

# 锦欣生殖 (01951)

证券研究报告

2019年10月15日

## 辅助生殖：从“欣”开始的孕育之路

### 市场空间大、护城河高的辅助生殖赛道

2018年我国辅助生殖市场规模约为252亿元，渗透率仅为7.0%，生活方式与压力导致的不孕不育率不断提升，辅助生殖的需求与渗透率有望进一步释放，行业存在较大增长空间。同时辅助生殖赛道在业务上具有较好的延展性，可以与妇产、产后康复、以及检测等业务形成较好的协同性，进一步提升市场空间。另一方面，IVF技术具有较高的护城河，拥有科研技术壁垒（IVF成功率）以及牌照壁垒，因此口碑、成功率以及牌照等因素共同构成了行业良好的竞争格局。辅助生殖兼具医疗属性与消费属性，在消费属性上其实是更加偏向“刚性需求”，口碑转介是客流的主要来源。辅助生殖属于区域性的市场，单家医院的辐射面积广，从而获客成本相对较低。

### 稳固的行业地位，高成功率与口碑推动公司长期的发展

目前公司在成都、深圳、美国拥有三家医院，网络布局中美。2018年公司国内IVF取卵周期超2万个，市场份额为3.1%，全国排名第三。从成功率上来看，公司保持着高于行业平均水平的成功率。2018年公司辅助生殖成功率达到54%，高于全国45%的成功率，同时美国HRC的成功率达到62%。长期稳定的成功率是公司核心竞争力。目前公司已经建立较好的市场口碑，在四川、深圳都拥有较高的市场地位；同时公司在合规、规范化流程建设、医疗质量与服务等方面属于行业第一梯队，长期来看，在规范化运行的前提下，公司有望凭借市场口碑的逐步提升，保持长期稳步的发展。

### 重视科研技术的发展，未来成长动力充足

辅助生殖技术尚处于行业发展期，把握前沿技术的发展是维持稳定较高成功率的关键。公司重视科研技术能力，拥有行业内知名的专家团队，在科研技术上走在行业的前列。从增长上来看，量+价的逻辑助力公司长期稳步的发展：（1）2018年公司成都西囡医院实现搬迁，产能进一步扩大；四川省辅助生殖服务渗透率仅为6.7%，公司在四川省内拥有良好的口碑，西囡医院的IVF周期有望持续提升。同时公司深圳中山医院、美国HRC也保持了良好的增长态势，在行业需求度稳步增长的前提下，公司亦能保持稳步的内生增长；（2）公司IVF的收费包含有治疗性收费与服务性收费，我们判断在医疗体制下治疗性部分的价格相对稳定，但服务性收费的弹性较大，未来有望成为公司另一增长动力。

### 估值与评级

公司通过成都西囡医院、深圳中山医院、美国HRC完成了在西南地区、华南地区以及美国地区的布局。市场地位稳固，并具有良好的增长潜力，在行业的成长阶段，我们认为其经营规模有望进一步提升。预计2019-2021年公司净利润水平分别为4.87/5.89/7.12亿元，对应PE为66/55/45X。

与A股通策医疗相比，公司经营规模与体量与之相似，与港股希玛眼科相比，公司体量与盈利能力更强。目前公司全国范围内已经拥有较高的口碑，属于行业龙头；辅助生殖行业市场空间大，护城河高；公司在合规、规范与医疗质量与服务方面，软硬实力兼备，属于第一梯队，因此在估值上享有一定溢价，未来随着产能的释放，未来有望保持快速稳步的发展，因此给予其2020年63倍PE，对应市值371亿元，目标价15.24港元。首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**医疗质量风险，美国业务与国内辅助生殖行业的在法规上的不同可能涉及到的法律风险，政策与监管导致公司业务开展受影响的风险，估值差异风险，医疗事故风险等

### 投资评级

行业 医疗保健业/药品及生物科技

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 13.12 港元

目标价格 15.24 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	2,434.38
港股总市值(百万港元)	31,598.30
每股净资产(港元)	3.60
资产负债率(%)	20.55
一年内最高/最低(港元)	13.20/8.18

### 作者

郑薇 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 辅助生殖行业的先驱者，布局成都、深圳、美国三地 .....	4
2. 领先的 IVF 医疗机构，行业地位稳固 .....	4
3. 中美布局，拓宽业务渠道 .....	8
3.1. 西囡医院为核心，实现四川地区高市占率 .....	10
3.1.1. 西囡医院集团——业绩增长的发动机 .....	10
3.2. 广东地区为重点，以深圳中山医院为中心点建立格局 .....	12
3.3. 加利福尼亚州为起点，打开美国辅助生殖服务市场大门 .....	13
4. 辅助生殖好赛道，发展潜力大 .....	14
4.1. 不孕不育率提升，需求端稳定 .....	14
4.2. 具有一定技术壁垒，规范化流程是保持高成功率的关键 .....	15
4.2.1. 中国辅助生殖渗透率低，行业发展空间较大 .....	16
4.2.2. 美国成熟市场，行业增长平稳 .....	17
4.3. 市占率处行业前列，发展空间广阔 .....	19
5. 成功率与优质服务铸造核心优势， .....	20
5.1. 高成功率、高生产率筑造公司护城河 .....	20
5.2. 高市场口碑，多家医院合作实现较好导流 .....	20
6. 盈利预测与估值讨论 .....	21
7. 风险提示 .....	22

## 图表目录

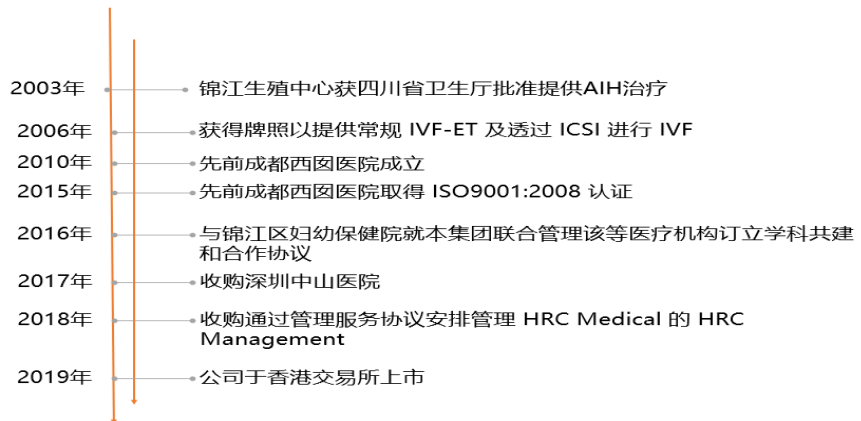
图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司股权结构 .....	4
图 3：公司 2016-2019H1 营业收入及增速 .....	5
图 4：公司 2016-2019H1 净利润及增速 .....	5
图 5：成本端 2016-2018 年变化（单位：百万） .....	5
图 6：2018 年成本端占比情况 .....	5
图 7：公司销售毛利率与销售净利率情况 .....	5
图 8：2016-2018 年公司管理费用率变化情况 .....	6
图 9：2017-2018 公司研发费用及增速（单位：百万） .....	6
图 10：公司 2016-2018 年流动资产及非流动资产占比 .....	6
图 11：2016-2019H1 公司资产负债率 .....	7
图 12：2016-2019H1 公司应付账款变化（单位：百万） .....	7
图 13：公司 2016-2019H1 流动、速动比率 .....	7
图 14：公司 2016-2019H1 存货周转率和周转天数（单位：天） .....	7
图 15：2017-2019H1 公司应收账款周转率和周转天数（单位：天） .....	8
图 16：公司经营、投资、筹资活动现金流净额（单位：百万） .....	8
图 17：2016-2019H1 公司期末现金及等价物（单位：百万） .....	8

图 18: 公司 2016-2019H1ROE 变化情况 .....	8
图 19: 2016-2019H1 公司业务收入变化情况 (单位: 亿元) .....	9
图 20: 辅助生殖服务 2016-2019H1 收入及增速 .....	9
图 21: 管理服务收入及增速 (单位: 亿元) .....	9
图 22: 辅助医疗方面收入 (单位: 亿元) .....	9
图 23: 四川省 IVF 取卵周期总数: 千个 .....	10
图 24: 两家医院收入 (单位: 百万) 及增速 .....	11
图 25: 主要指标的变化情况 .....	11
图 26: 西囡医院集团医生构成情况 (单位: 名) .....	11
图 27: 西囡医院新址 .....	11
图 28: 广东省 IVF 取卵周期总数: 千个 .....	12
图 29: 深圳中山医院收入及增速 .....	12
图 30: 主要指标变化情况 .....	12
图 31: 深圳中山医院医生构成情况 .....	13
图 32: 加州辅助生殖服务市场规模 (单位: 医院) 及取卵周期总数: 千个 .....	13
图 33: 主要指标变化情况 .....	14
图 34: 中国及美国不孕率 .....	15
图 35: 全球按地区划分辅助生殖服务市场明细 (单位: 十亿美元) .....	15
图 36: IVF 主要流程 .....	16
图 37: 中国辅助生殖服务市场规模 (单位: 十亿美元) 及渗透率 .....	16
图 38: 中国不孕夫妇的数量: 百万 .....	16
图 39: 中国进行的 IVF 取卵周期总数 (单位: 千个) .....	17
图 40: 美国辅助生殖服务市场规模 (单位: 十亿美元) 及渗透率 .....	17
图 41: 美国不孕夫妇的数量: 百万 .....	18
图 42: 美国进行的 IVF 取卵周期总数 (单位: 千个) .....	18
图 43: 各医院成功率变化情况 .....	20
图 44: “生命方舟计划” 联合医院情况 .....	20
表 1: 公司医院总体情况 .....	9
表 2: 国内公司市占率在行业内情况 .....	19
表 3: 国外公司市占率在行业内情况 .....	19
表 4: 公司收入拆分 .....	21
表 5: 公司估值同类型公司比较 .....	22

## 1. 辅助生殖行业的先驱者，布局成都、深圳、美国三地

锦欣生殖(1951.HK)是一家提供辅助生殖服务的公司。公司于2018年5月3日正式成立，2019年6月25日于香港挂牌上市。2018年公司在国内辅助生殖服务供应商的市场份额中排名第三，在美国西部辅助生殖服务市场中排名第一。公司已经成为中国及美国辅助生殖服务行业的先驱者之一。

