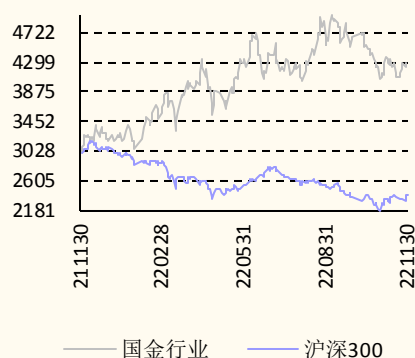


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医疗服务指数	1468
沪深 300 指数	3853
上证指数	3151
深证成指	11089
中小板综指	11834



## 相关报告

5.《强化服务价格调控,开展种植耗材集中采购-种植牙政策点评》,2022.8.19

**袁维** 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 生育鼓励政策频出,辅助生殖渗透有望提升

## 行业观点

- 2022 年 2 月,北京市医保局出台政策将 16 项辅助生殖技术项目纳入医保甲类报销范围;同年 11 月,杭州市和荆门市都出台了辅助生殖有关项目的专项补贴或项目报销政策,分别最高可获得 3 千元、1 万元的相关费用补贴,降低患者接受辅助生殖服务的费用压力,以促进家庭和谐幸福和地区人口长期均衡发展。
- 统计数据表明,我国 2018 年的辅助生殖渗透率仅 7.0%,远低于美国同期的 30.2%。根据沙利文预测数据显示,到 2023 年我国不孕率将达到 18.2%,未来伴随着中国不孕率上升、不孕夫妻数量增加及接受试管婴儿 IVF 意愿增强等因素影响,整体辅助生殖行业市场规模将持续快速增长。到 2025 年,中国辅助生殖行业市场规模有望增长至 854.3 亿元, CAGR 将达到 14.5%。
- 截至 2018 年,我国拥有许可的辅助生殖机构共 498 家,相较 2015 年增加了 66 家,而近年以来辅助生殖获批医疗机构少有增量,2022 年 5 月我国获批的辅助生殖机构共有 539 家,仍存在供给缺口。在辅助生殖牌照发放速度的放缓、牌照申请条件的越发严苛、审批流程的漫长等多种因素作用下,未来行业的准入门槛有可能进一步提高,已拥有牌照的机构将获得先发优势。
- 自今年 8 月《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》公布以来,北京市、杭州市和荆门市相关部门均出台了相关支持政策,通过专项补贴或医保报销等方式降低不孕不育患者接受辅助生殖的费用负担,有效刺激了辅助生殖业务需求。未来随着人们对辅助生殖技术的认知加深、鼓励生育的政策推动等,中国辅助生殖的渗透率有望持续提升。

## 投资建议与重点公司

- 我们认为若未来部分地区逐步将辅助生殖纳入医保,国内辅助生殖行业的渗透率有望进一步提升;将辅助生殖纳入医保将大大降低不孕不育者接受辅助生殖技术治疗的负担,推动需求释放,促进渗透率的提升,带动行业发展。辅助生殖行业将加速发展,下游医疗服务提供商有望受益;上游辅助生殖用药及生殖相关检测标的将进一步加速进口替代。
- **重点公司:** 锦欣生殖、贝康医疗、国际医学、贝瑞基因等。

## 风险提示

- 疫情反复风险、行业竞争加剧风险、行业增速不及预期风险、政策变化风险

## 内容目录

辅助生殖技术趋于成熟，蓝海市场有望打开.....	3
我国不孕率持续上升，辅助生殖服务需求不断扩大.....	4
辅助生殖业务牌照管控严格，供给缺口逐渐显现.....	6
行业政策的密集颁布，有望刺激行业渗透率迅速提升.....	7
投资建议.....	8
重点公司.....	8
风险提示.....	9

