

国际医学 (000516.SZ) 上半年保持高质量发展, 业绩环比改善, 成长逻辑逐步兑现

2021年08月27日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

蔡明子 (分析师)

古意涵 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

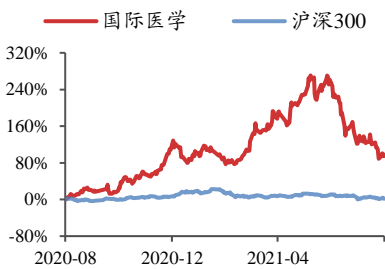
guyihan@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121020007

日期	2021/8/26
当前股价(元)	11.07
一年最高最低(元)	21.66/5.63
总市值(亿元)	251.95
流通市值(亿元)	209.63
总股本(亿股)	22.76
流通股本(亿股)	18.94
近3个月换手率(%)	191.44

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-2021 上半年收入同比环比皆实现稳定增长, 预计 Q3 有望迎来业绩加速》-2021.7.12

《公司信息更新报告-拟与泰格医药在临床研发等方面深度合作, 医院平台价值凸显》-2021.6.17

《公司信息更新报告-医院业绩环比改善, 成长逻辑兑现》-2021.4.30

● 医院业绩环比改善, 成长逻辑逐步兑现, 维持“买入”评级

8月26日, 公司发布2021中报: 2021H1实现营收13.06亿(+104.1%, 皆同比2020H1), 归母净利润-3.6亿(2021H1为-3.44亿); 扣非净利润-2.93亿(2021H1为-3.52亿); 经营现金流净额0.78亿(+129.9%), EPS -0.16元/股(+0.01元/股)。收入保持高速增长。公司凭借医院平台延伸产业链, 打开成长天花板; 旗下医院病床使用率提升空间较大, 我们维持2021-2023年盈利预测不变, 预计2021-2023年归母净利润分别为0.60/4.09/5.75亿元, EPS分别为0.03/0.18/0.25元, 当前股价对应PE分别为421.8/61.6/43.8倍, 维持“买入”评级。

● 收入端保持高速增长, 剔除非经营因素下实现各季度逐步减亏

分季度看, 2021年Q1/Q2收入分别为6.32亿元(同比2020Q1增长130%)、6.74亿元(同比2020Q2增长85%), 营收实现了大幅增长; 从利润端看, 2021前两个季度剔除非经常性损益及股权激励费用2个因素后的净利润呈现持续减亏趋势(2020Q4-2021Q2剔除该两方面因素后的净利润分别为-1.4、-1.3、-1.3亿元)。2021H1经营现金流净额为0.78亿(+129.9%), 实现大幅改善。

● 医院单床产出及就诊人次持续提升, 成长逻辑逐步验证

医院业务高速增长, 2020Q1-2021Q2营收和住院工作量逐季提升。高新医院2021H1门急诊和住院人数再创历史新高, 单床产出呈现持续上升趋势, 一期+二期总床位数1500张, 依托医院目前的患者流量持续增加, 预计2021年有望实现满负荷运营。中心医院2021H1门急诊总量突破31万人次(+252.13%), 住院人数突破2.7万人次(+144.55%), 手术量突破1万例, 4-5月假期及JCI认证导致入住床位数短暂下降, 但快速回升, 目前在药物临床试验方面, 可承接II、III、IV期药物临床试验。商洛医院2021H1实现收入0.51亿元(同比2020H1+3.57%), 净利润-0.39亿元(同比2020H1-530%, 源于新院区开诊后折旧增加), 在医疗新技术开展与应用实现突破式进展, 且已顺利完成三级综合性医院核定工作。

● 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	991	1,607	3,712	6,009	7,932
YOY(%)	-51.4	62.2	131.0	61.9	32.0
归母净利润(百万元)	-404	45	60	409	575
YOY(%)	-118.5	111.2	31.7	585.3	40.4
毛利率(%)	14.3	-9.2	22.2	22.9	17.7
净利率(%)	-40.8	2.8	1.6	6.8	7.2
ROE(%)	-8.3	0.7	1.0	6.2	8.2
EPS(摊薄/元)	-0.18	0.02	0.03	0.18	0.25
P/E(倍)	-62.4	555.4	421.8	61.6	43.8
P/B(倍)	5.1	5.0	5.0	4.6	4.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 剔除非经营因素下实现各季度逐步减亏，下半年有望迎来床位快速爬坡.....	3
2、 医院单床产出及就诊人次持续提升，成长逻辑逐步验证.....	3
3、 拟股权激励充分调动核心医生积极性，保障医院高质量运营.....	4
4、 盈利预测与投资建议.....	5
5、 风险提示.....	5
附： 财务预测摘要.....	6

