。**北京市医保局在 2023 年 6 月 15 日召开新闻发布会，宣布将 16 项治疗性辅助生殖技术项目纳入医保报销（均为甲类，报销比例 100%）。新政策将于 2023 年 7 月 1 日起落地，基本涵盖公立医疗机构开展辅助生殖的常用技术（包含 1/2/3 代 IVF 技术），覆盖从促排卵到胚胎培养/移植的整个 IVF 流程，且项目价格与现行价格相比基本不变。根据我们的测算，针对 1/2 代 IVF 治疗，北京医保覆盖总费用约 1.5 万元（注：各地辅助生殖现行收费有差异），占 IVF 单周期约 4 万元总费用（公开市场数据）的 38%。此外，国家层面也在积极出台或者探索辅助生殖支持政策。比如，国家卫健委等 17 个部门在 2022 年 8 月发布“关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见”，提出推动医疗机构通过辅助生殖技术等手段提高不孕不育防治水平。国家医保局在 2023 年 3 月表态将逐步把适宜的分娩镇痛和辅助生殖技术项目纳入医保基金支付范围。我们认为，北京作为国内第一个将辅助生殖纳入医保的城市，对未来国家层面及其他地方出台类似政策具有重要指导意义。

■ **我国辅助生殖渗透率低，预计医保覆盖将显著提高辅助生殖的可及性。**根据 Frost & Sullivan 的数据，我国 2018 年的辅助生殖渗透率为 7.0%（即使用辅助生殖治疗的患者数/适用辅助生殖治疗的患者数），远远低于美国的 30.2%，表明我国辅助生殖领域有巨大的发展空间。根据欧美及亚洲地区的经验，随着国民收入水平以及对不孕不育重视程度的提高，辅助生殖的渗透率也将随之提高，将辅助生殖服务纳入医保报销（或者提供补助）将明显加快辅助生殖渗透率的提升。我国台湾地区的数据显示，从 2003 年至 2018 年，人工生殖周期治疗数从 5,831 例增长到 39,840 例，年均增长 14%，主要的增长发生在 2008 年之后。2008 年台湾地区颁布了“台湾人口政策文件”针对少子化制定生育鼓励和保障政策，2014 年又提出“人工生殖补助方案”，促使人工生殖周期治疗数出现明显增加。

■ **维持买入评级。**调整目标至 9.15 港元 (WACC: 10.1, 永续增长: 3.0%)，以反映港币兑人民币汇率假设的变化。我们预计锦欣生殖 2023E/24E/25E 的收入增速为 22.1%/20.6%/20.1%，经调整净利润增速为 84.9%/19.5%/21.7%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	1,839	2,364	2,887	3,481	4,181
同比增长 (%)	28.9	28.6	22.1	20.6	20.1
调整后净利润(百万人民币)	455	274	507	606	737
调整后每股收益(人民币)	0.18	0.10	0.19	0.22	0.27
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	0.17	0.22	0.26
市盈率(倍)(经调整)	21.9	38.2	21.4	17.9	14.7

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	港元 9.15
(此前目标价)	港元 9.71)
潜在升幅	106.5%
当前股价	港元 4.43

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	11,672.7
3 月平均流通量(百万港元)	107.4
52 周内股价高/低(百万港元)	7.88/3.59
总股本(百万)	2720.9

资料来源：FactSet

股东结构

Jinxin Fertility BV	11.9%
HRC Investment	10.7%

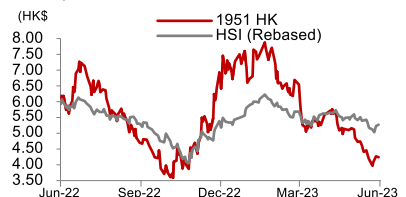
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-16.9%	-12.3%
3 - 月	-29.6%	-26.6%
6 - 月	-33.2%	-32.5%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

