

国际医学（000516）

综合医院稀缺标的，特色专科未来可期

增持（首次）

2023年07月27日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,711	4,501	6,103	7,912
同比	-7%	66%	36%	30%
归属母公司净利润（百万元）	-1,177	-117	225	482
同比	-43%	90%	293%	114%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.52	-0.05	0.10	0.21
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	-	90.16	42.16

关键词：#稀缺资产

投资要点

- **投资逻辑：**（1）营利性三甲综合医院属于极具稀缺性的标的，壁垒高且具有刚性需求；（2）核心综合医院软硬件优势显著，高投入后进入爬坡收获阶段，下半年有望迎来单月盈亏平衡拐点；（3）长期来看，聚焦“综合+特色专科”，万张床位带来翻倍以上收入空间，特色专科有望带来第二增长曲线。
- **高水平医疗资源供不应求，公司立足陕西西安，进一步辐射中西部地区。**我国三级医院病床长期处于接近饱和或超负荷状态，2021年末，三级医院数量仅为医院总数的8.96%，却承担了57.47%的诊疗和55.81%的住院需求。西安是西北地区人口中心，医疗服务市场需求大，但人均医疗资源供给不足。此外，西安国际医学城所在地西安市高新核心片区的快速建设，带来对医疗机构等配套设施的强烈需求。同时，西安对省内及周边患者吸引力强，具有一定辐射作用。2023年以来，公司外地患者占比提升至30%，高于疫情前水平。医疗资源的供需状况为公司在此区域进一步发展提供巨大机遇，公司有望逐步发展成为面向中国中西部地区的优质医疗服务中心。
- **公司核心综合医院软硬件优势显著，高投入后进入爬坡收获阶段。**公司旗下高新医院和中心医院硬件齐备精良、军队医院改制背景储备丰富专家资源，品牌力快速提升。高新医院是中国首家社会资本兴办三甲医院，二期启用后床位提升至1500张；国际医学中心医院于2021年5月以高分成绩通过JCI认证，规划床位充足，达5037张。2023年以来两大核心医院体现出较强的品牌力和业绩韧性。此外，国际康复医学中心（国际医学中心医院北区）已经试运营，3600张床位投入后公司床位则超万张，万张床位的爬坡奠定了未来业绩增长的基础。我们假设高新医院/中心医院南、北区区的满负荷单床产出分别为100/120/70万元，则万张床位全部投入使用时为公司带来收入达百亿元，较2022年27亿元的收入体量具有较大增长空间。
- **公司聚焦“综合医疗+特色专科”，特色专科有望带来第二增长曲线：**公司积极布局医美、辅助生殖、康复和高端品质医疗项目等消费属性较强的医疗服务业务，牌照资源优势成为新业务落地的助推器。2022年10月公司获批常规体外受精胚胎移植及卵泡浆内单精子显微注射技术业务，具备每年4万例IVF周期运行能力，有望满足日益增长的区域辅助生殖需求；肿瘤治疗方面，中心医院于2020年10月获得“质子放射治疗系统”配置许可，成为西北唯一一家获得许可的医疗机构，预计2025年建成，将为肿瘤患者提供精准化的医疗服务。此外，公司旗下中心医院和高新医院成为中国第二、三家妙佑医疗联盟成员医院，旗下医院业务结构有望向疑难重症、中高端项目倾斜，提高行业影响力，优化业务结构，提高盈利能力。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2023-2025年归母净利润为-1.17/2.25/4.82亿元，2024/2025年对应当前市值的PE为90/42X。公司作为民营综合医院稀缺标的，核心医院进入爬坡收获阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧下床位爬坡不及预期风险，政策风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.99
一年最低/最高价	8.14/13.49
市净率(倍)	4.89
流通 A 股市值(百万元)	17,076.91
总市值(百万元)	20,324.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.84
资产负债率(%，LF)	69.07
总股本(百万股)	2,260.81
流通 A 股(百万股)	1,899.55

相关研究

《国际医学(000516): 国际医学: 双主业布局，稳中谋进》

2016-04-01

内容目录

1. 聚焦医疗服务主业，树立社会办医大型综合医疗标杆	4
1.1. 两次转型，全面聚焦医疗服务主业	4
1.2. 股权结构稳定，实控人控股集中	5
1.3. 医疗主业高速增长，未来盈利可期	5
2. 行业机遇：多层次医疗需求旺盛，优质高效医疗资源稀缺	7
2.1. 人口结构变动叠加居民消费结构升级，带动医疗需求日益增长	7
2.1.1. 老龄化支撑医疗刚需增长，后疫情时代医疗需求韧性依旧	7
2.1.2. 医疗保健消费升级，可选医疗服务需求上升	8
2.2. 政策鼓励社会办医，民营医院稳步扩张	9
2.3. 全国三甲医院业务饱和，营利性三甲医院稀缺	10
3. 公司分析：立足西安，覆盖全周期医疗需求，优质医师资源与服务能力造就强口碑	11
3.1. 区位优势：西北地区优质医疗需求大，西安为公司的成长提供天时地利的外部环境	11
3.1.1. 西安为西北地区优质医疗资源高地，但人均医疗资源供给仍不足	11
3.1.2. 千万级人口叠加城市扩建，支撑医疗需求持续增加	12
3.1.3. 品牌影响力辐射中西部，西安以外地区占比有望提升	13
3.2. 医疗资源：品牌力、重资产模式和牌照资源形成壁垒	14
3.2.1. 重资产扩张模式形成进入壁垒	14
3.2.2. 借军队医院改制“东风”，打造高水平专家团队，核心院区口碑持续提升	15
3.2.3. 牌照资源优势下布局消费医疗，通过业务结构优化提升盈利能力	17
3.3. 国际化认证助力医疗水平升级，上下游协同合作提升患者体验	20
3.3.1. 与国际医疗服务机构合作，探索构建分级诊疗体系，助力业务结构优化	20
3.3.2. 医教研协同创新网络，与合作伙伴推动上下协同	21
3.3.3. 建设“互联网+医疗”创新生态体系，优化患者体验	21
4. 盈利预测与评级	22
4.1. 关键假设	22
4.2. 估值与评级	23
5. 风险提示	23

图表目录

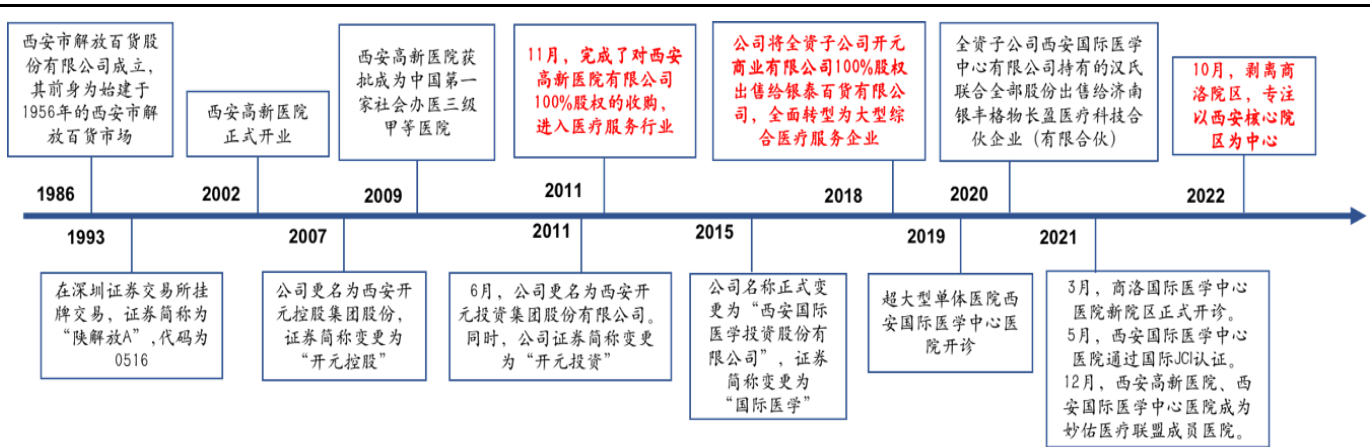
图 1:	国际医学发展历程.....	4
图 2:	国际医学致力于打造全生命周期医疗大健康服务平台.....	5
图 3:	国际医学股权结构（截至 2023 年 Q1）.....	5
图 4:	2019-2023Q1 年公司营收与归母净利润情况.....	6
图 5:	2018-2022 年公司分行业营收构成情况.....	6
图 6:	公司整体毛利及费用情况.....	6
图 7:	核心医院营收（亿元）.....	7
图 8:	核心医院净利润（亿元）.....	7
图 9:	中国 60 岁以上人口占总人口的比例.....	8
图 10:	中国居民年平均就诊次数（次/年）.....	8
图 11:	我国居民人均可支配收入.....	8
图 12:	我国居民人均医疗保健消费支出.....	8
图 13:	公立与民营医院机构数量（家）.....	10
图 14:	公立与民营医院卫生人员数（人）.....	10
图 15:	三级医院数量（家）及占比（%）.....	10
图 16:	各级医院病床使用率（%）.....	10
图 17:	入围西北地区医院综合实力排行榜的医院分布.....	11
图 18:	入围 2020 年度中国医院排行榜的医院分布.....	11
图 19:	2020 年陕西省各市（区）人均卫生医疗资源.....	12
图 20:	2020 年西北地区省会城市人均医疗资源对比.....	12
图 21:	省会城市及直辖市第七次人口普查常住人口及增长率.....	12
图 22:	西安高新区三期中央创新区规划效果图.....	13
图 23:	公司西安以外地区收入占比.....	14
图 24:	核心院区门诊量（万人次）.....	17
图 25:	核心院区住院量（万人次）.....	17
图 26:	2007-2021H1 年中国获批开展辅助生殖机构数量（个）.....	18
图 27:	2020 年中国各地区辅助生殖机构分布情况（个）.....	18
表 1:	国家鼓励社会办医的相关政策.....	9
表 2:	公司核心院区与西安高新区公立三甲医院基本信息.....	14
表 3:	国际医学部分高水平专家团队.....	15
表 4:	高新医院软硬件情况.....	16
表 5:	中心医院软硬件情况.....	16
表 6:	西安国际医学中心医院北院区基本情况.....	18
表 7:	我国质子放射治疗系统准予许可名单.....	19
表 8:	国际医学中心医院和高新医院医生可以使用的妙佑医疗国际的临床工具.....	20
表 9:	“互联网+医疗”创新生态体系.....	21
表 10:	公司收入拆分及盈利预测.....	22
表 11:	可比公司估值（收盘日期为 2023 年 7 月 26 日）.....	23