图表目录

图 1： 公司各季度营业收入（亿元）呈现持续上升趋势.....	3
图 2： 公司各季度住院人次（人）呈现持续上升趋势.....	3
表 1： 国际医学盈利预测.....	5

1、剔除非经营因素下实现各季度逐步减亏，下半年有望迎来床位快速爬坡

8月26日，公司发布2021中报：2021H1实现营收13.06亿（+104.1%，皆同比2020H1），归母净利润-3.6亿（2021H1为-3.44亿）；扣非净利润-2.93亿（2021H1为-3.52亿）；经营现金流净额0.78亿（+129.9%），EPS -0.16元/股（+0.01元/股）。公司收入端保持高速增长，整体业绩符合我们的预期。

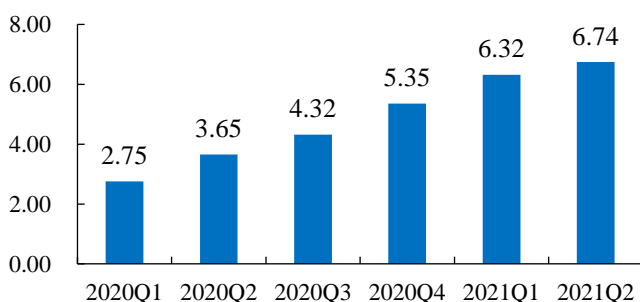
分季度看，2021年Q1/Q2收入分别为6.32亿元（同比2020Q1增长130%，环比2020Q4增长18%）、6.74亿元（同比2020Q2增长85%，环比2021Q1增长7%），营收实现了大幅增长；从利润端看，仅考虑非经常性损益0.71亿（交易性金融资产公允价值变动-7,124万元），2021Q1/Q2的扣非净利润分别为-1.30、-1.63亿元，但考虑到2020H1净利润-3.44亿元仅有30万交易性金融资产公允价值变动损益且没有股权激励费用的影响，2021前两个季度剔除该两方面因素后的净利润呈现持续减亏趋势（2020Q4-2021Q2剔除该两方面因素后的净利润分别为-1.4、-1.3、-1.3亿元）。公司2021H1经营现金流净额为0.78亿（+129.9%），实现大幅改善，主要系公司三大医疗院区全面投用后销售商品、提供劳务收到的现金增加影响，以商洛医院为例，其经营现金流转正，达到0.2亿（2020H1为-0.6亿）。

Q2收入同比及环比增速皆较Q1趋缓主要因为Q2本为淡季，且清明、五一假期以及Q2的JCI认证导致中心医院住院人次增长趋缓，预计中心医院Q1/Q2收入同比实现大幅度增长，环比实现正向增长，Q2利润较Q1减亏，盈利情况向好，预计高新医院Q1/Q2收入同比实现大幅度增长，环比实现正向增长。随着Q3逐渐进入疾病高发季节，且2021下半年相比2020年下半年，中心医院有地铁开通、JCI认证通过、医生队伍持续扩大、学科建设实力更强等优势，预计Q3起床位数量爬坡有望加速，经营情况依然向好。

2、医院单床产出及就诊人次持续提升，成长逻辑逐步验证

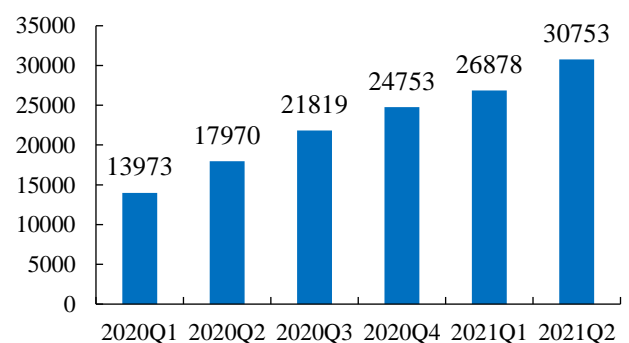
公司业务保持高速增长，呈现良好发展态势：2020H1门急诊量102.8万人次，同比增长98.19%，住院量5.7万人次，同比增长80.42%；2020Q1-2021Q2营收和住院工作量逐季提升。

