

# 锦欣生殖 (1951.HK): 民营辅助生殖龙头, 拐点仍待进一步验证

我们首次覆盖锦欣生殖 (1951.HK), 给予“持有”评级, 目标价为 2.6 港元。

- 中国不孕不育率近 17%, 辅助生殖潜在市场空间广阔。据 Frost & Sullivan 数据, 中国不孕不育率逐年上升, 由 1990 年约 9% 上升至 2020 年约 17%, 2023 年中国不孕不育夫妻数量已达 5,800 万对。尽管不孕不育人群广大, 但中国辅助生殖渗透率仍处于早期阶段, 2023 年我国每百万人 IVF 周期数 (以育龄女性计算) 为 4260.6, 远低于同期美国百万人周期数 (6703.3)。根据 Frost & Sullivan 数据, 2023 年我国辅助生殖市场规模达到人民币 308 亿元, 预计将持续增长至 2030 年的 630 亿元 (2023-2030E CAGR: 11%), 民营机构市场份额有望由 2023 年的 14% 提升至 2030E 的 24%。
- 公司是民营辅助生殖龙头, 凭借稀缺的民营辅助生殖牌照及多年深耕辅助生殖赛道的丰富经验, 有望持续赢得更多市场份额。截至 2025 年 6 月 30 日, 全国共计 635 家医疗机构持有辅助生殖牌照, 其中民营辅助生殖机构约 45-50 家, 而锦欣生殖共计拥有 5 张牌照。按 IVF 周期计, 公司在中国非公立辅助生殖机构中遥遥领先, 且是唯一具备全国多中心运营能力的民营集团 (境内覆盖成都、深圳、昆明、武汉 4 个城市, 境外覆盖中国香港)。我们认为公司有望凭借稀缺的生殖牌照及多年深耕辅助生殖赛道积累的丰富经验, 持续赢得更多市场份额。
- 公司国内业务在新的政策环境下已逐步企稳且下半年恢复明显。公司 1H25 收入同比下滑 11% 至人民币 12.9 亿元, 其中国内业务同比下滑 13.4% 至 9.9 亿元, 主要由于辅助生殖纳入医保后 IUI (定价较 IVF 低) 作为首个辅助生殖治疗项目比例大幅提升, 挤占了原本应当以 IVF 作为首个辅助生殖治疗项目的比例, 使得 IVF 取卵周期数在上半年下降约 8%。但下半年公司国内各个地区 IVF 取卵周期数均开始明显恢复 (成都、大湾区恢复更为明显)。从全年维度来看, 2025 年整体 IVF 取卵周期数仅较 2024 年微降 0.4%, 已基本回升至 2024 年全年水平, 显示出新政策环境下不错的业务韧性。
- 国际化战略从前几年的自主运营模式转向投资海外机构模式, 我们认为这将有助于集团聚焦中国市场, 并同时以轻资产的形式分享海外业务收益。一方面, 公司正在为其美国全资子公司 HRC Medical 寻求海外独立融资, 若成功实现, 不仅将一定程度减轻管理负担, 亦有助于 HRC Medical 在新的中美地缘政治局势下更好更快地实现本土

完整报告: [《中国民营医疗服务: 穿越寒冬, 静待春生》](#)

## 阳景

首席医药分析师  
Jing\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6434

## 胡泽宇 CFA

医药分析师  
ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446

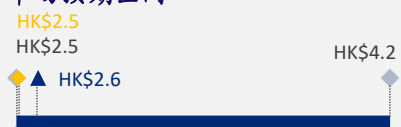
2026 年 1 月 26 日

## 评级

持有

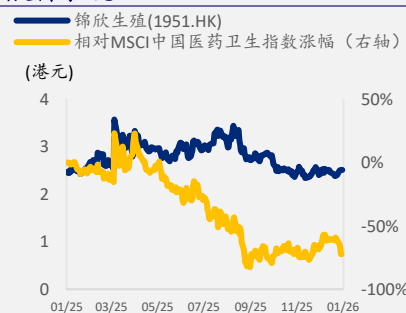
目标价 (港元)	2.6
潜在升幅/降幅	+3%
目前股价 (港元)	2.5
52 周内股价区间 (港元)	2.3-3.8
总市值 (百万港元)	6,944
近 3 月日均成交额 (百万港元)	54