1. 聚焦医疗服务主业，树立社会办医大型综合医疗标杆

1.1. 两次转型，全面聚焦医疗服务主业

公司前身是西安市解放百货商场，创建于 1956 年，曾是西安市及陕西省最大的百货零售业企业。2011 年 11 月公司收购西安高新医院 100% 的股权，实现从“商业零售”到“零售+医疗”的第一次转型。2018 年 3 月公司将全资子公司开元商业有限公司 100% 股权出售给银泰百货有限公司，实现全面聚焦医疗服务的第二次转型。2019 年 9 月公司建成超大型单体医院西安国际医学中心医院。2020 年 11 月公司将持有的北京汉氏联合生物技术股份有限公司（简称“汉氏联合”）全部 3400 万股股份出售给济南银丰格物长盈医疗科技合伙企业（有限合伙），为公司专注发展医疗服务主业提供资金支持。2021 年 3 月商洛国际医学中心医院新院区正式开诊。2022 年 10 月公司将持有的商洛国际医学中心医院有限公司 99% 股权转让给商洛市交通投资建设有限责任公司，专注以西安为中心打造全生命周期医疗健康服务平台。

图1：国际医学发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

公司为国内稀缺的大型综合医疗服务集团，积极打造“综合医疗+特色专科”业务模式。公司正在运营西安高新医院（简称为“高新医院”）、西安国际医学中心医院（简称为“中心医院”）南北院区等综合性医院。公司重点开展肿瘤、心脏、脑科、胸科、消化、骨科等高水平、高技术价值的复杂型医疗项目，完成多项世界首例、国内首例手术；公司积极布局医美整形、辅助生殖、康复、妇儿、特需医疗、质子治疗等服务，打造特色专科，满足多样化、多层次医疗健康需求。公司持续扩大业务规模，促进内生增长，推进外延扩张，正在打造行业领先的提供全生命周期医疗健康服务的健康管理集团。

图2: 国际医学致力于打造全生命周期医疗大健康服务平台

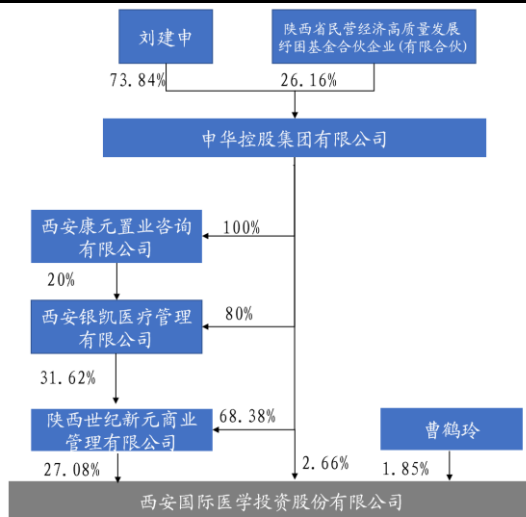


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定, 实控人控股集中

刘建申先生是公司的实控人, 截至 2023 年 Q1, 其与一致行动人合计持有公司 24% 的股权。其中, 公司控股股东陕西世纪新元商业管理有限公司持股占公司总股本的 27.08%, 中华控股集团有限公司、曹鹤玲分别持股 2.66%、1.85%。公司股权集中, 有利于长期战略的执行及公司的稳定发展。

图3: 国际医学股权结构 (截至 2023 年 Q1)

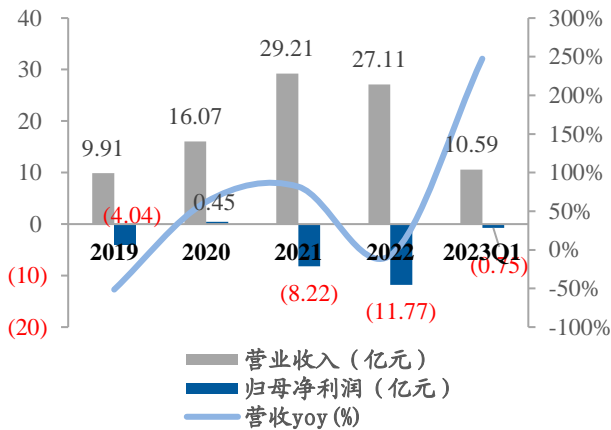


数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.3. 医疗主业高速增长, 未来盈利可期

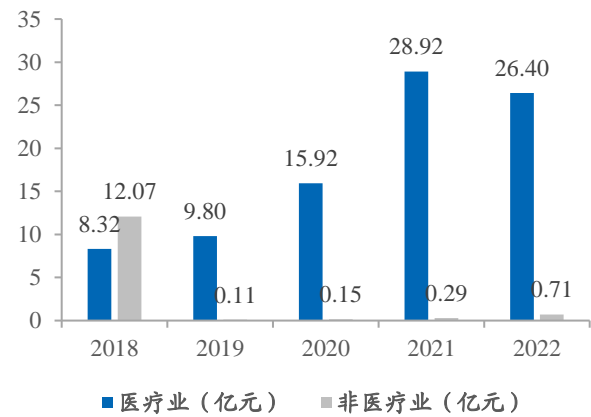
2023 年一季度业绩亮眼，全年有望持续增长。2023Q1 营收和归母净利润同比大幅提升，营收达 10.59 亿，同比增长 247%，归母净利润-7474 万元，同比大幅减亏 82.55%，整体业绩超预期，全年有望保持快速增长。随着核心医院门诊恢复以及医院病床使用率的逐步提升，公司收入有望恢复稳定增长；叠加运营稳定后成本费用和折旧摊销对利润影响将降低，公司有望实现扭亏、盈利提升可期。

图4：2019-2023Q1 年公司营收与归母净利润情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

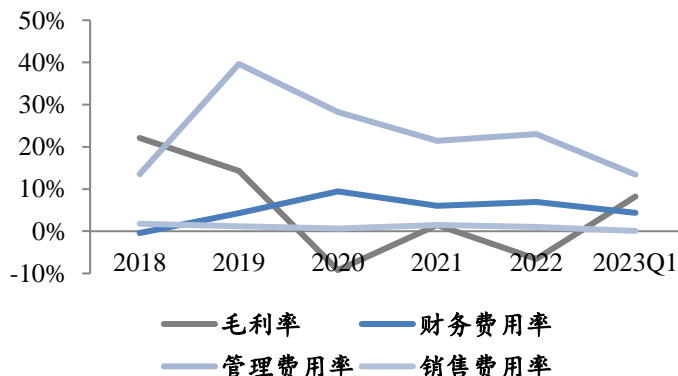
图5：2018-2022 年公司分行业营收构成情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司收入规模快速扩张，控费效果良好，管理费用率从 2019 年的 39.64%降低至 2021 年的 21.45%，2022 年小幅提升至 23.05%，基本维持稳定状态，规模优势和精细化管理优势体现。受疫情和业务扩张等因素影响，公司近三年毛利率水平较低。2022 年公司整体毛利率-6.57%，其中，医疗业毛利率-7.79%。2023 年 Q1 公司整体毛利率 8.19%，公司各项费用率均有所下降，盈利能力大幅提升。

图6：公司整体毛利及费用情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

分院区来看，2020 年以前，高新医院贡献主要收入，2020 年高新医院营收 7.99 亿

元，在三大院区中营收占比为 49.20%。2019 年 9 月开诊的中心医院营收增长迅猛。2021 年中心医院营收 16.44 亿元，同比增长 128.02%，首次超过高新医院收入（11.52 亿元），在三大院区中收入占比为 56.26%。受客观因素影响，2022 年三大医院均未实现盈利。2023 年 Q1 以来，高新医院、中心医院床位爬坡速度均好于预期，高新医院恢复至盈利状态，中心医院也有望逐步减亏。

图7：核心医院营收（亿元）

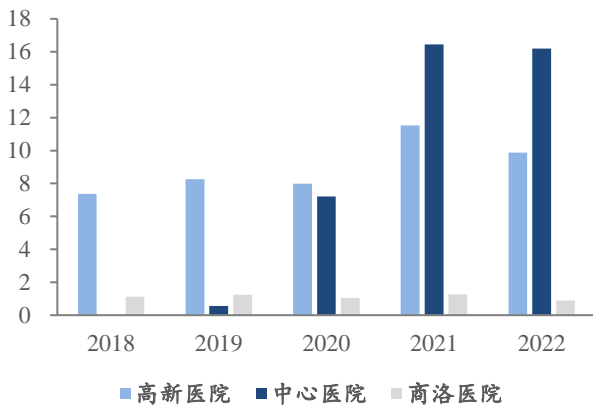
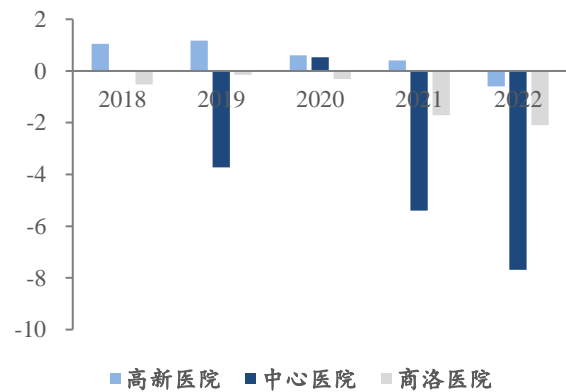


