

本期核心观点

| 美股：市场在6月寻找更多共识，权益攀升窗口期料将延长

在美联储资产购买有序进行，美元流动性并没有实际收紧的背景下，年初至今标普500指数已涨超12%。对于这轮超常规宽松将在未来何时退出？市场或需要借6月份的CPI数据、FOMC会议窗口，寻找更多共识。考虑就业市场复苏慢于预期，我们认为本次FOMC会议美联储有望按兵不动，等待就业市场在中长期窗口的修复，相应的料将继续延长本轮权益资产向上攀升的窗口期。

| 港股：市场料已具备短中长期持股条件

历史上，各国股市一轮波澜壮阔行情的出现，往往要伴随着明确的货币政策。目前中国资产所具备的优势在于：对比全球，当前国内企业面临的政策紧缩风险相对小，在目前企业展望足够清晰的阶段，市场也愿意给中国资产更高的估值。中长期人民币强势盘整或慢涨行情，对中国资产仍有长期支撑意义。

| 锦欣生殖：辅助生殖的潜力，二胎也许是个开始

与生育息息相关的公司有很多。作为国内排名第一的民营辅助生殖服务机构，锦欣生殖也自然被认为是直接受惠的公司。主要投资逻辑：1) 行业集中度在上升，头部公司的优势愈发明显；2) 牌照、医生及等核心因素的护城河较深；3) 对于辅助生育政策的严谨反而增加了目前持牌经营的公司的质量以及稀缺性；4) 晚婚晚育的趋势降低了正常生育基础；5) 辅助生殖技术的提升；6) 中国人口结构的变化以及逐渐开放的政策。

标普500指数上周走势：



恒生指数上周走势：



往期回顾

- 《人民币升值点燃中资股投资热情》
20210531
- 《距离美联储QE减量的理想时期还有多久？》20210524

目录

1、本周核心观点.....	1
2、美股市场分析：市场在6月寻找更多共识，权益攀升窗口期料将延长	3
3、港股市场分析：市场料已具备短中长期持股条件.....	4
4、一周IPO观察：奈雪的茶通过聆讯，BOSS开启招股.....	6
5、一周基本面日程：聚焦5月CPI，6月将是政策和市场走向的关键窗口	9
6、锦欣生殖：辅助生殖的潜力，三胎也许是个开始	10
7、免责声明.....	28

美股市场分析：市场寻找更多共识，权益攀升窗口期料将延长

过去一个多月以来，标普 500 指数保持在 4000-4200 历史高位区域，市场在动荡中攀升。由于美联储资产购买有序进行，美元流动性并没有实际收紧，一季度标普 500 指数上涨 5.7%，二季度至今涨幅已达 6.5%，年初至今涨超 12%。这样的表现，基本验证了我们在 3 月时，对于美股上半年仍然具备投资性价比的判断。而眼下，6 月将是政策和市场走向的关键窗口，包括 6 月 10 日的 CPI 数据，6 月 15 日-16 日 FOMC 会议。对于这轮超常规宽松将在未来何时退出？近期观点开始出现分歧，市场或需借 6 月份的窗口，寻找更多共识。

6 月上旬的波动：就业通胀双目标制，双重使命，此消彼长

由于美联储就业和通胀双目标制，本身就是此消彼长的参数。如果就业市场好转，美联储对通胀的容忍度将会随之降低，进而加快货币政策转向的进程，另一方面，美联储定下的长期通胀目标在 2%，若价格压力进一步增大，也将逐渐增强美联储加息预期。

环顾全球央行，当下多数央行选择维持宽松政策。在发达市场中，目前也仅加拿大央行宣布了缩减购债计划，欧洲央行和英国央行也只是暗示未来才会缩减量化宽松。某种程度上各地央行也在观望等待美联储政策，不难预计未来美联储政策一旦开始转向，将很有可能带动发达地区央行跟随收紧。眼下积极之处在于，目前美联储净资产依然在保持增加。主要因为：
1.历史上净资产增速放缓和下行（缩表）过程十分缓慢且需要经济高度复苏来配合；2. 美联储目前更注重劳动力市场中期的修复，历史上的非农数据本身具有极强的波动性，单次的非农数据很难作为参考依据，加上四、五月非农数据均逊于预期，因此往后仍需要观察数月（1-2 个季度）。基于以上，我们认为 6 月 FOMC 会议美联储有望按兵不动，等待就业市场在中长期窗口内（半年）的修复，相应的有望继续延长本轮权益资产向上攀升的窗口期。

港股策略点评：市场料已具备短中长期持股条件

| 投资要点

这段时间，港 A 市场整体保持回暖，主要市场指数逐渐探底回升，均在近期冲击历史偏高水平，并开始追赶美股。如果以季度为窗口观察，恒指 Q2 已重回涨势（+1.9%），年初至今涨幅达 6.2%。这样的表现，算是初步印证我们前期在《[中资股来之不易的窗口期](#) 20210517 中对于港股/A 更加具备投资性价比的判断。

一、人民币升值压力料将缓解

近期央行关于人民币波动讲话的信息，加快了各路资金流入港 A 市场的步伐。轻调控也随之而来，人民银行决定自 2021 年 6 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 5% 提高到 7%。外汇存款准备金的上调，其实本身也是对冲人民币升值的工具手段，市场上外汇流动性的回收也有助减少人民币投机性活动。另一方面，随着美国复苏预期，也给美元带来支撑，这些都加大了人民币进入强势盘整的可能性，即市场进入自我调节。

二、人民币升值并非市场上涨的唯一主要条件

历史上，各国股市一轮波澜壮阔行情的出现，往往要伴随着明确的货币政策。从这个角度来看，目前中国资产所具备的优势在于：

1. 国内的通胀压力、以及出现的时间晚于货币、财政双宽松的海外发达国家，和美联储下半年可能逐步释放减少资产购买的预期相比，当前国内企业面临的政策紧缩风险相对小，在目前企业展望足够清晰的阶段，市场也愿意给中国资产更高的估值。

2. 美国全面开放带来的复苏动能，也将给美元带来支撑。考虑到人民币的升值一部分来自于美元弱势下的被动升值，相应的6月份人民币的压力也将有所缓解。但在经济整体向好的背景下，中长期人民币强势盘整或慢涨行情，对中国资产仍有长期支撑意义，人民币托举下的市场，也降低了系统性风险的可能性。反过来看，未来逆转这些积极因素的情形还包括，海外疫情修复，产能转移，出口环境逆转；美国加息，美元回流等因素。

对于港股来讲，美联储的超预期收紧，也将给更注重的港股市场带来冲击。通胀压力缓解，还有就业市场的不明朗，至少也要将这部分担忧拖到三季度，或者更久。6月份，我们认为市场应该平稳过渡，继续保持攀升。

三、港A市场料已具备短中长期的持股条件

从技术性的视角来看，港A市场今年均演绎了标志性的突破行情。恒生指数突破了2018年初以来形成的压力位，并在二季度完成回踩后继续向上，过去十年，恒指也多次出现这样的价格行为，往往意味着行情开始出现系统性的变化。上证指数也走出了箱体结构，进一步打开了空间。在我们来看，人民币的托举，货币政策相对清晰的路径（没有大的紧缩压力），还有主要指数在技术层面积极的变化，已经让市场具备短中长期的持股条件，或已无需过于纠结指数短期的波动或回踩。正如我们年初展望提到，继一季度的强劲后，我们仍然看好年内恒指冲击历史最强水平。

四、陆港通观察：金融、大消费仍然是陆股通配置主旋律，南向资金大幅回流中资股

从资金流向看，近期陆港通资金主要增持消费、金融等。传统经济板块很多公司，作为指标股，在二季度时支撑了港股的表现从配置风格看，由于全球资本集中度高，无论是消费，还是科技、金融领域，各路资金中期仍然以配置行业龙头为主。

一周 IPO 观察：奈雪的茶通过聆讯，BOSS 开启招股

本周港股 IPO 观察

截止 6 月 6 日当周，[时代天使](#)开启招股，公司询价区间 147-173 港元，每手资金达到 34600 港元，也是近年来入场最高的新股。此外，通过聆讯的公司还有[环球新材](#)、[奈雪的茶](#)以及[中骏商管](#)。本周 7 家公司新递表或更新资料，即[妙思集团](#)、[中国华南职业教育集团](#)、[中国石墨集团](#)、[中国通才教育集团](#)、[东软熙康](#)、[石榴投资](#)、[东软医疗](#)。

