



Research and
Development Center

民营医疗新高地，筑巢引凤待时飞

—国际医学(000516)公司深度报告

2020年01月12日

杨松 首席研究员

李慧瑶 研究助理

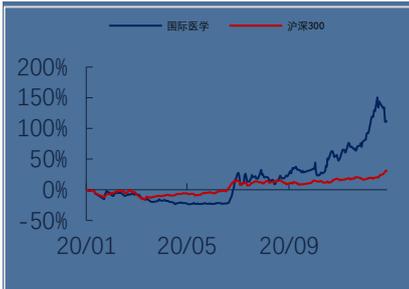
S1500519120003

+862161678586

+862161678587

yangsong@cindasc.com

lihuiyao@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
国际医学(000516)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 10.55 |
| 52周内股价波动区间(元) | 13.03-3.97 |
| 最近一月涨跌幅(%) | 13.20 |
| 总股本(亿股) | 19.71 |
| 流通A股比例(%) | 97.87 |
| 总市值(亿元) | 207.95 |

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

国际医学(000516)：民营医疗新高地，筑巢引凤待时飞

2021年01月12日

本期内容提要：

- ◆ **三大院区立足中西部地区，聚焦主业构建医疗生态。**国际医学从事医疗服务超20年，近年来公司通过不断优化业务结构，现已成为由三大综合医疗院区组成医疗服务集团。旗下拥有西安国际医学中心医院、西安国际医学高新医院、西安国际医学商洛医院。
- ◆ **西安医疗资源辐射中西部，民营医院涌现初显峥嵘。**陕西三级医院数量及质量领先西北，承接中西部地区疑难危重医疗需求。2019年陕西省三级医院共71家，其中近6成位于西安，优质医疗资源稀缺性导致西安三级医院床位常年满负荷运行，社会办医逐渐成为缓解医疗资源紧缺的重要路径。国际医学旗下医院是市场上为数不多的拥有综合医院建设运营经验的医疗机构。
- ◆ **天时地利人和汇聚，实力雄厚成就民营医疗高地。**国际医学中心医院是全国最大的民营单体医院，开诊一年余床位爬坡迅猛。军改推动一流军队医疗专家流出，国际医学设备硬件及灵活体制全方位吸引专家持续加盟，口碑实力渐丰，并获西北唯一的“质子放射治疗系统”配置许可。高新医院为全国首家民营三甲医院，二期投入运营后床位数达1500张。商洛医院新院区预计明年上半年投入运营。随着就诊量稳步提升，3-5年内各院区住院床位开放数有望达到12000张，远期空间广阔。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2020-2022年营业收入分别为16.30亿元、36.80亿元、56.65亿元，分别同比增长64.46%、125.79%、53.94%；归母净利润分别为0.26亿元、1.22亿元、2.96亿元；摊薄EPS分别为0.01、0.06和0.15元，首次覆盖，予以“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**中心医院及高新医院就诊持续攀升；辅助生殖、质子治疗及康复医院等业务贡献新增长点。
- ◆ **风险因素：**床位爬坡速度低于预期；医院运营前期资本开支较大；医保支付政策变动；新业务进展不及预期。

| 重要财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 2,039 | 991 | 1,630 | 3,680 | 5,665 |
| 增长率 YoY % | -49.8% | -51.4% | 64.5% | 125.8% | 53.9% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,184 | -404 | 26 | 122 | 296 |
| 增长率 YoY% | 1022.8% | -118.5% | 106.3% | 378.0% | 142.1% |
| 毛利率% | 22.1% | 14.3% | -2.7% | 23.4% | 21.9% |
| 净资产收益率ROE% | 38.1% | -8.2% | 0.4% | 1.9% | 3.9% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.11 | -0.20 | 0.01 | 0.06 | 0.15 |
| 市盈率 P/E(倍) | 4.47 | — | 969.27 | 170.19 | 70.28 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.70 | 1.93 | 4.33 | 3.15 | 2.72 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为2021年01月11日收盘价

目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、三大综合医院立足中西部，聚焦主业构建医疗生态 | 4 |
| 1.1 从事医疗服务超 20 年，三大综合医疗院区构筑医疗服务集团 | 4 |
| 1.2 业务结构优化，聚焦医疗主业 | 6 |
| 1.3 定增后公司股权结构进一步稳定 | 7 |
| 二、西安医疗资源辐射中西部，民营医院涌现初显峥嵘 | 8 |
| 2.1 三甲资源稀缺，西安为中西部地区疑难重症医疗目的地 | 8 |
| 2.1.1 陕西是西北五省优质医疗资源的高地 | 8 |
| 2.1.2 西安汇集陕西高水平医疗资源，顶级三甲医院实力位于全国前列 | 8 |
| 2.2 民营医疗是缓解看病难看病贵难题的重要力量 | 11 |
| 三、布局长远实力雄厚，打造民营医疗新高地 | 12 |
| 3.1 西安国际医学高新医院：全国首家民营三甲综合医院 | 12 |
| 3.2 西安国际医学中心医院：打造中西部医学高地 | 15 |
| 3.3 西安国际医学商洛医院：扎根陕南，新院区有望 2021 年开诊 | 19 |
| 四、盈利预测、估值与投资评级 | 20 |
| 4.1 盈利预测 | 20 |
| 4.2 估值与投资评级 | 21 |
| 五、风险提示 | 22 |

表目录

| | |
|--------------------------|----|
| 表 1：公司主要医疗服务机构 | 5 |
| 表 2：2019 年西北五省各等级医疗服务机构数 | 8 |
| 表 3：2019 年西北五省头部三甲医院比较 | 10 |
| 表 4：国家对社会办医支持力度不断提升 | 11 |
| 表 5：民营综合医院规模比较 | 12 |
| 表 6：干细胞临床研究备案项目 | 15 |
| 表 7：国际医学中心医院各专科专家实力领先 | 17 |
| 表 8：国际医学中心医院医疗设备 | 17 |
| 表 9：中国已运行质子放射治疗系统相关机构 | 18 |
| 表 10：2019 年质子放射治疗系统获批医院 | 19 |
| 表 11：商洛市主要医院一览 | 19 |
| 表 12：国际医院盈利预测（单位：百万元） | 20 |
| 表 13：可比公司估值情况 | 21 |

图目录

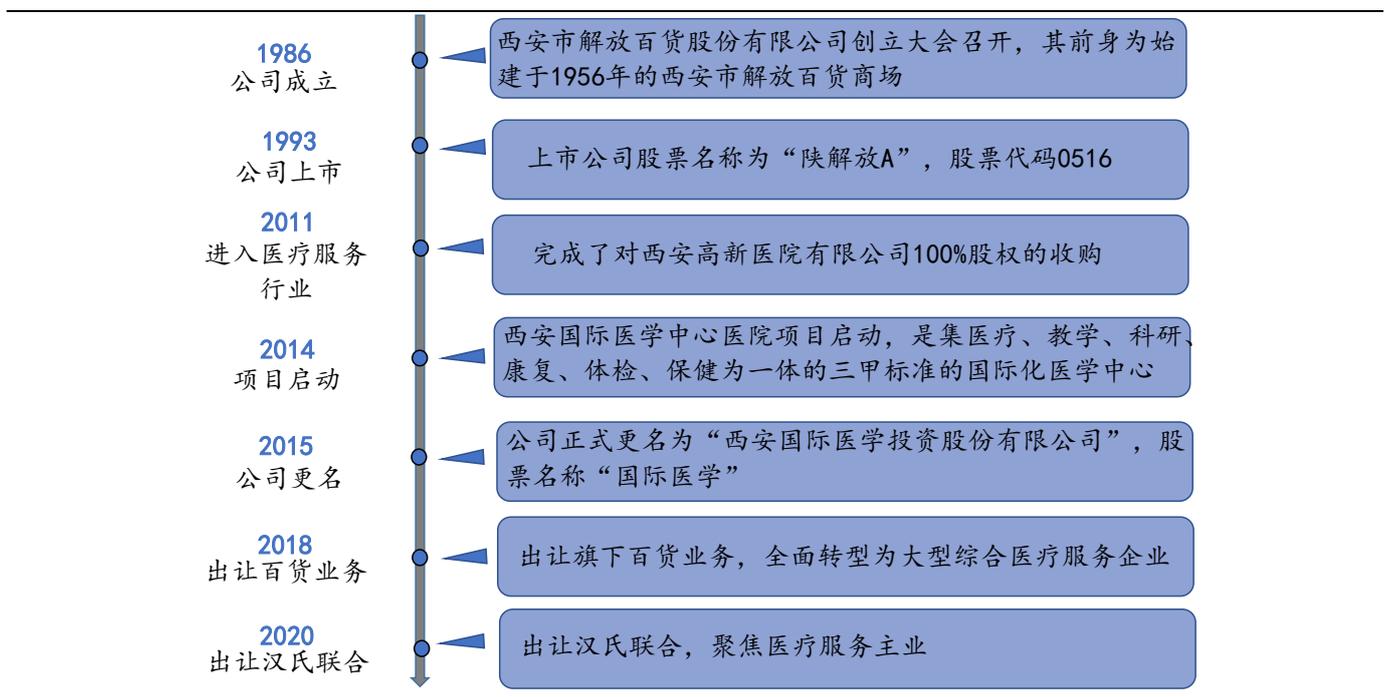
| | |
|------------------------------|----|
| 图 1：国际医学发展历程 | 4 |
| 图 3：国际医学历年业绩情况（亿元） | 6 |
| 图 4：国际医学零售及医疗板块营收情况 | 7 |
| 图 5：国际医学零售及医疗板块毛利情况 | 7 |
| 图 6：国际医学各医院营业收入（亿元） | 7 |
| 图 7：国际医学各医院净利润（亿元） | 7 |
| 图 8：国际医学股权结构（截止 2020 年三季度） | 8 |
| 图 9：国际医学股权结构（定增后） | 8 |
| 图 10：陕西省近 6 成三级医院位于西安 | 9 |
| 图 11：2019 年西安共 5 家医院名列全国百强医院 | 9 |
| 图 12：西安三级医院床位数稳步增长 | 11 |
| 图 13：西安三级医院床位利用率满负荷持续攀升 | 11 |
| 图 14：高新医院平面图 | 13 |
| 图 15：高新医院历年门急诊人数（万人） | 13 |
| 图 16：高新医院历年业绩稳步提升 | 14 |
| 图 17：高新医院组织架构 | 14 |
| 图 18：西安国际医学中心医院鸟瞰效果图 | 16 |
| 图 19：国际医学中心医院营收及净利润 | 16 |
| 图 20：国际医学商洛医院收入稳步增长 | 20 |