图8：核心医院净利润（亿元）



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

注：商洛院区已于 2022 年 10 月份公告股权转让协议，2023 年起核心院区主要为高新医院和中心医院南北院区

数据来源：wind，东吴证券研究所

公司转让商洛医院股权，优化资产结构，聚焦核心医院的加速发展。2022 年 10 月，公司将所持商洛医院 99% 的股权以 1.7 亿元转让给商洛市交通投资建设有限责任公司（简称“商洛交投”），同时，商洛交投还需支付国际医学作为控股股东借款支持目标公司医院建设、运营而形成的全部应付公司负债 2.84 亿元。截至 2022 年 2 月 28 日，商洛医院总负债 16.9 亿元，剥离后除其他应付款外其他负债也将转让，有望持续优化公司资产结构，加速实现扭亏。本次出售进一步优化了公司的资产结构，降低公司负债水平，消除了商洛医院爬坡期对上市公司利润的负面影响；进一步提升了公司的业务布局，公司更好地聚焦西安这一医疗服务中心，稳步推动主业加速发展。

2. 行业机遇：多层次医疗需求旺盛，优质高效医疗资源稀缺

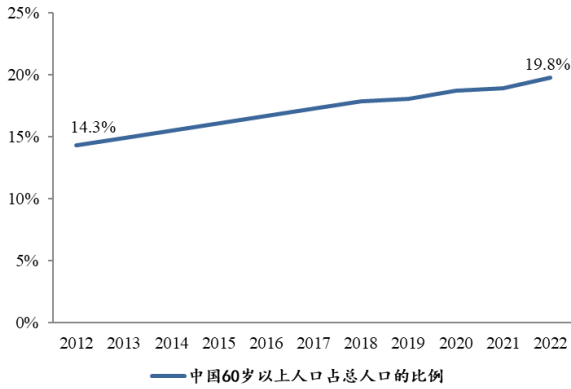
2.1. 人口结构变动叠加居民消费结构升级，带动医疗需求日益增长

2.1.1. 老龄化支撑医疗刚需增长，后疫情时代医疗需求韧性依旧

中国 60 岁以上老年人数占总人口比例从 2012 年的 14.3% 增长至 2022 年的 19.8%，伴随人口出生率下降、人口死亡率下降、预期寿命提高等，中国老龄化趋势日益加剧。横向看，2018 年 65 岁及以上人群两周就诊率为 42.6%，显著高于其他所有人群，人口老龄化将显著提高医疗服务需求。纵向看，我国居民年平均就诊次数自 2013 年至 2019

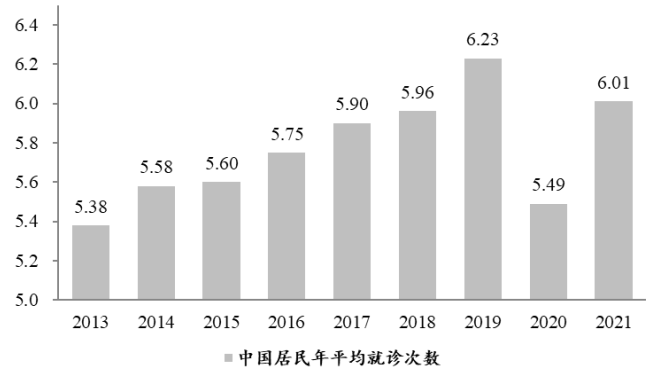
年持续增加，2019 年我国居民每年平均就诊 6.23 次，虽然受疫情影响因而 2020 年平均就诊次数下降至 5.49 次，但 2021 年立即反弹至每年 6 次。由此可见，虽然疫情导致居民外出就医不便，但由于医疗需求的刚性，后疫情时代下医疗需求依然具有较强的韧性，待释放的潜在需求可期。

图9：中国 60 岁以上人口占总人口的比例



数据来源：wind，卫生统计年鉴，东吴证券研究所

图10：中国居民年平均就诊次数（次/年）

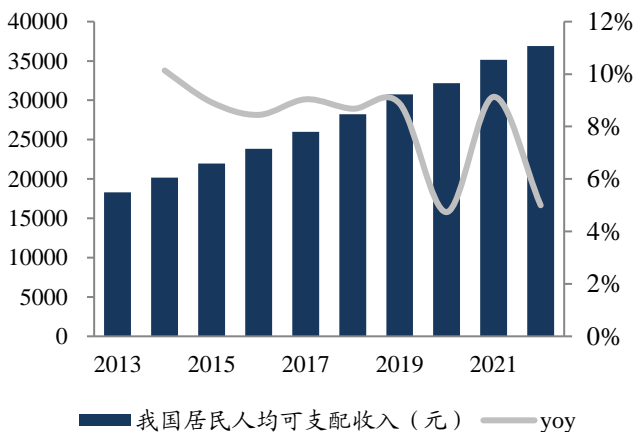


数据来源：wind，中国卫健委，东吴证券研究所

2.1.2. 医疗保健消费升级，可选医疗服务需求上升

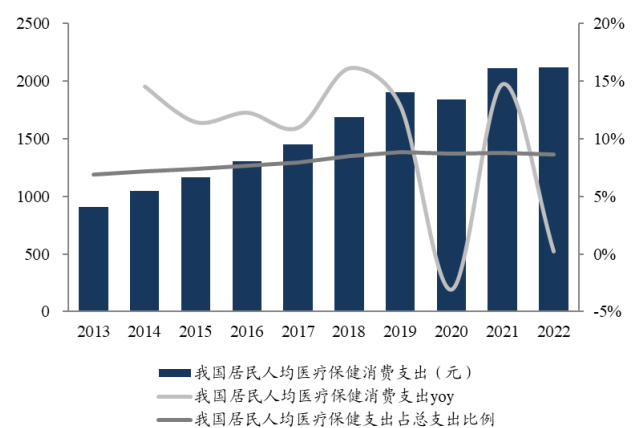
我国人均可支配收入水平提升的同时，医疗保健支出占比呈增长趋势。我国人均可支配收入 2022 年达到 3.69 万元，2013-2022 年复合增长率为 8.09%。我国人均医疗保健支出 2022 年达到 2120 元，2013-2022 年复合增长率为 9.82%；人均医疗保健支出占比从 2013 年的 6.90%提高至 2022 年的 8.64%。人均医疗保健支出的增加为医疗消费升级提供动力。伴随着支付能力增强和健康意识提升，医疗服务呈现消费升级态势，愿意为医美、辅助生殖、康复等强消费属性医疗需求付费的居民日益增多。可选医疗服务需求的持续增长，为民营医疗服务带来发展机遇。

图11：我国居民人均可支配收入



数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

图12：我国居民人均医疗保健消费支出



数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

2.2. 政策鼓励社会办医，民营医院稳步扩张

我国医疗资源一直存在供给不足、分配不均的问题，近年来虽然有所改善，但供给仍然存在结构性失衡，优质高效的医疗资源比较稀缺。国家多次出台政策，从准入条件、行政审批、投融资渠道、分级诊疗等多方面鼓励社会办医，多次强调鼓励社会办医、支持优质社会办医扩容，为民营医院的发展创造了良好的条件。

表1: 国家鼓励社会办医的相关政策

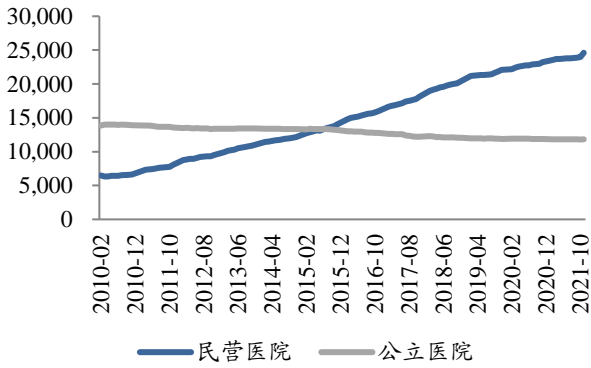
时间	文件名	单位	主要内容
2014年	《关于加快发展社会办医的若干意见》	国家卫生计生委、中医药管理局	<p>(1) 切实将社会办医纳入规划范围。优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，允许社会资本参与公立医院改制，在区域卫生规划和医疗机构设置规划中为非公立医疗机构留出足够空间。独资医院审批权下放到省级。</p> <p>(2) 凡是法律法规没有明令禁入的领域，都要向社会资本开放。</p> <p>(3) 允许非公立医疗机构纳入医保定点范围，完善规划布局和用地保障，优化投融资引导政策，完善财税价格政策，医疗服务价格实行市场调节价。</p> <p>(4) 允许医师多点执业。</p>
2015年	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	国务院办公厅	<p>(1) 进一步放宽准入。清理规范医疗机构审批事项，公开区域医疗资源规划，减少运营审批限制，控制公立医院规模。</p> <p>(2) 拓宽投融资渠道。加强财政资金扶持，丰富筹资渠道，优化融资政策。</p> <p>(3) 促进资源流动和共享。推进医师多点执业，加强业务合作。</p> <p>(4) 优化发展环境。将社会办医纳入医保定点范围。</p> <p>(5) 鼓励地方开展差异化、多样化探索。</p>
2016年	《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》	国务院办公厅	到2020年，养老服务市场全面放开 ，养老服务和产品有效供给能力大幅提升，供给结构更加合理，养老服务政策法规体系、行业质量标准体系进一步完善。
2019年	《关于深入推进医养结合发展的若干意见》	国家卫健委	<p>(1) 鼓励社会力量举办医养结合机构。政府对社会办医养结合机构区域总量不作规划限制；(2) 支持社会力量通过市场化运作方式举办医养结合机构，并按规定享受税费、投融资、用地等有关优惠政策。</p>
2021年	《关于深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力的通知》	国务院	全面执行诊所备案制、三级以外医疗机构取消“设置医疗机构审批书”、诊所执业由许可管理转为备案管理、对社会办医大型医用设备许可建议审批等
2022年	《医疗机构设置规划指导原则(2021-2025年)》	国家卫健委	社会办医区域总量和空间不作规划限制。鼓励社会力量在康复、护理等短缺专科领域举办非营利性医疗机构，加强社会办医的规范化管理和质量控制，提高同质化水平。探索社会办医和公立医院开展多种形式的协作。