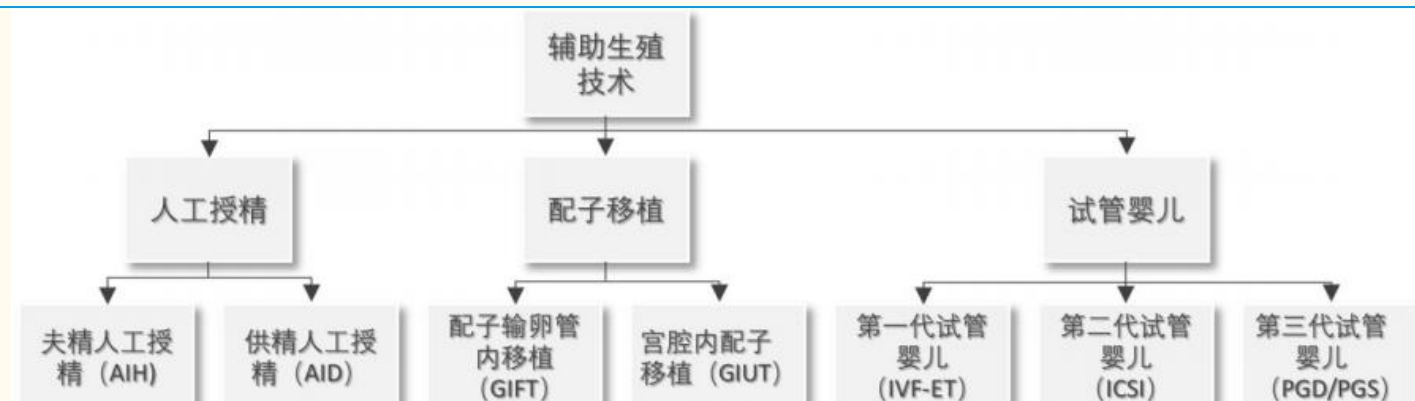
## 图表目录

图表 1：辅助生殖技术概览.....	3
图表 2：IVF 治疗流程.....	3
图表 3：中国辅助生殖需求拆分（百万人）.....	4
图表 4：中美辅助生殖渗透率对比（%）.....	4
图表 5：中国辅助生殖行业市场规模（亿元）.....	4
图表 6：中国不孕率（%）.....	5
图表 7：美国不孕率（%）.....	5
图表 8：不孕率随孕龄的上升而增加（%）.....	5
图表 9：我国超重率&肥胖率变化（%）.....	5
图表 10：各地区女性平均初婚年龄.....	6
图表 11：各地区女性平均初育年龄占比情况对比.....	6
图表 12：VIF 牌照申请资质及流程梳理.....	6
图表 13：中国获批辅助生殖机构数量（个）.....	7
图表 14：中国人口结构：1990.....	7
图表 15：中国人口结构：2020.....	7
图表 16：中国辅助生殖相关行业政策汇总.....	8

## 辅助生殖技术趋于成熟，蓝海市场有望打开

- 辅助生殖是帮助不孕不育群体进行生育的手段。不孕症指一年以上未采取任何避孕措施，性生活正常而没有成功妊娠，主要分为原发不孕及继发不孕。辅助生殖的手段可以分为三种，分别是人工受精、体外受精和配子移植，其中体外受精（IVF）在不孕不育治疗手段中最受欢迎。根据中华医学会生殖医学分会的统计数据显示，2018 年 AIH 临床妊娠率 13.74%、AID 临床妊娠率 26.22%，IVF-ET 临床妊娠率在 50%左右，体外受精以其较高的成功率逐渐成为主流治疗方法。

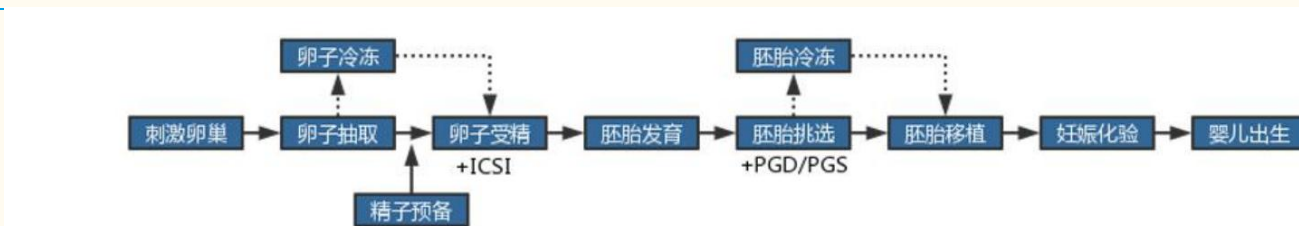
图表 1：辅助生殖技术概览



来源：华经情报网，国金证券研究所

- IVF 治疗的完整流程一般在 2 个月左右，治疗周期在 12~20 天。根据公司招股书披露的信息，选择进行 IVF 的患者需要在治疗前先进行相关体检，根据不同患者的需求来进行男科以及妇科的治疗。进入治疗后：1）首先用药物刺激卵巢，抽取合适的卵子后将卵子直接完成受精或先冷冻起来选取适当的时机完成受精；2）在培养液中完成胚胎的发育；3）形态稳定后用 PGD/PGS 进行诊断和筛查，筛选出优质健康囊胚；4）用冷冻技术保存或直接移植，最后进行妊娠化验来判断受孕是否成功。