一、奈雪的茶通过港交所聆讯

奈雪的茶经营的茶饮店是一家高端现制茶饮连锁品牌，专注于提供采用优质食材现制的优质茶饮。截至 2021 年 5 月，奈雪的茶一共有 556 家店，其中，192 家位于一线城市，193 家位于新一线城市，135 家位于二线城市。财务方面，奈雪的茶 2018 年、2019 年、2020 年营收分别为 10.87 亿元、25 亿元、30.57 亿元，期内亏损分别为 6973 万、3968 万元、2.03 亿。股东结构与农夫山泉类似，创始人高度集中，IPO 前，彭心、赵林夫妇通过林心控股持股为 67.04%，公司持股平台 Forth Wisdom Limited 持股为 8.32%；机构投资者中，天图兴立持股为 4.57%，成都天图持股为 3.91%，永乐高国际持股为 0.87%，天图东峰持股为 0.91%。

二、东软医疗递交招股书

东软医疗是医学影像解决方案及服务的领先提供商，2019 年已成为中国 CT 系统的最大制造商。公司向 110 个国家的医疗服务提供商开发、制造和分销各种先进的技术化影像、治疗和诊断产品。以 MDaaS（即医疗设备和医疗影像数据服务）平台为核心，利用先进的云计算和 AI 技术来高效地改善诊疗能力。财务方面，2018-2020 年收入分别为 19.12 亿元、

19.08 亿元及 24.59 亿元，同期净利润为 1.68 亿元、0.82 元及 0.92 亿元。东软集团、威志环球及东软控股分别持有本公司 29.94%、26.52%及 15.51%的已发行股份

| 本周美股 IPO 观察

截止 6 月 6 日当周的美股 IPO 中，DLocal (DLO) 首日涨幅高达 54.24%，也是近几周表现最好的 IPO 之一。

接下来一周进行 IPO 的公司有：支付科技公司 Marqeta (MQ)，最高募资 10.9 亿美元；以色列项目管理平台 monday.com (MNDY)，预计募资 4.9 亿美元；大数据驱动的营销服务平台 Zeta (ZETA)，预计筹资 2.5 亿美元。此外，新递表的公司中，值得关注的有网络安全解决方案诺顿 Life Lock 公司、美国第二大甜甜圈品牌公司 Krispy Kreme

中概股方面，Boss 直聘 (BZ) 开启招股，以 17-19 美元发行 4800 万股 ADS；掌门教育 (ZME) 以 11-13 美元发行 362.3 万 ADS。

一、支付科技公司 Marqeta (MQ) 预计 6 月 9 日上市

Marqeta 成立于 2010 年，主要向金融服务、电子商务、零售和社交媒体等领域的企业或个人提供虚拟卡、企业预付卡和企业信用卡等技术服务，打造了一个开放式发卡与核心结算平台。降低新功能编程与实施成本，使客户创建定制支付卡。它的主要客户包括 Uber、Affirm、DoorDash、Instacart、Klarna、Square 等。财务方面，2019 年和 2020 年营收分别为 1.43 亿美元、2.9 亿美元，2021 年 Q1 营收为 1.08 亿美元，去年同期 4838.8 万美元。2019 年、2020 年净亏损分别为 5820 万美元、4769.5 万美元，2021 年第一季度净亏损为 1284 万美元。

二、掌门教育 (ZME) 开启招股

掌门教育是国内知名的教育机构，拥有掌门1对1、掌门优课、掌门少儿、小狸启蒙四大在线教育产品，专注为学生提供高品质在线定制化教育服务，致力于将优质教育资源通过互联网传递到全国各地。按现金收入口径计算，2020年，“掌门1对1”在K12在线1对1行业排名第一。2020年，掌门1对1课程付费学生人数为54.5万人，同比增长43.2%。

2021年1季度，掌门优课学生人数为29.4万人，同比2020年3季度增长222.6%。财务方面，2020年，掌门教育营收为40.18亿人民币，同比增长50.6%；毛利为18.14亿，同比增长78.3%；2020年，掌门教育经营现金流为3.44亿，同比增长358.7%。主要机构股东包括元生资本、华平投资、顺为资本、CMC、软银，分别持有公司15.8%、10.5%、7.6%、6.3%、5.8%股权。

三、BOSS (BZ) 开启招股

BOSS直聘于正式开启招股。BOSS直聘成立于2013年，是一款招聘行业变革性产品，促进求职者与企业端用户双向互动交流、注重智能匹配。截至2021年3月31日，BOSS直聘共服务8580万认证求职者，同期拥有1300万认证企业端用户、服务630万家认证企业。根据灼识咨询的数据显示，按2020年月活跃用户数(MAU)计算，BOSS直聘是中国最大的在线招聘平台。2019年、2020年，BOSS直聘的营收分别为10.0亿元、19.4亿元，同比增长94.7%。2021年Q1的营收7.89亿元，同比增长179.0%；同期经调整后亏损分别为4.68亿元及2.85亿元。公司拟于纳斯达克挂牌上市，承销商包括高盛、摩根士丹利、瑞银、中金。

一周基本面日程：聚焦 5 月 CPI，6 月将是政策和市场走向的关键窗口

本周重要经济数据、事件

周一 (6/7)	周二 (6/8)	周三 (6/9)	周四 (6/10)	周五 (6/11)
	20:30 4月贸易帐		20:30 5月未季调核心CPI 5月CPI 当周初请失业金人数	22:00 6月密歇根大学消费者信心指数
资料来源:公开资料整理				

| 聚焦美国 5 月 CPI

美联储将在 6 月 10 日发布 5 月通胀报告，北欧联合银行 (Nordea) 认为，5 月 CPI 可能继续飙升至 4% 以上，远超预期的 3.4%；5 月或 6 月总体通胀率可能超过 6%。不过 Nordea 称，市场仍普遍认为超高通胀是暂时的。

6 月将是政策和市场走向的关键窗口，6 月 10 日将公布 CPI 数据，6 月 15 日-16 日召开 FOMC 会议，由于美联储定下的长期通胀目标在 2%，若价格压力进一步增大，将增强美联储加息预期。

| 本周财报关注：GameStop、达达集团、陌陌、UiPath、蓝城兄弟

美股一季度财报季尘埃落定，主要行业增长势头非常强劲，市场也在逐步上调第二季度的业绩预期。更重要的是，2021 年二季度盈利不仅比受疫情影响的 2020 年二季度录得大幅增长，相比 2019 年二季度也会有绝对数值的增长。

本周财报关注：GameStop、达达集团、陌陌、UiPath、蓝城兄弟

老虎财报季

周一 (6/7)	周二 (6/8)	周三 (6/9)	周四 (6/10)	周五 (6/11)
美股盘前				
	陌陌(MOMO)		蓝城兄弟(BLCT) 极光(JG)	
美股盘后				
达达集团(DADA)	UiPath(PATH)	GameStop(GME)	Chewy(CHWY)	

锦欣生殖：辅助生殖的潜力，二胎也许是个开始

事件

中共中央政治局 5 月 31 日审议《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》的会议，提到了“进一步优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施”，进一步将“改善人口结构、落实积极应对人口老龄化国家战略、保持我国人力资源禀赋优势”放在重要位置。

与生育息息相关的公司有很多。作为国内排名第一的民营辅助生殖服务机构，锦欣生殖也自然被认为是直接受惠的公司。锦欣生殖收入从 2016 年的 3.46 亿元增长至 2019 年的 16.49 亿元，年复合增长率为 68%；同期公司有收购行为，归母净利润年复合增长率也达到 30.19%。而 2020 年受疫情影响营收 14.26 亿元，同比下降 13%，不过有望在 2021 年恢复增长。

