

买入

受益政策红利，业务延伸生育全周期服务

锦欣生殖(1951.HK)

2022-04-29 星期五

目标价:	6.26 港元
现价:	5.01 港元
预计升幅:	24.95%

重要数据

日期	2022-04-29
收盘价 (港元)	5.01
总股本 (亿股)	25.02
总市值 (亿港元)	125.34
净资产 (亿元)	87.53
总资产 (亿元)	128.25
52 周高低 (港元)	23.50/4.43
每股净资产 (元)	3.50

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

JINXIN Fertility Investmen Group Limited (14.42%);
 HRC Investment Holdings LLC (13.67%);
 Amethyst Gem Holdings Limited(8.54%);
 Hillhouse Capital Advisors, Ltd. (7.45%);
 易方达基金管理有限公司 (6.98%);
 Gaoling Fund, L.P. (6.46%)

相关报告

深度报告: 拥有可复制模式的中美民营辅助生殖龙头-20210430

研究部

姓名: 林兴秋
 SFC: BLM040
 电话: 0755-21519164
 Email: linxq@gyqz.com.hk

► 21 年业绩亮眼，锦欣有望抓住辅助生殖行业政策红利机遇：

21 年锦欣在四川省、深圳市及美国西海岸辅助生殖市场排名第一，在新进入的云南省辅助生殖市场排名第二，多区域已经处于市场较为领先的地位。全年实现取卵周期数 27354 个，同比 20 年增长 36.5%，整体成功率达到 54.5%，高于行业平均水平。总收入实现 18.39 亿元人民币，同比增长 28.9%，净利润实现 3.54 亿元，同比增长 35.8%，中高端的特需服务占比超过 35%。22 年预期收入端 40% 以上的增长，利润端实现 6.5 亿左右。随着三孩政策的开放，辅助生殖行业需求有望得到进一步的释放，中国辅助生殖市场需求缺口较大，服务机构介入门槛较高，牌照稀缺，审批难度大，因此已经具备核心技术能力、牌照资源和拥有口碑的龙头民营有望获益于需求的扩张。根据弗若斯特沙利文的统计，截至 20 年底，在 44 家持有 IVF 牌照的民营机构中，进行超过 5000 个以上的 IVF 治疗周期的民营机构仅有 3 家，锦欣集团医院占其中两家。

► 云南医院助力西南区域联动，锦欣妇儿打造生育全周期服务：

22 年 4 月完成了对云南九洲和昆明和万家两家医院 91.4% 的股权收购，这两家医院占云南省私立 IVF 医院 50% 的市场份额，改建后每年分别可以实现超 5000 和超 3000 个取卵周期，有望和锦欣在成都及老挝已有的布局实现联通，为老挝锦瑞医疗中心开业做好准备，同时辐射贵州地区，夯实在西南地区的市场地位，实现区域协同。21 年 11 月，收购全国最大的民营单体妇儿医院锦四川锦欣妇儿，为西南地区唯一一家民营三甲妇儿医院，市场份额在大成都地区排前三，22 年承诺实现 1.3 亿元的利润贡献。妇儿业务和辅助生殖相结合为行业大势所趋，有助于获取各自领域高壁垒牌照资质，以及优化对外扩张路径，极大的延伸产业链，释放协同效应，实现患者之间的零成本转化及提高医院的地区辐射能力。全生命周期服务预计可以为客单价带来 2-3 倍的增幅，培养终身忠诚的客户。

► 稀缺医师资源、科研技术壁垒和管理能力构建高成功率护城河：

设立三大委员会，加强了在人才、品质医疗以及科研等方面的管理和赋能。改革科研管理机制，推动科研服务临床转化，通过锦欣学苑储备妇产和辅助生殖优秀人才，完善合伙人制度，持续引入知名医师，持续口碑获客。

