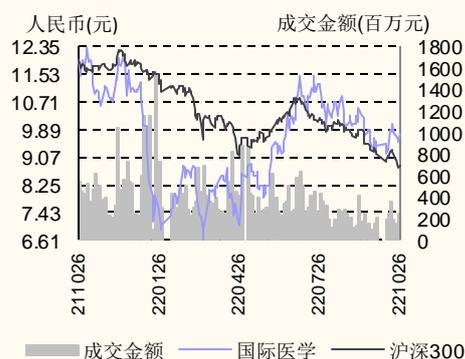


市场价格(人民币): 9.78元

### 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)       | 222.52     |
| 年内股价最高最低(元)   | 12.35/6.61 |
| 沪深 300 指数     | 3657       |
| 深证成指          | 10818      |



### 相关报告

- 1.《国际医学 IVF 获批点评-由体内至体外, 辅助生殖 IVF 资质再获...》, 2022.10.11
- 2.《国际医学调整激励指标点评-疫情下股权激励条件下修; 鼓舞士气蓄...》, 2022.9.8
- 3.《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
- 4.《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...》, 2022.8.14
- 5.《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

## 营收环比持续提升, 业务结构升级

### 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  | 5,930  |
| 营业收入增长率        | 62.17% | 81.78% | 2.96%   | 44.26% | 36.67% |
| 归母净利润(百万元)     | 45     | -822   | -907    | 21     | 298    |
| 归母净利润增长率       | n.a    | n.a    | -10.33% | 102%   | 1290%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.023  | -0.361 | -0.399  | 0.009  | 0.131  |
| 每股经营性现金流净额     | 0.02   | 0.20   | 0.17    | 0.16   | 0.85   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | n.a    | n.a    | n.a     | n.a    | 6.20%  |
| P/E            | 546.20 | n.a    | n.a     | n.a    | 74.59  |
| P/B            | 4.95   | 4.71   | 4.95    | 4.93   | 4.62   |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 2022年10月27日, 公司发布3季报, 2022年前三季度公司实现营业收入19.13亿元, 同比减少6.58%, 归母净利润为-8.27亿元; 三季度实现营业收入8.46亿元, 同比增长13.96%, 归母净利润为-2.81亿元。业绩符合预期。

### 点评

- 停诊负面影响迅速好转, 收入环比持续改善。2022年Q1-Q3公司共实现营业收入19.13亿元, 同比减少6.58%; 归母净利润-8.27亿元, 同比减少41.4%。公司自三月复诊以来, 诊疗人数迅速回升, 环比提升确定, 2022年Q2/Q3营收环比分别增长150.33%/10.84%。我们认为, 三季度疫情小幅波动对利润端造成影响, 但公司正处于迈入盈亏平衡的关键时期, 预计年底康复医院将有部分新床位投入使用, 届时公司经营有望取得新突破。
- 高新医院取得辅助生殖IVF资质, 公司业务由体内拓展至体外。公司专科强项辅助生殖资质升级, 由体内(宫腔内人工授精, IUI)升级到体外(体外授精, IVF)的胞浆内精子注射(ICSI)。IVF资质壁垒高, 可以更好的夯实“综合医疗+特色专科”的多层次、多样化医疗业务模式。公司辅助生殖医学中心团队由生殖领域知名教授、专家组成, 西安高新医院获批准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, 将优化业务结构, 提高公司整体综合实力。
- 股权激励方案调整凝聚团队信心, 商洛医院剥离资产结构改善。目前国内疫情防控形式复杂, 基于此, 公司及时调整业绩考核条件, 以2020年营收为基数, 由原来2021/22/23年营收增长率不低于80%/160%/260%调整至不低于80%/85%/165%。我们认为, 公司适时根据外部经营环境对目标进行调整, 可以增强员工信心, 更好凝聚公司实力。公司与商洛交投签署《股权转让协议》, 以1.7亿元将商洛国际医学中心99%的股权出售给商洛交投, 有助于优化资产结构。商洛医院经营受疫情影响较大, 尚处未盈利状态, 股权转让后有助于减少亏损, 改善资产负债率。

### 盈利预测与投资建议

- 我们维持营收预测, 预计2022/23/24年实现营收30.08/43.39/59.30亿元, 同比增加3%/44.3%/36.7%; 考虑到业绩恢复对人员激励费用增加、药品耗材、设备维修、电费等费用增加, 我们下调归母净利润60%/33%/5%至-9.07/0.21/2.98亿元。维持“买入”评级。

