

国际医学 (000516.SZ) Q2 医院业绩稳定增长，病床使用提升空间大

2020 年 08 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/27
当前股价(元)	5.70
一年最高最低(元)	7.23/3.92
总市值(亿元)	112.35
流通市值(亿元)	109.95
总股本(亿股)	19.71
流通股本(亿股)	19.29
近 3 个月换手率(%)	151.01

股价走势图



相关研究报告

《公司首次覆盖报告-2020 年起医院板块产能提升，利润有望加速释放》
-2020.7.18

杜佐远（分析师）

duzoyuan@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

● Q2 医院业绩稳定增长，中心医院开诊阶段性影响整体盈利能力

公司发布 2020 年半年报：全年公司实现营收 6.4 亿 (+44.32%)；归母净利润-3.44 亿 (-6946.88%)；扣非净利润-3.52 亿 (-3393.49%)；经营现金流净额-2.6 亿 (-303.34%)，EPS -0.18 元/股。公司医院病床使用率提升空间较大，2021 年盈利确定性高；预计 2020-2022 年归母净利润分别为 0.17 亿、1.21 亿、4.76 亿，EPS 分别为 0.01、0.06、0.24 元，当前股价对应 P/E 分别为 653/93/24 倍，维持盈利预测不变，维持“买入”评级。

● 三大医疗服务院区优势突出，产能利用率处于快速提升期

1) 高新医院：目前二期项目已进入投用前的冲刺阶段，预计将于 2020 年内正式投用；随着医院门诊及住院人次的逐步恢复，医院规模效应显现，Q2 实现营收 1.99 亿元，环比增长 37.05%；净利润 1830 万元，环比增长 2011.15%，单季度净利率恢复至 9% 以上。2) 中心医院：国际医学中心医院正在形成“人才虹吸”效应，医生水平、医生储备、设备配置水平高，带来患者依从性高，形成强口碑效应，病床使用率提升较快，目前医院日最高门诊、住院人数均已突破 1000 人次，按此趋势预计年底有望实现 1500 张床位入住，实现单月盈亏平衡概率较大。3) 商洛医院：医院新院区项目目前新项目已进入内装的收尾阶段，待投用后，将实现跨越式发展。整体看，伴随着公司已建成的新增医疗服务项目的陆续开诊，公司医疗服务床位规模将在现有 2800 余张的基础上，2020 年内还将有大的增长，三年内计划达到 12000 余张，成长空间大。

● 控股股东全额认购定增，彰显公司未来长期发展信心

2020 年 7 月，公司拟向控股股东陕西世纪新元发行不超过 30487.8 万股，发行价格 3.28 元/股，全部用于补充流动资金和偿还银行贷款，将有效缓解公司资金营运压力，同时彰显大股东看好公司的信心，目前已被证监会受理。2019 年公司回购占总股本 2.17% 的股票，价格 4.7-6.3 元/股，拟全部用于实施股权激励计划，将增强员工积极性。

● 风险提示：医保控费趋严和医院延迟开业对医院收入的负面影响。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,039	991	1,714	4,137	6,697
YOY(%)	-49.8	-51.4	72.9	141.4	61.9
归母净利润(百万元)	2,184	-404	17	121	476
YOY(%)	1001.0	-118.5	104.3	604.5	292.9
毛利率(%)	22.1	14.3	14.3	19.0	19.0
净利率(%)	107.1	-40.8	1.0	2.9	7.1
ROE(%)	38.8	-8.3	0.4	2.4	8.7
EPS(摊薄/元)	1.11	-0.20	0.01	0.06	0.24
P/E(倍)	5.1	-27.8	653.3	92.7	23.6
P/B(倍)	2.0	2.3	2.3	2.2	2.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

1、Q2 医院业绩稳定增长，中心医院开诊阶段性影响整体盈利能力

8月27日，公司发布2020年半年报：全年公司实现营收6.4亿(+44.32%)；归母净利润-3.44亿(-6946.88%)；扣非净利润-3.52亿(-3393.49%)；经营现金流净额-2.6亿(-303.34%)，EPS -0.18元/股。

分季度看，公司Q1/Q2收入分别为2.75亿(+24.96%)、3.65亿(+63.68%)；归母分别为-1.89亿(-765.51%)、-1.55亿(-573.91%)；扣非净利润分别为-1.97亿(-2799.04%)、-1.55亿(-811.76%)。随着2019年9月25日国际中心医院的开诊，医院门诊、住院病人快速增加，2020年收入高速增长，尤其是Q2医院逐步恢复正常开诊后，加速提升；医疗业营收6.35亿(+44.55%)，但由于营业成本7.22亿(+123.38%)，毛利率-13.67%，主要与疫情及中心医院开业后，新增营业成本有关。从净利率看，呈现减亏趋势。