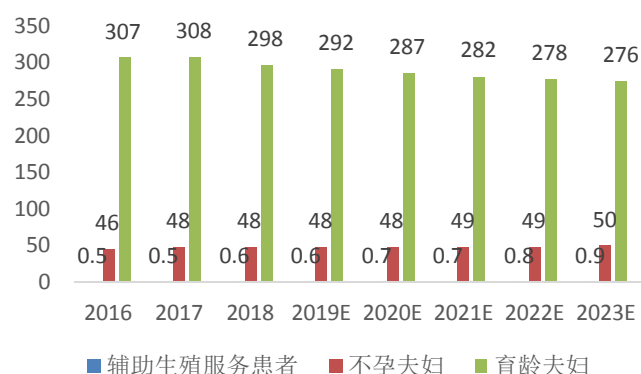
图表 2：IVF 治疗流程



来源：锦欣生殖招股说明书，国金证券研究所

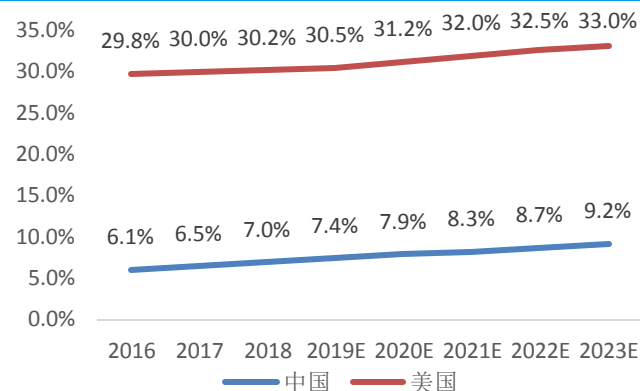
- 中国辅助生殖市场渗透率较低，提升空间广阔。2018 年我国约有 56.8 万患者接受辅助生育服务，仅占同年 4780 万不孕夫妇的 1.2%。目前，我国已有与发达国家相当的不孕不育率，但其中接受辅助生殖服务的人群比例仍有很大差距。统计数据显示，我国 2018 年的辅助生殖渗透率仅 7.0%，远低于美国同期的 30.2%。未来随着人们对辅助生殖技术的认知加深、人均可支配收入提高、鼓励生育的政策推动等，中国辅助生殖的渗透率有望持续提升。

图表 3：中国辅助生殖需求拆分（百万人）



来源：锦欣生殖招股说明书，国金证券研究所

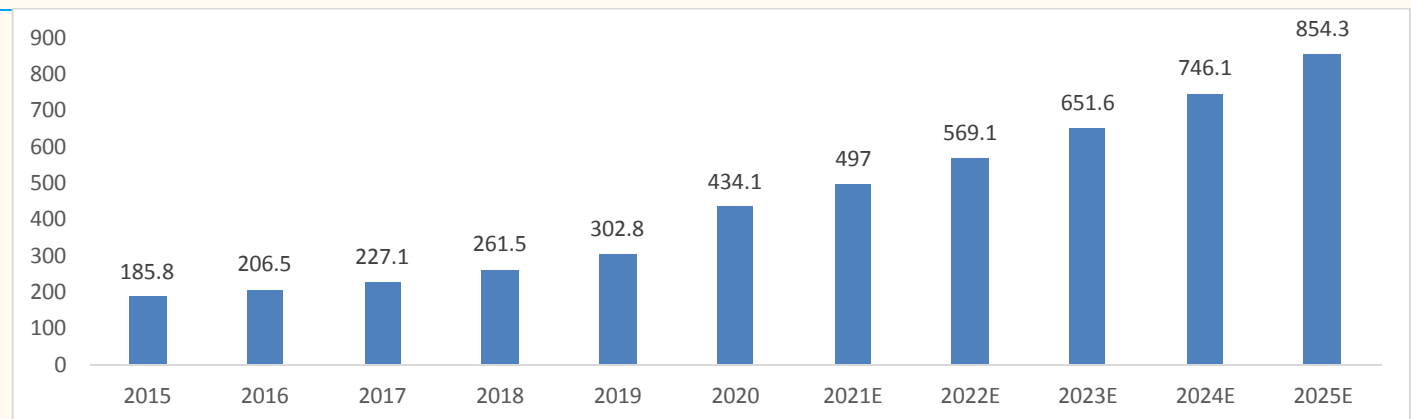
图表 4：中美辅助生殖渗透率对比（%）



来源：锦欣生殖招股说明书，国金证券研究所

- 2015-2019 年，中国辅助生殖行业的市场规模由 185.8 亿元增长到 302.8 亿元，年复合增长率达 13.0%。2020 年中国辅助生殖行业规模已经达到 434.1 亿元。伴随着中国不孕率上升、不孕夫妻数量增加及接受试管婴儿 IVF 意愿增强等因素影响，整体辅助生殖行业市场规模将持续快速增长。到 2025 年，中国辅助生殖行业市场规模将增长至 854.3 亿元，年复合增长率稳定在 14.5%。

