

【广发医药&海外】锦欣生殖 (01951.HK)

内生外延齐发展，生殖龙头前景广

核心观点:

- **收购武汉锦欣，IPO后首个国内并购标的落地。**2020年6月公司全资附属公司四川锦欣收购武汉黄浦医院合共75%股权，其中70%股权由四川锦欣持有，5%股权将用于员工股权激励。武汉黄浦医院为武汉拥有体外受精IVF牌照及卵胞浆内单精子注射(ICSI)仅有的两所非公立及营利性医院之一。目前湖北市场IVF渗透率低于全国平均水平，份额最高的华中科技大学同济医学院附属同济医院市占率约33%，尚未形成绝对龙头且行业发展空间较大。目前武汉锦欣已吸引全国著名试管婴儿专家杨菁教授加入。杨教授是妇产科主任、妇产科学教研室主任、生殖医学研究室主任，从事不孕症的微创治疗20余年。杨教授的加入将助力锦欣武汉快速打造优质的医生团队，实现周期数的快速攀升。
- **国际市场持续开拓，整合渠道添砖加瓦。**继2020年3月老挝业务的拓展后，8月公司整合国际业务渠道商梦美，继续加强国际业务能力。凭借梦美合伙人向中国不同客户提供ARS客户支持的营运专业技能，加上锦欣集团庞大的医疗资源辅助，合营公司将进一步整合资源及提升业内领先地位，锦欣将具备更高实力满足中高端客户的广泛需求。
- **VIP业务占比提升显著，成都锦欣内生发展良好。**2020年1月-10月，成都业务中共有1700多人次选择VIP服务，同比增长97%，VIP服务渗透率从5.2%提升至11.2%，其中B套餐占比约30%。公司目前计划推出更高端的10万元定价的VIP套餐。VIP渗透率的提升和新套餐的增加有望持续提升成都锦欣的整体ASP并提高盈利能力。
- **盈利预测和投资建议：**预计20-22年归母净利润3.43/4.78/5.94亿元。采用DCF估值方法得到合理价值为15.60港元/股。公司竞争优势显著，内生外延并重，有望成长为辅助生殖品牌龙头，维持“买入”评级。
- **风险提示：**外延拓展和并购整合不及预期；内生增长低于预期。

*如非特殊说明，本报告货币单位为人民币

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	922	1,648	1,399	1,846	2,207
增长率(%)	39.1%	78.8%	-15.1%	31.9%	19.5%
EBITDA(百万元)	290	570	491	674	831
归母净利润(百万元)	167	410	343	478	594
增长率(%)	68.7%	145.9%	-16.3%	39.5%	24.3%
EPS(元/股)	-	0.17	0.14	0.20	0.24
市盈率(P/E)	-	54.38	84.41	60.52	48.69
ROE(%)	-	5.44%	4.36%	5.73%	6.65%
EV/EBITDA	-	38.36	57.60	41.24	32.70

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.14 港元
合理价值	15.6 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-12-11

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

马步云



SAC 执证号: S0260519080009

SFC CE No. BOS189



0755-88286935



mabuyun@gf.com.cn

相关研究:

【广发医药&海外】锦欣生殖 2020-04-05

(01951.HK):利润率提升,

业绩符合预期

【广发医药&海外】锦欣生殖 2020-01-17

(01951.HK):优质赛道龙头,

塑造卓越品牌

目录索引

一、收购武汉锦欣，吸引名医加入	4
二、国际市场持续开拓，整合渠道添砖加瓦.....	7
（一）拓展老挝业务，全球化布局再下一城	7
（二）整合渠道，加强国际业务实力	7
（三）海外疫情控好转在望，国际业务有望逐步回升.....	8
三、VIP 业务占比持续提升，成都锦欣内生成长良好	8
四、盈利预测与投资建议.....	8
五、风险提示	9

