

# 国际医学 (000516)

证券研究报告  
2021年06月29日

## 康复专题：依托三甲平台优势，赋能康复专科发展

### 深耕二十余年聚焦主业，康复专科体系实现全覆盖

国际医学拥有超过 20 年的医疗服务管理经验，已发展成为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三大综合医疗院区的医疗服务集团。公司旗下各医院康复专科体系建设完备，西安国际医学高新医院建有神经内一科和骨五科，国际医学中心医院的康复医院下设儿童康复科、神经康复科、心肺康复科、运动康复科及康复评定治疗部等专业康复科室，商洛国际医学中心医院康复医学学科的康复中心是重点发展科室，此外还有在建的西安国际康复医学中心提供更加全面的各专科的康复医疗服务。

### 康复行业潜在需求巨大，政策加持市场规模持续提升

人口老龄化的加速、慢性病人口数量的增加、居民康复意识的增强以及国家对残疾人康复需求的重视与财政支持是推动康复需求持续增长的重要因素。毕马威预计 2021 年达到 1032 亿元。近年来多部门陆续出台政策支持康复医疗事业快速发展。2021 年 6 月国家卫健委等八部门发布《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》，进一步明确康复医疗发展思路 and 方向。

### 国际医学旗下医院康复学科实力不俗

康复医院是西安国际医学中心的重点专科医院。西安高新医院康复医学学科是“国家临床重点专科建设项目”“陕西省优势专科”，目前已形成神经康复专科。西安国际康复医学中心一期规划建筑面积 42.5 万平方米，最大床位 3600 张。国际医学康复学科不断完善人才梯队，引入包括朱一平院长、张正湘副院长、李鑫铭主任等众多康复领域专家加盟，使得国际医学康复体系得以快速发展。

### 三大院区齐发力，业务高速发展

2020 年公司实现收入 16.07 亿元，其中高新医院实现收入 7.99 亿元，国际医学中心医院快速发展，2020 年实现收入 7.21 亿元。目前商洛医院新院区 1800 张床位已投入运营，3600 张床位的康复医院正稳步推进建设中。

### 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 36.80、56.65、71.48 亿元；归属于上市公司股东的净利润分别为 1.24、2.96、4.42 亿元（未考虑股权激励费用）；EPS 分别为 0.05、0.13 和 0.19 元。目前同类公司 2021 年对应平均 PS 为 25.85 倍，考虑国际医学在人才梯队、经营规模、商业模式上所具有的优势和潜力，给予公司 2021 年 PS 为 16.93 倍，目标价 27.37 元，维持“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；新业务发展不及预期；JCI 认证未能续评

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	990.95	1,606.99	3,679.74	5,664.65	7,148.33
增长率(%)	(51.41)	62.17	128.98	53.94	26.19
EBITDA(百万元)	30.02	515.63	522.36	704.20	875.17
净利润(百万元)	(403.93)	45.36	123.97	295.53	441.59
增长率(%)	(118.49)	(111.23)	173.29	138.40	49.42
EPS(元/股)	(0.18)	0.02	0.05	0.13	0.19
市盈率(P/E)	(111.79)	995.46	364.25	152.79	102.25
市净率(P/B)	9.11	9.03	7.11	6.79	6.37
市销率(P/S)	45.57	28.10	12.27	7.97	6.32
EV/EBITDA	363.46	52.91	91.07	66.57	53.10

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	19.84 元
目标价格	27.37 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)	1,893.66
A 股总市值(百万元)	45,154.40
流通 A 股市值(百万元)	37,570.13
每股净资产(元)	2.55
资产负债率(%)	54.13
一年内最高/最低(元)	21.66/4.00

### 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-公司专题研究:中心医院通过 JCI 认证，迈向高质量发展新征程》2021-05-29
- 《国际医学-公司点评:激励落地，正海扬帆》2021-03-23
- 《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