图表 5：中国辅助生殖行业市场规模（亿元）

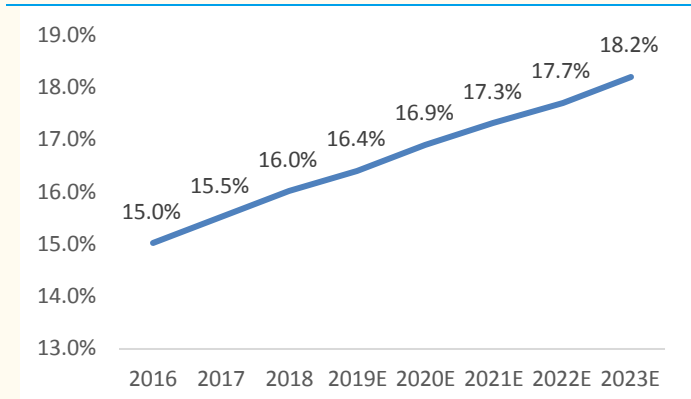


来源：头豹研究院，国金证券研究所

### 我国不孕率持续上升，辅助生殖服务需求不断扩大

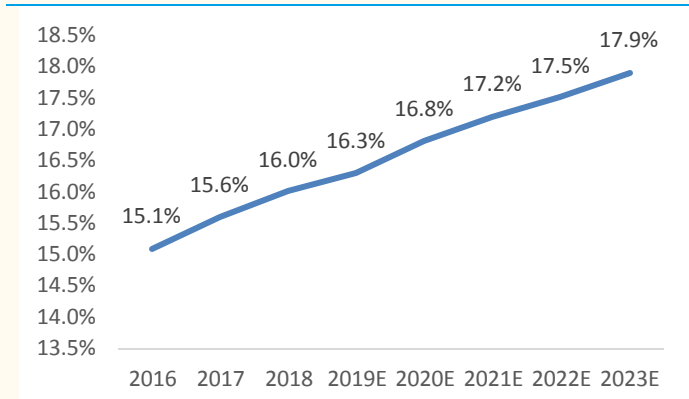
- 在 2016 至 2018 年，我国不孕率与美国基本持平。但随着经济社会的不断发展、人们生活节奏不断加快、压力不断加大，生活方式越发不健康，我国的不孕率也逐渐上升，增速快于美国。根据弗若斯特沙利文的数据，2018 年中美不孕率均为 16%，根据预测，2023 年我国不孕率预计将达到 18.20%，超过美国（17.90%），不孕率的快速上升代表辅助生殖服务潜在需求人数增长，进而驱动辅助生殖市场扩容。

图表 6: 中国不孕率 (%)



来源: 锦欣生殖招股说明书, 国金证券研究所

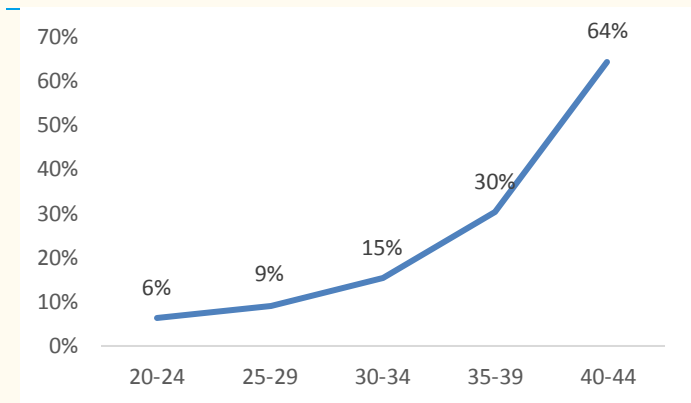
图表 7: 美国不孕率 (%)



