

国际医学 (000516.SZ) 收入环比持续增长, 经营利润实现同比减亏

2021年10月28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	2021/10/28
当前股价(元)	11.62
一年最高最低(元)	21.66/7.12
总市值(亿元)	264.46
流通市值(亿元)	220.04
总股本(亿股)	22.76
流通股本(亿股)	18.94
近3个月换手率(%)	171.73

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-上半年保持高质量发展, 业绩环比改善, 成长逻辑逐步兑现》-2021.8.27

《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

● 收入环比持续增长, 经营利润实现同比减亏, 维持“买入”评级

10月27日, 公司发布2021三季报: 2021Q3实现营业收入7.42亿(+71.71%, 皆同比2020Q3), 归母净利润-2.25亿(-45.78%), 扣非净利润-2.07亿(-32.40%), 经营现金流净额0.82亿(-5.86%), EPS -0.10元/股(-0.02元/股)。2021前三季度实现营业收入20.49亿(+91.04%, 皆同比2020Q3), 归母净利润-5.85亿(-17.36%); 扣非净利润-5.00亿(+1.67%), 经营现金流净额1.59亿(+191.96%)。公司收入端保持高速增长。按照股权激励目标, 我们下调2021-2023年收入, 考虑到2021年前三季度亏损、疫情影响以及未来几年折旧压力较大等因素, 我们下调2021-2023年归母净利润, 预计2021-2023年归母净利润分别为-6.45(原为0.60)、1.84(原为4.09)、3.84(原为5.75)亿元, EPS分别为-0.28/0.08/0.17元, 当前股价对应P/E分别为-41.0/144.1/68.8倍, 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, 维持“买入”评级。

● 剔除非经营因素下实现各季度逐步减亏, 现金流自2020Q3持续为正

分季度看, 2021年Q1/Q2/Q3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%), 7.42亿元(同比2020Q3增长71%, 环比2021Q2增长10%), 营收整体实现了大幅增长, 预计Q3由于7-8月国内疫情以及9月份西安全运会对外地患者就诊的影响, 导致同比增速趋缓, 但环比增速较2021Q2增加。从利润端看, 仅考虑非经常性损益, 2021Q1/Q2/Q3的扣非净利润分别为-1.30、-1.63、-2.07亿元, 但考虑到2020年同期没有股权激励费用的影响, 2021前3个季度剔除公允价值变动损益以及股权激励费用2方面因素后的经营净利润较2020年同期呈现减亏趋势。公司2021年前三季度经营现金流净额为1.59亿(+191.96%), 实现大幅改善, 主要系公司三大医疗院区全面投用后, 医疗收入大幅增长, 销售商品、提供劳务收到的现金增加影响所致, 且公司经营现金流净额自2020Q3转正以来, 持续为正。

● 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	2,941	4,294	6,011
YOY(%)	-51.4	62.2	83.0	46.0	40.0
归母净利润(百万元)	-404	45	-645	184	384
YOY(%)	-118.5	111.2	-1521.0	128.5	109.5
毛利率(%)	14.3	-9.2	6.0	24.0	25.0
净利率(%)	-40.8	2.8	-21.9	4.3	6.4
ROE(%)	-8.3	0.7	-12.6	3.3	6.6
EPS(摊薄/元)	-0.18	0.02	-0.28	0.08	0.17
P/E(倍)	-65.5	583.0	-41.0	144.1	68.8
P/B(倍)	5.3	5.3	6.1	5.8	5.4

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，Q4 有望迎来床位快速爬坡	3
2、 旗下医院门急诊及住院量快速增长，成长逻辑逐步验证	4
3、 实控人倡议员工增持彰显信心，助力公司长期发展	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： 公司营业收入（亿元）逐季提升	3
图 2： 公司经营净利润（亿元）同比 2020 年同期减亏	3
图 3： 公司经营现金流净额自 2020Q3 转正以来，持续为正	4
表 1： 国际医学盈利预测	5

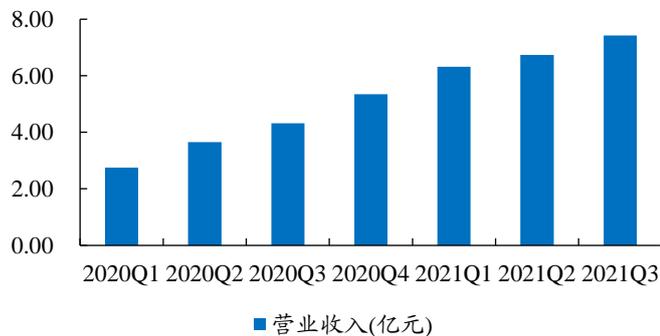
1、剔除非经营因素下实现各季度逐步减亏，Q4 有望迎来床位快速爬坡

10月27日，公司发布2021三季报：2021Q3实现营业收入7.42亿（+71.71%，皆同比2020Q3），归母净利润-2.25亿（-45.78%）；扣非净利润-2.07亿（-32.40%）；经营现金流净额0.82亿（-5.86%），EPS -0.10元/股（-0.02元/股）。2021前三季度实现营业收入20.49亿（+91.04%，皆同比2020Q3），归母净利润-5.85亿（-17.36%）；扣非净利润-5.00亿（+1.67%）；经营现金流净额1.59亿（+191.96%）。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/Q3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%）、7.42亿元（同比2020Q3增长71%，环比2021Q2增长10%），营收整体实现了大幅增长，预计Q3由于7-8月国内疫情以及9月份西安全运会对外地患者就诊的影响，导致同比增速趋缓，但环比增速较2021Q2增加。