图表索引

图 1: 湖北省 IVF 医院分布及数量 (2019 年)	4
图 2: 湖北省 IVF 市场份额 (2019 年)	4
表 1: 湖北省辅助生殖机构情况.....	4
表 2: 武汉锦欣并购整合方向	6
表 3: 锦欣生殖现金流假设 (百万元)	9
表 4: 锦欣生殖的 DCF 估值.....	9

一、收购武汉锦欣，吸引名医加入

2020年6月29日，公司全资附属公司四川锦欣收购武汉黄埔医院合共75%股权，其中70%股权由四川锦欣持有，5%股权将由四川锦欣指定的独立法定主体持有以用于员工股权激励。武汉黄埔医院为一家位于中国湖北省武汉市江岸区的营利性三级专业妇产医院，其为武汉拥有体外受精IVF牌照以向患者提供辅助生殖服务ARS（包括常规体外受精及胚胎移植（IVF-ET）以及卵胞浆内单精子注射（ICSI））仅有的两所非公立及营利性医院之一。

2019年湖北省总人口5927万，人口数量排名全国第9。目前湖北省排名第一的IVF医院为华中科技大学同济医学院附属同济医院，份额约33%。湖北省超过1000周期/年的IVF医院仅有6家，合计市场份额超过80%。

图1：湖北省IVF医院分布及数量（2019年）

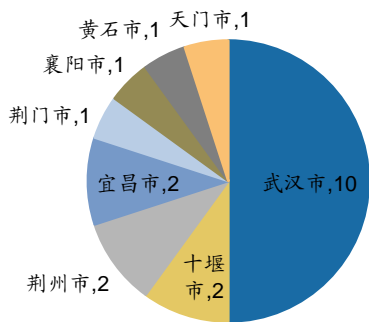
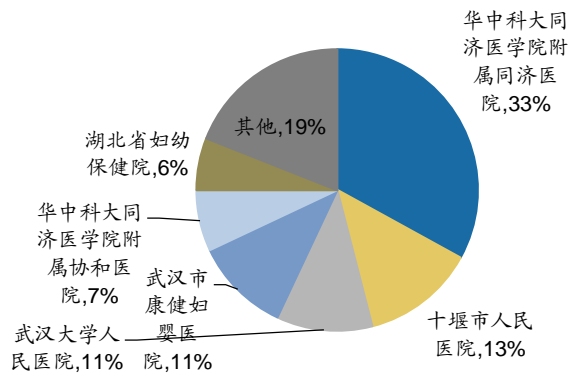


图2：湖北省IVF市场份额（2019年）



数据来源：锦欣生殖公司材料、广发证券发展研究中心

数据来源：锦欣生殖公司材料、广发证券发展研究中心

表1：湖北省辅助生殖机构情况

序号	名称	地址	所开展业务	运行状态
1	华中科技大学同济医学院 生殖医学中心	湖北省武汉市江岸区 三阳路128号三阳广场1-3层	夫精人工授精技术	正式运行
			供精人工授精技术	正式运行
			常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
			卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
2	华中科技大学同济医学院附属 同济医院	湖北省武汉市硚口区 解放大道1095号	夫精人工授精技术	正式运行
			供精人工授精技术	正式运行
			常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
			卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
			植入前胚胎遗传学诊断技术	正式运行
3	华中科技大学同济医学院附属 协和医院	湖北省武汉市江汉区 解放大道1277号	夫精人工授精技术	正式运行
			供精人工授精技术	正式运行
			常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
			卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
			植入前胚胎遗传学诊断技术	正式运行

