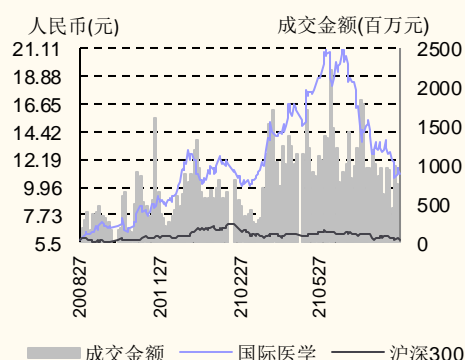


市场价格 (人民币): 11.07 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|------------|
| 总股本(亿股) | 22.76 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 18.94 |
| 总市值(亿元) | 251.95 |
| 年内股价最高最低(元) | 21.13/5.70 |
| 沪深 300 指数 | 4802 |
| 深证成指 | 14415 |



相关报告

1. 《国际医学深度报告-23 载深耕 JCI 三甲三院万床,厚积薄发在即》, 2021.8.25

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

住院与就诊人次 80%与翻倍增长, 盈利在即

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 991 | 1,607 | 2,824 | 5,536 | 6,848 |
| 营业收入增长率 | -51.41% | 62.17% | 75.71% | 96.05% | 23.71% |
| 归母净利润(百万元) | -404 | 45 | -107 | 314 | 564 |
| 归母净利润增长率 | -118% | 111% | -336% | 394% | 79.49% |
| 摊薄每股收益(元) | -0.205 | 0.023 | -0.047 | 0.138 | 0.248 |
| 每股经营性现金流净额 | -0.14 | 0.01 | 0.28 | 1.30 | 1.16 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | -8.15% | 0.91% | -1.75% | 4.89% | 8.07% |
| P/E | -23.67 | 546.20 | -235.29 | 80.14 | 44.65 |
| P/B | 1.93 | 4.95 | 4.12 | 3.92 | 3.60 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2021年8月26日, 公司发布中报, 2021年上半年实现营收 13.06 亿元, 同比增长 104%, 归母净利润和扣非归母净利润继续为亏损 3.6 亿元和 2.9 亿元。上半年门急诊量 102.8 万人次, 同比增长 98%, 住院量 5.76 万人次, 同比增长 80%。业绩符合预期。

点评

- **就诊与住院人次同比增长 98%和 80%, 营收同比高增长 104%。** 随着公司 3 大院区全部投入使用, 其近万张床位医疗平台开始步入协同快速发展阶段。
- **高新医院:** 2020 年底投用的二期大楼新增的 1000 张床位逐步开放, 2021 年上半年, 门急诊量突破 65 万人次, 住院人数 2.4 万人次, 手术量 6700 例, 分别同比增长 71%、55%和 54%。高新医院肾脏内科透析室设备突破 110 台, 已成为陕西省规模最大的血液透析中心。
- **中心医院:** (1) 门急诊总量 31 万人次, 住院人数 2.7 万人次, 手术量突破 1 万例, 分别同比增长 252%、145%和 176%。(2) 2021 年 5 月 27 日, 中心医院高分通过 JCI 认证 (9.89/10 分), 成为国内三家获 JCI 认证的民营三甲医院之一。医院管理运营的国际化水平得以确认。(3) 中心医院在 2021 年上半年, 发表学术论文 67 篇, 其中 SCI14 篇, 并完成呼吸、消化、血液、肿瘤、神经内科等 8 个专业的药物临床试验机构备案, 并与国内外 18 家知名药企与 CRO 公司展开合作。
- **商洛医院:** 2021 年 3 月 28 日正式开诊, 规划床位 1800 张, 是按 JCI 和三甲标准投建的集医疗、教学、科研、预防保健和康复于一体的综合性医院。上半年, 门急诊 6.2 万人次, 住院人数突破 5000 人次, 已完成三级综合医院核定工作。

盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测, 预计公司 2021/22/23 年销售收入为 30.89/54.32/70.52 亿元, 净利润为 -1.14/3.51/6.05 亿元。我们认为, 公司是 A 股稀缺的、已验证其单院成功复制性的三甲综合医院集团的标的, 高壁垒与成长性兼具。维持“买入”评级。