## 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◇ 市场预期区间  
截至 2026 年 1 月 21 日收盘价  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

锦欣生殖 (1951.HK)



化发展。另一方面，公司于 2024 年通过战略投资 Morula（印尼领先的辅助生殖机构）30%股权成功进入印尼市场，且于 2025 年底关闭老挝业务，表明公司对东南亚不同国家战略的动态调整。我们认为在目前多变的地缘政治局势下，以投资收益的形式分享海外辅助生殖业务的盈利不失为一种更合适的国际化战略。

- 首次覆盖给予“持有”评级，目标价 2.6 港元。我们预计公司 2025E/2026E/2027E 分别有望实现人民币 27 亿/29 亿/32 亿元收入，2.8 亿/3.7 亿/4.7 亿元经调整净利润。我们采取 PE 对公司进行估值，给予公司 15x 2026E P/E（较 5 年均值前瞻市盈率低 0.7 个标准差），得到 2.6 港元目标价，首次覆盖给予“持有”评级。我们认为辅助生殖行业拐点或仍然需要更多时间进一步验证，若接下来几个季度公司业务增长情况强于预期，公司股价有望迎来明显上调机会。
- 投资风险：民营辅助生殖行业监管政策或医保控费政策趋严；商誉减值；行业竞争加剧；医疗事故与纠纷；核心医生流失。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,789	2,812	2,718	2,880	3,172
同比增速 (%)	18.0%	0.8%	-3.3%	5.9%	10.2%
归母净利润	345	283	-934	220	313
同比增速 (%)	184.6%	-17.9%	-430.1%	-123.6%	42.2%
PE (x)	18.9	22.7	-6.8	28.8	20.3

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,789	2,812	2,718	2,880	3,172
营业成本	-1,613	-1,712	-1,848	-1,857	-1,967
毛利润	1,175	1,099	870	1,022	1,205
销售费用	-192	-175	-155	-161	-174
管理费用	-481	-458	-462	-484	-527
研发费用	-22	-25	-22	-20	-19
核心营业利润	480	442	231	357	485
利息支出	-80	-57	-59	-59	-59
利息收入	21	7	6	0	-1
应占联营公司损益	5	5	5	5	5
其他	38	-5	-55	0	0
利润总额	464	392	-963	303	431
所得税	-117	-118	0	-76	-108
净利润	347	273	-963	227	323
减：少数股东损益	2	-10	-29	7	10
归母净利润	345	283	-934	220	313
经调整净利	471	416	281	368	472

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	624	546	-9	-47	-3
应收票据及应收账款	169	322	248	263	289
存货	62	51	63	63	67
其他流动资产	486	171	185	201	219
流动资产合计	1,342	1,090	487	480	571
固定资产	2,595	2,812	3,036	3,266	3,505
商誉	3,496	3,507	3,518	3,530	3,542
其他非流动资产	7,463	7,573	7,559	7,549	7,543
非流动资产合计	13,554	13,892	14,113	14,346	14,590
短期借款	748	1,278	1,278	1,278	1,278
应付票据及应付账款	805	738	867	871	923
应交税费	52	30	30	30	30
其他流动负债	84	74	77	79	82
流动负债合计	1,690	2,119	2,251	2,258	2,313
长期借款	1,380	993	993	993	993
其他非流动负债	1,640	1,516	1,591	1,671	1,754
非流动负债合计	3,020	2,508	2,584	2,664	2,747
实收资本(或股本)	0	0	0	0	0
未分配利润	10,091	10,274	9,714	9,846	10,034
少数股东权益	95	80	51	58	67
所有者权益合计	10,187	10,354	9,765	9,904	10,101

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	347	273	-963	227	323
固定资产折旧	286	278	287	295	304
营运资本变动	0	-33	177	-27	3
其他	51	111	78	82	86
经营活动现金流量净额	684	629	-421	577	716
资本开支	-164	-262	-441	-461	-481
其他	-211	-31	-66	-66	-66
投资活动现金流量净额	-375	-293	-508	-527	-548
股权融资	1,000	0	0	0	0
银行贷款	-3	111	0	0	0
其他	-948	-569	374	-88	-125
筹资活动现金流量净额	-950	-458	374	-88	-125
现金及现金等价物净增加额	-639	-121	-555	-38	43
期末现金及现金等价物	624	546	-9	-47	-3