## 内容目录

1. 国际医学各院区康复专科体系实现全覆盖 .....	3
1.1. 三大综合医疗院区组成医疗服务集团 .....	3
1.2. 国际医学康复学科体系建设完备 .....	4
2. 康复行业潜在需求巨大，政策加持市场规模持续提升 .....	4
3. 国际医学旗下医院康复学科实力不俗 .....	7
3.1. 国际医学中心医院旗下康复医院 .....	7
3.2. 国际医学高新医院——康复医学科 .....	8
3.3. 西安国际康复医学中心 .....	8
3.4. 国际医学不断吸引高级人才，为医院发展注入强劲动力 .....	9
4. 盈利预测与投资评级 .....	9
4.1. 盈利预测 .....	9
4.2. 估值与投资评级 .....	10

## 图表目录

图 1：国际医学三大综合医疗院区 .....	3
图 2：2011-2021 中国康复医疗行业市场规模（亿元） .....	5
图 3：国际医学中心医院——康复医院概貌 .....	7
图 4：国际医学高新医院——手术设备 .....	8
图 5：西安国际康复医学中心医院效果图 .....	9
图 6：西安国际康复医学中心医院封顶仪式 .....	9
表 1：公司主要医疗服务机构 .....	3
表 2：国际医学康复医院（科室）情况 .....	4
表 3：近年康复医疗领域重要政策 .....	5
表 4：陕西省主要康复医学科室情况 .....	6
表 5：国际医学部分康复专家 .....	9
表 6：国际医学各院盈利预测 .....	10
表 7：可比公司估值情况 .....	10

## 1. 国际医学各院区康复专科体系实现全覆盖

### 1.1. 三大综合医疗院区组成医疗服务集团

**三大综合医院立足中西部。**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性医院。国际医学中心医院 2019 年 9 月开诊，内设十一大专科，是全国最大的单体医院。国际医学商洛医院由商洛市第二人民医院改制建设，新院区于年 3 月 28 日开诊。

图 1：国际医学三大综合医疗院区



资料来源：公司公告，公司官网，公司公众号，天风证券研究所

**公司医疗服务规模增长空间广阔，最大规划床位数 12000 张左右。**西安国际医学高新医院 2002 年投入运营，床位常年超负荷运转，高新医院二期 2020 年 12 月底开业，规划床位 1000 张，一二期总床位数调整后达 1500 张。西安国际医学中心医院规划最大床位 5037 张，是全国最大的单体医院。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 2021 年 3 月底开业，最大床位 1800 张，将成为商洛市最高水平三级甲等医院。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，医院建设正稳步推进中。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）
西安国际医学高新医院	西安国际医学高新医院（一期）	500	5.2	2002 年投入运营	—
	西安国际医学高新医院（二期）	1000	12	2020 年 12 月开业	9.83
	西安国际生殖医学中心	-	1.8	2019 年开业	1.27

国际医学商洛医院	国际医学商洛医院（旧院区，新院区开诊后计划停用）	500	2.5	2017年四季度并表进入公司	
	国际医学商洛医院（新院区）	1800	22	2021年3月开业	17.98
西安国际医学中心医院	西安国际医学中心医院	5037	53	2019年开业	55.75
西安国际医学康复医院	妇女儿童医院				
	骨科医院	3600	42.5	建设中	39.61
	康复、中医、老年病医院				

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所，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

## 1.2. 国际医学康复学科体系建设完备

公司各院区均开设有康复相关学科。西安国际医学高新医院建有神经内一科和骨五科，专门针对神经康复和骨科康复进行诊疗。西安国际医学中心医院的康复医院下设儿童康复科、神经康复科、心肺康复科、运动康复科及康复评定治疗部等专业康复科室。商洛国际医学中心医院康复医学学科的康复中心是医院重点发展科室，为西北康复学会联合会会员单位。此外还有在建的西安国际康复医院将提供更加全面的各专科康复医疗服务。