数据来源：各部委，东吴证券研究所

高质量发展要求公立医院“先做强再做大”，扩张受限较多。我国公立医院的发展重点已从“量的积累”转向“质的提升”的关键期，国家政策要求将发展的着力点放到提升质量和效率上。同时，国家政策鼓励社会办医态度依旧，民营医院发展增速显著高于公立医院。民营医疗尚处于发展初期，且国家政策尤其支持民营医院在短缺专科领域的发展。这为以经营大型医疗服务机构的公司进行规模扩张、开拓特色专科提供发展机

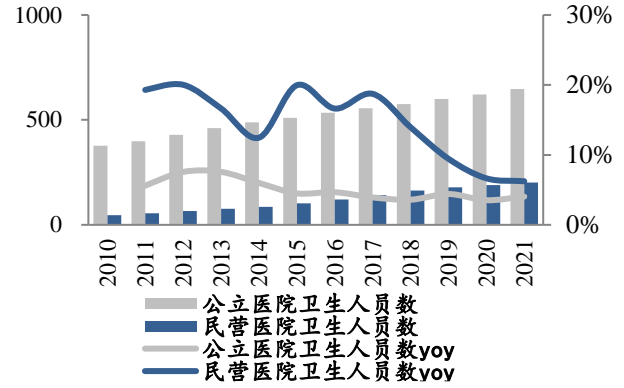
会。2015 年民营医院数量首次超过公立医院，数量达 1.3 万所。2010-2021 年公立医院数量呈下滑趋势，民营医院稳步增长。在机构数量和增速上，民营医院显著大于公立医院。从卫生人员人数上看，民营医院人员数虽然远小于公立医院，但民营医院 2013-2021 年复合增长率达到 14%，而公立医院仅 5%。

图13: 公立与民营医院机构数量(家)



数据来源: wind, 国家卫计委, 东吴证券研究所

图14: 公立与民营医院卫生人员数(人)

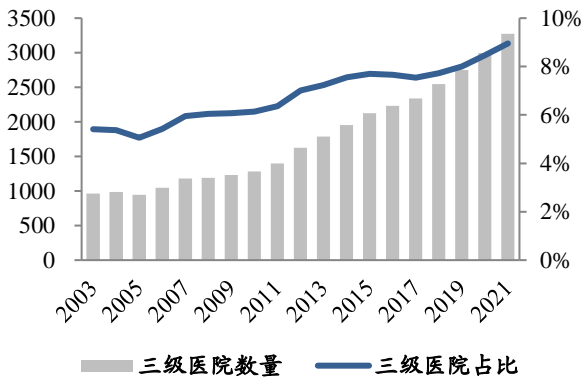


数据来源: wind, 国家卫计委, 东吴证券研究所

2.3. 全国三甲医院业务饱和, 营利性三甲医院稀缺

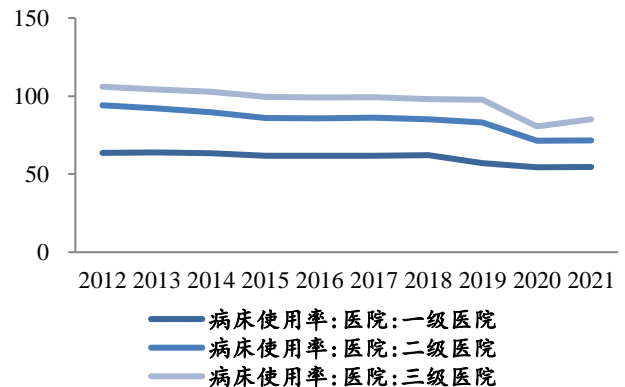
2021 年末, 我国三级医院数量 (3275 所, 其中三级甲等医院 1651 所) 仅为医院总数的 8.96%, 却承担了 57.47% 的诊疗和 55.81% 住院需求。从 2010 年 1 月到 2022 年 5 月, 除了 2020 年疫情暴发初期以外, 三级医院病床使用率均显著超过二级和一级医院。2010-2019 年三级医院病床使用率均超过 91%, 处于饱和或超负荷状态。提供高水平优质医疗服务的三甲医院诊疗和住院压力更大, 是医疗服务供需矛盾最集中的领域。我国能够提供高质量医疗服务的三甲医院数量不足, 民办盈利性三甲医院更加稀缺。作为民营医疗集团, 国际医学拥有的营利性三甲医院属于极具稀缺性的投资标的。

图15: 三级医院数量(家)及占比(%)



数据来源: wind, 国家卫计委, 东吴证券研究所

图16: 各级医院病床使用率(%)



数据来源: wind, 国家卫计委, 东吴证券研究所

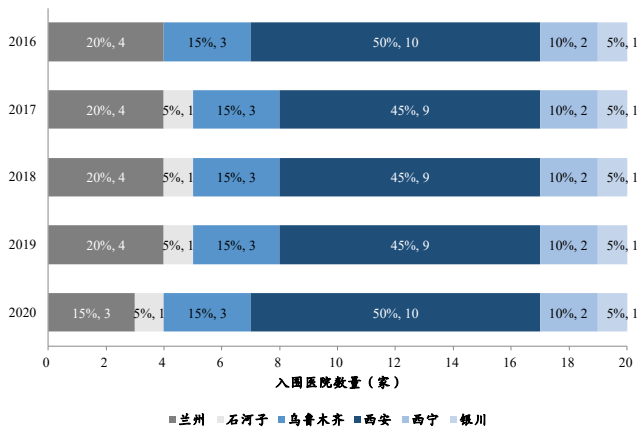
3. 公司分析：立足西安，覆盖全周期医疗需求，优质医师资源与服务能力造就强口碑

3.1. 区位优势：西北地区优质医疗需求大，西安为公司的成长提供天时地利的外部环境

3.1.1. 西安为西北地区优质医疗资源高地，但人均医疗资源供给仍不足

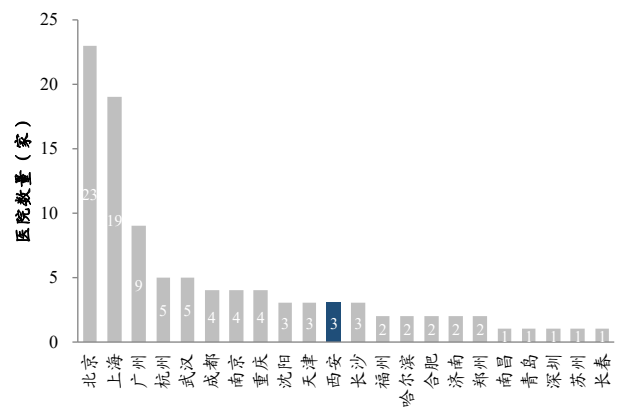
西安医疗水平领跑我国西北地区，头部医院综合实力突出。西安的多家头部医院连续多年占据复旦大学医院管理研究所西北地区医院综合实力排行榜的半壁江山。2020年，西安有10家医院入围西北地区医院综合实力排行榜，而并列第二的兰州和乌鲁木齐分别只有3家医院位列其中。在2020年度中国医院排行榜中，除西安的3家医院以外，西北地区其他城市没有医院入围。其中，空军军医大学西京医院全国排名第11，在全国三甲医院中实力突出。优质医疗资源的汇集对周边城市患者具有虹吸效应，扩大西安医疗市场规模；另一方面，高水平医疗资源的集聚有利于公司在当地获取专家资源。

图17：入围西北地区医院综合实力排行榜的医院分布



数据来源：复旦大学医院管理研究所，东吴证券研究所

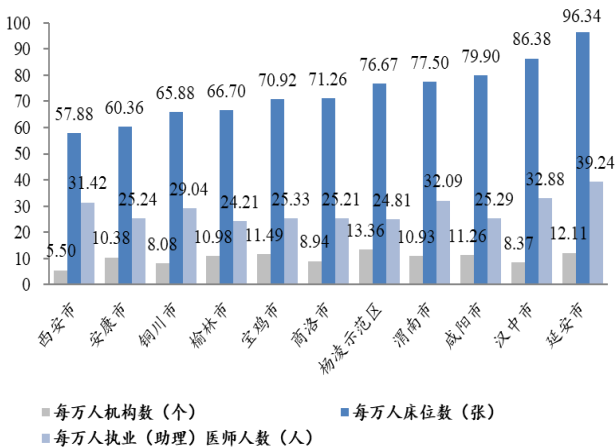
图18：入围2020年度中国医院排行榜的医院分布



数据来源：复旦大学医院管理研究所，东吴证券研究所

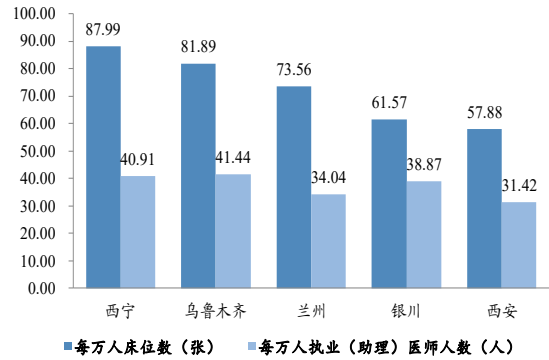
相比省内其他城市和西北地区其他省会城市，西安人均医疗资源供给相对不足。2020年，西安每万人床位数为57.88张，但是与省内其他城市以及西北地区其他省会城市相比，西安的人均医疗资源居于末位。人均医疗资源供给的不足与西安市在西北地区的领跑地位形成倒挂关系，西安市医疗资源供给的缺口亟待填补。不饱和的市场为民营资本带来较大的渗透空间，为公司在西安市进一步补充高质量医疗服务提供可能性。

