

国际医学 (000516.SZ) 2021Q1 业绩超预期, 成长逻辑兑现

2021年04月16日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

蔡明子 (分析师)

苑建 (分析师)

caimingzi@kysec.cn

yuanjian@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790520070009

日期	2021/4/16
当前股价(元)	14.48
一年最高最低(元)	15.55/3.92
总市值(亿元)	329.55
流通市值(亿元)	279.31
总股本(亿股)	22.76
流通股本(亿股)	19.29
近3个月换手率(%)	144.13

● 2021Q1 业绩超预期, 成长逻辑兑现, 维持“买入”评级

4月14日, 公司发布2020年业绩快报: 收入16.13亿元(+62.79%); 归母净利润0.51亿元(+112.74%)。公司同时发布了2021Q1业绩预告: 收入6.25-6.35亿元(增长126.94%-130.57%), 归母净利润亏损1.78-1.88亿元(增长0.75%-6.03%)。公司旗下医院病床使用率提升空间较大, 2021年盈利确定性高, 根据2020年业绩快报下调2020年归母净利润预期, 维持2021-2022年盈利预测不变, 预计2020-2022年归母净利润分别为0.51(原值0.56)/0.60/4.09亿元, EPS分别为0.02/0.03/0.18元, 当前股价对应PE分别为527.4/454.1/66.3倍, 维持“买入”评级。

● 中心医院床位快速爬坡, 2020-2021Q1 收入环比皆正向增长

2020年公司各季度收入环比改善, 2020年归母净利润由于公司出售汉氏联合全部股份增加净利润约7.2亿元, 较2019年实现112.74%增长, 扣除出售汉氏联合收益后, 公司2020年归母净利润约-6.69亿元(-42.3%), 主要因为中心医院处于床位快速爬坡期, 成本费用仍处于较高水平, 且高新医院及商洛医院收入下降导致相应利润减少, 均为阶段性因素。2021Q1收入延续2020年增长态势, 同比增长约130%, 其中, 中心医院收入同比有较大增长, 但由于其床位使用量仍处于提升阶段, 运营成本、期间费用相较于营业收入依然处于较高水平, 再加上公司持有的交易性金融资产公允价值变动收益拉低净利润约7360万元, 导致公司2021Q1归母净利润亏损, 扣除交易性金融资产影响, 公司2021Q1归母净利润亏损约1.04-1.14亿元, 同比2020Q1增长约40%-45%, 环比2020Q4增长32.8%-38.6%(2020Q4归母净利润已减去7.2亿元出售汉氏联合收益)。

● 股权激励草案出台, 核心医生激励充分, 业绩兑现可期

2021年3月股权激励草案拟激励不超过571人(核心技术/业务人员获授数量占比76.36%), 公司对核心医生激励充分, 有利吸引留存优秀医疗资源。此次股权激励业绩指标快速增长, 较高考核目标展现管理层对于公司高质量发展的信心。

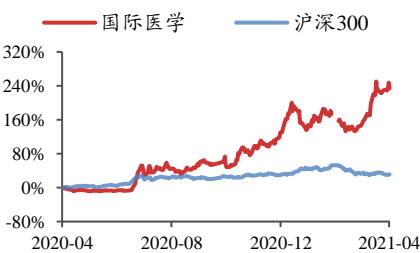
● 风险提示: 医保控费趋严, 住院量爬坡速度不如预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,039	991	1,613	4,137	6,697
YOY(%)	-49.8	-51.4	62.8	156.4	61.9
归母净利润(百万元)	2,184	-404	51	60	409
YOY(%)	1001.0	-118.5	112.7	16.1	585.3
毛利率(%)	22.1	14.3	17.1	18.8	17.8
净利率(%)	107.1	-40.8	3.2	1.4	6.1
ROE(%)	38.8	-8.3	1.0	1.2	7.6
EPS(摊薄/元)	0.96	-0.18	0.02	0.03	0.18
P/E(倍)	12.4	-67.2	527.4	454.1	66.3
P/B(倍)	4.7	5.5	5.4	5.4	5.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

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-股权激励草案出台, 核心医生激励充分, 业绩兑现可期》-2021.3.23

《公司信息更新报告-Q3 医院业绩环比提速, 利润呈减亏趋势》-2020.10.29

《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

目 录

1、 2021Q1 业绩超预期，成长逻辑兑现.....	3
2、 三大医疗服务院区产能利用率处于快速提升期.....	3
3、 股权激励草案出台，核心医生激励充分，业绩兑现可期.....	3
4、 盈利预测与投资建议	3
5、 风险提示	4
附： 财务预测摘要	5

图表目录

表 1： 国际医学盈利预测	4
---------------------	---

1、2021Q1 业绩超预期，成长逻辑兑现

4月14日，公司发布2020年业绩快报：收入16.13亿元，同比增长62.79%；归母净利润0.51亿元，同比增长112.74%。公司同时发布了2021Q1业绩预告：收入6.25-6.35亿元（增长126.94%-130.57%），归母净利润亏损1.78-1.88亿元（增长0.75%-6.03%）。

分季度看，公司2020年Q1/Q2/Q3/Q4营业收入分别为2.75亿元(+24.96%)、3.65亿元(+63.42%)、4.32亿元(+88.59%)、5.41亿元(+69.95%)；归母净利润分别为-1.89亿元(-765.51%)、-1.55亿元(-559.74%)、-1.54亿元(-509.97%)、5.5亿元(+243.32%)。2020年公司各季度收入环比改善，2020年归母净利润由于公司出售汉氏联合全部股份增加净利润约7.2亿元，较2019年实现112.74%增长，扣除出售汉氏联合收益后，公司2020年归母净利润约-6.69亿元（-42.3%），主要因为中心医院处于床位快速爬坡期，成本费用仍处于较高水平，且高新医院及商洛医院收入下降导致相应利润减少。均为阶段性因素。

2021Q1收入延续2020年增长态势，同比增长约130%，其中，中心医院收入同比有较大增长，但由于其床位使用量仍处于提升阶段，运营成本、期间费用相较于营业收入依然处于较高水平，再加上公司持有的交易性金融资产公允价值变动收益拉低净利润约7360万元，导致公司2021Q1归母净利润亏损，扣除交易性金融资产影响，公司2021Q1归母净利润亏损约1.04-1.14亿元，同比2020Q1增长约40%-45%，环比2020Q4增长32.8%-38.6%（2020Q4归母净利润已减去7.2亿元出售汉氏联合收益）。

2、三大医疗服务院区产能利用率处于快速提升期

公司2021Q1收入环比增长15.47%-17.32%，我们预计主要原因为高新医院二期2020年12月16日开业、中心医院2020年12月28日通地铁从而使其门诊和住院量明显提升，其中，中心医院产能释放空间大，其最大床位容量为5037张，我们维持2021年底病床使用量到3500床的预期不变，预计中心医院门诊量与住院量2021Q2-Q4环比稳健快速增长，利润端由于医生储备扩大，运营费用增加而有所下降，但随着2021年床位数提升，预计2021年能够实现整体盈利。商洛医院规划床位1800张，于2021年3月28日开诊，预计能够进一步提升公司2021Q2-Q4整体床位爬坡速度。

3、股权激励草案出台，核心医生激励充分，业绩兑现可期

2021年3月股权激励草案拟激励不超过571人（核心技术/业务人员获授的数量占本次授予限制性股票总数的76.36%），占总股本的1.55%，授予价格5.86元/股，公司对核心医生激励充分，有利吸引和留存优秀医疗资源。此次股权激励业绩指标快速增长，业绩考核条件为2021-2023年营业收入以2020年营业收入为基数，增长率分别不低于80%、160%、260%，较高的考核目标展现了管理层对于公司高质量发展的信心。

4、盈利预测与投资建议

公司旗下医院病床使用率提升空间较大，2021年盈利确定性高，根据2020年业绩快报下调2020年归母净利润预期，维持2021-2022年盈利预测不变，预计2020-2022

年归母净利润分别为 0.51(原值 0.56)亿元、0.60 亿元、4.09 亿元, EPS 分别为 0.02、0.03、0.18 元, 当前股价对应 PE 分别为 527.4/454.1/66.3 倍, 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	1,613	4,137	6,697
YOY(%)	-49.8	-51.4	62.8	156.4	61.9
归母净利润(百万元)	2,184	-404	51	60	409
YOY(%)	1001.0	-118.5	112.7	16.1	585.3
毛利率(%)	22.1	14.3	17.1	16.4	17.8
净利率(%)	107.1	-40.8	3.2	1.4	6.1
ROE(%)	38.8	-8.3	1.0	1.2	7.6
EPS(摊薄/元)	0.96	-0.18	0.02	0.03	0.18
P/E(倍)	12.4	-67.2	527.4	454.1	66.3
P/B(倍)	4.7	5.5	5.4	5.4	5.0

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

5、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)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2357	1620	301	847	920
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	11	167	159
其他流动资产	794	315	290	356	439
非流动资产	4949	8411	9465	14996	21261
长期投资	241	75	26	-35	-92
固定资产	628	4536	5642	9663	14386
无形资产	529	606	656	673	698
其他非流动资产	3552	3194	3141	4695	6270
资产总计	7306	10031	9766	15843	22181
流动负债	957	1866	1789	7795	13527
短期借款	140	200	790	4084	9414
应付票据及应付账款	588	1279	0	1964	1997
其他流动负债	229	387	999	1747	2115
非流动负债	573	3169	2623	2633	2821
长期借款	571	3155	2618	2626	2814
其他非流动负债	2	14	5	6	7
负债合计	1530	5035	4412	10428	16347
少数股东权益	49	41	42	43	53
股本	1971	1971	2276	2276	2276
资本公积	239	218	218	218	218
留存收益	3548	2997	3048	3108	3519
归属母公司股东权益	5727	4956	5312	5372	5781
负债和股东权益	7306	10031	9766	15843	22181

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-772	-34	-1147	2461	947
净利润	2243	-413	53	61	419
折旧摊销	91	129	267	404	635
财务费用	-9	42	-14	133	163
投资损失	-3041	-48	-205	-255	-370
营运资金变动	-185	131	-1244	2018	97
其他经营现金流	128	124	-3	99	3
投资活动现金流	43	-2536	-908	-5797	-6553
资本支出	1699	3613	1111	5470	6253
长期投资	-1215	995	49	91	57
其他投资现金流	527	2072	253	-236	-243
筹资活动现金流	232	2226	668	-37	176
短期借款	-671	60	289	-79	-100
长期借款	441	2584	-537	8	187
普通股增加	0	0	305	0	0
资本公积增加	-38	-21	0	0	0
其他筹资现金流	500	-397	612	33	89
现金净增加额	-497	-344	-1387	-3373	-5430

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	1613	4137	6697
营业成本	1589	849	1338	3358	5505
营业税金及附加	31	11	18	46	67
营业费用	36	11	19	41	44
管理费用	276	393	371	621	804
研发费用	2	8	18	21	33
财务费用	-9	42	-14	133	163
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	-98	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	64	73	451
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	62	69	448
所得税	806	28	9	8	28
净利润	2243	-413	53	61	419
少数股东损益	59	-9	1	1	10
归母净利润	2184	-404	51	60	409
EBITDA	3127	-152	395	647	1312
EPS(元)	0.96	-0.18	0.02	0.03	0.18

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-49.8	-51.4	62.8	156.4	61.9
营业利润(%)	1067.2	-112.4	116.8	13.9	522.1
归属于母公司净利润(%)	1001.0	-118.5	112.7	16.1	585.3
获利能力					
毛利率(%)	22.1	14.3	17.1	18.8	17.8
净利率(%)	107.1	-40.8	3.2	1.4	6.1
ROE(%)	38.8	-8.3	1.0	1.2	7.6
ROIC(%)	34.7	-3.6	1.2	1.7	3.4
偿债能力					
资产负债率(%)	20.9	50.2	45.2	65.8	73.7
净负债比率(%)	-12.4	46.6	80.5	147.4	240.6
流动比率	2.5	0.9	0.2	0.1	0.1
速动比率	1.6	0.8	0.1	0.1	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)	0.96	-0.18	0.02	0.03	0.18
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.34	-0.02	-0.50	1.08	0.42
每股净资产(最新摊薄)	2.52	2.18	2.20	2.23	2.41
估值比率					
P/E	12.4	-67.2	527.4	454.1	66.3
P/B	4.7	5.5	5.4	5.4	5.0
EV/EBITDA	8.5	-191.8	78.9	53.5	30.7

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