来源: 锦欣生殖招股说明书, 国金证券研究所

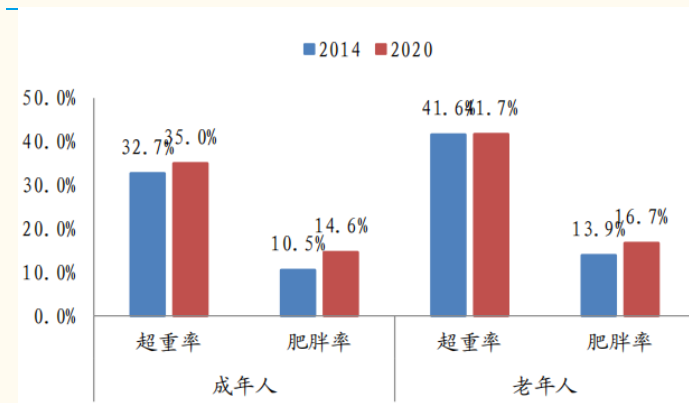
- 晚婚晚育以及肥胖率的持续提高, 是导致不孕率上升的主要因素。根据国际生殖健康/计划生育杂志刊登的文献, 女性年龄增加后, 由于卵巢储备功能降低, 更容易导致不孕和生育力下降, 不孕率随着年龄的上升显著增加。此外, 根据艾媒咨询的数据显示, 2019 年我国肥胖人数数量已经超过 2.5 亿人次; 根据 2020 年国民体质检测公报的数据, 2020 年我国成年人的超重率和肥胖率分别为 35.0%和 14.6%; 肥胖和超重会引发糖尿病、高血压、高血脂、脂肪肝等疾病, 造成激素紊乱, 进而可能造成排卵障碍, 最终导致不孕率的增加。

图表 8: 不孕率随孕龄的上升而增加 (%)



来源: 国际生殖健康/计划生育杂志, 国金证券研究所

图表 9: 我国超重率&肥胖率变化 (%)

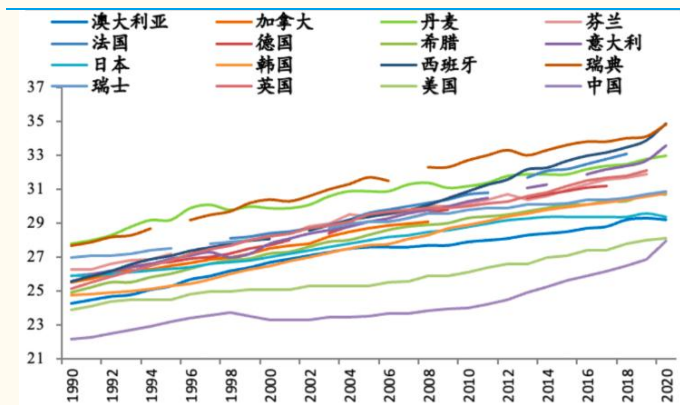


来源: 第五次国民体质检测公报, 艾媒咨询, 国金证券研究所

- 晚婚晚育成趋势, 初育年龄逐渐增加。从结婚年龄看, 近年来各国结婚年龄整体上行, 在较富裕国家趋势更明显。OECD 数据显示, 中国女性初婚年龄从 22.5 增至 28 岁, 增幅较大。
- 从生育年龄看, 1950-2000 年, 世界平均生育年龄由 29.2 岁下降至 27.5 岁; 2000-2020 年, 世界平均生育年龄升至 28.1 岁, 越来越多的女性选择晚育。OECD 数据显示, 中国从 24.3 增至 27.9 岁, 增加了 3.6 岁, 增长速度较快。初婚初育年龄推迟是全球共有现象, 主要由于: 年轻人受教育年份的延长; 结婚、生育、养育、教育成本高; 社会竞争激烈, 就业压力大; 婚育观念的改变。