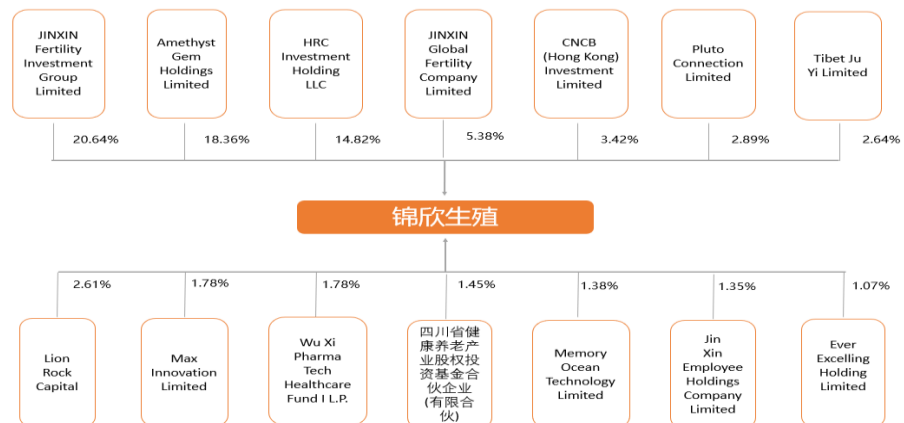
图 1: 公司发展历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司持股 10%以上的股东有 3 个，JINXIN Fertility Investment Group Limited 为公司最大股东，持股比例为 20.64%，其次为 Amethyst Gem Holdings Limited，持股比例 18.36%，第三为 HRC Investment Holding LLC，持股比例 14.82%，H 股公众股东持股比例 16.86%。其他持股相对分散，整体股权结构相对健康。

图 2: 公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2. 领先的 IVF 医疗机构，行业地位稳固

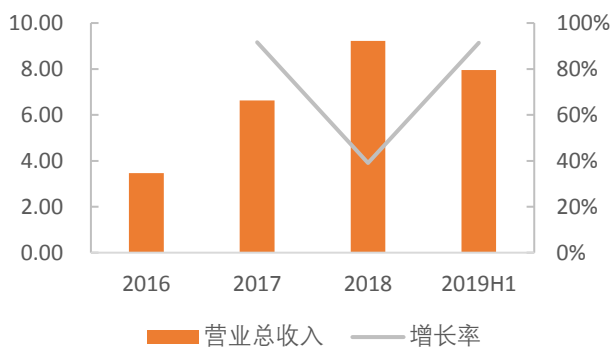
锦欣生殖是中美领先的辅助生殖服务供应商，在中国和美国均占有较高的市场份额。公司连同锦江中心是 2018 年在中国进行超过 5000 个 IVF 取卵周期的获得许可的仅有的 23 家辅助生殖服务供应商之一。

公司上市前三年业绩均保持高速增长，并逐步完善了国内外市场布局。2016 年公司的营收和净利润分别为 3.46 亿元、0.88 亿元，2018 年则分别达到了 9.22 亿元，1.67 亿元，2016-2018

年间营收与净利润年复合增长率分别达到了 63.53%、37.76%。2018 年公司营收增速下滑主要系其停止锦欣生物中心提供管理服务所致。综合来看，近三年来公司规模与业绩均维持了高速增长。

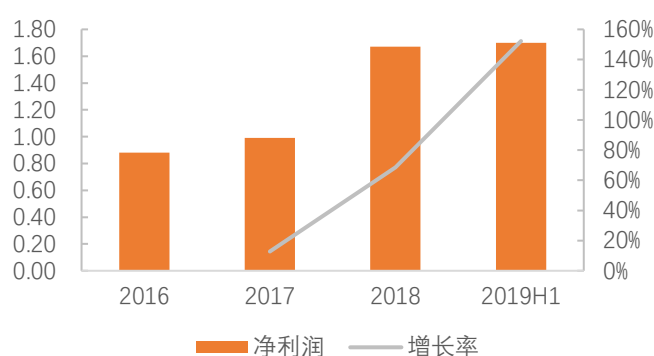
2019 年公司扩大运营，将美国业务纳入公司体内。上半年实现营收 7.95 亿元，同比增长 91.33%，实现净利润 1.7 亿元，同比增长 152.25%。

图 3：公司 2016-2019H1 营业收入及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：公司 2016-2019H1 净利润及增速

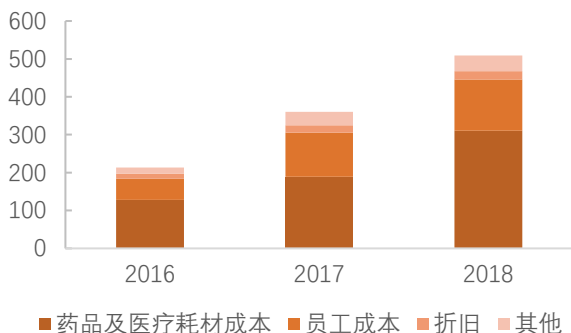


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

成本端，公司的成本主要由药品及医疗耗材成本、员工成本和折旧三方面构成。2018 年三者对应成本占比为 61.1%、26.5%、4.4%，目前来看三者占比除折旧连年下降外基本已经处于稳定状态。

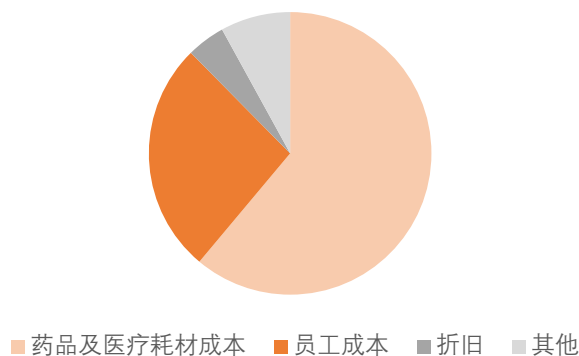
2017 年纳入深圳中山医院后员工成本端翻倍增加，2018 年公司市场份额进一步扩大，服务患者数量增加导致药品及医疗耗材成本增加。

图 5：成本端 2016-2018 年变化（单位：百万）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

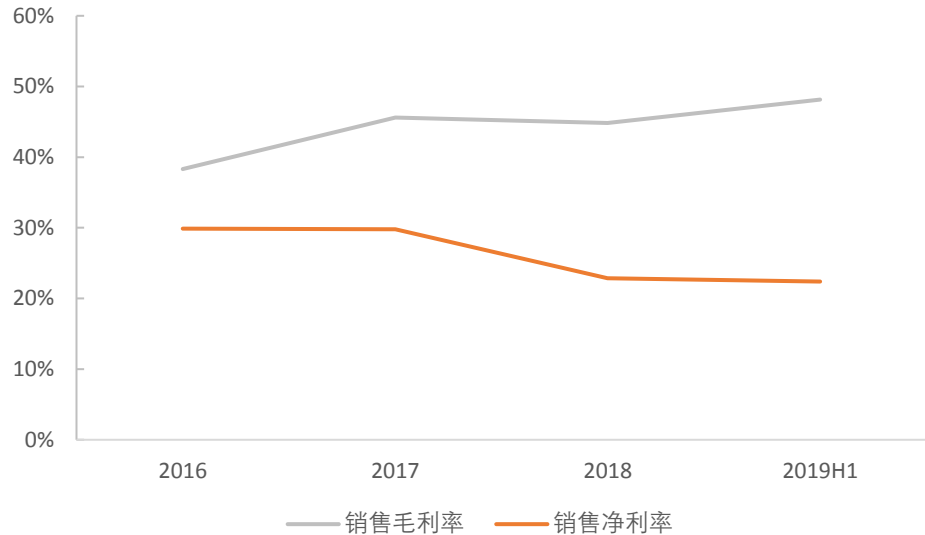
图 6：2018 年成本端占比情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

总体来看，公司盈利能力较强。2016 年公司销售毛利率为 38.31%，净利率为 29.88%。2018 年毛利率为 44.81%，净利率为 22.86%。2018 年公司产生大量行政开支，同时由于上市产生大量费用开支导致净利率下降。

图 7：公司销售毛利率与销售净利率情况

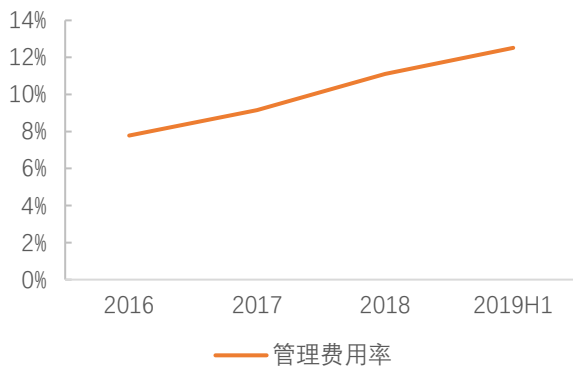


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

费用端来看，公司的销售费用较低。近年来由于收购与上市等项目导致管理费用有所提升。2016 年管理费用为 0.27 亿元，2018 年因深圳中山医院并表管理费用为 1.03 亿元，复合增长率达 95.32%。

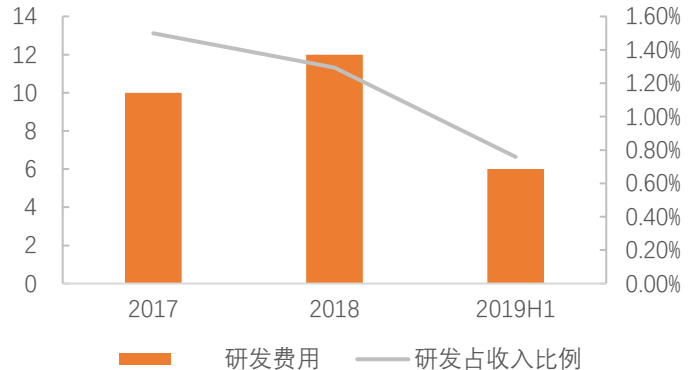
研发费用端公司主要用于深圳中山医院辅助生殖技术项目，2017 年研发费用 0.1 亿元，2018 年研发费用 0.12 亿元，同比增长 20%，表明公司研发活动稳步运行状态。2018 年公司由于上市产生了上市费用 2.07 亿元。

图 8：2016-2018 年公司管理费用率变化情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：2017-2018 公司研发费用及增速（单位：百万）

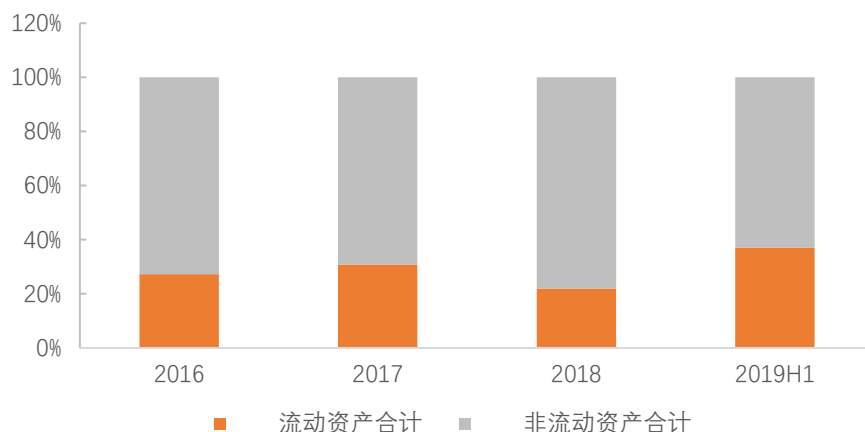


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资产方面，公司整体配置合理。公司主要提供辅助生殖医疗服务，因而对设备等固定资产有更高要求，公司非流动资产三年来一直处于 70% 左右的比例。

