

国际医学 (000516.SZ) 2023Q1 收入超预期, 2023 年业绩高增长持续性较强

2023 年 04 月 21 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

蔡明子 (分析师)

古意涵 (分析师)

caimingzi@kysec.cn

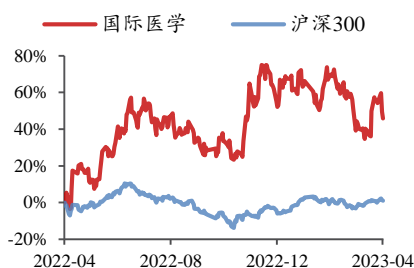
guyihan@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790523020001

日期	2023/4/20
当前股价(元)	10.66
一年最高最低(元)	13.49/6.59
总市值(亿元)	242.54
流通市值(亿元)	202.52
总股本(亿股)	22.75
流通股本(亿股)	19.00
近 3 个月换手率(%)	104.05

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《经营向好, 基本医疗快速恢复, 消费医疗初露头角——公司信息更新报告》-2023.1.31

《2022Q3 收入增长稳健, 拟剥离商洛聚焦优质资产——公司信息更新报告》-2022.10.29

《获批 IVF 第 I、II 代技术试运行, 优质团队、优势产科助力 IVF 业务快速发展——公司信息更新报告》-2022.10.11

● 2023Q1 收入超预期, 2023 年业绩高增长持续性较强, 维持“买入”评级

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报: 2022 年公司实现营业收入 27.11 亿元 (-7.19%), 归母净利润亏损 11.77 亿元 (-43.12%), 扣非净利润亏损 11.23 亿元 (-49.44%), 经营现金流净额 4.61 亿元 (+1.10%); 2023Q1 公司实现营业收入 10.59 亿元, 同比增长 247.4%, 环比 2022Q4 增长 32.87%, 归母净利润亏损 7474 万元 (+82.55%), 扣非净利润亏损 1.03 亿元 (+75.07%), 经营现金流净额 2.23 亿元 (+208.07%)。2022 年公司受到停诊、疫情等影响, 但在积极应对下整体业绩平稳, 2023Q1 影响公司医疗业务发展的不利因素逐渐消除, 且新建院区投用和新业务开展, 2023Q1 收入超预期, 利润亏损明显缩窄。我们维持 2023-2024 年盈利预测, 新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 0.22/2.97/4.86 亿元, EPS 分别为 0.01/0.13/0.21 元, 当前股价对应 P/S 分别为 5.69/4.12/3.44 倍, 公司凭借医院平台延伸产业链, 旗下医院病床使用率提升空间较大, 维持“买入”评级。

● 后续展望: 收入高增长持续性较强, 规模效应扩大下盈利能力有望持续提升

根据我们测算, 2023Q1 单床产出预计同比 2021Q4 提升 8.4%, 我们认为与心脏、骨科等优势学科扩容, 以及北院区试运行科室发展较好有关。2023 年 2-3 月公司收入继续实现高增长预计主要为 3 个原因: 中心医院北院区试运行、南院区扩大优势学科供给、高新医院加快床位周转/提高特需服务占比。我们认为以上促进收入增长的因素在后续经营中持续性强, 公司收入有望呈现季度环比增长趋势, 由此实现 2023 全年收入高速增长。盈利能力方面, 2023Q1 收入 10.6 亿对应 8.19% 毛利率, 表明收入已能覆盖公司旗下医疗机构的折旧摊销、医务人员成本等固定成本, 以及该收入规模下的药耗变动成本, 随着后续季度收入提升, 新增收入将直接贡献毛利额加速毛利率提升。此外, 2023Q1 销售费用率、管理费用率快速下降, 表明在该收入规模下费用摊薄明显, 后续预计费率也会呈现下降趋势。

● 风险提示: 医保控费趋严, 住院量爬坡速度不如预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,921	2,711	4,269	5,892	7,070
YOY(%)	81.8	-7.2	57.5	38.0	20.0
归母净利润(百万元)	-822	-1,177	22	297	486
YOY(%)	-1912.5	-43.1	101.8	1269.8	63.6
毛利率(%)	1.5	-6.6	27.9	29.2	32.0
净利率(%)	-28.1	-43.4	0.5	5.0	6.9
ROE(%)	-15.9	-28.1	0.5	6.0	8.9
EPS(摊薄/元)	-0.36	-0.52	0.01	0.13	0.21
P/E(倍)	-30.2	-21.1	1146.5	83.7	51.2
P/B(倍)	4.7	5.9	5.8	5.4	4.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023Q1 收入创新高，毛利率恢复至历史高点.....	3
2、 后续展望：收入高增长持续性较强，规模效应扩大下盈利能力有望持续提升.....	4
3、 盈利预测与投资建议.....	5
4、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

