



医疗服务旗舰，蓄力起航

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 需求端看，老龄化推动医疗需求持续增长，全国医院诊疗人次从2011年的22.58亿增长到2021年的38.8亿人次，供给端看，医疗资源存在供需缺口，政策鼓励社会办医补充公立医疗资源不足现状；2) 西北地区优质医疗资源紧缺，西安市人口持续增长，床位利用率居于100%以上；3) 公司旗下两家医院均为三级综合性医院，可补充西北地区医疗资源不足现状，随着医院经营逐渐成熟，规模效益逐步显现，利润率将持续提升。
- 老龄化趋势推动医疗需求增长，医疗服务存在供需缺口。** 中国人口老龄化趋势加剧，从医疗服务需求端推动行业增长，全国医院诊疗人次从2011年的22.58亿增长到2021年的38.8亿人次，综合医院平均收入从2011年的1.7亿元增长到2021年的5.4亿元；从医疗资源供给端看，优质医疗资源不足，数量占比仅为9%的三级医院承担57.5%的就诊人次，床位利用率稳定在95%之上，医疗资源存在供需缺口，政策鼓励社会办医补充公立医疗资源不足现状。
- 西北地区优质医疗资源紧缺，西安市人口持续增长医疗供需矛盾凸显。** 2021年西北五省三级医院数量在31个省份中分别位列19、24、25、29和30名，民营医院方面，甘肃、青海、宁夏和新疆四地三级民营医院仅拥有1至2家，陕西民营三级医院比例也仅为2.4%，远低于全国民营三级医院占比9%的水平，医疗资源稀缺，而人口持续增长，西安市人口2011-2021年CAGR达4.08%，西安市卫生健康事业发展统计公报显示，西安三级医院的床位利用率仍处在常年供不应求状态，床位利用率居于100%以上，医疗资源供需矛盾凸显。
- 聚焦核心医院，打造西北医疗服务高地。** 公司旗下西安高新医院、西安国际医学中心医院均为三级以上综合性医院，高新医院开放床位1500张，中心医院规划床位5037张，可减轻中西部地区优质医疗资源不足现状。另一方面，公司积极布局医美、康复医疗、辅助生殖等领域，业务结构预计将不断优化，随着新院区投入使用，规模效益逐步显现，利润率将持续提升，公司蓄力静待启航。
- 盈利预测与投资建议:** 预计未来三年归母净利润为-1.8/1.7/3.2亿元，公司即将扭亏，且扭亏后归母净利润同比增速预计达85%。2024年行业平均估值为6倍PS，相对于通策医疗、华夏眼科这种服务项目更侧重消费属性项目的公司，我们给予国际医学一定估值折价，给予国际医学2024年5倍PS，预计2024年公司市值300.5亿元，对应股价13.3元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 医院收入或不及预期；行业政策风险；医疗事故风险；运营管理风险；商洛医院剥离不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2710.96	4552.08	6011.09	7053.17
增长率	-7.19%	67.91%	32.05%	17.34%
归属母公司净利润(百万元)	-1176.68	-176.55	167.89	321.21
增长率	-43.12%	85.00%	195.09%	91.33%
每股收益EPS(元)	-0.52	-0.08	0.07	0.14
净资产收益率ROE	-28.12%	-4.16%	3.78%	6.79%
PE	-17	-110	116	61
PB	4.59	4.52	4.32	4.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@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)	22.61
流通A股(亿股)	19.00
52周内股价区间(元)	8.23-12.8
总市值(亿元)	193.75
总资产(亿元)	134.61
每股净资产(元)	1.84

相关研究

目 录

1 公司概况：区域综合医院翘楚，打造医疗服务旗舰	1
2 区域品质医疗需求旺盛，三级综合医院迎来增长机会	5
2.1 医疗需求不断增长，医疗资源结构性失衡.....	5
2.2 政策支持社会办医，民营医院迎来发展契机.....	6
2.3 西北五省优质医疗资源不足，西安成为优质医疗资源高地.....	8
3 打造综合医院优质标的，特色专科助推消费医疗转变	11
3.1 聚焦三个核心院区，打造省内优质医院网络.....	11
3.2 西安高新医院：二期扩建迎床位爬坡，辅助生殖获批助力增长.....	12
3.3 西安国际医学中心医院：特色专科集群最大单体医院，打造中西部医疗高地.....	16
3.4 商洛国际医学中心医院：出售股权整合核心资源，实现收益优化资产结构.....	21
3.5 西安国际康复医学中心医院：助力构建国际医学城，建设专业康复医学中心.....	21
4 盈利预测与估值	24
4.1 盈利预测.....	24
4.2 相对估值.....	25
5 风险提示	25

图 目 录

图 1: 公司发展历史.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 2013-2023Q1 营业收入及增速.....	2
图 4: 2013-2022 年主营业务结构.....	2
图 5: 2013-2022 年归母净利润及增速.....	3
图 6: 2021Q1-2023Q1 年归母净利润及增速.....	3
图 7: 2013-2022 年医疗服务营业收入及增速.....	3
图 8: 2013-2022 年公司利润率.....	4
图 9: 2013-2022 年公司期间费用率.....	4
图 10: 2013-2022 年公司各板块销售毛利率.....	4
图 11: 不同年龄段人口占比统计 (2021 年统计数据).....	5
图 12: 1991-2022 年老年人口占比变化.....	5
图 13: 2011-2021 年医院诊疗人数.....	5
图 14: 2011-2021 年综合医院平均收入.....	5
图 15: 2011-2021 年医院和三级医院数量.....	6
图 16: 2011-2021 年各级医院病床使用率.....	6
图 17: 2015-2021 中国医院数量变化趋势 (按注册类型分类).....	7
图 18: 2015-2021 中国医院数量变化趋势 (按机构类别分类).....	7
图 19: 2021 年西北五地民营医院分布情况.....	9
图 20: 2011-2022 年西安市常住人口.....	10
图 21: 2012-2022 年西安市 GDP.....	10
图 22: 2021 年西安市与西北五地三级/三级甲等医院分布情况.....	10
图 23: 2015-2021 年西安市三级医院床位数.....	11
图 24: 2015-2021 年西安各级医院床位利用率.....	11
图 25: 公司旗下医院发展历史.....	12
图 26: 2005-2021 年我国婚姻登记年龄段构成.....	14
图 27: 1994-2020 年中国不同育龄妇女生育率 (%).....	14
图 28: 我国各省市辅助生殖医疗机构数量 (截至 2020 年 12 月 31 日).....	14
图 29: 我国各省市辅助生殖医疗机构单机构覆盖人数 (截至 2020 年 12 月 31 日).....	15
图 30: 2018-2022 年西安高新医院门诊、住院与体检情况.....	15
图 31: 2012-2022 年西安高新医院收入与净利润.....	16
图 32: 2012-2022 年西安高新医院净利率.....	16
图 33: 2019-2022 年西安高新区 GDP 情况.....	17
图 34: 2019-2022 年西安高新区 GDP 在所在省市占比.....	17
图 35: 2019-2022 年西安国际医学中心医院净利润.....	20
图 36: 2019-2022 年西安国际医学中心医院净利率.....	20
图 37: 2013-2021 年中国持证残疾人数量.....	21
图 38: 2021 年中国不同年龄段老年人失能情况.....	22
图 39: 2011-2025 年中国康复医疗市场规模与预测.....	22
图 40: 2010-2021 年中国康复医院数量.....	23
图 41: 2010-2021 年康复医学科床位数量.....	23

表 目 录

表 1: 重要子公司	1
表 2: 近年支持社会办医政策梳理	7
表 3: 2021 年各地区 (除港澳台) 三级医院情况	8
表 4: 国际医学旗下 3 家医院情况	11
表 5: 陕西省经批准开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构名单 (截至 2021 年 6 月 30 日)	13
表 6: 西安国际医学中心医院床位数位列全国 12 (截至 2021 年)	16
表 7: 西安高新区大事件	17
表 8: 西安国际医学中心医院交通方式一览	18
表 9: 关于军队全面停止有偿服务相关文件	18
表 10: 西安国际医学中心医院部分学科人才建设情况	19
表 11: 西安国际医学中心医院部分医疗设施情况	19
表 12: 康复医疗相关行业政策	22
表 13: 分业务收入及毛利率	24
表 14: 可比公司估值情况	25
附表: 财务预测与估值	26

1 公司概况：区域综合医院翘楚，打造医疗服务旗舰

国际医学前身西安市解放百货商场始建于1956年，于1986年12月改制为股份有限公司。公司股票“陕解放A”于1993年在深交所挂牌交易。2011年，西安高新医院以收购方式进入体内，开始进军医疗领域。2018年转让全资子公司开元商业有限公司100%股份，彻底转型为纯医疗服务型企业。目前，国际医学运营西安高新医院、西安国际医学中心医院、西安国际医学中心医院北院区等大型综合性医疗机构，探索发展“综合医疗+特色专科”创新模式，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。

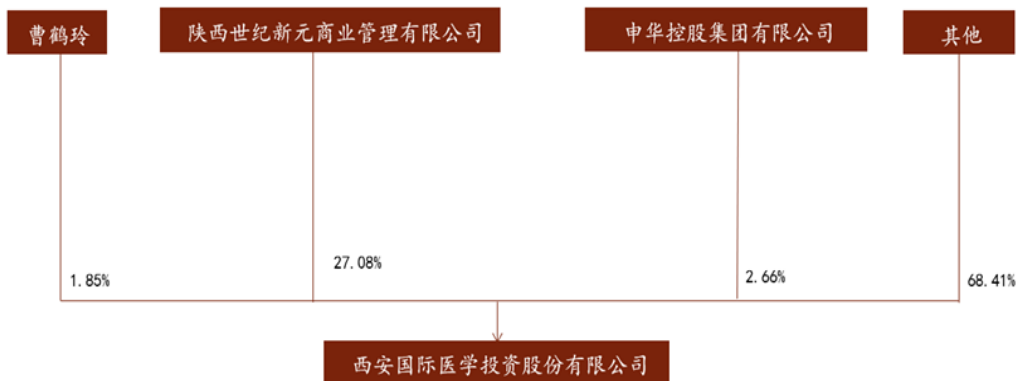
图 1：公司发展历史



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司股权结构清晰。公司第一大股东是陕西世纪新元商业管理有限公司。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：重要子公司

序号	子公司	控股比例	主营业务
1	西安高新医院有限公司	100%	内科；呼吸内科；消化内科；神经内科；心血管内科；血液内科；外科；普通外科；神经外科；骨科；泌尿外科；胸外科；心脏大血管外科；妇产科；儿科；肿瘤科；康复医学科；医学影像科；心血管疾病介入诊疗技术；重症医学科；健康体检、血液透析室；生殖医学科；医学美容等
2	西安国际医学中心	100%	预防保健科；急诊科；内科；外科；妇产科；儿科；眼科；耳鼻喉科；口腔科；皮肤科；感染性

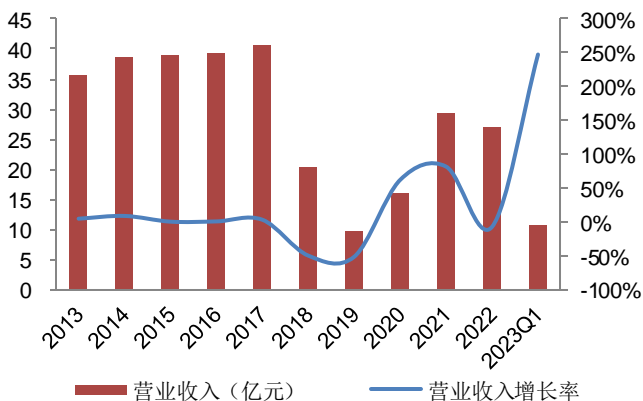
序号	子公司	控股比例	主营业务
	有限公司		疾病科; 肿瘤科; 康复医学科; 重症医学科; 麻醉科; 中医科; 医学检验科; 医学影像科; 病理科; 输血科; 营养科; 临床医学技术研发; 健康体检科等
3	西安国际康复医学中心有限公司	55%	康复医学科; 运动医学科; 内科; 外科; 儿科; 妇产科; 中医科; 耳鼻咽喉科; 眼科; 急诊科; 体检科; 麻醉科; 病理科; 输血科; 医学影像科; 医学检验科; 药剂科; 营养科; 医学临床科研; 高科技生命科学领域的研发; 技术服务; 成果推广及项目合作服务

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

传统零售业务收入放缓业绩不佳, 转型医疗开启新增长曲线。 1) **收入端:** 2013-2017年公司营业收入增长缓慢, 2013-2017CAGR为4.5%, 主要由于公司零售业务受困于消费疲软、运营成本上升, 传统百货增长持续回落。2018年3月, 公司转让全资子公司开元商业有限公司100%股份, 剥离零售业务。2019-2021年营业收入迎来快速增长, 2019-2021CAGR达19.7%。2012-2018年为公司“零售+医疗”双主业发展阶段, 其中医疗板块占比持续上升, 从2013年占比12.3%提升至2017年占比16.4%; 零售板块持续萎缩, 从2013年占比85.1%下滑至2017年占比81.4%。自2018年处置零售业务后, 公司转型为纯医疗服务型企业, 现医疗服务营业收入占比超99%。2) **利润端:** 2013-2017年公司归母净利润增长缓慢, 2013-2017归母净利润CAGR为15.6%, 其中, 2014年公司实现归母净利润3.5亿元, 扣非后归母净利润2.5亿元, 系公司出售所持有的西安银行股份有限公司全部股份共计1.6亿元影响所致。2018年公司以33.6亿元对价转让全资子公司开元商业有限公司100%股份, 实现归母净利润21.8亿元。2020年公司转让汉氏联合公司股份共计7.8亿元, 实现归母净利润0.5亿元。公司业务全面转型医疗服务后, 由于业务扩展成本上升与业务规模效应尚未体现, 出现亏损, 但呈改善趋势。