其中 2018 年非流动资产比例突增系成都锦欣生殖医院迁址，增加了公司固定资产。现金及现金等价物方面一直处于高速增长，表明公司现金储备充足。2017、2018 年分别因股东出资及股权持有人注资及股份发行所得款项增加导致资产有所增加。

图 10：公司 2016-2018 年流动资产及非流动资产占比

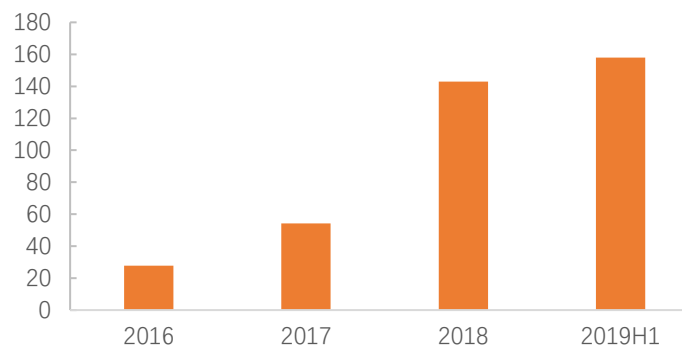
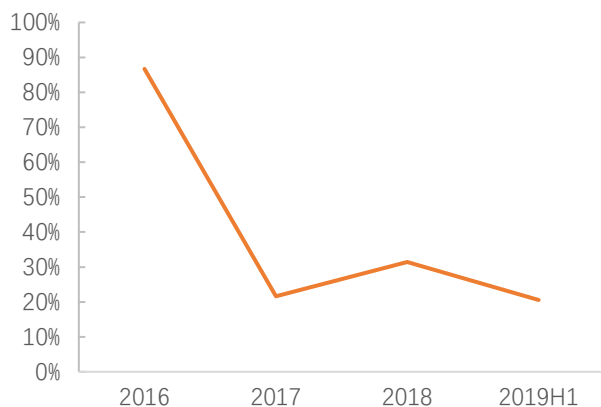


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

负债方面，公司负债近两年来趋于稳定。2016 年公司增加银行借款导致资产负债率高。而 2017 年陡降系收购事件。应付账款方面，公司 2018 年药品生产及医用耗材贸易应付款项增加，并且收购 Willsun BVI 导致应付账款连续三年扩大，2018 年增长率达 137.9%。

图 11: 2016-2019H1 公司资产负债率

图 12: 2016-2019H1 公司应付账款变化 (单位: 百万)



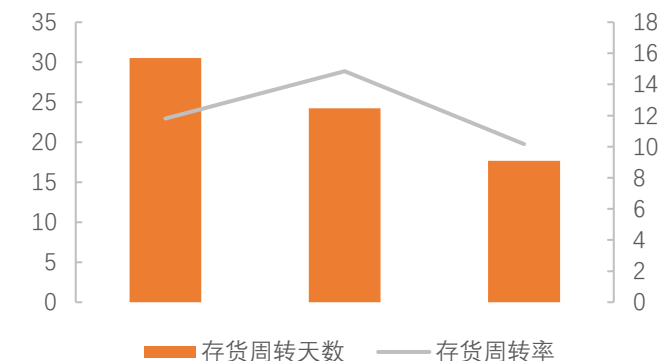
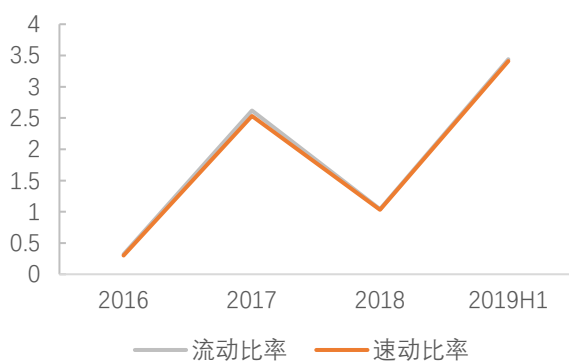
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司资产负债率低，整体的运营能力较强。存货方面，公司存货以药品为主，且存货周转率尽量与医疗机构的需求相匹配，因而从存货方面来看，公司营运能力较好。从应收账款方面来看，公司应收账款随业务规模扩大良性增加，处于稳定状态。

图 13: 公司 2016-2019H1 流动、速动比率

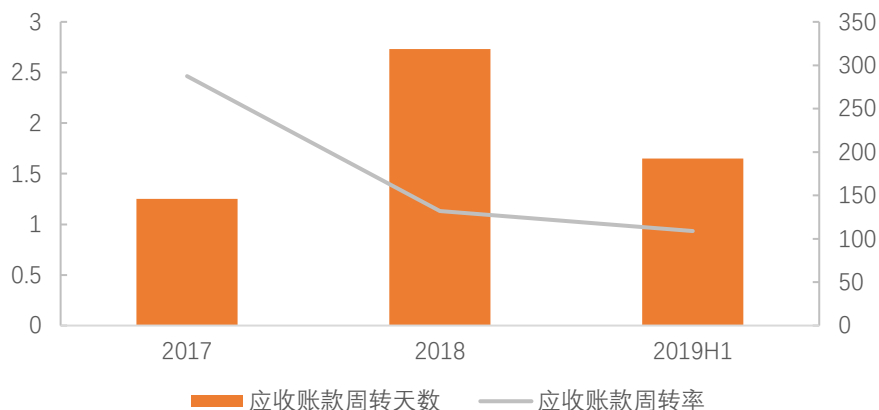
图 14: 公司 2016-2019H1 存货周转率和周转天数 (单位: 天)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

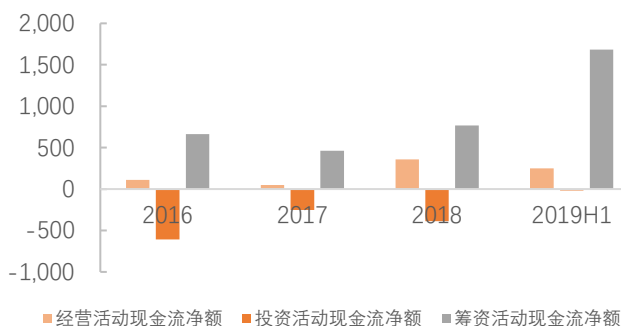
图 15：2017-2019H1 公司应收账款周转率和周转天数（单位：天）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

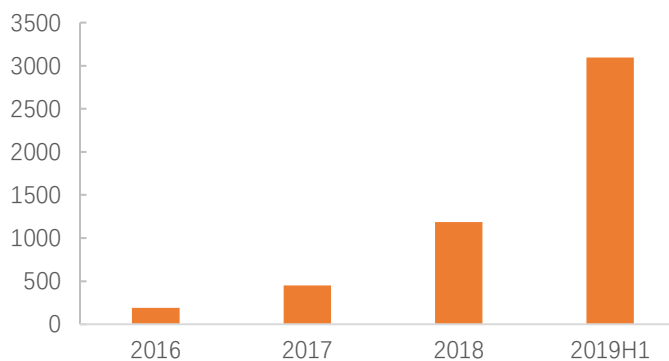
公司现金流充足，是维持其长期稳步健康发展的基础。2019 年 H1 公司经营活动现金流净额为 2.5 亿元，筹资活动现金流净额为 16.8 亿元。

图 16：公司经营、投资、筹资活动现金流净额（单位：百万）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

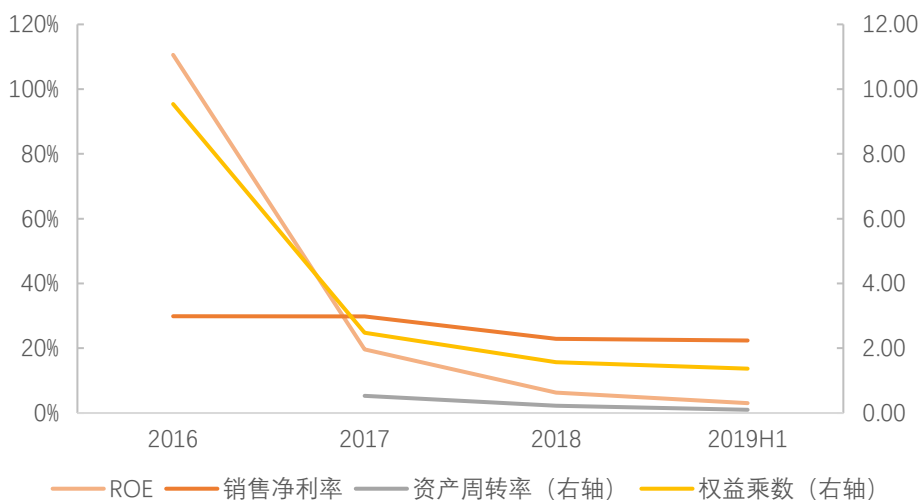
图 17：2016-2019H1 公司期末现金及等价物（单位：百万）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

对公司的 ROE 进行分析，并购以及迁址两则事件使得公司 ROE 在 2017 年、2018 年下降，未来在迁址完成后预计将释放大量业绩，使得 ROE 回升。

图 18：公司 2016-2019H1 ROE 变化情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3. 中美布局，拓宽业务渠道

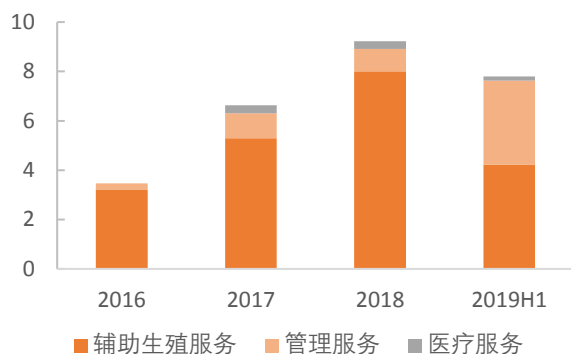


公司主营业务包括辅助生殖服务、管理服务和辅助医疗服务三个方面。以辅助生殖服务为主，公司依靠其优于同业其他竞争者的显著规模、高于同行业的成功率筑造进入壁垒，逐步实现行业全球领先，打造具备综合能力的全球辅助生殖平台的战略目标。