► 给予“买入”评级,目标价 6.26 港元：

公司受益于国家三孩政策，属于辅助生殖民营龙头企业，打造生育全周期服务，延伸产业链，我们调整了 22-24 年收入预测至 18.39、26.82、33.29 亿元人民币，对应的 EPS 分别为 0.26、0.33、0.41 元人民币，对应 22 年预测的 16 倍 PE，调整目标价至 6.26 港元，较现价有 24.95% 的涨幅空间。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	1426.09	1838.83	2681.69	3329.146	4151.979
同比增长 (%)	-13.5%	28.9%	45.8%	24.1%	24.7%
净利润	251.62	339.90	656.04	819.95	1019.86
同比增长 (%)	17.6%	18.5%	24.5%	24.6%	24.6%
净利润率 (%)	-38.6%	17.37%	24.43%	25.34%	24.61%
每股盈利 (元)	0.10	0.14	0.26	0.33	0.41
PE@5.01HKD	42.17	29.26	16.25	12.80	10.31

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

报告正文

21 年业绩亮眼，锦欣有望抓住辅助生殖行业政策红利机遇：

21 年全年，锦欣在四川省、深圳市及美国西海岸辅助生殖市场排名第一，在新进入的云南省辅助生殖市场排名第二，多区域已经处于市场较为领先的地位。全年实现取卵周期数为 27354 个，同比 20 年增长 36.5%，整体成功率达到 54.5%，高于行业平均水平，新收了 4 张 IVF 牌照，分别位于云南、香港和加州；在人才建设上也有 4 位比较著名的 IVF 的明星医生加入到整个集团，分别在总部、云南、香港和美国。

21 年营业总收入实现 18.39 亿元人民币，同比增长 28.9%，净利润实现 3.54 亿元，同比增长 35.8%；经调整后净利润为 4.55 亿元，同比增长 22.3%；现金余额为 19.28 亿元，公司通过债券市场的、银团市场取得 3 亿美金，**目前公司现金非常充裕。**

分业务板块来看，21 年成都板块实现了 12% 的收入增长，考虑到妇儿的合并，整个成都板块是 20% 的增长；美国没有考虑国际病人的情况下，纯靠当地周期，实现了 21% 的收入增长；深圳去年七八月份也曾经受到疫情的影响，但也展现出业务非常强的弹性，即便是有七八月份短暂的影响，下半年也有非常好的恢复，全年实现了 42% 收入的增长；武汉在 21 年下半年有不利的影 响，但全年实现了 1244 个周期，收入端是有 5500 万的贡献。

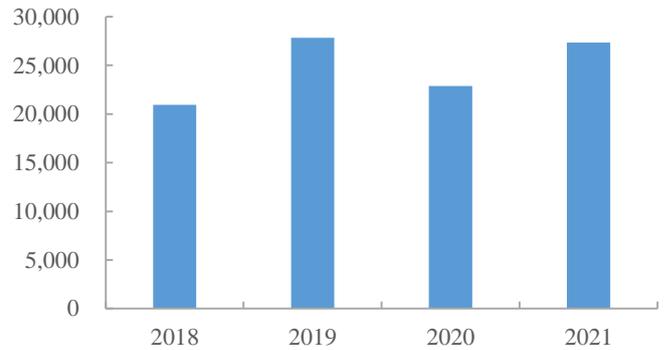
在差异化的特需服务上，渗透率增长了 12%，特需服务的收入也对应增长了 30%，**中高端的特需服务占比超过了 35%**，在特需服务以及医疗专业服务上，通过临床专业组的一些设置，通过定制化的治疗方案，提升成功率、就医体验和医院的口碑。开设了 5 个专门的门诊，主要是针对一些年龄大于 35 岁，有一些特殊情况的病人来做特别的定制化的方案。在持续医疗的质量和服务体验上，去年高分通过了 JCI 认证，通过服务的提升、专业的提升、差异化的提升，病人的满意度提升至 93%。

22 年预期收入端 40% 以上的增长，利润端在 6.5 亿左右水平。

自北京市医保局提出拟将 16 项辅助生殖技术纳入医保门诊报销后（现暂停，暂停可能有医保费用压力和更多细则需要考究去具体落实等原因），湖南省、四川省医保局也宣布逐步计划将辅助生殖技术纳入医保范畴，**伴随着三孩政策的开放，各省市有望积极规划辅助生殖市场良性发展**，进一步刺激市场需求，进行市场教育，尽管北京将辅助生殖纳入医保计划暂停了，**但是也从侧面显示出国家对于辅助生殖的重视，想要提高整个辅助生殖技术在老百姓当中的可及性和知名度，从而提高这个行业的渗透率。**

