

医药

收盘价
港元 3.12

目标价
港元 3.30↓

潜在涨幅
+5.7%

2025 年 8 月 27 日

锦欣生殖 (1951 HK)

短期业绩压力陡增，业务调整提升股东回报和长期空间，下调至中性

- ④ **1H25 业绩下滑，核心业务承受多方压力：**1H25 收入下滑 11%至 12.9 亿元（人民币，下同），净亏损 10.4 亿元，而去年同期录得 1.9 亿元利润，毛利率亦显著下滑 10ppts 至 30.4%。造成业绩下滑的主要原因有：1）计提约 9.1 亿元商誉及无形资产减值，主要反映美国 HRC 机构及老挝业务受当地政策变化和客结构调整的影响，此外还有男科业务投资终止；剔除该减值及其他非经常性/非现金项目后，1H25 经调整净利润为 0.82 亿元，同比仍下滑 68%。2）中国内地机构收入-13%，短期影响包括辅助生殖纳入医保对周期数及服务价格的短期冲击（整体辅助生殖治疗周期数同比+3.2%，但主要来自低价、低成功率的 IUI，高端 IVF 周期数同比-8.3%）、深圳新大楼搬迁延迟、药耗零加成等。3）海外收入-1%，美国 HRC 经营利润下降 0.41 亿元，主要受到加州辅助生殖商保法案延后的影响。

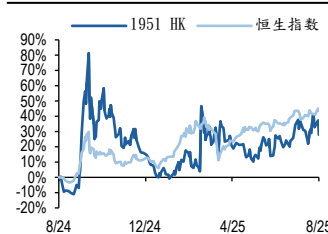
- ④ **业务积极调整中，政策端或有惊喜：**管理层对于公司业务的后续改革计划包括：1）谋求美国业务重组和融资、停止老挝进一步投资，回笼资金后优化债务结构、降低财务费用，同时前期重大资本性投入已进入尾声、未来三年无重大新增开支，将适时进行股份回购和分红。2）聚焦内地关键业务，1Q26 启动深圳新院区搬迁，产能扩张有望驱动新一轮周期数增长；预计云南和武汉的孵化院区短期内合计周期数将超 5,000、盈利能力改善（武汉院区 2026 年将实现盈利）。此外，公司将战略性布局生育力保存业务，考虑人口结构变化、政策规划重视度加大，冻卵有逐步开放的可能，同时业务粘度更强、服务周期更强，为公司长期增长打开新空间。

- ④ **短期压力或将持续，下调评级至中性：**根据 1H25 业绩和管理层展望，我们下调公司 2025-27 年收入/经调整净利润预测 17-18%/约 50%，下调目标价至 3.30 港元。我们认为，长期公司行业龙头低位稳固，政策推动下现有业务+生育力保存长期增长逻辑清晰，但短期内公司业绩压力仍明显、利好生育政策预期已反映较充分、且当前估值合理，下调评级至**中性**。

个股评级

中性↓

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	4.42
52周低位 (港元)	2.17
市值 (百万港元)	8,419.10
日均成交量 (百万)	126.77
年初至今变化 (%)	15.99
200天平均价 (港元)	2.98

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	2,789	2,812	2,617	2,989	3,330
同比增长 (%)	18.0	0.8	-6.9	14.2	11.4
净利润 (百万人民币)	349	283	(942)	232	313
每股盈利 (人民币)	0.13	0.11	(0.34)	0.08	0.11
同比增长 (%)	156.0	-17.3	-425.1	-124.6	35.0
前EPS预测值 (人民币)			0.15	0.19	0.23
调整幅度 (%)			-323.5	-55.6	-50.6
市盈率 (倍)	22.4	27.1	ns	33.9	25.1
每股账面净值 (人民币)	3.69	3.83	3.40	3.46	3.54
市账率 (倍)	0.77	0.75	0.84	0.83	0.81
股息率 (%)	2.0	1.6	0.0	0.7	0.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：锦欣生殖：财务预测变动

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	2,617	3,197	-18%	2,989	3,612	-17%	3,330	4,031	-17%
毛利润	864	1,311	-34%	1,082	1,517	-29%	1,242	1,733	-28%
毛利率	33.0%	41.0%	-8.0ppts	36.2%	42.0%	-5.8ppts	37.3%	43.0%	-5.7ppts
经调整归母净利润	252	532	-53%	322	612	-47%	373	693	-46%
经调整归母净利率	9.6%	16.6%	-7.0ppts	10.8%	16.9%	-6.2ppts	11.2%	17.2%	-6.0ppts

