

公司研究

23 年业绩符合预期，24 年有望迎来复苏

——锦欣生殖（1951.HK）2023 年报点评

要点

事件：公司公告 23 年全年业绩，全年实现收入 27.89 亿元，同比增长 18.0%；实现净利润为 3.47 亿元，同比增长 194.2%；经调整净利润为 4.72 亿元，同比增长 72.0%；业绩符合预期。

点评：

全年业绩稳健增长，辅助生殖业务成功率持续提升。分业务板块看，2023 年公司核心的辅助生殖医疗服务（ARS）实现收入 13.36 亿元，同比增长 26.7%，其中辅助生殖成功率持续提升 0.9 个百分点至 57.5%；管理服务和辅助医疗服务分别实现收入 5.66 亿元、2.09 亿元，分别同比增长 12.5%、38.0%，妇产科医疗服务 2023 年实现收入 4.70 亿元，基本维持稳定。

国内与海外布局完善，各个院区周期数稳健增长。公司国内与海外布局逐步完善，深化推进差异化服务，全年实现 3.0 万个取卵周期，同比增长 16.2%。公司布局进一步完善，其中 1) 成都&大湾区 23 年实现收入 21.72 亿元，同比增长 11.9%；完成周期数 2.2 万个，同比增长 6%；2) 云南&武汉院区 23 年实现收入 1.79 亿元，同比增长 35.8%，完成周期数 4261 个，同比增长 42.7%；3) 美国&老挝院区 23 年收入 5.70 亿元，同比增长 23.4%，完成周期数 3847 个，同比增长 11.7%；海外业务展现韧性。此外，公司积极拓展东南亚市场，近期公司与印尼最大辅助生殖集团 Morula 达成战略合作，携手开拓印尼和东南亚市场，我们认为随着 2024 年国际旅客的恢复，海外业务整体有望迎来恢复增长。

盈利预测及估值。综合考虑海外业务有望迎来恢复增长、公司费用投入等因素，我们下调 24~25 归母净利润预测为 3.98/4.62 亿元（原值为 5.38/6.52 亿元，下调 26.0%/29.1%），新增 26 年归母净利润预测为 5.42 亿元，对应 EPS 为 0.14/0.17/0.20 元，对应 24-26 年 PE 分别为 15/13/11x，公司是我国最大的民营辅助生殖机构，成功率领先且维持稳定，目前在中美市场处于领先地位，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险、并购落地及整合风险、海外业务风险、核心技术人员流失风险、无形资产减值风险、医疗纠纷。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万）	2,364	2,789	3,260	3,823	4,541
营业收入增长率	28.59%	17.95%	16.88%	17.29%	18.77%
归母净利润（百万）	121	345	398	462	542
净利润增长率	-64.36%	184.60%	15.41%	16.06%	17.39%
EPS（元）	0.05	0.13	0.14	0.17	0.20
P/E	46	18	15	13	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-04-02；汇率 1HKD=0.91RMB，公司 2022/2023 年末股本数分别为 25.17/27.21 亿股，预测 2024-2026 年末股本数为 27.58 亿股。）

买入（维持）

当前价：2.44 港元

作者

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

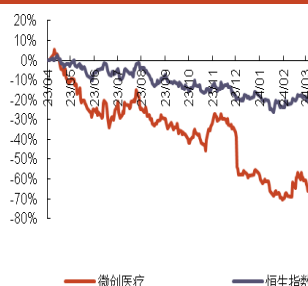
021-52523697

wujiaqing@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	27.58
总市值(亿港元):	67.29
一年最低/最高(港元):	2.05/5.80
近 3 月换手率:	60.8%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1	-24	-37
绝对	1	-25	-56