图1：公司各季度营业收入（亿元）呈现持续上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司各季度住院人次（人）呈现持续上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司旗下医院布局了整形美容、辅助生殖、康复、妇儿、特需等特色专科医院及中心。一是通过打造大型优势专科，提升业务规模，满足服务需求；二是打造消费医疗特色专科，契合居民消费升级趋势，以三甲医院规范化的医疗品质，拓展高附加值医疗市场。2021年6月28日，整形美容专科医院新大楼正式动工，将有效提升医美业务的供给，满足旺盛的市场需求，提升客户就医体验。

高新医院 2021H1 实现收入 5.38 亿元（同比 2020H1+55.9%），净利润 0.42 亿元（同比 2020H1+143.97%）。门急诊和住院人数再创历史新高，门急诊总量突破 65 万人次(+70.75%)，住院人数突破 2.4 万人次(+55.08%)，手术量突破 6700 例(+53.90%)。假设高新医院入住床位数从 2020 年底的 808 张平滑增至 2021 年 6 月底的 1250 张，计算得到 **2021H1 的年化单床产出为 104 万元，较 2020 年的 98 万（收入/808 张床）增长 6%**。

目前高新医院肾脏内科透析室设备已突破 110 台，规律透析患者 300 余名，已成为陕西省及西安市规模最大的血液透析中心，呼吸与危重症医学科通过了国家级呼吸与危重症医学科规范化建设（PCCM）评审认证，产科入选省级母婴安全优质服务单位。

高新二期开业后，一期+二期总床位数 1500 张，依托医院目前的患者流量持续增加，预计 2021 年有望实现满负荷运营。

中心医院 2021H1 实现营收 7.17 亿元（同比 2020H1+191%），净利润-2.5 亿元（同比 2020H1 减亏 26.85%）。中心医院 2021H1 门急诊总量突破 31 万人次(+252.13%)，住院人数突破 2.7 万人次(+144.55%)，手术量突破 1 万例(+176.28%)。

中心医院病床入住持续爬坡：2020 年 7 月底 936 张，8 月底近 1100 张，10 月底超 1300 张，2021 年 3 月初 1620 张，3 月底 1800 张，4-5 月假期及 JCI 认证导致入住床位数短暂下降，但快速回升。核心在于医生、设备、平台优势带来的获客能力提升。

2021 年 5 月 27 日，西安国际医学中心医院高分通过得 JCI 认证。在药物临床试验方面，已完成包括呼吸内科、消化内科、神经内科、心血管内科、内分泌科、妇科、肿瘤科、血液 8 个专业的药物临床试验机构备案，可承接 II、III、IV 期药物临床试验，并同国内外 18 家知名药企和 CRO 公司展开合作。

商洛医院 2021H1 实现收入 0.51 亿元（同比 2020H1+3.36%），净利润-0.39 亿元（同比 2020H1-530%，源于新院区开诊后折旧增加），经营现金流转正（0.2 亿，2020H1 为-0.6 亿）。2021H1 商洛国际医学中心医院门急诊总量突破 6.2 万人，住院人数突破 5000 人。

商洛医院（新院区）已于 2021 年 3 月 28 日开诊，规划床位 1,800 张，自开诊以来，在医疗新技术的开展与应用方面实现突破式进展，已完成心脏介入手术 41 例、呼吸内镜手术 52 例、消化内镜手术 42 例，神经外科完成深部脑膜瘤手术 1 例。同时，商洛医院（新院区）已顺利完成三级综合性医院核定工作，将大幅增强商洛医院在所在区域的市场竞争力。

3、拟股权激励充分调动核心医生积极性，保障医院高质量运

营

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

公司凭借医院平台延伸产业链,打开成长天花板;旗下医院病床使用率提升空间较大,2021年盈利确定性高,我们维持2021-2023年盈利预测不变,预计2021-2023年归母净利润分别为0.60、4.09、5.75亿元,EPS分别为0.03、0.18、0.25元,当前股价对应PE分别为421.8/61.6/43.8倍,维持“买入”评级。

表1: 国际医学盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	991	1,607	3,712	6,009	7,932
YOY(%)	-51.4	62.2	131.0	61.9	32.0
归母净利润(百万元)	-404	45	60	409	575
YOY(%)	-118.5	111.2	31.7	585.3	40.4
毛利率(%)	14.3	-9.2	22.2	22.9	17.7
净利率(%)	-40.8	2.8	1.6	6.8	7.2
ROE(%)	-8.3	0.7	1.0	6.2	8.2
EPS(摊薄/元)	-0.18	0.02	0.03	0.18	0.25
P/E(倍)	-62.4	555.4	421.8	61.6	43.8
P/B(倍)	5.1	5.0	5.0	4.6	4.2