			夫精人工授精技术	正式运行
4	武汉大学人民医院	湖北省武汉市武昌区解放路 238 号	常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术 植入前胚胎遗传学诊断技术	正式运行 正式运行 正式运行
5	武汉大学中南医院	湖北省武汉市武昌区东湖路 169 号	夫精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行 正式运行 正式运行
6	湖北省妇幼保健院	湖北省武汉市洪山区武珞路 745 号	夫精人工授精技术 供精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术 植入前胚胎遗传学诊断技术	正式运行 试运行 正式运行 正式运行 试运行
7	武汉市中西医结合医院 (武汉市第一医院)	湖北省武汉市硚口区 中山大道 215 号	夫精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行 正式运行 正式运行
8	荆州市中心医院	湖北省荆州市荆州区荆中路 60 号	夫精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行 正式运行 正式运行
9	荆州市第一人民医院	湖北省荆州市沙市区航空路 8 号	夫精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行 正式运行 正式运行
10	三峡大学附属仁和医院	湖北省宜昌市伍家岗区 夷陵路 410 号	夫精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行 正式运行 正式运行
11	十堰市人民医院	湖北省十堰市茅箭区 朝阳中路 39 号	夫精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术 植入前胚胎遗传学诊断技术	正式运行 正式运行 正式运行 正式运行
12	十堰市太和医院	湖北省十堰市茅箭区 人民南路 32 号	夫精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行 正式运行 正式运行
13	武汉康健妇婴医院	湖北省武汉市汉阳区 汉阳大道 505 号	夫精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行 正式运行 正式运行
14	宜昌市中心人民医院	湖北省宜昌市伍家岗区 夷陵大道 183 号	夫精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行 正式运行 正式运行
15	襄阳市中心医院	湖北省襄阳市襄城区荆州街 136 号	夫精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术 卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行 正式运行 正式运行
16	恩施州中心医院	湖北省恩施市舞阳大道 158 号	夫精人工授精技术	正式运行
17	武汉黄浦中西医结合妇产医院	湖北省武汉市江岸区 黄浦大街 266 号	夫精人工授精技术 常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行 试运行

序号	医院名称	医院地址	技术名称	运行状态
18	天门市第一人民医院	湖北省天门市竟陵人民大道东 1 号	卵胞浆内单精子显微注射技术	试运行
			夫精人工授精技术	正式运行
19	宜昌市第一人民医院	湖北省宜昌市西陵区湖堤街 4 号	常规体外受精-胚胎移植技术	试运行
			卵胞浆内单精子显微注射技术	试运行
20	中部战区总医院	湖北省武汉市武昌区武珞路 627 号	夫精人工授精技术	正式运行
			常规体外受精-胚胎移植技术	正式运行
21	荆门市第二人民医院	湖北省荆门市东宝区 象山大道 39 号	卵胞浆内单精子显微注射技术	正式运行
			夫精人工授精技术	正式运行
22	随州市中心医院	湖北省随州市曾都区龙门街 60 号	常规体外受精-胚胎移植技术	试运行
			夫精人工授精技术	正式运行
23	黄石市中心医院	湖北省黄石市黄石港区 天津路 141 号	夫精人工授精技术	正式运行
			常规体外受精-胚胎移植技术	试运行
24	武汉市普仁医院	湖北省武汉市青山区本溪街一号	卵胞浆内单精子显微注射技术	试运行
			夫精人工授精技术	试运行
25	咸宁市中心医院	湖北省咸宁市咸安区金桂路 228 号	常规体外受精-胚胎移植技术	试运行
			夫精人工授精技术	试运行
26	武汉市中心医院	湖北省武汉市江岸区胜利街 26 号	常规体外受精-胚胎移植技术	试运行
			夫精人工授精技术	试运行
27	武汉市妇女儿童医疗保健中心	湖北省武汉市江岸区球场路 213 号	常规体外受精-胚胎移植技术	试运行
			夫精人工授精技术	试运行

数据来源：卫健委、广发证券发展研究中心

将深圳的经验复制到武汉的并购中：预计武汉锦欣的运营管理将借鉴成都西囡和深圳中山的带组医生模式，由1位核心医生带领4-6人的医生团队执行IVF治疗。在对深圳中山医院的并购和整合中，该模式使得其运营效率得以提升。