图19: 2020年陕西省各市(区)人均卫生医疗资源



数据来源: 陕西统计年鉴, 东吴证券研究所

图20: 2020年西北地区省会城市人均医疗资源对比

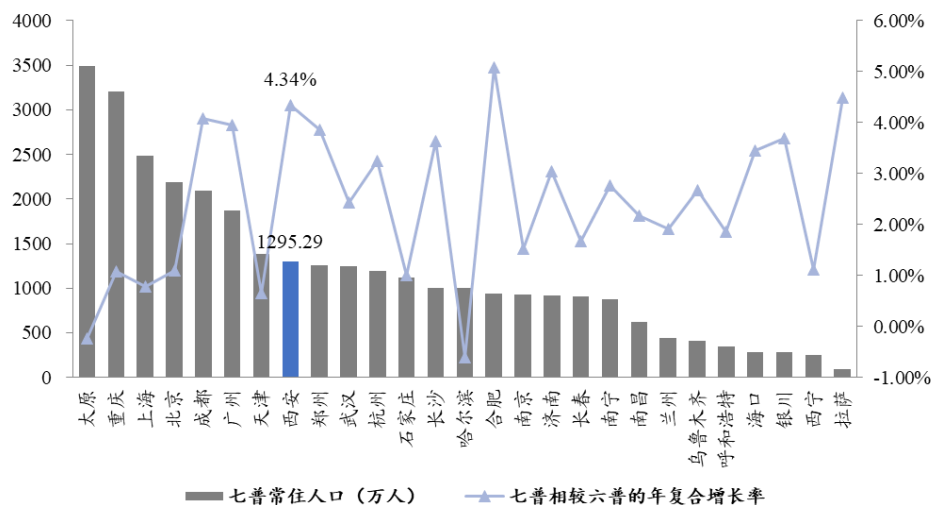


数据来源: 各地统计年鉴, 东吴证券研究所

3.1.2. 千万级人口叠加城市扩建, 支撑医疗需求持续增加

西安市是西北地区人口中心, 千万级人口支撑的市场容量为社会资本办医提供充足的发展空间。第七次人口普查数据显示, 西安常住人口达 1295.29 万人, 在省会城市中排名第 7; 西安两次人口普查常住人口年复合增长率达 4.34%, 在省会城市中排名第 3。人口基数和人口增加速度远超西北地区其他省会城市。随着人口进一步增长, 西安的医疗市场容量将进一步扩大。同时, 由于西安为西北地区高水平医疗资源汇集地, 陕西省内其他城市居民及陕西周边其他省的居民会选择来西安治疗疑难重症或进行中高端医疗项目消费。因此, 西安医疗服务市场潜在需求广阔且层次丰富, 足以支撑公司进行规模扩张与业务结构升级。

图21: 省会城市及直辖市第七次人口普查常住人口及增长率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司目前最核心的两家医院——高新医院和中心医院都位于高速发展的西安高新区。该区是1991年3月国务院首批批准成立的国家级高新区之一；2015年8月，国务院正式批复同意西安高新区建设国家自主创新示范区；2020年6月，科技部批复同意全国首个“硬科技创新示范区”在西安高新区启动建设。截至2022年底，高新区累计注册市场主体超过19.3万户。此外，公司正在建设的西安国际医学城位于高新区三期的中央创新区，中央创新区将被打造为“西安陆家嘴”，是未来西安国际金融、科技中心，对人才具有较强的吸引力。因此，大量城市生活设施配套亟待建设，其中，与企业生产应急保障和区内居民生活密切相关的卫生医疗设施则是配套设施中必不可少的组成部分。城市建设带动的卫生医疗需求为公司核心院区的发展提供了强劲动力。

图22：西安高新区三期中央创新区规划效果图

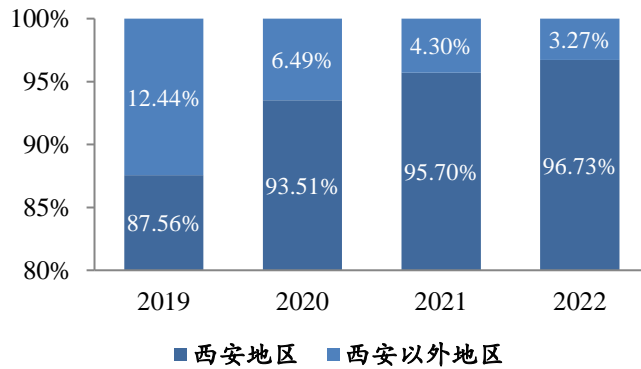


数据来源：搜狐网，东吴证券研究所

3.1.3. 品牌影响力辐射中西部，西安以外地区占比有望提升

公司汇聚了中国中西部地区优质医疗专家资源以及同步国际先进水平的医疗设备，品牌影响力与日俱增。深耕西安的同时，公司影响力逐步辐射中西部地区。2020-2022年，受到疫情期间人口流动不便的影响，西安地区以外的收入占比逐步下滑。2023年以来，外地患者占比逐步增多，截至2023年6月，外地患者占比提升至30%，高于疫情前水平。对比西安当地最好的医院——西京医院，疫情前西京医院70%的患者为非当地患者，可见，优质的医疗资源对周边患者的吸引力强。公司国际医学中心医院医生资源雄厚，多为各个优势学科领军专家，未来有望凭借扎实的诊疗服务能力，成为面向中国中西部地区的优质医疗服务中心。

图23: 公司西安以外地区收入占比



数据来源: 公司公告, 公司推介资料, 东吴证券研究所

3.2. 医疗资源: 品牌力、重资产模式和牌照资源形成壁垒

3.2.1. 重资产扩张模式形成进入壁垒

公司拥有高新医院、中心医院等核心综合医疗院区, 积累了丰富的建设、运营、管理大型三甲综合性医院的经验。管理大型综合医院具有经验曲线效应, 精细化管理经验对医院的运营结果具有重要影响。高新医院成立于 2002 年, 公司已深耕医疗健康行业 20 余年, 经验积累是公司的核心竞争力之一。

公司目前主要采用自建医院的重资产模式进行扩张。核心院区的最大床位数均不少于 2022 年 9 月竣工的西安高新区首家公立三甲医院。其中, 中心医院的投资金额 (55.75 亿元)、建筑面积 (53.5 万平方米) 和床位数 (5037 张) 均远超该公立医院。重资产模式门槛高、不确定性大, 无论对潜在的民营或公立竞争者而言, 都会形成较高的进入壁垒。

表2: 公司核心院区与西安高新区公立三甲医院基本信息

医院	高新医院	中心医院 (南院区)	中心医院 (北院区)	西安市第一医院迁建项目
位置	西安高新技术产业开发区团结南路 16 号	西安市高新区西太路 (南院区)	西安市高新区西太路 (北院区)	西安高新区兴隆街道
成立时间	2002 年 6 月 9 日	2019 年 9 月 25 日	2023 年 1 月开始试运营	2022 年 9 月 28 日项目竣工
资质	中国首家社会资本兴办三甲医院, 三级甲等综合医院评审, 美国妙佑医疗国际 (Mayo Clinic) 医疗联盟成员医院	2021 年 5 月通过国际 JCI 认证, 正在进行三甲申报	符合国际 JCI 认证标准, 正在进行三甲申报	成为西安高新区首个公立三甲医院
投资金额	先期投入 7 亿元左右; 2016 年二期扩建工程启动, 新建	投资 55.75 亿元	医院总投资 45 亿元	总投资 24.5 亿元

一栋 12 万平方米医疗综合楼

面积	建筑面积 17 万平方米	建筑面积 53.5 万平 方米	建筑面积 42.5 万平方米	规划总建筑面积约 27.6 万 平方米
床位	编制床位 760 张,最大床位数 1500 张	最大设置床位 5037 张	设置床位 3600 张	设置床位 1500 张

数据来源：公司公告，国际医学官网，企查查，各医院官方微信公众号，东吴证券研究所

3.2.2. 借军队医院改制“东风”，打造高水平专家团队，核心院区口碑持续提升

2016 年中央军委下发的《关于军队和武警部队全面停止有偿服务活动的通知》指出，中央军委计划用 3 年左右时间，分步骤停止军队和武警部队一切有偿服务活动。2018 年中共中央办公厅、国务院办公厅、中央军委办公厅印发《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》要求，2018 年年底全面停止军队一切有偿服务活动；其中医疗、科研等行业，主要采取停止项目和军民融合方式处理。

西安市部队医院较多，西京医院、唐都医院等部队三甲医院代表西安医疗服务的最高水平。公司旗下高新医院和中心医院齐备精良的设备和灵活高效的管理体制在部队医疗机构改革的过程中吸引了一批优秀的专家，特色学科专家实力快速提升。三大院区的行业影响力和品牌认可度持续提高。