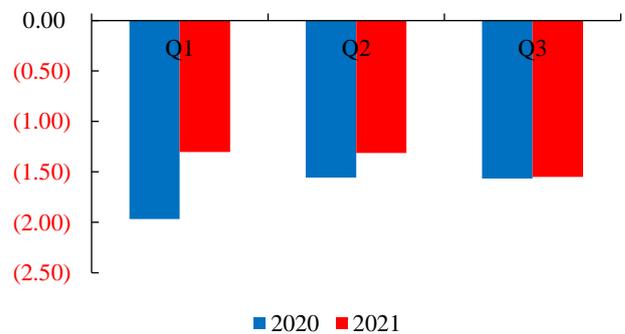
从利润端看，仅考虑非经常性损益，2021Q1/Q2/Q3的扣非净利润分别为-1.30、-1.63、-2.07亿元，但考虑到2020年同期没有股权激励费用的影响，2021前3个季度剔除公允价值变动损益以及股权激励费用2方面因素后的经营净利润较2020年同期呈现减亏趋势。

图1：公司营业收入（亿元）逐季提升



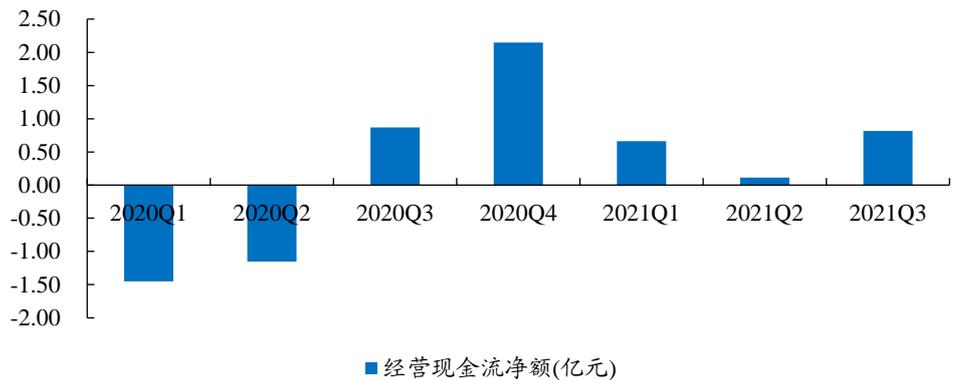
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司经营净利润（亿元）同比2020年同期减亏



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司2021年前三季度经营现金流净额为1.59亿（+191.96%），实现大幅改善，主要系公司三大医疗院区全面投用后，医疗收入大幅增长，销售商品、提供劳务收到的现金增加影响所致，且公司经营现金流净额自2020Q3转正以来，持续为正。

图3: 公司经营现金流净额自 2020Q3 转正以来, 持续为正


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、旗下医院门急诊及住院量快速增长, 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, 2021H1 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, 在 Q3 收入仍保持较快增长下, 预计住院量延续提升趋势。

高新医院 2021H1 门急诊和住院人数再创历史新高, 其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 门急诊总量突破 31 万人次 (同比 2020H1+252.13%), 住院人数突破 2.7 万人次 (同比 2020H1+144.55%), 手术量突破 1 万例 (同比 2020H1+176.28%), 随着 Q4 逐渐进入疾病高发季节, 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 Q4 起床位数量爬坡有望加速, 经营情况依然向好。

此外, 公司旗下医院还布局了整形美容、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。

3、实控人倡议员工增持彰显信心, 助力公司长期发展

2021 年 9 月 16 日, 公司公告称实控人刘建申先生倡议公司全体员工买入公司股票, 并承诺凡 2021 年 9 月 17 日至 10 月 11 日期间通过员工本人证券账户以二级市场竞价交易方式净买入公司股票, 且连续持有 12 个月以上并在职的员工, 其在前述时间期间内产生的股票减值亏损将得到补偿, 收益归个人所有。实控人此举将增强公司未来持续发展的信心, 有利提升员工积极性。公司后于 2021 年 10 月 18 日发布增持进展情况: 共 545 名员工以均价 11.58 元/股价格增持 443.33 万股公司股票, 增