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1620	2337	546	1604	1206
现金	1086	1037	0	0	0
应收票据及应收账款	115	260	0	620	320
其他应收款	31	435	0	206	134
预付账款	21	16	23	68	66
存货	53	57	106	197	241
其他流动资产	315	532	417	514	444
非流动资产	8411	9787	15870	23230	29883
长期投资	75	6	-59	-136	-213
固定资产	4536	6229	10738	16459	22076
无形资产	606	690	707	732	760
其他非流动资产	3194	2863	4484	6175	7261
资产总计	10031	12124	16416	24834	31089
流动负债	1866	3141	6921	14637	20675
短期借款	200	410	5092	7585	14854
应付票据及应付账款	1279	2053	135	5001	3144
其他流动负债	387	678	1693	2050	2677
非流动负债	3169	3950	4105	4471	4201
长期借款	3155	3906	4089	4452	4178
其他非流动负债	14	44	15	19	23
负债合计	5035	7091	11025	19108	24876
少数股东权益	41	32	25	-49	-137
股本	1971	1971	2276	2276	2276
资本公积	218	218	218	218	218
留存收益	2997	3042	3094	3430	3916
归属母公司股东权益	4956	5001	5365	5775	6350
负债和股东权益	10031	12124	16416	24834	31089

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-34	41	-837	5092	378
净利润	-413	35	52	335	487
折旧摊销	129	383	438	703	1006
财务费用	42	152	16	342	300
投资损失	-48	-739	-205	-255	-370
营运资金变动	131	262	-1167	3866	-1043
其他经营现金流	124	-51	28	101	-2
投资活动现金流	-2536	-1104	-6051	-7954	-7347
资本支出	3613	1338	5927	7375	6852
长期投资	995	204	65	80	77
其他投资现金流	2072	437	-59	-499	-418
筹资活动现金流	2226	937	1149	264	-263
短期借款	60	211	-20	-105	36
长期借款	2584	751	184	363	-274
普通股增加	0	0	305	0	0
资本公积增加	-21	0	0	0	0
其他筹资现金流	-397	-24	681	6	-25
现金净增加额	-344	-126	-5739	-2598	-7232

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	991	1607	3712	6009	7932
营业成本	849	1755	2889	4635	6525
营业税金及附加	11	11	41	66	79
营业费用	11	10	45	60	52
管理费用	393	455	854	901	1150
研发费用	8	10	41	30	40
财务费用	42	152	16	342	300
资产减值损失	-118	0	0	0	0
其他收益	1	41	0	0	0
公允价值变动收益	17	24	0	-98	0
投资净收益	48	739	205	255	370
资产处置收益	-0	-0	-5	-2	0
营业利润	-379	8	27	129	155
营业外收入	0	10	5	5	6
营业外支出	6	10	8	8	9
利润总额	-385	7	24	126	152
所得税	28	-27	-28	-209	-334
净利润	-413	35	52	335	487
少数股东损益	-9	-11	-7	-74	-88
归母净利润	-404	45	60	409	575
EBITDA	-152	536	664	1231	1538
EPS(元)	-0.18	0.02	0.03	0.18	0.25

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-51.4	62.2	131.0	61.9	32.0
营业利润(%)	-112.4	102.1	245.1	374.3	20.0
归属于母公司净利润(%)	-118.5	111.2	31.7	585.3	40.4
获利能力					
毛利率(%)	14.3	-9.2	22.2	22.9	17.7
净利率(%)	-40.8	2.8	1.6	6.8	7.2
ROE(%)	-8.3	0.7	1.0	6.2	8.2
ROIC(%)	-3.6	7.5	3.2	7.5	6.4
偿债能力					
资产负债率(%)	50.2	58.5	67.2	76.9	80.0
净负债比率(%)	46.6	71.7	200.8	247.5	350.1
流动比率	0.9	0.7	0.1	0.1	0.1
速动比率	0.8	0.7	0.0	0.1	0.0
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	10.4	8.6	29.1	19.4	16.9
应付账款周转率	0.9	1.1	2.6	1.8	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.18	0.02	0.03	0.18	0.25
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	0.02	-0.37	2.24	0.17
每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.20	2.22	2.40	2.66
估值比率					
P/E	-62.4	555.4	421.8	61.6	43.8
P/B	5.1	5.0	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA	-179.1	52.8	53.0	31.1	29.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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