从十四五看中国辅助生殖行业发展，31-40岁人口较之前五年增长14.2%，目标人群基数增加，辅助生殖行业需求有望得到进一步的释放，辅助生殖行业即将迎来黄金期，国家卫健委提出十四五期间增设的辅助生殖机构不超过20年总数的15%，目前中国辅助生殖市场需求缺口较大，服务机构介入门槛较高，牌照稀缺，审批难度大，行业规范性将加强，同时患者也倾向于选择有一定口碑的头部机构就医，整体行业头部效应显著，进一步推动行业优胜劣汰，因此已经具备核心技术能力、牌照资源和拥有口碑的龙头民营有望获益于需求的扩张。根据弗若斯特沙利文的统计，截至20年底，在44家持有IVF牌照的民营机构中，进行超过5000个以上的IVF治疗周期的民营机构仅有3家，分别为中信湘雅、成都西囡妇科医院和深圳中山泌尿外科医院。

图1：近几年公司营收及净利润情况（百万元）

图2：公司近几年取卵周期数（个）


资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

云南医院助力西南区域联动，锦欣妇儿打造生育全周期服务：

22年4月21日完成了对云南九洲和昆明和万家两家医院91.4%的股权收购，对价9.54亿元人民币，对应估值10.44亿元人民币，购完成后，公司将合计持有两家医院96.5%的股权。云南省整体IVF市场资源相对分散，市场竞争格局较为开放。19年每年超过2000个周期的IVF医院仅有4家，这4家均在昆明市，占的市场份额约达到65%，截至20年6月30日，云南共有4家具有IVF牌照的医院，其中包含云南九州和昆明和万家，这两家医院占云南省私立IVF医院50%的市场份额。

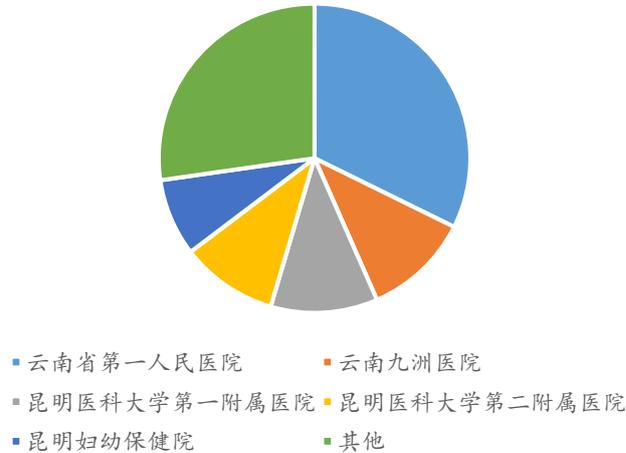
云南省九州医院成立于03年，是一家二级综合医院，20年IVF业务云南省综合排名第二，民营机构排名第一，核心业务还包括泌尿男科和妇产科，较为符合锦欣在除了IVF领域的其他科室的战略布局。医院整体自有建筑面积约12000平方米，经改建后可以实现每年完成超5000周期。

昆明和万家医院成立于14年，是一家三级妇产专科医院，除了IVF业务之外，医院的核心业务还包括妇产科，同时医院还可以提供高端产科服务，符合锦欣业务主

要的中高端服务人群需求。医院整体的建筑面积达到 13800 平方米，经改建后可以实现每年超 3000 个周期。

云南的收购将进一步夯实锦欣在西南地区的市场地位，扩大影响力。目前锦欣在成都打造的西因医院表现较好，成都也属于锦欣在全国扩张板块中占比最大的板块，锦欣在四川省辅助生殖市场份额超过 50%，已经在四川地区形成了一定的品牌影响力，这两家医院有望借助西因医院学科共建优势。云南省毗邻四川，昆明又是云南的中心城市，在昆明的布局，有望和锦欣在成都及老挝已有的布局实现联通，为未来中老开关后，老挝锦瑞医疗中心开业做好准备，同时辐射贵州地区，保住在整体西南地区的市场地位，实现西南地区的区域协同。锦欣生殖将会与这两家医院在医生、实验室和临床质量管理及营销运营等方面进行深度的合作，致力于将云南九洲和昆明和万家这两家医院打造成云南第一梯队的医院，进一步扩大在西南地区的市场份额。在专业学科建设方面，云南九洲在获取 IVF 牌照之前是一家泌尿生殖专科医院，在云南男科有一定的优势，男科专科建设一直以来也是锦欣在成都板块拓展的重点；昆明和万家在取得 IVF 牌照之前，是一家三级妇产医院，在高端产科方面有丰富的技术和运营经验，产科也是锦欣深圳和武汉板块在积极筹备的业务，此次收购两家云南医院可以和锦欣已有的业务板块形成优势互补，协同效应，打造围绕 IVF 的生殖全生命周期服务。