投资要点

- **国内外联动，区域龙头地位稳固。** 2003 年成都锦江生殖中心成立，专注于辅助生殖服务。公司通过西囡医院打造四川地区排名第一的辅助生殖机构。为了扩大经营场所、容纳更多需求，公司实现了医院业务快速扩张，在四川以外，深圳中心泌尿外科医院、武汉锦欣中西医结合医院以及 HRC Management 医院管理平台。其中美国 HRC 是加州地区龙头，市占率 11.9%。此外，2020 年并购老挝锦瑞医疗中心。
- **辅助生殖需求悄然增长，行业前景可观。** 2018 年全球辅助生殖市场规模约为 248 亿美元，中国市场 2018 年达到 38 亿美元。然而，2018 年我国辅助生殖渗透率仅为 7%，美国则达到了 30.2%，因此未来我国市场空间前景可观。此外，随着育儿人群年龄增大高，不孕不育人群数量增加。
- **北美市场渗透率较高的原因。** 北美辅助生育市场，生育领域初创公司的发展比较快，人工

个股研报 01951.HK

FY2020 财务数据

收盘价(6/4/21)	20 港元
总市值	501.52 亿港元
52 周最高	24.55 港元
52 周最低	9.21 港元
总股本	2,508 百万股

股价表现

一个月	1.01%
三个月	28.53%
一年	91.57%
年至今	26.58%

财务表现

营业收入(CNY)	14.26 亿元
毛利率	39.67%
EBITDA	5.15 亿元
EBITDA%	34.1%
运营利润率	24.1%
净利率	18.3%
ROE	3.4%

估值比率

P/E TTM	154.82
P/E 21E	99.34
EV/EBITDA TTM	81.28
EV/EBITDA 21E	74.17

价格走势



授精及体外授精的渗透率也较高。此外，代孕、同性婚姻等也增加了不同群体对辅助生殖的需求。而美国也是其他法律较严格国家的公民选择进行辅助生殖的主要目的地。

- **主要投资逻辑：**1) 辅助生殖市场空间广阔，行业集中度在上升，头部公司的优势愈发明显；2) 牌照、医生及等核心因素的护城河较深；3) 对于辅助生育政策的严谨反而增加了目前持牌经营的公司的质量以及稀缺性；4) 晚婚晚育的趋势降低了正常生育基础；5) 辅助生殖技术的提升，以及人们对辅助生育技术的接纳程度的提升；6) 中国人口结构的变化以及逐渐开放的政策增加了家庭的生育自主权。中国的生育政策在过去 40 年间发生了不少的演变。如今的“三胎”在一定程度上增加了辅助生殖的需求。

风险提示

- 海外业务的风险，包括管辖地法律法规、利率以及汇率风险
- 疫情持续影响线下业务，使得业务恢复不及预期
- 监管政策的不确定性。

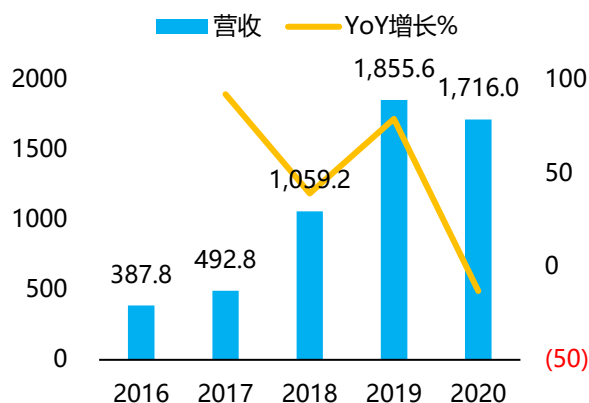
2020 年业绩小结

锦欣生殖于 2021 年 3 月 28 日公布了 2020 年度全年业绩。公司营收 14.26 亿元（同比-13.49%），净利润为 2.61 亿元（同比-38.08%），经调整纯利为 3.72 亿元，账面现金为人民币 24.1 亿元。

2020 年业绩主要受到疫情影响而同比下降。不过随着疫情逐渐减轻，2020 年下半年业务快速恢复，收入相较上半年增长 33.1%。

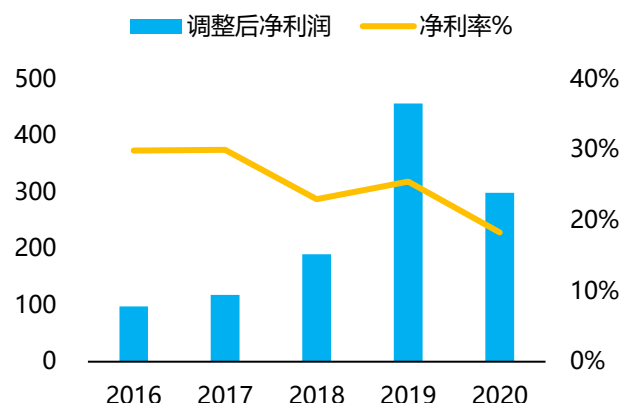
从历史上来看，公司营收从 2016 年的 3.46 亿元增长到 2019 年的 16.48 亿元，年复合增速为 68.20%，净利润从 2016 年的 1.04 亿元增长到 2019 年的 4.21 亿元，年复合增速 59.51%。需要注意的是，公司于 2019 年收购美国 HRC Medical，并进行并表，因此 2019 年的增速较快。

2016-2020年锦欣生殖营收（百万港元）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

2016-2020年锦欣生殖净利润（百万港元）

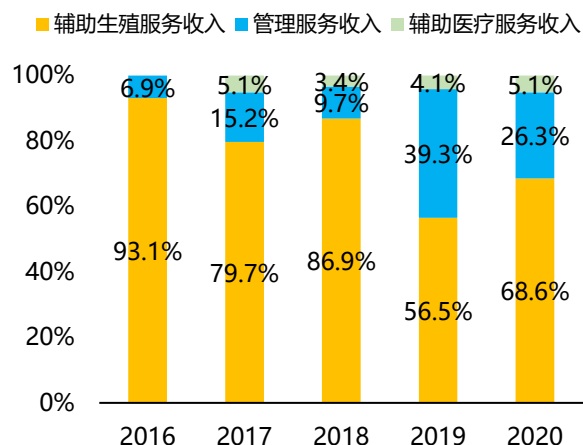


数据来源：公司财报，老虎证券

从分类营收方面来看。公司业务构成主要由辅助生殖医疗服务（ARS）、管理服务、辅助医疗服务三个板块。2020年，辅助生殖医疗服务是主要几个医院的生殖相关业务，收入9.79亿元，占比68.6%；管理服务收入包含HRC Medical的收入，2020年收入3.75亿元，占比26.3%；辅助医疗服务的收入0.72亿元，占比5.1%，包括妇科、泌尿外科及内科服务，及HRC旗下机构提供的流动手术中心设施服务和PGS测试服务以及基因筛查服务。

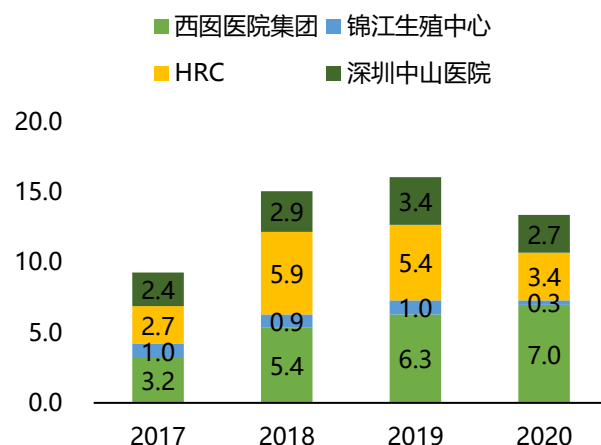
来自管理服务的业务占比从2019年下滑13个百分点，主要还是因为美国疫情相对更严重一些，影响了HRC的业务。