2、三大医疗服务院区优势突出，产能利用率处于快速提升期

1) **高新医院**：西安国际医学高新医院一期808张床位已经满产，在超负荷运营状态下2019年收入、利润仍实现了10%以上的增长，整体增速稳健。目前二期项目已进入投用前的冲刺阶段，医院内装、设备调试、系统对接、人才培训等工作正在有序进行，预计将于2020年内正式投用，二期扩建工程竣工后，高新医院将步入陕西省内大型综合三级甲等医院行列。预计一期+二期总床位数1500张，依托医院目前的患者流量，预计到2021年有望实现满负荷运营。

2020年H1，高新医院营收3.45亿，净利润1734万元，净利率5%，收入和利润同比以及净利率下降，主要原因是受年初新冠肺炎疫情影响。但Q2随着医院门诊及住院人次的逐步恢复，医院规模效应显现，Q2实现营收1.99亿元，环比增长37.05%；净利润1830万元，环比增长2011.15%，单季度净利率恢复至9%以上。

2) **中心医院**：国际医学中心医院正在形成“人才虹吸”效应，受益“军改”，大量部队医院医生加入中心医院，医生水平、医生储备、设备配置水平高，带来患者依从性高，形成强口碑效应，就诊患者越来越多，病床使用率提升较快。国际医学中心医院自2019年9月25日开诊后，医疗门诊、住院人数持续增长。截至目前，开诊仅11个月，医院日门诊量已突破1,300人次、日住院量已突破1,050床，服务住院床位已超过成熟运营了18年的西安高新医院，累计门诊超18万人次，住院2万余人次，体现了开诊后快速增长的发展速度。按此趋势预计年底有望实现1500张床位入住，实现单月盈亏平衡概率较大。

2020年H1，国际医学中心医院实现营业收入2.46亿元，净利润-3.43亿元，净利率-139%。由于医院整体投入大，固定资产折旧高，尚在亏损期。但从2020年的业绩看，中心医院经营持续向好，Q2实现营收1.39亿，环比增长28.66%，净利润-1.62元，环比增长10.60%，单季度净利率-117%在收窄。在之前的深度报告中我们预计中心医院有望在2022-2023年达到5000张床位使用量，预计在2021年实现盈利。

3) **商洛医院**：西安国际医学商洛医院将为打造覆盖陕西全省的医疗服务连锁网络奠定坚实的基础。医院新院区项目于2016年开始建设，最大床位1800张，目前

新项目已进入内装的收尾阶段，待投用后，商洛医院将整体搬迁至新院区，通过公司内部优质医疗资源对接、人才下沉、先进设备等优势的保障，商洛医院将实现跨越式发展。

2020 年 H1，商洛医院实现营收 4945.56 万元，净利润-625.33 万元。相较于第一季度，第二季度实现营业收入 2728.45 万元，环比增长 23.06%，净利润-274.97 万元，环比增长 21.52%。

整体看，伴随着公司已建成的新增医疗服务项目的陆续开诊，公司医疗服务床位规模将在现有 2800 余张的基础上，2020 年内还将有大的增长，三年内计划达到 12000 余张，成长空间大。

3、对接优质医疗资源提升品牌，积极布局互联网医院

公司旗下医院医生专家团队影响力大，在陕西名列前茅，目前西安国际医学中心医院医疗人员团队来自三甲医院、部队医院的占比超过 85%，来自西京、唐都等知名大型三甲医院的各学科带头人数十人。上市公司与陕西省内其他基层医院开展转诊合作，已经签署 50 家合作医院，未来将向周边省份拓展。上半年，公司公司分别与西北大学、陕西中医药大学签订《战略合作协议》，西安国际医学中心医院、高新医院均挂牌成为西北大学、陕西中医药大学附属医院，将在医疗技术服务、教学研究改革、建立高层次人才培养体系及科研学术创新、临床技术、医院管理等多个方面展开合作，完善人才培养架构。

公司持续推进“线上+线下”相结合的医疗服务网络建设工作。公司与阿里健康合作打造的互联网医院上线运行以来，用户关注量稳步增长；上半年新设西安国际医学互联网医院有限公司，进一步完善互联网医院布局。

4、控股股东全额认购定增，彰显公司未来长期发展信心

2020 年 7 月，公司拟向控股股东陕西世纪新元发行不超过 30487.8 万股，发行价格 3.28 元/股，通过本次发行募集资金补充营运流动资金，可在一定程度上解决公司因医疗主业快速发展而产生的营运流动资金需求，提高公司的抗风险能力，增强公司总体竞争力，保障公司持续健康的快速发展，同时也彰显大股东长期信心。目前，本次非公开发行股票事项已获得中国证监会正式受理。2019 年公司回购占总股本 2.17% 的股票，价格 4.7-6.3 元/股，拟全部用于实施股权激励计划，将增强员工积极性。