一、国际医学：三大综合医院立足中西部，聚焦主业构建医疗生态

1.1 从事医疗服务超 20 年，三大综合医疗院区构筑医疗服务集团

上市二十余年转型两次，聚焦医疗服务主业。公司前身为开元百货公司，成立至今公司业务完成了由“零售”、“零售+医疗”再到“医疗服务”的转型过程。1986年西安市解放百货股份有限公司创立，主营业务为经营西安市解放商场，公司前身于1993年上市。2011年公司更名为开元投资，同年11月收购了公司实控人刘建申先生旗下的全资子公司西安高新医院100%的股权，正式步入医疗服务行业。2018年3月公司向银泰出售开元商业100%的股权，全面转型为大型综合医疗服务企业。2020年11月，公司向济南银丰出售参股公司北京汉氏联合生物技术股份有限公司全部3400万股股份，为公司发展医疗主业提供资金保障。

图 1：国际医学发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前公司旗下拥有西安国际医学中心医院、西安国际医学高新医院和西安国际医学商洛医院三大综合医疗院区。国际医学高新医院2002年投入运营，2009年获评三级甲等综合医院，是首家社会资本兴办的三级甲等综合型医院，同时也是西安高新区唯一一家三甲医院。国际医学中心医院2014年开工建设，2019年9月开诊，内设十一大专科，是集医疗、教学和科研为一体的符合国际认证标准的大型三甲标准现代化综合性医院。国际医学商洛医院由商洛市第二人民医院改制而来，由妇女儿童医院、康复医院和以神经中心、肿瘤中心、心胸中心、眼病中心等特色专科为主的综合医院组成，于2017年四季度并表。

图 2：国际医学三大综合医疗院区


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司医疗服务规模持续增长，最大规划床位数达 12000 张左右。2002 年西安国际医学高新医院投入运营后，床位常年超负荷运转，2019 年床位利用率达 106%，高新医院二期 2020 年 12 月底开业，一二期总床位达 1500 张。西安国际医学中心医院是全国最大的民营单体医院，核定床位 5037 张，开诊以来床位入住持续快速攀升。西安国际医学商洛医院于 2017 年并表，是跨区域医疗服务网络的重要组成部分。商洛医院新院区预计 2021 年开业，最大床位 1800 张，将成为商洛市最高水平三级甲等医院，为商洛市民以及周边省市提供优质医疗服务。西安国际医学康复医院于 2018 年按照国家三甲医院标准开建，由妇女儿童医院、骨科医院以及康复医院组成，共计床位 3600 张，预计未来 1-2 年开诊。未来各院区投入运营后，公司医疗服务床位规模将达到 12000 余张。

表 1：公司主要医疗服务机构

| 医疗板块 | 医疗机构 | 最大床位数 (张) | 建筑面积(万 平方米) | 状态 | 项目预算金 额(亿元) |
|--------------|------------------------|--------------|----------------|-----------------|----------------|
| 西安国际医学中心高新医院 | 西安国际医学中心高新医院(一期)三甲 | 808 | 5.2 | 2002 年投入运营 | — |
| | 西安国际医学中心高新医院(二期)三甲 JCI | 1000 | 12 | 预计 2020 年下半年开业 | 9.83 |
| | 西安国际生殖医学中心 | - | 1.8 | 2019 年开业 | 1.27 |
| 西安国际医学商洛医院 | 西安国际医学商洛医院(一期)二甲 | 500 | 3.7 | 2017 年四季度并表进入公司 | 17.98 |
| | 西安国际医学商洛医院(二期)三甲 JCI | 1800 | 22 | 预计 2021 年上半年开业 | |
| 西安国际医学中心医院 | 西安国际医学中心医院三甲 JCI | 5037 | 53.5 | 2019 年开业 | 55.75 |
| 西安国际医学康复医院 | 妇女儿童医院 | 1200 | | 预计 2022 年内开业 | |
| | 骨科医院 | 1200 | 42.5 | 预计 2022 年内开业 | 39.61 |
| | 康复、中医、老年病医院 | 1200 | | 预计 2022 年内开业 | |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心，注：项目预算金额截至 2019 年底，高新医院一二期床位将调整为 1500 张，商洛医院二期开诊后一期院区不再使用

1.2 业务结构优化，聚焦医疗主业

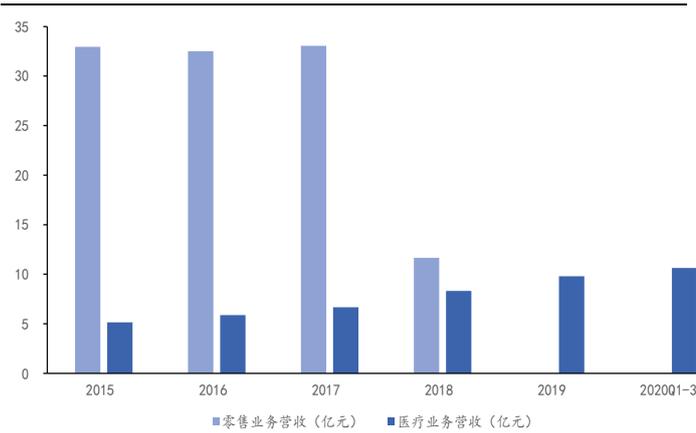
三步走转型，聚焦医疗服务。1993-2010年为**商业零售阶段**，公司收入稳步增长。2011年完成了对西安高新医院有限公司100%股权的收购，标志着公司进入**商业零售+医疗服务双主业发展阶段**，营业收入从2011年的33.78亿元增长到2017年的40.60亿元。为优化产业结构，专注发展医疗服务业，2018年公司出售全资子公司开元商业，并将其所得现金用于医疗服务主业，由此进入**医疗服务发展阶段**。随着高新医院就诊量提升和2019年国际医学中心医院开诊，收入规模持续增加。

图 3：国际医学历年业绩情况（亿元）

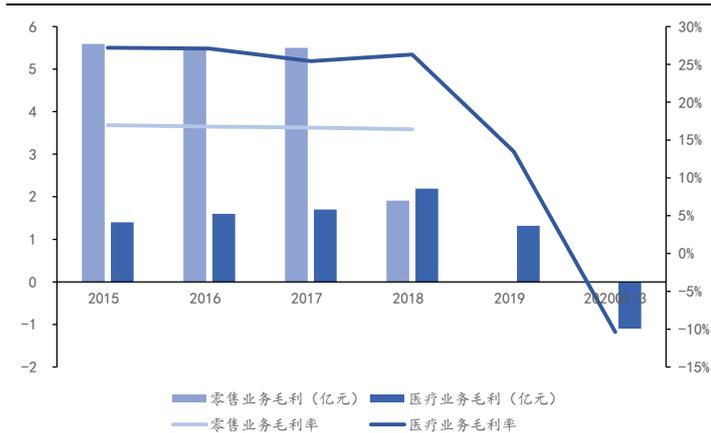


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

近五年公司商业零售业务业绩平稳，医疗服务业务营收稳步提升。公司商业零售业务收入近年保持稳定，2015-2017年零售业务收入分别为39.00亿元、39.31亿元及40.60亿元，毛利率稳定在16%左右。公司医疗业务收入规模持续提升，营收从2015年的5.16亿增长到2019年的9.80亿，年复合增长率达17.39%。2020年Q1-3医疗服务业务收入已达10.72亿元，同比增长59.41%。2015-2018年医疗业务毛利率保持在25%以上。国际医学中心医院开诊后营业成本较高，2019年及2020年Q1-3的毛利率下降为13.47%和-10.18%。