公司大部分收益来自辅助生殖服务。2016-2018 年，辅助生殖服务业务营收占总体营收比重为 93.1%、79.7%和 86.9%。

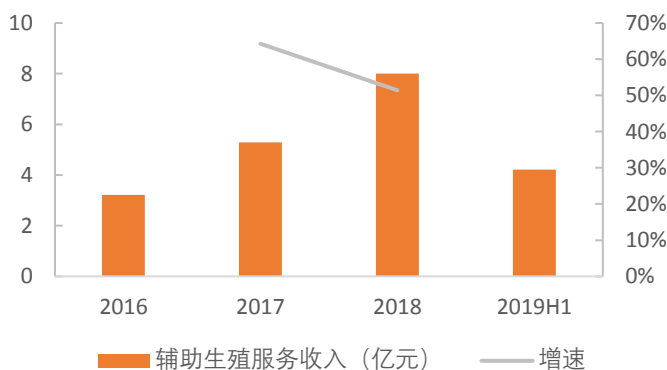
公司主要为患者提供人工授精和 IVF 技术治疗这两种方案。2016-2018 年辅助生殖服务营收 3.22 亿、5.29 亿以及 8.01 亿元，其中 2017、2018 年增速为 64.29%、51.42%。高速度增长反映公司良好发展前景。

图 19: 2016-2019H1 公司业务收入变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

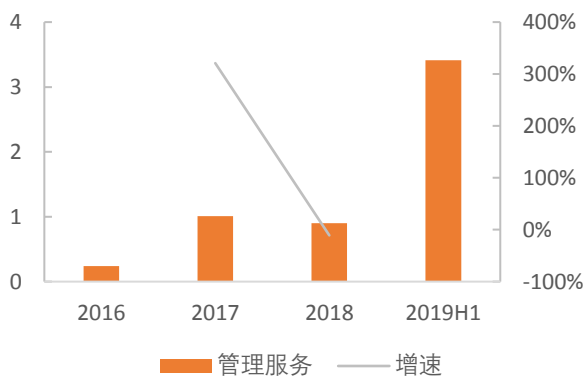
图 20: 辅助生殖服务 2016-2019H1 收入及增速



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

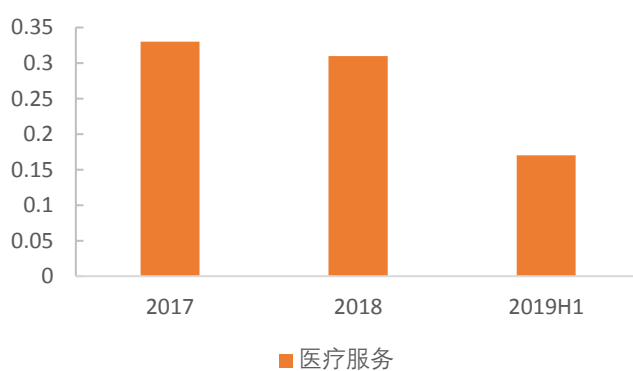
管理服务方面，公司向锦江生殖中心及锦欣生育中心提供管理服务，2018 年为优化业务结构和资源，公司停止了向锦欣生育提供管理服务。辅助医疗方面公司下属深圳中山医院提供妇科、泌尿外科及内科等领域的医疗服务。两种业务占比之和在 10%-20%之间，预计未来随着辅助生殖服务的进一步扩大以及管理服务的终止，两者所占份额将进一步下降。

图 21: 管理服务收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 22: 辅助医疗方面收入 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

公司的辅助生殖医疗机构网络主要布局在中美两国。布局在中国的医疗机构主要分布在四川成都以及广东深圳；在美国的医疗机构分布在加利福尼亚州。其中西囡医院集团（包括成都西囡医院和高新西囡医院）、锦江生殖中心、深圳中山医院 2018 年这三家医院收入分别为 5.39 亿、0.9 亿和 2.93 亿元，收入占比分别为 58.5%、9.7%和 31.8%，是目前公司业务的主要贡献医院。

表 1: 公司医院总体情况

辅助生殖医疗机构	位置	性质	成立时间	状况
自有				

成都西囡医院	成都	营利性专科医院	2010.3	营运中
成都高新西囡妇科	成都	营利性妇产科专科医院	2013.5	于 2019.1 停止营运
深圳中山泌尿外科医院	深圳	营利性专科医院	2004.5	2017.1 收购
RSA 中心	美国加利福尼亚州	手术中心	2008.1	2018.12 收购
NexGenomics	美国加利福尼亚州	PGS 实验室	2015.2	2018.12 收购
共同管理				
成都市锦江区妇幼保健院生殖中心	成都	非营利性妇幼保健院的 IVF 中	2003.1	2016.9 起共同管理
四川锦欣妇女儿童医院生殖健康与不孕症	成都	营利性妇女儿童医院的生殖	2016.4	2016.9-2018.3 共同管
门诊		中心		理
管理				
HRC Medical	美国加利福尼亚州	生殖诊所	1988.5	2018.12 间接收购

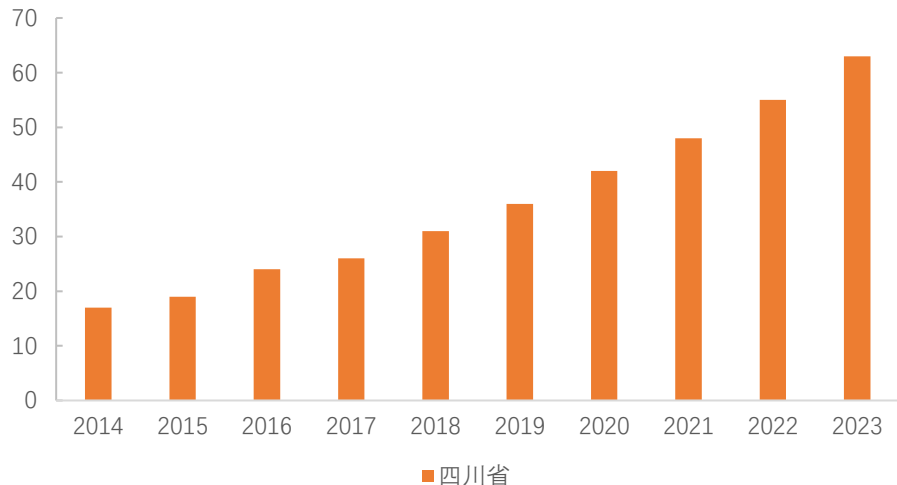
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.1. 西囡医院为核心，实现四川地区高市占率

2018 年四川的辅助生殖服务市场规模大约为 12.27 亿元，复合年增长率为 16.7%。公司招股说明书显示，由于人口庞大、经济发展迅速（尤其成都市）及辅助生殖服务渗透率较低等因素，预期四川的辅助生殖服务市场将于 2023 年增长至人民币 25.08 亿元。

2018 年四川省的辅助生殖服务渗透率为 6.7%，预期于 2023 年增加至 9.6%。四川省的 IVF 取卵周期总数由 2014 年的约 17000 个增加至 2018 年的约 31000 个，复合年增长率为 16.4%。随着辅助生殖服务需求的不断增加，预计 2023 年四川省的 IVF 取卵周期总数将达到 63000 个。

图 23：四川省 IVF 取卵周期总数：千个



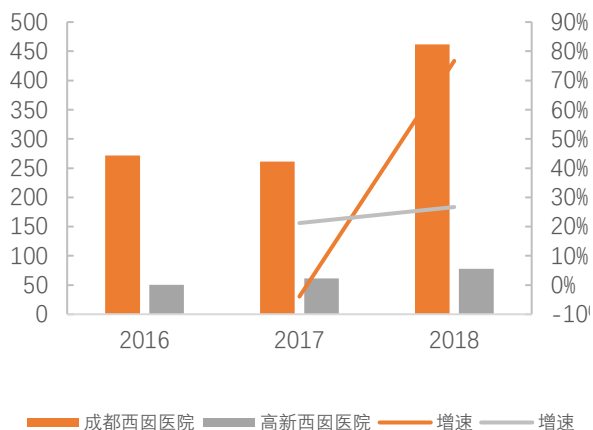
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

#### 3.1.1. 西囡医院集团——业绩增长的发动机

西囡医院集团包括成都西囡医院和高新西囡医院，是公司营收的主要来源点之一（搬迁新址后，高新西囡医院资产出售）。成都西囡医院于 2012 年 7 月获取辅助生殖技术牌照。此外，截至 2016 年，在九家持有 IVF 牌照的四川省辅助生殖机构中，西囡医院集团是唯一一家私营辅助生殖服务集团。按 IVF 取卵周期数计算，公司在成都的辅助生殖医院 IVF 取卵周期数位居四川省首位，市场份额达到 50.1%，是 2018 年四川省仅有的两家进行超过 5000 个 IVF 取卵周期的辅助生殖服务提供者中的其中一家。

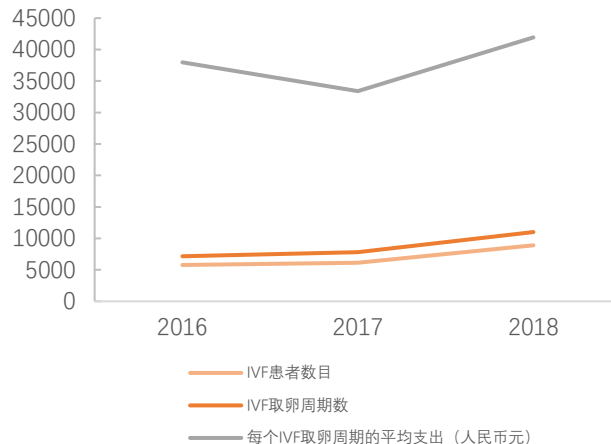
2019H1 成都西囡医院患者数量 4470 人，取卵周期数 4988 个，实现收入 2.76 亿元，同比增长 14.05%。2019H1 成都西囡 IVF 成功率达 55.1%，高于四川整体成功率 49%，体现出医院在辅助生殖技术上的优势。

图 24：两家医院收入（单位：百万）及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 25：主要指标的变化情况

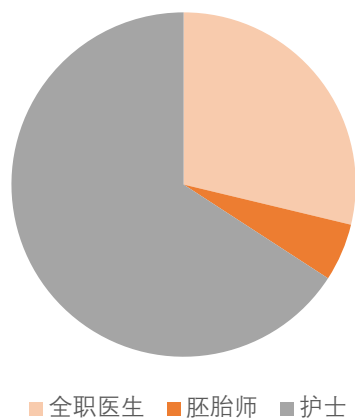


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

四川省辅助生殖服务市场体量大，渗透率低，公司在四川地区市场占有率高，拥有稳定的客流量与高成功率带来的高口碑，未来有望持续受益四川地区的行业发展，也将成为公司未来收入的主要动力。