表 2：国际医学康复医院（科室）情况

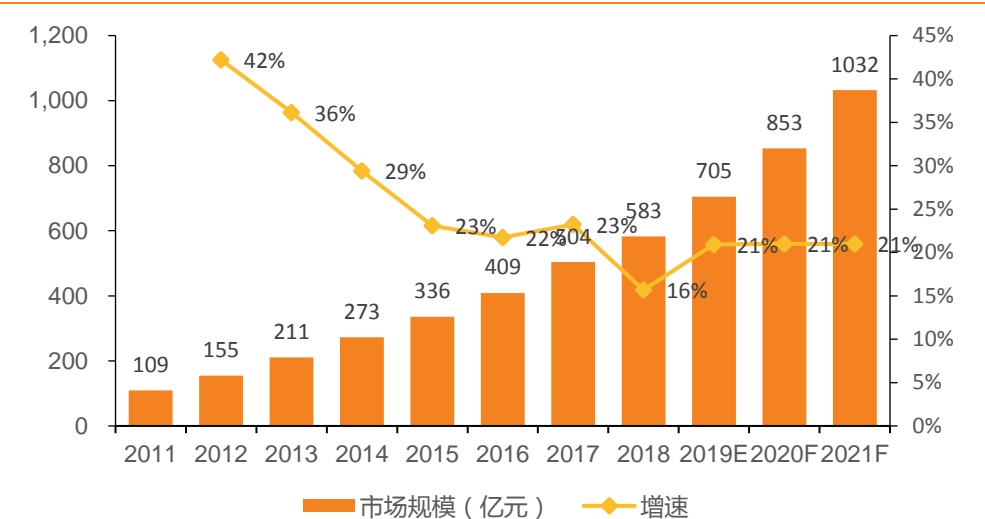
医院名称	医院级别	康复相关科室	面积	康复科床位数	康复科医护人员数（人）	科室特色
国际医学高新医院	三甲综合医院	康复病院	康复训练大厅约 1000 平	38 <sup>注1</sup>	39 <sup>注1</sup>	神经内一科和骨五科,诊疗项目包括慢性脑血管病、脑卒中及脑外伤后昏迷及部分骨科康复等。
国际医学中心医院	三级综合医院	康复医院	/	超 500 张	/	儿童康复科、神经康复科、心肺康复科、运动康复科及康复评定治疗部
国际医学商洛医院	三级综合医院	康复医学科	康复训练大厅约 1000 平	20 <sup>注2</sup>	15 <sup>注2</sup>	专科特色的康复中心
西安国际康复医院	/	/	一期 43 万平方米	3600 <sup>注3</sup>	/	妇儿康复、骨科康复和脑科康复等

资料来源：国际医学高新医院官网，国际医学中心医院官网，国际医学康复医院官网，国际医学高新医院公众号，国际医学商洛医院公众号，国际医学康复医院公众号，天风证券研究所；注<sup>1</sup>：高新医院康复床位数及康复医护人员数未包含骨五科（运动康复科）；注<sup>2</sup>：国际医学商洛医院康复医学科为老院区信息；注<sup>3</sup>：国际医学康复医院整体床位数

## 2. 康复行业潜在需求巨大，政策加持市场规模持续提升

2021 年中国康复医疗行业市场预计达到 1032 亿元。毕马威根据历年《中国卫生健康统计年鉴》康复专科医院收入与诊疗人次等进行预测，预计 2021 年康复医疗服务市场规模达到 1032 亿元。人口老龄化的加速、慢性病人口数量的增加、居民康复意识的增强以及国家对残疾人康复需求的重视与财政支持是推动康复需求持续增长的重要因素。

图 2：2011-2021 中国康复医疗行业市场规模（亿元）



资料来源：毕马威，天风证券研究所

**政策促进康复医疗事业快速发展。**近年来多部门陆续出台相关政策，促进社会办医，保障民众康复需求得到满足，支持康复医疗事业快速发展。2021 年 6 月国家卫健委等八部门发布《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》，进一步明确康复医疗发展思路 and 方向。

