

2025 年 04 月 30 日

证券研究报告•2024 年年报&25Q1 季报点评

国际医学（000516）医药生物

当前价：5.04 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## DRG 控费致 Q1 收入承压，高新中心医院核心指标稳中有升

### 投资要点：

- **事件：公司发布 2024 年&2025Q1 业绩报告。**2024 年公司实现营收 48.2 亿元，同比+4.3%，实现归母净亏损 2.5 亿元，亏损同比收窄 31.0%。2025Q1 实现营收 10.0 亿元，同比-15.0%，实现归母净亏损 1.1 亿元，亏损同比扩大 1.37%；25Q1 收入下降主要是次均费用下降（DRG 支付政策调整）所致。
- **高新医院：业务指标稳中有升、学科建设成效斐然。**2024 年西安高新医院实现收入 15.3 亿元，较上年同期上升 2.68%，净利润 8476.9 万元，较上年同期上升 21.63%。西安高新医院门急诊服务量达 115.45 万人次，同比增长 0.30%；住院服务量 6.60 万人次，同比增长 1.8%；最高日门急诊服务量 4185 人次，最高日在院患者 1713 人，医院深化学科布局，脊柱外科、肿瘤科三病区、疼痛科病区等顺利开诊，血液科、微创介入科、肿瘤科病床数显著扩容。
- **中心医院：核心医疗指标稳步提升、收入规模创新高，亏损收窄。**2024 年西安国际医学中心医院（含北院区）共实现收入 32.7 亿元，同比+7.6%，净利润-1.65 亿元，亏损幅度缩窄 36.7%。整体医院（含北院区）门急诊服务量达 141.8 万人次，同比增长 18.9%；住院服务量 14.0 万人次，同比增长 15.3%；体检服务量 8.0 万人次，同比增长 21.0%；最高日门急诊服务量 5193 人次。
- **数据驱动智慧医疗，赋能业务场景。**公司持续完善医疗大数据平台建设，推进医院信息互联互通与智慧医院评级工作，强化业务流程标准化与数据共享能力，深化医疗大模型创新应用，赋能核心业务场景，拓展智慧医疗应用边界。
- **盈利预测。**预计 2025-2027 年收入分别为 54.6 亿元、60.5 亿元、66.8 亿元，对应动态 PS 分别为 2.1X/1.9X/1.7X。我们认为公司高新医院业绩指标稳步提升，中心医院正处于数值爬坡阶段，后续随着床位利用率及单床产出持续提升，估值有望消化。
- **风险提示：**床位利用率提升不及预期风险，市场竞争风险，政策风险。

| 指标/年度         | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 4815.47 | 5455.66 | 6051.87 | 6678.18 |
| 增长率           | 4.28%   | 13.29%  | 10.93%  | 10.35%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | -254.13 | -336.39 | -158.53 | -25.19  |
| 增长率           | 31.01%  | -32.37% | 52.87%  | 84.11%  |
| 每股收益 EPS（元）   | -0.11   | -0.15   | -0.07   | -0.01   |
| 净资产收益率 ROE    | -10.52% | -16.17% | -8.25%  | -1.33%  |
| PE            | -45     | -34     | -72     | -452    |
| PB            | 3.10    | 3.41    | 3.58    | 3.61    |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxu@swsc.com.cn

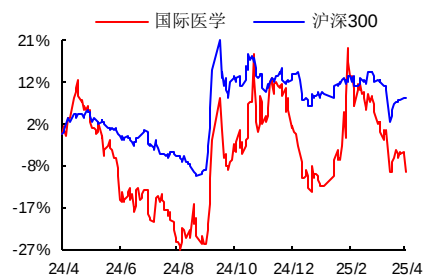
分析师：汪翌雯

执业证号：S1250522120002

电话：13761961340

邮箱：wangyw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股)      | 22.60     |
| 流通 A 股(亿股)   | 22.24     |
| 52 周内股价区间(元) | 4.04-6.64 |
| 总市值(亿元)      | 113.92    |
| 总资产(亿元)      | 103.19    |
| 每股净资产(元)     | 1.58      |

### 相关研究

1. 国际医学（000516）：营收增长稳健，国际合作进一步深化（2024-11-01）
2. 国际医学（000516）：业绩符合预期，持续蓄力（2024-04-29）

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：公司医疗服务收入来自于高新医院、中心医院两家医院，假设 2025-2027 年高新医院收入增速为 4%/5%/6%，中心医院增速为 15%/14%/12%，故医疗服务收入增速为 23.7%/11.1%/10.5%；

假设 2：假设医疗服务两家医院床位利用率小幅提升、单床产出有所恢复，毛利率小幅提升分别为 10%/12%/15%；

假设 3：假设软件和信息技术服务收入有所恢复，毛利率恢复，假设 2025-2027 年软件和信息技术服务收入增速为 50%/33%/25%，毛利率为-5%/10%/20%；

假设 4：假设商品流通业务较为稳定，2025-2027 年收入增速保持稳定，毛利率角度来看，公司该项业务毛利率波动较大，22/23/24 年毛利率分别为 87.7%/29.9%/-22.4%，该项业务主要目的是为主业赋能、满足患者多元化需求，2024 年或因成本控制不佳承压，我们认为 2025-2027 年公司该项业务毛利率有所恢复为-10%/-5%/1%；

假设 5：假设其他社会服务业收入较为稳定，2025-2027 年收入保持稳定，毛利率维持不变为 71.2%/71.2%/71.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：亿元     |     | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|-----------|-----|---------|---------|--------|--------|
| 医疗服务      | 收入  | 43.28   | 53.52   | 59.47  | 65.72  |
|           | yoy | -3.13%  | 23.65%  | 11.12% | 10.51% |
|           | 毛利率 | 8.16%   | 10.00%  | 12.00% | 15.00% |
| 软件和信息技术服务 | 收入  | 0.02    | 0.03    | 0.04   | 0.05   |
|           | yoy | -71.43% | 50.00%  | 33.33% | 25.00% |
|           | 毛利率 | -20.98% | -5.00%  | 10.00% | 20.00% |
| 商品流通      | 收入  | 0.01    | 0.01    | 0.01   | 0.01   |
|           | yoy | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  |
|           | 毛利率 | -22.42% | -10.00% | -5.00% | 1.00%  |
| 其他社会服务业   | 收入  | 1.00    | 1.00    | 1.00   | 1.00   |
|           | yoy | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  |
|           | 毛利率 | 71.23%  | 71.23%  | 71.23% | 71.23% |
| 合计        | 收入  | 48.20   | 54.56   | 60.52  | 66.78  |
|           | yoy | 4.37%   | 13.29%  | 10.93% | 10.35% |
|           | 毛利率 | 8.79%   | 11.11%  | 12.97% | 15.84% |

