



2022-01-12

公司深度报告

买入/维持

锦欣生殖 (1951. HK)

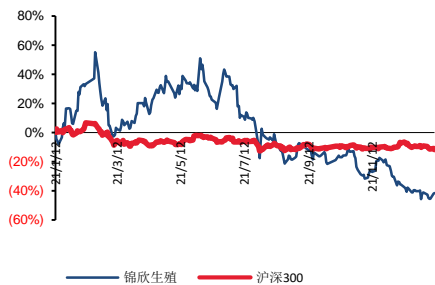
目标价: 10.81

昨收盘: 8.97

医药生物 医疗服务

锦欣生殖：内生外延共举，全球辅助生殖龙头初具雏形

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2508/2508
总市值/流通(百万港元)	22,500/22,500
12 个月最高/最低(港元)	24.55/7.85

相关研究报告:

《辅助生殖行业深度：为什么美、日没有大型连锁化辅助生殖机构?》
—2021/12/28

锦欣生殖 (1951. HK) 《锦欣生殖收购事项点评：显著增厚短期业绩，打造全生命周期服务链》
—2021/10/20

锦欣生殖 (1951. HK) 《锦欣生殖2021 半年报点评：业绩快速恢复，业务版图持续扩张》
—2021/09/01

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

助理分析师：何展聪

电话：13923332778

报告摘要

● 锦欣生殖：国内辅助生殖龙头，业绩增长稳健

锦欣生殖是国内民营辅助生殖龙头，按周期数计算，2018年市占率为3.1%，位居国内所有医院第三，民营医院第一。公司业绩增长稳健，2016-2020年营收复合增速为42.83%，归母净利润复合增速为30.09%。2021H1公司业绩从疫情中反弹明显，营收同比增长40.34%，归母净利润同比增长34.07%。

● 国内市场：布局区域市场，积极探索管理输出模式

公司起家于四川市场，近几年通过收购、参股等方式陆续布局广东、武汉和云南市场，管理模式复制输出得到初步验证：

(1) 四川市场：公司深耕多年，成都西囡医院为当地绝对龙头，口碑效应良好，通过收购成都妇幼打造全生命周期服务链，VIP业务将持续贡献业绩增量；

(2) 广东市场：深圳中山医院已成为深圳市场龙头，管理模式成功输出典范，充分受益于广东省行业景气度和VIP业务占比提升；

(3) 武汉和云南市场：进一步拓宽国内版图，凭借良好的资源整合能力和管理经验，市占率有望持续提升。

● 海外市场：布局海外市场，承接国内患者赴海外治疗需求

(1) HRC Medical：美国加州市场龙头，协同锦欣国内网络深度服务中国患者，受益于产能扩张和疫情缓解，业绩有望快速增长。

(2) 老挝锦瑞：布局东南亚市场，将有效承接国内中产阶级赴海外治疗需求。

● 商业模式优秀，四大维度持续夯实龙头地位

优秀的运营模式和管理体系是辅助生殖行业竞争关键所在。公司从业务结构、患者体验、人才体系、获客渠道四大维度形成了一套优秀的经营模式，该模式的可复制性已得到验证，未来将帮助公司持续占据市场份额，夯实龙头地位。

业务结构：聚焦辅助生殖业务，同时向下游延伸打造全生命周期服务。

锦欣生殖：内生外延共举，全球辅助生殖龙头初具雏形

E-MAIL: hezc@tpyzq.com

患者体验：推广多层次VIP服务满足患者差异化需求，打造亚专业组提供定制化服务。

人才体系：建设以医生团队带教为核心的人才培养体系，建立健全的人才激励机制。

获客渠道：以口碑渠道为核心，打造口碑、线上广告、双向转诊相结合的多层次获客渠道。

盈利预测与评级：辅助生殖行业增长态势良好，发展前景广阔，且适合连锁化经营，公司作为国内辅助生殖龙头，商业模式优秀，在品牌、平台、人才方面具备优势，未来市场占有率有望持续提升，长期增长潜力十足。我们预测公司2021-2023年归母净利润分别为3.04/6.44/7.84亿元，同比增长20.82%/111.91%/21.69%，对应摊薄后每股收益分别为0.12/0.26/0.31元，对应PE分别为71X/34X/28X，给与“买入”评级。

风险提示：政策风险、重大医疗事故风险、并购整合风险、海外政治风险

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1444	1800	2511	2956
(+/-%)	(13.11)	24.65	39.50	17.72
净利润(百万元)	252	304	644	784
(+/-%)	(38.57)	20.82	111.91	21.69
摊薄每股收益(元)	0.10	0.12	0.26	0.31
市盈率(PE)	152.55	71.35	33.67	27.67

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、锦欣生殖：内生外延共举，全球辅助生殖龙头初具雏形.....	5
（一）公司简介.....	5
二、国内市场：布局区域市场，积极探索管理输出模式.....	8
（一）四川市场：深耕多年龙头地位稳固，VIP 业务贡献增量.....	9
1、成都西囡医院集团：VIP 渗透率逐步提升，收购成都妇幼打造全生命周期服务.....	9
2、锦江生殖中心：收入较为稳定，2021 年业绩恢复明显.....	12
（二）广东市场：管理模式成功输出，科研创新引领未来.....	13
（三）武汉和云南市场：国内业务版图进一步扩张.....	15
1、武汉市场：收购武汉黄浦医院，冲击湖北省辅助生殖行业第一梯队.....	15
2、云南市场：入股云南九洲医院和昆明和万家妇产医院，进一步夯实西南地区地位.....	17
三、海外市场：布局海外市场，承接国内患者赴海外治疗需求.....	19
（一）美国市场：加州市场龙头，有效承接中国赴美患者需求.....	19
（二）老挝市场：开拓东南亚市场，满足中产阶级需求.....	23
四、优秀经营模式为核心竞争力，四大维度夯实龙头地位.....	23
（一）业务结构：以辅助生殖为核心，打造全生命周期生育服务.....	24
（二）患者体验：满足VIP 差异化需求，亚专业组深化差异化服务.....	25
（三）人才体系：培养体系完善，人才激励充分.....	26
（四）获客渠道：口碑为王，打造多渠道获客模式.....	27
五：盈利预测.....	27
（一）盈利预测假设.....	27
（二）投资建议：“买入评级”.....	33
六、风险提示.....	33

图表目录

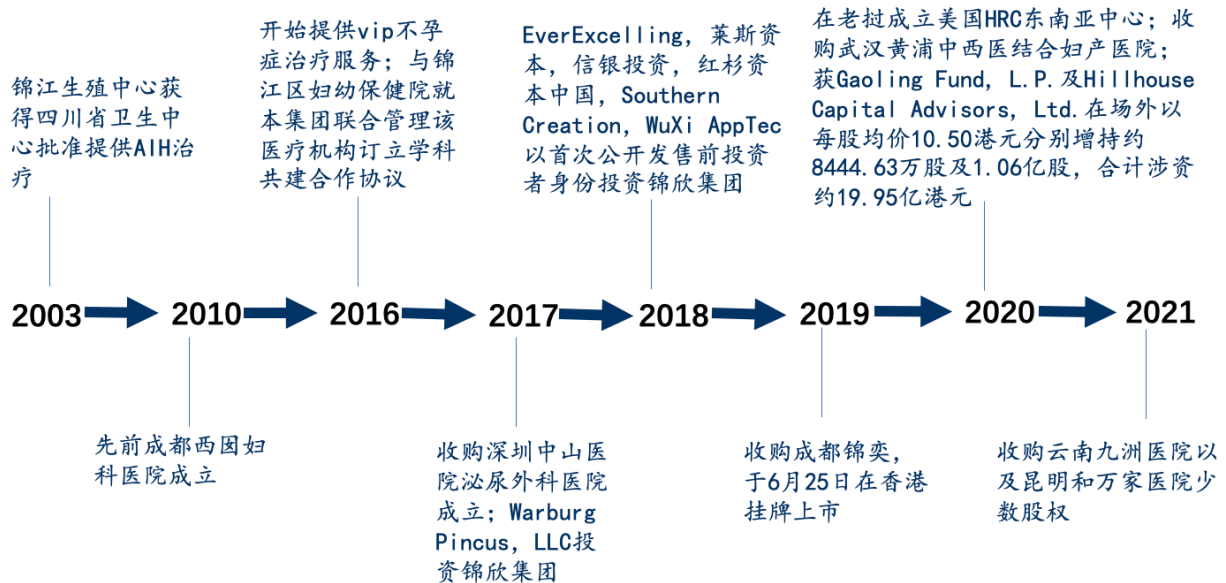
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 锦欣生殖管理层团队	5
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 锦欣生殖旗下医疗机构	7
图表 5: 2016 年以来锦欣生殖业绩增长稳定	7
图表 6: 2016 年以来锦欣生殖盈利能力变化情况	7
图表 7: 四川省 IVF 周期数将保持快速增长	9
图表 8: 成都西囡医院集团发展历史	10
图表 9: 成都西囡医院集团收入增长稳健	10
图表 10: 成都西囡医院集团 IVF 周期数持续增长	10
图表 11: VIP 套餐价格	11
图表 12: 成都西囡医院集团取卵周期均价	11
图表 13: IVF 和妇儿业务结合可打造全生命周期服务链	12
图表 14: 锦江生殖中心管理费收入	12
图表 15: 锦江生殖中心 IVF 周期数	12
图表 16: 广东省 IVF 周期数将保持快速增长	13
图表 17: 深圳中山医院发展历史	14
图表 18: 深圳中山医院收入增长稳健	14
图表 19: 深圳中山医院 IVF 周期数持续增长	14
图表 20: MINI-VIP 服务升级至全面 VIP 服务	15
图表 21: 武汉锦欣医院发展规划	16
图表 22: 湖北省 IVF 市场份额	16
图表 23: 云南九洲医院和昆明和万家妇产医院概况	17
图表 24: 云南省 IVF 市场份额	18
图表 25: 加州辅助生殖市场规模	20
图表 26: 加州 IVF 取卵周期	20
图表 27: 前往美国的中国患者人数	20
图表 28: 前往加州的中国患者人数	20
图表 29: 2018 年美国 IVF 周期市场份额	21
图表 30: 2018 年加州 IVF 周期市场份额	21
图表 31: 2016 年美国 IVF 成功率比较	21
图表 32: HRC FERTILITY 收入情况	22
图表 33: HRC FERTILITY 国内患者 IVF 周期数占比	23
图表 34: 西南地区公司计划打造“辅助生殖+三甲妇产”全生命周期生育服务	24
图表 35: VIP 套餐服务内容	25
图表 36: 成都西囡医院设立亚专业组	26
图表 37: 公司各渠道获客占比	27
图表 38: 成都西囡医院模型	28
图表 39: 深圳中山医院模型	28
图表 40: 锦江生殖中心模型	29
图表 41: 武汉锦欣医院模型	29
图表 42: HRC MEDICAL 模型	30
图表 43: 老挝锦欣医院模型	31
图表 44: 锦欣生殖模型（不考虑并购）	31
图表 45: 锦欣生殖模型（考虑并购）	32

一、锦欣生殖：内生外延共举，全球辅助生殖龙头初具雏形

（一）公司简介

锦欣生殖成立于于2018年5月3日，2019年6月25日于香港挂牌上市，前身为2010年由锦欣集团成立的成都西囡妇科医院。2017年后公司通过大量融资先后收购深圳中山医院、美国HRC，武汉锦欣医院、美国HRC东南亚生殖中心（老挝）、云南九州医院和昆明和万家医院部分股权。夯实国内业务布局的同时拓展海外业务。