2016-2020年锦欣生殖分类营收



数据来源：公司财报，老虎证券整理

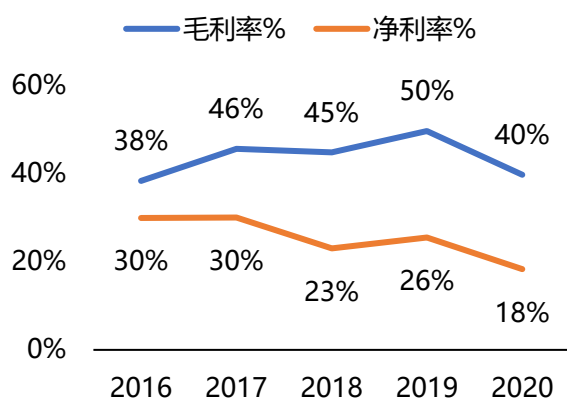
2016-2020年锦欣生殖净利润（百万港元）



数据来源：公司财报，老虎证券

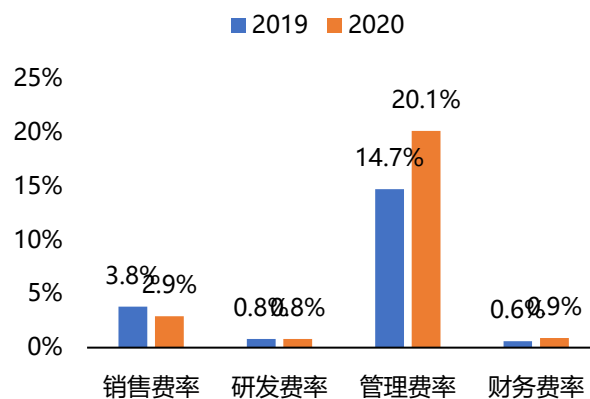
利润率方面来看。2020年的毛利率39.67% (同比-5.14pp)，而在2016-2019年，公司毛利率稳步提升，分别为38.31%、45.59%、44.81%及49.55%。净利润在2020年下降至18.27% (同比-7.25pp)，2016-2019年公司净利率分别为29.92%、29.96%、23.01%和25.52%，

2017-2020年锦欣生殖利润率



数据来源：公司财报，老虎证券整理

2019-2020年锦欣生殖费用分析

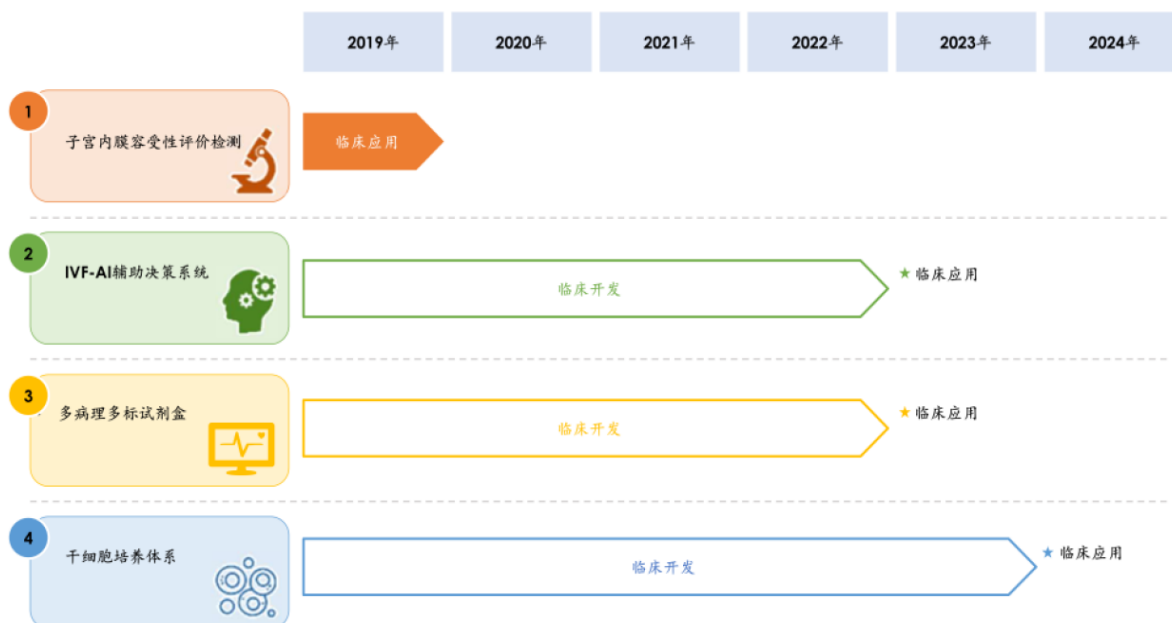


数据来源：公司财报，老虎证券整理

2020年毛利率的变化主要还是因为疫情影响，毕竟公司的固定成本依旧，而疫情在北美地区的影响较大。而净利率的变化主要影响因素是HRC的并购以及公司在港交所上市的开支。

运营开支方面。公司相对而言重研发，轻营销。营销支出在2020年为4140万元 (同比-33.5%)。公司的营销开支主要包括与组织教育活动及和第三方代理机构及合作伙伴合作有关的营销及推广开支，主要是美国HRC业务，在2018年之前，公司并未产生销售费用，这也说明公司的获客来自于良好的口碑、医生的转介以及患者的自发搜索，实现了零销售费用。2019年美国业务并入后，HRC Fertility组织了一些教育活动、网络活动推广用以提高营销的效率。

图：公司主要管线



数据来源：公司官网，老虎证券整理

同时，2020年公司获得了互联网医院的牌照，线上的营销效率更高，获客成本也远低于传统。公司在院外的备孕中心，有助于为后续的服务管线以及为患者的体验带来增量。

资产端，有收购带来的协同。锦欣生殖积极扩展新市场，并不断进行扩张，2020年收购了武汉黄埔中西医结合妇产医院的75%股权，是武汉地区唯二的具备IVF牌照的非公立亿元。同时又在海外的老挝地区锦瑞生殖中心，开拓国际市场。

锦欣生殖积极扩展新市场



数据来源：公司官网，老虎证券整理

老挝锦瑞生殖中心地址

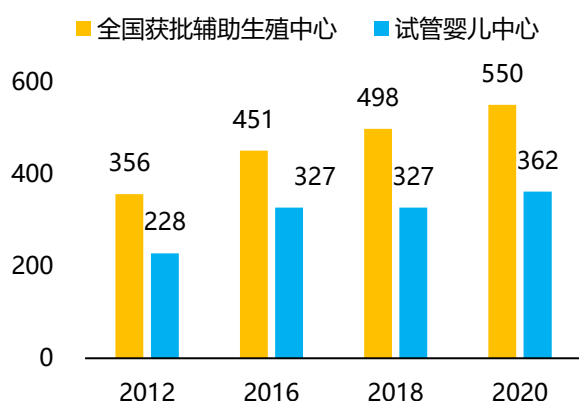


数据来源：公司官网，老虎证券整理

锦欣生殖——辅助生殖服务龙头

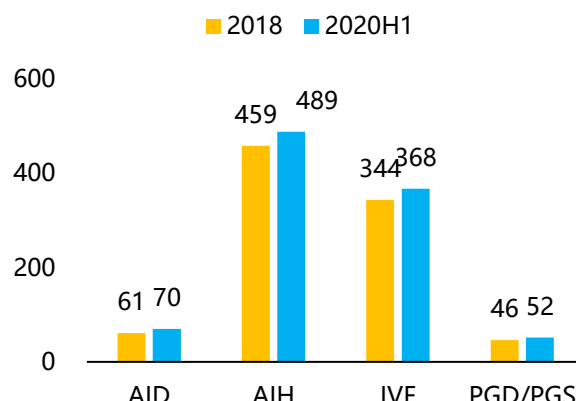
锦欣集团的前身是 1951 年创建的成都市第二区妇幼保健站，后逐渐发展为临床医疗、保健预防和健康教育的医疗投资管理机构——锦欣医疗投资集团。公司从 2003 年从锦江生殖中心起家，在辅助生殖方面先后获得了供体精子人工授精(AID)、夫精人工授精(AIH)、体外受精—胚胎移植(IVF-ET)、体外受精—卵胞浆内单精子注射(IVF-ICSI)的牌照。目前，锦欣生殖是国内排名第一的民营辅助生殖服务机构。

