

国际医学 (000516)

证券研究报告

2021年03月23日

激励落地，正海扬帆

事件

国际医学 2021 年 3 月 22 日发布 2021 年限制性股票激励计划，拟向激励对象授予 3529.92 万股限制性股票，占激励计划草案公告时公司总股本 22.76 亿股的 1.55%，股票授予价格为 5.86 元/股。

本次激励计划覆盖面广力度较大，持续激发核心员工积极性

公司此次激励计划首次授予激励对象总人数为 571 人，包括公司董事、高级管理人员、核心技术/业务人员(公司各医院的医疗专家)等。核心技术/业务人员获授的数量占授予限制性股票总数的 76.36%。本次激励构筑了对医院骨干人才的持续吸引力，深度绑定公司核心业务人员的利益和积极性。

激励计划以营收为业绩考核目标，周期涉及三个会计年度

本次激励计划设定的业绩指标为以 2020 年度营业收入为基数，2021 年、2022 年和 2023 年实现的营业收入增长率分别不低于 80%、160%和 260%，假设 2020 年收入 16.21 亿元（业绩预告中值），则对应 2021-2023 年收入考核要求分别为 29.18/42.15/58.36 亿。此次股权激励计划的设计考核体系具有全面性、综合性及可操作性，有助于激励计划的顺利实施并保障达到预期的激励效果。

天时地利人和汇聚，中远期空间广阔

国际医学依托“天时、地利、人和”三大要素，逐步成为中西部医学诊疗高地。“天时”代表政府支持社会办医及军改强势助推的政策环境，极大地拓展了公司发展空间。“地利”代表国际医学拥有的区位优势。西安医疗资源丰富，公司旗下中心医院为全国最大民营单体医院，处在高新区 CID 核心地带，有效补充高新区高水平医疗资源相对较少的局面。“人和”代表国际医学管理层及员工惟精惟一深耕医疗服务，管理层运营医院二十余年，管理经验丰富，各医院专研医疗服务核心四大核心要素：大咖医生、一流硬件、稀缺牌照和高超技术。三因素共振，国际医学口碑实力日益凸显。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。

估值与评级

随着国际医学旗下医院就诊量将持续爬升，业绩规模进一步放量，公司有望成为医疗服务领域的黑马。我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 16.09 亿元、36.80 亿元、56.65 亿元；归母净利润分别为 0.45 亿元、1.24 亿元、2.96 亿元（不考虑股权激励费用）；EPS 分别为 0.02 元、0.05 元和 0.13 元。参考同类公司可比区间，给予公司 2021 年 11.36 倍 PS，目标价 18.37 元，予以“买入”评级。

风险提示：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。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,039.35	990.95	1,609.00	3,679.73	5,664.64
增长率(%)	(49.76)	(51.41)	62.37	128.70	53.94
EBITDA(百万元)	3,130.17	30.02	(484.46)	382.57	585.42
净利润(百万元)	2,184.29	(403.93)	45.44	123.97	295.53
增长率(%)	1,001.01	(118.49)	(111.25)	172.83	138.39
EPS(元/股)	0.96	(0.18)	0.02	0.05	0.13
市盈率(P/E)	12.42	(67.16)	597.07	218.84	91.80
市净率(P/B)	4.74	5.47	4.35	4.27	4.08
市销率(P/S)	13.30	27.38	16.86	7.37	4.79
EV/EBITDA	2.47	363.46	(58.34)	72.13	46.83

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.92 元
目标价格	18.37 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,275.93
流通 A 股股本(百万股)	1,928.93
A 股总市值(百万元)	27,129.05
流通 A 股市值(百万元)	22,992.90
每股净资产(元)	2.26
资产负债率(%)	57.83
一年内最高/最低(元)	13.10/3.92

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
李慧瑶	联系人
lihuiyao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《国际医学-首次覆盖报告:天时地利人和汇聚，铸就中西部医疗高地》 2021-02-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,429.42	1,085.60	1,026.53	294.38	453.17
应收票据及应收账款	74.72	115.24	171.92	403.26	620.78
预付账款	11.28	21.04	41.10	70.22	109.19
存货	25.96	52.66	101.43	159.60	249.86
其他	815.55	340.96	364.37	451.50	470.34
流动资产合计	2,356.93	1,615.49	1,705.36	1,378.97	1,903.35
长期股权投资	240.62	75.25	75.25	75.25	75.25
固定资产	627.74	4,535.92	5,212.86	5,640.02	5,892.34
在建工程	2,199.99	2,485.36	1,739.75	1,217.83	852.48
无形资产	528.68	605.55	662.73	730.45	815.00
其他	1,352.36	708.52	703.00	698.09	697.17
非流动资产合计	4,949.39	8,410.60	8,393.60	8,361.65	8,332.24
资产总计	7,306.32	10,031.09	10,100.63	9,742.84	10,238.56
短期借款	140.00	199.77	0.00	118.09	209.25
应付票据及应付账款	587.91	1,278.74	231.16	1,021.98	1,189.50
其他	228.93	387.41	487.77	624.11	682.54
流动负债合计	956.83	1,865.91	718.93	1,764.18	2,081.29
长期借款	570.90	3,155.33	3,102.38	1,571.94	1,446.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.40	13.74	6.87	7.67	9.42
非流动负债合计	573.30	3,169.07	3,109.25	1,579.60	1,456.38
负债合计	1,530.14	5,034.98	3,828.18	3,343.78	3,537.67
少数股东权益	49.15	40.53	41.50	44.15	50.45
股本	1,971.05	1,971.05	2,275.93	2,275.93	2,275.93
资本公积	239.22	217.80	912.92	912.92	912.92
留存收益	3,786.81	3,214.46	3,955.02	4,078.98	4,374.51
其他	(270.05)	(447.73)	(912.92)	(912.92)	(912.92)
股东权益合计	5,776.18	4,996.11	6,272.45	6,399.06	6,700.89
负债和股东权益总计	7,306.32	10,031.09	10,100.63	9,742.84	10,238.56

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,243.27	(412.55)	45.44	123.97	295.53
折旧摊销	91.29	128.65	88.35	117.04	138.48
财务费用	15.96	59.98	102.00	120.00	100.00
投资损失	(3,040.78)	(47.94)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,338.15)	938.97	(1,065.48)	525.75	(146.73)
其它	1,256.29	(701.43)	0.97	2.64	6.30
经营活动现金流	(772.11)	(34.32)	(828.73)	889.41	393.59
资本支出	528.84	4,214.30	83.74	89.20	108.24
长期投资	(22.72)	(165.37)	0.00	0.00	0.00
其他	(463.19)	(6,584.57)	(158.94)	(180.31)	(218.06)
投资活动现金流	42.93	(2,535.63)	(75.20)	(91.11)	(109.81)
债权融资	712.00	3,411.18	3,128.11	1,717.66	1,692.68
股权融资	(59.68)	(261.86)	1,129.07	(118.86)	(98.86)
其他	(420.41)	(923.25)	(3,412.32)	(3,129.25)	(1,718.81)
筹资活动现金流	231.91	2,226.07	844.86	(1,530.45)	(124.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(497.27)	(343.89)	(59.06)	(732.15)	158.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,039.35	990.95	1,609.00	3,679.73	5,664.64
营业成本	1,588.57	849.14	1,664.36	2,819.56	4,422.96
营业税金及附加	31.08	11.49	18.66	42.68	65.71
营业费用	36.36	11.30	8.04	18.40	28.32
管理费用	275.92	392.86	482.70	515.16	672.39
研发费用	1.52	7.68	8.04	18.40	28.32
财务费用	(8.58)	42.48	102.00	120.00	100.00
资产减值损失	99.60	(118.03)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.11)	17.30	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,040.78	47.94	0.00	0.00	0.00
其他	(6,078.44)	107.79	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,052.64	(379.01)	(674.81)	145.53	346.93
营业外收入	3.54	0.46	721.22	0.00	0.00
营业外支出	7.02	5.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	3,049.16	(384.51)	46.41	145.53	346.93
所得税	805.88	28.04	0.00	18.92	45.10
净利润	2,243.27	(412.55)	46.41	126.61	301.83
少数股东损益	58.98	(8.62)	0.97	2.64	6.30
归属于母公司净利润	2,184.29	(403.93)	45.44	123.97	295.53
每股收益(元)	0.96	(0.18)	0.02	0.05	0.13

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-49.76%	-51.41%	62.37%	128.70%	53.94%
营业利润	1067.16%	-112.42%	78.05%	-121.57%	138.39%
归属于母公司净利润	1001.01%	-118.49%	-111.25%	172.83%	138.39%
获利能力					
毛利率	22.10%	14.31%	-3.44%	23.38%	21.92%
净利率	107.11%	-40.76%	2.82%	3.37%	5.22%
ROE	38.14%	-8.15%	0.73%	1.95%	4.44%
ROIC	108.12%	-9.78%	-9.08%	3.14%	5.70%
偿债能力					
资产负债率	20.94%	50.19%	37.90%	34.32%	34.55%
净负债率	-12.42%	46.55%	33.50%	22.24%	18.50%
流动比率	2.46	0.87	2.37	0.78	0.92
速动比率	2.44	0.84	2.23	0.69	0.80
营运能力					
应收账款周转率	29.46	10.43	11.21	12.80	11.06
存货周转率	43.20	25.21	20.88	28.19	27.67
总资产周转率	0.31	0.11	0.16	0.37	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.96	-0.18	0.02	0.05	0.13
每股经营现金流	-0.34	-0.02	-0.36	0.39	0.17
每股净资产	2.52	2.18	2.74	2.79	2.92
估值比率					
市盈率	12.42	-67.16	597.07	218.84	91.80
市净率	4.74	5.47	4.35	4.27	4.08
EV/EBITDA	2.47	363.46	-58.34	72.13	46.83
EV/EBIT	2.53	-120.46	-49.34	103.92	61.34

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com