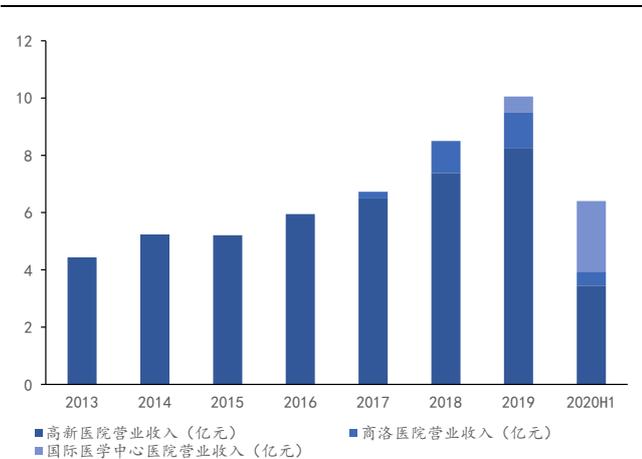
图 4：国际医学零售及医疗板块营收情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：国际医学零售及医疗板块毛利情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高新医院规模最大，国际医学中心医院崭露头角。高新医院收入规模稳步增长，2013 年到 2019 年收入从 4.44 亿元增长到 8.26 亿元，净利润从 0.63 亿元增长到 1.17 亿元。国际医学中心医院自开业以来营收增长迅速，2019 年开诊当年营收 0.56 亿元，2020 年 H1 达 2.46 亿元，由于医院尚在开设初期，净利润仍为亏损状态。商洛医院收入逐年提升，2017 年到 2019 年收入分别为 0.24、1.12、1.23 亿元，净利润略亏。

图 6：国际医学各医院营业收入 (亿元)


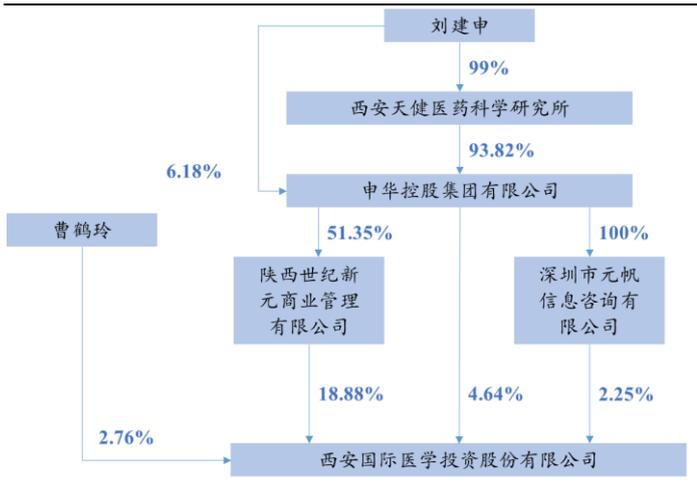
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：国际医学各医院净利润 (亿元)

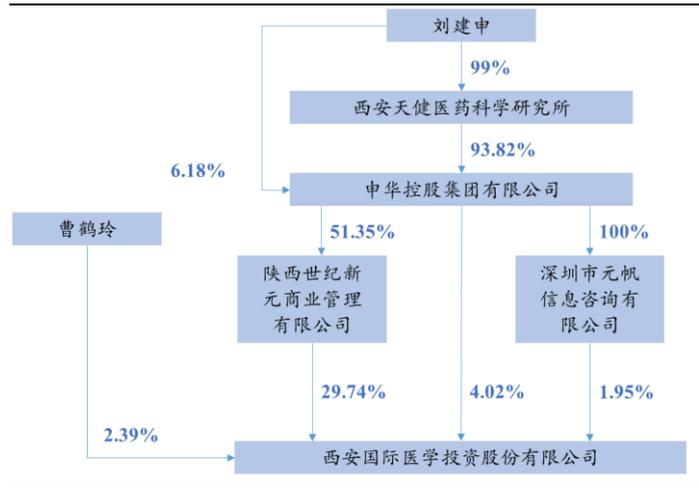

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 定增后公司股权结构进一步稳定

大股东定增彰显发展信心。截至 2020 年三季度，公司控股股东为陕西世纪新元商业管理有限公司，直接持有公司 18.88% 的股权。公司实际控制人刘建申先生与一致行动人合计控制公司 28.53% 的股权。2020 年 7 月 6 日，陕西世纪新元出资 10 亿元现金以 3.28 元/股的价格认购公司 3.05 亿股，在缓解公司因医疗主业快速发展带来的资金需求压力的同时，彰显了实际控制人对公司未来发展的信心。定增完成后，公司实际控制人刘建申先生与一致行动人合计控制公司 38.10% 的股权。

图 8：国际医学股权结构（截止 2020 年三季度）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：国际医学股权结构（定增后）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、西安医疗资源辐射中西部，民营医院涌现初显峥嵘

优质医疗资源分布不均衡以及医疗供需矛盾难以在短期内解决，“看病难、看病贵”始终是贯穿中国医疗服务行业发展及改革的主线。顶尖三甲医院大部分聚集在北京、上海及广州等经济发达地区，而中西部地区领先的三甲医院供给多布局在西安市。其中空军军医大学附属西京医院、唐都医院等常年一床难求。在国家鼓励社会办医的大背景下，民营医院近年也逐渐开始崭露头角。民营医院的崛起为优质医疗资源亟缺的现状提供了另一种解决路径。

2.1 三甲资源稀缺，西安为中西部地区疑难重症医疗目的地

2.1.1 陕西是西北五省优质医疗资源的高地

陕西医院机构及三级医院数量均领先西北。西北五省包括陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区。陕西地处西北五省腹地，医疗资源相对较为发达。2019 年陕西省内各等级医院机构共 1208 家，机构数目在西北地区位列第一。其中，陕西省三级医院数目 71 家，也高于其他省份。整体看陕西省的医疗资源规模及等级均高于其他西北省份。

表 2：2019 年西北五省各等级医疗服务机构数

| 地区 | 三级 | | | | 二级 | | | | 一级 | | | | 未定级 | 合计 |
|----|----|----|----|----|-----|----|----|-----|-----|----|----|-----|-----|------|
| | 甲等 | 乙等 | 丙等 | 合计 | 甲等 | 乙等 | 丙等 | 合计 | 甲等 | 乙等 | 丙等 | 合计 | | |
| 陕西 | 46 | 8 | | 71 | 211 | 58 | | 379 | 41 | 9 | | 327 | 431 | 1208 |
| 新疆 | 45 | 1 | | 53 | 141 | 23 | 1 | 232 | 156 | 12 | 3 | 485 | 147 | 917 |
| 甘肃 | 19 | 20 | | 41 | 153 | 40 | | 216 | 8 | 4 | 1 | 75 | 387 | 719 |
| 青海 | 10 | 10 | | 20 | 70 | 17 | | 96 | 2 | 3 | 1 | 12 | 92 | 220 |
| 宁夏 | 6 | 7 | | 15 | 36 | 5 | | 81 | 2 | | 1 | 84 | 39 | 219 |

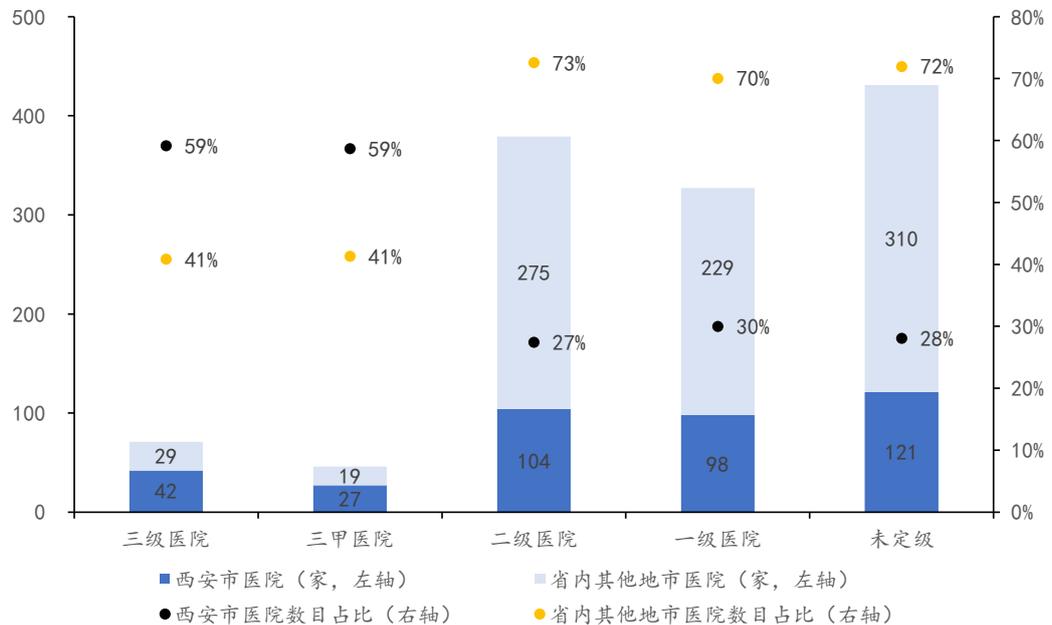
资料来源：国家卫健委，信达证券研发中心；注：按总数由高到低排序

2.1.2 西安汇集陕西高水平医疗资源，顶级三甲医院实力位于全国前列

从医院构成上看，陕西省近 6 成三级医院分布于西安。2019 年陕西省三级医院共 71 家，其中三甲医院 46 家。西安市 2019 年有 42 家三级医院，占全省的 59%，其中三甲医院 27