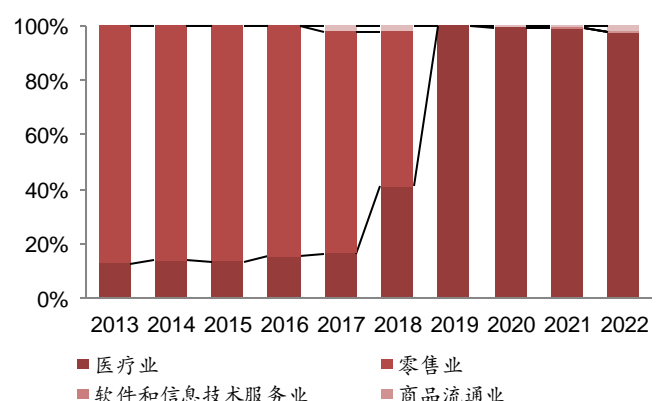
受疫情影响业绩承压, 2023Q1迅速恢复。 2022年公司营业收入达27.1亿元, 同比下降7.2%, 主要由于突发事件及疫情影响所致。随着疫情防控放开, 经历2022Q4疫情高发期后, 2023Q1患者处于免疫期, 2023年一季度受疫情影响小, 业绩快速恢复, 此外由于2022Q1由于突发事件造成的低基数, 2023年一季度业绩增速较快, 营业收入10.6亿元, 同比上升247.4%。2023Q1亏损0.8亿元, 同比改善82.6%。

图 3: 2013-2023Q1 营业收入及增速

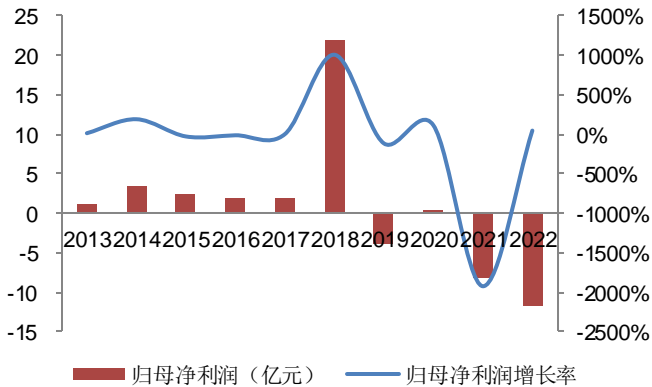


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

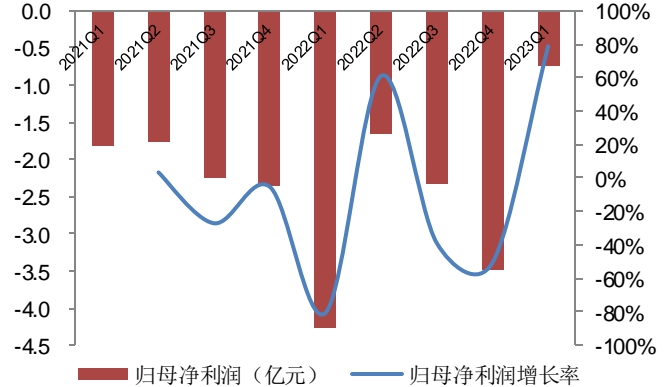
图 4: 2013-2022 年主营业务结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

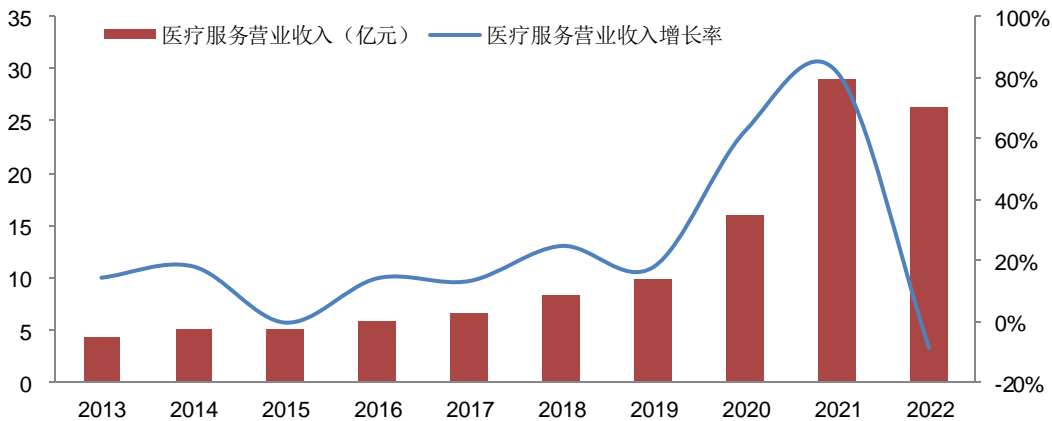
图 5：2013-2022 年归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2021Q1-2023Q1 年归母净利润及增速


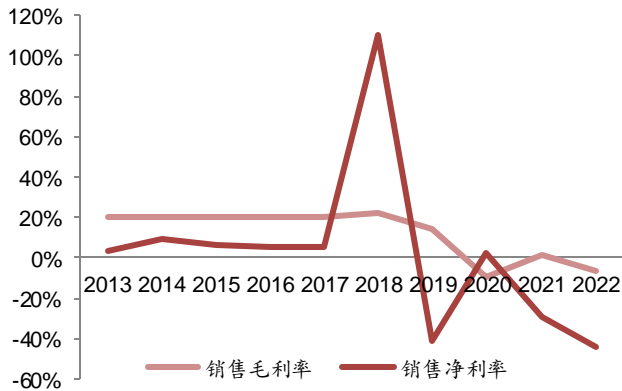
数据来源：公司公告，西南证券整理

医疗服务营收持续增长，中心医院、高新医院为中流砥柱。2013-2022 年医疗服务营收快速增长，其中 2022 年医疗服务实现营业收入 26.4 亿元。医疗服务营收主要来自西安高新医院与西安国际医学中心医院。

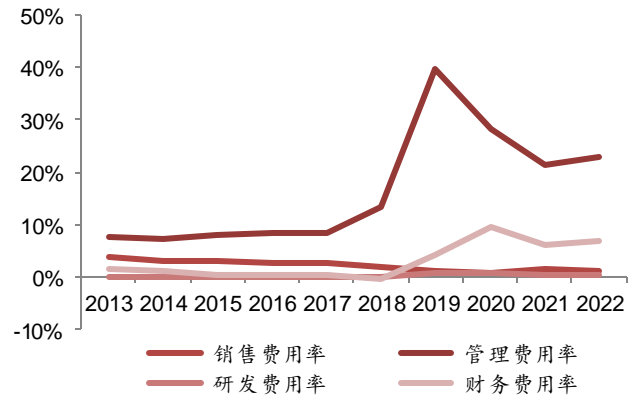
图 7：2013-2022 年医疗服务营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

转型后利润率波动大，期间费用率呈下降趋势。2013-2017 年，公司毛利率、净利率与期间费用率保持稳定，其中 2014 年销售净利率上浮系由公司转让股份所致。公司全面转型医疗服务后，由于业务扩展成本上升与业务规模效应尚未体现，毛利率、净利率下降，而期间费用率短期内上升。1) 毛利率与净利率：2019 年，公司毛利率下降至 14.3%，净利率下降至 -41.6%，主要系由 2019Q4 中心医院开诊，运营时间短，新增医疗服务规模的业绩贡献尚未在本年度经营中充分体现。2020 年，公司毛利率下降至 -9.2%，净利率上升至 2.2%。毛利率进一步下降系由新冠疫情在西安市暴发，医院各项业务指标大幅下滑所致。净利率大于毛利率系由公司转让汉氏联合公司股份所致。2021 年，公司毛利率回升至 1.5%，净利率下降至 -28.9%，毛利率上升主要系由疫情部分缓解，公司经营规模有效扩大，业绩贡献进一步展现所致。2) 期间费用率：2019 年后，期间费用率呈现下降趋势，从 2019 年 45.8% 下降至 2022 年 31.6%，主要系由业务增长，管理费用增长慢于营业收入增长，管理费用率随之下降所致。其中 2020 年，财务费用率增长至 9.4%(+5.2pp)，主要系由公司及其子公司利息支出增加影响所致。

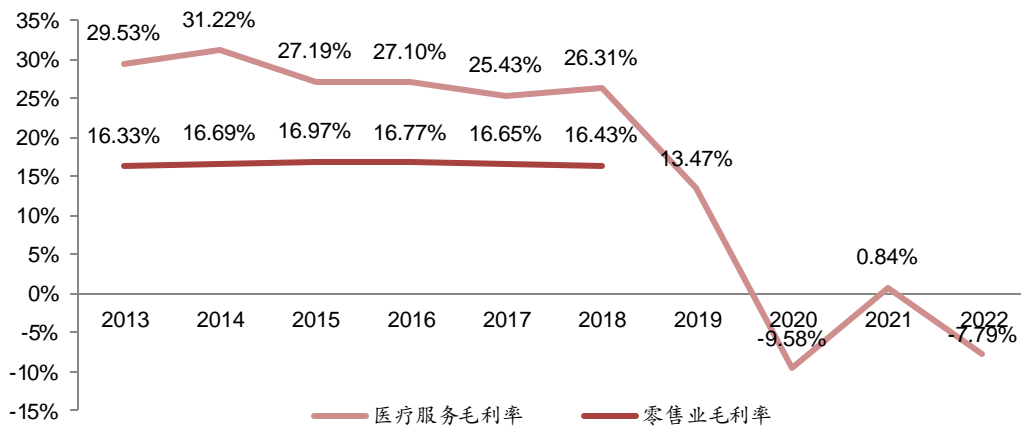
图 8：2013-2022 年公司利润率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：2013-2022 年公司期间费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

医疗服务板块毛利率高，静待新扩张医院扭亏重回高位。在“零售+医疗”双业务发展阶段，医疗服务为公司主要业务中的高毛利业务，2019 年前医疗服务业务毛利率保持在 25% 以上，零售业务毛利率维持在 16.5% 左右。2019-2022 年，医疗服务板块毛利率下降，系与高新医院二期、西安国际医学中心医院与商洛医院新院区的投用带来较大的营业成本相关。待新拓展医院的门诊与住院人次爬升，规模效应体现后，医疗服务板块有望恢复扩张前 25-31% 的毛利率水平，公司期间费用率下降至 20% 以内。

图 10：2013-2022 年公司各板块销售毛利率


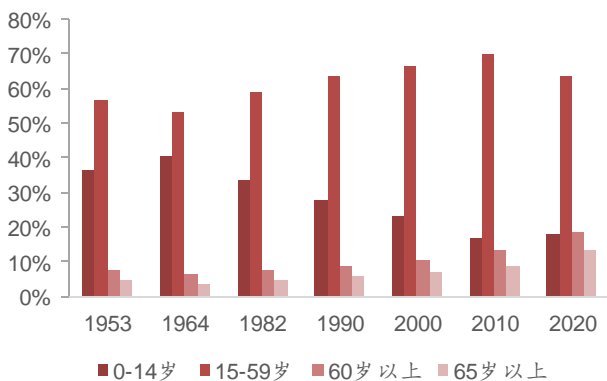
数据来源：Wind, 西南证券整理

2 区域品质医疗需求旺盛，三级综合医院迎来增长机会

2.1 医疗需求不断增长，医疗资源结构性失衡

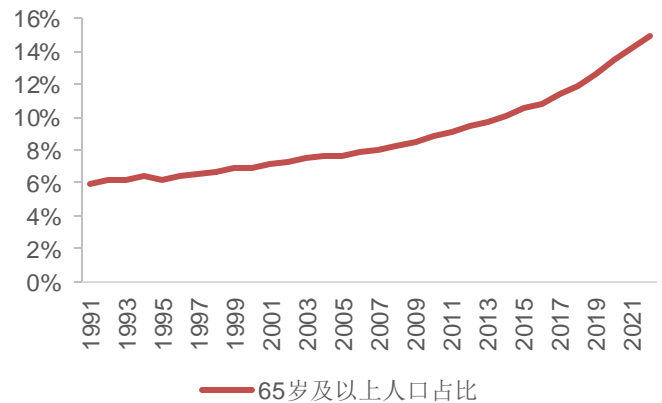
我国老龄化进程逐步加深，助推医疗需求不断增长。国家统计局数据显示，65岁以上人口从1953年的4.4%增长至2022年的14.9%。据弗若斯特沙利文统计，平均预期寿命由2005年的73岁增加至2015年的76.3岁，预期将在2025年达到79.4岁，我国老年人口数量将持续增加。