图：中国辅助生殖中心机构数量（家）



数据来源：公司年度报告，老虎证券整理

图：我国辅助生殖机构牌照数量



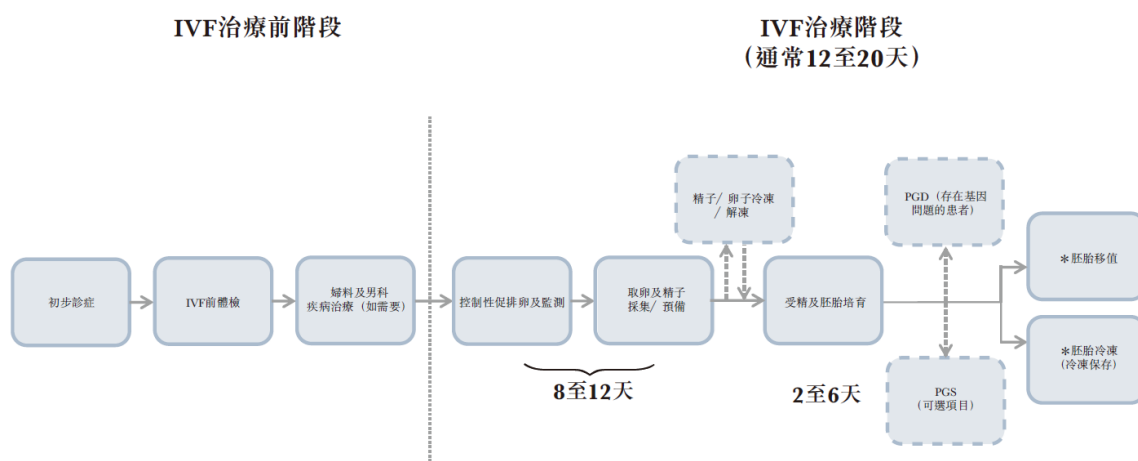
数据来源：公司年度报告，老虎证券整理

公司在四川地区主要是西囡医院，包括成都西囡医院及高新西囡医院；锦江生殖中心，包括成都市锦江区妇幼保健院的生殖中心；锦欣生育中心，主要提供 IVF 前治疗。

同时，于 2017 年 1 月收购深圳中山泌尿外科医院，以营利性专科医院形式营运，提供辅助生殖服务，包括 AIH、常规 IVF-ET 及通过 ICSI 进行的 IVF。

2020 年 6 月，公司收购武汉黄浦中西医结合妇产医院有限责任公司 75% 的股权，提供 ARS 服务，包括常规 IVF 服务，是武汉仅有的两家拥有 IVF 牌照非公立和营利性医院之一。

图：IVF 一般治疗疗程



数据来源：公司招股书，老虎证券整理

同时，公司像海外扩张，收购了 HRC Fertility。以 2018 年辅助生殖服务诊所的收入及所进行的 IVF 取卵周期计，HRC 是美国市场的第二大及第五大参与者。除了提供的 IVF 服务外，还提供植入前遗传筛查 (PGS) 服务以及通过第三方诊所或机构提供植入前遗传学诊断 (PGD) 服务。

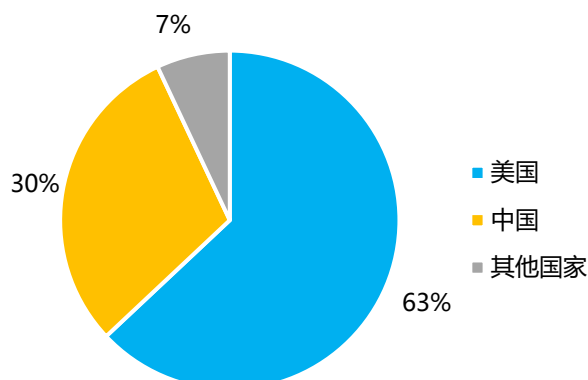
截止 2021 年 5 月 31 日，锦欣生殖在全球的辅助生殖医疗机构网络共有 6 家 (含 4 家自有医院及 2 家共同管理机构)。

图：加州 HRC Medical 中心



数据来源：公司招股书，老虎证券整理

HRC 客户主要来源



数据来源：公司官网，老虎证券整理

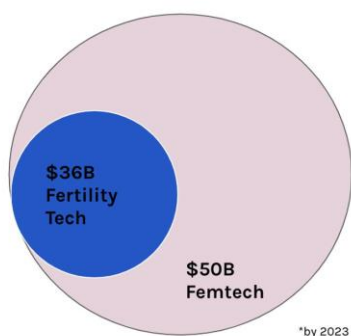
为何北美辅助生育市场市场渗透率较高？

治疗不孕不育的方法主要有三种：常规药物治疗、手术治疗和辅助生殖技术治疗。辅助生殖技术目前是主流，指采用医疗辅助手段使不育夫妇妊娠的技术，包括人工授精、配子移植、体外受精及其衍生技术。其中，人工授精分为夫精人工授精 (AIH) 和供精人工授精 (AID)，成功率一般。而体外受精-胚胎移植 (IVF-ET) 俗称试管婴儿，与人工授精相比使用更广泛，成功率更高。

不孕不育是个长期性问题，在全球的应用场景都很大。根据 Market Research Future 的调查，全球生育市场有望在 2023 年达到 360 亿美元，当然，这包括体外受精 (IVF)、卵子冷冻、人工授精以及相关的药品市场。

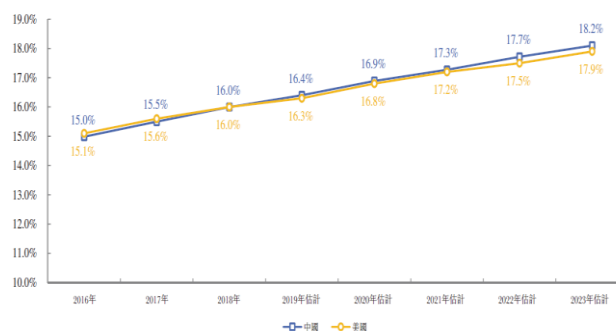
图：全球女性健康市场以及全球生育市场

Global Market Size of Femtech & Fertility Services*



数据来源： Market Research Future ， 老虎证券

图：中美不孕不育率对比



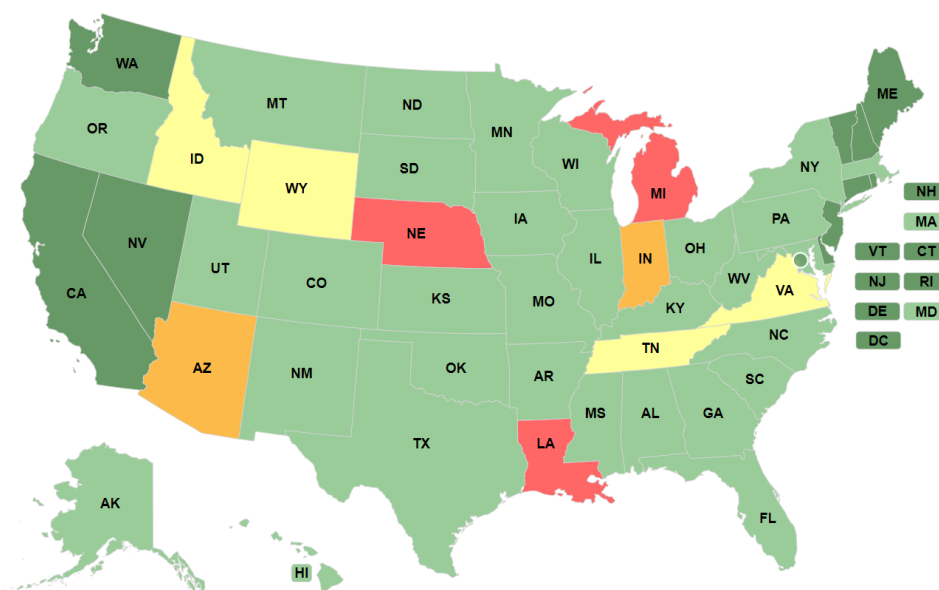
数据来源： 弗若斯特沙利文

北美辅助生育市场,生育领域初创公司的发展比较快,人工授精及体外授精的渗透率也较高。在 2018 年我国辅助生殖渗透率还仅有 7%时, 美国就已经达到 30.2%。