5、盈利预测

公司医院病床使用率提升空间较大，2021 年盈利确定性高；预计 2020-2022 年归母净利润分别为 0.17 亿、1.21 亿、4.76 亿，EPS 分别为 0.01、0.06、0.24 元，当前股价对应 P/E 分别为 653/93/24 倍，维持盈利预测不变，维持“买入”评级。

表1：国际医学盈利预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,039	991	1,714	4,137	6,697
YOY(%)	-49.8	-51.4	72.9	141.4	61.9
归母净利润(百万元)	2,184	-404	17	121	476
YOY(%)	1001.0	-118.5	104.3	604.5	292.9
毛利率(%)	22.1	14.3	14.3	19.0	19.0
净利率(%)	107.1	-40.8	1.0	2.9	7.1
ROE(%)	38.8	-8.3	0.4	2.4	8.7
EPS(摊薄/元)	1.11	-0.20	0.01	0.06	0.24
P/E(倍)	5.1	-27.8	653.3	92.7	23.6
P/B(倍)	2.0	2.3	2.3	2.2	2.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

6、风险提示

医保控费趋严和医院延迟开业对医院收入的负面影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2357	1620	307	840	921	营业收入	2039	991	1714	4137	6697
现金	1429	1086	0	0	0	营业成本	1589	849	1468	3351	5425
应收票据及应收账款	75	115	0	215	216	营业税金及附加	31	11	19	46	67
其他应收款	22	31	0	72	67	营业费用	36	11	21	41	44
预付账款	11	21	0	36	39	管理费用	276	393	372	636	804
存货	26	53	17	160	161	研发费用	2	8	19	21	33
其他流动资产	794	315	290	356	439	财务费用	-9	42	-7	152	170
非流动资产	4949	8411	9661	14959	21224	资产减值损失	100	-118	0	0	0
长期投资	241	75	26	-35	-92	其他收益	0	1	0	0	0
固定资产	628	4536	5775	9651	14369	公允价值变动收益	-0	17	0	0	0
无形资产	529	606	656	673	698	投资净收益	3041	48	205	255	370
其他非流动资产	3552	3194	3204	4670	6250	资产处置收益	-3	-0	-5	-2	0
资产总计	7306	10031	9968	15799	22146	营业利润	3053	-379	22	143	524
流动负债	957	1866	2310	8041	13710	营业外收入	4	0	4	3	2
短期借款	140	200	1268	4374	9639	营业外支出	7	6	6	6	6
应付票据及应付账款	588	1279	0	1959	1943	利润总额	3049	-385	21	140	520
其他流动负债	229	387	1041	1707	2128	所得税	806	28	3	16	33
非流动负债	573	3169	2645	2621	2811	净利润	2243	-413	18	124	487
长期借款	571	3155	2639	2615	2804	少数股东损益	59	-9	0	3	11
其他非流动负债	2	14	5	6	7	归母净利润	2184	-404	17	121	476
负债合计	1530	5035	4954	10662	16521	EBITDA	3127	-152	369	740	1392
少数股东权益	49	41	41	44	55	EPS(元)	1.11	-0.20	0.01	0.06	0.24
股本	1971	1971	1971	1971	1971	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	239	218	218	218	218	成长能力					
留存收益	3548	2997	3014	3136	3613	营业收入(%)	-49.8	-51.4	72.9	141.4	61.9
归属母公司股东权益	5727	4956	4973	5094	5570	营业利润(%)	1067.2	-112.4	105.9	539.4	265.3
负债和股东权益	7306	10031	9968	15799	22146	归属于母公司净利润(%)	1001.0	-118.5	104.3	604.5	292.9
						获利能力					
						毛利率(%)	22.1	14.3	14.3	19.0	19.0
						净利率(%)	107.1	-40.8	1.0	2.9	7.1
						ROE(%)	38.8	-8.3	0.4	2.4	8.7
						ROIC(%)	34.7	-3.6	0.9	2.3	3.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	20.9	50.2	49.7	67.5	74.6
						净负债比率(%)	-12.4	46.6	91.1	152.0	240.3
						流动比率	2.5	0.9	0.1	0.1	0.1
						速动比率	1.6	0.8	0.0	0.0	0.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4
						应收账款周转率	29.5	10.4	45.8	38.4	31.0
						应付账款周转率	2.6	0.9	4.2	3.4	2.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.11	-0.20	0.01	0.06	0.24
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.39	-0.02	-0.58	1.21	0.52
						每股净资产(最新摊薄)	2.91	2.51	2.52	2.58	2.83
						估值比率					
						P/E	5.1	-27.8	653.3	92.7	23.6
						P/B	2.0	2.3	2.3	2.2	2.0
						EV/EBITDA	3.4	-87.4	42.7	25.6	17.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，属于机密材料，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，开源证券不对其实内容负责。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16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