西囡医院集团拥有强大的医疗团队。截至 2018 年末，西囡医院集团拥有 69 名全职医生(包括 22 名生殖医生及 47 名妇科、男科、中医科及其他医生)、13 名胚胎师及 158 名护士。在该等医生中，其中一名为主任医师，14 名为副主任医师，24 名为主治医师，而 30 名为初级医生。

图 26：西囡医院集团医生构成情况（单位：名）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2019 年 2 月 11 日，成都西囡医院完成迁址，现所在地面积是原地址的七倍以上，新医院楼的投入使用提升了患者治疗环境、提高医院效率、服务质量及产能，最终提高公司的营运能力，为公司持续释放大量业绩。

图 27：西囡医院新址



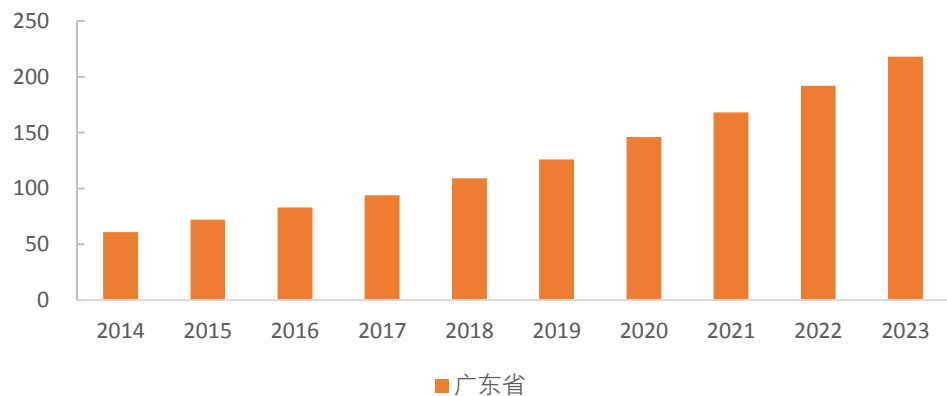
资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.2. 广东地区为重点，以深圳中山医院为中心点建立格局

在广东省的辅助生殖服务市场由 2014 年的人民币 23.67 亿增加至 2018 年的人民币 43.43 亿元，复合年增长率为 16.4%。未来随着投放于辅助生殖服务的资源及收入水平上升，预期广东省的辅助生殖服务市场将会于 2023 年进一步增长至人民币 88.02 亿元。

广东省进行的 IVF 取卵周期总数由 2014 年的约 61,000 个增加至 2018 年的约 109,000 个，复合年增长率为 15.7%。未来需求上升推动 2023 年广东省 IVF 取卵周期总数达 218000 个。2018 年广东省的辅助生殖服务渗透率为 10.7%，预期于 2023 年增加至 15.2%。

图 28：广东省 IVF 取卵周期总数：千个



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

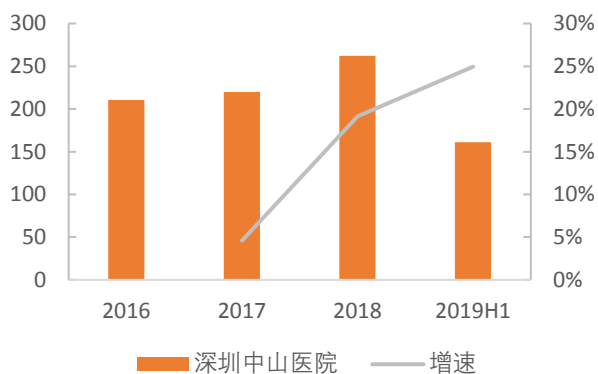
公司于广东省的收入来自深圳中山医院。深圳中山医院成立于 2004 年 5 月，2008 年 8 月获得辅助生殖技术许可证书，成为深圳首批辅助生殖机构之一。深圳中山医院于 2016 年实现超过 5,000 个 IVF 取卵周期。

公司于 2017 年 1 月收购深圳中山医院。2018 年深圳中山医院为广东省辅助生殖服务市场的第三大参与者，市场份额为 4.9%，实现收入 2.93 亿元。患者数量并购后的 3418 人增加到 2018 年的 3976 人，2018 年取卵周期数及每个 IVF 取卵周期的平均花费分别为 5352 和 4.9 万元，成功率达 52%。

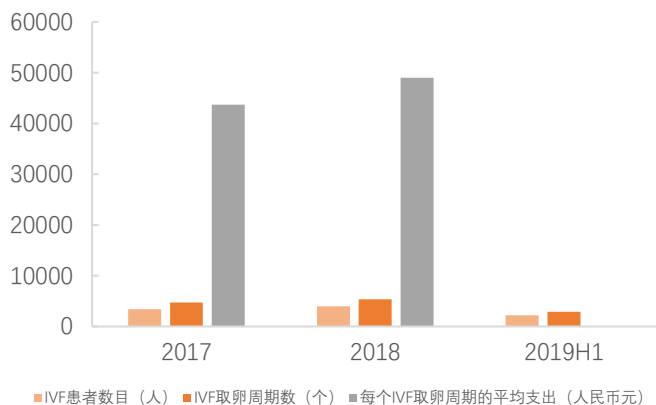
2019H1 深圳中山医院完成装修，业绩增速明显，实现收入 1.61 亿元，同比增长 24.95%。

图 29：深圳中山医院收入及增速

图 30：主要指标变化情况



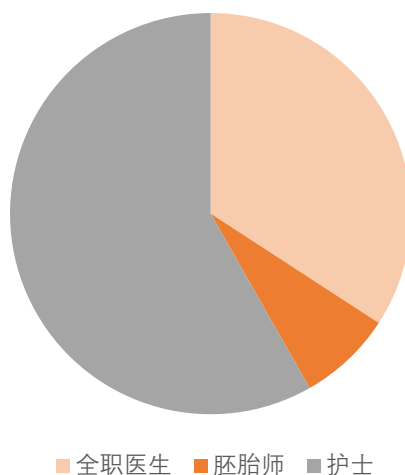
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

深圳中山医院在生殖免疫学领域具备成熟的实力。2016年5月，深圳中山医院与一所著名大学的附属医院共同建立联合研发中心，专注于有关自然流产和反复植入失败的免疫因素研究。截至2018年末，深圳中山医院拥有54名全职医生（包括21名生殖医生及33名妇科、男科、中医科及其他医生）、12名胚胎师及92名护士。在该等医生中，一名为主任医师，18名为副主任医师，21名为主治医师及14名为初级医师。

图 31：深圳中山医院医生构成情况

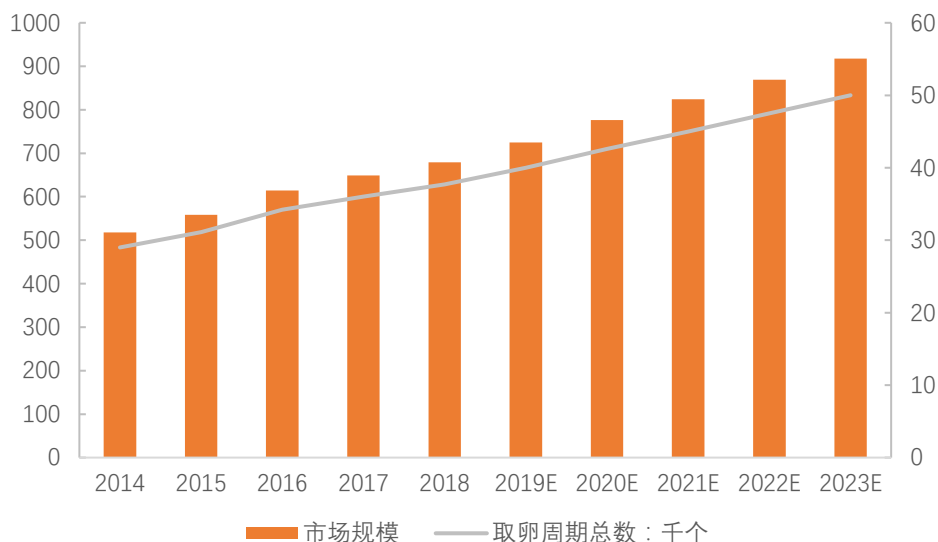


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.3. 加利福尼亚州为起点，打开美国辅助生殖服务市场大门

在加利福尼亚州，辅助生殖服务市场增速高于美国总体市场，由2014年约518百万美元增加至约679百万美元，复合年增长率为7.0%，预期于2023年前增至约918百万美元。就IVF取卵周期数目而言，加利福尼亚州的IVF周期总数由2014年的29000个增加至2018年的37700个，复合年增长率为6.8%。预期于2023年前，加利福尼亚州的相关数目将达到50000个。就数据来看加州作为美国辅助生殖服务市场发展的领跑区域，适合作为公司打开美国市场的起点。

图 32：加州辅助生殖服务市场规模（单位：医院）及取卵周期总数：千个

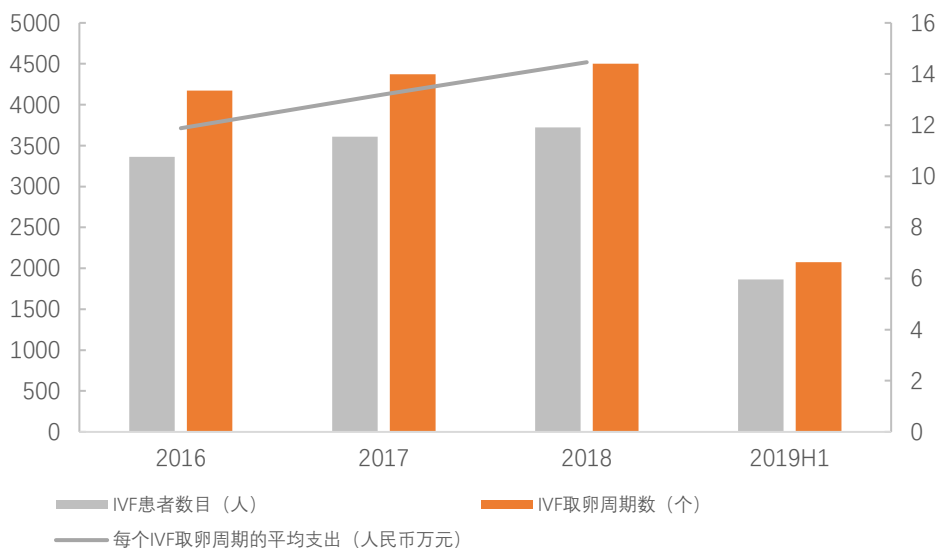


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

公司实施全球化战略部署, 积极在国外展开布局。公司在美国的布局主要集中在加利福尼亚州。2017 年公司收购 HRC Management 进入美国市场, 主要向 HRC Medical 提供管理服务收取管理费用, 两者统称 HRC Fertility。2017 年 7 月收购以后公司实现管理费用 2.72 亿元, 2018 年全年实现收入 5.93 亿元。