表2：武汉锦欣并购整合方向

重点方向	具体措施
医疗质量	引入锦欣生殖符合国际共识的胚胎实验室和临床管理标准，提升医疗质量
	通过流程改造和人员培训，打造标准化和规范化医疗管理流程
医生团队	派遣锦欣生殖专家医生帮助武汉锦欣医院
	引入当地有影响力的明星医生
	设置绩效奖金以及股权激励机制，激励医生团队
服务体验	医院医生和医疗人员定期与其他锦欣生殖旗下医院交流学习
	优化就医流程，提高患者满意度
	进行医院的装修和改造，营造良好的就医环境
营销渠道	医疗服务产品化，推出VIP套餐等，满足患者多方位服务需求
	利用锦欣品牌，美国HRC及其他国际品牌，塑造武汉锦欣生殖品牌形象
	拓展与湖北各地区医院的合作网络，提升外院医生转诊量
运营管理	通过自媒体&垂类媒体合作，辐射更大的病人群体
	借鉴成都西囡和深圳中山的带组医生模式 ¹ ，提高医生的运营效率
	数字化赋能医院管理，建立运营数据模型

数据来源：锦欣生殖公司材料、广发证券发展研究中心

市场化机制吸引武汉当地明星医生：借鉴锦欣生殖“医生合伙人制度”，公司收购武汉锦欣时指定非关联实体收购的5%医院股权，将用于未来武汉锦欣医生和员工的股权激励。目前武汉锦欣已吸引全国著名试管婴儿专家杨菁教授加入。杨教授曾执业于武汉大学人民医院，是妇产科主任、妇产科学教研室主任、生殖医学研究室主任，从事不孕症的微创治疗20余年，领导的团队攻克反复冷冻难关，2011年帮助患者获得世界第三例，国内第二例“三冻（冻精、冻卵、冻胚）”试管婴儿。杨教授的加入将助力锦欣武汉快速打造优质的医生团队，实现周期数的快速攀升。管理层预计2021-2022年武汉锦欣有望分别实现1000/2000个周期数，远期达到8000周期，冲刺到湖北辅助生殖第一梯队。

二、国际市场持续开拓，整合渠道添砖加瓦

（一）拓展老挝业务，全球化布局再下一城

2020年3月，公司公告为进一步拓展老挝业务，全资附属公司从独立第三方瑞亚国际医学中心收购相关经营许可，以在老挝提供辅助生殖服务及经营IVF（体外受精）医学中心。公司计划在老挝的经济特区内设立一间获许可可进行IVF的新医学中心，预计其面积约5000平方米，并预计拥有每年进行超过3000个IVF治疗周期的能力。

服务多样+交通便利，将为公司国际业务增长注入新动力。公司于老挝的中心预计将提供多项服务，包括IVT-ET（体外受精及胚胎移植）、ICSI（卵细胞浆内单精子注射）、PGS（植入前基因筛查）/PGD（植入前遗传学诊断）、第三方IVF、各种IVF技术就治疗选择以及卵子及精子冷冻保存。新医学中心毗邻中国，距云南昆明约4小时车程。通过老挝的业务拓展，公司将能够开拓东南亚市场，进一步扩大全球业务及全球影响力，满足不同层次中国患者的多样化需求。

目前国内每个周期的平均价格约4-5万元，老挝价格预期8-10万元，美国价格约14-20万。假如老挝中心的3000个周期的产能完全释放，可带来2.4-3亿的收入增量，并提升公司整体的盈利能力。

（二）整合渠道，加强国际业务实力

2020年8月，公司全资附属公司Jinxin Fertility BVI与梦美合伙人及Jinxin Hospital订立协议成立合营公司。协议完成后合营公司由Jinxin Fertility BVI 持有49%，梦美合伙人持有49%，Jinxin Hospital持有2%，且合营公司将全资拥有梦美集团以及其业务及资产（目标诊所资产除外）。合营公司的董事会将由五名董事组成，其中两名由Jinxin Fertility BVI提名，两名由梦美合伙人提名，另外一名由Jinxin Hospital提名。公司的投资总额约为3000万美元。合营公司拟于完成后以约8百万美元用作发展其主营业务的一般营运资金，特别是将全球ARS患者独家转介至锦欣集团的ARS医疗设施网络，包括但不限于美国的HRC Fertility及老挝的Jinrui。