家，占全省的 59%，整体上陕西省内的优质医疗资源大多集中在西安市。

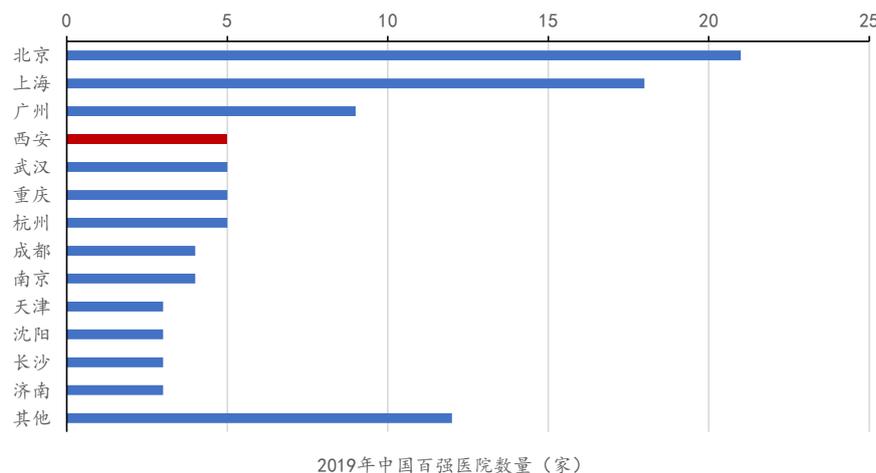
图 10：陕西省近 6 成三级医院位于西安



资料来源：国家卫健委，陕西省卫健委，西安市卫健委，信达证券研发中心

从医疗水平上看，西安头部三甲医院实力排在全国前列。2020 年 11 月复旦大学医院管理研究所发布《2019 年度中国医院综合排行榜》，从学科水平、临床专科声誉、科研产出等维度梳理出全国百强医院的排名。2019 年北上广三地的百强医院数量处在第一梯队，合计 48 家。西安百强医院数量处在第二梯队，共上榜 5 家，其中空军军医大学西京医院全国排名第八，在全国三甲医院中实力突出。

图 11：2019 年西安共 5 家医院名列全国百强医院



资料来源：复旦大学医院管理研究所，信达证券研发中心

从服务能力上看，西安头部三甲医院领先于中西部地区。根据最新《2019 年度中国医院综合排行榜》排名，西北五省中仅陕西西安有五家三甲医院进入全国百强，而其余四个省份

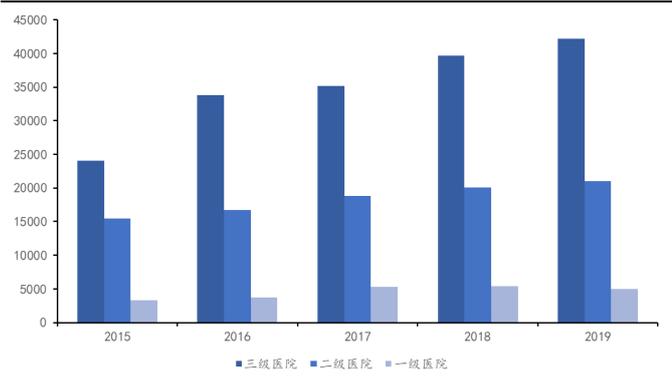
的头部医院暂未跻身全国榜单。西安的空军军医大学西京医院（位列第 8）和西安交通大学第一附属医院（位列第 51）的年门急诊量、年出院量和手术量也都居于西北五省前列。

表 3：2019 年西北五省头部三甲医院比较

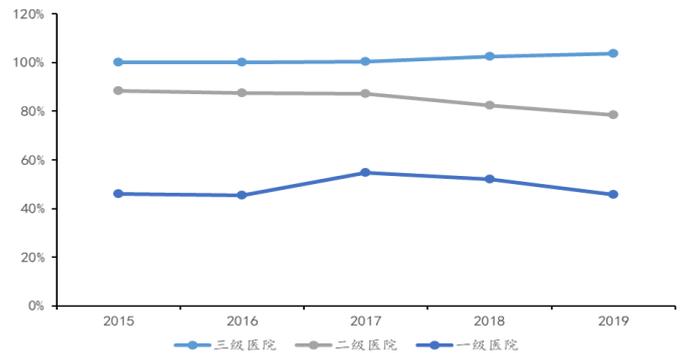
| 省份 | 名称 | 全国排名 (2019 年) | 等级 | 年门急诊量 (万) | 年出院量 (万) | 年手术量 (万) | 核定床 位数 | 职工人 数 |
|----|------------------------|-------------------------|----|--------------------|-------------------|-----------------|------------------|----------|
| 陕西 | 空军军医大学西京医院 | 8 | 三甲 | 387.25 (2017 年) | 14.03 (2017 年) | 8.7 (2017 年) | 3218 (2018 年) | |
| 陕西 | 西安交通大学第一附属医院 | 51 | 三甲 | 326 | 15.7 | 10.2 | 2600 | 5075 |
| 陕西 | 西安交通大学第二附属医院 | 89 | 三甲 | 221.6 | 9 | 5.14 | 1739 | 3264 |
| 陕西 | 空军军医大学唐都医院 | 93 | 三甲 | 71 | | | 1200 | |
| 陕西 | 空军军医大学第三附属医院 (口腔医院) | 100 | 三甲 | 50 | 0.62 | | 144 | |
| 新疆 | 新疆医科大学第一附属医院 | 暂无 (2018 年西 北地区第 3) | 三甲 | 272 | 15 | 7.4 | 2970 | 2800 |
| 新疆 | 新疆维吾尔自治区人民医院 | 暂无 (2018 年西 北地区第 9) | 三甲 | 220 | 15 | 9 | 3250 | 5042 |
| 宁夏 | 宁夏医科大学总医院 | 暂无 (2018 年西 北地区第 4) | 三甲 | 248 | 15.1 | 5.7 | 3684 | 5678 |
| 青海 | 青海省人民医院 | 暂无 (2018 年西 北地区第 11) | 三甲 | 161.86 (2018 年) | 6.99 (2018 年) | 4.3 (2018 年) | 2200 | 3327 |
| 青海 | 青海大学附属医院 | 暂无 (2018 年西 北地区第 13) | 三甲 | 170 | 6.8 (住院量) | 2.1 | 2200 | 2989 |
| 甘肃 | 兰州大学第一医院 | 暂无 (2018 年西 北地区第 7) | 三甲 | 188 | 8.4 (住院量) | 5.5 | 2686 | 3397 |
| 甘肃 | 兰州大学第二医院 | 暂无 (2018 年西 北地区第 8) | 三甲 | 201.18 | 12.78 (住院量) | 7.93 | 3500 | 5300 |

资料来源：复旦大学医院管理研究所，各医院官网，各医院公众号，各省卫健委，信达证券研发中心，注：数据截至 2019 年，未更新数据年份已在数据对应处标注

优质医疗资源的稀缺性导致西安三级医院的供需矛盾凸显。西安市的三甲医院数量多且医疗服务能力较强，为了解决日益增长的就诊需求，西安三级医院的床位供给持续提升，从 2015 年的 24088 床增长到 2019 年的 42172 床，CAGR 15%。尽管如此，西安市卫健委发布的西安市卫生健康事业发展统计简报显示，西安三级医院的床位利用率仍处在常年供不应求状态，甚至呈现逐年增长态势，由 2015 年的 100.01% 增长到 2019 年的 103.64%，而一二级医院的床位利用率却逐年下降。这表明中西部地区仍有大量疑难危重症的诊疗需求未被满足，高端医疗资源供给依旧不足。

图 12：西安三级医院床位数稳步增长


资料来源：西安市卫健委，信达证券研发中心

图 13：西安三级医院床位利用率满负荷持续攀升


资料来源：西安市卫健委，信达证券研发中心

2.2 民营医疗是缓解看病难、看病贵难题的重要力量

国家对于社会办医的关注扶持力度逐步提升，社会办医逐渐成为缓解医疗资源紧缺的重要力量。近年来国家及各省市相继出台多项政策鼓励和引导民间资本举办医疗机构，进一步开放医疗服务市场。早在 2010 年，国务院《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，为社会资本进入医疗服务行业提供了政策破冰支持。2020 年 3 月 4 日中共中央政治局常务委员会也指出要加大公共卫生服务，注重调动民间投资积极性。

表 4：国家对社会办医支持力度不断提升

| 年份 | 单位 | 文件名称 | 主要内容 |
|--------|------------------|--------------------------------|---|
| 2010 年 | 国务院 | 《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》 | 鼓励和引导社会资本举办医疗机构，有利于增加医疗卫生资源，扩大服务供给，满足人民群众多层次、多元化的医疗服务需求 |
| 2010 年 | 卫生部 | 《2010 年卫生工作要点》 | 将开展公立医院改革试点，鼓励、支持和引导社会资本举办非公立医院，加快形成多元化办医格局 |
| 2012 年 | 国务院 | 《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》 | 2015 年非公立医疗机构床位数和服务量要达到总量的 20% |
| 2014 年 | 国家卫计委 | 《关于加快发展社会办医的若干意见》 | 鼓励各地探索各种形式的办医模式，对社会资本要实行“非禁即入”原则，重点引导社会资本举办非营利性医院 |
| 2015 年 | 国务院 | 《关于促进社会办医加快发展若干政策措施》 | 进一步放宽并完善社会办医的准入审批、投融资渠道、税收、医保等政策 |
| 2019 年 | 国家卫健委 | 《关于印发促进社会办医持续健康发展规范发展意见的通知》 | 落实“十三五”期间医疗服务体系规划要求，严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间 |
| 2019 年 | 多部委 | 《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022 年）》 | 支持优质社会办医扩容，支持符合条件的高水平民营医院跨区域办医 |
| 2019 年 | 国家卫生健康委、民政部等十二部委 | 《关于深入推进医养结合发展的若干意见》 | 立足医养结合发展实际，坚持问题导向，深入推进医养结合发展，鼓励社会力量积极参与 |
| 2020 年 | 中央政治局常务委员会 | —— | 加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，要注重调动民间投资积极性 |