表 3：近年康复医疗领域重要政策

时间	政策	发布机构	内容
2021 年 6 月	《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》	国家卫健委等八部门	从 7 个部分明确康复医疗发展思路，并明确康复医疗工作是卫生健康事业的重要组成部分。加快推进康复医疗工作发展对全面推进健康中国建设、实施积极应对人口老龄化国家战略，保障和改善民生具有重要意义。
2020 年 2 月	《中共中央 国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	国务院	筹基金支付范围。补齐护理、儿科、老年科、精神科等紧缺医疗服务短板；推广按疾病诊断相关分组付费，医疗康复、慢性精神疾病等长期住院按床日付费，门诊特殊慢性病按人头付费
2019 年 11 月	《国家卫生健康委办公厅关于开展加速康复外科试点工作的通知》	国家卫健委	在全国 32 个省，自治区和直辖市分别选取 195 家试点医院，确定关节外科、脊柱外科、创伤骨科、骨肿瘤外科、足踝外科作为试点病种，加强对医务人员和患者的宣教，将康复理念融入相关疾病的诊疗
2019 年 6 月	《促进社会办医持续健康规范发展意见》	国家卫健委等十部门	规范调整医疗服务项目价格。提高本市中医、病理、康复、精神、手术等 5 类医疗服务项目价格
2017 年 10 月	《康复医疗中心基本标准（试行）》《护理中心基本标准（试行）》	国家卫生计生委	鼓励康复医疗中心集团化、连锁化经营，建立规范、标准的管理与服务模式。并对申请举办集团化、连锁化康复医疗中心优先设置审批
2017 年 5 月	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，鼓励在康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构
2017 年 4 月	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	国务院	鼓励护理院、专业康复机构等加入医联体。建立医联体内转诊机制，重点畅通向下转诊通道，将急性病恢复期患者、术后恢复期患者及危重症稳定期患者及时转诊至下级医疗机构继续治疗和康复

2017年2月	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	国务院	加强老年康复医院、护理院、临终关怀机构和综合医院老年病科建设；加强康复医师、康复治疗师、康复辅助器具配置人才培养，广泛开展认知知觉功能康复训练等老年康复护理服务
2017年2月	《残疾预防和残疾人康复条例》	国务院	社会力量举办的康复机构和政府举办的康复机构在准入、执业、专业技术人员职称评定、非营利组织的财税扶持、政府购买服务等方面执行相同的政策

资料来源：中国政府网，国务院，卫健委，毕马威，天风证券研究所

陕西省康复医院是陕西省最大的康复专科医院，开放床位 800 张。根据复旦大学医院管理研究所发布的《2019 年中国医院排行榜》，康复医学声誉排行榜西北地区，空军军医大学西京医院、西安交通大学第二附属医院分别位列一、二。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。国际医学旗下高新医院及中心医院均设立康复专科。此外，西安国际康复医学中心最大床位 3600 张，预计开诊后可缓解公立医床位不足的压力。

表 4：陕西省主要康复医学科室情况

医院名称	医院级别	康复相关科室	面积	康复相关床位数	康复医护人员数(人)	科室设计
西安交通大学第一附属医院	三级甲等综合医院	康复医学科	/	140	114	结合传统中医康复手段，形成了以专科为方向、专病为核心、专项技术为手段的特色鲜明的中西医结合康复。门诊设有成人康复门诊、儿童康复门诊，康复评定室和电生理室、ST（言语、吞咽、听力）联合单元、脊柱功能评估及矫正室、针灸治疗室和门诊综合康复治疗区；病房目前开设了 3 个病区（神经康复病区、骨科康复病区、中西医结合康复病区）。
空军军医大学唐都医院	三级甲等综合医院	康复理疗科	/	/	64	开展的项目包括运动功能、神经系统、言语认知与吞咽功能评定、神经系统疾病康复(脑卒中、颅脑损伤等)、骨科系统疾病康复(骨折术后、关节置换术后等)、儿童疾病(脑瘫等)、脊柱疾病(颈椎病、腰椎间盘突出、脊髓损伤等)、运动疗法、作业疗法、心理治疗、言语及吞咽治疗、矫形支具、传统康复等
西安市第九医院（西安交大医学院附属市九院）	三级甲等综合医院	中西医结合康复科	/	开放床位 70 张	41	由中医门诊、康复门诊、康复中心及病房组成
陕西省康复医院（陕西省残疾人康复中心）	三级甲等康复专科医院	建制科室 63 个，开设业务科室 35 个	业务用房 46299 平方米	编制床位 560 张，开放床位 800 张	873	以脑损伤康复、儿童康复、脊髓损伤康复、精神心理康复、肿瘤康复、听力康复、视力康复、骨与关节康复、心肺康复、老年康复、中医康复、疼痛康复、康复评定、康复护理为优势
西安市红会医院	三级甲等综合医院	康复医院（院中院）	占地面积约 6000 平方米	编制床位 150 张	125	疼痛病区、神经脊柱病区、骨关节病区、中医康复科（下设中医内科、针灸科、理疗科、疼痛科）