图表 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋研究院整理

公司管理层经验丰富，均拥有多年相关从业经验，对于医生研究的充足支持、国际化交流平台的打造等多方位吸引人才加入，人才战略发力充分。同时，公司在运营中，形成了可复制、标准化的操作程序，为稳定的医疗质量提供保障，也助力于收购集团布局的稳步扩张。

图表 2：锦欣生殖管理层团队

姓名	职位	个人履历
----	----	------

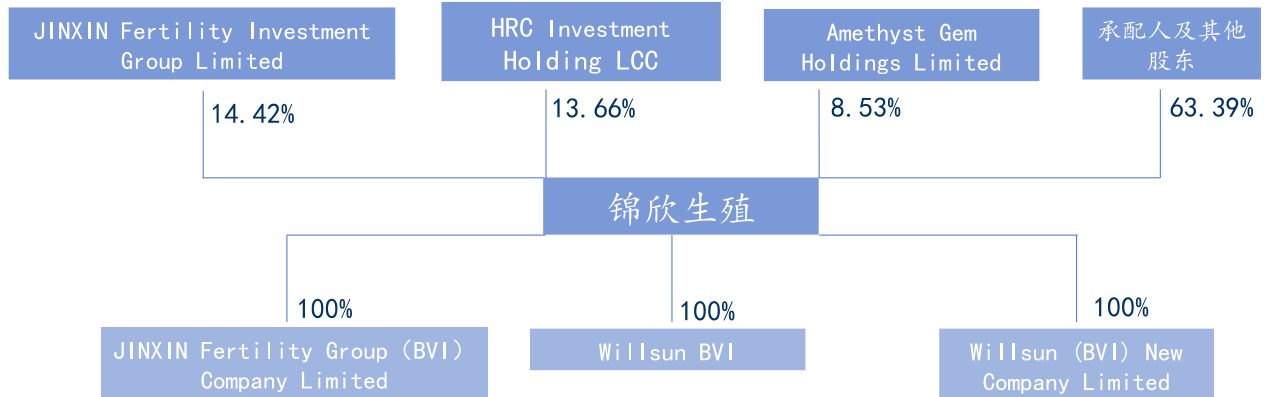
锦欣生殖：内生外延共举，全球辅助生殖龙头初具雏形

范玉兰	荣誉董事长	成都锦欣医疗投资管理集团有限公司创始人兼董事长；在妇产科领域拥有超过40年的从业经验；在多个权威医学委员会担任重要职位
钟勇	董事会主席/执行董事	拥有20年以上的投资管理经验；曾任华昇资产管理有限公司总经理，西藏泰昇创业投资管理有限公司主席
John G. Wilcox	HRC Medical 管理合伙人/执行董事	在HRC工作超过20年；研究领域包括生殖健康等方面，通过妇产科学委员会的产科及妇科认证
董阳	首席执行官/执行董事	在财务管理、资本市场、资产管理方面拥有10年以上经验；曾任成都锦欣医疗投资管理集团有限公司首席财务官，主要关注业务整合以及运营策略；2020年以来担任HRC执行董事
耿丽红	医疗品质监控总监/执行董事	在辅助生殖行业拥有超过20年的行业经验；四川省有突出贡献的优秀专家；西藏首例试管婴儿培育者
池玲	首席科学官	拥有逾20年在美国、香港、大陆建立、管理和运行临床胚胎室，临床男性室及临床生殖内分泌室的经验；现任亚太生殖医学会临床胚胎学SIG主席；多家国际生殖医学专业期刊专家审稿人
由飞	首席财务官	在财务管理、审计和投资管理方面拥有15年以上经验；曾任三生制药集团财务部总监、战略投资部高级总监
曾勇	高级副总裁	在生殖医学研究领域拥有20年以上经验；中华医学会生殖医学分会第五届委员会常务委员；深圳中山医院董事长；拥有9项实用新型专利和4项发明专利
朱玉鹃	副总裁	负责协调及管理公司医疗业务日常事务；先前出任成都西囡医院院长及医疗部主任
张婧	副总裁	曾任华昇资产管理有限公司副总经理及建银国际财富管理法务总监；北京大学经济法硕士学位；拥有15年以上法律、投资管理经验
刘敬	副总裁	负责公司的医疗质量控制及管理成都西囡医院；先前出任成都西囡医院副院长及IVF临床医学主任

资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋研究院整理

股权结构分散，员工激励充分。截至2020年年报，JINXIN Fertility Investment Group Limited (持股14.42%)、HRC Investment Holding LLC (八位美国医生共持股13.66%)、Amethyst Gem Holdings Limited (持股8.53%)为公司三大持股主体，承配人与其余公众股东合计持股63.39%。其中，第一大股东JINXIN Fertility Investment Group Limited由196位自然人股东组成，其中175名为锦欣集团或姊妹集团成员，没有超过3%的单一持股人。公司积极推进人才激励战略，2020年初，公司向旗下成都西囡医院、深圳中山泌尿外科医院、美国HRC Medical共计约80余名骨干员工发放股权激励，执行预留的股权激励计划，并于2020年收购武汉黄浦医院的公告中声明此次收购的5%股权将特别用于骨干团队的股权激励。管理层及专业医生团队共同持股，有利于通过股权激励与集团利益相捆绑，吸引优秀医生加盟，保障公司长期发展。

图表3：公司股权结构



资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋研究院整理

公司主营业务可以分为辅助医疗服务，管理服务和辅助生殖服务三大类。集团旗下成都西因医院、武汉锦欣医院、深圳中山医院提供辅助生殖服务，辅助生殖服务是公司主要的收入来源。

图表 4：锦欣生殖旗下医疗机构

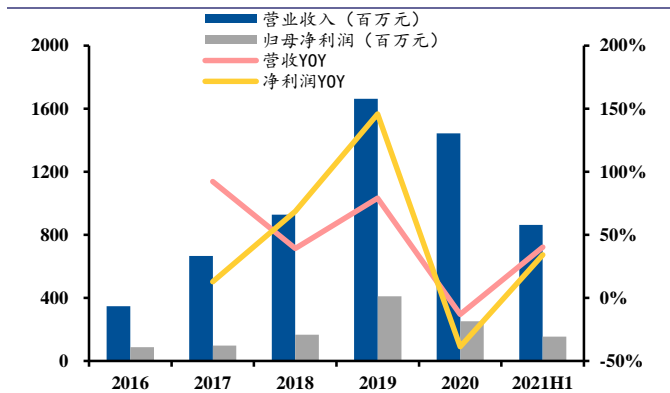
医疗机构	持股情况	位置及 2018 年市场规模	性质	成立时间	运营状况
成都西因医院	100%		营利性专科医院	2010 年	运营中
锦江区妇幼保健院生殖中心	共同管理	四川成都 (12.27 亿元)	非营利性妇幼保健院的 IVF 中心	2003 年	运营中，于 2016 年 9 月起共同管理
锦欣妇女儿童医院生殖健康与不孕症门诊	共同管理		营利性妇女儿童医院的生育中心	2016 年	于 2018 年 3 月停止共同管理
深圳中山泌尿外科医院	79.44%	广东深圳 (43.43 亿元)	营利性专科医院	2004 年	运营中，于 2017 年 1 月收购
武汉锦欣中西医结合妇产医院	75%	湖北武汉	营利性专科医院	2006 年	运营中，于 2020 年 6 月收购
锦瑞医疗中心	100%	老挝磨丁经济特区	生殖医学中心	2020 年	于 2020 年 2 月收购
RSA 中心	100%		手术中心	2008 年	于 2018 年 12 月收购
NexGenomics	100%	美国加州 (37.1 亿美元)	PGS 实验室	2015 年	于 2018 年 12 月收购
HRC Medical	共同管理		生殖诊所	1988 年	于 2018 年 12 月收购
云南九洲医院	19.33%	云南昆明	营利性综合医院	2003 年	于 2021 年 6 月收购
昆明和万家妇产医院	19.33%	云南昆明	营利性专科医院	2014 年	于 2021 年 6 月收购
成都锦欣妇女儿童亿元	100%	四川成都	营利性专科医院	1951 年	于 2021 年 10 月收购
香港生育康健中心	100%	中国香港	营利性专科诊所	2007 年	于 2021 年 8 月收购
香港辅助生育中心	100%	中国香港	营利性生育中心	2012 年	于 2021 年 8 月收购

资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

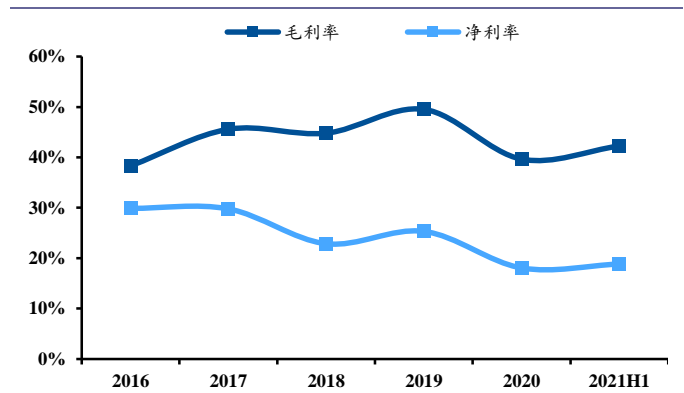
业绩快速增长，盈利能力受新院爬坡和疫情略有下滑。从 2016 到 2020 年，公司营收从 3.47 亿元增至 14.44 亿元，复合增速达 42.83%，归母净利润从 0.88 亿元增至 2.35 亿元，复合增速达 30.09%。2021 年上半年公司业绩从疫情中快速反弹，营收同比增长 40.34%，归母净利润同比增长 34.07%。2021 年上半年，公司毛利率和净利率分别为 42.27% 和 18.83%，相比疫情前略有下滑，主要系疫情影响、股权激励费用及武汉锦欣处于亏损期所致，未来有望稳步提升。

图表 5：2016 年以来锦欣生殖业绩增长稳定

图表 6：2016 年以来锦欣生殖盈利能力变化情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



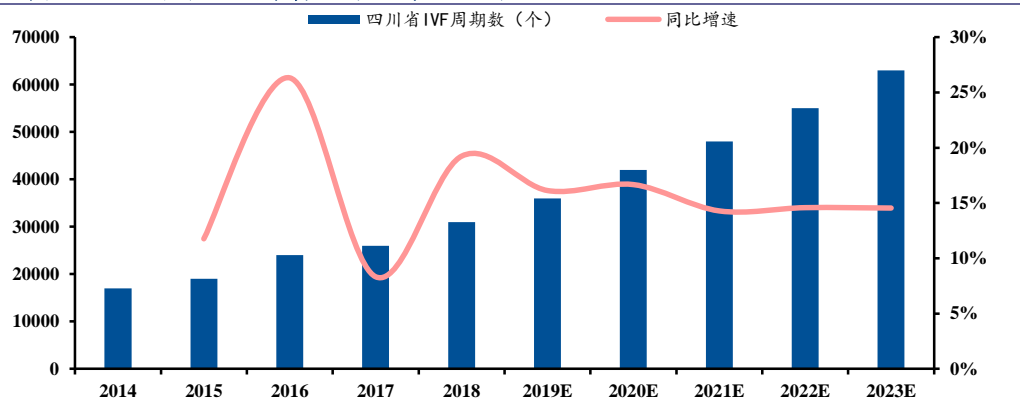
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