不过, 美国的辅助生育市场发展较快是有不同的原因的。

首先, 代孕这样的行业在部分州也并没有被法律禁止, 而代孕必然会用到体外授精的方式, 因此美国对这方面的需求更高。

图：美国不同州对代孕禁止的程度（绿色至红色由松至严）

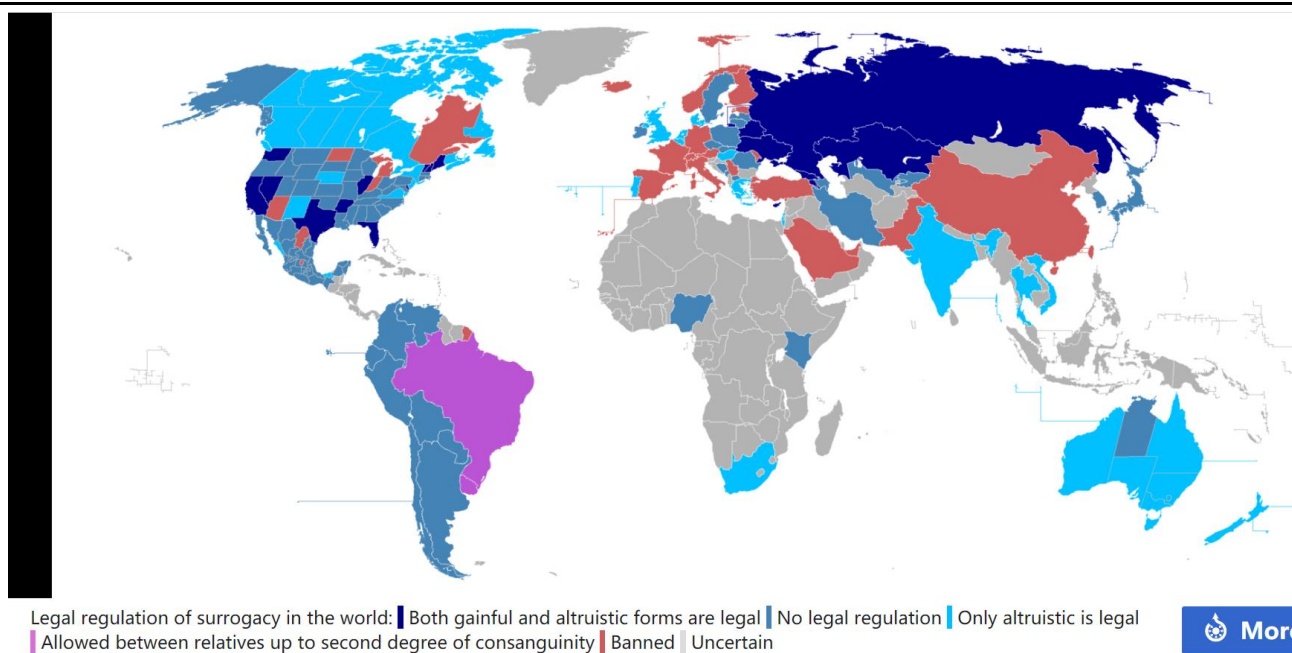


数据来源： creativefamilyconnections, 老虎证券整理

同时，美国大多数州的法律对性少数群体友好，而他们若要生育，很大程度上也需要借助辅助生育技术。

此外，全球其他对代孕等法规较为严格的国家，依然会有不少客户选择去美国进行辅助生殖，这也一定程度上增加了美国这个行业的市场容量。

图：不同国家法律对代孕的态度



数据来源：Wikipedia，老虎证券整理

美国辅助生育大多以诊所(Clinic)的方式运营，而在整个链条上又有从卵子冷冻、代孕、人工授精等不同类型发服务，因此公司也较多，也较少有连锁的大型公司。在不同州的市场份额也不尽相同，较为著名的包括 IntegraMed Holding 和 Planned Parenthood Federation。不过前者在 2020 年疫情期间申请破产保护，后被私募基金收购，而后者是非盈利组织。而这两年，生育领域创新的初创公司也在不断增长，主要还是行业的增长。这其中不乏包括使用机器学习、大数据等技术来帮助预测人工授精成功率的公司，比如 Univfy。

图：美国新兴的辅助生育创业公司

Fertility Startups By Stage

Series B



Series A



Seed



数据来源：Market Research Future，老虎证券整理

中国不孕不育患病率逐渐提升

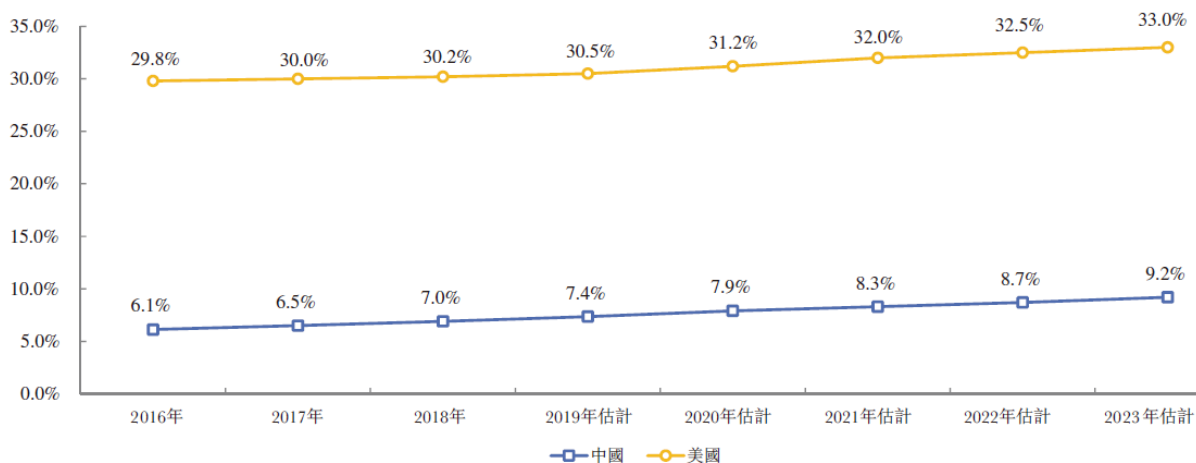
在中国，辅助生殖主要的应用场景还是不孕不育的治疗，近年来不孕不育的患病率在逐年提升，主要原因有几个：

- 1) 育儿人群年龄增大高，人群不孕不育概率更高，主要是近几年我国晚婚晚育的人群数量增加；
- 2) 人们生活方式的变化，亚健康人群数量增加，增加不孕不育的概率；
- 3) 生活压力的增加，也是不孕不育概率增加的一个重要原因。

根据沙利文的数据，到 2023 年，我国不孕不育的人群占比将达到 18.2%，辅助生殖的需求在进一步提升。

另一方面，辅助生殖技术经过 40 年的发展已经相对成熟。试管婴儿的三代技术，即体外受精胚胎移植（IVF-ET）、卵母细胞浆内单精子注射（ICSI）以及植入前遗传学诊断与筛查技术（PGD/PGS），均在不孕症治疗和杜绝生育缺陷方面取得了显著成果。

图：中美辅助生殖服务渗透率



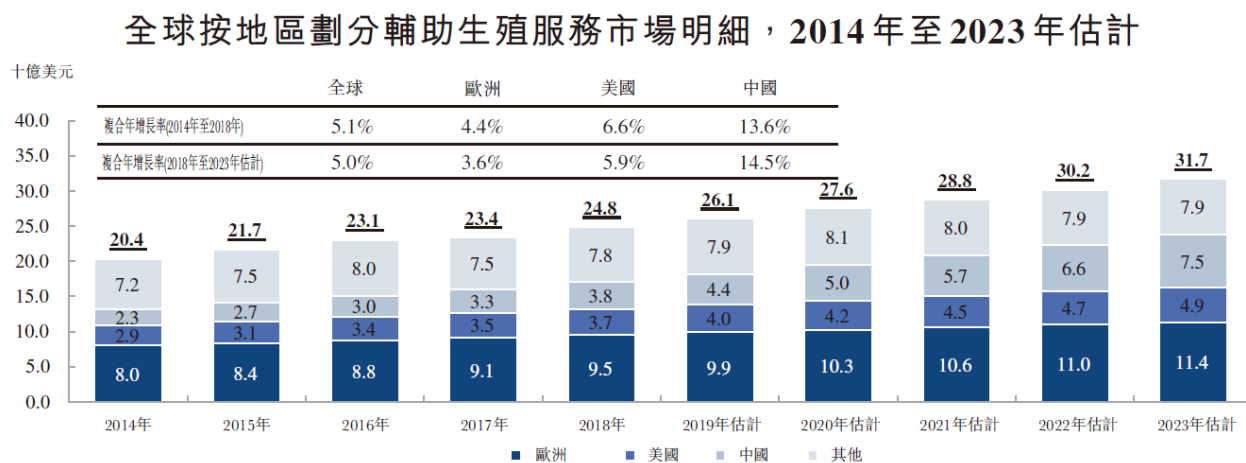
数据来源：公司招股书，老虎证券整理

锦欣生殖的主要投资逻辑

1) 辅助生殖市场空间广阔，行业集中度在上升，头部公司的优势愈发明显；

根据弗若斯特沙利文预计，中国辅助生殖服务市场规模由 2014 年的 148 亿元增至 2018 年的 245 亿元。并有望以 14.57% 复合年增长率增长至 2023 年的 484 亿元。