西安交通大学第二附属医院	三级甲等综合医院	康复医学科	/	/	/	设有康复医学科，有脑病科门诊、康复科门诊、软组织门诊和住院病房四部分。康复治疗内容涵盖：神经疾病、骨科疾病、小儿疾病、各种疼痛、慢性骨关节病变和各种功能障碍。
国际医学高新医院	三级甲等综合医院	神经内一科、骨五科	康复训练大厅约1000平	38 <sup>注1</sup>	39 <sup>注1</sup>	诊疗项目包括慢性脑血管病、脑卒中及脑外伤后昏迷、植物状态促醒、偏瘫、失语、吞咽功能障碍、大小便障碍及脑卒中后抑郁、脊髓损伤截瘫康复、神经源性膀胱、直肠康复、周围神经病及部分骨科康复等。
国际医学中心医院	三级综合医院	康复医院	/	超500张	/	儿童康复科、神经康复科、运动康复科及康复评定治疗部

资料来源：各医院官网，天风证券研究所，注<sup>1</sup>：高新医院康复床位数及康复医护人员数未包含骨五科（运动康复科）

### 3. 国际医学旗下医院康复学科实力不俗

#### 3.1. 国际医学中心医院旗下康复医院

康复医院是西安国际医学中心的重点专科医院。现已经开设专科有：儿童康复科、神经康复科、运动康复科、心肺康复科及康复评定治疗部。拟开设专科有：工伤骨关节脊髓损伤康复科、老年康复科、疼痛康复科、中医康复科、精神康复科等近 20 余个学科。全面实行“以全生命周期康复为主线，脏器康复为基础，中西结合、医康结合、医工结合为特色，创办国内国际一流康复医院为目标”的办院宗旨;全力打造医院成为全国“康复人才的培训基地，康复技术的示范基地，康复教学、科研的孵化基地”。据中心医院官网显示康复医院现有工作人员 80 余人，其中高级职称人员 10 余人，医师 27 人，护士 23 人，康复治疗师 32 人。

图 3：国际医学中心医院——康复医院概貌



资料来源：国际医学中心医院官网、天风证券研究所

### 3.2. 国际医学高新医院——康复医学科

西安高新医院康复医学科是“国家临床重点专科建设项目”“陕西省优势专科”。目前神经康复专科现有医护人员 39 名，其中高级职称 2 名，中级职称 7 名、研究生 2 名、在读硕士研究生 3 名、康复技师 15 名、护士 14 名。开设床位 38 张。拥有专业的康复医师、作业治疗师、运动治疗师、语言治疗师、儿童康复师、传统中医治疗师、心理治疗师、康复护士等，组建了强大的康复团队。科室康复训练大厅面积共计 1000 平方米左右，根据所开展的康复项目，划分为 PT 区、OT 区、ST 区、儿童治疗区、传统中医治疗区等。

目前骨科共开设创伤骨科、手足外科、脊柱、关节病科、疼痛康复、腰椎间盘突出症专科、中西医结合骨病康复等业务。由省内知名医院的权威骨科专家、主任医师王振汉教授作为医学顾问。科室现有医护人员 21 名，其中高级职称 3 名、中级职称 3 名，初级职称 3 名，护士 12 名，设置床位 33 张。除院内各种大型设备，科室另配置 ES2000 超声多普勒血流探测仪、全自动手术显微镜及大型 C 型 X 光机、腰椎电脑复位机、四肢 CPM 康复器等骨科专用设备。