持股票总金额为 5134.7 万元。员工增持情况表明公司员工对公司未来发展具备信心，有望助力公司长期发展。

4、盈利预测与投资建议

按照股权激励目标,我们下调 2021-2023 年收入,考虑到 2021 年前三季度亏损、疫情影响以及未来几年折旧压力较大等因素,我们下调 2021-2023 年归母净利润,预计 2021-2023 年归母净利润分别为-6.45(原为 0.60)、1.84(原为 4.09)、3.84(原为 5.75)亿元, EPS 分别为-0.28/0.08/0.17 元,当前股价对应 P/E 分别为-41.0/144.1/68.8 倍,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,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	2,941	4,294	6,011
YOY(%)	-51.4	62.2	83.0	46.0	40.0
归母净利润(百万元)	-404	45	-645	184	384
YOY(%)	-118.5	111.2	-1521.0	128.5	109.5
毛利率(%)	14.3	-9.2	6.0	24.0	25.0
净利率(%)	-40.8	2.8	-21.9	4.3	6.4
ROE(%)	-8.3	0.7	-12.6	3.3	6.6
EPS(摊薄/元)	-0.18	0.02	-0.28	0.08	0.17
P/E(倍)	-65.5	583.0	-41.0	144.1	68.8
P/B(倍)	5.3	5.3	6.1	5.8	5.4

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	531	1268	1064
现金	1086	1037	0	0	0
应收票据及应收账款	115	260	0	443	269
其他应收款	31	435	0	147	110
预付账款	21	16	15	50	52
存货	53	57	99	114	188
其他流动资产	315	532	417	514	444
非流动资产	8411	9787	13619	17833	23859
长期投资	75	6	-65	-142	-219
固定资产	4536	6229	9148	12552	17491
无形资产	606	690	707	732	760
其他非流动资产	3194	2863	3829	4692	5828
资产总计	10031	12124	14150	19101	24923
流动负债	1866	3141	5634	10565	16195
短期借款	200	410	4017	5449	11874
应付票据及应付账款	1279	2053	41	3575	2052
其他流动负债	387	678	1577	1542	2269
非流动负债	3169	3950	3742	3613	3479
长期借款	3155	3906	3727	3594	3456
其他非流动负债	14	44	15	19	23
负债合计	5035	7091	9377	14178	19674
少数股东权益	41	32	112	79	20
股本	1971	1971	2276	2276	2276
资本公积	218	218	218	218	218
留存收益	2997	3042	2477	2627	2953
归属母公司股东权益	4956	5001	4661	4845	5229
负债和股东权益	10031	12124	14150	19101	24923

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-34	41	-1362	3417	407
净利润	-413	35	-565	150	326
折旧摊销	129	383	401	571	797
财务费用	42	152	24	138	235
投资损失	-48	-739	-50	-105	-170
营运资金变动	131	262	-1272	2610	-778
其他经营现金流	124	-51	99	53	-2
投资活动现金流	-2536	-1104	-3989	-4779	-6711
资本支出	3613	1338	3681	4230	6224
长期投资	995	204	71	80	77
其他投资现金流	2072	437	-237	-470	-410
筹资活动现金流	2226	937	688	-175	-86
短期借款	60	211	-20	-105	36
长期借款	2584	751	-179	-133	-138
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	582	64	16
现金净增加额	-344	-126	-4663	-1537	-6389

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	991	1607	2941	4294	6011
营业成本	849	1755	2764	3263	4508
营业税金及附加	11	11	32	47	60
营业费用	11	10	35	43	40
管理费用	393	455	576	630	872
研发费用	8	10	32	21	30
财务费用	42	152	24	138	235
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	-71	-50	0
投资净收益	48	739	50	105	170
资产处置收益	-0	-0	-5	-2	0
营业利润	-379	8	-551	203	436
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	-554	200	434
所得税	28	-27	11	50	109
净利润	-413	35	-565	150	326
少数股东损益	-9	-11	79	-33	-59
归母净利润	-404	45	-645	184	384
EBITDA	-152	536	18	1081	1526
EPS(元)	-0.18	0.02	-0.28	0.08	0.17

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-51.4	62.2	83.0	46.0	40.0
营业利润(%)	-112.4	102.1	-7099.4	136.9	114.5
归属于母公司净利润(%)	-118.5	111.2	-1521.0	128.5	109.5
获利能力					
毛利率(%)	14.3	-9.2	6.0	24.0	25.0
净利率(%)	-40.8	2.8	-21.9	4.3	6.4
ROE(%)	-8.3	0.7	-12.6	3.3	6.6
ROIC(%)	-3.6	7.5	-3.0	2.6	2.5
偿债能力					
资产负债率(%)	50.2	58.5	66.3	74.2	78.9
净负债比率(%)	46.6	71.7	194.3	220.5	338.2
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	0.2	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	-0.28	0.08	0.17
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	0.02	-0.60	1.50	0.18
每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.20	1.91	1.99	2.16
估值比率					
P/E	-65.5	583.0	-41.0	144.1	68.8
P/B	5.3	5.3	6.1	5.8	5.4
EV/EBITDA	-187.3	55.2	1936.7	33.7	28.1

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