图 11：不同年龄段人口占比统计（2021 年统计数据）



数据来源：Wind，西南证券整理

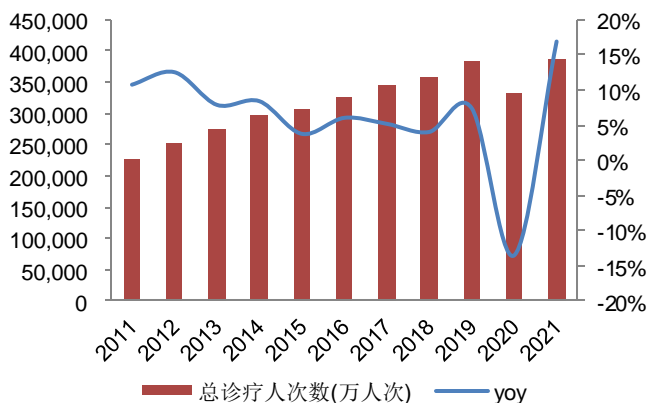
图 12：1991-2022 年老年人口占比变化



数据来源：国家统计局，西南证券整理

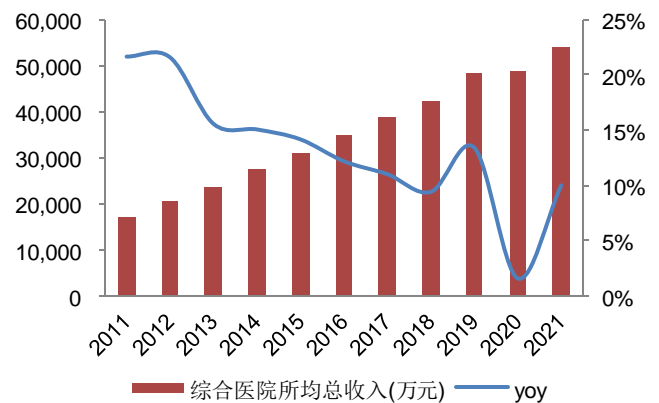
医疗服务市场规模不断扩大，综合性医院收入规模持续增长。医疗需求促使医疗服务市场规模与综合性医院收入规模不断扩大。根据《2022 中国卫生健康统计年鉴》，全国医院诊疗人次从2011年的22.6亿增长到2021年的38.8亿人次；全国综合医院平均收入从2011年的1.7亿元增长到2021年的5.4亿元。其中2020年，全国医院诊疗人数下降13.5%，综合医院平均收入增速仅为1.6%系由2020年全国新冠疫情大流行所致。二者均在2021年实现了恢复，并保持持续增长的态势。

图 13：2011-2021 年医院诊疗人数



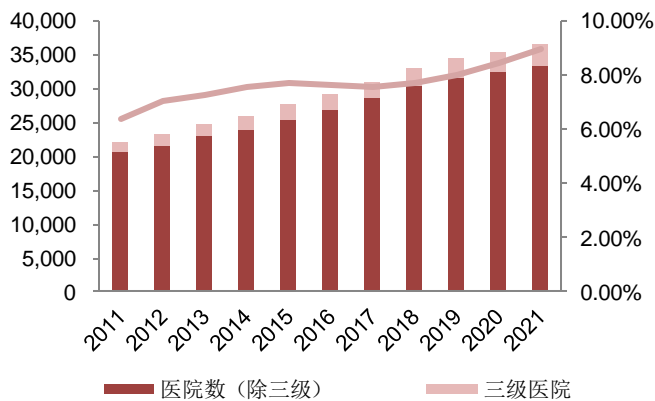
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 14：2011-2021 年综合医院平均收入

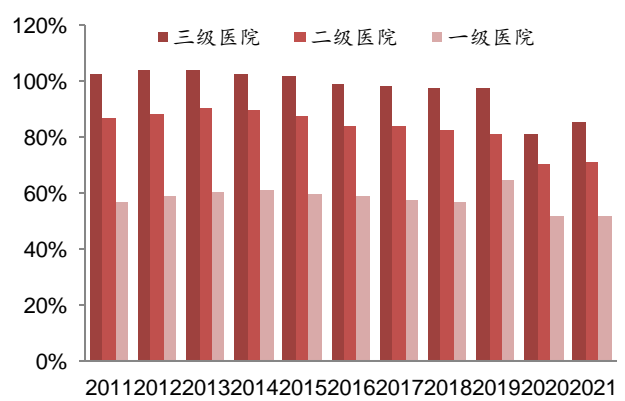


数据来源：国家统计局，西南证券整理

医疗资源结构性失衡，三级医院病床使用率维持高位。全国医院数量每年增长较为稳定，三级医院增长相对更快。全国医院总数量自2011年的20580家增长到2021年的33295家，年复合增长率为4.9%；全国三级医院占比在持续提升，从2011年占比6.4%增长到2021年占比9%。在三级医院数量快速增长的背景下，三级医院病床使用率依旧高居不下。2011-2021年三级医院病床使用率常年保持在95%以上。其中2020年各级医院病床使用率出现下滑系与全国新冠疫情大流行导致诊疗人次下降与医院床位新增综合所致，在2021年各级医院病床使用率实现部分恢复。三级医院病床相对紧张体现医疗资源结构性失衡，国内能提供高质量医疗服务的三级医院依旧无法满足日益增长的医疗需求。

图 15：2011-2021 年医院和三级医院数量


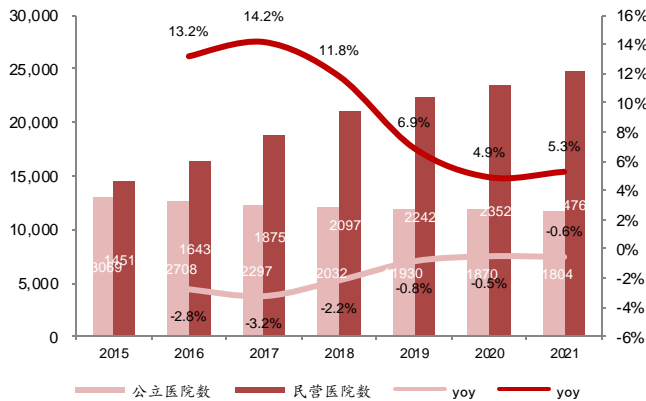
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 16：2011-2021 年各级医院病床使用率


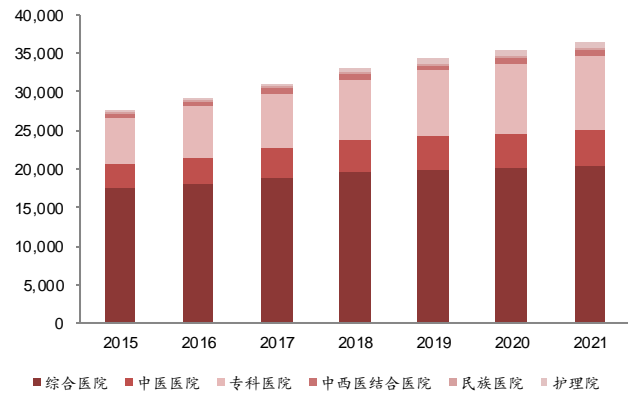
数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.2 政策支持社会办医，民营医院迎来发展契机

近年来国家积极推进社会办医准入扩容，历年政策鼓励社会办医。2014年，国家卫计委发文，切实将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，持续提高社会办医管理与质量水平。2015年，国务院发文进一步放宽社会办医准入，并对社会办医持续支持支持态度，支持优质社会办医扩容。《2022年中国卫生健康统计年鉴》显示，中国民营医院数量已从2015年的1.5万家迅速扩张至2021年的2.5万家。根据《2021年中国卫生统计年鉴》，我国公立医院承担约84%的门诊人次，公立医疗资源紧张。自2010年起，政府鼓励社会资本进入医疗服务领域，鼓励有能力的社会资本做大做强，并在之后的十年间一直给予民营医疗服务机构政策方面的优待与支持，因此涌现出一批优秀的民营医疗服务机构。2021年8月，政府出台政策，强调社会办医机构专业技术人员在职称申报、审评方面应与公立机构人员享受同等待遇，将进一步促进人才在民营机构就业，进一步鼓励了社会办医。

图 17：2015-2021 中国医院数量变化趋势（按注册类型分类）


数据来源：《2022 年中国卫生健康统计年鉴》，西南证券整理

图 18：2015-2021 中国医院数量变化趋势（按机构类别分类）


数据来源：《2022 年中国卫生健康统计年鉴》，西南证券整理

表 2：近年支持社会办医政策梳理

年份	政策	社会办医/民营医疗相关政策内容
2021 年 9 月	深化医疗服务价格改革试点方案	统筹推进公立医院补偿机制、分级诊疗、医疗控费、医保支付等相关改革，加强非公立医疗机构价格监管，做好价格监测和信息披露，维护良好价格秩序。
2021 年 8 月	关于深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见	社会办医卫生专业技术人员在职称申报、评审方面与公立医疗机构卫生专业技术人员享有同等待遇，不受户籍、人事档案、不同办医主体等限制
2020 年 11 月	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标的建议	支持社会办医
2020 年 1 月	中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法	鼓励和引导社会力量依法举办医疗卫生机构，支持和规范社会力量举办的医疗卫生机构与政府举办的医疗卫生机构开展多种类型的医疗业务、学科建设、人才培养等合作
2019 年 6 月	关于促进社会办医持续健康规范发展的意见	积极引导社会力量举办医疗机构，降低准入门槛，探索公立与民营的合作办医模式
2019 年 2 月	加大力度推动社会领域公共服务补短板弱项提质量，促进形成强大国内市场的行动方案	支持社会力量举办、运营高水平全科诊所，深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构
2018 年 12 月	关于优化社会办医医疗机构跨部门审批工作的通知	取消部分医疗机构设置审批作为前置条件，优化社会办医医疗机构跨部门审批
2018 年 10 月	2018-2020 年全国大型医用设备配置规划	支持非公立机构发展，将不以医疗机构等级、床位规模等业务量因素作为非公立医疗机构的主要配置标准，重点考核机构人员资质与技术服务能力等保障应用质量安全的要求
2018 年 6 月	关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知	二级及以下医疗机构设置审批与执业登记将“两证合一”，卫生健康行政部门不再核发《设置医疗机构批准书》，仅在执业登记时发放《医疗机构执业许可证》，大力推动了民办医疗结构的审批效率
2017 年 5 月	国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见	到 2020 年，社会力量办医能力明显增强，医疗技术、服务品质、品牌美誉度显著提高，专业人才、健康保险、医药技术等支撑进一步夯实，行业发展环境全面优化
2016 年 12 月	“十三五”卫生与健康规划	到 2020 年，社会办医院床位占医院床位总数的比重将由 2015 年的 19.4% 提升至 30% 以上

年份	政策	社会办医/民营医疗相关政策内容
2016年10月	“健康中国2030”规划纲要	优先支持社会力量举办非营利性医疗机构，推进和实现非营利性民营医院与公立医院同等待遇；鼓励医生利用业余时间、退休医生到基层医疗卫生机构执业或开设工作室；破除社会力量进入医疗领域的不合理限制和隐性壁垒
2015年11月	关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见	鼓励社会力量兴办医养结合机构
2015年6月	关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知	进一步放宽准入、拓宽投融资渠道
2014年5月	深化医药卫生体制改革 2014年重点工作任务	重点解决社会办医在准入、人才、土地、投融资等方面政策落实不到位和支持不足的问题，加快推进医师多点执业、社会办医联系点和公立医院改制试点
2013年11月	关于加快发展社会办医的若干意见	优先支持社会资本举办非营利性医疗机构；引导非公立医院机构向规模化、多层次方向发展，实现公立和非公立医疗机构分工协作、共同发展
2010年11月	关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见	鼓励社会资本进入医疗服务领域，鼓励有条件的非公立医疗机构做大做强

数据来源：国务院办公厅、卫健委、中国人大网等，西南证券整理

2.3 西北五省优质医疗资源不足，西安成为优质医疗资源高地

西北五省因经济发展水平制约，在医疗资源配置上相对不足，民营医院更为稀缺。根据《2022年中国卫生统计年鉴》，2021年陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区和新疆维吾尔自治区的三级医院数量在31个省份中分别位列19、24、25、29和30名，而三甲医院数量排序分别为19、28、23、24和29名，医疗资源相对稀缺。而民营医院方面，甘肃、青海、宁夏和新疆四地三级民营医院仅拥有1至2家，陕西民营医院三级医院比例也仅为2.4%，远低于全国民营三级医院占比9%的水平，西北五省的优质民营医疗资源更为稀缺。