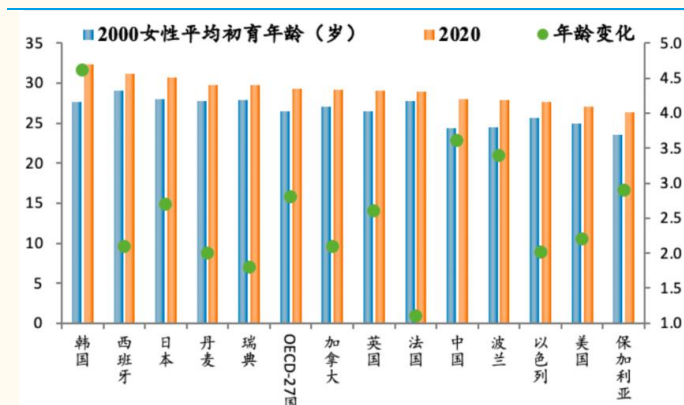


图表 10：各地区女性平均初婚年龄



来源：OECD 数据库，国家统计局，国金证券研究所

图表 11：各地区女性平均初育年龄占比情况对比



来源：OECD 数据库，国家统计局，国金证券研究所

### 辅助生殖业务牌照管控严格，供给缺口逐渐显现

- 辅助生殖医疗机构开展服务的基础是有相关牌照且持续完成规定数量的辅助生殖服务。由于国家对于辅助生殖机构的监管比较严格，牌照审批较为谨慎，因此总体来看我国发放的辅助生殖牌照数量有限、获批周期长。一般来说，从申请到获得 IVF 全牌照大约需要 4-5 年时间，且对拥有牌照的机构的经营有较高要求，总体来说形成了辅助生殖行业的进入壁垒，也提高了小型辅助生殖机构持续经营的难度。

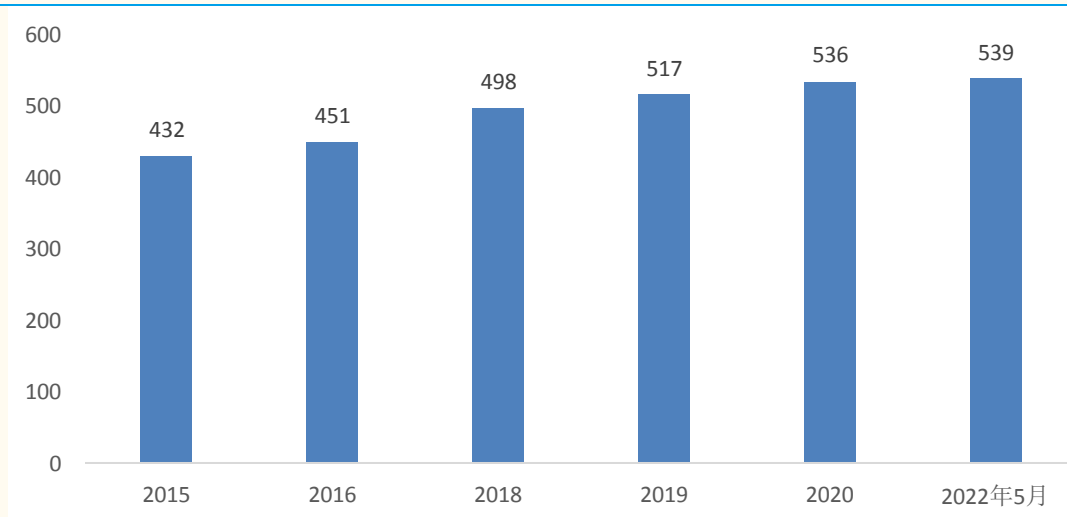
图表 12：VIF 牌照申请资质及流程梳理

IVF 牌照申请资格	IVF 牌照申请流程
<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 申请试管婴儿牌照机构必须是国家批准的三级医院；</li> <li>2) 实验室负责人和临床试验负责人必须是高级职称；</li> <li>3) 医生每人每年主持试管婴儿治疗周期数不得少于 50 例；</li> <li>4) 实验室技术人员每人每年完成的试管婴儿周期数不得少于 50；</li> <li>5) 机构每年进行的试管婴儿周期数不得少于 150 例，临床妊娠率在机构成立第一年不得低于 15%、第二年不得低于 20%，每两年检测一次；</li> <li>6) 中心至少配备 12 名以上通过国家指定的辅助生殖技术培训基地的培训工作人员。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 论证、评审：省卫计委组织专家论证，场地建设人员培训，国家卫计委专家组评审；</li> <li>2) 生殖中心牌照：评审通过后至少试运行一年，国家卫计委专家对试运行复评，通过后正式运行生殖中心；</li> <li>3) 申请 IVF 资质：人工授精(AID/AIH)正式运营后才能申请试管婴儿资质，每 2 年一次效验，不通过者被暂停运行；</li> <li>4) 申请基因筛查/基因诊断(PGT)资质：获得三级医院资质且 IVF 运行 4-5 年后可申请。</li> </ol>

来源：产业信息网、智研咨询、公司公告，国金证券研究所

- 辅助生殖机构存量鲜有变化，新进入者难度进一步加大。截至 2018 年底，我国拥有许可的辅助生殖机构共 498 家，相较 2015 年增加了 66 家，平均每年新增 22 家。而近年以来辅助生殖获批医疗机构少有增量，2022 年 5 月我国获批的辅助生殖机构共有 539 家，仍是稀缺资源。随着国家牌照发放速度的逐步减缓，新进入者的门槛被进一步提高。在辅助生殖牌照发放速度的放缓、牌照申请条件的越发严苛、审批流程的漫长等多种因素作用下，未来行业的准入门槛有可能进一步提高，已拥有牌照的机构将获得先发优势。