资料来源：国务院，卫健委，中央政治局，信达证券研发中心

众多民营综合医疗机构涌现，但多以并购方式取得。目前成规模的民营综合医院有恒康医疗、信邦制药、复星医药、金陵药业、创新医疗、国际医学旗下的综合医院，其中大部分

通过外延并购取得。恒康医疗旗下最优质的医院是瓦房店第三医院；信邦制药的核心医院是肿瘤医院和贵州医科大学附属白云医院，其中肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院是贵州省有较高知名度的三级综合性医院；复星医药收购的禅城医院 2019 年收入体量在各民营医院中居前；金陵药业的医疗服务机构有宿迁人民医院等综合性医院。国际医学旗下的高新医院和中心医院均是公司从设计施工及后期运营全程自行管理，是市场上为数不多的拥有系统的、长期的综合医院建设运营经验的企业。

表 5：民营综合医院规模比较

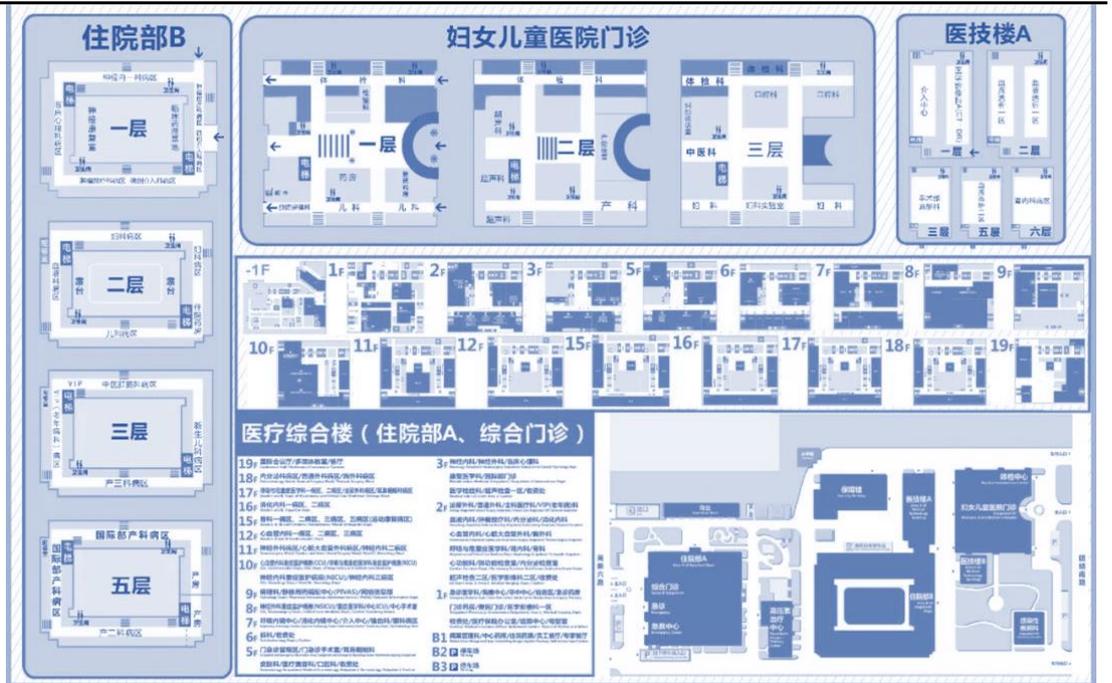
| 上市公司 | 旗下综合医院 | 取得方式 | 等级 | 床位数 (张) | 年门急诊量 (万人次) | 年住院量 (万人次) | 员工数 (人) | 2019 年营收 (亿元) | 2019 年净利润 (亿元) |
|------|---------|------|------|-----------|-------------|------------|---------|---------------|----------------|
| 恒康医疗 | 瓦房店第三医院 | 并购 | 二甲综合 | 1500 | 40+ | 6+ | 1380 | 4.4 | -1.3 |
| 信邦制药 | 白云医院 | 并购 | 三乙综合 | 1000 | 58 | — | 891 | 5.2 | -0.03 |
| 信邦制药 | 贵州省肿瘤医院 | 并购 | 三甲专科 | 1345 | — | — | 1656 | 9.9 | 0.6 |
| 宏力医疗 | 宏力医院 | 自建 | 三级综合 | 1500 | 103 | 5.7 | 1192 | 5.3 | 0.5 |
| 复星医药 | 禅城医院 | 并购 | 三甲综合 | 1200 | 260+ | 6 | 2000+ | 16.1 | 2.2 |
| 金陵药业 | 宿迁市人民医院 | 并购 | 三甲综合 | 2000 | — | — | 1909 | 10.9 | 0.9 |
| 创新医疗 | 建华医院 | 并购 | 三甲综合 | | | | 2396 | 5.6 | -2.7 |
| 国际医学 | 高新医院 | 自建 | 三甲综合 | 1500 | 102 | 4.3 | 1781 | 8.3 | 1.2 |
| 国际医学 | 中心医院 | 自建 | 三级综合 | 5037 (规划) | — | — | 3900+ | 0.6 | -3.7 |

资料来源：各公司年报，各医院官网，信达证券研发中心，注：宏力医院 2019 年净利润未披露，此处以宏力医疗当年净利润标示；国际医学中心医院 2019 年 9 月开诊故未统计就诊量

三、国际医学：布局长远实力雄厚，打造民营医疗新高地

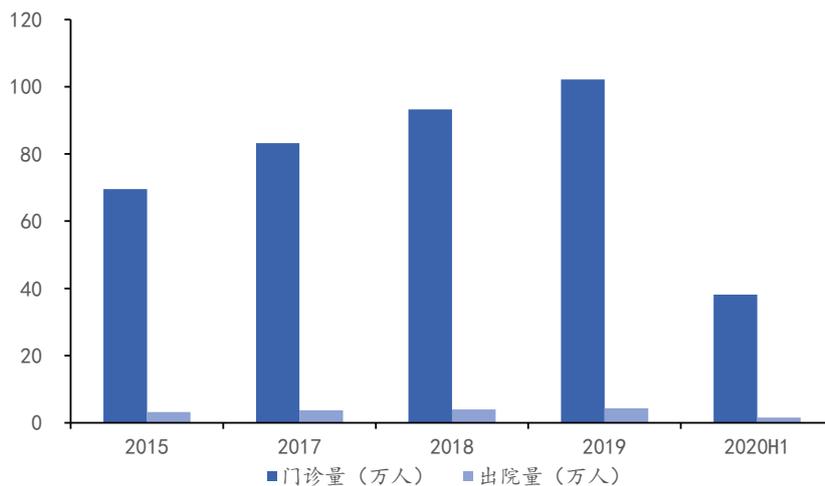
3.1 西安国际医学高新医院：全国首家民营三甲综合医院

高新医院为全国首家民营三甲医院，一二期共有床位 1500 张。西安高新医院于 1998 年筹建，2002 年开诊。2009 年高新医院通过陕西省卫生厅评审，成为中国首批三级甲等综合型医院，同时也是中国首家社会资本兴办的三甲医院。高新医院是国家人事部授予的博士后科研工作站，同时也是西安交通大学医学部附属医院、西北大学附属医院等多家医疗机构教学医院。高新医院一期床位 808 张，二期综合医疗楼于 2020 年 12 月 15 日正式投用。高新医院二期新设 1000 张床位，一二期升级改造后床位合计 1500 张。

图 14：高新医院平面图


资料来源：高新医院公众号，信达证券研发中心

高新医院床位常年超负荷运行。作为高新区唯一一家三甲医院，床位常年供不应求。2019 年高新医院门急诊人次突破 100 万，同比增长 9.61%；出院人次 4.3 万，同比增长 8.69%；住院手术人数 34372 人次，同比增长 14.57%；病床使用率达 106.09%。高新医院二期开诊将有效缓解一期病床长期满负荷运转的压力。

图 15：高新医院历年门急诊人数（万人）


资料来源：公司公告，公司社会责任报告，信达证券研发中心

超负荷运转情况下，高新医院收入仍保持 10% 以上增速。高新医院营收从 2013 年的 4.44 亿元增长到 2019 年的 8.26 亿元，CAGR 达 10.95%；净利润从 0.63 增长到 1.17 亿元，复合增速 10.87%。整体业绩在床位已经满负荷的状态下，通过加强优势学科建设、开展技术项目创

临床研究机构及项目备案工作，2020年11月备案通过。参与此次备案申请的医疗机构超过百家，最终仅有包括西安高新医院、四川省人民医院及武汉市传染病医院三家医院通过，而高新医院是唯一一家获批的民营综合医院。