医疗资源与渠道优势互相协同，国际业务能力有望持续加强。 凭借充分利用梦美合伙人向中国不同客户提供ARS客户支持的营运专业技能，加上锦欣集团庞大的医疗资源辅助，预计成立合营公司将进一步整合资源及提升业内领先地位。通过标准化国际客户服务团队及经验丰富的医疗人员，合营公司将致力向客户提供高质量且以患者为中心的服务。集团将具备更高实力满足中高端客户的广泛需求，合营公司将会担当开放平台，吸引更多业务伙伴及扩展业务至其他地区（包括美国、东南亚及其他亚太国家），成为中高端客户的领先国际IVF医疗服务平台。

（三）海外疫情控好转在望，国际业务有望逐步回升

从最新公布的数据来看，辉瑞、阿斯利康等公司研发的新冠疫苗数据良好，且全球多个新冠中和抗体研发推进迅速。随着海外疫苗和中和抗体的逐步上市及供应产能的提高，我们预计海外疫情将逐步得到控制，公司美国业务中的国际周期数有望开始逐步回升。

三、VIP 业务占比持续提升，成都锦欣内生成长良好

公司于成都地区市场龙头地位稳固，周期数市场份额约60%。2020年上半年在疫情影响下公司周期数有所下滑，但是VIP业务发展良好，占比持续提升。目前公司有两款VIP套餐服务，A套餐价格约6-6.5万，B套餐价格约8.3-8.8万。2020年1月-10月，共有1700多人次选择VIP服务，同比增长97%，VIP业务渗透率从5.2%提升至11.2%，其中B套餐占比约30%。公司目前计划推出更高端的10万元定价的VIP套餐。VIP渗透率的提升和新套餐的增加有望持续提升公司成都业务的整体ASP并提高盈利能力。

四、盈利预测与投资建议

考虑武汉锦欣及老挝的周期数有望于2021年开始大幅增加，提升公司未来现金流预测。采用DCF方法对公司进行估值：假设股权Beta=0.83，WACC=8.03%，永续增长率=3.0%，得到合理价值为15.60港元/股。随着全球疫情的逐渐控制，拥有刚性需求的辅助生殖服务增速存在上修空间。考虑辅助生殖于中国渗透率提升空间大，公司的全球化布局可满足不同层次中国患者的多样化需求，ASP的提高将不断提升公司的盈利能力，长期持续稳健成长可期，维持“买入”评级。

表3: 锦欣生殖现金流假设 (百万元)

DCF 估值	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	444	630	784	980	1,224	1,494	1,822	2,187	2,581	2,960
所得税税率	19%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
EBIT*(1-所得税税率)	360	498	619	774	967	1,180	1,440	1,728	2,039	2,338
折旧与摊销	47	44	48	57	68	80	94	109	125	140
营运资金的净变动	-34	31	4	5	6	7	8	9	11	12
资本性投资	-100	-80	-50	-53	-55	-58	-61	-62	-63	-63
FCFF	263	493	621	783	986	1209	1481	1784	2112	2427

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表4: 锦欣生殖的DCF估值

假设项目	
WACC	8.03%
永续增长率	3.0%
终值 (百万元, 2030 年)	28980
企业价值 (百万元)	32286
股票价值 (百万元)	31988
发行股数 (百万股)	2429
归属股东的每股净现值 (元)	13.14
归属股东的每股净现值 (港元)	15.60
汇率 (港元/人民币)	0.843

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

五、风险提示

(1) 并购整合不及预期: 在并购之后的管理过程中可能因为业务的调整出现收入和利润下滑的情况。

(2) 外延拓展不及预期: 锦欣于国内重点关注周期数在2000左右的IVF机构进行外延收购, 受制于牌照限制和数量限制, 符合条件的机构数量有限。考虑并购的估值等问题, 国内并购的进度有可能出现晚于预期的情况。