风险提示

- 医疗政策风险; 市场竞争风险; 人才短缺风险; 床位使用率不及预期风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 2,039 | 991 | 1,607 | 2,824 | 5,536 | 6,848 |
| 增长率 | | -51.4% | 62.2% | 75.7% | 96.0% | 23.7% |
| 主营业务成本 | -1,589 | -849 | -1,755 | -2,174 | -4,207 | -5,136 |
| %销售收入 | 77.9% | 85.7% | 109.2% | 77.0% | 76.0% | 75.0% |
| 毛利 | 451 | 142 | -148 | 649 | 1,329 | 1,712 |
| %销售收入 | 22.1% | 14.3% | n.a | 23.0% | 24.0% | 25.0% |
| 营业税金及附加 | -31 | -11 | -11 | -28 | -39 | -41 |
| %销售收入 | 1.5% | 1.2% | 0.7% | 1.0% | 0.7% | 0.6% |
| 销售费用 | -36 | -11 | -10 | -28 | -55 | -68 |
| %销售收入 | 1.8% | 1.1% | 0.6% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 管理费用 | -276 | -393 | -455 | -508 | -670 | -740 |
| %销售收入 | 13.5% | 39.6% | 28.3% | 18.0% | 12.1% | 10.8% |
| 研发费用 | -2 | -8 | -10 | -13 | -19 | -21 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.8% | 0.6% | 0.5% | 0.4% | 0.3% |
| 息税前利润 (EBIT) | 106 | -282 | -633 | 72 | 545 | 842 |
| %销售收入 | 5.2% | n.a | n.a | 2.6% | 9.9% | 12.3% |
| 财务费用 | 9 | -42 | -152 | -189 | -181 | -184 |
| %销售收入 | -0.4% | 4.3% | 9.4% | 6.7% | 3.3% | 2.7% |
| 资产减值损失 | -100 | 121 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 17 | 24 | 10 | 5 | 6 |
| 投资收益 | 3,041 | 48 | 739 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 99.7% | -12.5% | 10051% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 3,053 | -379 | 8 | -107 | 370 | 664 |
| 营业利润率 | 150% | n.a | 0.5% | n.a | 6.7% | 9.7% |
| 营业外收支 | -3 | -5 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 3,049 | -385 | 7 | -107 | 370 | 664 |
| 利润率 | 150% | n.a | 0.5% | n.a | 6.7% | 9.7% |
| 所得税 | -806 | -28 | 27 | 0 | -55 | -100 |
| 所得税率 | 26.4% | n.a | -374% | n.a | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 2,243 | -413 | 35 | -107 | 314 | 564 |
| 少数股东损益 | 59 | -9 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 2,184 | -404 | 45 | -107 | 314 | 564 |
| 净利率 | 107% | n.a | 3% | n.a | 6% | 8% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 2,243 | -413 | 35 | -107 | 314 | 564 |
| 少数股东损益 | 59 | -9 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 191 | 8 | 372 | 458 | 550 | 675 |
| 非经营收益 | -3,021 | -2 | -649 | 256 | 212 | 227 |
| 营运资金变动 | -185 | 131 | 262 | 25 | 1,884 | 1,181 |
| 经营活动现金净流 | -772 | -276 | 20 | 632 | 2,960 | 2,648 |
| 资本开支 | -1,699 | -3,606 | -1,338 | -1,272 | -1,980 | -2,640 |
| 投资 | 1,700 | 995 | 204 | -5 | -2 | -1 |
| 其他 | 42 | 76 | 30 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | 43 | -2,536 | -1,104 | -1,277 | -1,982 | -2,641 |
| 股权募资 | 2 | 0 | 2 | 1,220 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 402 | 2,694 | 1,207 | -139 | 300 | 300 |
| 其他 | -173 | -468 | -272 | -213 | -218 | -233 |
| 筹资活动现金净流 | 232 | 2,226 | 937 | 868 | 82 | 67 |
| 现金净流量 | -497 | -586 | -147 | 223 | 1,061 | 74 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 1,429 | 1,086 | 1,037 | 1,260 | 2,320 | 2,395 |
| 应收账款 | 96 | 146 | 695 | 658 | 1,031 | 1,163 |
| 存货 | 26 | 53 | 57 | 60 | 115 | 141 |
| 其他流动资产 | 805 | 336 | 548 | 554 | 575 | 584 |
| 流动资产 | 2,357 | 1,620 | 2,337 | 2,531 | 4,042 | 4,283 |
| %总资产 | 32.3% | 16.2% | 19.3% | 19.4% | 25.2% | 23.5% |
| 长期投资 | 918 | 289 | 236 | 251 | 258 | 265 |
| 固定资产 | 2,828 | 7,021 | 8,499 | 9,362 | 10,643 | 12,504 |
| %总资产 | 38.7% | 70.0% | 70.1% | 71.6% | 66.4% | 68.6% |
| 无形资产 | 544 | 618 | 736 | 935 | 1,083 | 1,187 |
| 非流动资产 | 4,949 | 8,411 | 9,787 | 10,547 | 11,985 | 13,956 |
| %总资产 | 67.7% | 83.8% | 80.7% | 80.6% | 74.8% | 76.5% |
| 资产总计 | 7,306 | 10,031 | 12,124 | 13,079 | 16,027 | 18,239 |
| 短期借款 | 141 | 256 | 716 | 300 | 300 | 300 |
| 应付款项 | 648 | 1,364 | 2,156 | 2,032 | 4,031 | 5,199 |
| 其他流动负债 | 167 | 246 | 269 | 389 | 718 | 896 |
| 长期借款 | 571 | 3,155 | 3,906 | 4,206 | 4,506 | 4,806 |
| 其他长期负债 | 2 | 14 | 44 | 6 | 11 | 14 |
| 负债 | 1,530 | 5,035 | 7,091 | 6,933 | 9,566 | 11,214 |
| 普通股股东权益 | 5,727 | 4,956 | 5,001 | 6,113 | 6,428 | 6,992 |
| 其中：股本 | 1,971 | 1,971 | 1,971 | 2,276 | 2,276 | 2,276 |
| 未分配利润 | 3,147 | 2,596 | 2,641 | 2,534 | 2,849 | 3,413 |
| 少数股东权益 | 49 | 41 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| 负债股东权益合计 | 7,306 | 10,031 | 12,124 | 13,079 | 16,027 | 18,239 |