### 风险提示

- 医疗政策风险; 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)

|              | 2019   | 2020    | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 991    | 1,607   | 2,921  | 3,008  | 4,339  | 5,930  |
| 增长率          |        | 62.2%   | 81.8%  | 3.0%   | 44.3%  | 36.7%  |
| 主营业务成本       | -849   | -1,755  | -2,878 | -2,782 | -3,183 | -4,270 |
| %销售收入        | 85.7%  | 109%    | 98.5%  | 92.5%  | 73.4%  | 72.0%  |
| 毛利           | 142    | -148    | 43     | 226    | 1,156  | 1,660  |
| %销售收入        | 14.3%  | n.a     | 1.5%   | 7.5%   | 26.7%  | 28.0%  |
| 营业税金及附加      | -11    | -11     | -29    | -33    | -43    | -58    |
| %销售收入        | 1.2%   | 0.7%    | 1.0%   | 1.1%   | 1.0%   | 1.0%   |
| 销售费用         | -11    | -10     | -43    | -60    | -63    | -88    |
| %销售收入        | 1.1%   | 0.6%    | 1.5%   | 2.0%   | 1.5%   | 1.5%   |
| 管理费用         | -393   | -455    | -627   | -842   | -738   | -890   |
| %销售收入        | 39.6%  | 28.3%   | 21.5%  | 28.0%  | 17.0%  | 15.0%  |
| 研发费用         | -8     | -10     | -13    | -18    | -22    | -30    |
| %销售收入        | 0.8%   | 0.6%    | 0.4%   | 0.6%   | 0.5%   | 0.5%   |
| 息税前利润 (EBIT) | -282   | -633    | -668   | -728   | 292    | 595    |
| %销售收入        | n.a    | n.a     | n.a    | n.a    | 6.7%   | 10.0%  |
| 财务费用         | -42    | -152    | -176   | -282   | -307   | -310   |
| %销售收入        | 4.3%   | 9.4%    | 6.0%   | 9.4%   | 7.1%   | 5.2%   |
| 资产减值损失       | -121   | -11     | -5     | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益     | 17     | 24      | -104   | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 48     | 739     | 39     | 12     | 39     | 39     |
| %税前利润        | -12.5% | 10051%  | -4.2%  | -1.2%  | 167%   | 12.0%  |
| 营业利润         | -379   | 8       | -906   | -987   | 23     | 325    |
| 营业利润率        | n.a    | 0.5%    | n.a    | n.a    | 0.5%   | 5.5%   |
| 营业外收支        | -5     | -1      | -13    | 0      | 0      | 0      |
| 税前利润         | -385   | 7       | -920   | -987   | 23     | 325    |
| 利润率          | n.a    | 0.5%    | n.a    | n.a    | 0.5%   | 5.5%   |
| 所得税          | -28    | 27      | 74     | 80     | -2     | -26    |
| 所得税率         | n.a    | -373.8% | n.a    | n.a    | 8.1%   | 8.1%   |
| 净利润          | -413   | 35      | -845   | -907   | 21     | 298    |
| 少数股东损益       | -9     | -11     | -23    | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司的净利润   | -404   | 45      | -822   | -907   | 21     | 298    |
| 净利率          | n.a    | 2.8%    | n.a    | n.a    | 0.5%   | 5.0%   |

现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润      | -413   | 35     | -845   | -907  | 21    | 298   |
| 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    | 309   | 311   | 319   |
| 营运资金变动   | 131    | 262    | 552    | 356   | -644  | 592   |
| 经营活动现金净流 | -34    | 41     | 456    | 388   | 370   | 1,943 |
| 资本开支     | -3,606 | -1,338 | -1,659 | -973  | -800  | -850  |
| 投资       | 995    | 204    | 418    | 0     | 0     | 0     |
| 其他       | 76     | 30     | 42     | 12    | 39    | 39    |
| 投资活动现金净流 | -2,536 | -1,104 | -1,200 | -962  | -761  | -811  |
| 股权募资     | 0      | 2      | 1,201  | 74    | 0     | 0     |
| 债权募资     | 2,694  | 1,207  | 260    | 820   | 576   | -271  |
| 其他       | -468   | -272   | -157   | -328  | -350  | -358  |
| 筹资活动现金净流 | 2,226  | 937    | 1,304  | 567   | 226   | -629  |
| 现金净流量    | -344   | -126   | 560    | -7    | -165  | 503   |