(3) 生育率下降超预期: 中国步入新生儿数量下降的时期, 出生率的下降可能在初期对辅助生殖行业的需求造成负面影响。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,436	3,426	3,691	4,211	4,870
货币资金	1,184	580	837	1,325	1,941
应收及预付	149	104	118	146	181
存货	17	26	21	25	33
其他流动资产	86	2,716	2,716	2,716	2,716
非流动资产	5,123	5,515	5,564	5,600	5,603
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	138	857	928	983	1,003
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	3,633	3,656	3,638	3,620	3,602
其他长期资产	1,352	1,002	997	997	997
资产总计	6,558	8,941	9,255	9,812	10,473
流动负债	1,377	436	407	471	518
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	391	320	313	368	408
其他流动负债	986	116	94	103	110
非流动负债	682	863	850	850	850
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	682	863	850	850	850
负债合计	2,059	1,299	1,257	1,321	1,368
股本	0	2,434	2,430	2,430	2,430
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	4,363	7,527	7,870	8,348	8,942
归属母公司股东权益	4,363	7,527	7,870	8,348	8,943
少数股东权益	137	116	128	143	163
负债和股东权益	6,558	8,941	9,255	9,812	10,473

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	922	1,648	1,399	1,846	2,207
营业成本	-509	-832	-763	-960	-1,103
营业税金及附加	0	1	2	3	4
销售费用	0	-62	-56	-74	-88
管理费用	-103	-211	-196	-240	-287
研发费用	-12	-13	-10	-14	-17
财务费用	0	-9	-6	-6	-6
资产减值损失	0	1	2	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	22	63	50	50	50
营业利润	277	520	418	602	756
营业外收支	-1	28	20	22	22
利润总额	277	548	438	624	778
所得税	-64	-127	-83	-131	-163
净利润	212	421	355	493	614
少数股东损益	46	11	12	15	20
归属母公司净利润	167	410	343	478	594
EBITDA	290	570	491	674	831
EPS (元)	—	0.17	0.14	0.20	0.24

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	356	453	354	562	660
净利润	212	421	355	493	614
折旧摊销	42	140	47	44	48
营运资金变动	82	-74	-42	31	4
其它	20	-34	-6	-6	-6
投资活动现金流	-388	-2,706	-96	-80	-50
资本支出	20	-293	-101	-80	-50
投资变动	-410	-2,425	5	0	0
其他	2	12	0	0	0
筹资活动现金流	767	1,647	-1	6	6
银行借款	0	-930	-7	0	0
股权融资	1,236	3,082	0	0	0
其他	-469	-505	6	6	6
现金净增加额	736	-606	257	488	616
期初现金余额	449	1,184	580	837	1,325
期末现金余额	1,184	580	837	1,325	1,941

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	39.11%	78.80%	-15.11%	31.92%	19.53%
营业利润增长	11.08%	90.17%	-19.85%	47.92%	26.67%
归母净利润增长	68.65%	145.87%	-16.29%	39.48%	24.30%
获利能力					
毛利率	44.81%	49.55%	45.50%	48.00%	50.00%
净利率	23.01%	25.52%	25.37%	26.72%	27.84%
ROE	3.82%	5.44%	4.36%	5.73%	6.65%
ROIC	6.58%	9.47%	7.81%	10.79%	13.42%
偿债能力					
资产负债率	31.39%	14.53%	13.58%	13.46%	13.06%
净负债比率	-27.14%	-7.70%	-10.64%	-15.87%	-21.71%
流动比率	1.04	7.85	9.07	8.94	9.40
速动比率	1.03	7.79	9.01	8.89	9.34
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.21	0.15	0.19	0.22
应收账款周转率	12.66	26.44	24.00	27.30	26.14
存货周转率	28.49	38.48	36.00	41.27	37.37
每股指标 (元)					
每股收益	—	0.17	0.14	0.20	0.24
每股经营现金流	—	0.19	0.15	0.23	0.27
每股净资产	—	3.09	3.24	3.44	3.68
估值比率					
P/E	—	54.38	84.41	60.52	48.69
P/B	—	2.96	3.68	3.47	3.24
EV/EBITDA	—	38.36	57.60	41.24	32.70

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李东升：研究助理，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。