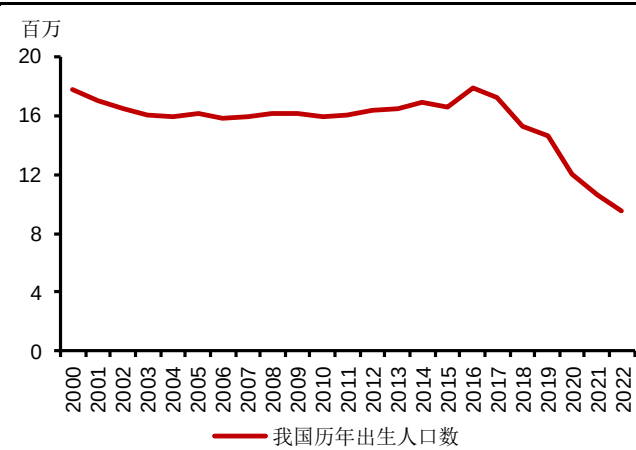
图表 1: 北京辅助生殖报销政策下费用测算

112 代 IVF	项目	计价单位	项目价格 (元)
促排卵	促排卵检查	次	100
取卵	经阴道穿刺采卵术	次	2,400
取精	精子优选处理	次	750
胚胎培养	卵母细胞胞浆内单精子注射	次	3,346
	体外受精胚胎培养	日	1,566
	囊胚培养	次	1,360
	胚胎形态学评估	次	410
胚胎移植	胚胎移植术	次	2,300
总费用			15,364

资料来源: 北京市医保局, 招银国际环球市场

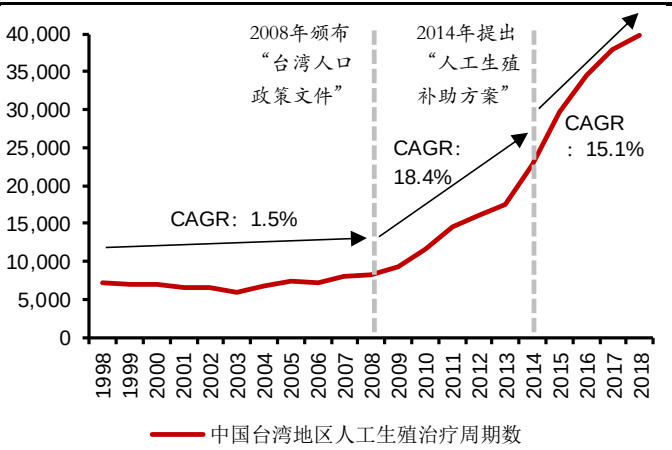
注: 体外受精胚胎培养按照 3 日费用计入总费用, 其他项目按照 1 次费用计入总费用。其中卵母细胞胞浆内单精子注射适用于精液参数欠佳的男性或者常规授精后不受精或受精率低的男性, 约 30% 的情况下会使用该技术。

图表 2: 我国历年出生人口数



资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

图表 3: 我国台湾地区历年人工生殖治疗周期数



资料来源: 锦欣生殖业绩演示材料, 招银国际环球市场

图 4: 盈利预测调整

人民币 百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	2,887	3,481	4,181	2,887	3,481	4,181	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	1,184	1,445	1,756	1,184	1,445	1,756	0.00%	0.00%	0.00%
运营利润	536	681	861	536	681	861	0.00%	0.00%	0.00%
经调整净利润	507	606	737	507	606	737	0.00%	0.00%	0.00%
经调整每股收益 (元)	0.19	0.22	0.27	0.19	0.22	0.27	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	41.00%	41.50%	42.00%	41.00%	41.50%	42.00%	Oppt	Oppt	Oppt
运营利润率	18.55%	19.57%	20.59%	18.55%	19.57%	20.59%	Oppt	Oppt	Oppt
经调整净利润率	17.56%	17.40%	17.63%	17.56%	17.40%	17.63%	Oppt	Oppt	Oppt

