

国际医学 (000516.SZ)

2020 年 10 月 29 日

Q3 医院业绩环比提速，利润呈减亏趋势

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
杜佐远（分析师）

duzuoyuan@kysec.cn

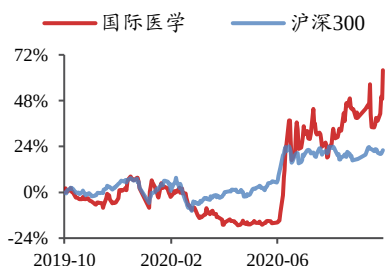
证书编号：S0790520050003

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

日期	2020/10/29
当前股价(元)	7.87
一年最高最低(元)	7.87/3.92
总市值(亿元)	155.12
流通市值(亿元)	151.81
总股本(亿股)	19.71
流通股本(亿股)	19.29
近 3 个月换手率(%)	135.32

股价走势图


数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q2 医院业绩稳定增长，病床使用提升空间大》
-2020.8.28

《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

● Q3 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 年三季报：前三季度公司实现营收 10.72 亿元（+59.41%），归母净利润-4.98 亿元（-2357.6%）；扣非净利润-5.09 亿元（-711.87%）；经营现金流净额-1.73 亿元（-324%），EPS-0.258 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 亿元、1.21 亿元、4.76 亿元，EPS 分别为 0.01、0.06、0.24 元，当前股价对应 P/E 分别为 902/128/33 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

分季度看，公司 Q1/Q2/Q3 收入分别为 2.75 亿元（+24.96%）、3.65 亿元（+63.68%）、4.32 亿元（+88.59%）；归母分别为-1.89 亿元（-765.51%）、-1.55 亿元（-573.91%）、-1.54 亿元（-509.87%）；扣非净利润分别为-1.97 亿元（-2799.04%）、-1.55 亿元（-811.76%）、-1.57 亿元（-197.72%）；经营现金流净额分别为-1.45 亿元（-208.20%）、-1.15 亿元（-1816.67%）、0.87 亿元（+271.47%）。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，Q3 收入端环比持续提升，利润端呈现减亏趋势。前三季度营业成本 11.82 亿元（+59.41%），毛利率-10.26%，主要与疫情及中心医院开业后，新增营业成本有关，为暂时性因素。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，未来有望达到 12000 余张（含康复医院），成长空间大。

● 控股股东全额定增过会，彰显公司未来长期发展信心

2020 年 7 月，公司拟向大股东陕西世纪新元发行不超过 304,878,048 股股份（含本数），募集不超过 10 亿元，发行价格 3.28 元/股，用于全部用于补充流动资金和偿还银行贷款，将有效缓解国际医学的营运资金压力，保障公司中长期发展。2020 年 10 月 26 日，证监会审核通过。

● 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)	7.1	-38.4	902.0	128.0	32.6
P/B(倍)	2.7	3.1	3.1	3.0	2.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

1、Q3 医院业绩稳定增长，医院开业前期阶段性影响整体盈利能力

10月28日，公司发布2020年三季度报：前三季度公司实现营收10.72亿元（+59.41%），归母净利润-4.98亿元（-2357.6%）；扣非净利润-5.09亿元（-711.87%）；经营现金流净额-1.73亿元（-324%），EPS -0.258元/股。

分季度看，公司Q1/Q2/Q3收入分别为2.75亿元（+24.96%）、3.65亿元（+63.68%）、4.32亿元（+88.59%）；归母分别为-1.89亿元（-765.51%）、-1.55亿元（-573.91%）、-1.54亿元（-509.87%）；扣非净利润分别为-1.97亿元（-2799.04%）、-1.55亿元（-811.76%）、-1.57亿元（-197.72%）；经营现金流净额分别为-1.45亿元（-208.20%）、-1.15亿元（-1816.67%）、0.87亿元（+271.47%）。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，Q3收入端环比持续提升，利润端呈现减亏趋势。前三季度营业成本11.82亿元（+59.41%），毛利率-10.26%，主要与疫情及中心医院开业后，新增营业成本有关，为暂时性因素。

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

医院板块业绩提升空间大，中心医院住院床位爬坡超预期：中心医院病床入住提升快，2020年7月底936张，8月底近1100张，预计10月底将超1300张，单月新增平均超100张，按此趋势2020年底有望实现1500张床位入住。中心医院收入端环比快速增长，验证医师资源西北第一、设备先进、口碑积累等优势，还有提升空间。