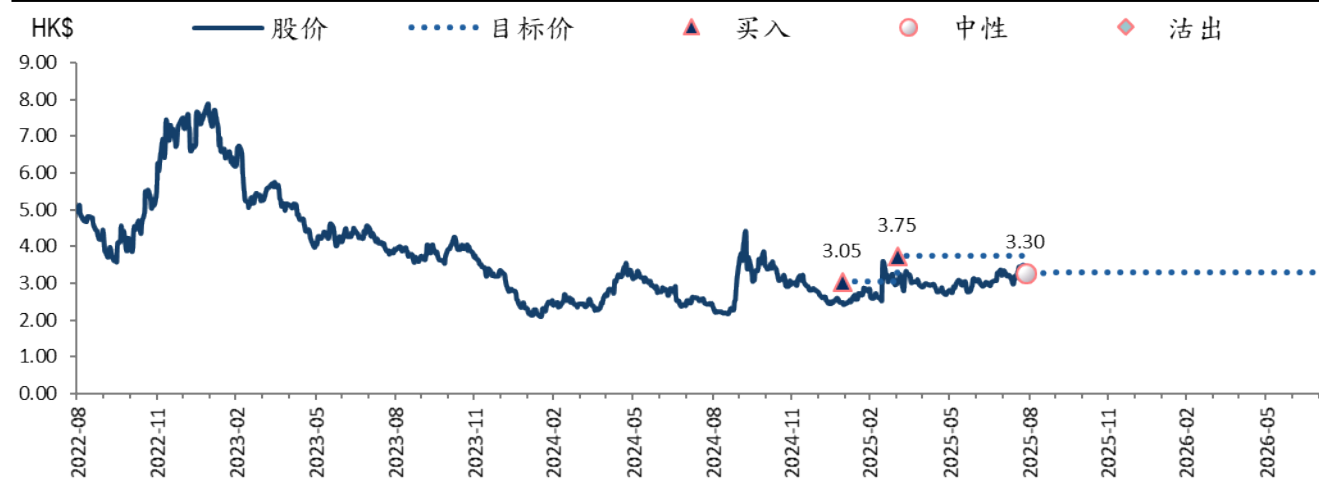
资料来源：交银国际预测

图表 2：锦欣生殖：DCF 估值模型

百万人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E																				
收入	2,617	2,989	3,330	3,642	3,907	4,180	4,424	4,674	4,939	5,204	5,486																				
EBIT	254	405	505	607	709	813	918	1,031	1,148	1,247	1,352																				
EBIT* (1-t)	251	304	378	455	532	610	689	773	861	935	1,014																				
加：折旧摊销	265	296	310	325	340	356	372	389	407	426	446																				
减: 营运资金增加/（减少）	76	-51	-43	-54	-63	-65	-68	-75	-82	-77	-84																				
减: 资本开支	-183	-194	-200	-209	-215	-219	-232	-245	-259	-273	-288																				
自由现金流	409	355	446	517	594	680	760	842	927	1,011	1,089																				
永续增长率	2%	<table><tr><th colspan="2">WACC</th></tr><tr><td>无风险利率</td><td>4.0%</td></tr><tr><td>市场风险溢价</td><td>7.0%</td></tr><tr><td>贝塔</td><td>1.4</td></tr><tr><td>股权成本</td><td>13.8%</td></tr><tr><td>税前债务成本</td><td>5.0%</td></tr><tr><td>税后债务成本</td><td>4.3%</td></tr><tr><td>预期债权比例</td><td>30.0%</td></tr><tr><td>有效税率</td><td>15.0%</td></tr><tr><td>WACC</td><td>10.9%</td></tr></table>										WACC		无风险利率	4.0%	市场风险溢价	7.0%	贝塔	1.4	股权成本	13.8%	税前债务成本	5.0%	税后债务成本	4.3%	预期债权比例	30.0%	有效税率	15.0%	WACC	10.9%
WACC																															
无风险利率	4.0%																														
市场风险溢价	7.0%																														
贝塔	1.4																														
股权成本	13.8%																														
税前债务成本	5.0%																														
税后债务成本	4.3%																														
预期债权比例	30.0%																														
有效税率	15.0%																														
WACC	10.9%																														
自由现金流现值	4,283																														
终值现值	4,884																														
企业价值	9,167																														
净现金	-870																														
少数股东权益	(64)																														
股权价值（百万人民币）	8,233																														
股权价值（百万港元）	9,056																														
股份数量（百万）	2,745																														
每股价值（港元）	3.30																														