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 5: 招银国际与市场预测

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	2,887	3,481	4,181	2,911	3,521	4,203	-0.83%	-1.14%	-0.51%
毛利	1,184	1,445	1,756	1,186	1,464	1,779	-0.18%	-1.36%	-1.31%
运营利润	536	681	861	548	718	858	-2.29%	-5.15%	0.31%
经调整净利润	507	606	737	470	598	692	7.89%	1.37%	6.49%
经调整每股收益 (元)	0.19	0.22	0.27	0.17	0.22	0.26	7.06%	-0.17%	3.82%
毛利率	41.00%	41.50%	42.00%	40.73%	41.59%	42.34%	+0.27ppt	-0.09ppt	-0.34ppt
运营利润率	18.55%	19.57%	20.59%	18.83%	20.40%	20.42%	-0.28ppt	-0.83ppt	+0.17ppt
经调整净利润率	17.56%	17.40%	17.63%	16.14%	16.97%	16.47%	+1.42ppt	+0.43ppt	+1.16ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 6: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
息税前利润	533	678	858	1,047	1,272	1,539	1,854	2,225	2,659	3,165
税率	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%
息税前利润*(1-税率)	407	518	656	800	972	1,176	1,417	1,701	2,032	2,419
+折旧与摊销	260	260	260	312	373	444	526	620	729	853
- 营运资金变化	(556)	21	25	30	36	43	50	59	70	82
- 资本支出	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
自由现金流	(188)	500	641	842	1,081	1,362	1,693	2,081	2,531	3,053
终值										44,372
永续增长率	3.0%									
加权平均资本成本 WACC	10.1%									
股本成本	13.5%									
债务成本	5.0%									
市场风险系数 β	1.0									
无风险利率	3.0%									
市场风险溢价	10.5%									
目标负债率	35.0%									
有效公司税率	25.0%									
终值现值	16,972									
总现值	23,763									
净负债	1,273									
少数股东权益	85									
股权价值	22,404									
股份数 (百万股)	2,721									
DCF 每股价值 (港币)	9.15									

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	1,426	1,839	2,364	2,887	3,481	4,181
销售成本	(860)	(1,067)	(1,490)	(1,703)	(2,036)	(2,425)
毛利	566	771	874	1,184	1,445	1,756
运营费用	(328)	(400)	(628)	(648)	(763)	(895)
销售费用	(41)	(62)	(151)	(142)	(164)	(188)
行政费用	(275)	(328)	(459)	(488)	(578)	(682)
销售	(11)	(11)	(17)	(18)	(22)	(25)
运营利润	238	371	247	536	681	861
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	0	(10)	(4)	(4)	(4)	(4)
净利息收入(支出)	(13)	(21)	(72)	(76)	(72)	(69)
其他收入/支出	125	118	(16)	26	34	45
税前利润	349	458	154	482	638	832
所得税	(89)	(104)	(36)	(114)	(150)	(196)
税后利润	261	354	118	368	488	636
非控股权益	(9)	(14)	3	10	13	17
净利润	252	340	121	378	501	653
调整后净利润	372	455	274	507	606	737
总股息	0	0	0	0	0	0