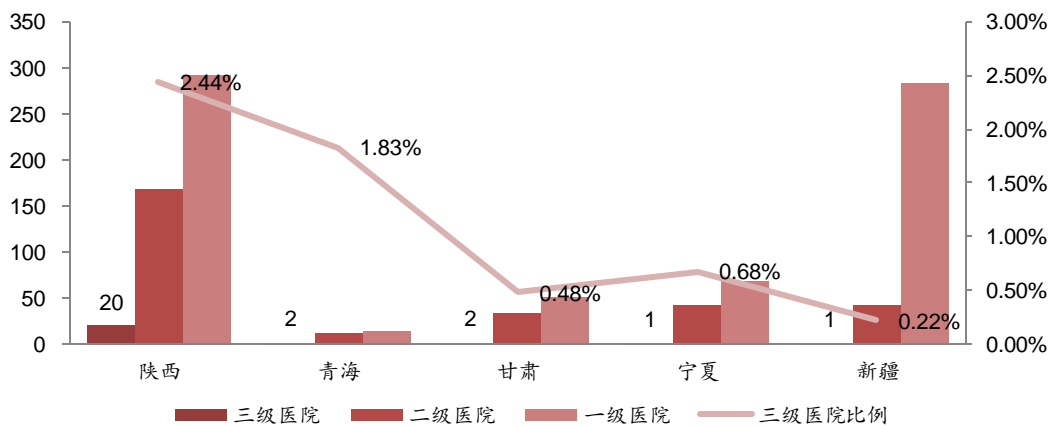
表 3：2021 年各地区（除港澳台）三级医院情况

三级医院数量排名	地区	医院合计	三级医院	三级甲等医院	三级医院占比
1	四川	2481	299	129	12.05%
2	广东	1762	254	130	14.42%
3	江苏	2030	203	80	10.00%
4	山东	2654	196	107	7.39%
5	辽宁	1444	161	66	11.15%
6	湖北	1167	161	74	13.80%
7	浙江	1485	144	76	9.70%
8	河南	2410	141	72	5.85%
9	湖南	1716	124	57	7.23%
10	北京	644	116	56	18.01%
11	安徽	1338	111	53	8.30%
12	黑龙江	1187	109	73	9.18%
13	云南	1405	107	54	7.62%
14	河北	2395	100	51	4.18%

三级医院数量排名	地区	医院合计	三级医院	三级甲等医院	三级医院占比
15	江西	939	98	53	10.44%
16	广西	803	94	58	11.71%
17	福建	711	93	39	13.08%
18	内蒙古	806	91	42	11.29%
19	陕西	1270	82	51	6.46%
20	贵州	1449	79	32	5.45%
21	吉林	825	68	31	8.24%
22	重庆	858	65	34	7.58%
23	山西	1427	62	44	4.34%
24	甘肃	699	62	34	8.87%
25	新疆	924	56	47	6.06%
26	上海	426	53	32	12.44%
27	天津	432	49	33	11.34%
28	海南	269	36	16	13.38%
29	青海	222	25	10	11.26%
30	宁夏	213	19	6	8.92%
31	西藏	179	17	11	9.50%

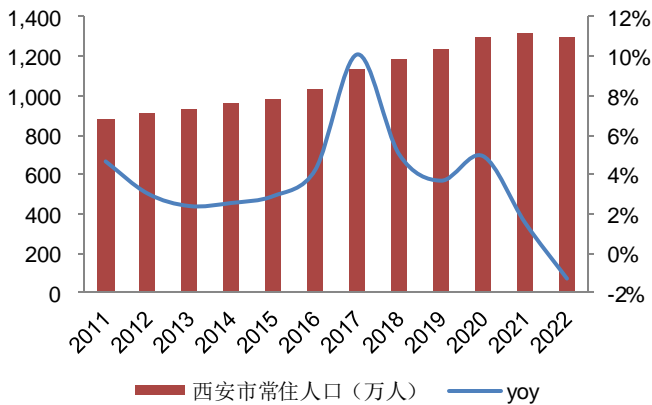
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 19：2021 年西北五地民营医院分布情况

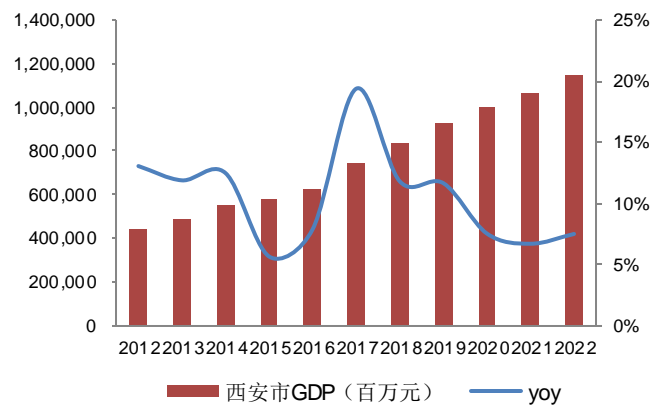


数据来源：国家统计局，西南证券整理

西安市人口持续流入 GDP 稳步增长，为医疗服务成长构成坚实支撑。2011-2021 年间，西安市总人口和 GDP 都保持一定的增长，2022 年出现负增长。2022 年，西安市常住人口达到 1299.6 万人，人口超越郑州与武汉。2022 年，西安市 GDP 达到 11486.51 亿元。

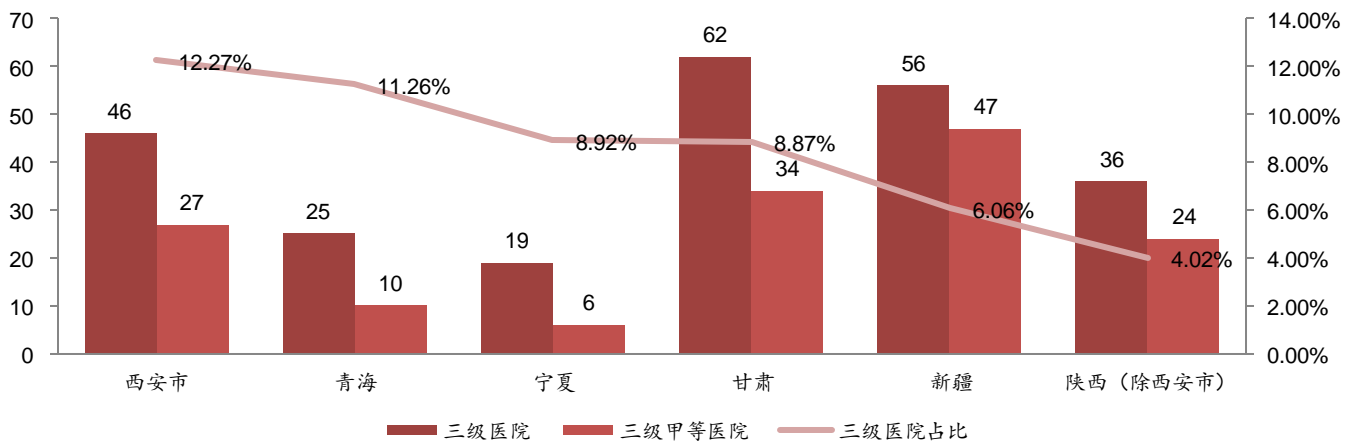
图 20: 2011-2022 年西安市常住人口


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 21: 2012-2022 年西安市 GDP


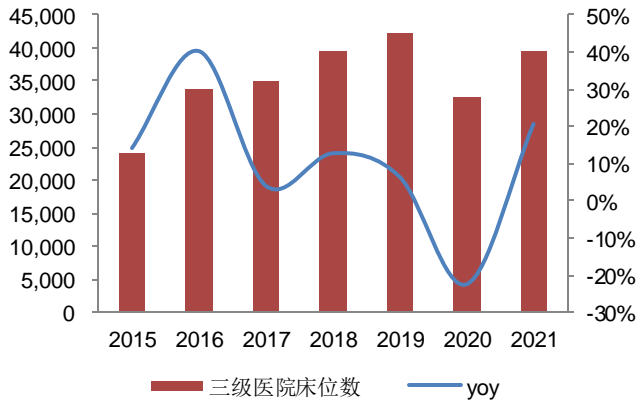
数据来源: Wind, 西南证券整理

西安市汇集优质医疗资源,为西北医疗资源高地。2021 年,西安市拥有三级医院 46 所,三级甲等医院 27 所,三级医院与三级甲等医院省内占比超过 50%。西安市三级医院数量超过青海与宁夏两地,三级医院占比在西北五省具有显著优势。在西北五省医疗资源相对不足的背景下,西安作为西北地区唯一的国家级中心城市,汇聚了优质的医疗资源。

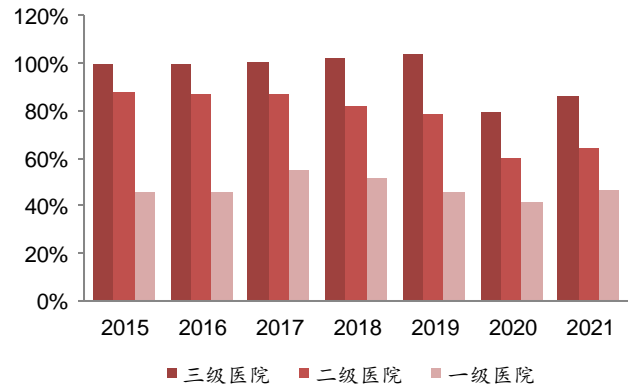
图 22: 2021 年西安市与西北五地三级/三级甲等医院分布情况


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

优质医疗资源的稀缺性导致西安三级医院的供需矛盾凸显。西安市的三级医院数量多且医疗服务能力较强,床位供给持续提升。三级医院床位数从 2015 年的 24088 床增长到 2021 年的 39465 床。但市内依旧存在医疗资源结构性失衡情况。西安市卫生健康事业发展统计公报显示,西安三级医院的床位利用率仍处在常年供不应求状态,床位利用率居于 100% 以上。其中,2020 年受新冠疫情大流行影响,三级医院床位利用率首次出现下降,随后又恢复上升趋势。这表明西安市仍有大量疑难危重症的诊疗需求未被满足,西安三级医院的供需矛盾凸显。

图 23：2015-2021 年西安市三级医院床位数


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 24：2015-2021 年西安各级医院床位利用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

3 打造综合医院优质标的，特色专科助推消费医疗转变

3.1 聚焦三个核心院区，打造省内优质医院网络

在陕西省内打造优质综合医院。公司旗下有西安高新医院与西安国际医学中心医院，均为三级或以上医院。同时公司已投入试运营的西安国际医学中心医院北院区，也是一所按三级甲等医院标准建设，集医疗、科研、教学、培训、康复于一体的全球超专业医学中心。公司以西安市内高新医院与西安国际医学中心医院为基础，可向中西部其他区域辐射，开启医联体合作。

表 4：国际医学旗下 3 家医院情况

	医院	等级	基本信息	控股比例
1	西安高新医院	三级甲等	医院为国际紧急救援中心网络医院，国家人事部授予的博士后科研工作站，是妙佑医疗联盟成员医院，也是西安交通大学医学部附属医院、西北大学附属医院、西安医学院附属医院、陕西中医药大学附属医院、延安大学医学院教学医院。占地面积 5.65 万平方米，总建筑面积 17 万平方米，投用床位数为 1500 张，综合医疗楼共 19 层。设有临床、医技科室 55 个，神经内科为国家临床重点专科建设项目（2017 年已通过验收）、陕西省优势医疗专科、西安市医学优势专科；心血管外科、普外科为省级医疗特色专科。	100%
2	西安国际医学中心医院	三级甲等标准建设	医院是妙佑医疗联盟成员医院，也是西北大学附属医院、陕西中医药大学附属医院、温州医科大学教学医院，妙佑医疗联盟成员医院，位于西安市高新区西太路 777 号，占地面积 307.61 亩，建筑面积 53.5 万平方米，床位 5037 张。是城镇职工、城乡居民医保，生育、工伤、离休医保定点医院。医院设心脏病、胸科、消化病、肿瘤、血液病、脑科大型专科医院。	100%
3	西安国际康复医学中心医院 (西安国际医学中心医院北院区)	三级甲等标准建设	建筑面积 42.5 万平方米，计划开放床位 3600 张。中心开设有骨科医院、康复医院、儿童医院、妇产医院、整形、精神心理、老年病医院、中医医院、神经慢病等十大专科医院和创伤急危重症救治中心，是一	55%

医院	等级	基本信息	控股比例
		所集医疗、科研、教学、培训于一体的专科学科群中心，与具有 5000 余病床的西安国际医学中心医院毗邻。	

数据来源：医院官网，医院官方公众号，西南证券整理

布局互联网医院，持续推进医疗服务水平与国际先进水平接轨。西安国际医学中心医院、西安高新医院于 2021 年 12 月与“世界最佳医院”排名第一的妙佑医疗国际签约，成为妙佑医疗联盟成员医院（Mayo Clinic Care Network Member），可与妙佑医疗的专家无缝对接，携手工作，全方位评估疾病，帮助患者解决复杂的医疗难题。

图 25：公司旗下医院发展历史



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

3.2 西安高新医院：二期扩建迎床位爬坡，辅助生殖获批助力增长

中国首家社会办医三级甲等医院，办医实力雄厚。西安高新医院于 2002 年 6 月投入运营，是一所集医疗、教学、科研、预防、保健、康复为一体的股份制综合医院。为中国首家社会办医三级甲等医院，2009 年 8 月通过陕西省卫生厅三级甲等综合医院评审，2017 年 6 月顺利通过三甲复审。医院占地面积 5.65 万平方米，总建筑面积 17 万平方米，开放床位 1500 张，设有临床、医技科室 55 个，神经内科为国家临床重点专科建设项目。

