

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	5.50
总股本/流通股本(亿股)	22.61 / 22.13
总市值/流通市值(亿元)	124 / 122
52周内最高/最低价	10.79 / 5.30
资产负债率(%)	66.3%
市盈率	-34.38
第一大股东	陕西世纪新元商业管理有限公司

研究所

分析师:蔡明子
SAC 登记编号:S1340523110001
Email:caimingzi@cnpsec.com
分析师:古意涵
SAC 登记编号:S1340523110003
Email:guyihan@cnpsec.com

国际医学(000516)

2023 年收入增长优于预期，盈利能力改善明显

● 事件概览

4月25日，公司发布2023年报及2024年一季报：2023年营业收入46.18亿元(+70.34%)，归母净利润-3.68亿元(+68.69%)，扣非净利润-4.99亿元(+55.55%，非经常性损失主要为出售商洛确认的投资收益)，经营现金流净额10.87亿元(+135.69%)。

拆分2023年扣非净利润来看，高新医院净利润0.7亿元，中心医院-2.6亿元，预计南院区新增折旧1.5亿，母公司净利润-1.3亿，商洛医院前三季度影响净利润预计0.3-0.4亿元。

2023Q4营业收入12.74亿元(+59.86%)，归母净利润-1.46亿元(+58.23%)，扣非净利润-1.49亿元(+55.42%)。

2024Q1营业收入11.73亿元(+10.75%)，归母净利润-1.05亿元(-40.37%)，扣非净利润-0.9亿元(+13.05%)，经营现金流净额2.19亿元(-1.65%)。

● 毛利率持续上升，费用绝对值稳定，看好2024年盈利能力改善

毛利率改善明显：2023年毛利率为9.55%(+16.11pct)，医疗业务毛利率为8.61%(+16.41pct)，分季度看，Q1-Q4毛利率分别为8.2%/7.4%/10.9%/11.4%，毛利率呈现持续上升趋势。2024Q1毛利率为7.84%(-0.35pct)。

费用绝对值基本稳定，费率随规模效应扩大将持续优化：2023年/2024Q1管理费用率分别为13.60%(-9.45pct)/12.23%(-1.18pct)，公司2021-2023年管理费用为6.25-6.28亿元，基本不变；2023年/2024Q1财务费用率分别为4.66%(-2.29pct)/3.71%(-0.63pct)，考虑到2023年商洛出表，其承担的长期借款8.72亿元也将出表，财务费用率有望下降；2023年/2024Q1销售费用率分别为0.90%(-0.11pct)/0.05%(-0.01pct)，且2023年销售费用和2021年皆保持4000万左右水平(2022年由于停诊4个月略低)；研发费用率分别为0.21%(-0.36pct)/0.17%(-0.15pct)，研发费用绝对值维持0.1-0.2亿元。

● 高新医院：满负荷运营下提升效率促进收入增长，利润率仍有较大提升空间

2023年高新医院门急诊服务量115.11万人次(+32.71%)，住院服务量6.46万人次(+56.04%)，最高日门急诊服务量4952人次(2022年为3271人)，最高日在院患者1865人(2022年为1503人)，服务量创新高，实现收入14.85亿元(+50.53%)，净利润6,969.33万元。

高新医院目前已达到满负荷运营，2023年医院正式启动三甲复审工作体系，深入分析医院及科室的经济运行状况和财务收支情况，优化成本控制，提升运营效率。针对DRG结算数据，进行全院、科室及

病组层面的细致分析，以引导科室提质增效，高质量发展。考虑到高新医院 II 期投入运营之前医院净利率达到 15% 左右，目前医院净利率为 4.7%，仍有较大提升空间。

● **中心医院：引进优秀人才加强增长动力，利润持续减亏**

2023 年中心医院（含北院区）门急诊服务量 123.76 万人次（+108.07%），住院服务量 12.12 万人次（+92.69%），最高日门急诊服务量 5299 人次（2022 年为 3109 人），最高日在院患者 3937 人（2022 年为 2273 人），实现收入 30.43 亿元（+87.94%），净利润-2.61 亿元（2022 年亏损 7.7 亿元）。

拆分来看，2022H2/2023H1/2023H2 收入分别为 9.8/14.25/16.18 亿元，净利润分别为-4.28/-1.54/-1.06 亿元，持续减亏。

南院区 2023 年成立内分泌代谢病医院，新开设心血管内五科、乳腺疾病诊疗中心等 17 个科室或单元；引进各类优秀人才 622 名，包括学科带头人 2 名、博硕士 112 名，以及高级职称 6 名、中级职称 51 名，同时，专家团队中新增 219 名学术任职人员，包括 49 名国家级和 154 名省级任职人员，3 位专家成功当选为国家级专业学会的主委或副主委。北院区 2023 年正式开诊，新成立 19 个科室，骨科医院成功获批市级临床重点专科，打通了骨科、妇产科与康复学科之间的合作渠道；新增国家级学会副主委 3 名、常委 3 名，委员 19 名；省级学会任职 73 名，副主委/主委 14 名、常委 17 名，委员 38 名。