比率分析

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 1.108 | -0.205 | 0.023 | -0.047 | 0.138 | 0.248 |
| 每股净资产 | 2.906 | 2.514 | 2.537 | 2.686 | 2.824 | 3.072 |
| 每股经营现金净流 | -0.392 | -0.140 | 0.010 | 0.278 | 1.301 | 1.163 |
| 每股股利 | 0.090 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 38.14% | -8.15% | 0.91% | -1.75% | 4.89% | 8.07% |
| 总资产收益率 | 29.90% | -4.03% | 0.37% | -0.82% | 1.96% | 3.09% |
| 投入资本收益率 | 1.20% | -3.59% | -31.02% | 0.68% | 4.11% | 5.90% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -49.76% | -51.41% | 62.17% | 75.71% | 96.05% | 23.71% |
| EBIT增长率 | -64.26% | -366% | 125% | -111% | 657% | 54.48% |
| 净利润增长率 | 1001% | -118% | 111% | -336% | 394% | 79.49% |
| 总资产增长率 | 25.27% | 37.29% | 20.87% | 7.87% | 22.54% | 13.80% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 12.4 | 35.0 | 42.6 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 存货周转天数 | 10.8 | 16.9 | 11.4 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 应付账款周转天数 | 139.6 | 401.2 | 330.8 | 300.0 | 310.0 | 330.0 |
| 固定资产周转天数 | 112.4 | 1,670.7 | 1,414.8 | 877.9 | 512.5 | 497.5 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -12.68% | 40.49% | 60.94% | 44.39% | 30.46% | 31.22% |
| EBIT利息保障倍数 | -12.3 | -6.6 | -4.2 | 0.4 | 3.0 | 4.6 |
| 资产负债率 | 20.94% | 50.19% | 58.49% | 53.01% | 59.69% | 61.49% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1 | 1 | 6 | 9 | 16 |
| 增持 | 0 | 1 | 2 | 3 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.50 | 1.25 | 1.25 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

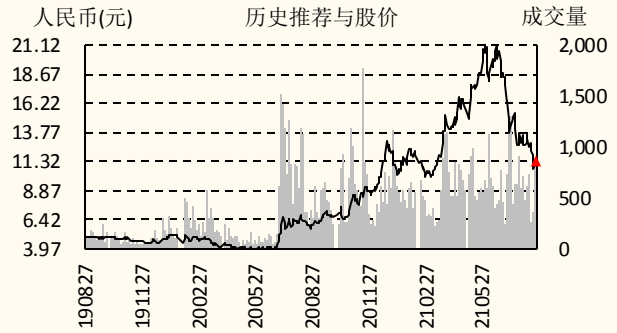
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2021-08-25 | 买入 | 11.45 | 18.14 ~ 18.14 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402