表3：国际医学部分高水平专家团队

专家	现职位	简介
宋琪	高新医院院长，消化病医院院长	特聘首席专家，硕导，中华医学会食管胃静脉曲张张学组副组长；中华医学会消化内镜学分会内痔协作组副组长
吕良山	高新医院副院长，消化介入科主任	曾任西安交通大学第一附属医院副教授/副主任医师
李维玲	高新医院副院长，产科主任兼国际部产科主任	中国妇女发展基金会互联网+女性健康促进基金专家委员会专家；陕西省优生协会产科专业组秘书；陕西省性学会常委
甘为民	高新医院泌尿外科主任	首席专家，陕西省非公立医疗机构协会泌尿外科专业委员会主任委员，曾任西安交通大学医学院第二附属医院泌尿外科科主任
梁英民	中心医院血液病医院院长	博导，中华医学会血液学分会常委，唐都医院血液内科原主任
贺西京	中心医院骨科医院院长	博导，中国医师协会神经修复分会主任委员，西安交大二附院原院长
吴昌归	中心医院胸科医院院长	博导，中国医师协会呼吸分会常委，西京医院呼吸内科原主任
南克俊	中心医院肿瘤医院院长	博导，中华医学会肿瘤分会常委；西安交大一附院肿瘤内科原主任
高国栋	中心医院脑科医院院长	博导，中华医学会神经外科分会常委，唐都医院脑科医院原院长
郭树忠	中心医院整形美容医院院长	博导，中华医学会整形外科分会主委，西京整形医院原院长
张正湘	中心医院康复医院副院长	陕西省康复医院原副院长，中国医院协会医疗机构管理分会常委

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表4: 高新医院软硬件情况

医院	高新医院
重点科室	神经内科(国家临床重点专科建设项目、陕西省优势医疗专科、西安市医学优势专科)、心血管外科、普外科(省级医疗特色专科)、急诊医学科(陕西省临床重点专科培育项目)、妇产科、医学影像科(西安市医学优势专科); 2022年获批体外受精-胚胎移植及卵胞浆内单精子显微注射技术试运行资质
专家	2022年引进各类人员218人,其中博硕士31人,高级职称8人,中级职称22人。全院各级学会(协会)学术任职达1,345人次,其中国家级副主委8人次,省级主委19人次,省级副主委67人次。
设备	达芬奇手术机器人、PET-CT、SPECT、128排256层螺旋CT、64排螺旋CT、3.0T磁共振系统、1.5T双梯度磁共振系统、放射治疗高能直线加速器系统、大孔径模拟定位CT、双能X射线骨密度仪、负压救护车、爱尔博高频手术系统、水刀治疗系统、钬激光治疗系统等,全院万元以上医疗设备1761台(件),总价值约4.8亿余元; 医院手术部设有洁净手术室26间,其中万级13间,千级1间,百级12间,配置了进口吊塔、手术床、麻醉机;中心ICU、神外ICU为10万级净化,配置了进口呼吸机、除颤仪、彩超、IABP、CRRT等设备
复杂手术案例	心脏大血管外科:西北地区首例脑梗后微创左心耳夹闭术及二次复杂紫绀型先天性心脏病根治手术; 普外科:腹腔镜直结肠癌根治术+腔镜下肝转移癌射频消融术; 胸外科:独立完成突下三孔胸腔镜胸腺肿瘤切除术; 泌尿外科达芬奇手术机器人手术突破100台
科研项目	2021年全年共申报各类科研项目18项,获批省市级科研项目6项;发表学术论文80篇,其中SCI10篇,核心期刊19篇,国家级及省级普刊53篇。2022年获批科研项目10项,国家级、省级、市级继续教育项目20项。累计发表学术论文71篇,其中SCI文章9篇。

数据来源:公司公告,国际医学官网,医院官网,东吴证券研究所

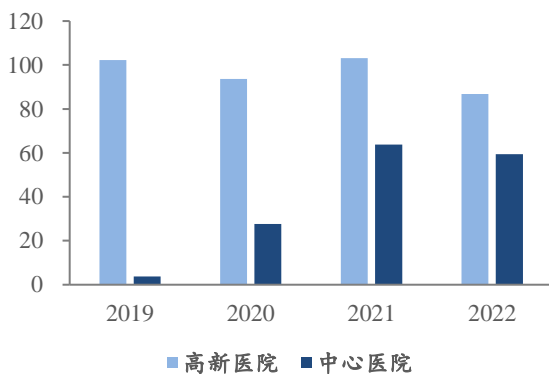
表5: 中心医院软硬件情况

医院	中心医院
重点科室	西北首家质子中心项目开工建设,成立内分泌代谢病医院,新开心脏内科七病区及8个MDT门诊;申报心血管内科、心脏大血管外科、呼吸内科、胸腔外科、消化内科、整形外科等21个专业的西安市医学重点、优势专科。
专家	2022年引进博士19人、硕士67人,高级职称11人、中级职称25人。29人通过省、市卫健委卫生高级专业技术资格评审。专家团队中新增学术任职653人次,其中国际级学会委员1名、国家、省级专业学会主委7名、副主委30名、常委100名。
设备	全国首台蔡司ZEISS KINEVO 900机器人手术显微镜、西北首台西门子MAGNETOM SKyra 3.0T术中磁共振成像设备(MRI)、西北首台飞利浦Ingenia 3.0T MR-RT放疗定位磁共振设备、西门子“准7T”MAGNETOM Prisma 3.0T磁共振成像设备(MRI)、陕西首台西门子SOMATOM Force超高端双源计算机断层扫描成像系统(CT)等6000余台(套)医疗设备; 于2020年10月获得“质子放射治疗系统”配置许可,成为西北唯一一家获得许可的医疗机构
复杂手术案例	呼吸内科二病区:高难度CT引导下肺穿刺活检术;血液病医院:复发难治型半相合子供母DSA阳性单倍体造血干细胞挽救性移植;异基因造血干细胞移植手术;脊柱外科等科室:胸椎转移瘤手术; 神经外科成功开展西北首例术中核磁共振胶质瘤手术,并在全国首次应用新一代术中核磁自动注册导航技术,达到国际先进水平,同时开展的植物人促醒技术和心脑血管同治技术位列西北前列。
科研项目	2022年立项各类科研项目、课题83项;发表论文288篇,其中SCI95篇(其中1篇影响因子高达45.04),核心期刊及统计源期刊221篇;主编、参编教材、专著、译著29部;获批专利77项;举办各类国际、国内学术会议113场次;药物临床试验立项23项,其中全球多中心14项。

数据来源:公司公告,医院官网,东吴证券研究所

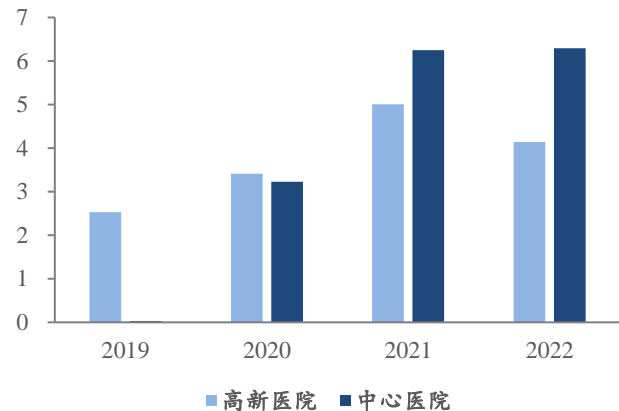
公司品牌力不仅得到第三方机构的认可,而且能赢得当地百姓的认可并经受住外生风险因素的考验。高新医院和中心医院的住院量 2019-2022 年复合增长率分别为 18%和 494%。由西北地区一流软硬件医疗实力支撑的品牌力,是公司持续健康发展的重要壁垒。高新医院和中心医院的经营虽然受到西安疫情防控以及停诊影响,但经营业务恢复速度快,2022 年 Q2 季度已恢复至 2021 年 Q3 水平,2022 年三季度日住院量的月平均值已经恢复至 2021 年四季度水平。恢复速度之快不仅体现综合医疗的抗周期性和刚需属性,也说明公司在当地市场较高的品牌认可度。

图24: 核心院区门诊量(万人次)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 核心院区住院量(万人次)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

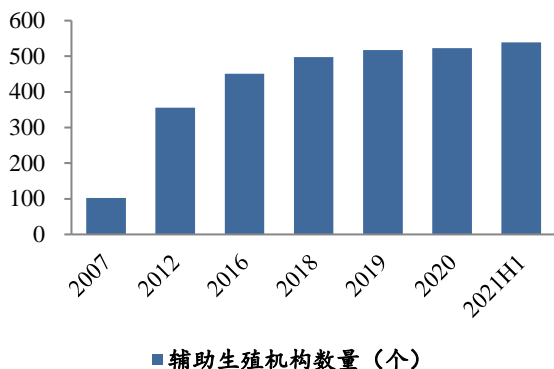
3.2.3. 牌照资源优势下布局消费医疗, 通过业务结构优化提升盈利能力

新时代“健康中国”战略下,我国医疗产业升级,消费医疗崛起。公司乘势而上,积极布局医美、辅助生殖、康复和高端肿瘤放疗项目等消费属性较强的医疗服务业务,牌照资源优势成为公司推进新业务落地的助推器。