表 6：干细胞临床研究备案项目

| 项目名称 | 机构名称 | 医院性质 | 等级 |
|---|-----------------|-------|----|
| 脐带间充质干细胞治疗糖皮质激素耐药的慢性广泛性皮肤移植物抗宿主病的临床研究 | 西安高新医院 | 民营/综合 | 三甲 |
| 脐带血巨核系祖细胞注射液防治急性白血病化疗后血小板减少症的随机、双盲、安慰剂平行对照临床试验 | 广东省人民医院 | 公立/综合 | 三甲 |
| 人羊膜间充质干细胞改善卵巢功能减退女性生育结局的临床研究 | 江苏省人民医院 | 公立/综合 | 三甲 |
| 脐带间充质干细胞治疗重度慢性放射性肠炎有效性的观察性研究 | 上海市第十人民医院 | 公立/综合 | 三甲 |
| 脐带间充质干细胞治疗激素耐药的重度急性移植物抗宿主病的临床研究 | 福建医科大学附属协和医院 | 公立/综合 | 三甲 |
| 脐带间充质干细胞移植治疗乙肝后终末期肝硬化的单中心、前瞻性临床研究 | 四川省人民医院 | 公立/综合 | 三甲 |
| CASstem 细胞药物治疗重型新冠肺炎研究 | 武汉市传染病医院 | 公立/综合 | 三甲 |
| 人脐带间充质干细胞治疗膝关节骨性关节炎的随机、双盲、对照临床研究 | 中山大学孙逸仙纪念医院 | 公立/综合 | 三甲 |
| 评价脐带间充质干细胞（BL173-hUMSCs）治疗膝骨关节炎的安全性、有效性的多中心、随机、双盲临床研究 | 上海交通大学医学院附属仁济医院 | 公立/综合 | 三甲 |
| 脐带间充质干细胞治疗乙型肝炎相关性肝硬化失代偿期患者的探索性临床试验 | 上海市第一人民医院 | 公立/综合 | 三甲 |
| 胎盘间充质干细胞凝胶治疗放射性皮肤损伤临床研究 | 云南省肿瘤医院 | 公立/专科 | 三甲 |
| 骨髓间充质干细胞治疗新型冠状病毒所致重症肺炎的临床研究 | 武汉大学人民医院 | 公立/综合 | 三甲 |
| 宫血干细胞治疗 2019-nCoV 病毒导致的重度急性肺损伤的安全性和有效性临床研究 | 武汉大学人民医院 | 公立/综合 | 三甲 |

资料来源：中国医药生物协会，国家卫健委，信达证券研发中心

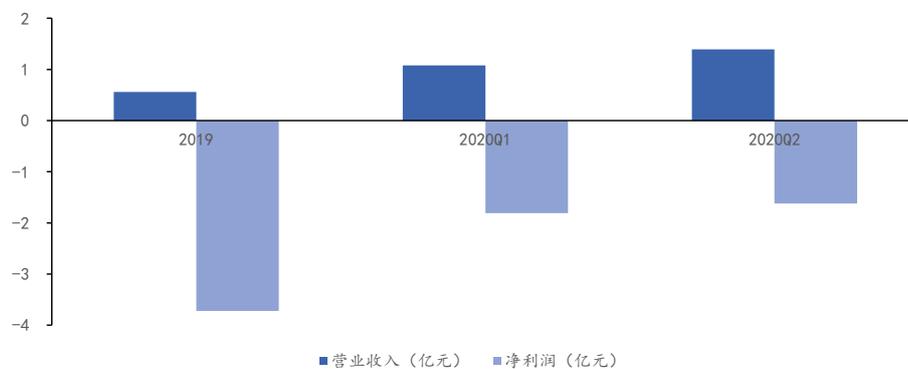
3.2 西安国际医学中心医院：打造中西部医学高地

西安国际医学中心医院汇聚十一大专科打造全国最大单体民营医院。医院占地 20.51 万平方米，建筑面积 53.5 万平方米，是全国最大的民营单体医院。中心医院规划最大床位数 5037 张，总投资达 55.75 亿元。医院下设脑科、消化、肿瘤、骨科、心血管、胸科、血液病、妇科肿瘤、康复、整形、妇儿等 11 个专科医院，全院共 90 余个科室。

图 18：西安国际医学中心医院鸟瞰效果图


资料来源：国际医学中心医院官网，信达证券研发中心

开诊后收入规模持续放量。国际医学中心医院于 2019 年 9 月 25 日开诊，2020 年 H1 收入规模迅速提升，达 2.46 亿元。由于其开业时间较短，营业成本较高，净利润仍处于亏损状态，2019 年和 2020H1 的净利润分别为-3.72 亿元和-3.43 亿元。

图 19：国际医学中心医院营收及净利润


资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：国际医学中心医院 2019 年 9 月 25 日开诊

引进一流人才，建设顶尖团队。截至 2020 年 H1，国际医学中心医院医护人员 3900 余人，从知名三甲医院、部队医院引进的占 85%。各专科医院院长、科室主任中，超过 61%拥有博士及以上学历。医生中硕士及以上学历占 55%；高级职称占 22%；担任国家、省级以上行业主委 22 人、副主委 37 人、各分会常委 56 人；硕士、博士生导师 51 人。国际医学各专科医院院长大多数为空军军医大学各附属医院科室带头人，例如韩国宏教授原为全国专科排名第三的西京医院消化介入科主任；郭树忠教授原为全国专科排名第六的西京整形医院院长。引进优秀医学专家为医院辐射中西部地区的长远发展战略提供了人才基础。

表 7：国际医学中心医院各专科专家实力领先

| 国际医学中心医院专家 | 专科 | 原工作单位 | 专家所在原单位 全国排名 | 专家所在原单位 西北地区排名 |
|-----------------------------|------|------------------|-----------------|-------------------|
| 郭树忠教授（原西京整形医院院长） | 整形外科 | 空军军医大学西京医院 | 6 | 1 |
| 王海昌教授（原西京医院、唐都医院 心脏内科主任） | 心血管病 | 空军军医大学西京医院 | 暂无 | 1 |
| 吴昌归教授（原西京医院呼吸内科主 任） | 呼吸内科 | 空军军医大学西京医院 | 暂无 | 1 |
| 南克俊教授（交大一附院肿瘤内科主 任） | 肿瘤科 | 西安交通大学第一附属 医院 | 暂无 | 5 |
| 贺西京教授（原西安交大二附院院 长） | 神经内科 | 西安交通大学第二附属 医院 | 暂无 | 暂无 |
| 高国栋教授（原唐都医院神经外科主 任） | 神经外科 | 空军军医大学唐都医院 | 暂无 | 1 |
| 韩国宏教授（原西京消化病医院消化 介入科主任） | 消化病 | 空军军医大学西京医院 | 3 | 1 |
| 梁英民教授（原唐都医院血液内科主 任） | 血液科 | 空军军医大学唐都医院 | 暂无 | 5 |
| 王海琳教授（原甘肃省人民医院妇产 科主任） | 妇产科 | 甘肃省人民医院 | 暂无 | 暂无 |
| 张正湘（陕西省康复医院副院长） | 康复医学 | 陕西省康复医院 | 暂无 | 暂无 |
| 郭正团（西安交通大学第二附属医院 副教授） | 小儿外科 | 西安交通大学第二附属 医院 | 暂无 | 1 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

国际医学中心医院引进先进医疗设备，保证医疗服务质量。2019 年西安国际医学中心医院全年共引入 6000 余台设备，相关医疗设备总价值约 10 亿元。脑科医院拥有西北地区设备最先进的医疗设备，下设的神经外科配有“准 7T”MAGNETOM Prisma 3.0T 磁共振成像设备（MRI），西北首台 3.0T 术中磁共振成像设备（MRI），ZEISS KINEVO 900 机器人手术显微镜，全球唯一的 DELICA TCD 自动探头监护系统。肿瘤医院配有西北首台飞利浦 Ingenia 3.0T MR-RT 放疗定位磁共振设备与西部首台瓦里安 Halcyon（速锐）智慧放疗系统。先进的医疗设备为医院开展高水平手术提供了硬件保障。

表 8：国际医学中心医院医疗设备

| 医疗设备 | 科室 | 用途 | 设备示意图 | 区域设备引进情况 |
|---|------|------------|---|----------|
| 蔡司 ZEISS KINEVO 900 机 器人手术显微镜 | 神经外科 | 神经外科手术 |  | 全国首台 |
| 西门子 MAGNETOM SKyra 3.0T 术中磁共振成像设备 (MRI) | 神经外科 | 神经外科手术术中扫描 |  | 西北首台 |

| | | | | |
|---|------------|------------|--|------|
| 飞利浦 Ingenia 3.0T MR-RT 放疗定位磁共振设备 | 肿瘤内科、肿瘤放疗科 | 临床检查 |  | 西北首台 |
| 西门子“准7T” MAGNETOM Prisma 3.0T 磁共振成像设备 (MRI) | 神经外科 | 脑部疾病的显示和诊断 |  | 西北首台 |
| 西门子 SOMATOM Force 超高端双源计算机断层扫描成像系统 (CT) | 心血管内科、心外科 | 心脏扫描 |  | 陕西首台 |
| 飞利浦 IQON Spectral 计算机断层扫描成像系统 (CT) | 心血管内科、心外科 | 心脏扫描 |  | 西部首台 |
| 瓦里安 Halcyon (速锐) 智慧放疗系统 | 肿瘤放疗科 | 放射治疗 |  | 西部首台 |
| 第四代达芬奇 Xi 手术机器人 | 心血管内科、心外科 | 心脏手术 |  | 西北首台 |
| SORZE ICG 荧光 3D 高端腹腔镜 | 妇科 | 腹腔镜手术 | — | 西北首套 |