21 年 8 月，西因医院和两家医院签署“学科共建”协议，提质增效，提供管理服务，并收取管理费。引入了知名专家进一步去提升医疗团队质量，聘用了马艳萍主任，其为云南省试管婴儿创建人之一，曾任云南省第一人民医院生殖医学科主任，是国家辅助生殖激素管理专家库的专家；聘用了章小琴主任为产科技术总监，章小琴曾任昆明医科大学第二附属医院产科主任，云南省产科治疗控制中心委员；通过马艳萍工作站加强医联体建设，目前已经建设了 8 个，预计今年超过 20 个。引入了锦欣生殖的质控体系，并参与集团 CMO 医疗办公室组织的月度、季度、半年度和年的质控会议。整改后，21 年九洲和和万家完成周期数同比增长 16%和 30%，合计周期数 3246，达到云南综合排名第二，民营第一。

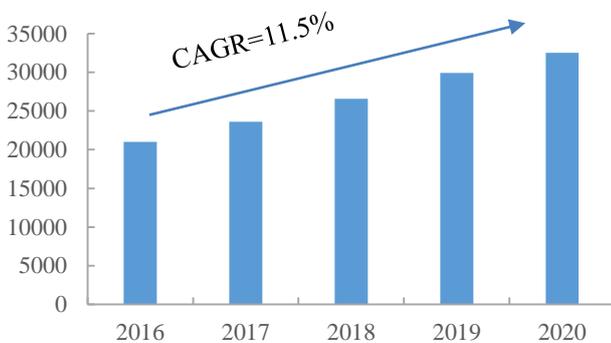
图 3：19 年云南省 IVF 市场份额


资料来源：公司公告、云南省卫健委、国元证券经纪(香港)整理

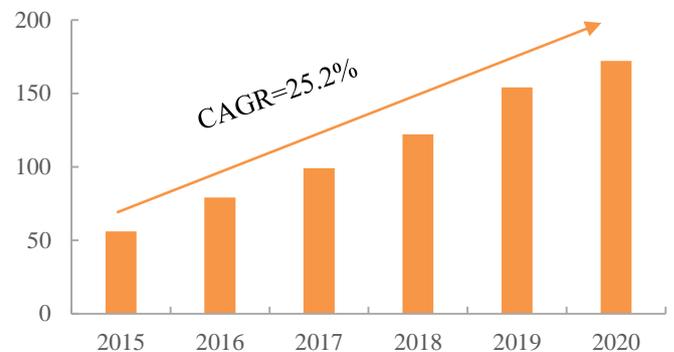
21 年 11 月，收购四川锦欣妇女儿童医院，打造围绕辅助生殖的生育一体化服务，四川锦欣妇女儿童医院是全国最大的民营单体妇儿医院，也是西南地区唯一一家民营三甲妇儿医院，市场份额在大成都地区排前三，22 年锦欣妇儿医院业绩承诺实现 1.3 亿元。

妇儿业务和辅助生殖相结合为行业大势所趋，有助于获取各自领域高壁垒牌照资质，以及优化对外扩张路径。两者的结合，极大的延伸产业链，释放协同效应，纵向上提供备孕、怀孕、产检、分娩及产后一体化的健康管理和升级服务，IVF 科和妇产科可以实现病人的零成本转化，进一步提高医院的地域辐射能力，更好的为锦欣患者打造一站式的全周期服务，对于不孕症患者来说，通过辅助生殖怀孕后，孕期并发症的发生概率要高于普通人群怀孕时期，患者在进行前期辅助生殖治疗的时候，已经拥有患者的基本情况，可以更高效的接管孕妇后期的检测治疗，降低潜在的并发症风险；对于通过锦欣妇儿备孕等业务的客户，如未来成功受孕，则可以有效转诊至辅助生殖医院，有了前期对患者的了解，可以更快速的根据客户的具体情况开展治疗，提高治疗效率和成功率，以 ARS 服务为入口，扩张到其他妇儿相关健康服务，培养终身忠诚的客户，22 年 1-2 月，IVF 转诊至妇产的病人数量同比增长 87%；妇产转诊至 IVF 的病人数量同比增长 78%。横向区域扩张方面，将以成都地区作为范本，将产业布局扩展到全国其他地区，提高优质辅助生殖和妇儿服务的可及性，深圳、武汉、昆明及其他地区都在积极推广建设中。ARS 和妇儿业务的结合，提升了消费者终身的价值，可以为客户提供更多样化的服务，并且大幅提高单客的经济，较 ARS 单项服务，全生命周期服务预计可以为客单价带来 2-3 倍的增幅，成本端管理费用、供应链成本、人才科研支出及销售费用的高度协同效应可实现整个集团经济效益的大幅提高。