➤ 辅助生殖: IVF 业务获批, 实现了特色专科领域的重大突破

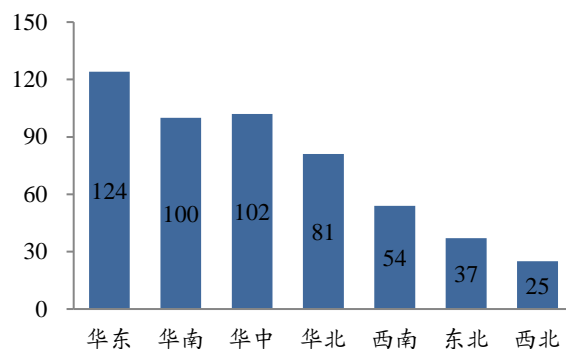
辅助生殖市场空间大,机构牌照壁垒极高。我国 2020 年的辅助生殖市场约为 330 亿元,2016-2020 年复合增长率达到 14.1%。受疫情影响,2019-2020 年的增速有所放缓,但未来总体呈现增速加快的趋势,弗若斯特沙利文预计 2023 年将达到 504 亿元的市场规模。中国辅助生殖市场监管严格,机构准入资格证书申请审核要求高、周期长。IVF 牌照申请主要从机构资质、医生资质、机构技术、医疗质量四个方面进行审核。证书一般按阶段发出,医疗机构取得 AID、AIH 等资格认证需要 4-5 年,执业约 6 年后才能取得 IVF 相关的技术要求更高的准入证书。截至 2021 年 H1,获批开展辅助生殖服务的医疗机构数量为 539 家。截至 2020 年底,国内具有 IVF 牌照的机构一共 411 家,其中民营机构仅有 44 家,而其中 IVF 治疗周期数超过 5000 个的民营机构仅约 3 家,头部效应显著。从地区分布上来看,机构主要集中在一线城市及省会城市,导致部分地区辅助生殖服务供应不足,其中,西北地区机构分布数量最少,甘肃为市场缺口最大的省份。

图26: 2007-2021H1 年中国获批开展辅助生殖机构数量(个)



数据来源: 国家卫健委, 东吴证券研究所

图27: 2020 年中国各地区辅助生殖机构分布情况(个)



数据来源: 《2020 年辅助生殖机构和精子库名单》, 东吴证券研究所

公司辅助生殖医学项目前期运行夫精人工授精业务, 2022 年 10 月公司公告下属西安高新医院收到陕西省卫生健康委员会下发的批复, 获批开展常规体外受精胚胎移植及卵胞浆内单精子显微注射技术(IVF/ICSI-ET)业务。此次获批实现了公司在特色专科业务布局上的重大突破, 有望满足日益增长的区域辅助生殖需求, 提升公司医疗服务能力。该生殖医学中心具备每年 4 万例 IVF 周期运行能力, 在技术管理方面, 公司聘请了来自原第四军医大学西京医院专家团队, 均为辅助生殖领域知名专家, IVF 团队专业技术实力强, 并获得海外医学专家团队的长期技术指导; 在硬件设施方面, 配置先进设备有 IVFtech、OLYMPUS 体视显微镜、MTG 激光破膜系统、显微操作系统等, 设计千级净化, 避免对胚胎培养干扰。在公司产能充足、软硬件设施齐备的条件下, 看好公司 IVF 业务未来对业绩的贡献。

➤ 康复医疗(国际医学中心医院北院区): 开诊后西安总床位规模超万张, 与中心医院有望协同导流

公司按照国际 JCI 认证标准和国家三级甲等综合医院标准规划建设西安国际医学中心医院北院区是一所集医疗、科研、教学、培训、康复于一体的全球超大规模专业康复医学中心, 打造临床、康复一体化医疗服务模式, 投用后将极大满足患者需求, 有效填补市场空白。从地理位置来看, 中心医院北院区和开业三年之久的南院区毗邻, 未来中心医院患者有望实现对北院区的导流, 同时也有效提升患者的体验感与满意度。

表6: 西安国际医学中心医院北院区基本情况

医院	西安国际医学中心医院北院区
区位	位于集团西安国际医学城院区之内, 是西安国际医学城核心项目之一, 与具有 5000 余病床的西安国际医学中心医院南院区毗邻

面积 建筑面积 42.5 万平方米

床位 计划开放床位 **3600 张**

科室 开设有骨科医院、康复医院、妇女儿童医院、老年病医院、中医医院、神经慢病等专科分院和创伤急救重症救治中心

团队 医院医护人员来自于西安交通大学及其附属第一医院、第二医院、空军军医大学及其西京医院、唐都医院，陕西中医药大学、海军军医大学等知名医院和高校；
 贺西京院长是十三五国家重点研发计划项目首席科学家、国家临床重点专科学科带头人，陕西省三秦学者、国际神经修复学会副主席、陕西省康复医学会会长；
 医疗人才团队中享受国务院特殊津贴专家 3 人，中国医师奖获得者 3 人、卫生部突出贡献专家 1 人；
 在省级以上主流学会担任主委、副主委及常委职务 12 人

数据来源：公司公告，国际医学官网，东吴证券研究所

➤ **高端医疗项目：质子放射治疗系统牌照稀缺，提升肿瘤患者治疗体验**

质子放疗疗效好，市场前景广阔。质子放疗是世界先进的肿瘤放射治疗手段之一，有治疗精准、副作用小、患者生活质量高等优点，有“肿瘤定向爆破神器”之称。国家“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要明确指出要发展高端放疗设备，国家发改委已将质子放疗系统纳入“鼓励类”产业目录。

在高端重症医疗项目方面，公司牌照优势突出。中心医院于 2020 年 10 月获得“质子放射治疗系统”配置许可，成为西北唯一一家获得许可的医疗机构。上海在 2015 年成立了我国第一个质子重离子医院，隶属于复旦大学附属肿瘤医院，治疗费用统一为每个疗程 27.8 万人民币(不能进入医保，全额自费)，开业五年已累计治疗患者 2692 例，年治疗量平均增长率达到 28%。公司已进入工程施工阶段，预计 2025 年能够建成质子治疗中心，建成后有望为西安、周边辐射区域以及西北地区肿瘤患者提供便捷化、多样化、精准化的医疗服务。

表7：我国质子放射治疗系统准予许可名单

通知文件（时间）	医院
《2020 年甲类大型医用设备配置许可通告》（2021 年 7 月 30 日）	天津市肿瘤医院（天津医科大学肿瘤医院）、河北一洲肿瘤医院、吉林省肿瘤医院、上海交通大学医学院附属瑞金医院、安徽省立医院、中国医学科学院肿瘤医院深圳医院、华中科技大学同济医学院附属同济医院、郑州大学第一附属医院、四川大学华西医院、重庆大学附属肿瘤医院
《关于 2019 年第二轮甲类大型医用设备配置许可的通告》（2020 年 10 月 27 日）	西安国际医学中心医院
《关于 2019 年甲类大型医用设备配置许可的通告》（2019 年 9 月 26 日）	中国医学科学院肿瘤医院、中国医科大学附属第一医院、山东省肿瘤防

治研究院、华中科技大学同济医学院附属协和医院、四川省肿瘤医院

数据来源：国家卫生健康委，东吴证券研究所

➤ 医美业务有望进一步增厚公司业绩，带动公司毛利率水平提升

公司旗下专业医疗美容机构西安国际医学中心整形医院于 2020 年 11 月正式运营。医师团队由郭树忠教授带领的原西京医院、唐都医院等三甲医院整形医生组成，其中包括师俊莉主任、孙峰主任、王延婷主任、卢涛主任、苏映军主任、卫国强主任等著名整形美容专家及一批中青年专家。整形医院集整形修复与医疗美容为一体，是一所涵盖多个专业科室的大型综合整形美容专科医院。医美业务毛利率更高，消费医疗打开公司长期增长空间。

3.3. 国际化认证助力医疗水平升级，上下游协同合作提升患者体验

3.3.1. 与国际医疗服务机构合作，探索构建分级诊疗体系，助力业务结构优化

在国际合作方面，2021 年 12 月 8 日，公司旗下中心医院和高新医院与全球著名医疗机构——美国妙佑医疗国际（Mayo Clinic）正式签署合作协议，成为中国第二、三家妙佑医疗联盟成员医院。中心医院和高新医院仍然是独立的医疗服务提供者。凭借成员资格，医生可以使用妙佑医疗国际的临床工具，将他们对患者医疗需求的理解与妙佑医疗国际的专业知识相结合，则患者在国际医学旗下医院就能得到国际一流水准的医疗护理。加入妙佑医疗联盟，有利于公司旗下医院业务结构向疑难重症、中高端项目倾斜，提高行业影响力，优化业务结构，提高盈利能力。

表8：国际医学中心医院和高新医院医生可以使用的妙佑医疗国际的临床工具

工具名称	作用
AskMayoExpert	该即时工具提供数百种病症的简明临床信息，包括医疗方案、治疗建议和医学参考资料。该数据库可以在提供医疗服务的任何地方使用
eConsults	远程会诊使成员医院的医生能够在他们认为额外的意见对患者有利时，联系妙佑医疗国际的专家，以获得对具体患者病例的第二诊疗意见
eBoards	在实时的视频会议中，成员医院的医疗团队可以与妙佑医疗国际的多学科专家组和妙佑医疗联盟的其他医生一起评审和讨论复杂的病例
Health Care Consulting	医疗咨询（Health Care Consulting）成员医院可以利用妙佑医疗广泛的经验、知识和亚专科的专长，来实现临床、运营和业务目标

数据来源：国际医学官网，公司公告，东吴证券研究所

在利用本地资源方面，公司主动探索分级诊疗体系的构建，积极拓展分级诊疗网点，

开拓合作医联体网络，扩大医疗服务业务规模。一是由旗下医院先后自主设立了西安蓝博社区卫生服务中心、比亚迪、三星医务站等，深度参与本地企业卫生医疗保障工作。二是与陕西省内百余家基层医疗机构签署协议开展业务合作，并不断向中西部地区拓展基层合作医院网络。一方面，公司将优质医疗资源下沉到基层。另一方面，公司利用自身的专家资源和硬件优势为更多的急危重症患者提供优质服务。公司正加快构建立足西安，覆盖陕西，辐射中西部的医疗服务线下连锁网络。