图 4：国际医学高新医院——手术设备



资料来源：国际医学高新医院官网、天风证券研究所

### 3.3. 西安国际康复医学中心

西安国际康复医学中心（西安国际医学康复医院）一期规划建筑面积 42.5 万平方米，最大床位 3600 张。医院由国内外综合顶级设计院倾力打造，按照国际 JCI 认证标准和国家三级甲等综合医院标准规划，是一所集医疗、科研、教学、培训、康复于一体的全球超大大专业康复医院。康复医学中心内设妇儿医院、骨科医院和康复医院。未来全部建成后，将成为一所由 9 大专业康复中心和 1 个综合康复中心，60 个康复病区，上百项现代康复和传统康复相结合的康复项目构成的现代化、国际化特色专业康复医院。主要提供急危重、疑难、手术病人的后续康复治疗、慢性疾病管理及治疗。2018 年 5 月 31 日西安国际康复医学中心开工奠基仪式举行，项目正式开始建设；2020 年 9 月 25 日，举办封顶仪式，预计 2021 年内完成建设。



图 5：西安国际康复医学中心医院效果图



资料来源：国际医学康复医院公众号，天风证券研究所

图 6：西安国际康复医学中心医院封顶仪式



资料来源：国际医学康复医院公众号，天风证券研究所

### 3.4. 国际医学不断吸引高级人才，为医院发展注入强劲动力

国际医学康复学科不断完善人才梯队，众多专家、教授、行业翘楚加盟，使得国际医学康复体系得以快速发展。2021 年 5 月 8 日，国际医学高新医院迎来朱一平教授鼎力加盟，为医院发展注入强劲动力。朱教授是中国康复学会的副主委，陕西康复学会的副会长，业内影响力很大，朱教授加盟高新医院会对医院康复学科的发展起到关键作用。

表 5：国际医学部分康复专家

医院	专家	现任职	曾任职	曾担任职务	社会任职
国际医学高新医院	朱一平	神经内一科主任	陕西省康复医院	陕西省康复医院原院长	陕西省康复医学会神经疾病专业委员会常委
国际医学高新医院	李鑫铭	神经内一科主任	/	/	陕西省康复医学副会长
国际医学中心医院	张正湘	康复医院副院长	陕西省康复医院	陕西省康复医院原副院长	陕西省康复医学会儿童康复专业委员会常务委员
国际医学中心医院	刘衡	运动康复科主任	武警甘肃总队医院	武警甘肃总队医院原副院长兼医务处主任，兼骨科中心主任	甘肃省康复医学会理事
国际医学中心医院	杨宁	康复医学副主任医师	陕西省康复医院、西安工会医院	陕西省康复医院儿童康复一科原主任、西安工会医院儿童康复科原主任	中国康复医疗机构联盟神经康复专业委员会副主委

资料来源：各医院官网，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 盈利预测

- 1、国际医学高新医院现有总床位 1500 张，预计 2021 年底住满；
- 2、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 2500-3000 张，2022 年底预计开放 4000-5000 张床位；
- 3、国际医学商洛医院新院区 2021 年上半年开诊后床位数稳步增长；

- 4、国际医学康复医院预计 2022 年开诊，少数股东权益 45%保持不变；
- 5、暂不考虑辅助生殖相关业务对业绩的贡献。

表 6：国际医学各院盈利预测

单位：（百万 元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
高新医院	826	799	1279	1463	1543
中心医院	56	721	2239	3697	4439
康复医院				250	805
商洛医院	123	104	162	255	362
其他	-14	-17			
<b>合计</b>					
营业收入	991	1607	3680	5665	7148

资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 盈利预测：

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 36.80、56.65、71.48 亿元；归属于上市公司股东的净利润分别为 1.24、2.96、4.42 亿元（未考虑股权激励费用）；EPS 分别为 0.05、0.13 和 0.19 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，目前同类公司 2021 年对应平均 PS 为 25.85 倍，考虑国际医学在人才梯队、经营规模、商业模式上所具有的优势和潜力，给予公司 2021 年 PS 为 16.93 倍，目标价 27.37，维持“买入”评级。