2018 年, HRC Fertility 进行了 4500 次 IVF 取卵周期, 在美国西部辅助生殖服务市场中排名第一。HRC Fertility 于 2016 年达到 62% 的成功率, 高于全国平均值 53% 和加州州平均值 57%。在加利福尼亚州, HRC Fertility 按来自辅助生殖诊所的收入及进行的 IVF 取卵周期计排名首位, 市场份额分别为 13.9% 及 11.9%。公司通过向其提供管理服务可以顺利打开美国市场, 积极进行全球化布局战略。

图 33: 主要指标变化情况



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

## 4. 辅助生殖好赛道, 发展潜力大

### 4.1. 不孕不育率提升, 需求端稳定

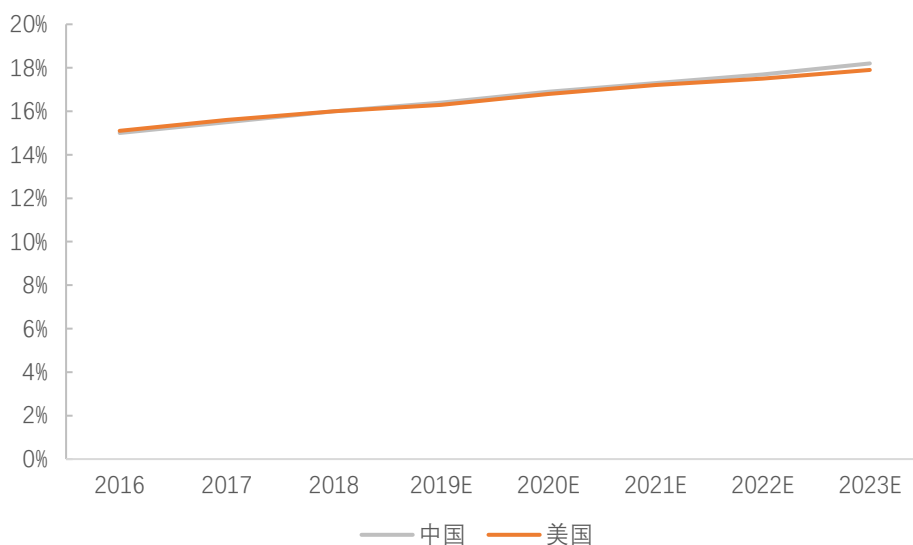
不孕症为生殖系统疾病, 特征是在经过 12 个月或更长时间经常性进行未有避孕的性行为后仍未能临床怀孕。女性不孕症的原因包括 (其中包括) 排卵问题、输卵管或子宫受损及子宫颈异常。男性不孕症原因包括 (其中包括) 精子不足、精子功能异常及精子传送受到

阻塞。

不孕症在全球越来越普遍，主要是由于首次生育平均年龄上升，以及不健康生活方式和环境的因素所致。全球不孕症患病率由 1997 年的 11.0% 上升至 2018 年的 15.4%，预计到 2023 年将上升至 17.2%。全球不孕率上升，各种医疗服务涌现，包括(i)药物治疗、(ii)手术和(iii)辅助生殖服务。

中国不孕症患病率预计将从 2018 年的 16.0% 增加到 2023 年的 18.2%，环境污染、工作与生活平衡不良以及其他不健康生活方式等因素持续推动着不孕症的增长。在美国，预计不育症患病率将从 2018 年的 16.0% 稳步上升至 2023 年的 17.9%，主要是由于首次生育平均年龄、肥胖率及不健康压力水平上升。

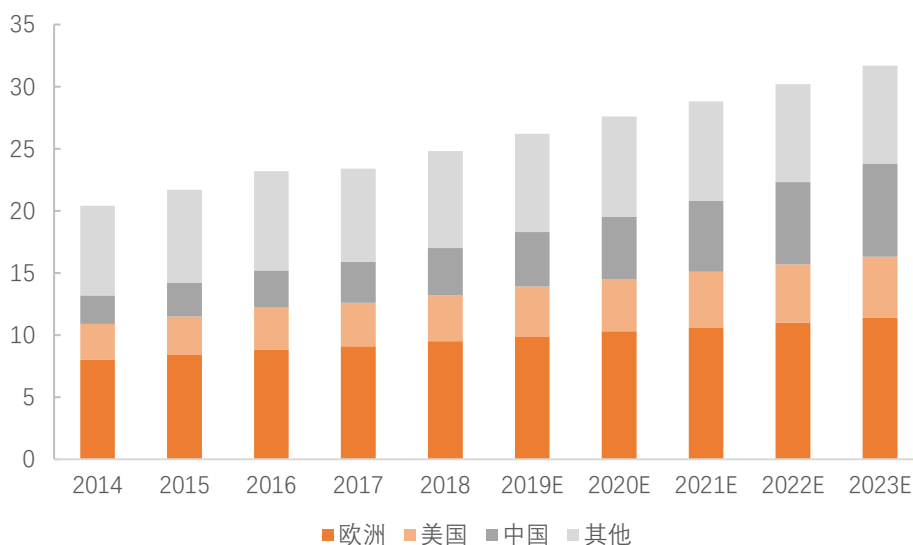
图 34：中国及美国不孕率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

不孕率的提升和对健康状况高标准的需求推动辅助生殖服务市场体量的不断增加。全球辅助生殖服务市场由 2014 年的 204 亿美元增长至 2018 年的 248 亿美元，复合年增长率为 5.1%，预期于 2023 年将进一步增长至到 317 亿美元。

图 35：全球按地区划分辅助生殖服务市场明细（单位：十亿美元）



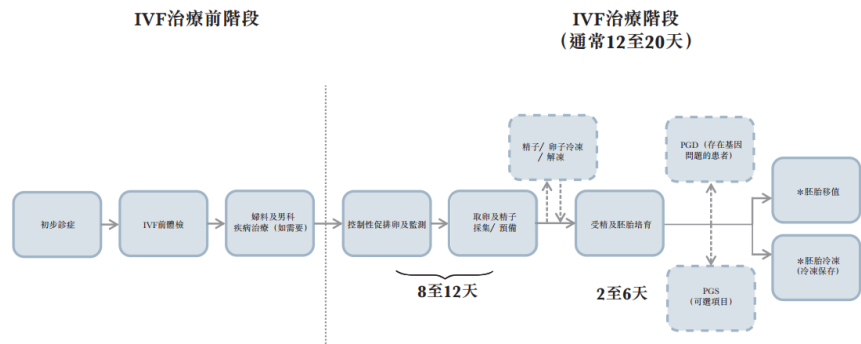
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

#### 4.2. 具有一定技术壁垒，规范化流程是保持高成功率的关键

辅助生殖服务包括人工授精(AI)、IVF 技术和植入前基因诊断与筛查(PGD/PGS)，其中 IVF 技术使用更为广泛，2018 年 IVF 在中国和美国的辅助生殖服务市场保持 95% 的市场份额。公司医疗布局网络内的辅助生殖医疗机构主要提供 IVF 技术。

典型的 IVF 疗程主要包括两个阶段：IVF 治疗前阶段和 IVF 治疗阶段。IVF 治疗前阶段，患者先接受初步诊症、进行 IVF 前体检及进行妇科及男科疾病治疗。IVF 治疗阶段于女性患者开始控制性促排卵时展开。控制性促排卵结束后，将会进行取卵、精子预备与采集、胚胎培育、胚胎移植或胚胎冷冻保存等过程。IVF 治疗阶段一般需时 12 至 20 日，视各患者个别的医疗状况而定。

图 36：IVF 主要流程

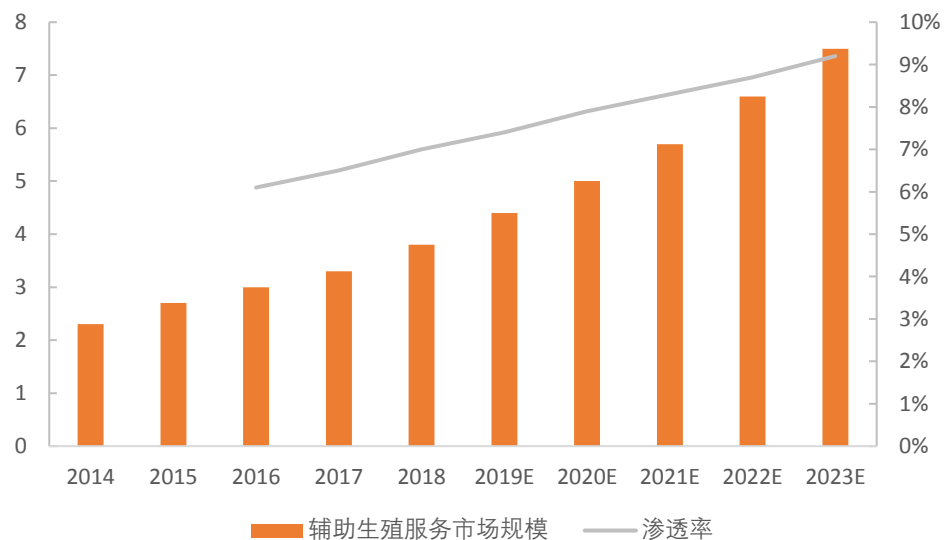


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

#### 4.2.1. 中国辅助生殖渗透率低，行业发展空间较大

我国辅助生殖服务市场增长迅速，由 2014 年的 140 亿元增加至 2018 年的 252 亿元，复合年增长率为 15.8%。2018 年我国辅助生殖服务渗透率约为 7.0%，未来随着技术的发展与消费水平的提升，以及需求端的提升，行业渗透率有望在 2023 年提升至 9.2%。辅助生殖市场空间也有望提升至 75 亿美元左右，发展潜力较大。