资料来源：各医院官网，信达证券研发中心

质子治疗技术先进，国内医院配置较少。质子放射治疗系统是国际最先进的放射治疗技术之一，由于具备精度高、疗程短、疗效好、对肿瘤杀伤力强等特点，被高能物理界和医学界评估为目前疗效最好、副作用最少的放射治疗方法，也是衡量医院肿瘤治疗领域水平的重要标志。截至 2020 年底，全国一共五家已运行的质子治疗中心，其中两家在华东、两家在台湾、一家在华北，西北地区暂无。

表 9：中国已运行质子放射治疗系统相关机构

| 机构名称 | 地区 | 城市 | 设备供应商 | 开业时间 |
|--------------|----|-----|---------|--------|
| 淄博万杰质子治疗中心 | 华东 | 淄博市 | 比利时 IBA | 2004 年 |
| 上海市质子重离子医院 | 华东 | 上海市 | 德国西门子 | 2015 年 |
| 台湾林口长庚质子治疗中心 | 台湾 | 林口市 | 日本住友 | 2015 年 |
| 台湾高雄长庚质子治疗中心 | 台湾 | 高雄市 | 日本住友 | 2018 年 |
| 一洲国际质子医学中心 | 华北 | 涿州市 | 比利时 IBA | 2019 年 |

资料来源：各医院官网，信达证券研发中心，其中只有上海质子重离子医院有许可证

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

国际医学中心医院是西北唯一获批质子放射治疗配置许可的医院。2020年7月31日国家卫健委对2018年10月26日发布《2018—2020年大型医用设备配置规划数量分布表》进行调整，西北地区2018—2020年质子放射治疗系统准予许可仅有一台。国际医学中心医院获得西北地区唯一的质子放射治疗系统配置许可，建成后将成为西北地区唯一可提供质子放射服务的医疗机构。此外，2019年同期获批的医院均为各地区顶尖公立三甲医院，国际医学中心医院是唯一一家民营医院，体现了国家卫健委对国际医学中心医院整体实力的认可。

表 10：2019 年质子放射治疗系统获批医院

| 质子放射治疗系统获批医院 | 医院性质 | 地区 | 区域总规划数 |
|-------------------|------|----|--------|
| 中国医学科学院肿瘤医院 | 公立 | 华北 | 3 |
| 中国医科大学附属第一医院 | 公立 | 东北 | 2 |
| 山东省肿瘤防治研究院 | 公立 | 华东 | 3 |
| 华中科技大学同济医学院附属协和医院 | 公立 | 中南 | 4 |
| 四川省肿瘤医院 | 公立 | 西南 | 3 |
| 西安国际医学中心医院 | 民营 | 西北 | 1 |

资料来源：国家卫健委，信达证券研发中心

3.3 西安国际医学商洛医院：扎根陕南，新院区有望 2021 年开诊

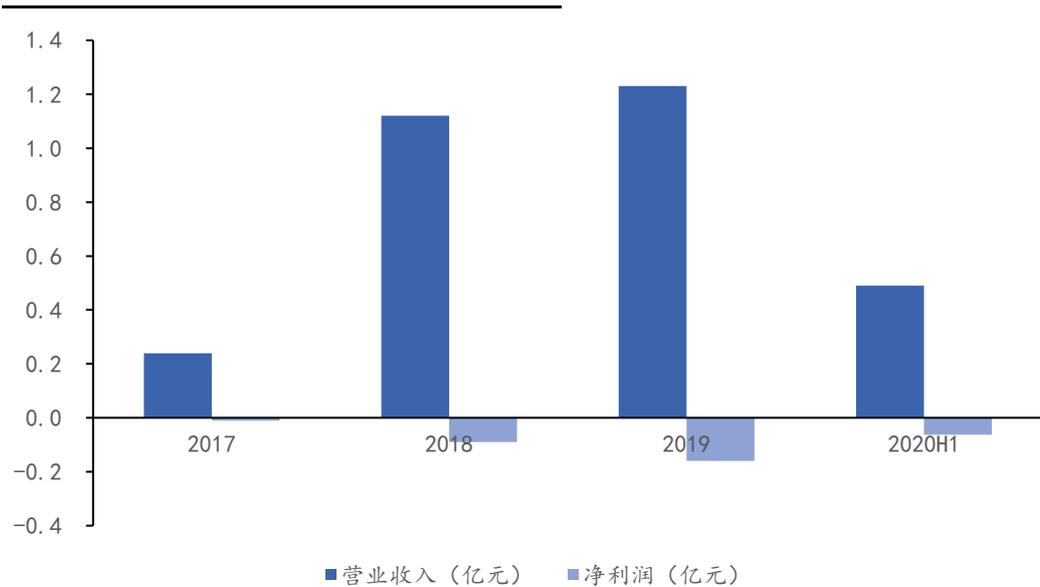
国际医学商洛医院是公司走出西安，布局陕南的重要标志。商洛第二人民医院于2017年9月完成改制，2017年四季度并表进入公司，目前设立300张床位。商洛医院新院区核定床位数1800张，建筑面积22万平方米，建成后超过拥有1488张床位的商洛市中心医院，成为商洛市最高水平三级甲等医院。

表 11：商洛市主要医院一览

| 名称 | 等级 | 性质 | 年门急诊量(万) | 年手术量(万) | 核定床位数 | 在岗职工数 | 占地面积/万平方米 | 建筑面积/万平方米 |
|-----------------|----|-------|----------|---------|-------|-------|-----------|-----------|
| 商洛市中心医院 | 三甲 | 公立/综合 | 61.37 | 1.49 | 1488 | 1865 | 5.25 | 9.02 |
| 商洛市第二人民医院 | 二甲 | 民营/综合 | 11.63 | 0.51 | 300 | 487 | 3.73 | 2.5 |
| 商洛市中医医院 | 二甲 | 公立/综合 | | | 400 | 452 | 1.8 | 4.23 |
| 西安国际医学商洛医院(新院区) | 二甲 | 民营/综合 | | | 1800 | | | 22 |

资料来源：各医院官网，信达证券研发中心

国际医学商洛医院营收保持稳步增长，净利润尚处在亏损状态。2019年商洛医院诊治门诊病人11.62人次，同比增长31.93%；病床使用率达到107.40%；完成手术5112台次，同比增长13.20%。门诊量和手术量增加带动西安国际医学商洛医院营收从2018年的1.12亿上升到2019年的1.23亿元，同比增长9.62%；净利润为-0.16亿元，较上年同期下降70%。

图 20：国际医学商洛医院收入稳步增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

4.1 盈利预测

- 1、高新医院二期于 2020 年底开诊，改造完成后总床位数达 1500 张，预计 2021 年底住满；
- 2、西安国际医学中心医院 2020 年底床位 1500 张，预计 2021 年底床位爬坡至 3000-3500 张，2022 年底预计开放 4000-5000 张床位；
- 3、商洛医院新院区预计 2021 年上半年开诊；
- 4、康复中心预计 2022 年开诊，少数股东权益 45% 保持不变；
- 5、暂不考虑辅助生殖医学中心对业绩的贡献，暂不考虑定增对公司的影响。

表 12：国际医院盈利预测（单位：百万元）

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|---------|---------|--------|--------|
| 高新医院 | | | | | |
| 收入 | 738 | 826 | 787 | 1,279 | 1,463 |
| 增速 | | 12.0% | -4.1% | 104.7% | 4.7% |
| 毛利率 | 28.8% | 28.0% | 25.2% | 26.6% | 27.5% |
| 国际医学中心医院 | | | | | |
| 收入 | | 56 | 728 | 2,239 | 3,697 |
| 增速 | | | 1200.7% | 207.4% | 65.1% |
| 毛利率 | | -177.0% | -35.9% | 24.0% | 27.0% |
| 商洛医院 | | | | | |
| 收入 | 112 | 123 | 115 | 162 | 255 |
| 增速 | | 9.8% | -6.7% | 41.3% | 57.6% |
| 毛利率 | 20.5% | 20.0% | 15.9% | -10.4% | -47.2% |

| | | | | | |
|------|-------|---------|-------|--------|--------|
| 康复医院 | | | | | |
| 收入 | | | | | 250 |
| 增速 | | | | | |
| 毛利率 | | | | | -15.0% |
| 零售业务 | | | | | |
| 收入 | 1,165 | | | | |
| 增速 | | | | | |
| 毛利率 | 16.4% | | | | |
| 其他 | | | | | |
| 收入 | 25 | -14 | | | |
| 增速 | | -156.7% | | | |
| 毛利率 | 95.0% | 95.0% | | | |
| 合计 | | | | | |
| 收入 | 2,039 | 991 | 1,630 | 3,680 | 5,665 |
| 增速 | | -51.4% | 64.5% | 125.8% | 53.9% |
| 毛利率 | 22% | 14% | -3% | 23% | 22% |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 16.30 亿元、36.80 亿元、56.65 亿元，分别同比增长 64.46%、125.79%、53.94%；归属于上市公司股东的净利润分别为 0.26 亿元、1.22 亿元、2.96 亿元；摊薄 EPS 分别为 0.01、0.06 和 0.15 元。