图表 13: 中国获批辅助生殖机构数量(个)

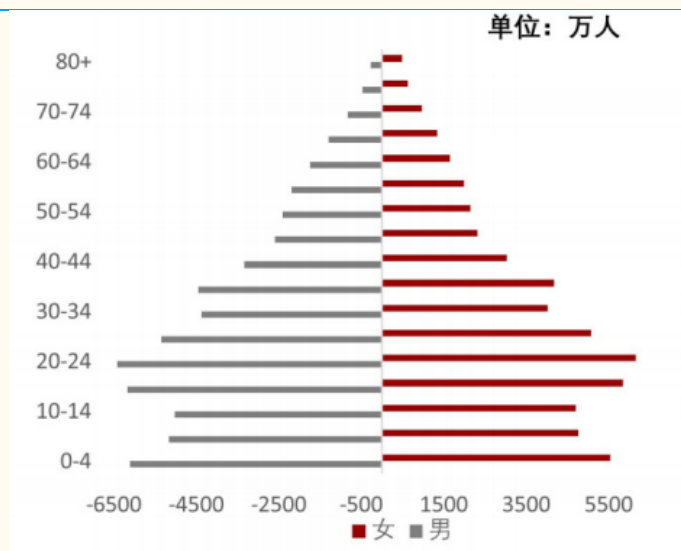


来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

### 行业政策的密集颁布, 有望驱动行业渗透率迅速提升

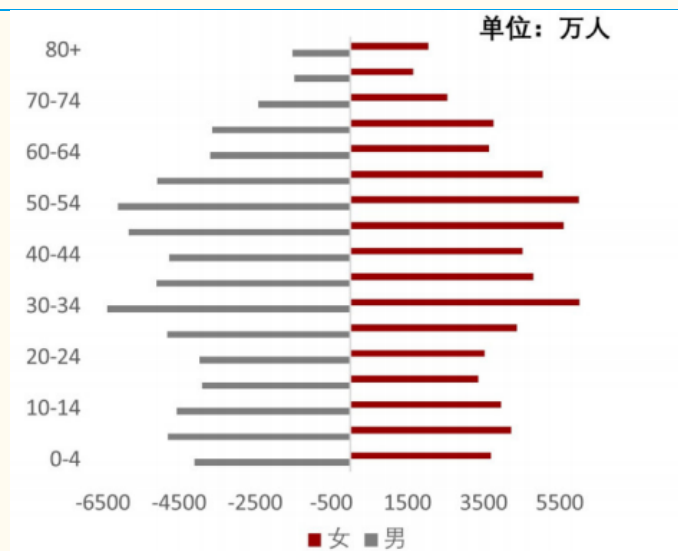
- 1990 年时, 中国的人口结构处在非常健康的一种状态标准的金字塔型 0-34 岁的人群是人口的主要群体, 也正是这样的人口结构, 在未来的 30 年里为中国创造出无数奇迹。2020 年时, 中国人口结构发生重大变化, 从当初的金字塔型转变为橄榄型, 生育率的急速下滑, 导致中国人口分布集中在 30-60 岁。
- 在无任何政策干预, 生育率继续下滑的状态, 到 2050 年中国的人口结构必然发展成倒三角形, 整个中国社会的活力及创造力将急剧下滑。因此避免出现这样的人口结构的出现成为了中国发展的重中之重, 辅助生殖将为具有生育愿望的不孕不育夫妇提供技术上的支持, 在人口发展的趋势下, 辅助生殖行业的发展近来受到国家政策上的大力支持。

图表 14: 中国人口结构: 1990



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 15: 中国人口结构: 2020



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- 从国家层面来看, 我国对于辅助生殖领域的管控在逐步放开, 诸多支持辅助生殖服务开展的指引性文件出台, 经批准开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构数量在不断增加; 而在 2022 年 8 月出台的通知显

示，未来将逐步把分娩镇痛和辅助生殖技术项目按程序纳入医保基金支付范围。

- 从各省市地区层面来看，2022 年 2 月，北京市医保局出台政策将 16 项辅助生殖技术项目纳入医保甲类报销范围；同年 11 月，杭州市和荆门市都出台了辅助生殖有关项目的专项补贴或项目报销，分别最高可获得 3 千元、1 万元的相关费用补贴，降低患者接受辅助生殖服务的费用压力。未来行业受益于生育鼓励政策，有望出现渗透率拐点。