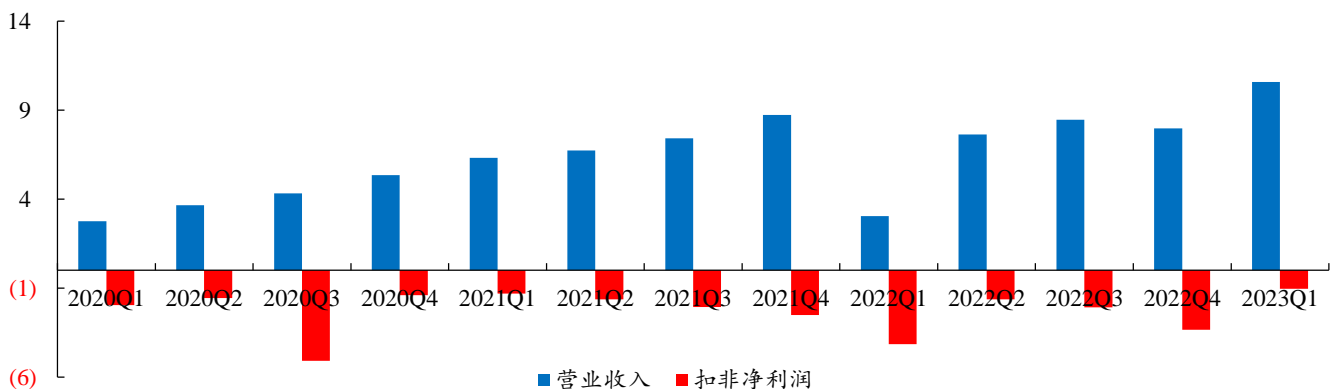
图表目录

图 1： 2023Q1 收入创新高，利润亏损明显缩窄.....	3
图 2： 2023Q1 毛利率恢复至历史高点.....	4
图 3： 规模效应扩大，2023Q1 销售费用率、管理费用率皆明显下降.....	4

1、2023Q1 收入创新高，毛利率恢复至历史高点

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报：2022 年公司实现营业收入 27.11 亿元 (-7.19%)，归母净利润亏损 11.77 亿元 (-43.12%)，扣非净利润亏损 11.23 亿元 (-49.44%)，经营现金流净额 4.61 亿元 (+1.10%)；2023Q1 公司实现营业收入 10.59 亿元，同比增长 247.4%，环比 2022Q4 增长 32.87%，归母净利润亏损 7474 万元 (+82.55%)，扣非净利润亏损 1.03 亿元 (+75.07%)，经营现金流净额 2.23 亿元 (+208.07%)。2022 年公司受到停诊、疫情等影响，但在积极应对下整体业绩平稳，2023Q1 影响公司医疗业务发展的不利因素逐渐消除，且新建院区投用和新业务开展，2023Q1 收入超预期，利润亏损明显缩窄。