二、国内市场：布局区域市场，积极探索管理输出模式

（一）四川市场：深耕多年龙头地位稳固，VIP 业务贡献增量

四川由于人口庞大、经济发展迅速（尤其成都市），以及辅助生殖渗透率较低，提升空间巨大，辅助生殖行业规模快速增长。根据锦欣生殖招股说明书，四川辅助生殖行业规模从 2014 年的 6.62 亿元增至 2018 年的 12.27 亿元，复合增速达 16.7%，预期到 2023 年将增至 25.08 亿元，复合增速 15.4%，渗透率将从 2018 年的 6.7% 提升至 2023 年的 9.6%。从治疗周期看，四川省 IVF 周期数从 2014 年的 17000 个增至 2018 年的 31000 个，复合增速为 16.4%，预期 2023 年将增至 63000 个，复合增速为 15.2%。

图表 7：四川省 IVF 周期数将保持快速增长



资料来源：锦欣生殖招股说明书，太平洋研究院整理

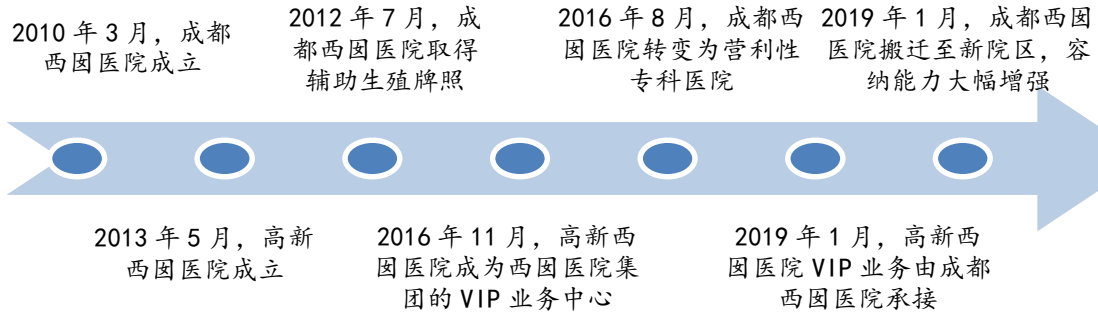
公司在四川省内处于领先地位，成功率高于省内平均水平。以取卵周期计算，公司的成都辅助生殖医疗网络于 2016-2018 年连续三年位居四川省辅助生殖服务市场首位，2018 年取卵周期为 15606 个，占据 50.1% 市场份额。公司是四川省 11 家 IVF 持牌机构中唯一一家民营机构（截至 2020.12）。2018 年，公司是四川省唯二 IVF 取卵周期超过 5000 个的辅助生殖服务提供商之一，**成都辅助生殖医疗网络成功率达到 54%，高于四川整体成功率 49%**。公司在四川省内提供服务的机构为成都西囡医院集团和锦江生殖中心。

1、成都西囡医院集团：VIP 渗透率逐步提升，收购成都妇幼打造全生命周期服务

成都西囡医院集团概况：成都西囡医院集团由成都西囡医院和高新西囡医院组成，成都西囡医院是一所辅助生殖专科医院，成立于 2010 年 3 月，并于 2012 年 7 月取得辅助生殖业务牌照。2019 年 1 月，成都西囡医院搬迁至新院大楼，建筑面积是老院区的 7 倍，接诊能力达到每年 30000 个 IVF 周期，运营和容纳能力大幅增强。高新西囡医院成立于 2013 年 5 月，2016 年 11 月成为西囡医院集团的 VIP 业务中心，2019 年 1 月，由于成都西囡医院搬迁至新院区业务容纳能力大幅增强，高新西囡医院业务转交至成都西囡医院承接，患者治疗流程得到整合优化。目前成都西囡医

院拥有 AIH、IVF-ET 和 ICSI 牌照。

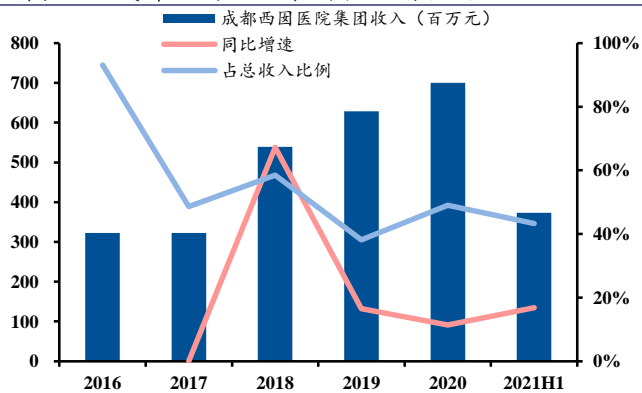
图表 8：成都西囡医院集团发展历史



资料来源：锦欣生殖招股说明书，太平洋研究院整理

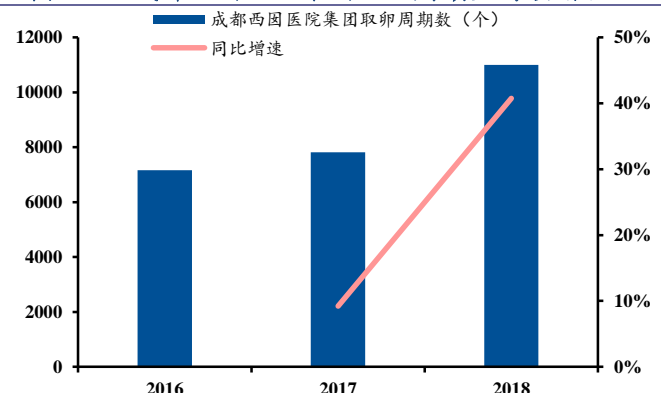
成都西囡医院集团贡献公司大部分收入，业绩增长稳健。2020年，成都西囡医院集团实现收入7亿元，同比增长11.3%，占公司总营收49.1%，是公司收入的最大来源。2016-2020年成都西囡医院集团营收复合增速为21.61%，业绩增长稳健。2021年上半年，成都西囡医院集团实现收入3.74亿元，同比增长16.8%。从IVF周期数来看，成都西囡医院集团IVF周期数从2016年7158个增至2018年的11005个。

图表 9：成都西囡医院集团收入增长稳健



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 10：成都西囡医院集团 IVF 周期数持续增长



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

VIP 服务渗透率快速提升，带动客单价持续增长。公司VIP业务快速推广，2021年上半年公司VIP服务渗透率从2019年的5.8%提升至12%，VIP套餐中高端套餐占比提升至36%，VIP收入同比增长44%。根据公司官网，VIP套餐基础费用为49999元/6个月，此外还有59999元、79999元套餐，VIP客单价约为7万元，明显高于2018年成都西囡医院客单价41935元，我们认为随着

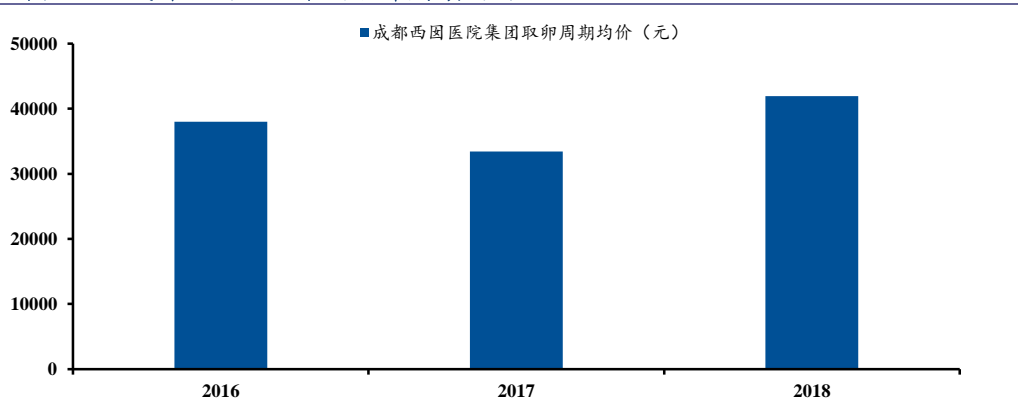
VIP 服务渗透率快速提升，成都西因医院集团客单价将持续提升，带动业绩快速增长。

图表 11：VIP 套餐价格

JXR 成都西因妇科医院 CHENGDU XINAN GYNECOLOGY HOSPITAL		VIP 诊疗区	
全疗程助孕 安心甄享			
总价 RMB 49999 元			
套餐明细 *本报价不含药费			
治疗阶段	项目内容	项目数量	费用
第一阶段 体检	男女双方首次体检	1次	7699元/1个月
第二阶段 促排 取卵 受精培养	· 周期B超监测和卵泡激素检查 · 无痛取卵 · 非手术取精 · 精液优化 · 精卵受精 · 胚胎培养 · 囊胚培养 · 胚胎冷冻 · 胚胎冻存 · 术后营养餐 · 取卵术后VIP单间尊享	不限 1次 1次 1次 1次 1次 1次 12个月 200元 4小时	42999元/2个月
第三阶段 胚胎移植	· 周期B超监测和卵泡激素检查 · 胚胎移植 · 移植术后VIP单间尊享 · 移植后28天内孕检三项及B超检查 · 成功妊娠后赠送保胎看诊（仅含挂号）	不限 1次 4小时 1次 产科建卡前	16999元/3个月
第二、三阶段项目费用合计			43999元/5个月
全套项目费用合计			49999元/6个月

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

图表 12：成都西因医院集团取卵周期均价



资料来源：锦欣生殖招股说明书，太平洋研究院整理

收购成都妇幼，增厚短期业绩，打造全生命周期服务链。2021年10月，公司以30亿元收购国内最大的单体妇产三甲医院成都妇女儿童医院，根据承诺业绩，2021/2022年净利润将不低于1/1.3亿元，收购后将显著增厚短期业绩。此外，通过此次收购，成都西因医院向下游业务延伸，拓宽业务天花板。妇产业务与IVF业务具备极强的协同性。

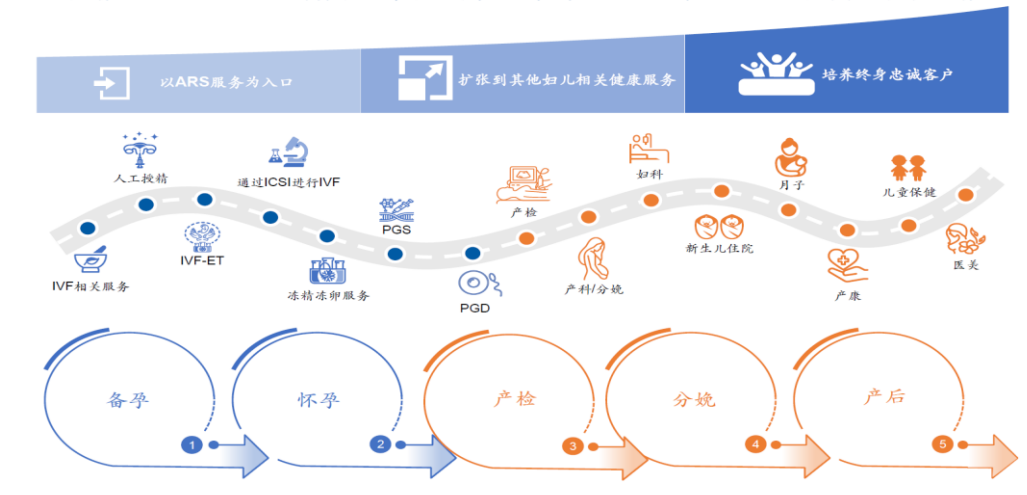
(1) 收入端，IVF业务作为产业链上技术壁垒最高、刚需最强的环节，具有较高的客户黏性，以IVF业务为入口，成都西因可提供备孕、怀孕、产检、分娩及产后一体化的全生命周期服务，