表 7：可比公司估值情况

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PS			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
爱尔眼科	69.90	3778.46	0.42	0.44	0.57	0.75	25.91	24.92	19.77	15.69
通策医疗	410.80	1317.19	1.54	2.30	3.07	4.03	42.47	44.96	34.72	26.99
美年健康	9.16	358.55	0.14	0.21	0.28	0.36	5.67	3.90	3.17	2.65
锦欣生殖	17.06	427.72	0.1	0.15	0.21	0.26	22.66	29.62	23.79	18.82
平均			0.55	0.78	1.03	1.35	24.18	25.85	20.37	16.04
国际医学	19.84	451.54	0.02	0.05	0.13	0.19	15.42	12.27	7.97	6.32

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：爱尔眼科、通策医疗、美年健康及锦欣生殖的预测 EPS 及 PS 取自万得一致预期，收盘价及总市值为 2021 年 06 月 28 日收盘数据，锦欣生殖数据已按最新汇率转化为人民币

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,085.60	1,036.75	568.90	453.17	571.87	营业收入	990.95	1,606.99	3,679.74	5,664.65	7,148.33
应收票据及应收账款	115.24	260.13	396.60	488.84	803.42	营业成本	849.14	1,754.98	2,819.56	4,422.97	5,532.10
预付账款	21.04	15.92	89.35	85.29	139.12	营业税金及附加	11.49	10.74	42.68	65.71	82.92
存货	52.66	57.45	119.44	158.04	189.03	营业费用	11.30	10.02	18.40	28.32	35.74
其他	340.96	967.20	1,164.82	1,543.13	1,595.32	管理费用	392.86	454.65	551.96	736.40	929.28
<b>流动资产合计</b>	<b>1,615.49</b>	<b>2,337.44</b>	<b>2,339.12</b>	<b>2,728.46</b>	<b>3,298.75</b>	研发费用	7.68	9.69	18.40	28.32	35.74
长期股权投资	75.25	5.67	5.67	5.67	5.67	财务费用	42.48	151.74	119.30	122.04	142.73
固定资产	4,535.92	6,229.05	6,649.20	6,841.22	6,873.55	资产减值损失	(118.03)	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,485.36	2,270.01	1,589.00	1,112.30	778.61	公允价值变动收益	17.30	24.11	0.00	0.00	0.00
无形资产	605.55	689.62	740.91	794.31	863.05	投资净收益	47.94	738.92	0.00	0.00	0.00
其他	708.52	592.63	583.55	571.70	561.14	其他	107.79	(1,555.75)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,410.60</b>	<b>9,786.96</b>	<b>9,568.33</b>	<b>9,325.19</b>	<b>9,082.01</b>	<b>营业利润</b>	<b>(379.01)</b>	<b>7.87</b>	<b>109.43</b>	<b>260.88</b>	<b>389.82</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,031.09</b>	<b>12,124.41</b>	<b>11,909.11</b>	<b>12,055.88</b>	<b>12,382.06</b>	营业外收入	0.46	9.86	0.00	0.00	0.00
短期借款	199.77	410.33	0.00	82.13	189.98	营业外支出	5.96	10.37	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,278.74	2,052.76	391.61	1,574.16	1,191.89	<b>利润总额</b>	<b>(384.51)</b>	<b>7.35</b>	<b>109.43</b>	<b>260.88</b>	<b>389.82</b>
其他	387.41	677.84	1,172.58	693.92	1,290.88	所得税	28.04	(27.48)	14.23	33.91	50.68
<b>流动负债合计</b>	<b>1,865.91</b>	<b>3,140.93</b>	<b>1,564.19</b>	<b>2,350.21</b>	<b>2,672.76</b>	<b>净利润</b>	<b>(412.55)</b>	<b>34.84</b>	<b>95.21</b>	<b>226.97</b>	<b>339.14</b>
长期借款	3,155.33	3,905.87	3,966.23	3,094.10	2,754.47	少数股东损益	(8.62)	(10.52)	(28.76)	(68.56)	(102.45)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(403.93)</b>	<b>45.36</b>	<b>123.97</b>	<b>295.53</b>	<b>441.59</b>
其他	13.74	44.33	20.16	26.07	30.19	每股收益(元)	(0.18)	0.02	0.05	0.13	0.19