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 54.6 亿元（+13.3%）、60.5 亿元（+10.9%）和 66.8 亿元（+10.4%），对应动态 PS 分别为 2.1X、1.9X、1.7X。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元)     | 2024A           | 2025E           | 2026E          | 2027E          | 现金流量表 (百万元)       | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|---------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 4815.47         | 5455.66         | 6051.87        | 6678.18        | 净利润               | -365.14        | -483.34        | -227.77        | -36.19         |
| 营业成本          | 4360.36         | 4849.51         | 5266.66        | 5620.11        | 折旧与摊销             | 745.16         | 566.50         | 575.97         | 580.02         |
| 营业税金及附加       | 63.36           | 64.46           | 77.72          | 89.84          | 财务费用              | 173.33         | 287.98         | 294.04         | 281.89         |
| 销售费用          | 36.76           | 41.65           | 46.20          | 50.99          | 资产减值损失            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 540.14          | 654.68          | 617.29         | 667.82         | 经营营运资本变动          | -379.73        | 285.93         | 9.06           | 76.01          |
| 财务费用          | 173.33          | 287.98          | 294.04         | 281.89         | 其他                | 835.51         | 20.27          | 14.40          | 1.29           |
| 资产减值损失        | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1009.12</b> | <b>677.33</b>  | <b>665.70</b>  | <b>903.02</b>  |
| 投资收益          | -1.60           | -6.06           | -6.06          | 2.09           | 资本支出              | 437.49         | -60.00         | -60.00         | -60.00         |
| 公允价值变动损益      | 25.37           | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 其他                | -943.68        | -6.06          | -6.06          | 2.09           |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-506.19</b> | <b>-66.06</b>  | <b>-66.06</b>  | <b>-57.91</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>-342.18</b>  | <b>-454.14</b>  | <b>-262.16</b> | <b>-37.05</b>  | 短期借款              | 218.62         | 448.09         | -245.97        | -413.28        |
| 其他非经营损益       | -2.46           | -6.18           | -5.80          | -5.53          | 长期借款              | -378.81        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>-344.64</b>  | <b>-460.32</b>  | <b>-267.97</b> | <b>-42.58</b>  | 股权融资              | 15.23          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 20.50           | 23.02           | -40.20         | -6.39          | 支付股利              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 净利润           | -365.14         | -483.34         | -227.77        | -36.19         | 其他                | -753.38        | -1104.34       | -294.04        | -281.89        |
| 少数股东损益        | -111.01         | -146.95         | -69.25         | -11.00         | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-898.33</b> | <b>-656.26</b> | <b>-540.01</b> | <b>-695.17</b> |
| 归属母公司股东净利润    | -254.13         | -336.39         | -158.53        | -25.19         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-395.40</b> | <b>-45.00</b>  | <b>59.62</b>   | <b>149.93</b>  |
|               |                 |                 |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2024A           | 2025E           | 2026E          | 2027E          | 财务分析指标            | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
| 货币资金          | 590.56          | 545.57          | 605.19         | 755.12         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 805.52          | 892.94          | 990.87         | 1096.30        | 销售收入增长率           | 4.28%          | 13.29%         | 10.93%         | 10.35%         |
| 存货            | 81.01           | 90.09           | 95.84          | 103.41         | 营业利润增长率           | 25.94%         | -32.72%        | 42.27%         | 85.87%         |
| 其他流动资产        | 137.99          | 144.49          | 150.55         | 156.91         | 净利润增长率            | 22.63%         | -32.37%        | 52.87%         | 84.11%         |
| 长期股权投资        | 1.38            | 1.38            | 1.38           | 1.38           | EBITDA 增长率        | 7.30%          | -30.53%        | 51.84%         | 35.70%         |
| 投资性房地产        | 16.40           | 16.40           | 16.40          | 16.40          | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 7614.11         | 7204.69         | 6785.80        | 6362.86        | 毛利率               | 9.45%          | 11.11%         | 12.97%         | 15.84%         |
| 无形资产和开发支出     | 709.81          | 618.09          | 526.36         | 434.63         | 三费率               | 15.58%         | 18.04%         | 15.82%         | 14.98%         |
| 其他非流动资产       | 679.54          | 674.19          | 668.84         | 663.49         | 净利率               | -7.58%         | -8.86%         | -3.76%         | -0.54%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>10636.32</b> | <b>10187.84</b> | <b>9841.23</b> | <b>9590.49</b> | ROE               | -10.52%        | -16.17%        | -8.25%         | -1.33%         |
| 短期借款          | 823.17          | 1271.25         | 1025.28        | 612.00         | ROA               | -3.43%         | -4.74%         | -2.31%         | -0.38%         |
| 应付和预收款项       | 2087.11         | 2699.79         | 2808.40        | 2991.45        | ROIC              | -2.45%         | -2.53%         | 0.43%          | 3.59%          |
| 长期借款          | 2996.79         | 2996.79         | 2996.79        | 2996.79        | EBITDA/销售收入       | 11.97%         | 7.34%          | 10.04%         | 12.35%         |
| 其他负债          | 1257.27         | 231.36          | 249.88         | 265.57         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>7164.33</b>  | <b>7199.19</b>  | <b>7080.35</b> | <b>6865.81</b> | 总资产周转率            | 0.44           | 0.52           | 0.60           | 0.69           |
| 股本            | 2260.38         | 2260.38         | 2260.38        | 2260.38        | 固定资产周转率           | 0.64           | 0.76           | 0.87           | 1.02           |
| 资本公积          | 1062.89         | 1062.89         | 1062.89        | 1062.89        | 应收账款周转率           | 6.50           | 6.62           | 6.62           | 6.59           |
| 留存收益          | 420.67          | 84.28           | -74.24         | -99.43         | 存货周转率             | 54.73          | 56.69          | 56.05          | 55.58          |
| 归属母公司股东权益     | 3674.93         | 3338.54         | 3180.01        | 3154.82        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 99.04%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | -202.94         | -349.88         | -419.13        | -430.14        | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3471.99</b>  | <b>2988.65</b>  | <b>2760.88</b> | <b>2724.68</b> | 资产负债率             | 67.36%         | 70.66%         | 71.95%         | 71.59%         |
| 负债和股东权益合计     | 10636.32        | 10187.84        | 9841.23        | 9590.49        | 带息债务/总负债          | 53.32%         | 59.29%         | 56.81%         | 52.56%         |
|               |                 |                 |                |                | 流动比率              | 0.39           | 0.40           | 0.45           | 0.55           |
|               |                 |                 |                |                | 速动比率              | 0.37           | 0.38           | 0.43           | 0.52           |
|               |                 |                 |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |
| 业绩和估值指标       | 2024A           | 2025E           | 2026E          | 2027E          | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
| EBITDA        | 576.30          | 400.33          | 607.85         | 824.86         | 每股收益              | -0.11          | -0.15          | -0.07          | -0.01          |
| PE            | -44.83          | -33.87          | -71.86         | -452.28        | 每股净资产             | 1.63           | 1.48           | 1.41           | 1.40           |
| PB            | 3.10            | 3.41            | 3.58           | 3.61           | 每股经营现金            | 0.45           | 0.30           | 0.29           | 0.40           |
| PS            | 2.37            | 2.09            | 1.88           | 1.71           | 每股股利              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| EV/EBITDA     | 25.46           | 35.85           | 23.11          | 16.34          |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%          | 0.00%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                              |
|------|----------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

## 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

## 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

## 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

## 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售副总监      | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 资深销售经理     | 18801732511  | 18801732511 | yflyu@swsc.com.cn    |
|    | 田婧雯 | 高级销售经理     | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 汪艺  | 高级销售经理     | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 欧若诗 | 销售经理       | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售经理       | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 龚怡芸 | 销售经理       | 13524211935  | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 蒋宇洁 | 销售经理       | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
|    | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 资深销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 资深销售经理     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 高级销售经理     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 高级销售经理     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 高级销售经理     | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 马冰竹 | 销售经理       | 13126590325  | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |

|    |     |         |             |             |                      |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| 广深 | 郑龔  | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 龚之涵 | 高级销售经理  | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 杨举  | 销售经理    | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理    | 18208801355 | 18208801355 | cyr@swsc.com.cn      |
|    | 林哲睿 | 销售经理    | 15602268757 | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn      |