4.2 估值与投资评级

由于国际医学旗下已开诊医院运营时间较短，且商洛医院新院区及康复医院仍在建设，盈利尚不稳定，故选取 PS 法进行估值。我们选取爱尔眼科、通策医疗、美年健康及锦欣生殖等医疗服务企业作为可比公司，国际医学 PS 估值低于可比公司的平均水平。国际医学各院区 3-5 年内开放床位数有望达到 12000 张，增长弹性广阔。随着国际医学新医院投入运营、各医院就诊量顺利爬升，医疗服务体量有望大幅提高，首次覆盖，予以“买入”评级。

表 13：可比公司估值情况

| 公司名称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | | PS | | | |
|------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 爱尔眼科 | 72.07 | 2970.38 | 0.45 | 0.42 | 0.58 | 0.76 | 16.32 | 25.70 | 19.67 | 15.43 |
| 通策医疗 | 293.5 | 941.08 | 1.44 | 1.72 | 2.30 | 3.00 | 17.36 | 43.34 | 33.65 | 26.55 |
| 美年健康 | 11.92 | 466.58 | -0.22 | 0.03 | 0.24 | 0.32 | 6.84 | 5.77 | 4.41 | 3.63 |
| 锦欣生殖 | 12.36 | 300.29 | 0.16 | 0.14 | 0.20 | 0.24 | 18.41 | 22.78 | 17.33 | 14.50 |
| 平均 | | | 0.46 | 0.58 | 0.83 | 1.08 | 14.73 | 24.39 | 18.76 | 15.03 |
| 国际医学 | 10.55 | 207.95 | -0.20 | 0.01 | 0.06 | 0.15 | 9.65 | 12.76 | 5.65 | 3.67 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：爱尔眼科、通策医疗、美年健康及锦欣生殖的预测 EPS 及 PS 为万得一致预期，收盘价及总市值为 2021 年 01 月 11 日收盘数据，信达证券研发中心，注：暂未考虑国际医学增发，锦欣生殖数据已按最新汇率转化为人民币

五、风险提示

1、床位爬坡速度低于预期

受疫情反复等因素影响，陕西省卫健委要求患者须经过严格新冠病毒核酸检测后方可办理住院手续。严格的疫情防控措施及地理位置或对医院床位爬升存在一定的负面压力。

2、医院运营前期资本开支较大

公司各医院的在建工程项目预算金额超百亿元，财务费用相对较大。此外随着新医院的投用及各医院就诊人数提高，与之对应的人员成本、折旧摊销也会进一步提升，将对公司的盈利能力造成挑战。

3、医保支付政策变动

国际医学旗下医院三、四级手术占比较高，现行医保支付政策下，存在医保支付总额控制超标风险。2020年12月西安市医保局在西安市医疗保障改革创新工作新闻发布会上表示将积极推进按疾病诊断相关分组（DRG）付费工作，预计用3年左右的时间逐步建立。医保支付政策改革进度或对医院医保收入带来一定波动。

4、辅助生殖、质子治疗及康复医院等业务进展不及预期

公司辅助生殖 IVF 运营资质尚未批复，质子放射治疗中心及康复医院等尚在规划建设过程中，仍需密切观察评估各业务实际开展进度对公司业绩的影响。

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 2,357 | 1,620 | 886 | 1,579 | 1,998 |
| 货币资金 | 1,429 | 1,086 | 200 | 500 | 500 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 75 | 115 | 174 | 403 | 621 |
| 预付账款 | 11 | 21 | 41 | 70 | 110 |
| 存货 | 26 | 53 | 104 | 175 | 274 |
| 其他 | 816 | 346 | 366 | 431 | 493 |
| 非流动资产 | 4,949 | 8,411 | 9,129 | 9,858 | 10,588 |
| 长期股权投资 | 241 | 75 | 75 | 75 | 75 |
| 固定资产(合计) | 628 | 4,536 | 5,194 | 5,851 | 6,509 |
| 无形资产 | 523 | 595 | 666 | 738 | 810 |
| 其他 | 3,558 | 3,205 | 3,194 | 3,194 | 3,194 |
| 资产总计 | 7,306 | 10,031 | 10,015 | 11,437 | 12,586 |
| 流动负债 | 957 | 1,866 | 1,078 | 1,630 | 2,231 |
| 短期借款 | 140 | 200 | 277 | 206 | 176 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 588 | 1,279 | 229 | 618 | 1,091 |
| 其他 | 229 | 387 | 571 | 806 | 964 |
| 非流动负债 | 573 | 3,169 | 3,169 | 3,169 | 2,669 |
| 长期借款 | 571 | 3,155 | 3,155 | 3,155 | 2,655 |
| 其他 | 2 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 负债合计 | 1,530 | 5,035 | 4,247 | 4,799 | 4,900 |
| 少数股东权益 | 49 | 41 | 41 | 44 | 50 |
| 归属母公司股东权益 | 5,727 | 4,956 | 5,727 | 6,595 | 7,636 |
| 负债和股东权益 | 7,306 | 10,031 | 10,015 | 11,437 | 12,586 |

重要财务指标

| 单位: 百万元 | | | | | |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业总收入 | 2,039 | 991 | 1,630 | 3,680 | 5,665 |
| 同比(%) | -50% | -51% | 64% | 126% | 54% |
| 归属母公司净利润 | 2,184 | -404 | 26 | 122 | 296 |
| 同比(%) | 1022.8% | -118.5% | 106.3% | 378.0% | 142.1% |
| 毛利率(%) | 22% | 14% | -3% | 23% | 22% |
| ROE% | 38% | -8% | 0% | 2% | 4% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.11 | -0.20 | 0.01 | 0.06 | 0.15 |
| P/E | 4.47 | — | 969.27 | 170.19 | 70.28 |
| P/B | 1.70 | 1.93 | 4.33 | 3.15 | 2.72 |
| EV/EBITDA | 45.84 | -77.75 | -61.42 | 61.17 | 40.56 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业总收入 | 2,039 | 991 | 1,630 | 3,680 | 5,665 |
| 营业成本 | 1,589 | 849 | 1,674 | 2,820 | 4,423 |
| 营业税金及附加 | 31 | 11 | 19 | 43 | 66 |
| 销售费用 | 36 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 276 | 393 | 489 | 515 | 680 |
| 研发费用 | 2 | 8 | 8 | 18 | 28 |
| 财务费用 | -9 | 42 | 135 | 144 | 125 |
| 减值损失合计 | 100 | -118 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 3,041 | 48 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -202 | 15 | 1 | 3 | 5 |
| 营业利润 | 3,053 | -379 | -694 | 143 | 347 |
| 营业外收支 | -3 | -5 | 720 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 3,049 | -385 | 26 | 143 | 347 |
| 所得税 | 806 | 28 | 0 | 19 | 45 |
| 净利润 | 2,243 | -413 | 26 | 125 | 302 |
| 少数股东损益 | 59 | -9 | 1 | 3 | 6 |
| 归属母公司净利润 | 2,184 | -404 | 26 | 122 | 296 |
| EBITDA | 197 | -153 | -457 | 388 | 572 |
| EPS(当年)(元) | 1.11 | -0.20 | 0.01 | 0.06 | 0.15 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金 | -772 | -34 | -1,453 | 613 | 757 |
| 净利润 | 2,243 | -413 | 26 | 125 | 302 |
| 折旧摊销 | 91 | 129 | 104 | 104 | 104 |
| 财务费用 | 16 | 60 | 154 | 154 | 140 |
| 投资损失 | -3,041 | -3,041 | -48 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -185 | 131 | -1,016 | 230 | 211 |
| 其它 | 103 | 107 | -720 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | 43 | -2,536 | 643 | -87 | -87 |
| 资本支出 | -1,699 | -3,606 | 643 | -87 | -87 |
| 长期投资 | 1,700 | 995 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 42 | 76 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 232 | 2,226 | -76 | -226 | -670 |
| 吸收投资 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 402 | 2,694 | 77 | -71 | -529 |
| 支付利息或股息 | -23 | -269 | -154 | -154 | -140 |
| 现金流净增加额 | -497 | -344 | -886 | 300 | 0 |

研究团队简介

杨松，信达证券医药团队负责人/医药行业首席分析师，北京大学药学硕士（本硕连读），北京大学经济学学士（CCER 双学位），中国社保学会医保专委会委员，对医药产业发展趋势拥有深刻理解，曾多次受邀到国内外医药企业、行业协会就医药行业最新趋势和投资策略做交流分享。2019 年加入信达证券研究开发中心，目前负责医药行业整体研究。

张帅，信达证券医药团队成员，北京大学金融学硕士，两年医药研究工作经验，2020 年加入信达证券研究开发中心，目前负责药品政策、化学药和血液制品方向研究。

周贤珮，信达证券医药团队成员，美国伊利诺伊理工学院金融学硕士，2015 年加入信达证券研究开发中心，目前负责生物药、医药商业和中成药方向研究。

张雪，信达证券医药团队成员，上海社科院金融学硕士，两年医药研究工作经验，2020 年加入信达证券研究开发中心，目前负责器械政策、医疗器械和原料药方向研究。

李慧瑶，信达证券医药团队成员，中山大学医学博士，2020 年加入信达证券研究开发中心，目前负责医疗服务、医疗器械及 CXO 方向研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|------|-----|-------------|--------------------------|
| 销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 顾时佳 | 18618460223 | gushijia@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华东总监 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。