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，整体势力强劲。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、人才培养等工作正在有序进行，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。

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，医院从2019年9月25日开诊至今，医院日最高门诊、住院人数均已突破1,000人次，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。

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。

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，未来有望达到 12000 余张（含康复医院），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，公司分别分别与西北大学、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、控股股东全额定增过会，彰显公司未来长期发展信心

2020 年 7 月，公司拟向大股东陕西世纪新元发行不超过 304,878,048 股股份（含本数），募集不超过 10 亿元，发行价格 3.28 元/股，用于全部用于补充流动资金和偿还银行贷款，将有效缓解国际医学的营运资金压力，保障公司中长期发展。2020 年 10 月 26 日，证监会审核通过。

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。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 亿元、1.21 亿元、4.76 亿元，EPS 分别为 0.01、0.06、0.24 元，当前股价对应 P/E 分别为 902/128/33 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

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
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)	7.1	-38.4	902.0	128.0	32.6
P/B(倍)	2.7	3.1	3.1	3.0	2.8

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
流动资产	2357	1620	307	840	921
现金	1429	1086	0	0	0
应收票据及应收账款	75	115	0	215	216
其他应收款	22	31	0	72	67
预付账款	11	21	0	36	39
存货	26	53	17	160	161
其他流动资产	794	315	290	356	439
非流动资产	4949	8411	9661	14959	21224
长期投资	241	75	26	-35	-92
固定资产	628	4536	5775	9651	14369
无形资产	529	606	656	673	698
其他非流动资产	3552	3194	3204	4670	6250
资产总计	7306	10031	9968	15799	22146
流动负债	957	1866	2310	8041	13710
短期借款	140	200	1268	4374	9639
应付票据及应付账款	588	1279	0	1959	1943
其他流动负债	229	387	1041	1707	2128
非流动负债	573	3169	2645	2621	2811
长期借款	571	3155	2639	2615	2804
其他非流动负债	2	14	5	6	7
负债合计	1530	5035	4954	10662	16521
少数股东权益	49	41	41	44	55
股本	1971	1971	1971	1971	1971
资本公积	239	218	218	218	218
留存收益	3548	2997	3014	3136	3613
归属母公司股东权益	5727	4956	4973	5094	5570
负债和股东权益	7306	10031	9968	15799	22146

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-772	-34	-1141	2380	1018
净利润	2243	-413	18	124	487
折旧摊销	91	129	270	407	635
财务费用	-9	42	-7	152	170
投资损失	-3041	-48	-205	-255	-370
营运资金变动	-185	131	-1213	1951	93
其他经营现金流	128	124	-3	1	3
投资活动现金流	43	-2536	-1107	-5469	-6553
资本支出	1699	3613	1307	5237	6253
长期投资	-1215	995	49	91	57
其他投资现金流	527	2072	250	-141	-243
筹资活动现金流	232	2226	383	-97	170
短期借款	-671	60	289	-79	-100
长期借款	441	2584	-516	-25	189
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-38	-21	0	0	0
其他筹资现金流	500	-397	610	7	81
现金净增加额	-497	-344	-1865	-3185	-5365

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2039	991	1714	4137	6697
营业成本	1589	849	1468	3351	5425
营业税金及附加	31	11	19	46	67
营业费用	36	11	21	41	44
管理费用	276	393	372	636	804
研发费用	2	8	19	21	33
财务费用	-9	42	-7	152	170
资产减值损失	100	-118	0	0	0
其他收益	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	-0	17	0	0	0
投资净收益	3041	48	205	255	370
资产处置收益	-3	-0	-5	-2	0
营业利润	3053	-379	22	143	524
营业外收入	4	0	4	3	2
营业外支出	7	6	6	6	6
利润总额	3049	-385	21	140	520
所得税	806	28	3	16	33
净利润	2243	-413	18	124	487
少数股东损益	59	-9	0	3	11
归母净利润	2184	-404	17	121	476
EBITDA	3127	-152	369	740	1392
EPS(元)	1.11	-0.20	0.01	0.06	0.24

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-49.8	-51.4	72.9	141.4	61.9
营业利润(%)	1067.2	-112.4	105.9	539.4	265.3
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	7.1	-38.4	902.0	128.0	32.6
P/B	2.7	3.1	3.1	3.0	2.8
EV/EBITDA	4.7	-115.5	54.3	31.4	20.8

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