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,169.07</b>	<b>3,950.20</b>	<b>3,986.39</b>	<b>3,120.17</b>	<b>2,784.66</b>						
<b>负债合计</b>	<b>5,034.98</b>	<b>7,091.13</b>	<b>5,550.58</b>	<b>5,470.38</b>	<b>5,457.42</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	40.53	32.46	3.70	(64.86)	(167.31)	<b>成长能力</b>					
股本	1,971.05	1,971.05	2,275.93	2,275.93	2,275.93	营业收入	-51.41%	62.17%	128.98%	53.94%	26.19%
资本公积	217.80	217.80	912.92	912.92	912.92	营业利润	-112.42%	-102.08%	1290.49%	138.40%	49.42%
留存收益	3,214.46	3,259.82	4,078.91	4,374.44	4,816.03	归属于母公司净利润	-118.49%	-111.23%	173.29%	138.40%	49.42%
其他	(447.73)	(447.86)	(912.92)	(912.92)	(912.92)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,996.11</b>	<b>5,033.27</b>	<b>6,358.53</b>	<b>6,585.50</b>	<b>6,924.64</b>	毛利率	14.31%	-9.21%	23.38%	21.92%	22.61%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,031.09</b>	<b>12,124.41</b>	<b>11,909.11</b>	<b>12,055.88</b>	<b>12,382.06</b>	净利率	-40.76%	2.82%	3.37%	5.22%	6.18%
						ROE	-8.15%	0.91%	1.95%	4.44%	6.23%
						ROIC	-9.78%	11.99%	2.65%	3.80%	5.53%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	50.19%	58.49%	46.61%	45.38%	44.08%
净利润	(412.55)	34.84	123.97	295.53	441.59	净负债率	46.55%	71.22%	55.33%	43.79%	37.09%
折旧摊销	128.65	382.86	293.63	321.28	342.62	流动比率	0.87	0.74	1.50	1.16	1.23
财务费用	59.98	154.03	119.30	122.04	142.73	速动比率	0.84	0.73	1.42	1.09	1.16
投资损失	(47.94)	(738.92)	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	938.97	556.92	(1,464.90)	175.57	(256.92)	应收账款周转率	10.43	8.56	11.21	12.80	11.06
其它	(701.43)	(348.39)	(28.76)	(68.56)	(102.45)	存货周转率	25.21	29.19	41.60	40.83	41.19
<b>经营活动现金流</b>	<b>(34.32)</b>	<b>41.33</b>	<b>(956.76)</b>	<b>845.86</b>	<b>567.58</b>	总资产周转率	0.11	0.15	0.31	0.47	0.59
资本支出	4,214.30	1,837.67	108.24	84.08	105.89	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(165.37)	(69.59)	0.00	0.00	0.00	每股收益	-0.18	0.02	0.05	0.13	0.19
其他	(6,584.57)	(2,872.37)	(195.65)	(173.53)	(215.15)	每股经营现金流	-0.02	0.02	-0.42	0.37	0.25
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,535.63)</b>	<b>(1,104.29)</b>	<b>(87.40)</b>	<b>(89.44)</b>	<b>(109.26)</b>	每股净资产	2.18	2.20	2.79	2.92	3.12
债权融资	3,411.18	4,621.50	4,087.06	3,336.96	3,140.07	<b>估值比率</b>					
股权融资	(261.83)	(150.70)	1,111.92	(120.87)	(141.57)	市盈率	-111.79	995.46	364.25	152.79	102.25
其他	(923.28)	(3,533.86)	(4,622.66)	(4,088.22)	(3,338.13)	市净率	9.11	9.03	7.11	6.79	6.37
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,226.07</b>	<b>936.94</b>	<b>576.32</b>	<b>(872.14)</b>	<b>(339.62)</b>	EV/EBITDA	363.46	52.91	91.07	66.57	53.10
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	-120.46	195.42	207.99	122.43	87.27
<b>现金净增加额</b>	<b>(343.89)</b>	<b>(126.02)</b>	<b>(467.85)</b>	<b>(115.72)</b>	<b>118.69</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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