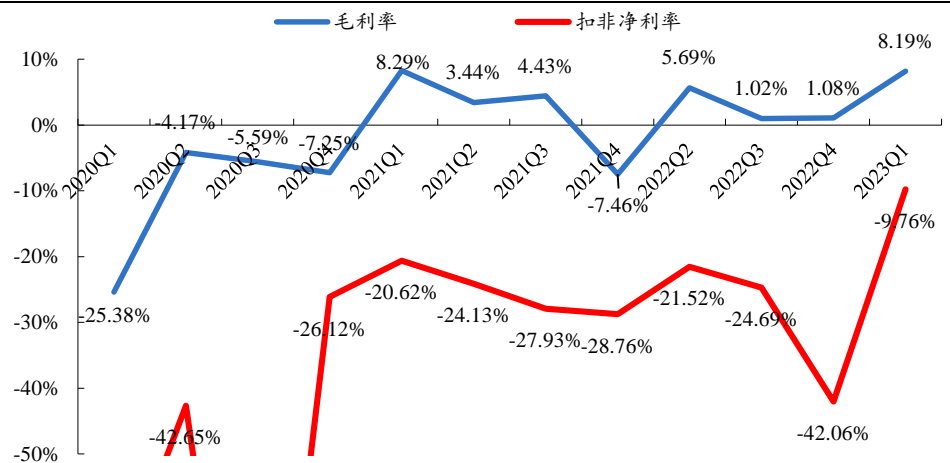
图1：2023Q1 收入创新高，利润亏损明显缩窄（单位：亿元）



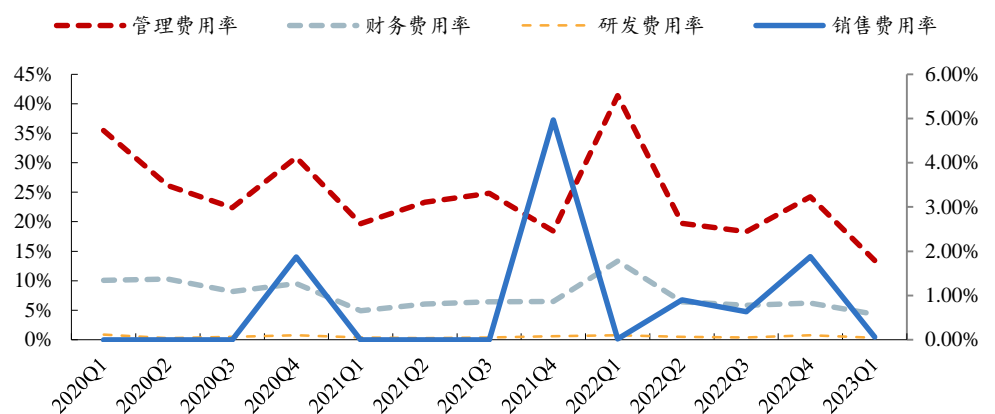
数据来源：Wind、开源证券研究所

单床产出预计明显提升：鉴于医院运营具备周期性，Q4 为旺季，2022Q4 由于防疫政策优化对就诊患者产生影响，2023Q1 医院恢复正常经营，我们将 2023Q1 与 2021Q4 进行单床产出对比，2021、2022 年高新医院最高日住院患者分别为 1479、1503 人，中心医院最高日住院患者分别为 2334、2273 人，我们假设高新医院、中心医院 2021Q4 平均日住院人数分别为 1400、2300，对应单床产出为 90 万（剔除商洛医院收入，假设商洛医院 2021Q4 收入为全年收入的 30%，即 0.4 亿）；我们假设高新医院、中心医院 2023Q1 平均日住院人数分别为 1480、2850（2023Q1 新增北院区部分床位），对应单床产出为 98 万，由此 2023Q1 单床产出预计同比 2021Q4 提升 8.4%，我们认为与心脏、骨科等优势学科扩容，以及北院区试运行科室发展较好有关。

从盈利能力来看，2023Q1 毛利率恢复至历史高点，且随着收入增长下规模效应持续扩大，2023Q1 销售费用率、管理费用率皆明显下降，由此，公司整体扣非净利率达到中心医院开诊以来的最高值。

图2：2023Q1 毛利率恢复至历史高点


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：规模效应扩大，2023Q1 销售费用率、管理费用率皆明显下降


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：左侧坐标轴为管理费用率，右侧坐标轴为其他费率

2、后续展望：收入高增长持续性较强，规模效应扩大下盈利能力有望持续提升

2023Q1 收入呈现高增长，一方面有新冠影响，但我们认为其影响时间不长，基本集中在 1 月，2-3 月公司收入继续实现高增长预计主要为 3 个原因：(1) 新开中心医院北院区有效满足多样化医疗需求带动业务规模快速提升；(2) 南院区由于康复、妇科、产科等科室搬迁至北院区后，扩大优势学科供给，例如新开心脏内科七病区和 8 个 MDT 门诊，进一步加快业务规模提升；(3) 高新医院在实现满负荷的情况下，通过加快床位周转，提高特需服务占比（组建 VIP 高端健康管理中心等）进一步提高收入天花板。

我们认为以上促进收入增长的因素在后续经营中持续性强，公司收入有望呈现季度环比增长趋势，由此实现 2023 全年收入高速增长。

盈利能力方面，2023Q1 收入 10.6 亿对应 8.19%毛利率，表明收入已能覆盖公司旗下医疗机构的折旧摊销、医务人员成本等固定成本，以及该收入规模下的药耗变动成本，随着后续季度收入提升，新增收入将直接贡献毛利额加速毛利率提升。此外，2023Q1 销售费用率、管理费用率快速下降，表明在该收入规模下费用摊薄明显，后续预计费率也会呈现持续下降的趋势。整体来看，在收入保持快速增长的情况下，公司盈利能力将加快提升。

3、盈利预测与投资建议

2022 年公司受到停诊、疫情等影响，但在积极应对下整体业绩平稳，2023Q1 影响公司医疗业务发展的不利因素逐渐消除，且新建院区投用和新业务开展，2023Q1 收入超预期，利润亏损明显缩窄。我们维持 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 0.22/2.97/4.86 亿元，EPS 分别为 0.01/0.13/0.21 元，当前股价对应 P/S 分别为 5.69/4.12/3.44 倍，公司凭借医院平台延伸产业链，旗下医院病床使用率提升空间较大，维持“买入”评级。