大幅提高客单价（全生命周期客单价约为 17 万元/人，比 IVF 单价高 2-3 倍）。

(2) 成本端，两大业务可在管理费用、供应链成本、人才科研支出及销售费用等方面形成高度协同效应，实现明显的降本增效。

图表 13：IVF 和妇儿业务结合可打造全生命周期服务链

纵向业务整合：ARS 及妇儿医疗资源整合，提供备孕、怀孕、产检、分娩及产后一体化的健康管理和升级服务



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

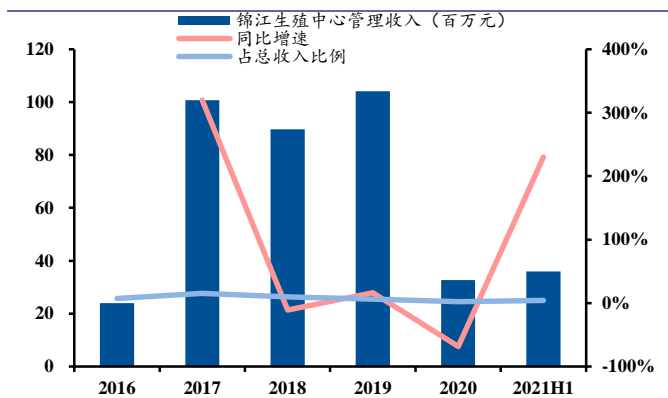
2、锦江生殖中心：收入较为稳定，2021 年业绩恢复明显

2016 年 8 月，公司与成都保健妇幼保健院达成 IVF 合作协议，公司为锦江生殖中心提供联合管理服务，并向锦江生殖中心收取一定比例的管理服务费用。锦江生殖中心收入较为稳定，2020 年公司实现管理费收入 0.33 亿元，同比下滑 68.6%，主要系疫情爆发影响业务开展，此外成都西囡医院于 2019 年上半年进行搬迁，多数患者分流至锦江生殖中心。2021H1，管理费收入 0.36 亿元，同比增长 230.4%，业绩实现快速恢复。

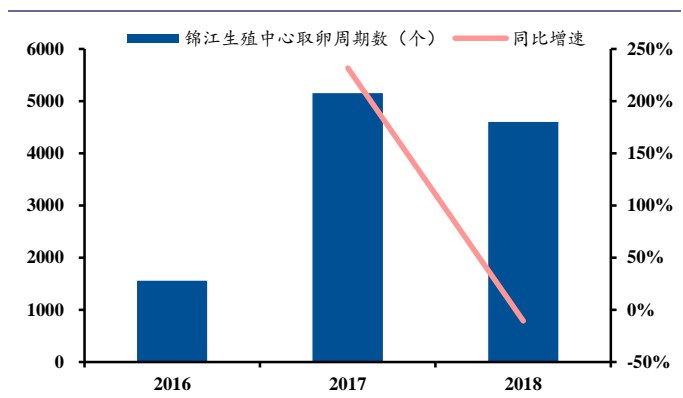
图表 14：锦江生殖中心管理费收入

图表 15：锦江生殖中心 IVF 周期数

锦欣生殖：内生外延共举，全球辅助生殖龙头初具雏形



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

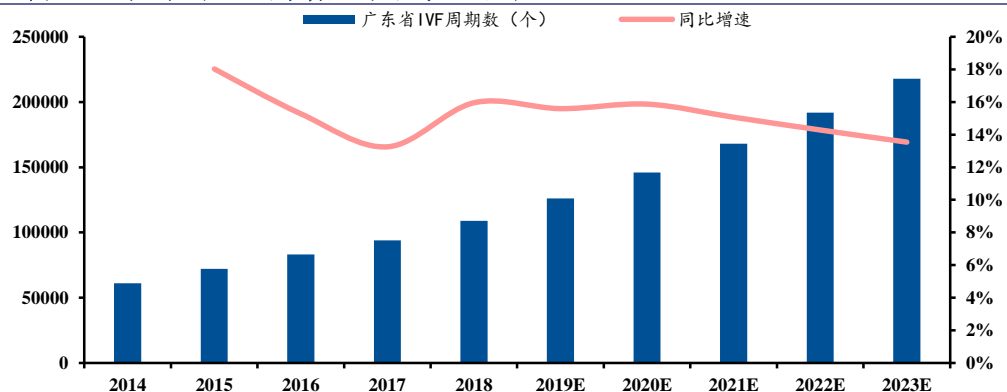


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 广东市场：管理模式成功输出，科研创新引领未来

广东由于增加投放于辅助生殖服务的资源及收入水平上升，加上社会文化较为开放，患者对辅助生殖接受程度较高，辅助生殖市场规模较大且保持较高增速。根据锦欣生殖招股说明书，广东辅助生殖市场规模从 2014 年的 23.67 亿元增至 2018 年的 43.43 亿元，复合增速达 16.4%，预期到 2023 年将增至 88.02 亿元，复合增速 15.2%，渗透率将从 2018 年的 10.7% 提升至 2023 年的 15.2%。从治疗周期看，广东省 IVF 周期数从 2014 年的 31000 个增至 2018 年的 109000 个，复合增速为 15.7%，预期 2023 年将增至 218000 个，复合增速为 15%。

图表 16：广东省 IVF 周期数将保持快速增长



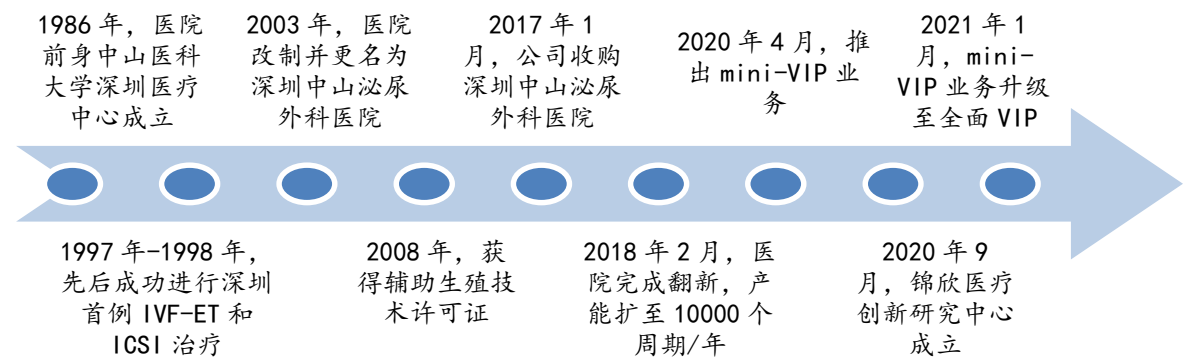
资料来源：锦欣生殖招股说明书，太平洋研究院整理

深圳中山医院是深圳最大的辅助生殖医疗机构，在广东省内名列前茅。锦欣生殖主要通过深圳中山医院为广东省内患者提供辅助生殖服务。深圳中山医院是深圳市最大的辅助生殖医疗机构，同时以 IVF 取卵周期计算，2018 年深圳中山医院是全广东省第三大的市场参与者，市场份额为 4.9%，是 5 家取卵周期超过 5000 个的辅助生殖医疗机构之一（包括三家公立机构和一家民营机构）。深圳中山医院具有较强的科研实力，妇产科科技影响力在深圳排名第 5。**2018 年深圳中山医**

院 IVF 治疗成功率为 52%，高于广东省平均水平 50%。

深圳中山医院历史沿革：医院前身中山医科大学深圳医疗中心成立于 1986 年，1997 年和 1998 年成为首家是有 IVF-ET 和 ICSI 技术诞生婴儿的深圳医疗机构，2003 年因中山大学与中山医科大学合并，医院改制并更名为深圳中山泌尿外科医院，2008 年医院获得辅助生殖牌照，2017 年 1 月公司收购深圳中山医院，2018 年 2 月，医院完成翻新工作，产能扩大至 10000 个周期/年，2020 年 9 月，锦欣医疗创新研究中心成立。

图表 17：深圳中山医院发展历史

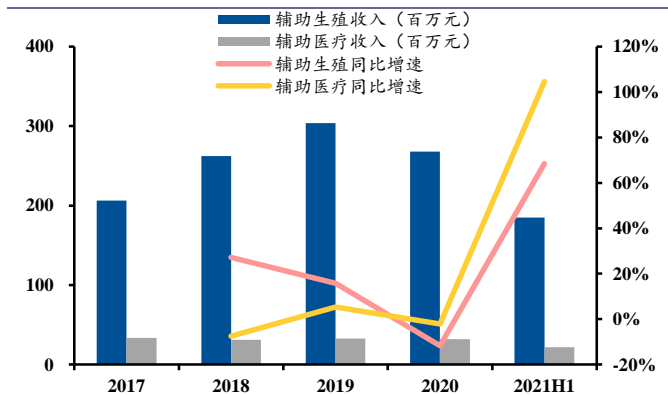


资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

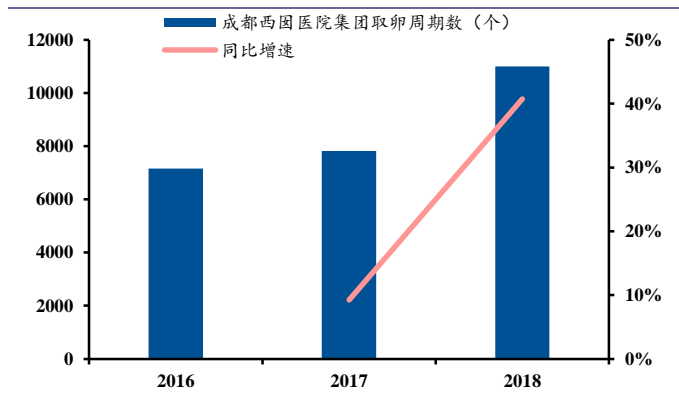
深圳中山医院经营状况稳健，营收和 IVF 周期持续提升。深圳中山医院提供辅助生殖服务和辅助医疗服务，其中辅助医疗服务主要是妇科、泌尿外科、内科等领域的医疗服务，作为辅助生殖服务的补充，占营收比例较小。2017-2019 年，深圳中山医院辅助生殖收入复合增速为 21.34%，医院取卵周期数从 2017 年的 4713 个增至 2018 年的 5352 个，同比增长 13.56%。2020 年受到新冠疫情影响，大陆和香港患者减少，辅助生殖收入同比下滑 11.7%，2021H1 辅助生殖收入同比增长 68.45%，从疫情中快速恢复。

图表 18：深圳中山医院收入增长稳健

图表 19：深圳中山医院 IVF 周期数持续增长



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

Mini-VIP 升级为全面 VIP 业务，差异化服务能力进一步增强。2020 年 4 月深圳中心医院推出 mini-VIP 业务，在整个 IVF 治疗过程中的某个环节为患者提供优质定制化服务。2021 年 1 月，医院将 mini-VIP 业务升级至全面 VIP 业务，可在整个治疗过程中提供全环节 VIP 服务，套餐价格大约为 7-10 万元。2021H1 公司 VIP 渗透率为 4.4%，目前由于场地限制，公司 VIP 业务承接能力相对受限，但公司目前正在寻找新的院区，随着新院区落地，深圳中山医院的患者承载能力和 VIP 服务能力将大幅增强。

图表 20: mini-VIP 服务升级至全面 VIP 服务

2 深圳：将 mini-VIP 服务升级至全面 VIP 服务



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

科研创新引领未来。深圳中山医院在生殖免疫学领域具备成熟的研究实力，2016 年建立联合研发中心，专注于有关自然流产和反复植入失败的免疫因素研究。2020 年 9 月，成立锦欣医疗创新中心，研究覆盖范围包括胎儿医学中心、胚胎优选、保胎中心、月经管理、卵巢保养等。近年来医院获得来医院获国家课题 6 项、省市级课题 47 项、发表科研论文 465 篇，其中 SCI 论文近 60 篇，累计获批科研经费三千万元。

(四) 武汉和云南市场：国内业务版图进一步扩张

1、武汉市场：收购武汉黄浦医院，冲击湖北省辅助生殖行业第一梯队

锦欣生殖：内生外延共举，全球辅助生殖龙头初具雏形

2020年6月，公司全资子公司四川锦欣将收购武汉黄浦医院75%股权（其中70%由四川锦欣持有，5%由独立主体持有用于未来员工激励）。武汉黄浦医院成立于2006年，医院与2019年10月获批IVF-ET和ICSI正式运行牌照，是湖北省仅有两家拥有IVF牌照的私立营利性医院之一，医院建筑面积为13700平方米，改建后产能可满足6000周期/年。收购完成后，公司从人员结构、医生团队、服务体验、获客渠道、运营管理等方面对武汉锦欣进行整合管理。

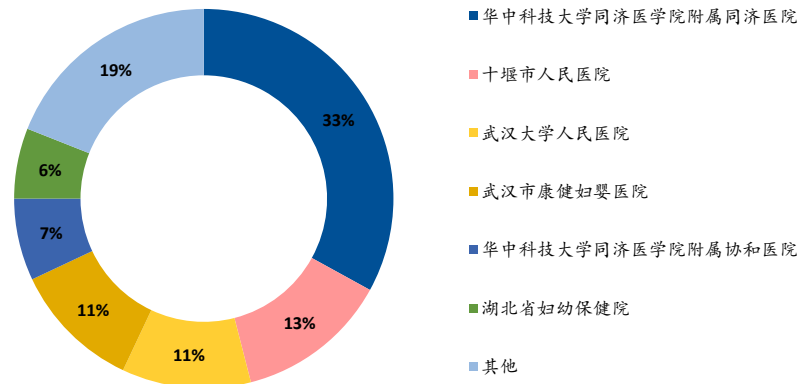
图表 21：武汉锦欣医院发展规划

筹建期	爬坡期	稳定期
2020-2021	2021-2023	2024年及以后
<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> 锦欣生殖成为控股股东 <input type="checkbox"/> 派遣核心管理人员任职，优化人员结构 <input type="checkbox"/> 科室优化，完成战略聚焦 <input type="checkbox"/> 完成医院翻新 <input type="checkbox"/> 实验室按照国际标准改造 <input type="checkbox"/> 招募1-2名明星医生 <input type="checkbox"/> 医院完成更名 	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> ISO体系认证 <input type="checkbox"/> 推行医生合伙人制度 <input type="checkbox"/> 武汉锦欣的品牌宣传和打造 <input type="checkbox"/> 线下拓展与湖北各医院合作，实现双向转诊 <input type="checkbox"/> 利用线上媒体渠道，提高品牌知名度，辐射更多病人 <input type="checkbox"/> 完成3000个周期，冲击湖北辅助生殖第一梯队 	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> 2025年湖北省市占率达到30% <input type="checkbox"/> 巩固湖北省龙头地位，并辐射至周边省份 <input type="checkbox"/> 扩充产能，扩大面积 <input type="checkbox"/> 内部培养年轻医生，外部招聘优秀医生 <input type="checkbox"/> 打造口碑，成为获客主要渠道

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

湖北省市场人口基数大，竞争格局分散。2020年湖北省常住人口5775万人，排名全国第9，辅助生殖市场较为分散，截至2020年12月湖北省共有20家IVF持牌机构，其中10家位于武汉市，超过1000周期/年的机构仅有6家，6家机构合计市场份额超过80%，其中5家位于武汉市，武汉锦欣试运行期间完成了343个IVF周期，占据6%的市场份额。

图表 22：湖北省 IVF 市场份额



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

引入知名医生团队，打造医院口碑。2020年下半年，武汉锦欣引入了多位湖北省知名医生，平均执业年限18.5年，其中包括拥有近40年工作经验的湖北省辅助生殖与胚胎发育临床研究中心主任杨菁教授。明星医生具有强大的号召力，可以迅速建立口碑，打开当地市场。

2、云南市场：入股云南九洲医院和昆明和万家妇产医院，进一步夯实西南地区地位

2021年6月，公司直接和间接合计收购云南九洲和昆明和万家各19.33%股权。云南九洲医院成立于2003年，于2016年获得IVF-ET和ICSI正式运营牌照，2019年IVF业务在云南排名第二，自有建筑12000平方米，经改建后可满足5000+周期/年。昆明和万家妇产医院成立于2014年，于2018年获得IVF-ET和ICSI正式运营牌照，自有建筑13800平方米，经改建后可满足3000+周期/年。

图表 23：云南九洲医院和昆明和万家妇产医院概况

云南九洲医院

- 云南九洲医院成立于2003年，是一家二级综合医院
- 医院于2016年获批IVF-ET及ICSI正式运行牌照，是云南省拥有IVF牌照的14家机构之一
- IVF业务云南省综合排名第二¹
- 除IVF业务外，医院核心业务还包括泌尿男科及妇产科
- 医院自有建筑面积约12,000平方米，经改建后可满足5000+周期/年
- 医院位于昆明市盘龙区白云路229号，毗邻二环快速线，临近昆明火车北站

云南九洲关键运营数据	FY2019	FY2020
取卵周期数	2,462	2,196
新生儿人数	394	353

昆明和万家妇产医院

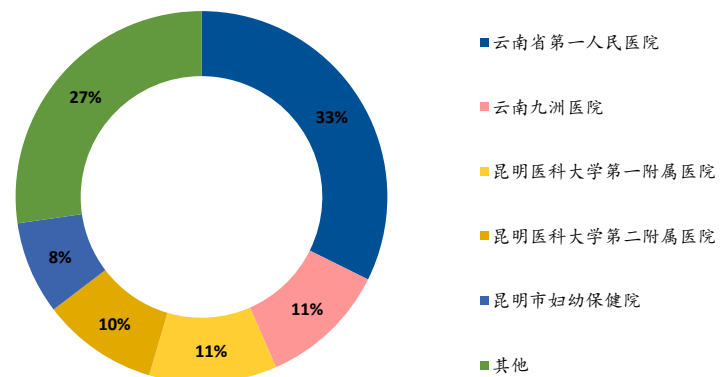
- 昆明和万家医院成立于2014年，是一家三级妇产专科医院、
- 医院于2018年获批IVF-ET及ICSI正式运行牌照，是云南省拥有IVF牌照的14家医院之一
- 除IVF业务外，医院核心业务还包括妇产科，提供高端产科服务
- 医院建筑面积约13,800平方米，经改建后可满足3000+周期/年
- 医院位于昆明市五华区新闻路259号，新闻路与西昌路交叉口，临近杭瑞高速公路

昆明和万家关键运营数据	FY2019	FY2020
取卵周期数	652	522
新生儿人数	459	501

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

云南省 IVF 市场集中在昆明市，市场相对比较分散。2020 年云南省总人口为 4720 万，人口数量排名全国第 12。目前云南省 IVF 市场相对比较分散，市场竞争格局较为开放，截至 2020 年 12 月云南省共有 14 家 IVF 持牌机构，其中 11 家位于昆明市，超过 2000 个周期/年以上的 IVF 医院仅有 4 家，市场份额约 65%，且均位于昆明市，其中云南九洲医院排名第二。私立医院有 4 家，且均位于昆明市。云南九洲和昆明和万家合计约占私立医院市场份额的 50%。

图表 24：云南省 IVF 市场份额



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

通过此次收购，公司将进一步夯实在西南地区的市场地位及影响力。

(1) 区域联动。昆明作为云南的中心城市，可以与集团已经布局的成都和老挝联通，同时辐

射贵州，扩大集团在西南地区的市场地位。

(2) 市场扩张。目前云南省的辅助生殖市场相对较为分散。公司将与两家医院在医生，实验室和临床质量管理，及营销运营等方面深度合作，有望帮助两家医院3年内冲刺到云南第一梯队，扩大市场份额。

(3) 优势互补。云南九洲医院和昆明和万家医院分别在男科和产科具有丰富的技术和运营经验，收购后，两家医院可以与成都，深圳和武汉在 IVF，男科及产科上优势互补，增强各自实力。

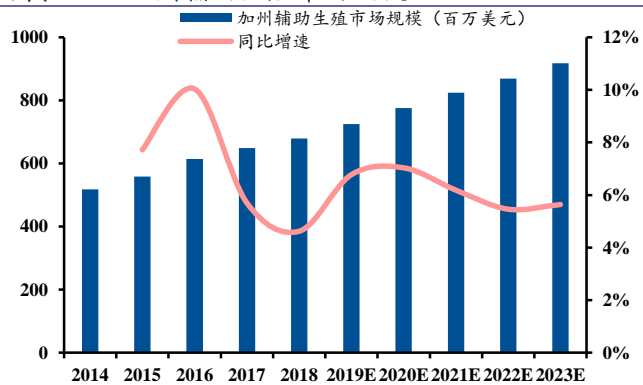
三、海外市场：布局海外市场，承接国内患者赴海外治疗需求

(一) 美国市场：加州市场龙头，有效承接中国赴美患者需求

美国辅助生殖行业发展成熟，加州为辅助生殖三大洲之一，增速高于美国整体水平。美国辅

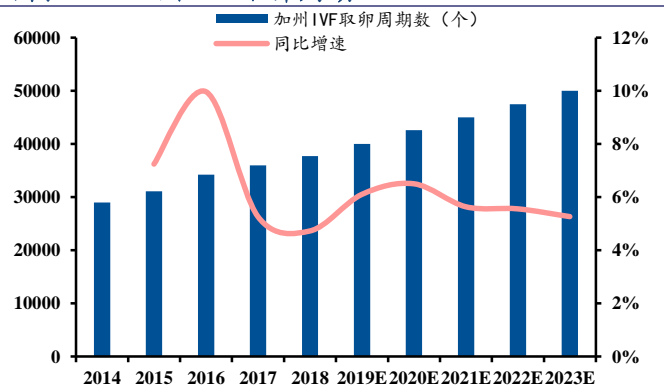
助生殖行业发展成熟,2014到2018年行业规模从28.7亿美元增至37.1亿美元,复合增速为6.6%。锦欣在美国的主战场是加州,加州由于宽松的监管政策和拥有大量顶级的辅助生殖机构,增速高于美国整体水平。2018年,加州辅助生殖市场规模为6.79亿美元,14-18年复合增速为7%,取卵周期为37700个,14-18年复合增速为6.8%。

图表 25: 加州辅助生殖市场规模



资料来源: 锦欣生殖招股说明书, 太平洋研究院整理

图表 26: 加州 IVF 取卵周期

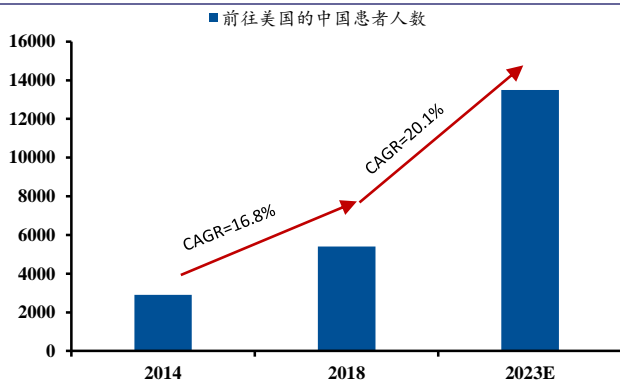


资料来源: 锦欣生殖招股说明书, 太平洋研究院整理

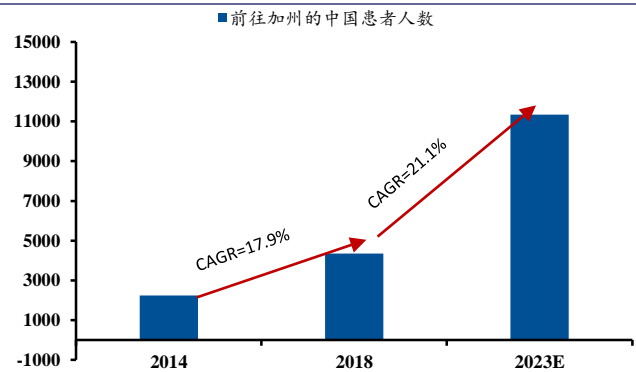
中国患者前往美国尤其加州治疗的需求快速增长。由于代孕在美国合法且受到监管,加上新型技术如 PGD/PGS 技术应用限制较少、监管宽松、成功率较高,美国尤其加州成为国际患者寻求辅助生殖服务的首选地点之一。2018 年共有 18000 名中国患者到海外接受辅助生殖治疗,其中 5400 名 (30%) 前往美国。在前往美国的中国患者中,4350 名 (81%) 患者前往加州,2014-2018 年,前往加州治疗的中国患者人数从 2250 名增至 4350 名,复合增速为 17.9%,预计 2018-2023 年复合增速将达到 21.1%。

图表 27: 前往美国的中国患者人数

图表 28: 前往加州的中国患者人数



资料来源：锦欣生殖招股说明书，太平洋研究院整理

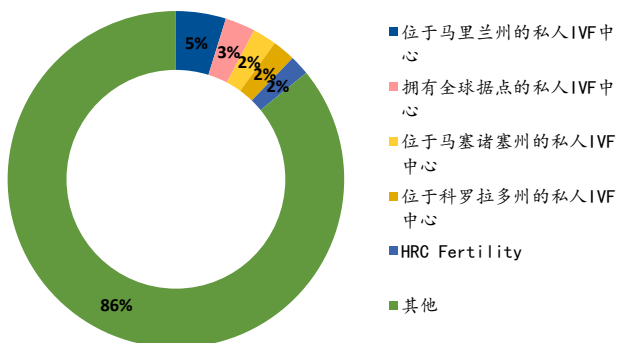


资料来源：锦欣生殖招股说明书，太平洋研究院整理

公司在美国主要通过 HRC Fertility 提供辅助生殖服务。HRC Fertility 包括 HRC Management 和 HRC Medical，2018 年公司收购 HRC Management，通过管理服务协议间接管理 HRC Medical，间接进入美国市场。HRC Medical 成立于 1988 年，拥有 3 个核心诊所（Pasadena、Encino 以及 Newport Beach）和 6 个卫星诊所，各个核心诊所均配备了现场 IVF 和男科实验室。截至 2018 年，医院医疗人员中拥有胚胎学家 21 名、IVF 协调员 60 名、实验支持人员 23 名和手术后勤人员 80 名。

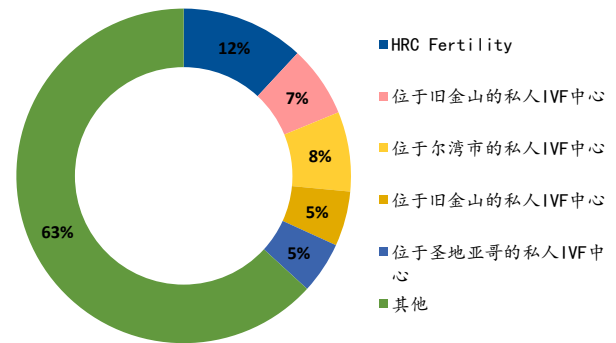
HRC Fertility 市场地位领先，成功率具备竞争力。从市场份额看，2018 年 HRC Fertility 共进行了 4500 个 IVF 取卵周期，占美国全国数量 1.9%（排名第五），占加州数量 11.9%（排名第一），从收入口径来看，HRC Fertility 占全国市场份额 2.5%（排名第二），占加州市场份额 13.9%（排名第一）。从成功率看，HRC Fertility 整体成功率为 62%，高于美国和加州平均成功率水平，且在各年龄组都实现了更高的成功率。

图表 29：2018 年美国 IVF 周期市场份额



资料来源：锦欣生殖招股说明书，太平洋研究院整理

图表 30：2018 年加州 IVF 周期市场份额



资料来源：锦欣生殖招股说明书，太平洋研究院整理

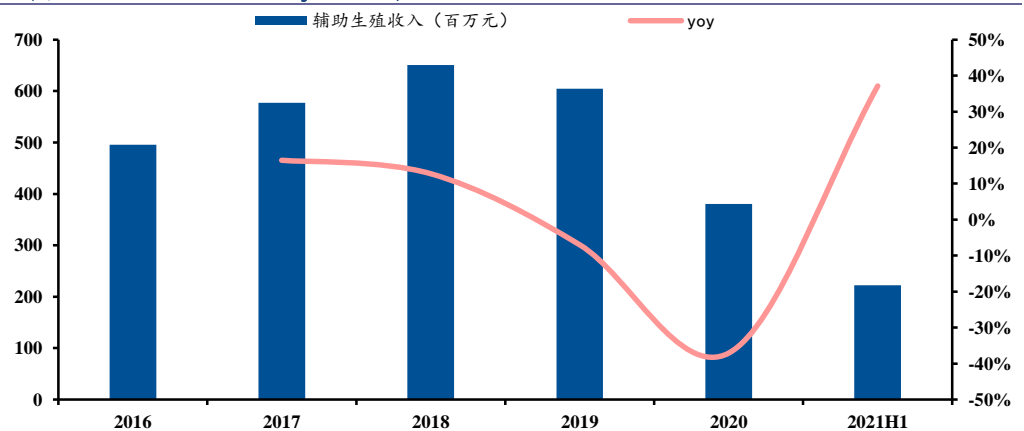
图表 31：2016 年美国 IVF 成功率比较

	年龄组	美国	美国西部	加州	HRC Fertility
非捐赠者	35岁以下	56.8%	60.9%	60.8%	66.8%
	35-37岁	53%	58.1%	57.8%	64.4%
	38-40岁	47.9%	54.8%	53.8%	56.6%
	41-42岁	38.4%	45.9%	44.1%	45.4%
	合计（非捐赠者）	51.7%	56.6%	55.3%	61.3%
合计（非捐赠者及捐赠者）		52.5%	57.7%	56.5%	62%

资料来源：锦欣生殖招股说明书，太平洋研究院整理

受益产能扩张和疫情缓解，HRC Fertility 明后年业绩有望实现高增长。2016-2018年，HRC Fertility 在收入端实现了稳定的增长，16-18年收入复合增速为14.58%。2019年，受限于Pasadena 诊所饱满的产能，辅助生殖收入略有下滑。2020年，由于新冠疫情爆发和美国实施旅游限制，HRC Fertility 收入同比下降37.1%。2020年11月，Pasadena 诊所完成了新址搬迁，新诊所建筑面积超过2000平方米，可提供超过5000个IVF周期。2021H1实现收入2.22亿元，同比增长37.1%，我们认为，随着新产能投放以及疫情缓解带来的需求恢复，HRC Fertility 明后年业绩有望持续实现高增长。

图表 32: HRC Fertility 收入情况

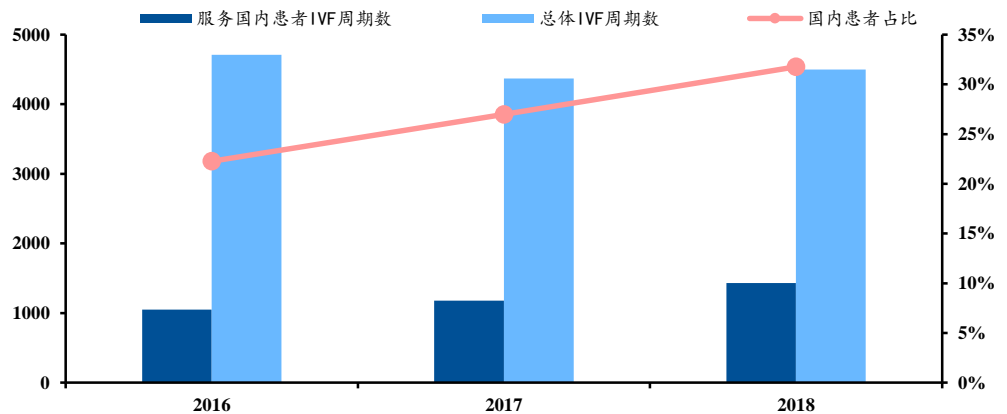


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

HRC Fertility 具有丰富服务国内患者经验，协同锦欣生殖国内网络深度服务中国患者。HRC Fertility 具有服务中国患者的丰富经验，配备了讲中文的人员，包括熟悉中国患者健康状况及文化的护士、助手和翻译人员。2016-2018年，HRC Medical 为中国患者提供的IVF治疗周期数分别为1050、1180和1430个，分别占同期HRC Medical IVF周期数的25.2%、27%和31.8%。我们认为未来HRC Fertility 可协同锦欣生殖国内医疗网络，深度服务中国患者，锦欣生殖也可通过HRC

Fertility 扩大美国市场，打造全球化辅助生殖服务网络。

图表 33: HRC Fertility 国内患者 IVF 周期数占比



资料来源：锦欣生殖招股说明书，太平洋研究院整理

（二）老挝市场：开拓东南亚市场，满足中产阶级需求

东南亚地区辅助生殖政策管理宽松，且相比欧美地区具有更高的性价比，因此一直是中国患者尤其是价格敏感较高的中产阶级普遍选择的目的地。根据弗若斯特沙利文数据，2018 年国内约有 20000 名患者赴海外接受高端且不受限的 IVF 治疗，其中约 60% 的人前往东南亚。

2020 年 3 月锦欣生殖在老挝获得 IVF 牌照，成立老挝锦瑞生殖中心。锦瑞生殖中心位于老挝的磨丁经济特区，建筑面积 5000 平方米，设计产能 3000 IVF 取卵周期/年，具有一代、二代和三代 IVF 牌照。**交通方面**，中老铁路预计在 2021 年 12 月底竣工，届时从昆明到老挝只需 4 小时车程。**定价方面**，老挝平均每个 IVF 周期定价约为 8-10 万元，高于国内 4-5 万元，相较美国 6 万美元的价格具有较高性价比。**人员配备方面**，专家团队将由锦欣首席科学家领衔，联动美国 HRC 专家资源。

锦欣对锦瑞的定位是拥有全面服务、高成功率、并服务于中国中产阶级的正规医疗机构，预计开关后开始正式营业，未来将有助于公司满足国内辅助生殖市场的各层次需求。公司预计 200-300 个周期可以实现盈亏平衡，开业到第三年可以达到 1000 个周期以及 30% 的净利率。

四、优秀经营模式为核心竞争力，四大维度夯实龙头地位

我们 2021 年 12 月 29 日发布的深度报告里面阐述了辅助生殖行业连锁化经营具备可行性，医生资源可获得，治疗流程标准化程度可提高的特性，因此行业竞争的关键点在于公司运营管理能