资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 1,086  | 1,037  | 1,520  | 1,513  | 1,347  | 1,851  |
| 应收款项     | 146    | 695    | 399    | 549    | 554    | 757    |
| 存货       | 53     | 57     | 84     | 114    | 78     | 82     |
| 其他流动资产   | 336    | 548    | 329    | 325    | 325    | 327    |
| 流动资产     | 1,620  | 2,337  | 2,331  | 2,500  | 2,305  | 3,017  |
| %总资产     | 16.2%  | 19.3%  | 17.5%  | 18.1%  | 16.7%  | 20.7%  |
| 长期投资     | 289    | 236    | 333    | 333    | 333    | 333    |
| 固定资产     | 7,021  | 8,499  | 9,432  | 9,481  | 9,532  | 9,582  |
| %总资产     | 70.0%  | 70.1%  | 70.8%  | 68.5%  | 69.3%  | 65.7%  |
| 无形资产     | 618    | 736    | 747    | 919    | 986    | 1,052  |
| 非流动资产    | 8,411  | 9,787  | 10,989 | 11,340 | 11,459 | 11,575 |
| %总资产     | 83.8%  | 80.7%  | 82.5%  | 81.9%  | 83.3%  | 79.3%  |
| 资产总计     | 10,031 | 12,124 | 13,320 | 13,840 | 13,764 | 14,592 |
| 短期借款     | 256    | 716    | 646    | 1,466  | 2,042  | 1,771  |
| 应付款项     | 1,364  | 2,156  | 2,465  | 3,038  | 2,232  | 2,867  |
| 其他流动负债   | 246    | 269    | 385    | 347    | 477    | 639    |
| 流动负债     | 1,866  | 3,141  | 3,496  | 4,851  | 4,750  | 5,277  |
| 长期贷款     | 3,155  | 3,906  | 4,452  | 4,452  | 4,452  | 4,452  |
| 其他长期负债   | 14     | 44     | 41     | 38     | 41     | 44     |
| 负债       | 5,035  | 7,091  | 7,989  | 9,342  | 9,244  | 9,774  |
| 普通股股东权益  | 4,956  | 5,001  | 5,326  | 4,493  | 4,514  | 4,812  |
| 其中：股本    | 1,971  | 1,971  | 2,276  | 2,275  | 2,275  | 2,275  |
| 未分配利润    | 2,596  | 2,641  | 1,819  | 912    | 933    | 1,232  |
| 少数股东权益   | 41     | 32     | 6      | 6      | 6      | 6      |
| 负债股东权益合计 | 10,031 | 12,124 | 13,320 | 13,840 | 13,764 | 14,592 |

比率分析

|            | 2019    | 2020    | 2021   | 2022E   | 2023E   | 2024E  |
|------------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 每股指标       |         |         |        |         |         |        |
| 每股收益       | -0.205  | 0.023   | -0.361 | -0.399  | 0.009   | 0.131  |
| 每股净资产      | 2.514   | 2.537   | 2.340  | 1.975   | 1.984   | 2.115  |
| 每股经营现金净流   | -0.017  | 0.021   | 0.201  | 0.171   | 0.162   | 0.854  |
| 每股股利       | 0.000   | 0.000   | 0.000  | 0.000   | 0.000   | 0.000  |
| 回报率        |         |         |        |         |         |        |
| 净资产收益率     | n.a     | n.a     | n.a    | n.a     | n.a     | 6.20%  |
| 总资产收益率     | n.a     | n.a     | n.a    | n.a     | n.a     | 2.04%  |
| 投入资本收益率    | n.a     | n.a     | n.a    | n.a     | 2.43%   | 4.95%  |
| 增长率        |         |         |        |         |         |        |
| 主营业务收入增长率  | n.a     | 62.17%  | 81.78% | 2.96%   | 44.26%  | 36.67% |
| EBIT增长率    | n.a     | n.a     | n.a    | n.a     | n.a     | 104%   |
| 净利润增长率     | n.a     | n.a     | n.a    | -10.33% | 102%    | 1290%  |
| 总资产增长率     | 37.29%  | 20.87%  | 9.86%  | 3.90%   | -0.55%  | 6.02%  |
| 资产管理能力     |         |         |        |         |         |        |
| 应收账款周转天数   | 35.0    | 42.6    | 39.1   | 60.0    | 40.0    | 40.0   |
| 存货周转天数     | 16.9    | 11.4    | 9.0    | 15.0    | 9.0     | 7.0    |
| 应付账款周转天数   | 401.2   | 330.8   | 253.8  | 350.0   | 210.0   | 200.0  |
| 固定资产周转天数   | 1,670.7 | 1,414.8 | 951.1  | 923.6   | 640.3   | 468.5  |
| 偿债能力       |         |         |        |         |         |        |
| 净负债/股东权益   | 40.49%  | 60.94%  | 61.59% | 91.38%  | 107.35% | 84.63% |
| EBIT利息保障倍数 | -6.6    | -4.2    | -3.8   | -2.6    | 0.9     | 1.9    |
| 资产负债率      | 50.19%  | 58.49%  | 59.97% | 67.50%  | 67.16%  | 66.98% |

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    | 10   | 10   | 16   |
| 增持 | 0    | 1    | 6    | 7    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.20 | 1.38 | 1.41 | 1.00 |

来源：聚源数据

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

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1  | 2021-08-27 | 买入 | 11.07 | N/A |
| 2  | 2021-10-28 | 买入 | 11.50 | N/A |
| 3  | 2022-01-30 | 买入 | 7.07  | N/A |
| 4  | 2022-04-14 | 买入 | 8.30  | N/A |
| 5  | 2022-07-15 | 买入 | 10.89 | N/A |
| 6  | 2022-08-28 | 买入 | 9.99  | N/A |
| 7  | 2022-09-08 | 买入 | 10.12 | N/A |
| 8  | 2022-10-11 | 买入 | 9.46  | N/A |

来源：国金证券研究所



### 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。