

医药健康研究中心

国际医学 (000516.SZ) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 10.12元

市场数据(人民币)

| | |
|------------------------------------|------------|
| 总股本(亿股) | 22.75 |
| 已上市流通 A股(亿股) | 19.07 |
| 总市值(亿元) | 230.26 |
| 年内股价最高最低(元) | 12.35/6.61 |
| 沪深 300 指数 | 4055 |
| 深证成指 | 11849 |
| 人民币(元) | 成交金额(百万元) |
| 12.35 | 1800 |
| 11.53 | 1600 |
| 10.71 | 1400 |
| 9.89 | 1200 |
| 9.07 | 1000 |
| 8.25 | 800 |
| 7.43 | 600 |
| 6.61 | 400 |
| 210907 211207 220307 220607 220907 | 0 |
| ■ 成交金额 ■ 国际医学 —— 沪深300 | |

相关报告

- 《国际医学中报点评-复诊后门诊量迅速恢复，环比翻倍，拐点确立》，2022.8.28
- 《国金医药-国际医学半年报预告点评-单季营收环比翻倍、减亏过半...》，2022.7.15
- 《国际医学-复诊点评-医院复诊，ST 摘除，JCI 综合三甲卸枷展...》，2022.4.14
- 《国金医药-ST 国医业绩预告点评-门诊住院量稳增营收高增 82%...》，
- 《国际医学 3 季报点评-疫情扰动下，营收同比近翻倍，盈亏突破在望》，2021.10.28

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

疫情下股权激励条件下修；鼓舞士气蓄力待发

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,607 | 2,921 | 3,008 | 4,339 | 5,946 |
| 营业收入增长率 | 62.17% | 81.78% | 2.96% | 44.26% | 37.04% |
| 归母净利润(百万元) | 45 | -822 | -310 | -43 | 200 |
| 归母净利润增长率 | n.a | n.a | 62.26% | 86% | 570% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.023 | -0.361 | -0.136 | -0.019 | 0.088 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.02 | 0.20 | 0.27 | 0.33 | 0.83 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | n.a | n.a | n.a | n.a | 3.81% |
| P/E | 546.20 | n.a | n.a | n.a | 113.57 |
| P/B | 4.95 | 4.71 | 4.47 | 4.50 | 4.33 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 9 月 6 日，公司公告，公司董事会审议通过了《关于调整 2021 年限制性股票激励计划公司业绩考核指标的议案》，公司独立董事对上述事项发表了同意的独立意见。

点评

- 复杂疫情防控形势下，及时调整业绩激励条件，鼓舞士气，共克时艰。(1) 公司于 2021 年 3 月制定了 2021 年限制性股权激励计划，基于正常、稳定经营环境下公司的行业地位、业务规模与盈利能力，在激励与约束并重的原则下，设置了较为严格的业绩考核条件：即：以 2020 年度营业收入为基数，公司 2021 年、2022 年和 2023 年实现的营业收入增长率不低于 80%、160% 和 260%。(2) 鉴于目前，国内新冠疫情时有发生，防控形势依然复杂，并对公司医疗服务主业产生了较大的影响；在特殊时期，更要鼓舞团队士气、共度时艰，公司将业绩考核条件调整为：以 2020 年度营业收入为基数，公司 2021 年、2022 年和 2023 年实现的营业收入增长率不低于 80%、85% 和 165%。(3) 我们认为，应对外部经营环境变化下，公司激励方案的快速调整，以人为本，将使公司更好凝聚实力，厚积薄发。
- 强劲修复力已获验证：上半年停诊三个月，复诊后诊疗人数迅速回升，环比大幅改善。(1) 2022 年 1 月 13 日，公司在疫情中受到停业整顿 3 个月的处理。经停诊整改，于 4 月 13 日复诊，对 2 季度营收仍有近半月的影响。公司一、二季度营收分别为 3.05 和 7.63 亿元，环比增长 150.33%；一、二季度的归母净亏损分别为 4.28 和 1.67 亿元，环比减亏 60.95%。(2) 自 4 月复诊后，高新、中心医院各项指标创新高。高新与中心医院的日最高住院量分别达到 1349 和 2270 床；上半年的门急诊服务量分别为 53.3 和 31.34 万人次，Q2 环比增加分别为 480.54%。

盈利预测与投资建议

- 我们调整盈利预测，维持 2022 年营收 30.08 亿元与归母净利润-3.11 亿元的预测；将 2023/24 年营收下调 23.14%/24.76% 至 43.39/59.46 亿元；将归母净利润由 0.34/3.85 亿元，下调 202%/49% 至 -0.43 和 2 亿元。我们认为，公司是 A 股稀缺的、已验证其单院成功复制能力的民营三甲盈利性综合医院集团标的，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) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 991 | 1,607 | 2,921 | 3,008 | 4,339 | 5,946 | | | | | | |
| 增长率 | 62.2% | n.a | 81.8% | 3.0% | 44.3% | 37.0% | 货币资金 | 1,086 | 1,037 | 1,520 | 1,219 | 1,377 |
| 主营业务成本 | -849 | -1,755 | -2,878 | -2,406 | -3,254 | -4,400 | 应收账款 | 146 | 695 | 399 | 549 | 554 |
| %销售收入 | 85.7% | 109% | 98.5% | 80.0% | 75.0% | 74.0% | 存货 | 53 | 57 | 84 | 99 | 80 |
| 毛利 | 142 | -148 | 43 | 602 | 1,085 | 1,546 | 其他流动资产 | 336 | 548 | 329 | 324 | 325 |
| %销售收入 | 14.3% | n.a | 1.5% | 20.0% | 25.0% | 26.0% | 流动资产 | 1,620 | 2,337 | 2,331 | 2,191 | 2,336 |
| 营业税金及附加 | -11 | -11 | -29 | -29 | -43 | -58 | %总资产 | 16.2% | 19.3% | 17.5% | 16.2% | 16.9% |
| %销售收入 | 1.2% | 0.7% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 长期投资 | 289 | 236 | 333 | 333 | 333 |
| 销售费用 | -11 | -10 | -43 | -45 | -64 | -88 | 固定资产 | 7,021 | 8,499 | 9,432 | 9,481 | 9,532 |
| %销售收入 | 1.1% | 0.6% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | %总资产 | 70.0% | 70.1% | 70.8% | 70.1% | 69.1% |
| 管理费用 | -393 | -455 | -627 | -602 | -744 | -892 | 无形资产 | 618 | 736 | 747 | 919 | 986 |
| %销售收入 | 39.6% | 28.3% | 21.5% | 20.0% | 17.2% | 15.0% | 非流动资产 | 8,411 | 9,787 | 10,989 | 11,340 | 11,459 |
| 研发费用 | -8 | -10 | -13 | -15 | -22 | -30 | %总资产 | 83.8% | 80.7% | 82.5% | 83.8% | 83.1% |
| %销售收入 | 0.8% | 0.6% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 资产总计 | 10,031 | 12,124 | 13,320 | 13,531 | 13,795 |
| 息税前利润 (EBIT) | -282 | -633 | -668 | -89 | 212 | 478 | 短期借款 | 256 | 716 | 646 | 921 | 1,406 |
| %销售收入 | n.a | n.a | n.a | n.a | 4.9% | 8.0% | 应付款项 | 1,364 | 2,156 | 2,465 | 2,614 | 2,281 |
| 财务费用 | -42 | -152 | -176 | -288 | -298 | -299 | 其他流动负债 | 246 | 269 | 385 | 409 | 563 |
| %销售收入 | 4.3% | 9.4% | 6.0% | 9.6% | 6.9% | 5.0% | 流动负债 | 1,866 | 3,141 | 3,496 | 3,945 | 4,249 |
| 资产减值损失 | -121 | -11 | -5 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 3,155 | 3,906 | 4,452 | 4,452 | 4,452 |
| 公允价值变动收益 | 17 | 24 | -104 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 14 | 44 | 41 | 38 | 41 |
| 投资收益 | 48 | 739 | 39 | 39 | 39 | 39 | 负债总计 | 5,035 | 7,091 | 7,989 | 8,435 | 8,742 |
| %销售收入 | -12.5% | 100.51% | -4.2% | -11.6% | -84% | 17.9% | 普通股股东权益 | 4,956 | 5,001 | 5,326 | 5,089 | 5,047 |
| 营业利润 | -379 | 8 | -906 | -338 | -46 | 218 | 其中：股本 | 1,971 | 1,971 | 2,276 | 2,276 | 2,276 |
| 营业利润率 | n.a | 0.5% | n.a | n.a | n.a | 3.7% | 未分配利润 | 2,596 | 2,641 | 1,819 | 1,509 | 1,466 |
| 营业外收支 | -5 | -1 | -13 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 41 | 32 | 6 | 6 | 6 |
| 税前利润 | -385 | 7 | -920 | -338 | -46 | 218 | 负债股东权益合计 | 10,031 | 12,124 | 13,320 | 13,531 | 13,795 |
| 利润率 | n.a | 0.5% | n.a | n.a | n.a | 3.7% | | | | | | |
| 所得税 | -28 | 27 | 74 | 27 | 4 | -18 | | | | | | |
| 所得税率 | n.a | -373.8% | n.a | n.a | n.a | 8.1% | | | | | | |
| 净利润 | -413 | 35 | -845 | -310 | -43 | 200 | | | | | | |
| 少数股东损益 | -9 | -11 | -23 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非现金支出 | 250 | 394 | 582 | 630 | 681 | 734 | | | | | | |
| 非经营收益 | -2 | -649 | 167 | 277 | 285 | 294 | | | | | | |
| 营运资金变动 | 131 | 262 | 552 | 11 | -165 | 655 | | | | | | |
| 经营活动现金净流 | -34 | 41 | 456 | 608 | 758 | 1,884 | | | | | | |
| 资本开支 | -3,606 | -1,338 | -1,659 | -981 | -800 | -850 | | | | | | |
| 投资 | 995 | 204 | 418 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 其他 | 76 | 30 | 42 | 39 | 39 | 39 | | | | | | |
| 投资活动现金净流 | -2,536 | -1,104 | -1,200 | -942 | -761 | -811 | | | | | | |
| 股权筹资 | 0 | 2 | 1,201 | 74 | 0 | 0 | | | | | | |
| 债权筹资 | 2,694 | 1,207 | 260 | 276 | 484 | -216 | | | | | | |
| 其他 | -468 | -272 | -157 | -316 | -324 | -333 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | 2,226 | 937 | 1,304 | 34 | 160 | -549 | | | | | | |
| 现金净流量 | -344 | -126 | 560 | -300 | 157 | 524 | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

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 | 0 | 4 | 6 | 7 | 11 |
| 增持 | 3 | 5 | 6 | 8 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 2.00 | 1.56 | 1.50 | 1.53 | 1.00 |

来源：聚源数据

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 |
| 2 | 2021-08-27 | 买入 | 11.07 | N/A |
| 3 | 2021-10-28 | 买入 | 11.50 | N/A |
| 4 | 2022-01-30 | 买入 | 7.07 | N/A |
| 5 | 2022-04-14 | 买入 | 8.30 | N/A |
| 6 | 2022-07-15 | 买入 | 10.89 | N/A |
| 7 | 2022-08-28 | 买入 | 9.99 | N/A |

来源：国金证券研究所

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



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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