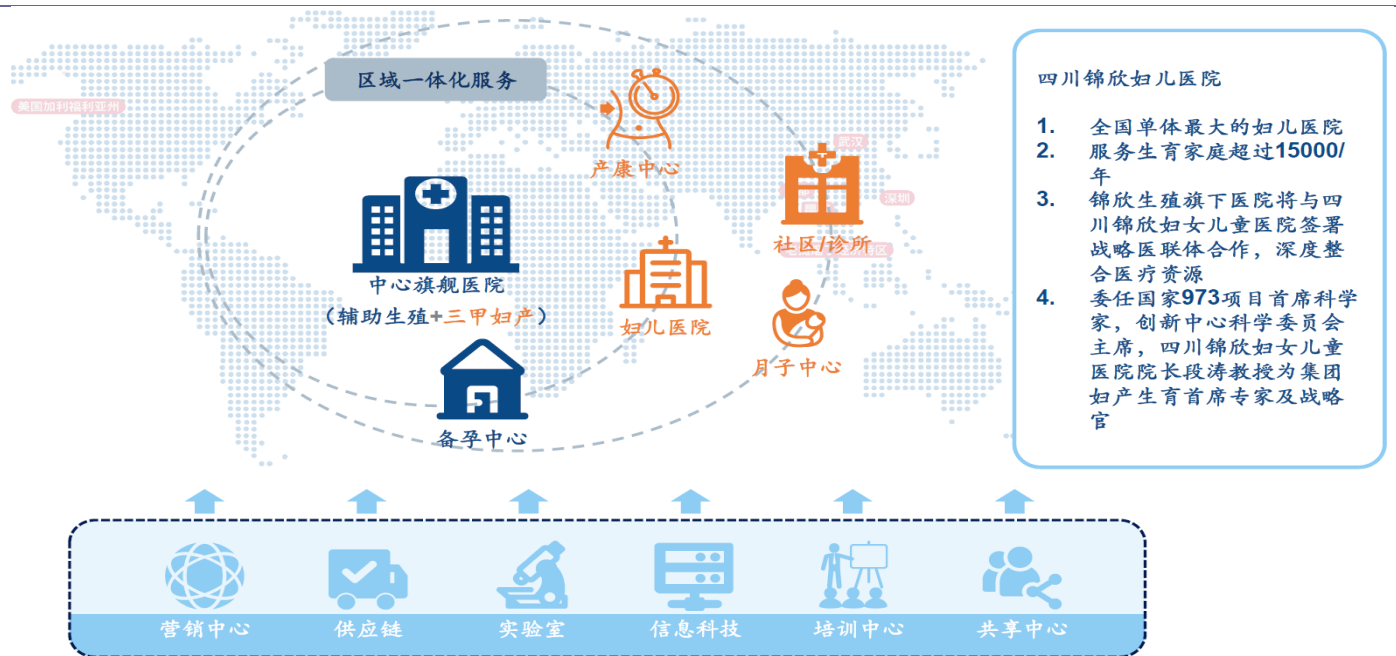
力及商业模式的可复制性。我们认为，锦欣生殖通过业务结构、患者体验、人才体系、获客渠道四大维度形成了一套优秀的经营模式，该模式的可复制性已得到验证，公司优秀的运营能力和商业模式将帮助公司持续占据市场份额，夯实龙头地位。

（一）业务结构：以辅助生殖为核心，打造全生命周期生育服务

聚焦辅助生殖核心业务。公司通过聚焦辅助生殖业务，整合资源，可有效提高医院运行效率，充分利用集团在辅助生殖领域的技术和经验资源。以深圳中山医院为例，公司收购深圳中山医院后，对医院运营模式进行了大幅度改革，包括关闭血液透析科、皮肤科、口腔科等亏损科室，专注大力发展辅助生殖业务，同时加强对市场、人才、运营、科研、信息化等方面的投入，建立起有效的全院管理体系。此外，公司还将西囡医院医生团队模式（一位核心医生带 4-6 人医生团队进行 IVF 治疗）落实到深圳中山医院中，运营效率得以提升。2018 年，深圳中山医院收入同比增长 24.44%，IVF 治疗周期同比增长 13.56%，患者人数同比增长 16.33%，整合效果突出。

向下游拓展，打造全生命周期生育服务。公司通过构建“辅助生殖+三甲妇产+儿保+产康+月子中心”的区域一体化服务网络，为辅助生殖患者提供全生命周期生育服务，实现业务结构的垂直延伸。在西南地区，2021 年 10 月公司收购全国最大的单体妇儿医院四川锦欣妇女儿童医院，深度整合医疗资源；在深圳，公司计划在 2021 年底开展产科业务，定位高端产科，打造差异化服务；在武汉，产业已正式运营，建立全周期三级妇产科医院。

图表 34：西南地区公司计划打造“辅助生殖+三甲妇产”全生命周期生育服务



四川锦欣妇儿医院

1. 全国单体最大的妇儿医院
2. 服务生育家庭超过15000/年
3. 锦欣生殖旗下医院将与四川锦欣妇女儿童医院签署战略医联体合作，深度整合医疗资源
4. 委任国家973项目首席科学家，创新中心科学委员会主席，四川锦欣妇女儿童医院院长段涛教授为集团妇产生育首席专家及战略官

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 患者体验：满足VIP差异化需求，亚专业组深化差异化服务

提供多样化VIP服务，满足患者多层次需求。公司作为民营医院，可提供多样化的治疗套餐选择，对于普通患者，公司提供与公立医院价格相当的基础治疗套餐，对于具有额外需求的中高收入患者，公司提供多层次、定制化的VIP服务，比如成都西园VIP套餐有49999元/59999元/79999元/100000元四档。VIP患者可以得到经验更加丰富的助理和管家服务、根据患者自身条件量身定制的治疗方案、先进的胚胎培育仪器设备及监察系统、专门的咨询区和灵活的预约日程表等，更好地满足了高端IVF服务需求，同时提高了单客户产出和粘性，成为业绩增长的有力驱动。

图表 35：VIP 套餐服务内容

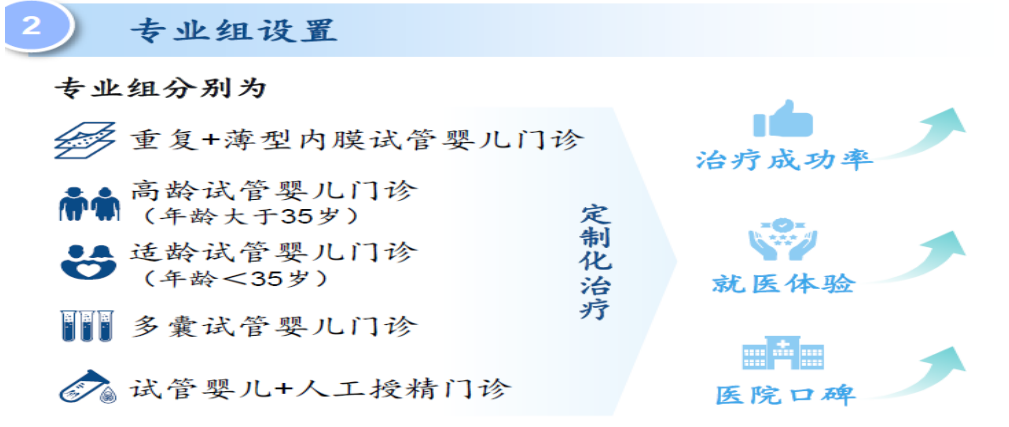
特色VIP尊享



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

设立亚专业组，深化差异化服务。公司根据患者群体不同，设立了重复+薄型内膜试管婴儿门诊、高龄试管婴儿门诊（年龄>35岁）、适龄试管婴儿门诊（年龄<35岁）、多囊试管婴儿门诊、试管婴儿+人工授精门诊六大专业组，为患者提供定制化治疗，提高治疗成功率、就医体验和医院口碑。

图表 36：成都西囡医院设立亚专业组



资料来源：锦欣生殖招股说明书，太平洋研究院整理

（三）人才体系：培养体系完善，人才激励充分

公司建立起了一套以医生团队带教为核心的培养体系，复制性较强。以成都西囡医院为例，公司在成都西囡设置了6个医生团队，每个团队约有4名年轻医生，在1名年长医生的带领下深度参与诊疗方案的制定，并会在门诊部、胚胎实验室进行轮岗，培训时间为3-4年，考核通过后可成为主治医师，这套模式可以标准化地复制到其他分院中，帮助年轻医生快速成长。

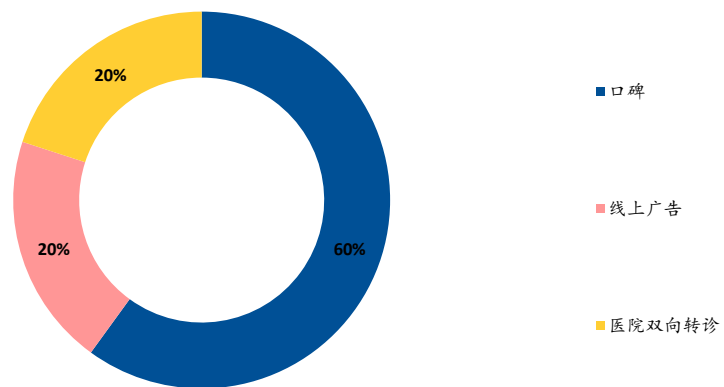
推行“三级合伙人”制度，人才激励充分。为了充分激励集团内部优秀的医疗人才，公司推

出了“三级合伙人”制度，授予医生股权让其成为公司合伙人，为保障“三级合伙人”制度执行充分，公司成立了合伙人遴选委员会。此外，2020年公司实行了股权激励，向成都西囡医院、深圳中山医院及HRC Fertility共80名核心医生和管理人员授予股份。

（四）获客渠道：口碑为王，打造多渠道获客模式

公司打造了一套口碑渠道、线上广告、与医院双向转诊的多渠道获客模式。根据公司资料，公司的客流量中，来自口碑、线上广告、医院双向转诊的占比分别约为60%、20%和20%。

图表 37：公司各渠道获客占比



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

口碑渠道：口碑是公司最重要也是最持久的获客方式。对于成都西囡医院来说，公司在四川辅助生殖行业已经深耕了近20年，在当地具有强大的口碑。对于新进入市场来说，公司会在前期采取引入知名医生团队，短期内打响公司口碑。比如并购深圳中山医院后引入了及曾勇、梅骅教授、耿蕾博士等大专家；并购武汉锦欣医院时公司引进了以杨菁教授为代表的知名三甲医院医生团队；收购云南医院股权时聘用马艳萍教授为生殖技术总监。

线上广告：线上渠道有效提高公司品牌知名度。线上渠道受众面广、流量成本低，公司主要通过互联网医院、线上自媒体运营、深化与目标人群一致的APP的合作，有效提高公司品牌的知名度。

与医院双向转诊：公司在国内与当地医疗机构紧密合作，有效提高患者的可及性。在成都西囡，公司推出“方舟计划”，与66家医疗机构合作，合作方式包括双向转诊或专科联盟合作协议，有关医院的医生在将患者推荐给锦欣，锦欣在完成IVF治疗后将其推荐给关联机构以提供产前服务。公司在深圳、武汉等地区也在尝试该模式，目前深圳中山医院有14%的患者来自双向转诊。