图表 16：中国辅助生殖相关行业政策汇总

时间	发布单位	通知名称	主要内容
国家层面指导政策			
2019 年 9 月	卫计委	《国家卫生健康委办公厅关于印发加强辅助生殖技术服务机构和人员管理若干规定的通知》	以风险防范为重点，针对目前辅助生殖技术服务和管理的薄弱环节，从机构资质、服务患者、全程服务、内部管理、信息管理、人员资质、人员能力等 10 个方面对辅助生殖机构和从业人员提出明确要求。
2021 年 1 月	卫计委	《人类辅助生殖技术应用规划指导原则》	更加注重保障社会公益、更加注重优化资源供给效率，更加注重提升服务质量。原则包括质量安全优先、分类指导管理、合理规划布局、稳妥有序发展
2021 年 6 月	国务院	《中共中央国务院关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》	规范人类辅助生殖技术应用。强化规划引领，严格技术审批，建设供需平衡、布局合理的人类辅助生殖技术服务体系。加强人类辅助生殖技术服务监管，严格规范相关技术应用。开展孕育能力提升专项攻关，规范不孕不育诊治服务。
2022 年 8 月	国家卫健委、民政部等 17 部门	《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》	指导地方综合考虑医保(含生育保险)基金可承受能力、相关技术规范性等因素，逐步将适宜的分娩镇痛和辅助生殖技术项目按程序纳入基金支付范围。
地方层面补贴政策			
2022 年 2 月	北京市医保局	《关于规范调整部分医疗服务价格项目的通知》	在费用可控、确保医保基金可承受的基础上，将门诊治疗中常见的宫腔内人工授精术、胚胎移植术、精子优选处理等 16 项涉及人群广、诊疗必需、技术成熟、安全可靠的辅助生殖技术项目纳入医保甲类报销范围。
2022 年 11 月	杭州市指定商业补充医疗保险机构(西湖益联保)	-	接受胚胎培养和胚胎移植两项治疗的费用，“西湖益联保”给予一定限额的补助，其中胚胎培养费用报销限额为 0.15 万元/年，胚胎移植费用报销限额为 0.15 万元/年，在年度限额范围内可按项目实报实销
2022 年 11 月	荆门市人民政府	《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的实施方案》	对夫妻双方中至少一方为荆门户籍、女方年满 35 周岁、未曾生育过子女、确需实施辅助生殖技术的家庭，按每户累计不超过 1 万元的标准给予辅助生育补助金。

来源：中华人民共和国国家卫生健康委员会，各省市医保局、人民政府官网，国金证券研究所

## 投资建议

- 我们认为若未来部分地区逐步将辅助生殖纳入医保，国内辅助生殖行业的渗透率有望进一步提升；将辅助生殖纳入医保将大大降低不孕不育者接受辅助生殖技术治疗的负担，推动需求释放，促进渗透率的提升，带动行业发展。
- 锦欣生殖以辅助生殖服务为主，同时发展管理服务业务，业务边际不断延伸至男科、产科等，辅助生殖行业的加速发展，下游医疗服务 IVF 技术提供商锦欣生殖将率先受益；贝康医疗在高通量测序技术在生育健康领域研发和应用，为下游的辅助生殖服务机构提供一站式的定制化解决方案；国际医学辅助生殖服务项目已于 2019 年初获得卫生主管部门批准，开始为期一年的试运行，后续获得卫生主管部门批复后有望正式开展辅助生殖服务；贝瑞基因在遗传学应用方面提供出生缺陷三级预防的生育健康、遗传病基因检测产品及服务。

## 重点公司

- 锦欣生殖、贝康医疗、国际医学、贝瑞基因等。



### 风险提示

- 疫情反复风险：近年以来，全国多地疫情反复高发，并呈现出“点多、面广”特性，疫情的封控管理会对医院的日常经营业务开展带来较大负面影响。
- 行业竞争加剧风险：各个省市辅助生殖赛道区域性竞争激烈，未来头部化之间的竞争可能会加剧。
- 行业增速不及预期风险：公司所处辅助生殖赛道可能会受到总体生育意愿下降的影响而放缓增速。
- 政策变化风险：辅助生殖赛道受到政府监管较为严格，未来的政策变化可能对商业模式造成冲击。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在-5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%－15%；

中性：预期未来 3－6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%－5%；

减持：预期未来 3－6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402