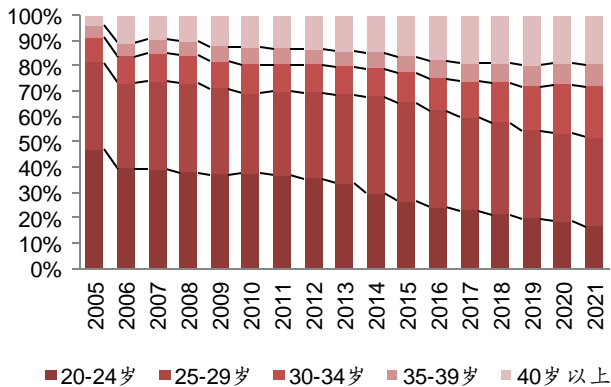
获批开展 IVF 试运行，辅助生殖中心蓄势待发。2022 年 10 月 10 日，西安高新医院获批 IVF/ICSI-ET（常规体外受精胚胎移植及卵胞浆内单精子显微注射技术）试运行资质。此次获批，西安高新医院将成为陕西省内第六家能够提供第 I、II 代辅助生殖技术的医疗机构，也是省内首家获此资质的非公立医疗机构，大大加快生殖医疗中心的业务发展。西安高新医院生殖中心总建筑面积 1.9 万平方米，建成后具备 4 万例 IVF 周期运行能力，能推动医院整体业绩增长。

表 5：陕西省经批准开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构名单（截至 2021 年 6 月 30 日）

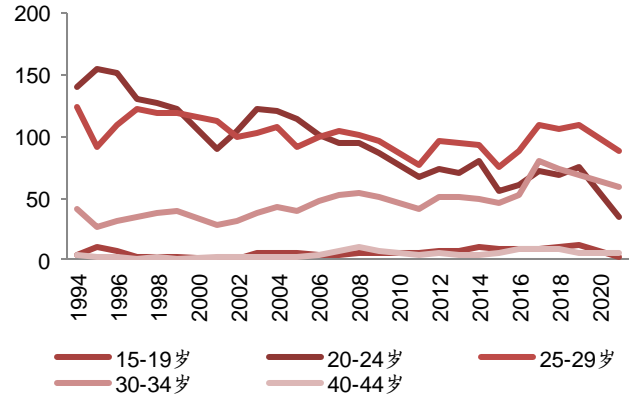
序号	医疗机构名称	准入技术	运行状态
一、经批准开展人类辅助生殖技术的医疗机构			
1	西北妇女儿童医院 (陕西省妇幼保健院)	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		供精人工授精技术 (AID)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术 (ICSI)	正式运行
		植入前胚胎遗传学诊断技术 (PGD)	正式运行
2	空军军医大学 唐都医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		供精人工授精技术 (AID)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术 (ICSI)	正式运行
		植入前胚胎遗传学诊断技术 (PGD)	正式运行
3	空军军医大学 西京医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术 (ICSI)	正式运行
4	西安市人民医院 (西安市第四医院)	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术 (ICSI)	正式运行
5	西安交通大学医学院 第一附属医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术 (ICSI)	正式运行
6	陕西中医药大学附属医院	夫精人工授精技术 (AIH)	试运行
7	西安高新医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
8	西安安琪儿妇产医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
9	宝鸡市妇幼保健院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
10	西安交通大学医学院 第二附属医院	夫精人工授精技术 (AIH)	试运行
二、经批准开展人类精子库的医疗机构			
1	西北妇女儿童医院 (陕西省妇幼保健院)	人类精子库	正式运行

数据来源：陕西省卫生健康委员会，西南证券整理

晚婚晚育现象日益突出，“三孩政策”助长辅助生殖需求。我国婚姻登记平均年龄逐年走高，2021 年 20-24 岁结婚登记人群占比下降至 16.6%。据国家统计局统计，从 1990 年至 2020 年，我国育龄妇女平均初婚年龄推迟 6 岁，从 22.2 岁提高到 28 岁，并有继续走高趋势，相应平均初育年龄预计也有所推迟。近年，“三孩政策”推动释放 30 岁以上产妇及 35 岁以上高龄产妇生育意愿。高育龄妇女面临难以受孕的困扰，进而增长了对辅助生殖服务的需求。

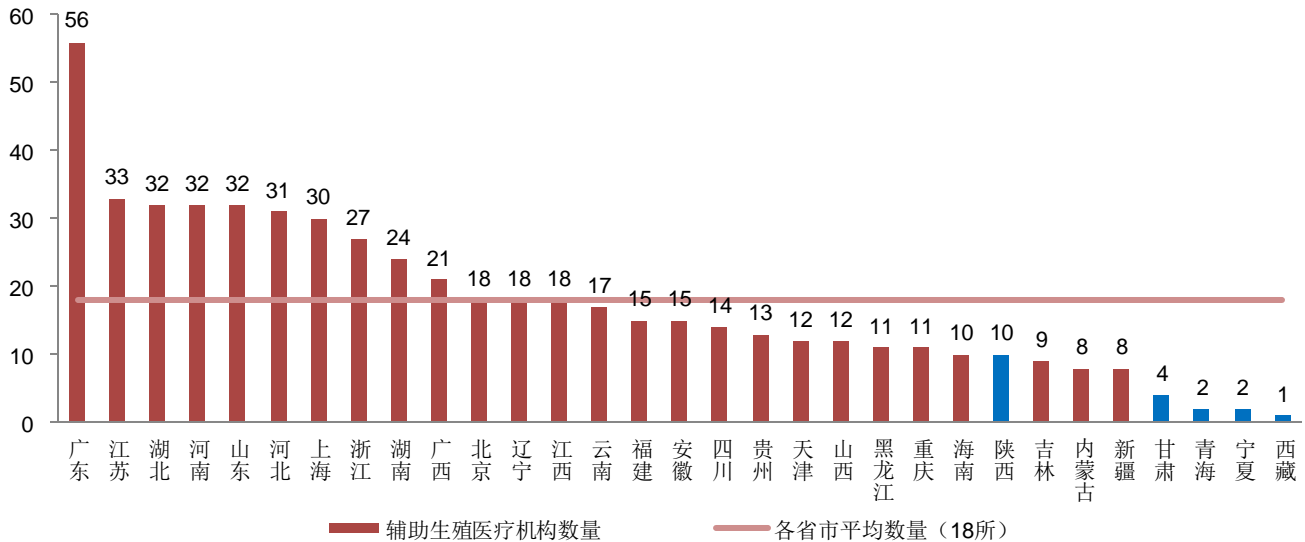
图 26: 2005-2021 年我国婚姻登记年龄段构成


数据来源: Wind, 西南证券整理

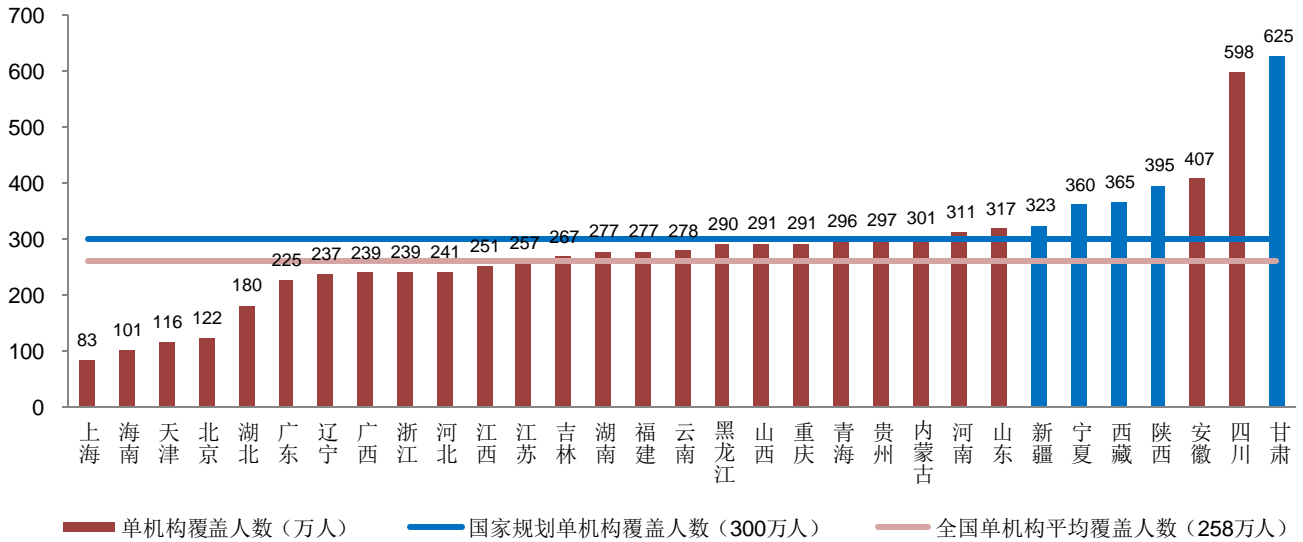
图 27: 1994-2020 年中国不同育龄妇女生育率 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

辅助生殖政策审批严格, 区域相关医疗资源稀缺。我国辅助生殖机构牌照按照每 300 万人口设置 1 个机构, 相比美国市场, 中国辅助生殖市场具有更为严格的政策壁垒, 牌照审批标准严格、流程长。2021 年 3 月, 陕西省印发《陕西省人类辅助生殖技术配置规划 (2021-2025 年)》, 规划新增 10 所辅助生殖医疗机构, 以满足区域资源需求。截止到 2021 年 6 月 30 日, 陕西省内仅有 10 所辅助生殖医疗机构, 低于全国各省市平均数量 18 所; 省内单机构覆盖人口数 395 万人, 大于国家规划标准 300 万人与全国平均覆盖人数 258 万人。陕西省以及西北五地的相关医疗资源较为稀缺, 处于供不应求的状态, 西北五省的辅助生殖诊疗业务有较大发展潜力。西安高新医院作为陕西省第一家能够提供第 I、II 代辅助生殖技术的非公立医疗机构, 投入运营后有望为公司快速发展带来新增量。

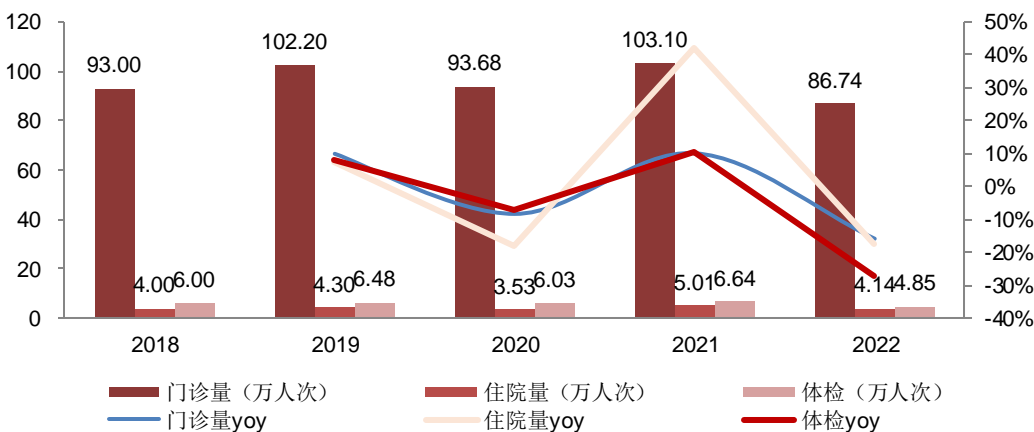
图 28: 我国各省市辅助生殖医疗机构数量 (截至 2020 年 12 月 31 日)


数据来源: 国家卫生健康委员会, 西南证券整理

图 29：我国各省市辅助生殖医疗机构单机构覆盖人数（截至 2020 年 12 月 31 日）


数据来源：国家卫生健康委员会，西南证券整理

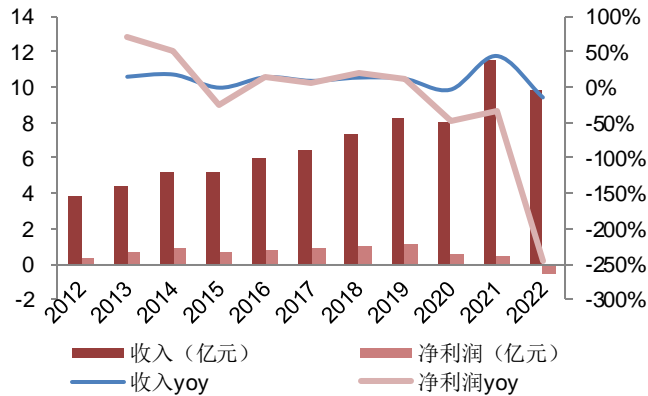
扩张后床位数量增加接诊能力提升，2022 年受疫情影响出现下滑。2015 年，高新医院一期合计 808 张床位，实现满负荷运营；2020 年 12 月，医院二期正式投入使用，扩建后西安高新医院合计拥有 1500 张床位。自 2015 年医院满负荷运营后，单床产出依旧保持增长态势，随着特色科室打造与辅助生殖中心投入运营，依旧有较大提升空间。2018-2021 年，医院门诊量与体检人数保持增长，住院量在二期开放后快速增长。2022 年，受疫情影响，医院实现门诊量 86.7 万人次(-15.9%)，体检 4.9 万人次(-27%)，住院量 4.1 万人次(-4.2%)，均同比出现下降。