图 37：中国辅助生殖服务市场规模（单位：十亿美元）及渗透率

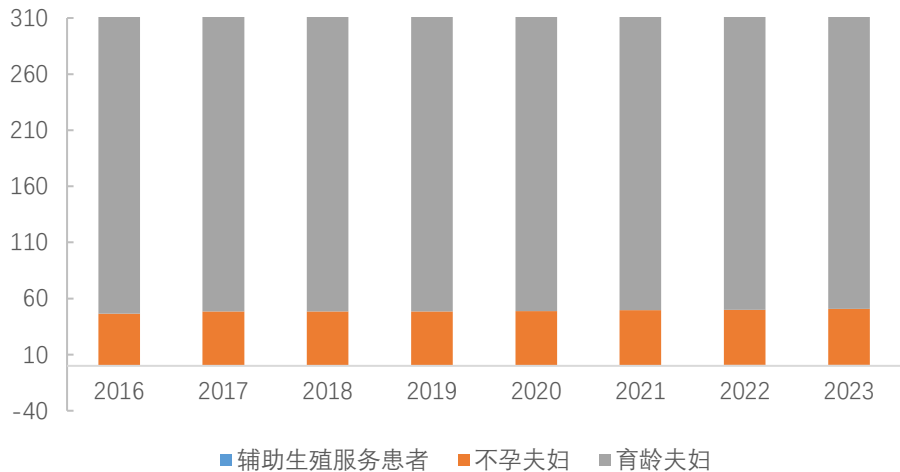


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从不孕不育率上来看，2018 年中国不孕夫妇 4780 万对，预期于 2023 年将增加至约 5030 万对。同年只有 56.8 万名患者接受辅助生殖服务，预计 2023 年将达到 85.5 万名。2016 年中国辅助生殖机构数量为 451 家，辅助生殖机构的增加主要为不断适应需求的增长。

图 38：中国不孕夫妇的数量：百万

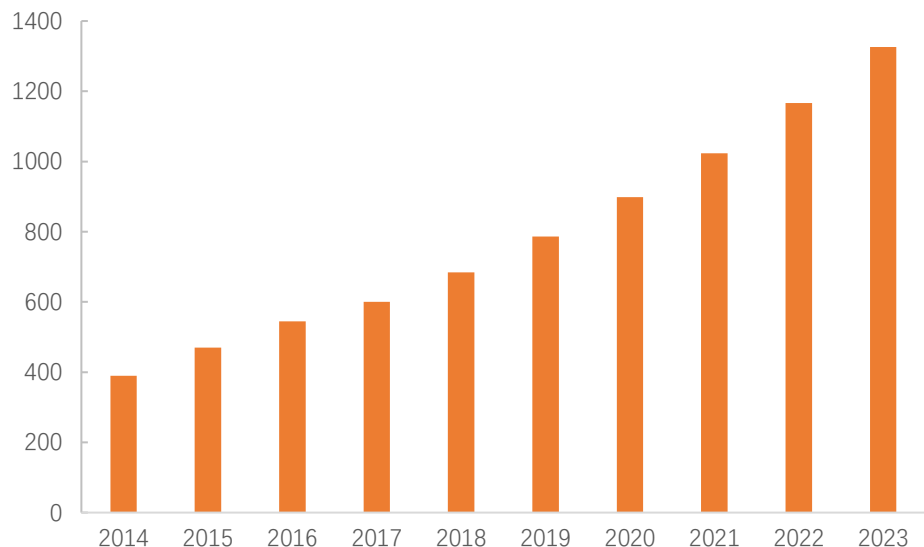




资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

从 IVF 取卵周期来讲, 中国 IVF 取卵周期数大量增长, 从 2014 年的 39 万个增加至 2018 年的 68.4 万个, CAGR 为 15.1%, 预计 2023 年增长至 132.6 万个。

图 39: 中国进行的 IVF 取卵周期总数 (单位: 千个)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

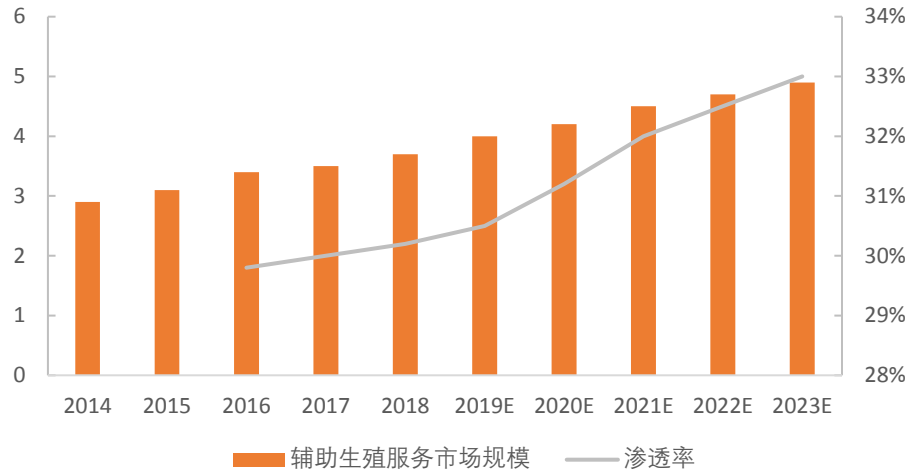
未来随着生育率上升和二胎政策等政府激励政策的推动, 辅助生殖医疗服务的需求端将不断增加, 带动整个行业跨步前进。

#### 4.2.2. 美国成熟市场, 行业增长平稳

2018 年美国的辅助生殖服务市场大约为 37.1 亿美元。2014-2018 年复合年增长率为 6.6%, 预期 2023 年增长至 49.3 亿美元, 增长动力主要为首次生育平均年龄上升、辅助生殖服务被更广泛地接纳支持及 LGBT 族群的婚姻增多。

美国的辅助生殖技术服务渗透率相对较高, 为 30.2%。辅助生殖服务诊所的数目大致稳定, 由 2012 年的 486 家增长至 2016 年的 502 家。2018 年美国约有 450 万对不育夫妇, 其中 70 万对夫妇需要辅助生殖服务, 21.71 万名患者在美国接受辅助生殖服务。

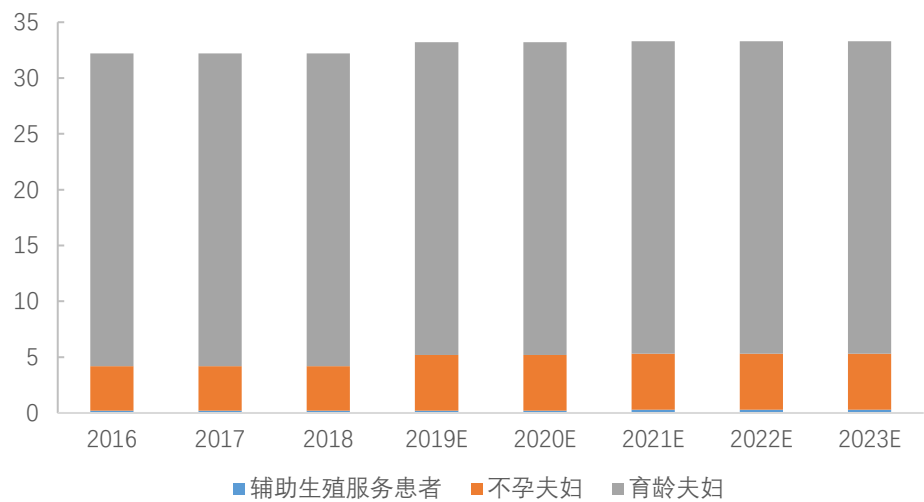
图 40: 美国辅助生殖服务市场规模 (单位: 十亿美元) 及渗透率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2018年美国不孕夫妇450万对，其中70万对夫妻需要辅助生殖服务，预计2023年不孕夫妇将增加至530万对。

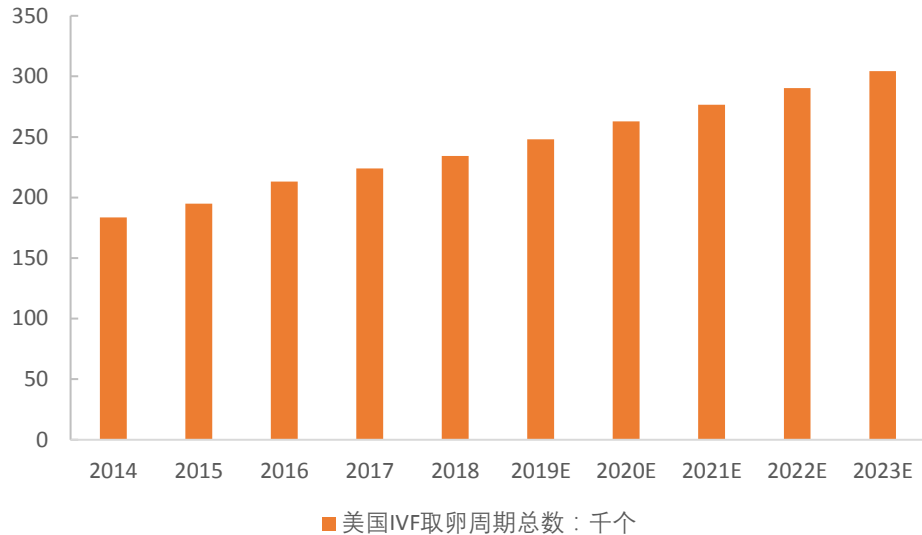
图 41: 美国不孕夫妇的数量：百万



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

就IVF取卵周期数目而言，美国IVF周期总数由2014年的18.36万个增加至2018年的约23.44万个，复合年增长率为6.3%。预期2023年，相关数目将达到30.43万个。

图 42: 美国进行的IVF取卵周期总数（单位：千个）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

就目前看来，美国先进技术、高成功率及更高标准的服务等优势未来将推动全球更多患者前往美国寻求辅助生殖服务，进一步推动美国辅助生殖服务市场发展，未来市场发展动能充足。

### 4.3. 市占率处行业前列，发展空间广阔

公司在国内与国外都均有较高的市场占有率。在国内公司 2018 年进行的 IVF 取卵周期总数 20958 个，以取卵周期总数计算的市场份额为 3.1%，在国内市占率排名前五中四个都为国有医院的情况下排名第三，以收入计公司市场份额为 3.9%，排名第二，总体来看在非国有辅助生殖服务供应商中排名第一。

在国外的布局 HRC Fertility 2018 年进行的 IVF 取卵周期总数为 4500 个，以取卵周期总数计算和以收入计算的市场份额分别为 1.9% 和 2.5%，在美国西部排名均为首位，总体分别排名第五和第二名。

表 2：国内公司市占率在行业内情况

公司	性质	2018 年在中国进行 IVF 取卵周期数目	按照 2018 年在中国进行 IVF 取卵周期数目计算的市场份额	按照 2018 年自中国辅助生殖医疗网路所得的收入计算的市场份额
三级生殖与遗传医院	国有，私立	40000 个	5.80%	6.20%
山东大学附属三级生殖医院	国有，公立	28000 个	4.10%	3.60%
锦欣生殖	非国有，私立	20958 个	3.10%	3.90%
北京大学附属三级医院	国有，公立	19000 个	2.80%	2.70%
上海交通大学附属三级医院	国有，公立	17900 个	2.60%	2.90%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 3：国外公司市占率在行业内情况