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2364.48	2788.91	3259.58	3823.15	4540.60
营业成本	(1490.16)	(1613.47)	(1866.21)	(2169.75)	(2554.22)
毛利	874.32	1175.45	1393.38	1653.40	1986.38
管理费用	(458.85)	(481.37)	(749.70)	(879.32)	(1089.74)
研发费用	(17.47)	(21.75)	(25.42)	(29.81)	(35.40)
销售费用	(151.44)	(191.86)	(213.02)	(237.36)	(267.81)
其他收益与开支	(20.38)	55.82	149.94	137.63	163.46
财务费用	(71.85)	(79.46)	(16.30)	(19.12)	(22.70)
除税前溢利	154.32	456.83	538.88	625.42	734.18
所得税	(36.38)	(117.29)	(138.35)	(160.57)	(188.49)
归属于母公司的净利润	121.12	344.72	397.86	461.76	542.06
少数股东损益	(3.18)	2.26	2.67	3.09	3.63
资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	1903.87	1342.45	1973.62	2129.02	2693.25
库存	62.55	62.43	82.97	97.32	115.58
应收账款	188.68	169.37	252.93	296.66	352.33
预付款项、其他应收款	40.06	7.84	9.16	10.74	12.76
应收关联方	211.34	213.59	745.31	874.17	1038.22
结构性银行存款	13.40	87.05	87.05	87.05	87.05
待售资产	71.30	141.57	218.74	218.74	218.74
现金和现金等价物合计	1316.55	624.28	577.46	544.34	868.57
非流动资产合计	13328.16	13553.73	14004.41	13965.98	14345.80
物业、厂房及设备	2529.76	2595.24	2491.43	2391.77	2296.10
牌照	1576.18	1531.15	1469.90	1411.11	1354.66
管理协议	1963.32	1996.61	1962.93	1962.93	1962.93
商标	2644.86	2664.20	2557.63	2455.32	1305.31
商誉	3484.73	3495.98	2796.79	2237.43	809.31
预付款	203.51	184.60	17.36	17.36	17.36
其他	925.82	1085.95	2708.37	3490.06	6600.13
总资产	15232.04	14896.18	15978.03	16095.00	17039.04
流动负债合计	2763.97	1689.83	2396.68	2458.20	2860.18
应付账款及票据	916.93	805.08	789.74	926.29	1100.12
其他应付款	63.26	72.20	110.22	129.28	153.54
应付关联方	47.53	12.26	735.89	863.13	1025.10
应付所得税	81.58	52.48	190.45	223.38	265.30
短期银行债务	18.62	747.80	570.37	316.13	316.13
非流动负债合计	3732.94	3019.53	2996.67	2590.37	2590.37
递延税	1186.36	1210.71	1210.71	1210.71	1210.71
其他	2070.68	1379.66	1379.66	1379.66	1379.66
长期银行贷款	475.90	429.16	406.30	0.00	0.00
总负债	6496.91	4709.37	5393.36	5048.57	5450.55
股东权益合计(含少数股东权益)	8735.13	10186.81	10584.67	11046.43	11588.49

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	541.74	684.48	367.37	405.31	765.14
税前盈利	154.32	456.83	538.88	625.42	734.18
折旧摊销	83.10	89.31	94.75	100.16	106.15
净营运资金增加	(118.68)	(95.83)	(106.27)	(127.24)	161.98
其他	422.99	234.17	(159.99)	(193.03)	(237.18)
投资活动产生现金流	(1377.84)	(357.04)	(214.22)	(128.53)	(77.12)
购买物业、厂房及设备	(53.81)	(63.46)	(74.18)	(87.00)	0.00
购买无形资产	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
其他资产变化	(1274.03)	(243.57)	(90.05)	8.47	(27.12)
融资活动现金流	460.14	(950.45)	(267.02)	(309.90)	(363.79)
股本变化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债务净变化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付的股利合计	78.63	226.36	267.02	309.90	363.79
净现金流	(359.34)	(623.00)	(113.87)	(33.12)	324.23

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测（23 年为光大证券研究所预测值）

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP