

国际医学 (000516.SZ)

2022 年 10 月 11 日

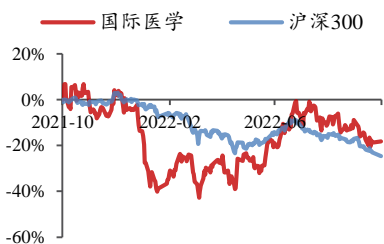
获批 IVF 第 I、II 代技术试运行，优质团队、优势产科助力 IVF 业务快速发展

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2022/10/11
当前股价(元)	9.15
一年最高最低(元)	12.78/6.58
总市值(亿元)	208.19
流通市值(亿元)	174.51
总股本(亿股)	22.75
流通股本(亿股)	19.07
近 3 个月换手率(%)	60.33

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 诊疗人次快速恢复至峰值水平，毛利率明显提升，看好下半年旺季经营——公司信息更新报告》-2022.8.29

《Q2 收入同比增长超过 10%，利润同比减亏，看好下半年旺季经营——公司信息更新报告》-2022.7.15

《收入逐季快速增长，经营利润持续改善——公司信息更新报告》-2022.4.30

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

古意涵（联系人）

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790121020007

● 获批 IVF 第 I、II 代技术试运行，IVF 业务加快发展，维持“买入”评级

10 月 10 日，公司发布公告称，西安高新医院获批试运行常规体外受精-胚胎移植及卵胞浆内单精子显微注射技术，其优质团队、产科协同优势有望助力 IVF 业务快速增长。考虑到 8 月以来西安地区仍有散发疫情影响就诊，以及拟开康复医院增加折旧等因素，我们调整 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为-6.76（原为-4.5）、0.22（原为 2.1）、2.97（原为 3.9）亿元，EPS 分别为-0.30/0.01/0.13 元，当前股价对应 P/E 分别为-30.8/955.2/70.2 倍，公司凭借医院平台延伸产业链，旗下医院病床使用率提升空间较大，维持“买入”评级。

● 陕西省辅助生殖机构较少，整体供不应求，IVF 业务具备较大发展潜力

根据陕西省卫健委数据，从需求来看，陕西省 2021 年末常住人口 3954 万人，出生率 7.89‰，但从诊疗情况来看，2019 年辅助生殖机构年门诊量 104 万人次，IVF 周期 3.1 万个，陕西卫健委规划新增 10 所辅助生殖机构，以此来满足群众需求。由此我们认为，当地辅助生殖诊疗量较少主要由于当地供给较少，且国家鼓励生育的系列政策等因素将促进需求增长，当地辅助生殖诊疗业务有较大发展潜力。

● 辅助生殖诊疗范围广泛，和产科业务协同，技术团队实力雄厚、设备先进

西安高新医院生殖医学科成立于 2016 年，2018 年 11 月通过“开展夫精人工授精技术”评审，此次获批后将试运行第 I、II 代试管婴儿技术。辅助生殖中心团队由国内辅助生殖领域知名专家黄艳红教授带领，黄艳红教授曾任空军军医大学西京医院原妇产科副主任、生殖中心主任，其他团队成员均由来自于国内知名三甲医院的专家组成，整体团队优质。此外，由于西安高新医院产科为西安市医学优势学科，我们认为高新医院的妇产相关学科已在当地建立优质口碑，IVF 业务有望受益于产科业务的协同效应，实现较快爬坡，增厚公司业绩。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,607	2,921	3,003	4,399	5,930
YOY(%)	62.2	81.8	2.8	46.5	34.8
归母净利润(百万元)	45	-822	-676	22	297
YOY(%)	111.2	-1912.5	17.8	103.2	1260.8
毛利率(%)	-9.2	1.5	2.0	15.0	20.5
净利率(%)	2.8	-28.1	-22.5	0.5	5.0
ROE(%)	0.7	-15.9	-12.5	0.4	5.4
EPS(摊薄/元)	0.02	-0.36	-0.30	0.01	0.13
P/E(倍)	459.1	-25.3	-30.8	955.2	70.2
P/B(倍)	4.2	3.9	4.5	4.5	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 陕西省辅助生殖机构较少，整体供不应求，IVF 业务具备较大发展潜力	3
2、 公司辅助生殖诊疗范围广泛，和产科业务协同，技术团队实力雄厚、设备先进	3
3、 医院经营“护城河”稳固，看好下半年旺季经营业绩	4
4、 盈利预测与投资建议	4
5、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6
 表 1： 国际医学盈利预测	 4

1、陕西省辅助生殖机构较少，整体供不应求，IVF 业务具备较大发展潜力

10月10日，公司发布公告称：西安高新医院获批试运行常规体外受精-胚胎移植及卵胞浆内单精子显微注射技术。

根据陕西省卫健委数据，截至2021年6月30日，陕西省共有10家可以开展人类辅助生殖技术的医疗机构，其中西北妇女儿童医院、唐都医院可开展AIH/AID，以及第I、第II、第III代辅助生殖技术，西京医院、西安市人民医院、西安交通大学第一附属医院可开展AIH、第I、第II代辅助生殖技术，其他5家医疗机构仅开展AIH，由此，此次西安高新医院获批后将成为陕西省第6家能够提供第I、II代IVF诊疗医疗机构。

从需求来看，陕西省2021年末常住人口3954万人，出生率7.89%，高于全国平均7.52%，但从诊疗情况来看，2019年辅助生殖机构年门诊量104万人次，IVF周期3.1万个，陕西卫健委根据全省人口结构和育龄人口数量等发布《陕西省人类辅助生殖技术配置规划（2021-2025年）》，规划新增10所辅助生殖机构，即到2025年设置不超过20所辅助生殖机构，以此来满足群众需求。

由此我们认为，当地辅助生殖诊疗量较少主要由于当地供给较少，且国家鼓励生育的系列政策、老龄化、不孕不育率提升等因素将促进当地辅助生殖需求增长，陕西省的辅助生殖诊疗业务有较大发展潜力。

2、公司辅助生殖诊疗范围广泛，和产科业务协同，技术团队实力雄厚、设备先进

西安高新医院生殖医学科成立于2016年，2018年11月通过“开展夫精人工授精技术”评审，于2020年10月获得人工授精试运行和正式运行资格，此次获批试运行常规体外受精-胚胎移植及卵胞浆内单精子显微注射技术，成为陕西省第6家能够提供第I、II代IVF诊疗医疗机构。

优势产科业务给予协同效应：辅助生殖医学中心拥有从妇科内分泌疾病、生殖外科手术到试管婴儿的完整技术链，诊疗范畴将从青春期少女性别发育异常开始，到不孕不育的诊疗、孕前遗传筛查，再到更年期女性诊治等，为女性生殖和生理提供诊疗服务。同时，由于西安高新医院产科为西安市医学优势学科，年门诊9万多人次，收治孕产妇8000多人次，新生儿出生率排名全省前列的优势，我们认为高新医院的妇产相关学科已在当地建立优质口碑，IVF业务有望受益于产科业务的协同效应，实现较快爬坡。

辅助生殖医学中心技术团队实力雄厚：团队由国内辅助生殖领域知名专家黄艳红教授带领，其团队成员均由来自于国内知名三甲医院的专家组成。辅助生殖医学中心主任黄艳红教授是中国首例子宫移植患者成功妊娠并分娩中国首例“添宫宝宝”的试管婴儿工作的负责人及具体实施者、科室负责人，曾任空军军医大学西京医院原妇产科副主任、生殖中心主任，在妇产科医疗、科研、临床、教学一线工作30多年，熟练处理妇产科各种疑难病例及宫腹腔镜手术，擅长生殖内分泌疾病的处置及

辅助生殖技术。

设备先进：辅助生殖医学中心配备了开展 ART 技术所需的先进仪器和设备，如德国西门子和日本阿洛卡彩色 B 超、精液分析仪(西班牙)、CO2 培养箱(日本 ASTEC)、CO2 浓度检测仪（英国 Grant）、离心机（德国 eppendorf）、激素测定仪（法国梅里埃）、生物显微镜（日本尼康）、精子计数板（以色列）、恒温培养箱（美国）、冷冻精液储存罐（美国 MVE）等。

3、医院经营“护城河”稳固，看好下半年旺季经营业绩

西安高新医院、西安国际医学中心医院自 2022 年 4 月复诊以来，医疗业务恢复较好，截至 2022 年 6 月 30 日，高新医院日最高住院达到 1349 床，中心医院日最高住院达到 2270 床，已恢复至高位水平，我们认为床位快速爬坡的主要原因是两家医院在当地已经建立较好口碑，公司自身优势不变：高新医院为高新区唯一一家三甲医院，运营 20 年，已建立品牌认知；中心医院为当地规模最大的综合医院，且拥有地铁开通、JCI 认证通过、医生队伍持续扩大、学科建设实力更强等明显优势。

康复医院拟于 2022 年底前开诊，有望进一步扩大床位规模，提升综合诊疗实力。康复医院内设妇儿、康复、骨科（最高床位数达 3600 张），分 3 年逐步开放，鉴于妇科、康复、骨科科室在中心医院已开业，具备诊疗基础，且中心医院重点学科的康复需求量较大，利于转诊，预计康复医院开业后也能保持较快爬坡速度。

4、盈利预测与投资建议

公司复诊后诊疗量快速恢复至峰值，但考虑到 8 月以来西安地区仍有散发疫情影响就诊，以及拟新开康复医院增加折旧等因素，我们调整 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为-6.76（原为-4.5）、0.22（原为 2.1）、2.97（原为 3.9）亿元，EPS 分别为-0.30/0.01/0.13 元，当前股价对应 P/E 分别为-30.8/955.2/70.2 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,607	2,921	3,003	4,399	5,930
YOY(%)	62.2	81.8	2.8	46.5	34.8
归母净利润(百万元)	45	-822	-676	22	297
YOY(%)	111.2	-1912.5	17.8	103.2	1260.8
毛利率(%)	-9.2	1.5	2.0	15.0	20.5
净利率(%)	2.8	-28.1	-22.5	0.5	5.0
ROE(%)	0.7	-15.9	-12.5	0.4	5.4
EPS(摊薄/元)	0.02	-0.36	-0.30	0.01	0.13
P/E(倍)	459.1	-25.3	-30.8	955.2	70.2
P/B(倍)	4.2	3.9	4.5	4.5	4.2

数据来源：聚源、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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2337	2331	1302	2835	1272
现金	1037	1520	514	1229	0
应收票据及应收账款	260	366	50	773	329
其他应收款	435	33	116	246	318
预付账款	16	10	33	35	46
存货	57	84	100	137	140
其他流动资产	532	319	490	414	439
非流动资产	9787	10989	11102	13183	15154
长期投资	6	54	66	74	77
固定资产	6229	7612	7841	8754	9508
无形资产	690	690	705	721	742
其他非流动资产	2863	2633	2490	3633	4827
资产总计	12124	13320	12404	16018	16426
流动负债	3141	3496	2642	5728	5362
短期借款	410	226	244	270	1576
应付票据及应付账款	2053	2099	1848	4331	3004
其他流动负债	678	1171	550	1127	782
非流动负债	3950	4493	5025	5531	6035
长期借款	3906	4452	5000	5500	6000
其他非流动负债	44	41	25	31	35
负债合计	7091	7989	7667	11259	11398
少数股东权益	32	6	88	86	60
股本	1971	2276	2276	2276	2276
资本公积	218	1060	1060	1060	1060
留存收益	3042	2220	1626	1646	1917
归属母公司股东权益	5001	5326	4650	4672	4968
负债和股东权益	12124	13320	12404	16018	16426

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	41	456	469	687	926
净利润	35	-845	-594	21	271
折旧摊销	383	577	407	454	518
财务费用	152	176	-74	-84	7
投资损失	-739	-39	-50	-100	-150
营运资金变动	262	416	516	590	650
其他经营现金流	-51	171	264	-194	-370
投资活动现金流	-1104	-1200	-614	-2526	-2337
资本支出	1338	1660	37	2193	1962
长期投资	204	418	-12	-18	-3
其他投资现金流	437	878	-589	-352	-378
筹资活动现金流	937	1304	526	650	550
短期借款	211	-184	18	26	18
长期借款	751	546	548	500	500
普通股增加	0	305	0	0	0
资本公积增加	0	842	0	0	0
其他筹资现金流	-24	-205	-40	124	33
现金净增加额	-126	560	381	-1189	-861

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1607	2921	3003	4399	5930
营业成本	1755	2878	2943	3739	4715
营业税金及附加	11	29	33	48	59
营业费用	10	43	36	44	39
管理费用	455	627	605	660	860
研发费用	10	13	15	22	30
财务费用	152	176	-74	-84	7
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	41	8	0	0	0
公允价值变动收益	24	-104	-71	-35	0
投资净收益	739	39	50	100	150
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	8	-906	-576	34	370
营业外收入	10	1	4	5	3
营业外支出	10	15	10	12	12
利润总额	7	-920	-582	28	361
所得税	-27	-74	12	7	90
净利润	35	-845	-594	21	271
少数股东损益	-11	-23	82	-1	-26
归属母公司净利润	45	-822	-676	22	297
EBITDA	536	-198	-100	574	945
EPS(元)	0.02	-0.36	-0.30	0.01	0.13

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	62.2	81.8	2.8	46.5	34.8
营业利润(%)	102.1	-11613.0	36.4	106.0	975.3
归属于母公司净利润(%)	111.2	-1912.5	17.8	103.2	1260.8
获利能力					
毛利率(%)	-9.2	1.5	2.0	15.0	20.5
净利率(%)	2.8	-28.1	-22.5	0.5	5.0
ROE(%)	0.7	-15.9	-12.5	0.4	5.4
ROIC(%)	7.5	-6.8	-5.1	0.8	2.5
偿债能力					
资产负债率(%)	58.5	60.0	61.8	70.3	69.4
净负债比率(%)	71.3	67.2	106.7	103.0	158.6
流动比率	0.7	0.7	0.5	0.5	0.2
速动比率	0.7	0.6	0.4	0.5	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
应收账款周转率	8.6	9.3	14.4	10.7	10.8
应付账款周转率	1.1	1.4	1.5	1.2	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	-0.36	-0.30	0.01	0.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.20	-0.40	1.14	-0.32
每股净资产(最新摊薄)	2.20	2.34	2.04	2.05	2.18
估值比率					
P/E	459.1	-25.3	-30.8	955.2	70.2
P/B	4.2	3.9	4.5	4.5	4.2
EV/EBITDA	44.7	-121.6	-256.7	44.4	30.1

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