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.12	0.10	-0.33	0.08	0.11
每股销售额	1.02	1.03	0.97	1.03	1.13
每股股息	0.05	0.00	-0.14	0.03	0.05
同比变动					
收入	18.0%	0.8%	-3.3%	5.9%	10.2%
核心营业利润	94.9%	-8.1%	-47.7%	54.5%	35.9%
归母净利润	184.6%	-17.9%	-430.1%	-123.6%	42.2%
费用与利润率					
毛利率	42.1%	39.1%	32.0%	35.5%	38.0%
核心经营利润率	17.2%	15.7%	8.5%	12.4%	15.3%
归母净利率	12.4%	10.1%	-34.4%	7.7%	9.9%
回报率					
平均股本回报率	3.6%	2.8%	-9.5%	2.2%	3.1%
平均资产回报率	2.3%	1.8%	-6.6%	1.5%	2.2%
资产效率					
应收账款周转天数	24.1	33.3	33.3	33.3	33.3
库存周转天数	12.9	12.4	12.4	12.4	12.4
应付账款周转天数	193.5	171.2	171.2	171.2	171.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.8	0.5	0.2	0.2	0.2
速动比率 (x)	0.8	0.5	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
负债/权益	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率 (x)	18.9	22.7	-6.8	28.8	20.3
股息率	2.4%	0.0%	-6.0%	1.4%	2.0%

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

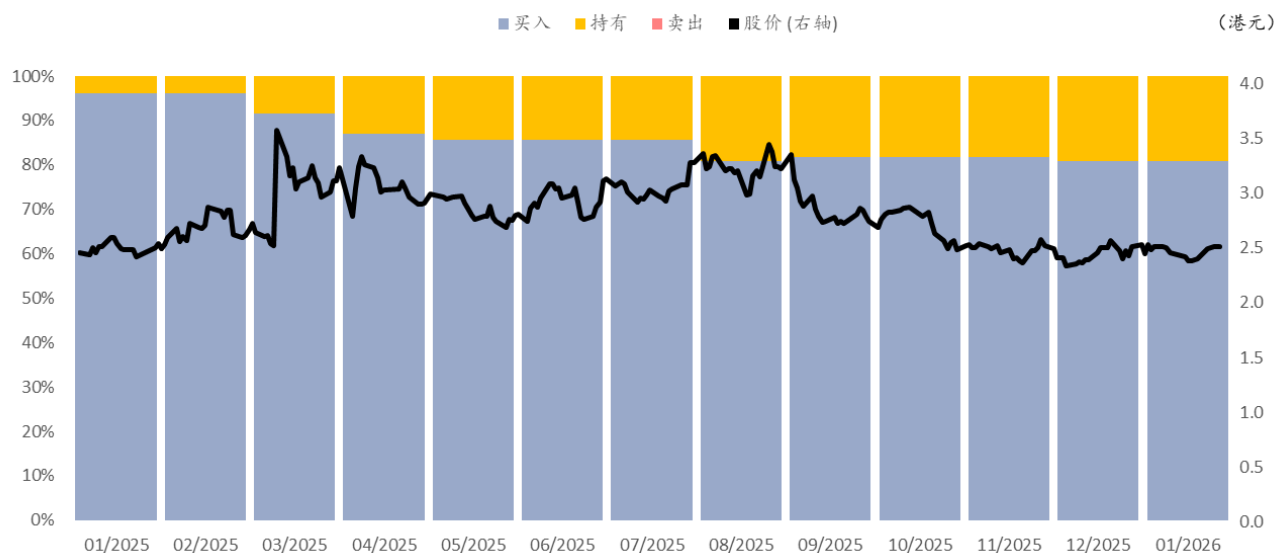
图表 2: SPDBI 目标价: 锦欣生殖 (1951.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