图 30：2018-2022 年西安高新医院门诊、住院与体检情况


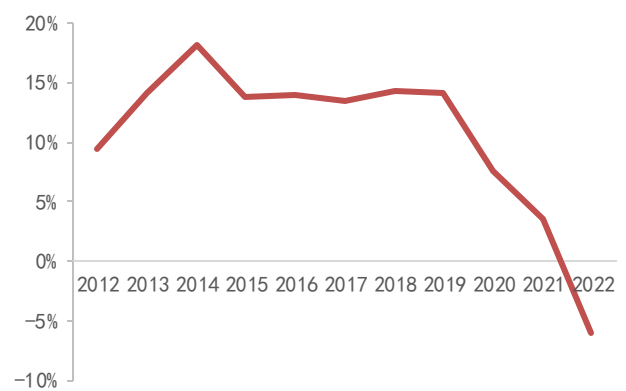
数据来源：国家卫生健康委员会，西南证券整理

收入保持快速增长，扩建前享有稳定利润率。1) 收入端：2013-2022 年收入 CAGR 达 11%，2022 年收入 9.9 亿元，同比下降 14.4%，业绩受疫情、舆情影响大。2) 利润端：除去 2015 年，医院新成立血液科、肿瘤放疗科及消化介入科，该年度科室、病房改造相关费用上升而净利润下降，2012-2019 年净利润保持增长态势，2013-2019 年净利润 CAGR 达 21.2%。在实现满负荷运转后，2015-2019 年医院毛利润率与净利润率保持在 26% 与 14%

左右。2020 年受新冠疫情影响，医院实现净利润 0.6 亿元，同比下降 48.2%。2021 年由于高新医院二期投入使用费用上升而病床使用率仍待进一步爬升，医院实现净利润 0.41 亿元，同比下降 32.6%。2022 年受疫情、舆情事件影响，净利润-0.6 亿元，业绩亏损，预计在 2023 年消除疫情等不利影响后，业绩可恢复正常水平。

图 31：2012-2022 年西安高新医院收入与净利润


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 32：2012-2022 年西安高新医院净利率


数据来源：Wind, 西南证券整理

3.3 西安国际医学中心医院：特色专科集群最大单体医院，打造中西部医疗高地

西安国际医学中心医院为目前国内已建成的超大型单体医院。医院于 2019 年 9 月开诊，作为西安国际医学城核心项目，是一家按照 JCI 国际认证标准和三级甲等医院标准建设的现代化综合性医院。医院是西北大学附属医院、陕西中医药大学附属医院，建筑面积 53.5 万平方米，床位 5037 张。医院内设心脏病、胸科、消化病、肿瘤、血液病、脑科等大型专科医院。专家团队中有长江学者 2 人，任省级以上主流学术团体主委、副主委、常委的 300 余人，60% 以上的专科医院院长、科室主任等学科带头人来自省内外知名的部队三甲医院。

表 6：西安国际医学中心医院床位数位列全国 12（截至 2021 年）

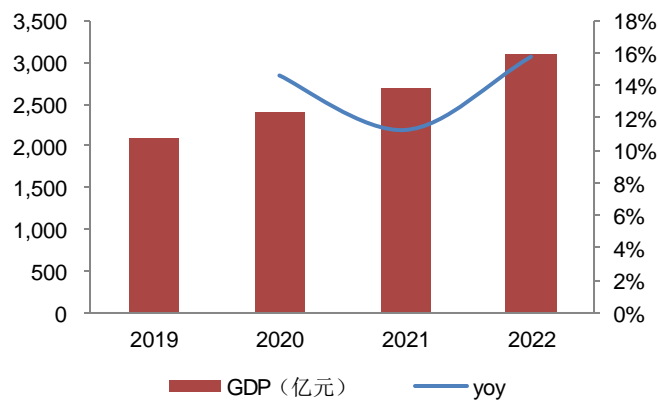
排名	医院名称	床位数	备注
1	郑州大学第一附属医院	8500	编制
2	中国医科大学附属盛京医院	6750	编制
3	哈尔滨医科大学附属第一医院	6496	
4	南昌大学第一附属医院	6100	编制
5	哈尔滨医科大学附属第二医院	6012	开放
6	华中科技大学同济医学院附属同济医院	6000	
7	吉林大学附属第一医院	5900	
8	青岛大学医学院附属医院	5687	开放
9	安徽省立医院(中国科学技术大学附属第一医院)	5450	开放
10	湖北省人民医院	5200	开放
11	山东大学齐鲁医院	5100	开放
12	西安国际医学中心医院	5037	编制

排名	医院名称	床位数	备注
13	华中科技大学同济医学院附属协和医院	5000	编制
14	浙江大学医学院附属第一医院	5000	开放
15	安徽医科大学第一附属医院	4990	开放

数据来源：丁香园，西南证券整理

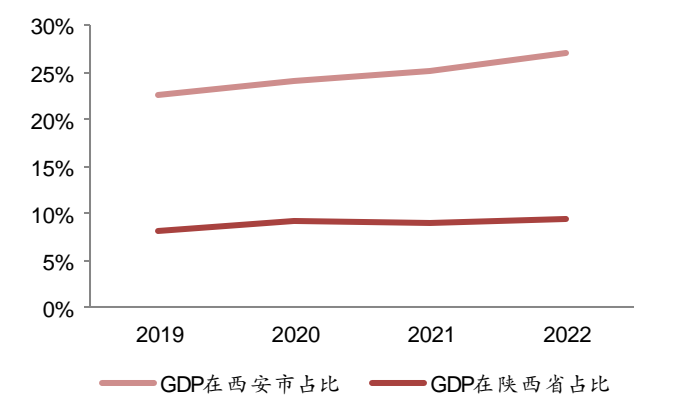
西安高新区快速发展，构建西安国际医学城。西安高新区为1991年3月国务院首批批准成立的国家级高新区之一。2022年实现地区生产总值(GDP)3104亿元，同比增长15.8%，在全省占比9.9%，在全市占比28.2%。2021年8月，西安高新区正式发布《关于建设“四个高新”推动高质量发展迈出更大步伐的实施意见》，建设实力高新、科创高新、品质高新、幸福高新。其中2022年谋划“幸福高新”项目90个，涵盖住房、养老、教育、医疗、乡村振兴等项目。西安国际医学城即为“幸福高新”项目之一，承担着未来高新区医疗服务职能，并随着高新区的快速发展建成西部医疗高地。

图 33：2019-2022 年西安高新区 GDP 情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 34：2019-2022 年西安高新区 GDP 在所在省市占比



数据来源：Wind，西南证券整理

表 7：西安高新区大事件

时间	重要事件
1991.3	西安高新区被国务院批准成立，为首批批准成立的国家级高新区之一。
2006	西安高新区被科技部确定为要建成世界一流科技园区的六个试点园区之一。
2015.8	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。
2017.4	陕西自贸区正式挂牌，高新功能区作为陕西自贸区面积最大、以特殊监管区外保税等通关模式创新为特色的核心片区正式启动建设。
2018.11	西安高新区成功托管来自雁塔区、长安区、鄠邑区、周至县的 12 个街镇，面积达到 1079 平方公里，目前辖区常住户籍人口和从业人员超过 130 万。
2020.6	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。
2021	西安高新区启动建设由中央创新区、生态文创区和硬科技产业区三个片区组成的丝路科学城。
2021.8	正式发布《关于建设“四个高新”推动高质量发展迈出更大步伐的实施意见》。建设实力高新、科创高新、品质高新、幸福高新。

数据来源：西安高新技术产业开发区官网，西南证券整理

地铁直达院区，为百姓就医提供便捷途径。2020 年末，西安地铁 5、6、9 号线同步开通。其中，6 号线一期终点站即为西安国际医学中心站，西安国际医学中心站 C 出口通过闸机后步行 20 米即可到达医院，为门诊提供方便。

表 8：西安国际医学中心医院交通方式一览

交通方式	路径			
地铁换乘	1 号线通化门站换乘 3 号线	3 号线科技路站换乘 6 号线至西安国际医学中心站		
	2 号线小寨站换乘 3 号线			
	4 号线大雁塔站换乘 3 号线			
	4 号线科技建筑大学李家村站换乘 5 号线	5 号线西北工业大学站换乘 6 号线至西安国际医学中心站		
机场到达	乘坐机场城际到达北客站（北广场）站	站内换乘开往航天新城方向的地铁 4 号线	4 号线科技建筑大学李家村站换乘 5 号线	5 号线西北工业大学站换乘 6 号线至西安国际医学中心站
火车到达	五路口站乘坐开往航天新城方向的地铁 4 号线			
高铁到达	北客站（北广场）站乘坐开往航天新城方向的 4 号线			
便捷公交	337 路：在“国际医学公交调度站”下车，步行 250 米即到			
	330 路：在“西太路（国际医学中心）”下车，步行 327 米即到			
	高新 6 号线：在“西太路（国际医学中心）”下车，步行 327 米即到			
	高新草堂专线：在“小仁村”下车，步行 655 米即到。			

数据来源：公司官网，西南证券整理

全面推进军改停止有偿服务，部队医院人才外流提供时机。2015 年初冬，中央军委改革工作会议作出全面停止军队开展对外有偿服务的重大决策。2016 年 2 月，中央军委下发全面停止有偿服务活动的通知，明确用 3 年左右时间，分步骤停止军队一切有偿服务活动。其中至 2017 年 12 月，医疗、科研、幼儿教育、通信等 12 个行业已完成停偿任务。全面停止有偿服务之后，军队医院使命更加清晰，地方业务量有所缩减，医疗人才流动成为常态。

表 9：关于军队全面停止有偿服务相关文件

发布时间	发布机构	文件名称	主要内容
2016.2	中央军委	《关于军队和武警部队全面停止有偿服务活动的通知》	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。对于承担国家赋予的社会保障任务，纳入军民融合发展体系。自《通知》下发之日起，所有单位一律不得新上项目、新签合同开展对外有偿服务活动，凡已到期的对外有偿服务合同不得再续签，能够协商解除军地合同协议的项目立即停止。
2018.6	中共中央办公厅、国务院办公厅、中央军委办公厅	《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》	按照军队不经营、资产不流失、融合要严格、收支两条线的标准，坚持坚决全面、积极稳妥、军民融合，按计划分步骤稳妥推进，到 2018 年年底前全面停止军队一切有偿服务活动，为永葆我军性质宗旨和本色、提高部队战斗力创造有利条件。坚决停止一切以营利为目的、偏离部队主责主业、单纯为社会提供服务的项目。开展有偿服务的项目，合同协议已到期的应予终止，不得续签，全部收回军队资产。

数据来源：中央政府门户网站，西南证券整理

尽享军改红利推进人才建设，特色专业科室实力领先。医院医师中具有高级技术职称的人员占 20% 以上，硕士、博士学历人员占 50% 以上，在省级以上学术团体任主委、副主委及常委 300 余人。开诊以来，医院相继引进了一大批顶尖人才和领军人才：从知名三甲医院、军队医院引进的医护人员占 85%。全院医疗技术骨干和重要管理服务岗位有退役军人 180 名，其中退役军官 110 人，500 余名员工具有在军队医学院校、军队医疗卫勤单位学习工作的经历。通过吸纳顶尖人才，形成人才虹吸效应。

表 10：西安国际医学中心医院部分学科人才建设情况

专科医院	设计床位 (张)	高级职称 (人)	主治医生 (人)	院长履历
康复医院	900	10	17	张正湘：原陕西省康复医院副院长
儿科医院	600	4	5	郭正团：原西安交通大学第二附属医院小儿外科副主任
骨科医院	1050	15	23	贺西京：原西安交通大学第二附属医院院长
整形医院	-	10	21	郭树忠：原第四军医大学西京整形医院院长
妇科医院	200	2	15	王海琳：原甘肃省人民医院妇产科主任
血液病医院	180	14	32	梁英氏：原第四军医大学唐都医院血液科主任
肿瘤医院	800	16	22	南克俊：原西安交通大学第一附属医院肿瘤内科主任
脑科医院	800	7	8	高国栋：原第四军医大学唐都医院脑科医院院长
消化病医院	400	20	60	韩国宏：原第四军医大学西京医院消化病医院消化介入科主任
胸科医院	546	13	39	吴昌归：原第四军医大学西京医院呼吸内科主任
心脏病医院	521	11	35	王海昌：原第四军医大学西京医院心内科主任、唐都医院心内科主任

数据来源：公司官网，西南证券整理

配备世界一流医疗设备，助力医院学科建设。医院配置多个全国/西部/西北/陕西首台设备，共有医疗设备 6000 余台（套）。其中医院于 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，将在肿瘤等急危重症救治、疑难疾病诊疗等方面发挥引领示范作用。