3.3.2. 医教研协同创新网络，与合作伙伴推动上下协同

公司与国际、国内知名医疗机构、医学院校深入开展交流合作，引进国际先进技术和提升服务理念，建设优势学科、临床科研教学基地，加快科研创新，培养引入优秀人才，储备优质医疗资源。截至 2022 年底，公司旗下医院已成为 6 所大学的附属或教学医院（包括西安交通大学附属医院、西北大学附属医院、陕西中医药大学附属医院、延安大学医学院教学医院、西安医学院附属医院、温州医科大学教学医院），医教研协同发展的实力进一步增强。此外，公司积极打造一流的研究型医院，与合作伙伴共同合作进行药物临床试验与开发，助力推动“医、教、研、产、投”协同，强化公司的临床科研能力。

3.3.3. 建设“互联网+医疗”创新生态体系，优化患者体验

公司通过建设“西安高新互联网医院”、“国际医学集团专有云”及“国际医学智慧医院”等体系，打造“互联网+医疗”创新生态体系。2019 年 4 月初，西安高新医院互联网医院上线运行。公司充分利用互联网医院这一线上平台，极大地延伸线下用户院前院后服务，提升院前、院中、院后的连续性：院前让医生提前触达用户、建立咨询交流；院中到院诊疗；院后实现随访管理、慢病复诊。通过“医疗+互联网”模式实现全程健康服务，提升患者就医体验，促进形成医患信任和依赖，提升行业品牌影响力。

表9：“互联网+医疗”创新生态体系

体系	定位
西安高新互联网医院	基于实体医疗机构开展互联网+健康医疗试点业务，形成线上线下业务互促互补格局，探索互联网+健康医疗新模式
国际医学集团专有云	支撑国际医学及下属医疗机构各类业务系统和管理系统应用
国际医学智慧医院	探索基于“互联网+”模式下的新一代医疗信息化业务规划和技术设计

数据来源：国际医学官网，公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 关键假设

- (1) 国际医学高新医院: 随着患者就医需求的逐步恢复以及公司经营稳定向好, 2023-2025 年床位使用率有望维持在 95%以上水平, 单床产出分别为 95/100/105 万元;
- (2) 国际医学中心医院 (包括南院区&北院区): 作为国内最大单体综合医院, 开业后床位使用率快速爬升, 2022 年受疫情等因素影响, 床位爬坡速度有所放缓, 后续有望加速爬坡。中心医院北院区相关科室此前在南院区有基础, 开业后床位使用率有望快速爬坡。综合南北院区的床位实际使用数量及单床产出, 我们预计 2023-2025 年床位爬坡节奏为 3550/5000/6600 床, 对应使用率为 41%/58%/76%, 综合单床产出分别为 85/90/94 万元;
- (3) 辅助生殖中心: 公司 IVF 业务也有望带来收入增量, 预计 2023-2025 年的治疗周期为 500/1000/1800 例。

表10: 公司收入拆分及盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
国际医学高新医院					
收入 (百万元)	1152.15	987	1425	1500	1575
yoy	44%	-14%	44%	5%	5%
最大床位数 (张)	1500	1500	1500	1500	1500
实际使用数 (张)	1200	1097	1500	1500	1500
床位使用率	80%	73%	100%	100%	100%
单床产出 (万元/年)	96	90	95	100	105
国际医学中心医院 (南院区&北院区)					
收入 (百万元)	1643.89	1644.00	3020.50	4512.00	6210.00
yoy		0%	84%	49%	38%
最大床位数 (张)	5037	5037	8637	8637	8637
实际使用数 (张)	1934	2005	3550	5000	6600
床位使用率	38%	40%	41%	58%	76%
单床产出 (万元/年)	85	82.01	85.08	90.24	94.09
国际医学商洛医院					
收入 (百万元)	125.61	60.00			
yoy	20%				
辅助生殖中心					
营业收入 (百万元)			15	35	68.4
IVF 治疗周期 (例)			500	1000	1800

价格 (万元/周期)			3	3.5	3.8
其他业务 (百万元)	28.69	28.69	40.17	56.23	59.04
总营收 (百万元)	2921.13	2710.96	4500.67	6103.23	7912.44
	yoy	-7%	66%	36%	30%
总成本 (百万元)	2877.71	2888.98	3520.41	4411.87	5538.68
毛利率	1%	-7%	22%	28%	30%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

根据业务拆分, 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 45.01/61.03/79.12 亿元, 同比增长 66%/36%/30%。随着规模效应的扩大, 毛利率有望逐步提升至较高水平。

4.2. 估值与评级

公司为民营综合医院龙头, 故选择均为民营医疗服务细分行业龙头的爱尔眼科、通策医疗作为可比公司。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为-1.17/2.25/4.82 亿元, 2024-2025 年对应当前市值的 PE 为 90X/42X。公司当前处在业绩爬坡成长阶段, 相较于已经进入成熟期的可比公司, 估值水平偏高。但随着公司旗下核心医院实现床位爬坡、收入增长、利润扭亏为盈, 将会快速消化估值。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表11: 可比公司估值 (收盘日期为 2023 年 7 月 26 日)

公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
爱尔眼科	300015.SZ	1859.15	25.24	36.42	46.51	57.56	73.65	51.05	39.97	32.30
通策医疗	600763.SH	356.20	5.48	6.92	9.05	11.58	64.97	51.47	39.36	30.76
平均		1107.68	15.36	21.67	27.78	34.57	69.31	51.26	39.67	31.53
国际医学	000516.SZ	203.25	(11.77)	(1.17)	2.25	4.82	-	-	90.16	42.16

数据来源: wind, 爱尔眼科、通策医疗、国际医学 2023-2025 年归母净利润均为东吴证券研究所预测

5. 风险提示

- (1) 市场竞争加剧下床位爬坡不及预期风险: 随着医疗卫生体制的不断改革和社会医疗理念的持续变化, 公司未来发展仍将面临包括公立医院在内的诸多竞争。竞争加剧下中心医院以及即将开业的康复医院床位使用率爬坡速度及单床产值提升速度存在或不及预期的风险。
- (2) 医疗政策风险: 随着我国医疗卫生体制改革的不断深入和社会医疗保障体制的逐步完善, 行业相关的监管政策将不断调整和完善, 公司所处的医疗服务行业的政策环境可能面临变化。如果公司不能及时改变经营理念和策略以适应医疗卫生体制改革带来的市场规则和监管政策的变化, 可能会对公司的经营产生一定不利影响。

- (3) 人力资源短缺风险: 随着医疗服务业务的迅速扩张, 公司仍然需要及时补充中高级医疗、管理和技术人才, 如果公司不能持续吸引所需的人才, 可能存在人力资源短缺的风险。

国际医学三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,712	3,537	4,795	7,582	营业总收入	2,711	4,501	6,103	7,912
货币资金及交易性金融资产	1,338	624	1,851	4,043	营业成本(含金融类)	2,889	3,520	4,412	5,539
经营性应收款项	427	489	777	861	税金及附加	39	45	61	79
存货	69	97	111	150	销售费用	27	45	61	79
合同资产	0	0	0	0	管理费用	625	923	1,221	1,582
其他流动资产	1,878	2,327	2,056	2,528	研发费用	16	14	18	24
非流动资产	9,552	11,001	10,641	10,261	财务费用	188	162	200	180
长期股权投资	51	51	51	51	加:其他收益	9	15	20	26
固定资产及使用权资产	5,685	6,799	6,429	6,038	投资净收益	17	59	79	87
在建工程	2,453	2,753	2,753	2,753	公允价值变动	(81)	0	0	0
无形资产	776	801	801	801	减值损失	(13)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	7	14	18	0
长期待摊费用	63	73	83	93	营业利润	(1,133)	(121)	248	543
其他非流动资产	525	525	525	525	营业外净收支	(8)	(8)	2	(8)
资产总计	13,264	14,538	15,437	17,843	利润总额	(1,140)	(129)	250	535
流动负债	5,529	6,705	7,074	8,688	减:所得税	55	(10)	20	43
短期借款及一年内到期的非流动负债	994	1,044	1,094	1,144	净利润	(1,195)	(119)	230	492
经营性应付款项	1,998	3,088	3,286	4,716	减:少数股东损益	(19)	(2)	5	10
合同负债	179	176	199	222	归属母公司净利润	(1,177)	(117)	225	482
其他流动负债	2,358	2,397	2,495	2,607	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.52)	(0.05)	0.10	0.21
非流动负债	3,485	3,785	4,085	4,385	EBIT	(888)	(31)	350	635
长期借款	3,474	3,774	4,074	4,374	EBITDA	(255)	665	1,055	1,361
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	(6.57)	21.78	27.71	30.00
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	(43.40)	(2.59)	3.69	6.09
其他非流动负债	10	10	10	10	收入增长率(%)	(7.19)	66.02	35.61	29.64
负债合计	9,013	10,490	11,158	13,073	归母净利润增长率(%)	(43.12)	90.10	293.47	113.83
归属母公司股东权益	4,251	4,051	4,276	4,758					
少数股东权益	0	(2)	2	12					
所有者权益合计	4,251	4,048	4,278	4,770					
负债和股东权益	13,264	14,538	15,437	17,843					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	461	1,299	1,337	2,338	每股净资产(元)	1.87	1.79	1.89	2.10
投资活动现金流	(818)	(2,081)	(245)	(266)	最新发行在外股份(百万股)	2,261	2,261	2,261	2,261
筹资活动现金流	21	69	136	119	ROIC(%)	(9.72)	(0.32)	3.52	5.92
现金净增加额	(336)	(713)	1,227	2,191	ROE-摊薄(%)	(27.68)	(2.88)	5.27	10.13
折旧和摊销	633	696	705	726	资产负债率(%)	67.95	72.15	72.28	73.26
资本开支	(1,091)	(2,129)	(315)	(343)	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	-	90.16	42.16
营运资本变动	702	588	288	969	P/B (现价)	4.81	5.02	4.75	4.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>