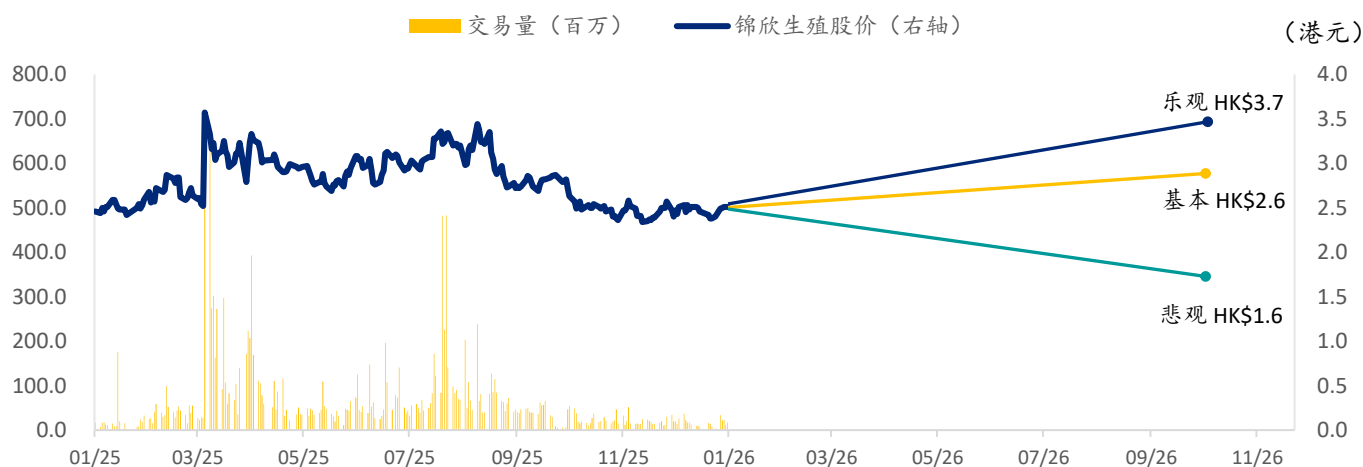
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：锦欣生殖（1951.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 情景假设：锦欣生殖（1951.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：3.7 港元

概率：30%

- 2025-2027 年收入 CAGR>10%
- 2025-2027 年收入毛利率>40%
- 2025-2027 年归母净利润 CAGR>10%

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：1.6 港元

概率：20%

- 2025-2027 年收入 CAGR<2%
- 2025-2027 年收入毛利率<30%
- 2025-2027 年归母净利润 CAGR<2%

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	429.4	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.7	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.9	买入	18.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	14.9	买入	27.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	18.8	买入	35.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	341.6	买入	349.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	200.6	买入	211.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	261.2	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.6	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	37.7	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	93.8	持有	75.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	103.5	持有	96.7	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	12.2	买入	21.0	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	20.4	买入	34.0	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	82.7	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.4	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	5.5	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	114.0	买入	174.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	9.9	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	58.3	买入	77.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	61.9	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	50.0	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	26.4	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	14.3	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	12.5	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	60.1	买入	80.0	制药
1276 HK Equity	恒瑞医药	73.9	买入	95.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	6.6	买入	9.1	制药
2359 HK Equity	药明康德	114.1	买入	134.5	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	98.6	买入	124.4	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	24.6	买入	30.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	30.9	买入	39.6	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	38.4	持有	30.0	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	67.8	买入	69.0	CRO/CDMO
300015 CH Equity	爱尔眼科	11.2	买入	14.0	医疗服务
2273 HK Equity	固生堂	31.1	买入	38.5	医疗服务
6078 HK Equity	海吉亚	13.6	持有	13.5	医疗服务
1951 HK Equity	锦欣生殖	2.5	持有	2.6	医疗服务
300760 CH Equity	迈瑞医疗	195.3	买入	267.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	30.9	持有	23.7	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	3.0	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	6.9	买入	9.6	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	12.8	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	25.4	买入	29.0	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	26.4	买入	30.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	241.3	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	26.8	买入	27.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	15.5	买入	20.0	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	6.2	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	0.9	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	6.8	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	16.2	持有	14.0	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	6.6	买入	7.5	数字疗法

注: 数据截至 2026 年 1 月 21 日收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测



## 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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(脑动极光 6681.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 张帆

vane\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