五：盈利预测

（一）盈利预测假设

(1) 成都西因医院：

- VIP 业务渗透率逐步提升
- Add-on 业务占比逐步提升

图表 38：成都西因医院模型

西因医院集团						
百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
西因医院集团	539.1	628.4	699.72	805.68	922.22	1094.55
yoy		16.56%	11.35%	15.14%	14.47%	18.69%
营收占比	58.5%	38.1%	49.1%	45.2%	46.0%	45.5%
毛利率	47.0%	50.0%	44.0%	45.0%	49.0%	50.0%
毛利润	253	314	308	363	452	547
净利率	29.7%	31.5%	22.5%	22.0%	29.0%	30.0%
净利润	160.11	197.95	157.09	177.25	267.44	328.36
IVF 业务						
IVF 业务收入	461.5	540.1	558.0	642.7	726.7	850.1
yoy		17.02%	3.33%	15.18%	13.06%	16.99%
IVF 业务收入占比	86%	85.9%	80%	80%	79%	78%
VIP 渗透率		5.8%	10.8%	13.5%	16.0%	18.0%
Add-on 业务						
Add-on 业务收入	77.6	88.34	141.69	162.94	195.53	244.41
yoy		13.8%	60.4%	15.0%	20.0%	25.0%
Add-on 收入占比	14.4%	14.1%	20.2%	20.2%	21.2%	22.3%

资料来源：太平洋研究院整理

(2) 深圳中山医院：

- VIP 业务渗透率逐步提升
- 辅助医疗业务稳定增长

图表 39：深圳中山医院模型

深圳中山医院						
百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
深圳中山医院	293.16	336.12	299.91	416.95	511.01	621.34
yoy		14.65%	-10.77%	39.02%	22.56%	21.59%
营收占比	31.8%	20.4%	21.0%	23.4%	25.5%	25.8%
毛利率	43.0%	48.0%	38.0%	43.0%	46.0%	48.0%
毛利润	126.06	161.34	113.97	179.29	235.06	298.24
净利率	11.7%	16.0%	21.8%	21.0%	27.0%	28.0%
净利润	34.31	53.74	65.52	87.56	137.97	173.98
IVF 业务						
IVF 业务收入	262.16	303.48	267.97	375.43	463.26	568.82
yoy		15.76%	-11.70%	40.10%	23.39%	22.79%
IVF 业务收入占比	89.4%	90.3%	89.4%	90.0%	90.7%	91.5%
VIP 渗透率				10.00%	14.00%	16.00%
辅助医疗业务						
辅助医疗业务收入	31	32.64	31.94	41.52	47.75	52.53
Yoy		5.29%	-2.14%	30.00%	15.00%	10.00%
辅助医疗收入占比	10.6%	9.7%	10.6%	10.0%	9.3%	8.5%

资料来源：太平洋研究院整理

(3) 锦江生殖中心：

图表 40：锦江生殖中心模型

锦江生殖中心						
百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
锦江生殖中心	89.74	104.1	32.69	44.46	48.08	53.49
yoy		16.0%	-68.6%	36.0%	8.1%	11.2%
IVF 业务收入	160.25	185.89	58.38	79.39	85.86	95.51
收取比例	56%	56%	56%	56%	56%	56%
营收占比	9.7%	6.3%	2.3%	2.5%	2.4%	2.2%
毛利率	40.0%	46.0%	30.0%	43.0%	44.0%	45.0%
毛利润	35.90	47.89	9.81	19.12	21.16	24.07
净利率	20.0%	22.0%	10.0%	15.0%	22.0%	22.0%
净利润	17.95	22.90	3.27	6.67	10.58	11.77

资料来源：太平洋研究院整理

(4) 武汉锦欣医院：

- 辅助医疗业务增长稳定

图表 41：武汉锦欣医院模型

武汉锦欣医院						
百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
武汉锦欣医院			14.06	52.58	17.07	50.14
yoy				274.00%	-67.55%	193.78%
营收占比	0.0%	0.0%	1.0%	3.0%	0.9%	2.1%
毛利率			10.0%	15.0%	30.0%	38.0%
毛利润			1.41	7.89	5.12	19.05
净利率			-130.9%	-20.0%	-87.9%	5.0%
净利润			-18.40	-10.52	-15.00	2.51
IVF 业务						
IVF 业务收入			11.16	49.10	12.89	45.54
yoy				340.00%	-73.75%	253.32%
IVF 业务收入占比			79.37%	93.38%	75.53%	90.84%
VIP 渗透率					0%	5.00%
辅助医疗业务						
辅助医疗业务收入			2.9	3.48	4.18	4.59
Yoy				20.00%	20.00%	10.00%
辅助医疗收入占比			20.6%	6.6%	24.5%	9.2%

资料来源：太平洋研究院整理

(5) HRC Medical:

- 辅助医疗业务增长稳定

图表 42: HRC Medical 模型

HRC Medical						
百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
HRC Medical		579.88	379.71	462.38	507.33	566.27
yoy			-34.5%	21.8%	9.7%	11.6%
营收占比	0.0%	35.2%	26.6%	25.9%	25.3%	23.6%
毛利率		51.0%	35.0%	43.5%	48.0%	49.0%
毛利润		295.74	132.90	201.13	243.52	277.47
净利率		25.2%	14.0%	13.5%	24.5%	26.0%
净利润		146.13	53.16	62.42	124.30	147.23
管理服务业务						
管理服务收入		544.39	342.4	423.20	466.20	523.07
yoy			-37.1%	23.6%	10.2%	12.2%
收入占比		93.88%	90.17%	91.53%	91.89%	92.37%
IVF 业务收入	651	604.87	380.44	470.22	518.00	581.19
获取比例	0%	90%	90%	90%	90%	90%
辅助医疗业务						
辅助医疗业务收入		35.49	37.31	39.18	41.13	43.19
yoy			5%	5%	5%	5%
辅助医疗收入占比		6%	10%	8%	8%	8%

资料来源：太平洋研究院整理

(6) 老挝锦欣医院：

图表 43：老挝锦欣医院模型

老挝锦欣医院						
百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
老挝锦欣医院				0.00	0.00	18.04
yoy						
营收占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%
毛利率				0.0%	20.0%	30.0%
毛利润				0.00	0.00	5.41
净利率						-10.0%
净利润				-4	-4.00	-1.80

资料来源：太平洋研究院整理

(7) 锦欣生殖整体收入情况预测：

图表 44：锦欣生殖模型（不考虑并购）

锦欣生殖模型（不考虑并购）						
百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	922.00	1648.50	1426.09	1782.05	2005.71	2403.81
yoy		78.80%	-13.49%	24.96%	12.55%	19.85%
毛利率	45.0%	49.7%	39.7%	43.2%	47.7%	48.7%
毛利润（百万元）	415.33	819.16	565.95	769.98	956.75	1171.52
净利率	23.0%	25.5%	18.3%	17.9%	26.0%	27.5%
净利润（百万元）	212.37	420.72	260.64	319.18	521.29	662.04
yoy		98.11%	-38.05%	22.46%	63.32%	27.00%
ARS 业务收入	801.26	931.88	978.85	1230.21	1398.37	1726.94
yoy		16.30%	5.04%	25.68%	13.67%	23.50%
营收占比	86.9%	56.5%	68.6%	69.0%	69.7%	71.8%
管理服务费收入	89.74	648.49	375.09	467.66	514.28	576.56
yoy		622.63%	-42.16%	24.68%	9.97%	12.11%
营收占比	9.7%	39.3%	26.3%	26.2%	25.6%	24.0%
辅助医疗服务	31.00	68.13	72.15	84.18	93.06	100.31
yoy		119.77%	5.90%	16.67%	10.55%	7.79%
营收占比	3.4%	4.1%	5.1%	4.7%	4.6%	4.2%

资料来源：太平洋研究院整理

图表 45：锦欣生殖模型（考虑并购）

锦欣生殖模型（考虑并购）						
百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	922.00	1648.50	1426.09	1782.05	2493.01	2937.48
yoy				24.96%	39.90%	17.83%
原有业务收入	922.00	1648.50	1426.1	1782.05	2005.71	2403.81
并购收入					487.30	533.67
成都锦欣妇幼				400	440.00	484.00
yoy					10.00%	10.00%
香港RHC/ARC				45.05	47.30	49.67
yoy					5.00%	5.00%
净利润	212.37	420.72	260.64	319.18	669.14	824.67
yoy				22.46%	109.64%	23.24%
原有业务净利润	212.37	420.72	260.64	319.18	521.29	662.04
并购净利润					147.85	162.64
成都锦欣妇幼				100	130	143.00
yoy					30.00%	10.00%
香港RHC/ARC				14.88	17.85	19.64
yoy					20.00%	10.00%

资料来源：太平洋研究院整理

（二）投资建议：“买入评级”

辅助生殖行业增长态势良好，发展前景广阔，且适合连锁化经营，公司作为国内辅助生殖龙头，商业模式优秀，在品牌、平台、人才方面具备优势，未来市场占有率有望持续提升，长期增长潜力十足。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.04/6.44/7.84 亿元，同比增长 20.82%/111.91%/21.69%，对应摊薄后每股收益分别为 0.12/0.26/0.31 元，对应 PE 分别为 71X/34X/28X，给与“买入”评级。

六、风险提示

政策风险、重大医疗事故风险、并购整合风险、海外政治风险。

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2652	3895	6116	8787	营业收入	1444	1800	2511	2956
现金	682	736	1403	2216	营业成本	860	1012	1259	1475
应收账款	11	20	30	30	销售费用	41	57	50	47
存货	25	31	39	45	管理费用	275	294	299	323
其他	1934	1956	1981	2056	财务费用	(35)	0	(1)	(2)
非流动资产	6511	6511	6511	6511	其他费用合计	0	0	0	0
固定资产	1056	1056	1056	1056	营业利润	255	420	882	1085
无形资产	3154	3154	3154	3154	利润总额	349	420	882	1087
租金按金	0	0	0	0	所得税	89	101	213	266
使用权资产	0	0	0	0	净利润	260	319	669	820
其他	2301	2301	2301	2301	少数股东损益	9	15	25	36
资产总计	9163	9255	9964	10858	归母股东净利润	252	304	644	784
流动负债	555	328	368	441	EBITDA	386	420	882	1085
短期借款	18	18	18	18					
应付账款	133	193	214	251	预测指标				
其他	405	117	136	172		2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债	1146	1146	1146	1146	毛利率	39.67%	43.21%	49.50%	49.80%
长期借款	145	145	145	145	销售净利率	18.04%	17.74%	26.63%	27.76%
租赁负债	0	0	0	0	销售收入增长率	(13%)	24.65%	39.49%	17.70%
其他	1001	1001	1001	1001	EBIT 增长率	(53%)	64.26%	110.14%	23.07%
负债合计	1701	1473	1513	1587	净利润增长率	(39%)	20.82%	111.91%	21.69%
少数股东权益	179	195	219	256	ROE	3.45%	4.01%	7.83%	8.70%
股本	0	0	0	0	ROA	2.75%	3.28%	6.47%	7.22%
留存收益和资本公积	7283	7587	8231	9015	ROIC	0.02	0.04	0.08	0.09
归属母公司股东权益	7283	7587	8231	9015	EPS (X)	0.10	0.12	0.26	0.31
负债和股东权益	9163	9255	9964	10858	PE (X)	152.55	71.35	33.67	27.67
					PB (X)	5.14	2.79	2.57	2.34
现金流量表(百万)					PS (X)	26.58	17.41	13.96	11.60
	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/EBITDA (X)	98.17	16.32	12.08	9.04
经营性现金流	308	55	667	813					
投资性现金流	(131)	0	0	0					
融资性现金流	(56)	(1)	(1)	(1)					
现金增加额	102	55	667	813					

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。