表 11：西安国际医学中心医院部分医疗设施情况

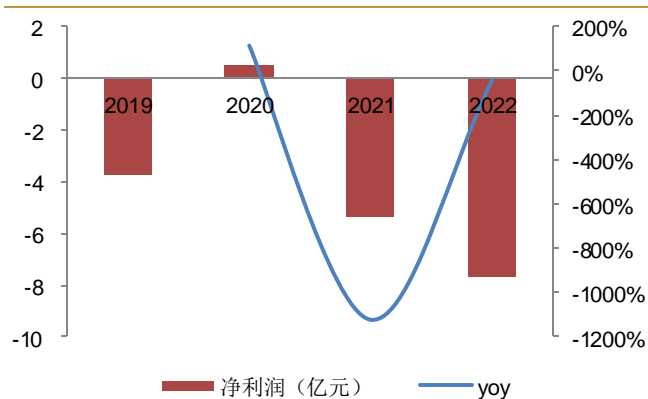
序号	医疗设备	简介
1	 飞利浦 Iqon Spectral	西部首台，集 CT、MR、PET/CT 部分功能于一身，一机多能。
2	 西门子 SOMATOM Force	陕西首台，实现 1 秒一站式全身自由呼吸扫描，实现 1 张胸片辐射剂量，20ml 以内对比剂用量的 CT 诊断。
3	 飞利浦 Ingenia 3.0T MR-RT	西部首台，具备全数字影像链、全性能大孔径、四维多源发射、全程智能巡航和图像引导治疗功能。

序号	医疗设备	简介
4	 西门子 MAGNETOM Prisma	顶级科研型 3T 磁共振机型, 人脑连接组计划唯一指定磁共振机型。
5	 蔡司 手术显微镜 K900	全国首台, 集合了最先进的机器人智能控制技术、经典光学与 4K 和 3D 数字技术的“混合动力”, 搭载 QEVO 超微观察镜双镜联合的显微手术可视化平台, 实现了显微镜、外视镜及内窥镜的三镜合一。
6	 飞利浦 UNIQ FD20 Flexmove	陕西首台 FlexMove 血管造影设备, 是最先进的术中 DSA 设备之一, 完美地解决了角度灵活性、机架运动范围、地面空间占用及层流净化之间的矛盾。
7	 质子治疗中心	西北首个质子治疗中心, 对于头颈部(包括眼部)颅底、肺、肝脏、前列腺、骨、软组织等部位的肿瘤, 直肠癌术后骨盆内复发等疗效显著, 对于一般放疗效果不佳的腺癌类、肉瘤类肿瘤疗效明显。尤其适合生长发育期的儿童肿瘤患者。

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

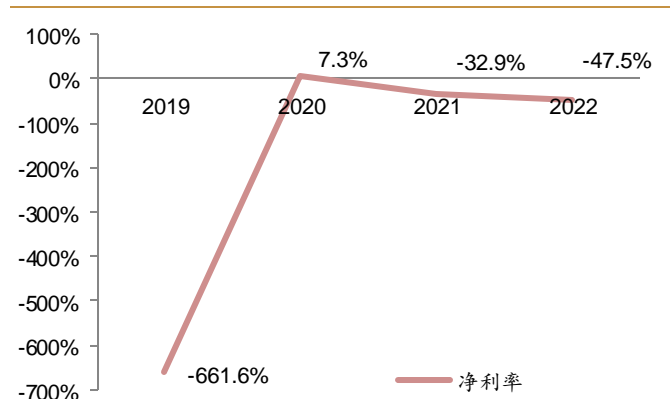
开诊后住院量快速攀升, 待床位爬升有望实现扭亏。医院于 2019 年 9 月 25 日正式开诊, 目前医院仍处于快速扩张期, 床位使用率仍处于低位, 医院仍处于亏损状态, 有望于 2023 年年底前实现单月盈亏平衡。

图 35: 2019-2022 年西安国际医学中心医院净利润



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 36: 2019-2022 年西安国际医学中心医院净利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

3.4 商洛国际医学中心医院：出售股权整合核心资源，实现收益优化资产结构

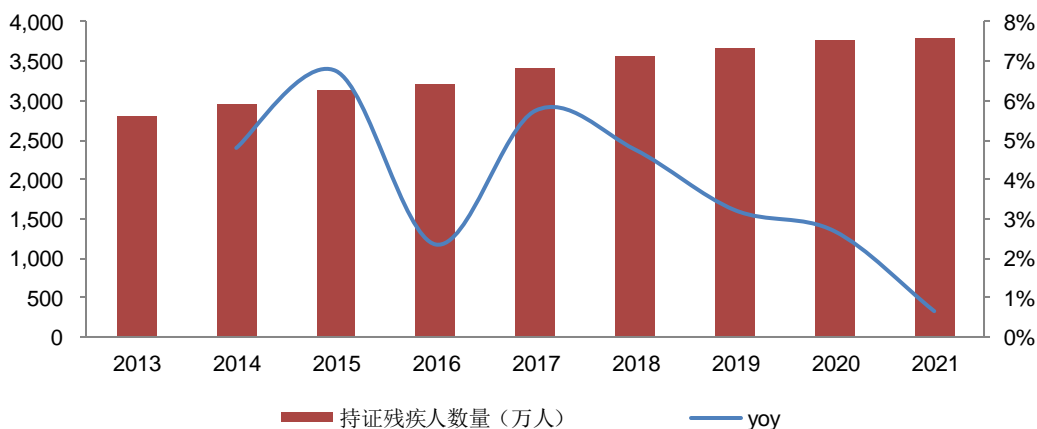
托管原商洛市第二人民医院，迈出区域扩张第一步。商洛国际医学中心医院由妇女儿童医院、康复医院和以神经、肿瘤、心胸、消化、骨科，眼科中心等特色专科为主的综合医院组成。商洛国际医学中心医院(原商洛市第二人民医院)于 2017 年 Q4 并表。新院区于 2021 年 3 月正式开诊，总床位 1800 张，实现从二级医院向三级医院的飞跃。医院配备有国际一流，全国领先的各类医疗设备，如西北首台美国 GE 公司 730 医用血管造影机。为提升当地的医疗服务配套能力，同时聚焦优质资产，优化资产结构，实现上市公司盈利，根据公司公告，2022 年 10 月 21 日，公司与商洛交投签订《股权转让合同》，将商洛国际医学医疗中心股份以 1.7 亿元的价格出售给商洛交投，达到一定的资产增值目的，并降低公司负债水平，减少财务费用支出。双方确认，2022 年 10 月 1 日后的期间损益归属于商洛交投。

3.5 西安国际康复医学中心医院：助力构建国际医学城，建设专业康复医学中心

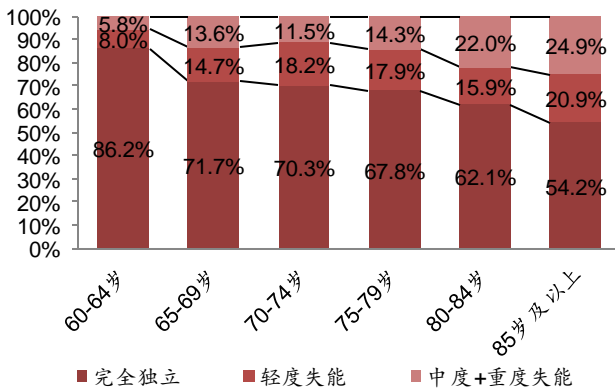
西安国际康复医学中心医院即西安国际医学中心医院北院区，为西安国际医学城核心项目之一。医院将创建国内外一流的国际化专科医院群，为患者提供与国际同步的最先进的一流医疗服务。院区由三栋塔楼组成，分别是妇儿医院、康复医院及中医老年骨科医院，每栋塔楼 1200 张床位，共计 3600 张床位。北院区由我国著名脊柱外科专家贺西京教授任院长，技术团队主要来自国内大型三甲教学医院，北院区医生中，硕士博士研究生以上学历占比 44.38%，担任国际学会副主委 1 人，享受国务院特殊津贴专家 3 人，国家及省级学会主委、副主委 25 人。医院聚集了国内省内一流的专家团队。

康复医疗行业前景广阔，广泛需求孕育千亿市场。康复医学与预防医学、临床医学和保健医学一同被世界卫生组织称为“四大医学”。当下康复需求患者包含老年人、慢性病患者、残疾人群体、术后人群众体与自闭症儿童等。伴随中国持证残疾人数量增长与康复需求释放以及老龄化程度加深，我国的康复医疗市场再次加快增长步伐。2021 年，我国康复医疗市场达 1011 亿元。

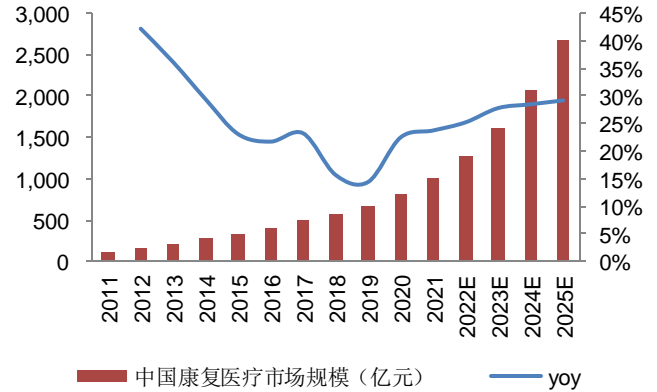
图 37：2013-2021 年中国持证残疾人数量



数据来源：中国残疾人联合会，西南证券整理

图 38：2021 年中国不同年龄段老年人失能情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 39：2011-2025 年中国康复医疗市场规模与预测


数据来源：毕马威, 艾瑞咨询, 西南证券整理

政策引导推动康复医疗行业高速发展。近年来，多部门发布多个政策，引导推动康复医疗行业高速发展，涵盖人才培养，医疗设备与医联体构建等各个方面。2022 年 5 月，国务院印发《“十四五”国民健康规划》，鼓励建立社会组织、家庭相衔接的精神障碍社区康复服务模式，提升基层医疗卫生机构康复护理服务能力。

表 12：康复医疗相关行业政策

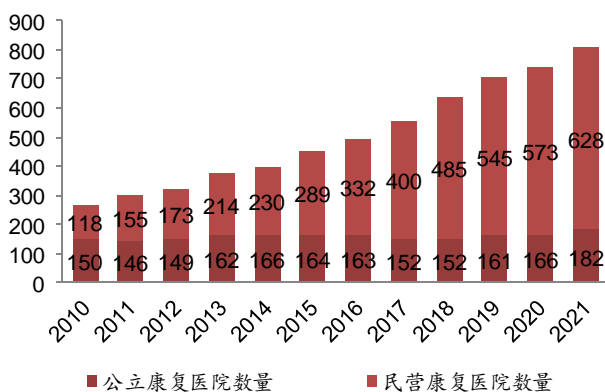
时间	政策	康复医疗相关内容
2022 年 5 月	《国务院办公厅关于印发“十四五”国民健康规划的通知》	提高常见精神障碍规范化诊疗能力，鼓励上级精神卫生专业机构为县（市、区、旗）、乡镇（街道）开展远程服务。建立精神卫生医疗机构、社区康复机构及社会组织、家庭相衔接的精神障碍社区康复服务模式。提升基层医疗卫生机构康复护理服务能力，开展老年医疗照护、家庭病床、居家护理等服务，推动医疗卫生服务向社区、家庭延伸。支持有条件的医疗机构与残疾人康复机构等开展合作。稳步扩大安宁疗护试点。建成康复大学，加快培养高素质、专业化康复人才。加强残疾人康复服务，提升康复医疗、康复训练、辅助器具适配等服务质量。建立儿童残疾筛查、诊断、康复救助衔接机制，确保残疾儿童得到及时有效的康复服务。
2021 年 6 月	《关于加快推进康复医疗工作发展意见的通知》	以社会需求为导向，健全完善康复医疗服务体系，加强康复医疗专业队伍建设，提高康复医疗服务能力，推进康复医疗领域改革创新，推动康复医疗服务高质量发展。
2019 年 11 月	《国家卫生健康委办公厅关于开展加速康复外科试点工作的通知》	建立加速康复外科标准化操作流程。结合医院工作实际，制定加速康复外科工作制度和加速康复外科各病种标准化诊疗流程，保证医疗效率和质量。加大加速康复外科管理力度。成立加速康复外科工作委员会，建立监督管理和质控评价机制，定期对医院加速康复外科工作情况进行检查，对相关科室开展医疗质量控制和评估评价，对存在的问题进行反馈，督促整改，持续改进提高工作质量。
2019 年 10 月	《关于深入推进医养结合发展的若干意见》	有条件的地方可探索医疗卫生和养老服务资源整合、服务衔接，完善硬件设施，充实人员队伍，重点为失能的特困老年人提供医养结合服务。农村地区可探索乡镇卫生院与敬老院、村卫生室与农村幸福院统筹规划，毗邻建设。政府对社会办医养结合机构区域总量不作规划限制。按照“非禁即入”原则，不得设置并全面清理取消没有法律法规依据和不合理的前置审批事项，没有法律法规依据不得限制社会办医养结合机构的经营性质。
2017 年 10 月	《国家卫生计生委关于印发康复医疗中心、护理中心基本标准和管理规范（试行）的通知》	康复医疗中心、护理中心功能定位以贴近社区、服务家庭为主，对于推进分级诊疗、促进医养结合具有重要作用。各级卫生计生行政部门应当高度重视，加强组织领导，完善配套政策，确保工作落实到位。
2017 年 4 月	《关于推进医疗联合体建设和	以落实医疗机构功能定位、提升基层服务能力、理顺双向转诊流程为重点，不断完善医联体