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3：锦欣生殖 (1951 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
6996 HK	德琪医药	买入	6.30	8.80	39.7%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	91.85	103.00	12.1%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	485.60	507.00	4.4%	2025 年 08 月 21 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	34.60	74.00	113.9%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	24.88	37.60	51.1%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	183.70	225.00	22.5%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	30.10	33.00	9.6%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	169.00	140.00	-17.2%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	74.00	72.50	-2.0%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	95.75	84.00	-12.3%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	72.75	57.00	-21.7%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	10.24	5.00	-51.1%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	56.80	70.00	23.2%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	18.73	28.75	53.5%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	32.62	34.00	4.2%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.56	18.00	15.7%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	80.05	93.30	16.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	47.21	33.10	-29.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	14.44	16.40	13.6%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	37.66	48.00	27.5%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	8.30	9.10	9.7%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.71	14.00	60.8%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	10.38	9.30	-10.5%	2025 年 08 月 25 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	75.75	70.40	-7.1%	2025 年 08 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	38.20	40.20	5.2%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	33.00	42.00	27.3%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	3.12	3.30	5.7%	2025 年 08 月 26 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 月 26 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,789	2,812	2,617	2,989	3,330
主营业务成本	(1,613)	(1,712)	(1,754)	(1,907)	(2,088)
毛利	1,175	1,099	864	1,082	1,242
销售及管理费用	(673)	(633)	(589)	(655)	(713)
研发费用	(17)	(25)	(20)	(22)	(24)
经营利润	485	442	254	405	505
财务成本净额	(80)	(57)	(78)	(62)	(50)
其他非经营净收入/费用	63	8	(1,136)	(45)	(52)
税前利润	469	392	(960)	298	403
税费	(117)	(118)	10	(75)	(101)
非控股权益	(2)	10	8	8	11
净利润	349	283	(942)	232	313
作每股收益计算的净利润	349	283	(942)	232	313

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	624	546	1,184	1,400	1,657
应收账款及票据	169	322	194	237	283
存货	62	51	86	104	126
其他流动资产	486	171	171	171	171
总流动资产	1,342	1,090	1,635	1,913	2,237
物业、厂房及设备	2,595	2,812	2,758	2,682	2,599
无形资产	4,195	4,168	4,141	4,114	4,087
其他长期资产	6,763	6,912	5,480	5,480	5,480
总长期资产	13,554	13,892	12,379	12,277	12,166
总资产	14,896	14,982	14,014	14,189	14,403
短期贷款	748	1,278	1,278	1,278	1,278
应付账款	805	738	721	731	755
其他短期负债	137	104	104	104	104
总流动负债	1,690	2,119	2,102	2,113	2,137
长期贷款	1,380	993	993	993	993
其他长期负债	1,640	1,516	1,516	1,516	1,516
总长期负债	3,020	2,508	2,508	2,508	2,508
总负债	4,709	4,628	4,610	4,621	4,645
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	10,091	10,274	9,331	9,504	9,704
股东权益	10,091	10,274	9,331	9,504	9,704
非控股权益	95	80	72	64	54
总权益	10,187	10,354	9,403	9,568	9,758

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	464	392	(960)	298	403
折旧及摊销	286	278	265	296	310
营运资本变动	(0)	(33)	76	(51)	(43)
利息调整	59	50	57	57	57
税费	(162)	(127)	10	(75)	(101)
其他经营活动现金流	38	71	1,374	(57)	(57)
经营活动现金流	684	629	822	469	569
资本开支	(174)	(262)	(183)	(194)	(200)
其他投资活动现金流	(201)	(62)	0	0	0
投资活动现金流	(375)	(324)	(183)	(194)	(200)
负债净变动	(3)	111	0	0	0
权益净变动	0	(51)	0	0	0
股息	(13)	(157)	(1)	(59)	(113)
其他融资活动现金流	(934)	(361)	0	0	0
融资活动现金流	(950)	(458)	(1)	(59)	(113)
年初现金	1,330	691	571	1,209	1,425
年末现金	624	546	1,184	1,400	1,657

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.128	0.106	(0.343)	0.084	0.114
全面摊薄每股收益	0.128	0.104	(0.343)	0.084	0.114
每股股息	0.057	0.046	0.000	0.021	0.000
每股账面值	3.689	3.833	3.400	3.463	3.535
利润率分析 (%)					
毛利率	42.1	39.1	33.0	36.2	37.3
EBITDA利润率	25.3	25.9	(23.6)	22.0	22.9
净利率	12.5	10.1	(36.0)	7.7	9.4
盈利能力 (%)					
ROA	2.3	1.9	(6.7)	1.6	2.2
ROE	3.4	2.7	(10.0)	2.4	3.2
ROIC	2.8	2.2	(8.1)	2.0	2.6
其他					
净负债权益比 (%)	14.8	16.6	11.5	9.1	6.3
流动比率	0.8	0.5	0.8	0.9	1.0
存货周转天数	22.8	22.8	20.3	18.3	16.6
应收账款周转天数	14.6	14.6	13.5	12.6	11.8
应付账款周转天数	2.4	2.3	2.4	2.6	2.8

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。