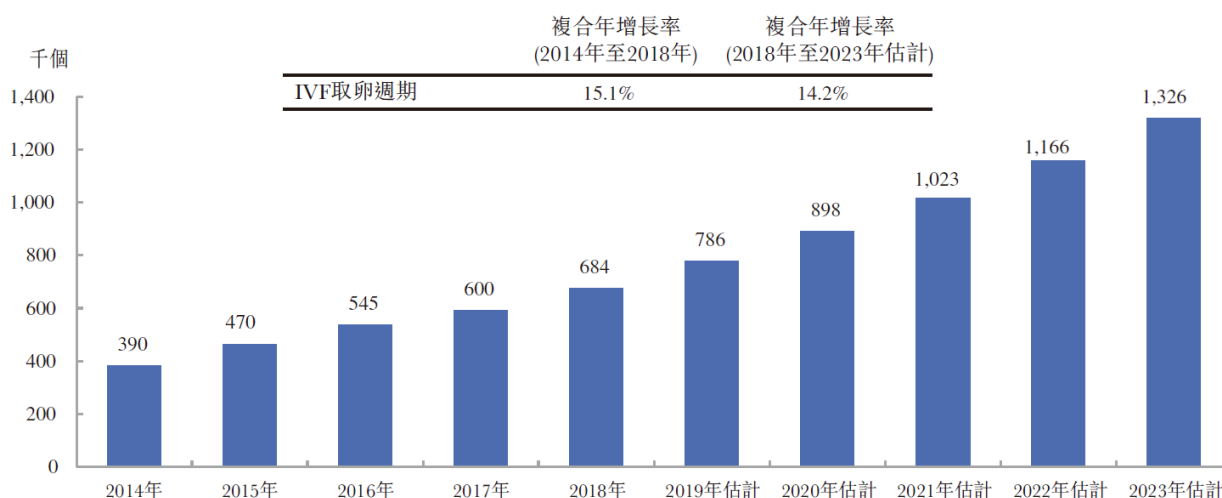
图：全球各地区辅助生育市场明细



数据来源：公司招股书

同时，中国的 IVF 取卵周期数由 201 年的约 39 万个增长至 2018 年的 68 万个左右，复合年增长率为 15.1%。预计将以 14.16% 复合年增长率增长至 2023 年的 133 万个。

图：中国 IVF 取卵周期总数



数据来源：公司招股书

2) 牌照、医生及等核心因素的护城河较深；

截至 2018 年底，我国有 AID 牌照的辅助生殖机构共有 61 家，有 AIH 牌照的共有 459 家，有 IVF-ET 和 IVF-ICSI 牌照的机构分别有 344 家，有 PGD/PGS 牌照的机构则仅有

46 家。

更重要的是，我国辅助生殖行业审批严格，牌照壁垒高。

我国辅助生殖牌照主要分为五类：AIH、AID、IVF-ET、ICSI 以及 PGD/PGS，同时五类辅助生殖牌照需要按照顺序申请。申请 IVF-ET 牌照的医院，需要已持有 AIH 牌照；申请 PGD/PGS，则需要已经持有 IVF-ET、ICSI 牌照，并且正常运营 5 年，因此辅助生殖机构拿到 PGD/PGS 牌照数量非常少。

3) 因此，对于辅助生育政策的严谨反而增加了目前持牌经营的公司的质量以及稀缺性；

此外，我国辅助生殖服务机构数量较少，私立的尤其少，整体市场较为分散，市场集中度低。

而对医生的依赖又相对较高。由于辅助生殖行业在我国仍处于发展阶段，经验丰富的医护人员数量有限。因此，医生也是公司的核心竞争力。

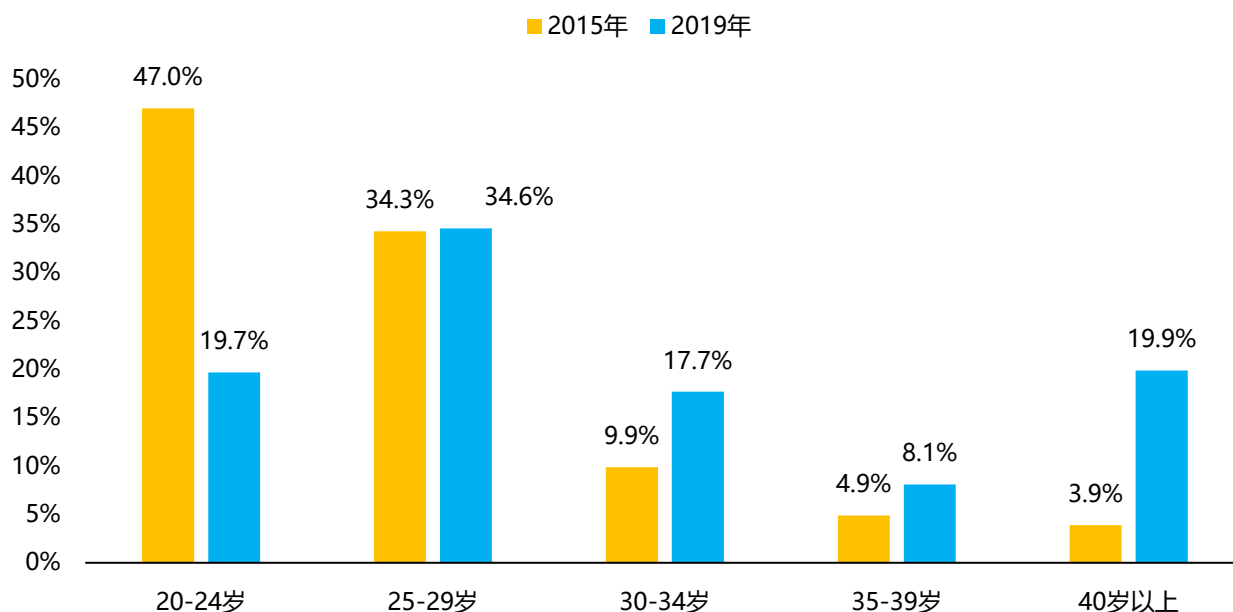
锦欣生殖的公司股权结构合理，医生股东为主要股东，由 196 名前任或现任雇员组成，持有 20.64% 的股份

4) 晚婚晚育的趋势降低了正常生育基础。

近年来，中国婚姻登记平均年龄逐年走高，2013-2020 年，我国结婚登记对数从 1347 万对的历史高点持续下滑至 813 万对。据国家统计局统计，25-29 岁接替 20-24 岁人群成为新的结婚“主力军”，高年龄层段（40 岁以上）结婚登记占比大幅上升。

同时，从 1990 年至 2017 年，我国育龄妇女平均初婚年龄推迟 4 岁多，并有继续走高趋势，平均初育年龄也从 23.4 岁提高到 26.8 岁。

图：中国结婚年龄占比（含再婚）



数据来源：公司招股书

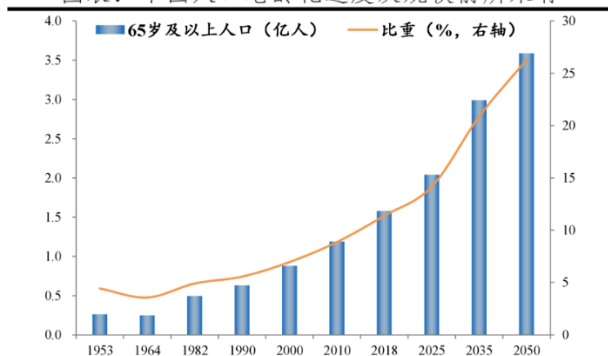
5) 辅助生殖技术的提升，以及人们对辅助生育技术的接纳程度的提升；

IVF 渗透率的提升，一方面是因为被动性的需求，另一方面是对现代科技在生育方面的接纳程度提升。年轻人追求独立自由与高品质生活，对婚姻的态度也越来越开放，对生育的态度也同样有所升级。

6) 中国人口结构的变化以及逐渐开放的政策增加了家庭的生育自主权。中国生育政策经历了四个阶段：一是 1949-1953 年鼓励生育阶段；二是 1954-1977 年宽松计划生育阶段；三是 1978-2013 年严格计划生育阶段；四是 2014 年至今放松计划生育阶段。当前，全面二孩政策虽然已经开放，但总体来说效果不及预期，生育堆积效应已消退。中国的人口老龄化加快，2021 年进入深度老龄化社会。

图：中国人口老龄化趋势

图表：中国人口老龄化速度及规模前所未有

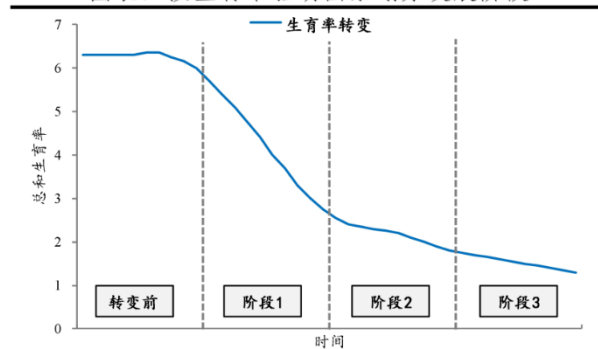


资料来源：国家统计局，泽平宏观

数据来源：泽平宏观

中国生育率转变情况

图表：按生育率驱动因素划分发展阶段



资料来源：李建民 (2009)，泽平宏观

数据来源：泽平宏观

因此，辅助生育技术在某种程度上也是改善人口结构的重要方式，对于很多不孕不育但有意愿生育的家庭来说，来说无疑是种促进。

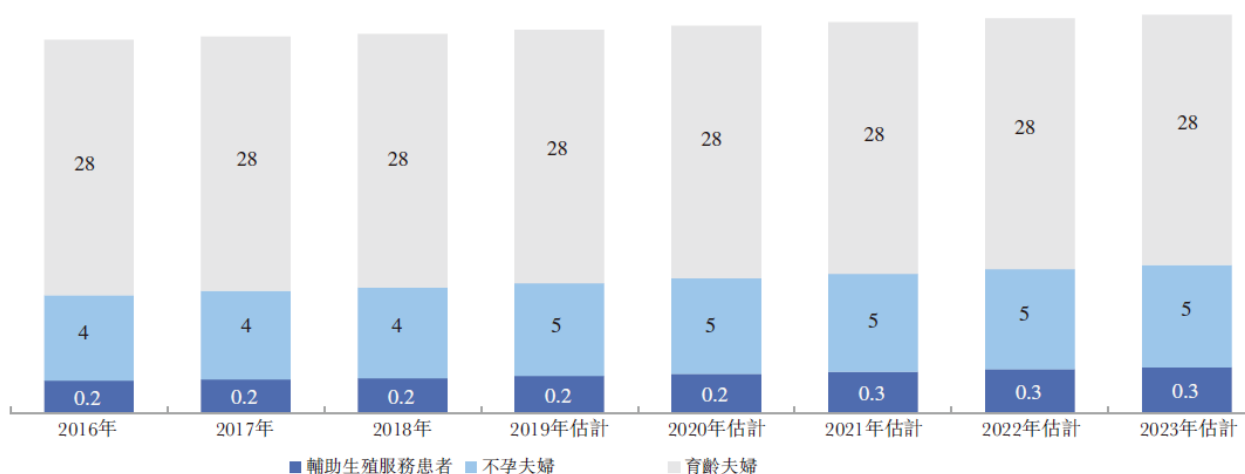
此外，未来有可能各地逐渐退出鼓励生育政策，进一步加强了对生育的促进。

北美及海外其他地区

HRC Fertility 在美国是一家拥有 30 年经验的领先 ARS 全方位服务供应商，也是目前锦欣生殖在海外的主战场。加州地区之所以重要，不仅是因为当地法律对代孕等监管较松，同时也是中国等其他国家赴美进行辅助生殖服务的首选地。

图：美国不孕不育夫妇数量（百万）

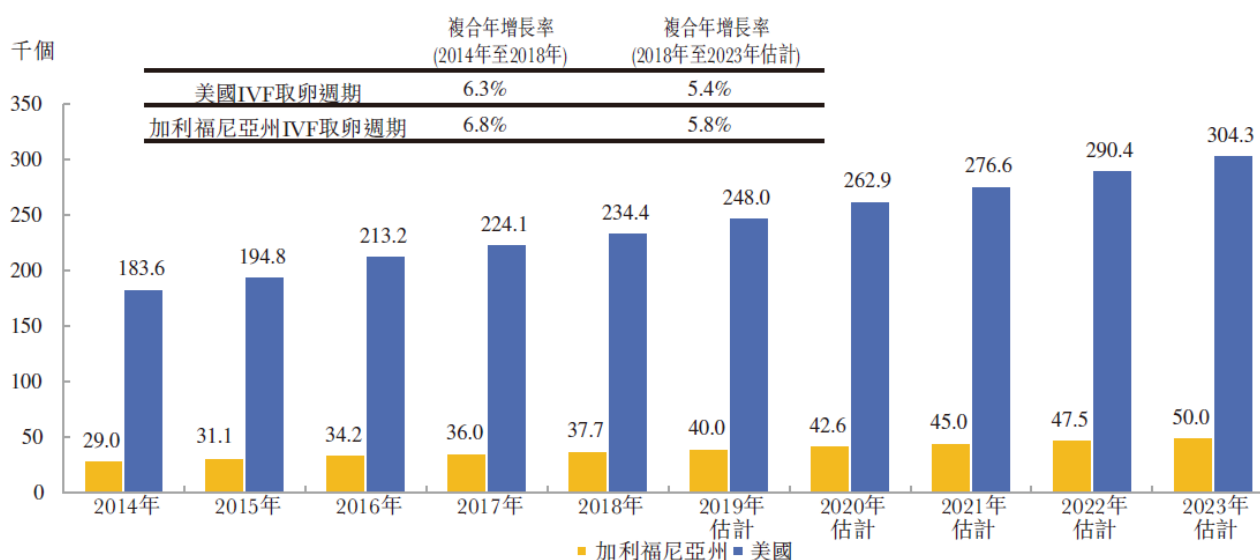
百萬



数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股书

根据公司招股书，2018年，加州地区辅助生殖市场已经达到6.79亿美元，IVF取卵周期总数为3.77万个。2018年前往加州的国际患者中，70%来自中国，也因此2020年疫情期间，国际病人无法赴美，HRC的业务有所下滑。

图：美国及加州进行的IVF取卵总数



数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股书

HRC Medical 目前于美国拥有九家诊所及三所 IVF 实验室，主要从事提供 IVF 服务、超低温冷冻服务及妇科手术等服务。而 HRC Management 主要提供 HRC Medical 进行医疗执业

所需的非医疗管理及行政服务，同时拥有并运营 RSA 流动手术中心和一间 NexGenomics 旗下的 PGS 实验室。2017 年 7 月，锦欣生殖前股东 Willsun Fund 完成收购 HRC Management 进入美国市场。

HRC 的辅助生殖成功率超美国及加州平均水平。2016 年，美国 HRC Fertility 的成功率达到 62%，分别高于美国平均水平（53%）及加利福尼亚州的平均水平（57%）。在美国疾病预防控制中心界定的各年龄组中，2016 年 HRC Fertility 在非供体胚胎移植的成功率也均高于美国平均水平及加利福尼亚州平均水平。

风险提示：

- 海外业务的风险，包括管辖地法律法规、利率以及汇率风险
- 疫情持续影响线下业务，使得业务恢复不及预期
- 监管政策的不确定性。

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场策略、财务预测会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：
newsletter@itiger.com。