时间	政策	康复医疗相关内容
	发展的指导意见》	组织管理模式、运行机制和激励机制，逐步建立完善不同级别、不同类别医疗机构间目标明确、权责清晰、公平有效的分工协作机制，推动构建分级诊疗制度，实现发展方式由以治病为中心向以健康为中心转变。
2017年2月	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	支持养老机构按规定开办康复医院、护理院、临终关怀机构和医务室、护理站等。鼓励执业医师到养老机构设置的医疗机构多点执业，支持有相关专业特长的医师及专业人员在养老机构开展疾病预防、营养、中医养生等非诊疗性健康服务。对养老机构设置的医疗机构，符合条件的按规定纳入基本医疗保险定点范围。
2017年2月	《残疾预防和残疾人康复条例》	县级以上人民政府应当组织卫生、教育、民政等部门和残疾人联合会整合从事残疾人康复服务的机构(以下称康复机构)、设施和人员等资源，合理布局，建立和完善以社区康复为基础、康复机构为骨干、残疾人家庭为依托的残疾人康复服务体系，以实用、易行、受益广的康复内容为重点，为残疾人提供综合性的康复服务。
2015年3月	《国务院办公厅关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015—2020年)的通知》	社会办医院可以提供基本医疗服务，与公立医院形成有序竞争；可以提供高端服务，满足非基本需求；可以提供康复、老年护理等紧缺服务，对公立医院形成补充。完善治疗—康复—长期护理服务链，发展和加强康复、老年、长期护理、慢性病管理、临终关怀等接续性医疗机构，建立急慢分治的制度，提高公立医院医疗资源利用效率。
2013年10月	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	大力发展医疗服务。加快形成多元办医格局，落实鼓励社会办医的各项优惠政策，优化医疗服务资源配置，促进优质资源向贫困地区和农村延伸。推动发展专业规范的护理服务。

数据来源：中国政府网、国务院办公厅、卫健委等，西南证券整理

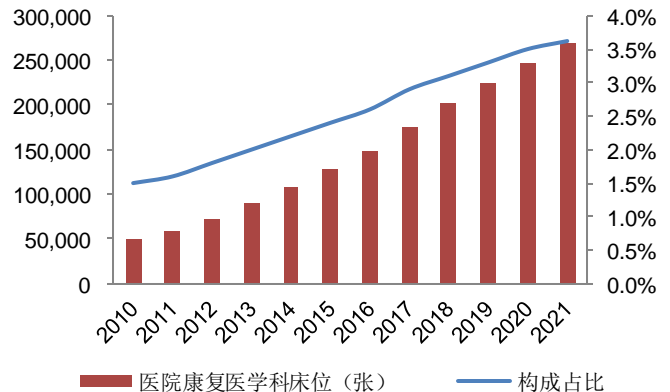
民营资本逐步介入康复医院，综合医院资源配置仍有缺口。近年来社会办医力量进入康复医院领域，民营康复医院数量从2010年的118家增长至2021年的628家，民营医院已成为康复医疗领域不可缺少的部分。2011年颁布《综合医院康复医学科基本标准(试行)》明确要求，预期综合医院康复医学科室床位达到5%的水平。截至2021年，医院康复医学学科床位合计26.87万张，占比3.6%，仍有1.4%的缺口。

图 40：2010-2021 年中国康复医院数量



数据来源：健康卫生统计年鉴，西南证券整理

图 41：2010-2021 年康复医学科床位数量



数据来源：健康卫生统计年鉴，西南证券整理

康复医学中心医院已进入试运营阶段，依托国际医学的品牌效应与中心医院的引流、互补，康复医学中心医院的3600张床位有望进入快速爬坡阶段，进一步打造特色专科，提升公司的盈利能力。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：根据公司 2023 年 5 月 16 投资者关系活动记录表披露的信息，公司高新医院床位使用数满负荷运营，预计 2023-2025 年床位使用率为 100%/100%/100%，随着康复等高客单业务持续推进，单床产出增速为 0%/5%/5%；

假设 2：西安国际医学中心医院 2023 年扩建完成投入更多床位数，目前床位数已增至 5037 张，根据公司 2023 年 5 月 16 投资者关系活动记录表披露的信息，中心医院床位使用数在 3100-3200 张左右，公司在近期床位利用率已达 60% 以上，随着 2023 年西安国际医学中心医院逐步成熟，以及新业务开展，预计床位使用数将逐步爬升，2023-2025 年床位利用率提升至 68%/87%/99%，随着医美、产后康复等高客单业务开展，单床产出增速为 0%/7%/7%；

假设 3：根据公司 2023 年 5 月 16 投资者关系活动记录表披露的信息，商洛医院剥离在积极推进，我们预计将于 2023 年剥离持续亏损的商洛医院；此外随着高新医院、中心医院床位利用率提升，实现收入增长，将持续产生规模效应，毛利率进一步提升，预计 2023-2025 年公司医疗服务业务毛利率为 12%/20%/23%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及毛利如下表：

表 13：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
医疗服务	收入	26.40	45.05	59.64	70.06
	yoy	-8.70%	70.65%	32.39%	17.47%
	毛利率	-7.79%	12.00%	20.00%	23.00%
软件和信息技术服务	收入	0.05	0.05	0.05	0.05
	yoy	-16.67%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	62.79%	62.79%	62.79%	62.79%
商品流通	收入	0.01	0.01	0.01	0.01
	yoy		0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	87.69%	87.69%	87.69%	87.69%
其他业务	收入	0.48	0.25	0.25	0.25
	yoy		0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	47.50%	47.50%	47.50%	47.50%
其他社会服务业	收入	0.17	0.16	0.16	0.16
	yoy		0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	5.15%	5.15%	5.15%	5.15%
合计	收入	27.11	45.52	60.11	70.53
	yoy	-7.19%	67.91%	32.05%	17.34%
	毛利率	5.15%	12.24%	20.12%	23.08%

数据来源：Wind, 西南证券

预计 2023-2025 年公司收入分别为 45.5 亿元、60.1 亿元、70.5 亿元，增速为 67.9%、32.1%、17.3%；归母净利润分别为 -1.8 亿元、1.7 亿元、3.2 亿元，增速为 85%、195.1%、91.3%。对应 EPS 分别为 -0.08 元、0.07 元、0.14 元。

4.2 相对估值

表 14：可比公司估值情况

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	收入 (亿元)			PS		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600763.SH	通策医疗	359	33.96	42.29	52.28	10	8	6
300143.SZ	盈康生命	68	14.84	17.83	21.78	5	4	3
301267.SZ	华夏眼科	338	41.89	52.99	65.96	8	6	5
平均值						8	6	5

数据来源：Wind，更新时间为 2023 年 8 月 10 日，西南证券整理

公司是医疗服务板块公司，由于处于亏损状态，我们采用 PS 估值，选取同样为医疗服务板块的公司通策医疗、盈康生命、华夏眼科作为国际医学的可比公司，2023 年行业平均估值为 8 倍 PS，2024 年行业平均估值为 6 倍 PS。根据模型测算预计公司虽 2024 年扭亏，但利润率水平仍具有提升空间，我们对公司 2024 年估值采取仍采取 PS 估值，相对于通策医疗以及华夏眼科这种运营较成熟，拥有较高净利率水平且服务项目更侧重消费属性项目的公司，我们给予国际医学一定估值折价，故给予国际医学 2024 年 5 倍 PS，预计 2024 年公司市值 300.5 亿元，对应股价 13.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

- 1) 医疗服务板块收入不及预期风险：近年由于新冠肺炎疫情，导致部分医院经营受限，门诊量、手术量不及预期；
- 2) 医疗事故风险；
- 3) 医疗行业政策风险：受医保控费、DRG 等政策影响，收入不及预期；
- 4) 运营管理风险；
- 5) 商洛医院剥离不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2710.96	4552.08	6011.09	7053.17	净利润	-1195.34	-179.35	170.55	326.31
营业成本	2888.98	3994.76	4801.56	5425.04	折旧与摊销	633.28	438.84	456.84	465.84
营业税金及附加	38.61	18.66	24.65	28.92	财务费用	188.37	233.53	227.22	223.70
销售费用	27.26	45.52	60.11	70.53	资产减值损失	-4.21	0.00	0.00	0.00
管理费用	624.76	864.90	1142.11	1340.10	经营营运资本变动	-182.17	862.01	428.71	381.59
财务费用	188.37	233.53	227.22	223.70	其他	1021.41	-466.98	-486.44	-471.96
资产减值损失	-4.21	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	461.34	888.04	796.86	925.47
投资收益	17.46	400.00	400.00	400.00	资本支出	1262.50	-500.00	-300.00	-100.00
公允价值变动损益	-80.79	80.00	100.00	80.00	其他	-2080.49	480.00	500.00	480.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-817.99	-20.00	200.00	380.00
营业利润	-1132.60	-177.14	195.81	379.28	短期借款	323.23	-349.07	-100.00	-50.00
其他非经营损益	-7.70	4.69	4.83	4.61	长期借款	-977.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1140.31	-172.45	200.64	383.89	股权融资	24.06	0.00	0.00	0.00
所得税	55.03	6.90	30.10	57.58	支付股利	0.00	235.34	35.31	-33.58
净利润	-1195.34	-179.35	170.55	326.31	其他	651.31	-678.49	-227.22	-223.70
少数股东损益	-18.66	-2.80	2.66	5.09	筹资活动现金流净额	20.80	-792.22	-291.91	-307.27
归属母公司股东净利润	-1176.68	-176.55	167.89	321.21	现金流量净额	-335.85	75.82	704.95	998.20
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1178.23	1254.05	1959.00	2957.20	成长能力				
应收和预付款项	452.85	919.94	1078.77	1302.98	销售收入增长率	-7.19%	67.91%	32.05%	17.34%
存货	69.24	95.74	113.08	129.02	营业利润增长率	-25.00%	84.36%	210.54%	93.70%
其他流动资产	2011.57	194.49	205.72	213.74	净利润增长率	-41.44%	85.00%	195.09%	91.33%
长期股权投资	51.03	51.03	51.03	51.03	EBITDA 增长率	-104.24%	259.26%	77.67%	21.47%
投资性房地产	28.96	28.96	28.96	28.96	获利能力				
固定资产和在建工程	8133.48	8291.04	8230.60	7961.15	毛利率	-6.57%	12.24%	20.12%	23.08%
无形资产和开发支出	775.78	685.67	595.55	505.43	三费率	31.00%	25.13%	23.78%	23.17%
其他非流动资产	563.07	556.79	550.52	544.24	净利率	-44.09%	-3.94%	2.84%	4.63%
资产总计	13264.22	12077.71	12813.22	13693.76	ROE	-28.12%	-4.16%	3.78%	6.79%
短期借款	549.07	200.00	100.00	50.00	ROA	-9.01%	-1.48%	1.33%	2.38%
应付和预收款项	2197.27	3439.56	3938.59	4475.46	ROIC	-13.05%	0.87%	5.78%	9.02%
长期借款	3474.48	3474.48	3474.48	3474.48	EBITDA/销售收入	-11.47%	10.88%	14.64%	15.15%
其他负债	2792.58	656.87	787.49	888.43	营运能力				
负债合计	9013.41	7770.91	8300.56	8888.37	总资产周转率	0.20	0.36	0.48	0.53
股本	2275.26	2260.81	2260.81	2260.81	固定资产周转率	0.41	0.79	1.03	1.25
资本公积	1084.53	1084.53	1084.53	1084.53	应收账款周转率	6.53	7.94	7.39	6.97
留存收益	1043.16	1101.95	1305.15	1592.78	存货周转率	37.69	48.43	45.55	44.27
归属母公司股东权益	4250.70	4309.48	4512.68	4800.32	销售商品提供劳务收到现金营业收入	98.61%	—	—	—
少数股东权益	0.12	-2.68	-0.02	5.07	资本结构				
股东权益合计	4250.81	4306.80	4512.66	4805.39	资产负债率	67.95%	64.34%	64.78%	64.91%
负债和股东权益合计	13264.22	12077.71	12813.22	13693.76	带息债务/总负债	44.64%	47.29%	43.06%	39.65%
					流动比率	0.67	0.57	0.70	0.85
					速动比率	0.66	0.55	0.67	0.83
					股利支付率	0.00%	133.30%	-21.03%	10.45%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	-310.96	495.22	879.86	1068.81	每股收益	-0.52	-0.08	0.07	0.14
PE	-16.57	-110.44	116.14	60.70	每股净资产	1.87	1.89	1.98	2.11
PB	4.59	4.52	4.32	4.06	每股经营现金	0.20	0.39	0.35	0.41
PS	7.19	4.28	3.24	2.76	每股股利	0.00	-0.10	-0.02	0.01
EV/EBITDA	-70.89	42.75	23.15	18.08					
股息率	0.00%	—	—	0.17%					

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

西南证券研究发展中心

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	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	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