● **经营现金流稳定**

现金流方面，公司自 2020Q3 实现经营现金流净额转正，后续保持正向经营现金流净额（除 2022Q1 受疫情影响严重），自 2022Q3 公司经营现金流净额和营业收入占比基本维持在 15%-30%，经营现金流稳定。2024Q1 经营现金流净额为 2.19 亿元（-2%），投资现金流净额为-1.37 亿元（+61%），筹资现金流净额为-2.84 亿元（-318%），主要系偿还债务支付现金 4.36 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司期末现金及现金等价物为 7.42 亿元（-37%）。

● **风险提示：**

医保控费趋严，住院量爬坡速度不如预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4618	5881	7125	8400
增长率（%）	70.34	27.34	21.16	17.89
EBITDA（百万元）	461.30	975.68	1227.84	1494.08
归属母公司净利润（百万元）	-368.36	29.42	215.19	511.51
增长率（%）	68.69	107.99	631.44	137.69
EPS（元/股）	-0.16	0.01	0.10	0.23
市盈率（P/S）	2.69	2.11	1.75	1.48
市净率（P/B）	3.18	3.15	2.99	2.66
EV/EBITDA	47.84	16.28	12.20	9.11

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	4618	5881	7125	8400	营业收入	70.3%	27.3%	21.2%	17.9%
营业成本	4177	4843	5834	6823	营业利润	59.2%	109.5%	558.3%	107.0%
税金及附加	70	91	110	131	归属于母公司净利润	68.7%	108.0%	631.4%	137.7%
销售费用	41	50	59	63	获利能力				
管理费用	628	629	631	630	毛利率	9.5%	17.6%	18.1%	18.8%
研发费用	10	10	14	17	净利率	-8.0%	0.5%	3.0%	6.1%
财务费用	215	207	187	141	ROE	-9.4%	0.7%	5.2%	10.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	-3.8%	3.0%	5.2%	8.4%
营业利润	-462	44	289	597	偿债能力				
营业外收入	2	3	4	3	资产负债率	66.3%	66.5%	65.1%	60.7%
营业外支出	7	12	11	10	流动比率	0.46	0.49	0.55	0.59
利润总额	-467	35	281	590	营运能力				
所得税	5	-2	28	71	应收账款周转率	8.53	7.95	7.99	8.18
净利润	-472	37	253	519	存货周转率	62.58	73.94	88.10	101.00
归母净利润	-368	29	215	512	总资产周转率	0.38	0.51	0.61	0.71
每股收益(元)	-0.16	0.01	0.10	0.23	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.16	0.01	0.10	0.23
货币资金	944	1048	1452	1816	每股净资产	1.73	1.75	1.84	2.07
交易性金融资产	136	136	136	136	估值比率				
应收票据及应收账款	662	818	965	1090	PE	-33.76	422.65	57.78	24.31
预付款项	7	7	7	7	PB	3.18	3.15	2.99	2.66
存货	78	81	81	85	现金流量表				
流动资产合计	1913	2187	2749	3254	净利润	-472	37	253	519
固定资产	7856	7667	7255	6745	折旧和摊销	784	734	760	763
在建工程	209	359	509	559	营运资本变动	606	157	341	338
无形资产	747	712	674	632	其他	170	240	214	168
非流动资产合计	9408	9344	9044	8542	经营活动现金流净额	1087	1168	1569	1787
资产总计	11321	11531	11794	11796	资本开支	-763	-669	-467	-267
短期借款	605	605	605	605	其他	1	-10	0	0
应付票据及应付账款	2118	2395	2836	3279	投资活动现金流净额	-762	-678	-467	-267
其他流动负债	1393	1483	1551	1591	股权融资	0	8	0	0
流动负债合计	4116	4482	4991	5474	债务融资	-264	-176	-500	-1000
其他	3389	3188	2688	1688	其他	-301	-218	-197	-156
非流动负债合计	3389	3188	2688	1688	筹资活动现金流净额	-565	-386	-697	-1156
负债合计	7505	7670	7679	7162	现金及现金等价物净增加额	-240	104	404	364
股本	2261	2261	2261	2261					
资本公积金	1047	1056	1056	1056					
未分配利润	274	299	482	917					
少数股东权益	-92	-85	-47	-39					
其他	326	330	363	439					
所有者权益合计	3816	3861	4114	4634					
负债和所有者权益总计	11321	11531	11794	11796					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048