公司	2018 年收入按收入计算的市场份额	2018 年在美国进行 IVF 取卵的 IVF 取卵周期数目	按 2018 年在美国进行的 IVF 取卵周期数目计算的市场份额
私人 IVF 中心	196 5.30%	11300 个	4.80%
HRC Fertility	94 2.50%	4500 个	1.90%
私人 IVF 中心	92 2.50%	6800 个	2.90%
私人 IVF 中心	89 2.40%	5500 个	2.30%
私人 IVF 中心	77 2.10%	5100 个	2.20%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

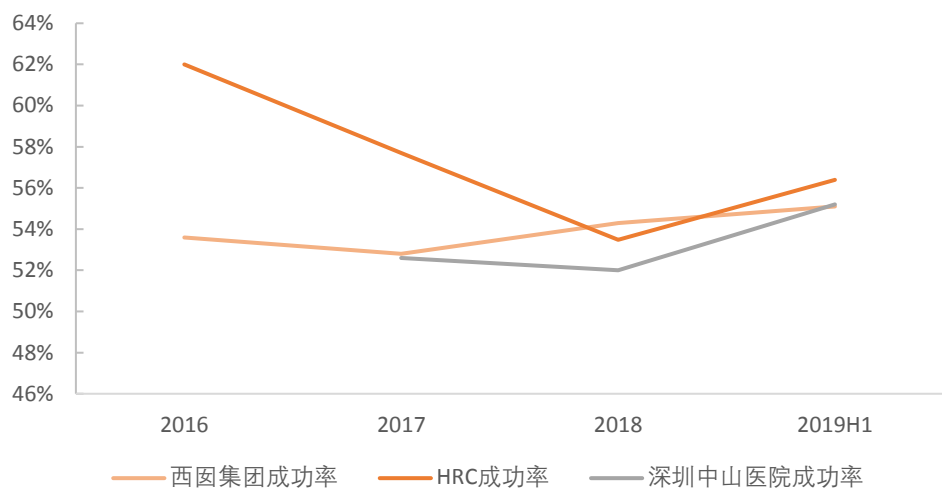
## 5. 成功率与优质服务铸造核心优势，

### 5.1. 高成功率、高生产率筑造公司护城河

公司作为国内外领先的辅助生殖服务供应商，保持着高于行业平均成功率的水平，2018年公司在国内的辅助生殖网络取得了54%的成功率，全国平均水平为45%。国外HRC Fertility于2016年达到62%的成功率，高于加州的57%和全美的53%。

2018年，公司中国网络的医疗机构各生殖医生进行的平均IVF取卵周期约为437个，远高于全国平均水平（约220个）。美国方面HRC Fertility医生进行IVF取卵周期数平均约为346个，为全国平均水平（约155个）的2.2倍。高成功率和高生产率为公司营造好的生育和口碑，筑成公司牢固的护城河。

图 43：各医院成功率变化情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

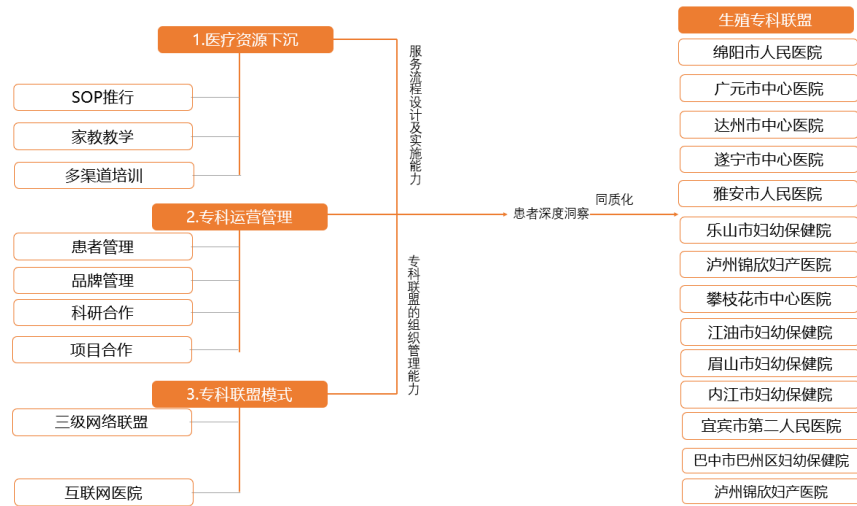
### 5.2. 高市场口碑，多家医院合作实现较好导流

辅助生殖具有一定的医疗属性且对于患者而言属于“刚需性”消费，历经多年的发展，公司已经建立了良好的市场口碑，患者来源多为口碑转介，具有较强的行业地位公司。为进一步提升公司品牌知名度，公司进行新的突破，通过组织教育活动以及与第三方机构和商业伙伴合作，进行推广活动来销售。

为进一步提升市场知名度，公司推出了“生命方舟计划”。“生命方舟计划”中公司与四川当地50多家医院签订协议，医院在初步咨询，诊断及IVF前体检后将其患者推介于公司，公司在完成IVF取卵后将该等患者推介于有关医院以提供产前服务，实现良好的导流互助机制。

公司在四川11家综合医院及妇科医院（其中八家为三甲医院）设有标准化的远程会诊室。在会诊室内，公司网络内的成都医疗机构的医生能为相关医院的患者会诊，进一步促进更多患者使用公司的辅助生殖服务。在“生命方舟计划”计划的带领下，公司加强与医院端的合作，进一步加深公司在四川省内的布局，拓宽市场份额，公司品牌进一步打响。

图 44：“生命方舟计划”联合医院情况



资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

## 6. 盈利预测与估值讨论

锦欣生殖是资本市场辅助生殖第一股，公司通过成都西囡医院、深圳中山医院、美国 HRC 完成了在西南地区、华南地区以及美国地区的布局。市场地位稳固，并具有良好的增长潜力，在行业的成长阶段，我们认为其经营规模有望进一步提升。预计 2019-2021 年公司净利润水平分别为 4.87/5.89/7.12 亿元。

关键假设：

- 1、成都地区市场占有率高，随着产能的扩张，辅助生殖服务有望继续保持 20%左右平稳快速增长。
- 2、深圳医院地区华南优势区域，居民消费水平高，市占率提升空间大，辅助生殖服务有望保持 25%的快速增长。
- 3、公司的管理服务费与辅助医疗服务方面增长主要来源于行业需求的增长，我们认为未来有望保持与行业同比的增长，增速大约 15%左右。

2019 年公司收购美国业务后，HRC 通过管理服务费用的方式进入上市公司体内，2019 年 H1 管理服务费用总占比达到 43.2%，管理服务费用与辅助医疗服务费用收入的提升，有利于提升公司整体净利率水平，净利率水平有望提升至 29%左右。

表 4：公司收入拆分（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019H1	2019E	2020	2021
	营收	营收	营收	营收	营收	营收	营收
<b>辅助生殖服务</b>							
西囡医院集团	3.22	3.22	5.39	2.76	6.47	7.76	9.32
深圳中山医院		2.06	2.62	1.46	3.28	4.10	5.12
小计	3.22	5.29	8.01	4.22	9.75	11.86	14.44
<b>管理服务费</b>							
锦江生殖中心及锦欣生育中心	0.24	1.01	0.90	0.71	1.50	1.73	1.98
HRC Medical				2.70	5.50	6.33	7.27
小计				3.41	7.00	8.05	9.26
<b>辅助医疗服务</b>							
深圳中山医院		0.33	0.31	0.15	0.36	0.41	0.47

HRC Management				0.13	0.3	0.35	0.40
小计				0.28	0.66	0.75	0.87
总计	3.46	6.63	9.22	7.91	17.40	20.66	24.56
净利润	0.88	0.99	1.67	1.70	4.87	5.89	7.12

资料来源: wind, 招股说明书, 半年报, 天风证券研究所

公司所处行业市场空间大, 且护城河相对较高, 随着公司产能的不断提升, 有望继续保持稳步的增长。将公司与同类型医疗服务类型公司进行比较:

表 5: 公司估值同类型公司比较 (截止到 2019.10.14)

	市值 (亿元)	2018 年收入	2018 年利润	2019E 收入	2019E 利润	2019PE	2020PE
爱尔眼科	1134	80.09	10.09	103.7	13.7	83	63
通策医疗	337	15.46	3.32	19.9	4.7	72	55
美年健康	506	84.58	8.21	104	10.4	47	36
锦欣生殖	321 (港币)	9.28	1.67	17.4	4.87	66	55
希玛眼科	55.3 (港币)	3.77	0.37	5.73	0.88	62.84	44.96

资料来源: wind 一致预期, 天风证券研究所

注: 锦欣生殖数据来源于预测计算值

从比较数据来看, 公司估值水平处于医疗服务中位值水平, 考虑到公司所处赛道市场空间大, 护城河高; 公司管理能力优秀, 在合规质量、规范化流程等方面具备较强的把控力, 市场口碑较高, 未来有望保持继续稳步的增长。预计 2019-2021 年实现利润为 4.87/5.89/7.12 亿元, 对应 PE 为 66/55/45X, 在医疗服务领域具有较高的性价比。与 A 股通策医疗相比, 公司经营规模与体量与之相似, 与港股希玛眼科相比, 公司体量与盈利能力更强。目前公司全国范围内已经拥有较高的口碑, 属于行业龙头; 辅助生殖行业市场空间大, 护城河高; 公司在合规、规范与医疗质量与服务方面, 软硬实力兼备, 属于第一梯队, 因此在估值上享有一定溢价, 未来随着产能的释放, 未来有望保持快速稳步的发展, 因此给予其 2020 年 63 倍 PE, 对应市值 371 亿元, 目标价 15.24 港元。首次覆盖给予“买入”评级。

## 7. 风险提示

风险方面, 公司存在医疗质量风险, 美国业务与国内辅助生殖行业的在法规上的不同可能涉及到的法律风险, 政策与监管导致公司业务开展受影响的风险等。

1. 医疗事故风险: 结合公司 2016-2018 年在不同程度上都产生了法律诉讼费用来看, 辅助生殖医疗服务存在小概率的医疗事故, 而此种小概率的医疗事故发生会对患者身体产生损害或者延误了最佳的治疗时机, 产生医疗事故风险。

2. 医疗质量风险虽然公司在国内外行业内均已实现了超出行业水准的成功率, 但是仍存在不成功的可能性, 治疗失败的可能性导致医疗质量风险。

3. 法律政策及监管风险美国与国内在辅助生殖行业方面法律法规以及政策监管方面均存在不同, 公司在中美的业务展开需要根据两国政策及监管方式实时调整业务形式、发展战略和发展方向, 造成潜在的法律政策及监管风险。

4. 估值差异风险。A 股和港股市场不同, 估值方式等的不同导致估值差异, 存在估值体系上的风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com