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	2,652	2,543	1,904	1,571	1,962	2,507
现金与现金等价物	682	862	1,317	1,144	1,517	2,042
应收账款	69	143	189	16	19	23
存货	25	47	63	75	89	106
以公允价值计入损益的资产	63	219	71	71	71	71
其他流动资产	1,813	1,273	265	265	1,890	2,436
非流动资产	6,511	10,282	13,328	13,365	13,401	13,437
物业及厂房及设备 (净额)	1,056	1,092	2,530	2,679	2,829	2,978
无形资产	3,881	5,207	6,205	6,164	6,124	6,083
商誉	890	2,720	3,485	3,485	3,485	3,485
以公允价值计入损益的资产	0	178	0	0	0	0
其他非流动资产	684	1,086	1,109	1,036	964	891
总资产	9,163	12,825	15,232	14,935	15,363	15,944
流动负债	555	1,072	2,764	1,188	1,227	1,273
短期债务	18	38	19	19	19	19
应付账款	362	446	917	201	240	286
应付税款	61	107	82	82	82	82
其他流动负债	114	481	1,747	887	887	887
非流动负债	1,146	3,001	3,733	3,633	3,533	3,433
长期债务	145	126	2,071	1,971	1,871	1,771
应付公司债	0	1,493	0	0	0	0
Convertible bonds	210	371	376	376	376	376
其他非流动负债	791	1,011	1,286	1,286	1,286	1,286
总负债	1,701	4,073	6,497	4,821	4,760	4,706
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	7,283	8,545	8,640	10,029	10,530	11,183
股东权益总额	7,283	8,545	8,640	10,029	10,530	11,183
少数股东权益	179	207	95	85	72	55
总负债和股东权益	9,163	12,825	15,232	14,935	15,363	15,944

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	349	458	154	482	638	832
折旧摊销	76	99	150	150	150	150
税款	(51)	(47)	(36)	(114)	(150)	(196)
营运资金变化	(108)	(246)	314	(556)	21	25
其他	41	80	113	164	153	139
净经营现金流	308	343	695	127	813	950
投资现金流						
资本开支	(210)	(72)	(1,800)	(300)	(300)	(300)
收购与投资	(287)	(1,227)	(1,706)	0	0	0
处理短期投资所得现金	(8)	(280)	0	0	0	0
其他	1,657	12	2,741	25	32	43
净投资现金流	1,152	(1,566)	(766)	(275)	(268)	(257)
融资现金流						
已支付股息	(150)	0	0	0	0	0
净借贷	163	1	1,500	(100)	(100)	(100)
发行股票所得现金	0	1,043	80	1,011	0	0
股票回购	(60)	(41)	0	0	0	0
其他	(8)	(48)	(1,072)	(935)	(72)	(69)
净融资现金流	(56)	955	508	(24)	(172)	(169)
净现金流变动						
年初现金	580	1,965	862	1,317	1,144	1,517
汇率变动	(19)	(8)	17	0	0	0
年末现金	1,965	1,689	1,317	1,144	1,517	2,042
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
销售收入	(13.5%)	28.9%	28.6%	22.1%	20.6%	20.1%
毛利润	(30.7%)	36.4%	13.3%	35.4%	22.1%	21.6%
经营利润	(55.2%)	56.3%	(33.6%)	117.2%	27.2%	26.4%
净利润	(38.6%)	35.1%	(64.4%)	212.0%	32.5%	30.4%
调整后净利润	(29.8%)	22.3%	(39.8%)	84.9%	19.5%	21.7%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
毛利率	39.7%	42.0%	37.0%	41.0%	41.5%	42.0%
营业收益率	16.7%	20.2%	10.4%	18.6%	19.6%	20.6%
调整后净利润率	26.1%	24.8%	11.6%	17.6%	17.4%	17.6%
股本回报率	3.4%	4.3%	1.4%	4.0%	4.9%	6.0%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.0)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
流动比率 (倍)	4.8	2.4	0.7	1.3	1.6	2.0
应收账款周转天数	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	11.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
应付账款周转天数	53.0	43.0	43.0	43.0	43.0	43.0
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
市盈率 (经调整)	25.9	21.9	38.2	21.4	17.9	14.7
市帐率	3.1	3.6	1.5	1.0	1.0	0.9
股息 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

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 日内在发表报告 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

招银国际环球市场投资评级

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	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

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

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)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。招银国际环球市场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环球市场编写，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约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。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。招银国际环球市场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)招银国际环球市场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

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国定义的“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。接收本报告的美国收件人如想根据交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期认可的投资者，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 CM 的事宜。