关于行业稀缺牌照或资质发放问题，政策上国家会优先考虑兼备辅助生殖及妇儿业务两者的高水平服务机构，其中牌照或资质包括：三甲医院的资质、产前筛查/诊断的资质、辅助生殖牌照（尤其是三代试管婴儿的牌照）、LDT 资质及行业其他的高壁垒资质等。原来锦欣生殖其单一的辅助生殖模式，集团对外扩张的路径基本只能依赖于并购已经有的牌照，但辅助生殖的牌照因为资质壁垒较高，所需要负担的收购成本也相对较高，而这次将妇儿业务与辅助生殖业务打通，可以拓宽和优化集团对外扩张的路径，凭借高水平的妇儿基础，提高自建医院的牌照申请机会，缩短牌照获取时间，同时通过具备一定妇儿基础的妇儿医院申请辅助生殖的牌照，降低收购的成本。

图 4：16-20 年中国母婴市场规模（亿元）


资料来源：公司公告、艾瑞咨询、国元证券经纪(香港)整理

图 5：15-20 年中国产后康复行业市场规模（亿元）


资料来源：公司公告、艾瑞咨询、国元证券经纪(香港)整理

稀缺医师资源、科研技术壁垒和管理能力构建高成功率护城河：

锦欣拥有较为清晰且高效的公司治理架构，新设立了三大委员会，加强了在人才、品质医疗以及科研等方面的管理和赋能。合伙人遴选委员会为优秀的医生、管理人员的培养和选拔，为合伙人晋升通道保驾护航；CMO 品质医疗服务办公室由 CMO 李媛女士负责，其为北京市 215 高层次卫生技术人员妇产学科带头人，旨在加强集团医疗质量管理，人才培训和科研管理工作，强化集团对新收购医院医疗质量和人才体系建设的赋能；学科委员会由科学委员会主席段涛先生零头，其为原 973 项目首席科学家，依托“锦欣医疗创新中心”平台，针对妇儿和神之领域，通过内部研发，外部合作研发，投资外部项目等三个方式，解决临床难题，加快科研转化和商业变现，孵化新项目和创造新的增长点。

科研方面，改革科研管理机制，推动科研服务临床转化，实行集团/医院两级管理，即集团协调资源，医院具体管理。21 年下半年，集团下属各医院共完成 42 篇 SCI 文章，中国核心期刊 30 篇，市级及以上的课题项目 21 个，发明专利 3 项，

实用新型专利 13 项，利用内部科技创新平台解决子宫内膜容受性评价检测、IVF-AI 辅助决策系统、生物细胞培养体系和胚胎优选等课题。

深化医生合伙人制度，助力行业构建人才基石，对核心员工进行激励和绑定，建立三级合伙人分配制度。通过锦欣学苑，建立妇产培训体系，储备妇产和辅助生殖优秀人才，21 年 10 月开设第一期，报名学员 885 人，涉及 462 家医院/机构，非锦欣体系学员占比 76%。线上学习学员 429 人；选拔线下交流学员 13 人，22 年计划开办 3-4 期，参加培训人数大于 1000 人，新引进 5-8 名新的授课教授。

学科建设上，成都地区设立了专业组，分别为重复+薄型内膜试管婴儿门诊、高龄试管婴儿门诊（年龄大于 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，专业组的划分更好的根据患者的情况进行定制化治疗，从而提高治疗的成功率。设立了锦欣健康和锦迈实验室，共享供应链和检验检测中心，降低成本。22 年 1-2 月，西囡妇科医院检验试剂单位成本降低 15%，建立信息科技中心，加强医院信息化水平；目前 BI 中心正在升级中，医院数据将实现可视化，更好的提高管理效率，科室之间的共同合作和衔接，以及具体方案的落实和执行，保证成功率。西囡妇科医院协助四川锦欣妇儿医院建立“不孕不育科”，加强两院的学科建设，近期，四川锦欣妇儿医院已成功获得产前筛查资质。

辅助生殖行业的医生本身就属于稀缺标的，从辅助生殖行业的获客情况来看，医生是决定患者选择的重要因素。昆明地区聘用了马艳萍主任为生殖技术总监，章小琴主任为产科技术总监；大湾区业务引入了核心医师陈志慧女士，其为香港医学会专科注册的生殖医学 11 名专家之一，自 05 年以来具有香港妇产科学会的生殖医学副专科医师资格的医生之一，总共仅有 38 名，除此外香港还招聘了 3 名 IVF 兼妇产科医生、1 名乳腺外科医生、1 名中医医生、1 名心理科医生及 3 名胚胎学家，22 年上半年预计还将有 1 名 IVF 医生加入；武汉地区，22 年 3 月原中部战区总医院妇产科主任王晶女士（主任医生）加入武汉锦欣担任妇产科负责人；此外，21 年 12 月四川锦欣妇儿儿童医院质控负责人刘运芬女士加入武汉锦欣担任院长；美国地区引入了核心医生 Dr. Richard J. Paulson，其为 USC 生殖中心创始人，自 1986 起担任 USC 生殖中心医疗主管；南加州大学凯克医学院妇产科室教授及副主任，生殖内分泌学和不孕症科科长，以及生殖内分泌学和不孕症奖学金项目主管；美国生殖医学学会(ASRM)、生殖内分泌学和不孕症学会前会长。

表 1: 医师管理团队

医师	职位	简介
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；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
钟影	联合创始人及合伙人遴选委员会主席	在辅助生殖行业方面约 20 年的经验，中华医学会生殖医学分会第五届委员会常务委员，自 10 年至 17 年任老成都西囡医院院长
李媛	首席医疗官	医学博士，教授，博士生导师。从事辅助生殖专业逾 25 年，是国内第一批生殖医学专业的科班博士；原北京朝阳医院生殖中心创始人，该中心周期数规模稳居北京前三；曾在山东大学附属生殖医院历任实验室主任、院长助理
John G. Wilcox 医生	HRC Medical 的管理合伙人	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
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
耿丽红	质控 VP	集团质量控制负责人，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
段涛	首席战略官	教授，主任医师，博士研究生导师。在妇产科领域近 30 年的工作经验；原同济大学附属上海市第一妇婴保健院院长，亚太母胎医学专家联盟主席、中华围产学会第六届主任委员；国家重点研发计划“原 973 项目”首席科学家
吕蓉	联席首席执行官	四川锦欣妇女儿童医院创始院长；担任中国医院协会医院评审与评价工作委员会委员、社会办医疗机构医疗质量管理评估专家委员会委员；四川省医疗卫生与健康促进会常务理事；四川省医院协会社会办医分会副会长、医院运营管理专业委员会副主任委员

资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

更改为“买入”评级，目标价 6.26 港元：

公司受益于国家三孩政策，属于辅助生殖民营龙头企业，打造生育全周期服务，延伸产业链，我们调整了 22-24 年收入预测至 18.39、26.82、33.29 亿元人民币，对应的 EPS 分别为 0.26、0.33、0.41 元人民币，对应 22 年预测的 16 倍 PE，调整目标价至 6.26 港元，较现价有 24.96% 的涨幅空间，更改为“买入”评级。

风险提示：

民营医院政策收紧；

扩张不及预期；

疫情影响

损益表

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
收入	1426.09	1838.83	2681.69	3329.15	4151.98
销售成本	-860.31	-1067.34	-1434.70	-1797.74	-2221.31
毛利	565.78	771.48	1246.98	1531.41	1930.67
其他收入	13.70	18.13	14.69	15.91	15.91
分销开支	-41.36	-61.72	-80.45	-99.87	-124.56
行政费用	-275.26	-327.73	-415.66	-466.08	-581.28
经营盈利	255.43	385.47	746.06	955.12	1209.17
财务开支	35.23	13.30	24.27	15.24	16.21
应占联营公司利润	0.00	-10.11	-10.11	0.00	0.00
其他开支	42.20	13.12	36.09	36.09	36.09
税前盈利	349.13	457.93	852.45	1062.60	1317.61
所得税	-88.64	-104.23	-187.54	-233.77	-289.87
少数股东应占利润	-8.87	-13.80	-8.87	-8.87	-7.87
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	251.62	339.90	656.04	819.95	1019.86
折旧及摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	255.43	385.47	746.06	955.12	1209.17
增长					
总收入 (%)	-13.5%	28.9%	45.8%	24.1%	24.7%
EBITDA (%)	-61.0%	50.9%	93.5%	28.0%	26.6%
净利润 (%)	-38.6%	35.1%	93.0%	25.0%	24.4%

资产负债表

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
现金	681.62	862.33	2307.70	3069.45	4010.06
其他短期投资	1724.57	870.11	974.52	1091.47	1222.44
应收账款	157.31	545.15	675.78	713.09	755.94
存货	25.48	46.81	40.96	30.51	22.83
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产	2651.97	2543.13	4222.07	5132.10	6243.41
固定资产	1056.13	1092.06	1124.82	1158.57	1193.32
商誉及无形资产	3153.78	6510.34	6770.75	7041.58	7323.25
土地使用权	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2120.90	2309.62	2332.72	2356.04	2379.60
非流动资产	6511.25	10282.26	10408.74	10736.64	11076.62
总资产	9163.23	12825.39	14630.81	15868.74	17320.03
流动负债	555.08	1071.52	1079.81	1072.07	1069.54
应付帐款及票据	124.72	147.36	148.83	150.32	151.83
短期银行贷款	18.00	17.10	16.25	15.43	14.66
其他短期负债	332.76	761.00	776.22	791.74	807.58
非流动负债	1145.66	3001.17	2701.00	2785.99	2876.23
长期银行贷款	144.54	151.77	159.36	167.32	175.69
其他负债	1001.12	1382.24	1001.12	1001.12	1002.12
总负债	1700.74	4072.69	3780.80	3858.06	3945.78
少数股东权益	179.47	207.4	179.47	179.47	180.47
股东权益	7462.49	8752.70	10850.01	12010.68	13374.25

财务分析

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
毛利率 (%)	39.7%	42.0%	46.5%	46.0%	46.5%
EBITDA 利率 (%)	17.9%	21.0%	27.8%	28.7%	29.1%
净利率 (%)	17.6%	18.5%	24.5%	24.6%	24.6%
ROE	3.4%	3.9%	6.0%	6.8%	7.6%
ROA	2.7%	2.7%	4.5%	5.2%	5.9%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	19.3%	17.8%	15.5%	14.0%	14.0%
实际税率 (%)	25.4%	22.8%	22.0%	22.0%	22.0%
股息支付率 (%含优先股)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	11	12	11	7	4
应付账款天数	53	50	38	31	25
应收账款天数	40	108	92	78	66
财务状况					
资产负债率	18.6%	31.8%	25.8%	24.3%	22.8%
收入/总资产	15.6%	14.3%	18.3%	21.0%	24.0%
总资产/股本	1.23	1.47	1.35	1.32	1.30

现金流量表

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
净利润	251.62	339.90	656.04	819.95	1019.86
折旧与摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资本变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非现金调整	56.42	3.55	0.43	0.05	0.01
营运现金流	308.04	343.45	656.46	820.00	1019.87
资本开支	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资活动	-130.98	-1566.18	-995.09	-1024.94	-1055.69
投资活动现金流	-130.98	-1566.18	-995.09	-1024.94	-1055.69
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	0	0	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	-55.58	955.05	964.60	974.25	983.99
融资活动现金流	-55.58	955.05	964.60	974.25	983.99
汇率变动影响	0	-7.56	-7.56	-7.56	-7.56
现金变化	101.98	-275.23	618.42	761.75	940.61
期初持有现金	579.64	1964.52	1689.28	2307.70	3069.45
期末持有现金	681.62	1689.28	2307.70	3069.45	4010.06

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>