4、风险提示

医保控费趋严，住院量爬坡速度不如预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2331	3712	4198	6428	7063
现金	1520	1178	3044	5216	5582
应收票据及应收账款	366	421	798	838	1073
其他应收款	33	25	66	60	91
预付账款	10	6	19	16	26
存货	84	69	91	118	111
其他流动资产	319	2012	180	180	180
非流动资产	10989	9552	8925	8246	7508
长期投资	54	51	48	44	41
固定资产	7612	5685	5515	5200	4766
无形资产	690	776	781	805	823
其他非流动资产	2633	3041	2581	2196	1879
资产总计	13320	13264	13123	14674	14572
流动负债	3496	5529	5817	7592	7562
短期借款	226	549	549	549	549
应付票据及应付账款	2099	1998	2397	4019	3994
其他流动负债	1171	2982	2871	3024	3019
非流动负债	4493	3485	3035	2539	2021
长期借款	4452	3474	3025	2529	2011
其他非流动负债	41	10	10	10	10
负债合计	7989	9013	8852	10131	9583
少数股东权益	6	0	-1	-27	-67
股本	2276	2275	2275	2275	2275
资本公积	1060	1085	1085	1085	1085
留存收益	2220	1043	1064	1335	1781
归属母公司股东权益	5326	4251	4272	4569	5056
负债和股东权益	13320	13264	13123	14674	14572

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	456	461	2811	2913	1186
净利润	-845	-1195	20	271	446
折旧摊销	577	633	717	773	820
财务费用	176	188	262	276	298
投资损失	-39	-17	-100	-150	-100
营运资金变动	416	665	1880	1717	-298
其他经营现金流	171	188	30	25	20
投资活动现金流	-1200	-818	-20	31	-3
资本支出	1660	1188	93	97	86
长期投资	418	89	3	3	3
其他投资现金流	42	281	70	125	80
筹资活动现金流	1304	21	-925	-772	-817
短期借款	-184	323	0	0	0
长期借款	546	-978	-450	-496	-519
普通股增加	305	-1	0	0	0
资本公积增加	842	25	0	0	0
其他筹资现金流	-205	651	-476	-276	-298
现金净增加额	560	-336	1865	2172	366

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2921	2711	4269	5892	7070
营业成本	2878	2889	3076	4170	4808
营业税金及附加	29	39	47	59	71
营业费用	43	27	55	65	78
管理费用	627	625	854	1060	1273
研发费用	13	16	21	29	35
财务费用	176	188	262	276	298
资产减值损失	0	-4	0	0	0
其他收益	8	9	12	14	16
公允价值变动收益	-104	-81	-30	-25	-20
投资净收益	39	17	100	150	100
资产处置收益	-0	7	0	0	0
营业利润	-906	-1133	35	370	604
营业外收入	1	6	5	3	3
营业外支出	15	13	12	12	12
利润总额	-920	-1140	27	362	595
所得税	-74	55	7	90	149
净利润	-845	-1195	20	271	446
少数股东损益	-23	-19	-1	-26	-40
归属母公司净利润	-822	-1177	22	297	486
EBITDA	-80	-280	934	1248	1473
EPS(元)	-0.36	-0.52	0.01	0.13	0.21

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	81.8	-7.2	57.5	38.0	20.0
营业利润(%)	-11613.0	-25.0	103.1	964.8	62.9
归属于母公司净利润(%)	-1912.5	-43.1	101.8	1269.8	63.6
获利能力					
毛利率(%)	1.5	-6.6	27.9	29.2	32.0
净利率(%)	-28.1	-43.4	0.5	5.0	6.9
ROE(%)	-15.9	-28.1	0.5	6.0	8.9
ROIC(%)	-5.8	-11.0	2.0	4.5	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	60.0	68.0	67.5	69.0	65.8
净负债比率(%)	67.6	77.5	17.9	-41.9	-55.9
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	9.3	6.9	7.0	7.2	7.4
应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.36	-0.52	0.01	0.13	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.20	1.24	1.28	0.52
每股净资产(最新摊薄)	2.34	1.87	1.88	2.01	2.22
估值比率					
P/E	-30.2	-21.1	1146.5	83.7	51.2
P/B	4.7	5.9	5.8	5.4	4.9
EV/EBITDA	-351.3	-100.1	27.3	18.2	14.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn