

国际医学 (000516)

天时地利人和汇聚，铸就中西部医疗高地

深耕二十余年一体三院，聚焦医疗服务主业

国际医学拥有超过 20 年的医疗服务管理经验。公司上市二十八载历经两次转型，现已发展成为拥有西安国际医学中心医院、西安国际医学高新医院、西安国际医学商洛医院三大综合医疗院区的医疗服务集团。

西安三级医疗资源稀缺，民营医疗贡献增量

2019 年陕西三级医院共 71 家，其中 59% 位于西安。根据《2019 年度中国医院综合排行榜》，西安百强三甲综合医院数量共 5 家，实力在全国居前。优质医疗资源稀缺性使西安成为中西部疑难重症的医疗目的地，人均医疗资源供给不足。2015-2019 年西安三级医院就诊量快速攀升，床位供不应求，导致三级医院床位使用率在超过 100% 的情况下保持逐年提升态势。西安民营医院开始展露头角，逐渐成为缓解医疗资源紧缺的重要路径。西安现有民营三甲医院仅 3 家，优质民营医疗服务空白亟待填补。

天时地利人和汇聚，中远期发展空间广阔

国际医学成立以来依托“天时、地利、人和”三大要素，逐步成为中西部医学诊疗高地。“天时”代表政府支持社会办医及军改强势助推的政策环境，极大地拓展了公司发展空间。“地利”代表国际医学拥有的区位优势。西安医疗资源丰富，公司旗下中心医院为全国最大民营单体医院，处在高新区 CID 核心地带，有效补充高新区高水平医疗资源相对较少的局面。“人和”代表国际医学管理层及员工惟精惟一深耕医疗服务，管理层运营医院二十余年，管理经验丰富，各医院专研医疗服务核心四大核心要素：大咖医生、一流硬件、稀缺牌照和高超技术。三因素共振，国际医学口碑实力日益凸显。随着就诊量稳步提升，3-5 年内各院区住院床位开放数有望达到 12000 张。

盈利预测与投资评级：

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 16.09 亿元、36.80 亿元、56.65 亿元，分别同比增长 62.37%、128.70%、53.94%；归母净利润分别为 0.45 亿元、1.24 亿元、2.96 亿元；EPS 分别为 0.02 元、0.05 元和 0.13 元。参考可比公司估值区间，给予公司 2021 年 11.36 倍 PS，目标价 18.37 元。首次覆盖，予以“买入”评级。

股价催化剂：

①各院区就诊持续攀升②辅助生殖、质子治疗及康复医院等业务贡献新增长点

风险提示：床位爬坡速度低于预期；医院运营前期资本开支较大；医保支付政策变动；新业务进展不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,039.35	990.95	1,609.00	3,679.73	5,664.64
增长率(%)	(49.76)	(51.41)	62.37	128.70	53.94
EBITDA(百万元)	3,130.17	30.02	(484.46)	382.57	585.42
净利润(百万元)	2,184.29	(403.93)	45.44	123.97	295.53
增长率(%)	1,001.01	(118.49)	(111.25)	172.83	138.39
EPS(元/股)	0.96	(0.18)	0.02	0.05	0.13
市盈率(P/E)	10.52	(56.91)	505.91	185.43	77.78
市净率(P/B)	4.01	4.64	3.69	3.62	3.46
市销率(P/S)	11.27	23.20	14.29	6.25	4.06
EV/EBITDA	2.47	363.46	(49.79)	61.30	39.76

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.1 元
目标价格	18.37 元

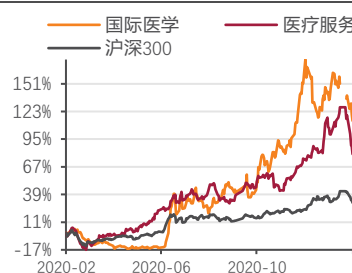
基本数据

A 股总股本(百万股)	2,275.93
流通 A 股股本(百万股)	1,928.93
A 股总市值(百万元)	22,986.87
流通 A 股市值(百万元)	19,482.24
每股净资产(元)	2.26
资产负债率(%)	57.83
一年内最高/最低(元)	13.10/3.92

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
李慧瑶	联系人
lihuiyao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 立足西安深耕二十余年，聚焦医疗服务主业	4
1.1. 三大综合医疗院区组成医疗服务集团	4
1.2. 三步走优化业务结构，聚焦医疗服务主业	5
1.3. 定增完成，公司股权结构进一步稳定	7
2. 西安三级医疗资源稀缺，民营医疗贡献增量	8
2.1. 陕西优质医疗资源汇聚于西安，西安为中西部疑难重症的医疗目的地	8
2.2. 西安医疗服务市场持续增大，三级医院床位供不应求	10
2.3. 西安市民营医疗开始崭露头角	12
3. 国际医学：三才汇聚，策马扬帆	15
3.1. 外应天时地利，立足高新区好风借力	15
3.2. 内修政通人和，精进医疗服务四大核心要素	18
3.2.1. 医疗服务质量为表	18
3.2.2. 管理组织体系为里	22
3.3. 天时地利人和汇聚，推动经营业绩稳步提升	24
4. 盈利预测与估值评级	26
4.1. 盈利预测	26
4.2. 估值与投资评级	27
5. 风险因素	28

图表目录

图 1：国际医学发展历程	4
图 2：国际医学三大综合医疗院区	4
图 3：国际医学历年业绩情况（亿元）	6
图 4：国际医学零售及医疗板块营收情况	6
图 5：国际医学零售及医疗板块毛利情况	6
图 6：国际医学各医院营业收入（亿元）	7
图 7：国际医学各医院净利润（亿元）	7
图 8：国际医学股权结构（定增前）	7
图 9：国际医学股权结构（定增后）	7
图 10：陕西省近 6 成三级医院位于西安	8
图 11：2019 年西安共 5 家医院名列全国百强医院	8
图 12：西安市历年各级医院诊疗量（万人次）	10
图 13：西安市历年各级医院床位数（张）	11
图 14：西安市历年各级医院床位利用率	11
图 15：西安市历年公立及民营医院诊疗量（万人次）	13
图 16：西安市历年公立及民营医院床位数（张）	13

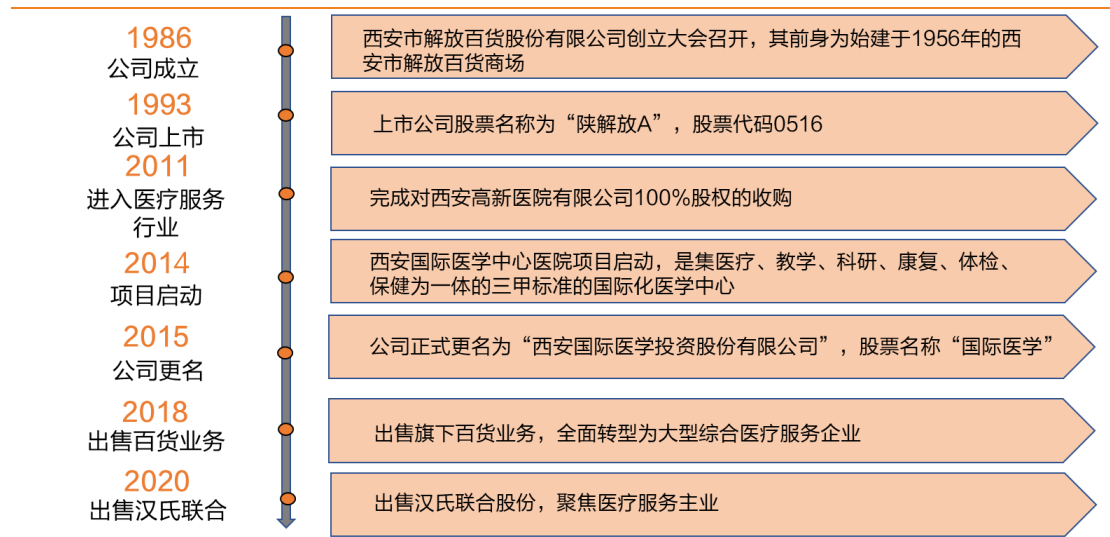
图 17: 西安高新区地理区位.....	16
图 18: 国际医学中心医院位于高新区中央创新区 (CID) 中心地带.....	17
图 19: 高新区仅西安高新医院一家三甲医院.....	17
图 20: 国际医学医疗服务核心四大核心要素.....	18
图 21: 2020 年 12 月首届西安国际医学机器人应用学术论坛.....	19
图 22: 2020 年 12 月心脏病医院王海昌院长团队发表 SCI.....	19
图 23: 国际医学中心医院手术室.....	20
图 24: 公司拥有全国首台蔡司 ZEISS KINEVO 900 机器人手术显微镜.....	20
图 25: 公司西北首台西门子 MAGNETOM Prisma 3.0T MRI.....	20
图 26: 国际医学高新医院组织架构.....	23
图 27: 国际医学 330 名赴武汉抗疫医疗队.....	24
图 28: 国际医学高新医院就诊量.....	24
图 29: 国际医学高新医院业绩稳步提升.....	24
图 30: 国际医学中心医院就诊量增长迅猛.....	25
图 31: 国际医学中心医院收入规模快速放量.....	25
图 32: 国际医学商洛医院就诊量.....	25
图 33: 国际医学商洛医院收入稳步提升.....	25
图 34: 国际医学经营活动现金流.....	26
表 1: 公司主要医疗服务机构.....	5
表 2: 2019 年西北五省各等级医疗服务机构数 (家).....	8
表 3: 2019 年西北五省头部三甲医院比较.....	9
表 4: 2018 年中国各城市人均医疗资源排名.....	9
表 5: 西安市新建 13 家三级医疗机构规模.....	12
表 6: 多部委陆续颁布社会办医支持政策.....	12
表 7: 西安市 30 家三甲医院规模.....	14
表 8: 军队医院改制相关政策.....	15
表 9: 西安主要部队医院.....	16
表 10: 国际医学中心医院各专科专家实力领先.....	18
表 11: 国际医学合作院校.....	19
表 12: 中国已运行质子放射治疗系统相关机构.....	20
表 13: 2019 年质子放射治疗系统获批医院.....	21
表 14: 2020 年国内干细胞临床研究备案通过项目.....	21
表 15: 高新医院及中心医院高难度手术实施情况.....	22
表 16: 民营综合医院规模比较.....	22
表 17: 国际医学各院盈利预测.....	26
表 18: 可比公司估值情况.....	27

1. 立足西安深耕二十余年，聚焦医疗服务主业

1.1. 三大综合医疗院区组成医疗服务集团

上市二十八载两次转型，聚焦医疗服务主业。公司成立至今公司业务完成了由“零售”、“零售+医疗”再到“医疗服务”的转型过程。1986年公司前身西安市解放百货股份有限公司创立，并于1993年上市。2011年公司更名为开元投资，同年11月收购了公司实控人刘建申先生旗下的全资子公司西安高新医院100%的股权，标志着公司正式步入医疗服务行业。2018年3月公司向银泰出售开元商业100%的股权，全面转型为大型综合医疗服务企业。2020年11月，公司向济南银丰出售参股公司北京汉氏联合生物技术股份有限公司全部3400万股股份，为公司发展医疗主业提供资金保障。

图 1：国际医学发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

三大综合医院立足中西部。公司旗下拥有西安国际医学中心医院、西安国际医学高新医院和西安国际医学商洛医院三大综合医疗院区。国际医学高新医院2002年投入运营，2009年获评三级甲等综合医院，是首家社会资本兴办的三级甲等综合型医院。国际医学中心医院2019年9月开诊，内设十一大专科，是全国最大的民营单体医院。国际医学商洛医院由商洛市第二人民医院改制建设，于2017年四季度并表。

图 2：国际医学三大综合医疗院区



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司医疗服务规模增长空间广阔，最大规划床位数 12000 张左右。西安国际医学高新医院 2002 年投入运营，床位常年超负荷运转，高新医院二期 2020 年 12 月底开业，规划床位 1000 张，一二期总床位数调整后将达 1500 张。西安国际医学中心医院核定床位 5037 张，是全国最大的民营单体医院。西安国际医学商洛医院于 2017 年并表，是跨区域医疗服务网络的重要组成部分。此外，商洛医院新院区预计 2021 年开业，最大床位 1800 张，将成为商洛市最高水平三级甲等医院。西安国际医学康复医院于 2018 年按照国家三甲医院标准开建，由妇女儿童医院、骨科医院以及康复医院组成，共计床位 3600 张，预计 2022 年左右开诊。未来各院区投入运营后，公司医疗服务床位规模将达到 12000 余张。

表 1：公司主要医疗服务机构

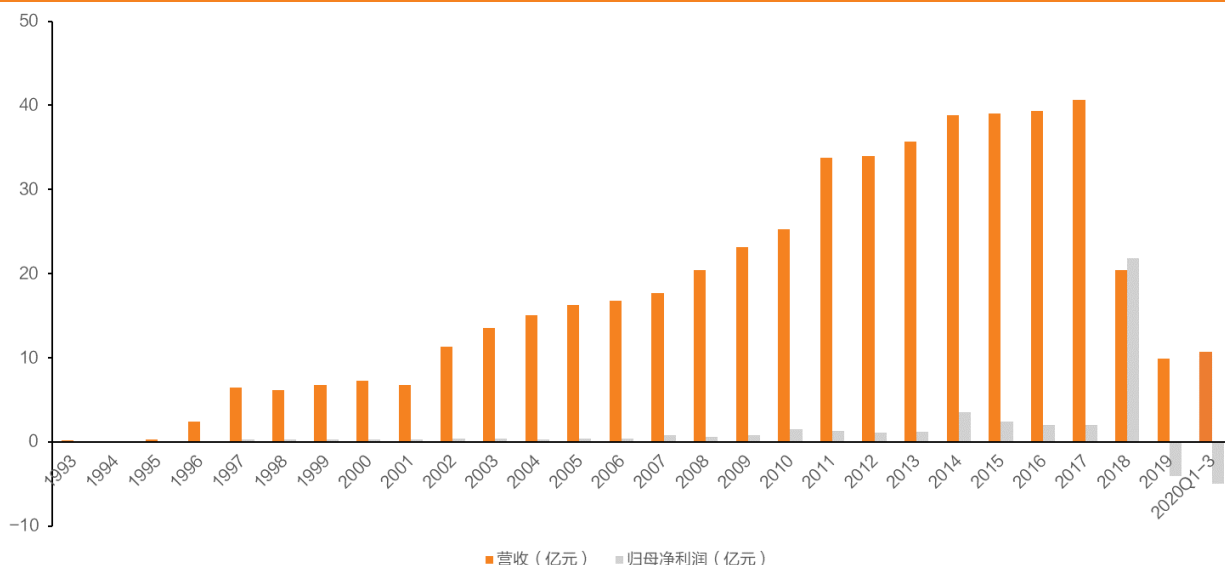
医疗板块	医疗机构	最大床位数（张）	建筑面积（万平米）	状态	项目预算金额（亿元）
西安国际医学中心高新医院	西安国际医学中心高新医院（一期）三甲	808	5.2	2002 年投入运营	—
	西安国际医学中心高新医院（二期）三甲 JCI	1000	12	2020 年 12 月开业	9.83
	西安国际生殖医学中心	—	1.8	2019 年开业	1.27
西安国际医学商洛医院	西安国际医学商洛医院（一期）二甲	500	3.7	2017 年四季度并表进入公司	17.98
	西安国际医学商洛医院（二期）三甲 JCI	1800	22	预计 2021 年上半年开业	
西安国际医学中心医院	西安国际医学中心医院 三甲 JCI	5037	53	2019 年开业	55.75
西安国际医学康复医院	妇女儿童医院	1200	42.5	预计 2022 年内开业	39.61
	骨科医院	1200		预计 2022 年内开业	
	康复、中医、老年病医院	1200		预计 2022 年内开业	

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所，注：项目预算金额截至 2019 年底，高新医院一二期床位将调整为 1500 张，商洛医院二期开诊后一期院区不再使用

1.2. 三步走优化业务结构，聚焦医疗服务主业

公司发展历经三个阶段。1993-2010 年为商业零售阶段，公司收入稳步增长。2011 年公司完成对西安高新医院有限公司的股权收购，标志着公司进入商业零售+医疗服务双主业发展阶段，营业收入从 2011 年的 33.78 亿元增长到 2017 年的 40.60 亿元。为优化产业结构，专注发展医疗服务业，2018 年公司出售全资子公司开元商业，并将其所得现金用于医疗服务主业，至此迈入医疗服务发展阶段。

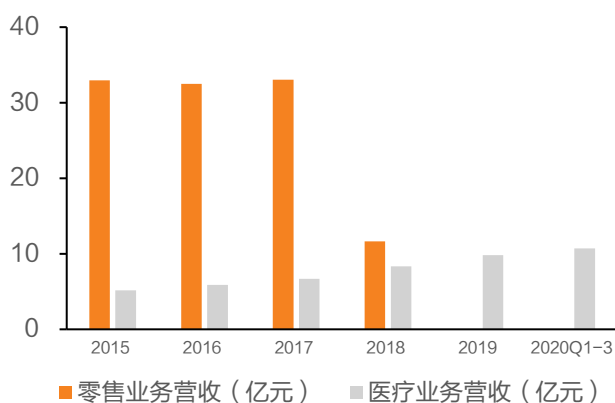
图 3：国际医学历年业绩情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

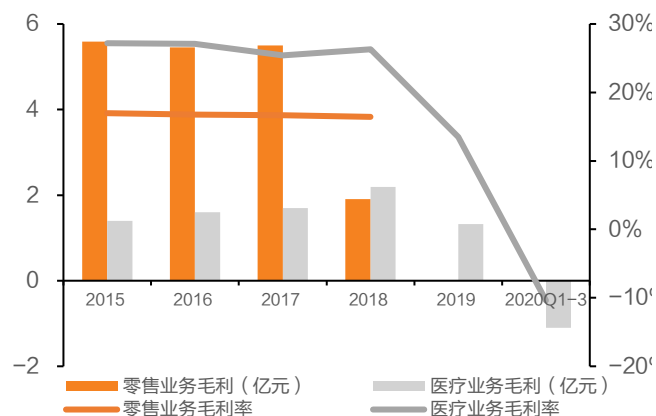
公司医疗服务业务经营规模稳步提升，商业零售业务已于 2018 年出售。公司医疗业务收入持续提升，随着高新医院就诊量提升和 2019 年国际医学中心医院开诊，医疗业务营收从 2015 年的 5.16 亿增长到 2019 年的 9.80 亿，年复合增长率达 17.39%。2020 年 Q1-3 医疗服务业务收入已达 10.72 亿元，同比增长 59.41%。2015-2018 年医疗业务毛利率保持在 25% 以上。国际医学中心医院开诊后营业成本较高，2019 年及 2020 年 Q1-3 的毛利率下降为 13.47% 和 -10.18%。

图 4：国际医学零售及医疗板块营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

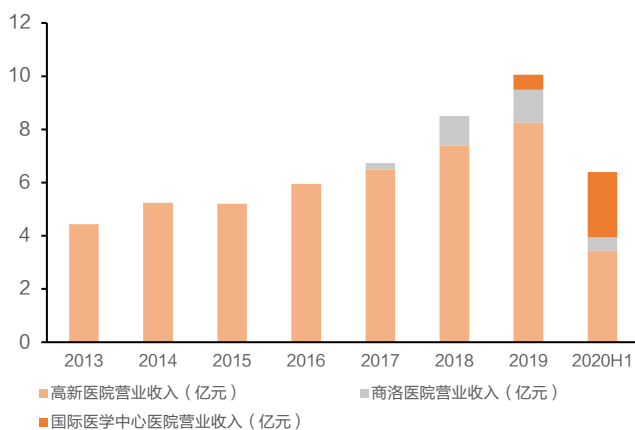
图 5：国际医学零售及医疗板块毛利情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

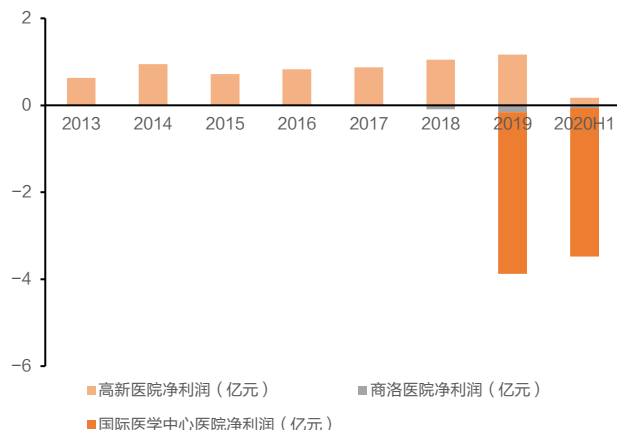
上市公司旗下高新医院收入贡献最多，国际医学中心医院崭露头角。高新医院收入规模从 2013 年的 4.44 亿元增长到 2019 年的 8.26 亿元，当年同期净利润从 0.63 亿元增长到 1.17 亿元。国际医学中心医院营收增长迅速，2019 年开诊当年营收 0.56 亿元，2020 年 H1 达 2.46 亿元，由于医院尚在开设初期，净利润仍为亏损状态。商洛医院收入逐年提升，2017 年到 2019 年收入分别为 0.24、1.12、1.23 亿元，净利润略亏。

图 6：国际医学各医院营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：国际医学各医院净利润（亿元）

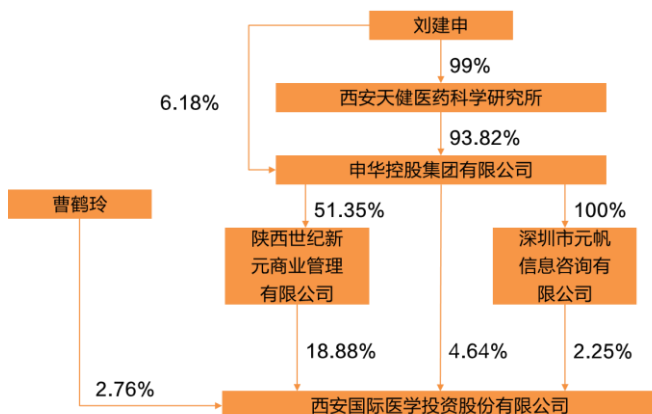


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 定增完成，公司股权结构进一步稳定

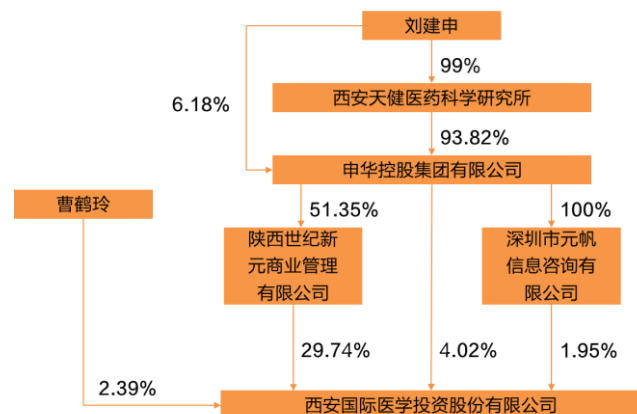
大股东定增完成，股权结构更为稳定。公司于 2021 年 1 月 28 日发布非公开发行股票上市公告书，发行股票发行数量为 3.05 亿股，募集资金总额 10 亿元，定增发行对象为公司的控股股东陕西世纪新元，全部以现金方式认购。发行完成后，控股股东股份占发行后提升至总股本的 38.10%。定增募集资金将全部用于补充流动资金和偿还银行贷款，有利于优化公司资本结构，减少财务费用和经营压力。控股股东全额认购体现了对医疗主业发展的信心。

图 8：国际医学股权结构（定增前）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：国际医学股权结构（定增后）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 西安三级医疗资源稀缺，民营医疗贡献增量

2.1. 陕西优质医疗资源汇聚于西安，西安为中西部疑难重症的医疗目的地

陕西医院机构数量及优质医疗资源领先西北。西北五省包含陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区。陕西地处西北五省腹地。2019 年陕西省内各等级医院机构共 1208 家，机构数目在西北地区位列第一。其中，陕西省三级医院数目 71 家，也高于其他省份。整体看陕西省的医疗资源规模及等级均高于其他西北省份

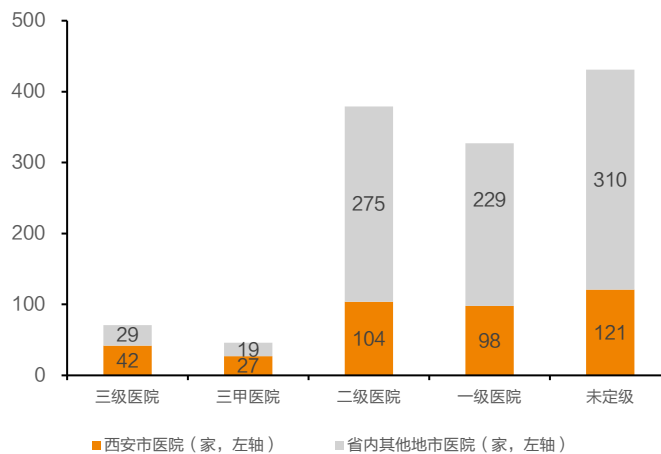
表 2：2019 年西北五省各等级医疗服务机构数（家）

地区	三级				二级				一级				未定级	合计
	甲等	乙等	丙等	合计	甲等	乙等	丙等	合计	甲等	乙等	丙等	合计		
陕西	46	8		71	211	58		379	41	9		327	431	1208
新疆	45	1		53	141	23	1	232	156	12	3	485	147	917
甘肃	19	20		41	153	40		216	8	4	1	75	387	719
青海	10	10		20	70	17		96	2	3	1	12	92	220
宁夏	6	7		15	36	5		81	2		1	84	39	219

资料来源：国家卫健委，天风证券研究所；注：按总数由高到低排序

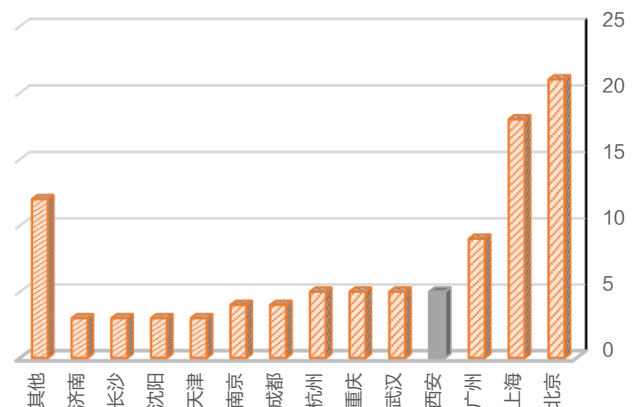
西安汇集陕西高水平医疗资源，顶级三甲医院数量处在全国前列。陕西省近 6 成三级医院分布于西安。2019 年陕西省三级医院共 71 家，其中三甲医院 46 家。西安市 2019 年有 42 家三级医院，占全省的 59%，其中三甲医院 27 家，占全省的 59%。此外，西安头部三甲医院实力排在全国前列。2020 年 11 月复旦大学医院管理研究所发布《2019 年度中国医院综合排行榜》的全国百强医院的排名中北上广三地的百强医院数量处在第一梯队。西安百强医院数量处在第二梯队，共上榜 5 家，其中空军军医大学西京医院全国排名第八，在全国三甲医院中实力突出。

图 10：陕西省近 6 成三级医院位于西安



资料来源：国家卫健委，陕西省卫健委，西安市卫健委，复旦大学医院管理研究所，天风证券研究所

图 11：2019 年西安共 5 家医院名列全国百强医院



资料来源：国家卫健委，陕西省卫健委，西安市卫健委，复旦大学医院管理研究所，天风证券研究所

西安头部三甲医院综合实力及就诊量领先中西部地区。根据最新《2019 年度中国医院综合排行榜》排名，西北五省中仅陕西西安有五家三甲医院进入全国百强，而其余四个省份的头部医院暂未跻身全国榜单。西安的空军军医大学西京医院（位列第 8）和西安交通大学第一附属医院（位列第 51）的年门急诊量、年出院量和手术量也都居于西北五省前列。

表 3：2019 年西北五省头部三甲医院比较

省份	名称	全国排名（2019）	等级	年门急诊量 （万）	年出院量 （万）	年手术量 （万）	床位数	职工 数
陕西	空军军医大学西京医院	8	三甲	387.25 (2017 年)	14.03 (2017 年)	8.7 (2017 年)	3218 (2018 年)	
陕西	西安交通大学第一附属医院	51	三甲	326	15.7	10.2	2600	5075
陕西	西安交通大学第二附属医院	89	三甲	221.6	9	5.14	1739	3264
陕西	空军军医大学唐都医院	93	三甲	71			1200	
陕西	空军军医大学第三附属医院（口腔医院）	100	三甲	50	0.62		144	
新疆	新疆医科大学第一附属医院	暂无(2018 年西北地区第 3)	三甲	272	15	7.4	2970	2800
新疆	新疆维吾尔自治区人民医院	暂无(2018 年西北地区第 9)	三甲	220	15	9	3250	5042
宁夏	宁夏医科大学总医院	暂无(2018 年西北地区第 4)	三甲	248	15.1	5.7	3684	5678
青海	青海省人民医院	暂无(2018 年西北地区第 11)	三甲	161.86 (2018 年)	6.99 (2018 年)	4.27 (2018 年)	2200	3327
青海	青海大学附属医院	暂无(2018 年西北地区第 13)	三甲	170	6.8 (住院量)	2.1	2200	2989
甘肃	兰州大学第一医院	暂无(2018 年西北地区第 7)	三甲	188	8.4 (住院量)	5.5	2686	3397
甘肃	兰州大学第二医院	暂无(2018 年西北地区第 8)	三甲	201.18	12.78 (住院量)	7.93	3500	5300

资料来源：复旦大学医院管理研究所，各医院官网，各医院公众号，各省卫健委，健康界，天风证券研究所，注：数据截至 2019 年，未更新数据年份已在数据对应处标注

西安人均医疗资源较为紧张。2018 年全国各主要城市的统计结果显示西安人均医疗资源排名相对靠后。2018 年西安市常住人口首次突破千万，达到 1000.37 万人，标志西安已迈入超大城市行列。西安每千人床位数为 6.90 张，排在第 30 位。每千人医生数为 3.38 人，排在第 27 位。西安的人均医疗资源也低于乌鲁木齐、兰州、银川等西北五省的其他省会城市。

表 4：2018 年中国各城市人均医疗资源排名

排名	城市	卫生机构床位 （万张）	每千人口床 位（张）	排名	城市	医生数（万 人）	每千人医生 数（人）
1	长沙	7.73	9.48	1	太原	2.30	5.20
2	昆明	6.36	9.28	2	北京	10.90	5.06
3	乌鲁木齐	3.22	9.18	3	杭州	4.49	4.58
4	郑州	9.20	9.08	4	乌鲁木齐	1.52	4.34
5	太原	3.99	9.03	5	银川	0.97	4.30
6	成都	14.32	8.77	6	济南	3.20	4.29
7	武汉	9.59	8.65	7	昆明	2.86	4.18
8	西宁	2.03	8.58	8	拉萨	0.29	4.17

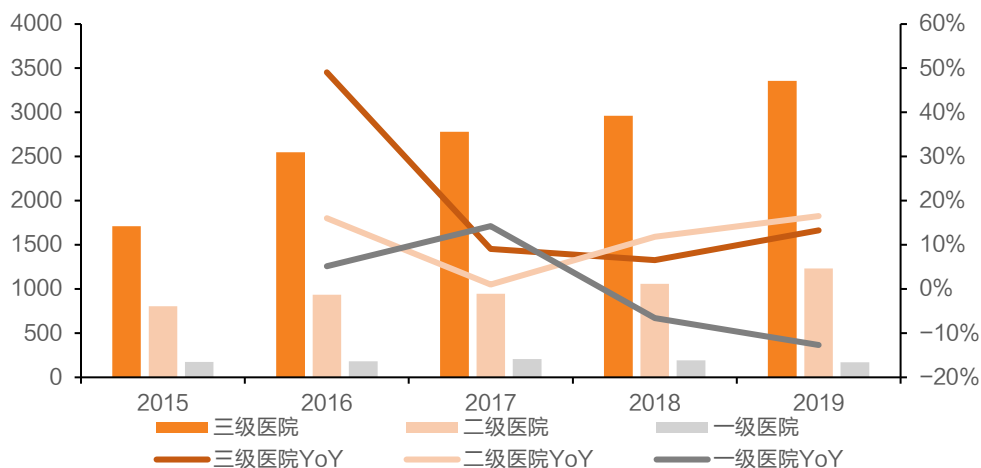
9	沈阳	7.03	8.46	9	郑州	4.20	4.14
10	杭州	8.12	8.28	10	海口	0.90	3.92
11	哈尔滨	8.70	8.01	11	西宁	0.91	3.82
12	绵阳	3.86	7.95	12	成都	6.20	3.80
13	济南	5.80	7.77	13	珠海	0.71	3.75
14	贵阳	3.77	7.73	14	南京	3.16	3.75
15	银川	1.73	7.71	15	长沙	3.04	3.73
16	丹东	1.82	7.60	16	兰州	1.40	3.72
17	兰州	2.80	7.46	17	青岛	3.46	3.68
18	遵义	4.64	7.40	18	丽水	0.80	3.65
19	泸州	3.18	7.36	19	贵阳	1.78	3.65
20	海口	1.69	7.35	20	广州	5.41	3.63
21	牡丹江	1.83	7.18	21	沈阳	3.01	3.62
22	包头	2.06	7.14	22	舟山	0.41	3.50
23	无锡	4.69	7.13	23	呼和浩特	1.09	3.49
24	重庆	22.04	7.11	24	武汉	3.82	3.42
25	大连	4.94	7.07	25	淄博	1.60	3.40
26	宜昌	2.92	7.07	26	南宁	2.46	3.39
27	南宁	5.07	6.99	27	西安	3.38	3.38
28	合肥	5.59	6.91	28	厦门	1.38	3.36
29	长春	5.30	6.90	29	三亚	0.26	3.31
30	西安	6.90	6.90	30	长春	2.53	3.30

资料来源：证券时报，各省市卫健委，各省市统计局，天风证券研究所

2.2. 西安医疗服务市场持续增大，三级医院床位供不应求

西安三级医院就诊量持续攀升。通过统计西安历年就诊数据可发现，医院患者主要流向三级和二级医院，一级医院就诊人数下降。2019年三级医院诊疗人数 3355.97 万人次，同比增加 13.31%，二级医院诊疗人数 1231.38 万人次，同比增加 16.51%，一级医院诊疗人数 169.41 万人次，同比下降 12.68%。

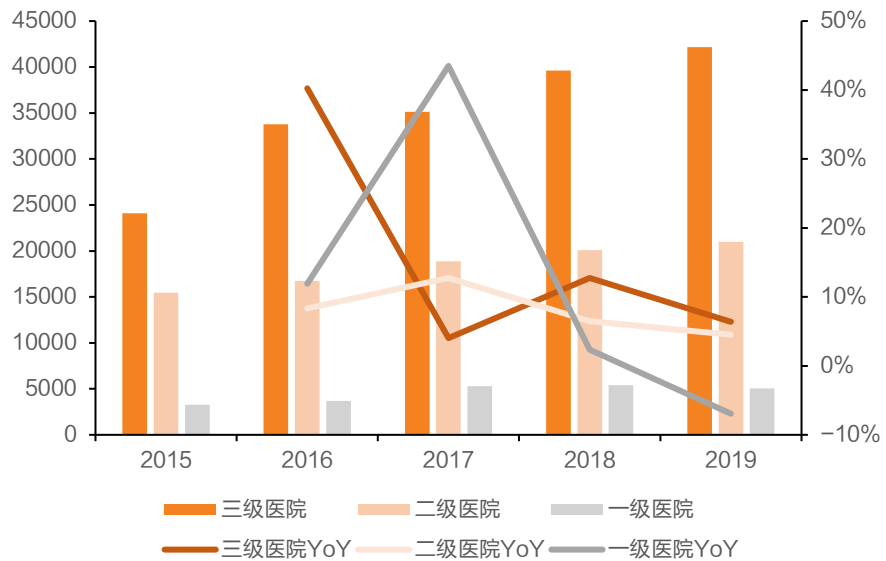
图 12：西安市历年各级医院诊疗量（万人次）



资料来源：西安市卫健委，天风证券研究所

西安三级医院床位数逐年提升。西安近五年各级医院的床位数增长分化，三级医院和二级医院床位数增加，一级医院床位数减少。2019年三级医院床位数42172张，同比增加6.41%，二级医院床位数20991张，同比增加4.52%，一级医院床位数5032张，同比下降6.94%。

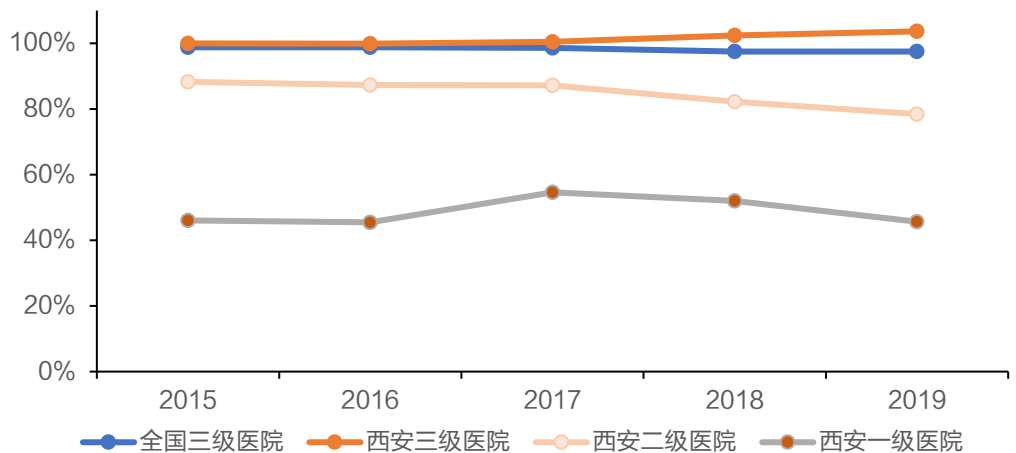
图 13：西安市历年各级医院床位数（张）



资料来源：西安市卫健委，天风证券研究所

西安三级医院床位供不应求，床位使用率逐年攀升。病床使用率反映每天使用床位与实有床位的比率，是衡量医院运营负荷的关键指标。近五年来西安市三级医院的床位利用率逐年攀升，与全国整体趋势相反，而一级医院和二级医院的床位利用率显著下降。2019年三级医院床位利用率是103.64%（2015年为100.01%），二级医院床位利用率是78.44%（2015年为88.27%），一级医院床位利用率是45.67%（2015年为46.03%）。以西安三级医院为代表的优质医疗资源供应依旧不足，三级医院就诊人数增长高于床位数增长，导致床位长期满负荷运转，供需矛盾日益凸显。

图 14：西安市历年各级医院床位利用率



资料来源：西安市卫健委，天风证券研究所

西安市规划新建 13 家三级医院，短期内床位供应压力持续存在。为缓解三级医院床位紧张局面，2020年8月24日西安召开全市卫生健康大会，发布《全面建设健康西安打造区域卫生健康中心的意见》和《西安市卫生健康事业重点项目建设三年行动方案（2020-2022

年)》。计划到 2022 年，西安市新建三级医院 13 家，新增三级医院床位 1.3 万张以上。由于大部分规划新建医院建成投用在 2022 年以后，与此同时就诊人数逐年快速增长，预计短期内西安三级医院床位供应压力仍将延续。

表 5：西安市新建 13 家三级医疗机构规模

序号	医院	地理位置	性质	规划床位（张）	建成时间	建筑面积(万平方米)
1	陕西省人民医院	西咸新区	公立	1000(一期) 1800(二期)	2021 年	24.64
2	西安市第一医院（暨高新区 公共卫生服务中心）	高新区	公立	1500	2022 年	10.93
3	西安市第三医院	未央区	公立	1000	2022 年	11.1
4	西安市中心医院	未央区 (经开区)	公立	1500	2022 年	28.7
5	西安市第九医院	碑林区	公立	1000	2022 年	13.98
6	西安市儿童医院	未央区 (经开区)	公立	2000	2022 年	48
7	交大一附院国际陆港医院	国际港务区	公立	1000	2022 年	18.96
8	西安市红会医院	未央区 (经开区)	公立	3000	2022 年	28.76
9	西安市中医医院	长安区	公立	700	2022 年	13.24
10	陕西省中医药研究院	西咸新区	公立	500(一期) 700(二期)	2022 年	26.71
11	西安市公共卫生中心 (西安市第八医院新院区)	高陵区	公立	1500	2022 年	34.65
12	西安交通大学第二附属医 院渭北院区	渭北工业区	公立	1000	2021 年	17.57
13	曲江新区医院	雁塔区（曲江 新区）	公立	600	2022 年	8.5

资料来源：西安市发改委，陕西省人民医院官网，天风证券研究所

2.3. 西安市民营医疗开始崭露头角

社会办医相关政策陆续落地，医疗服务领域的社会资本发展空间有待进一步拓展。面对医疗卫生服务体系、医保体系规划、资源配置的新局面，国家各级政府坚持以人民健康为中心，推动医疗卫生体制改革不断走向深入，陆续发布多项政策鼓励社会资本举办医疗机构。一系列政策明确支持优质社会办医扩容，支持符合条件的高水平民营医院跨区域办医。

表 6：多部委陆续颁布社会办医支持政策

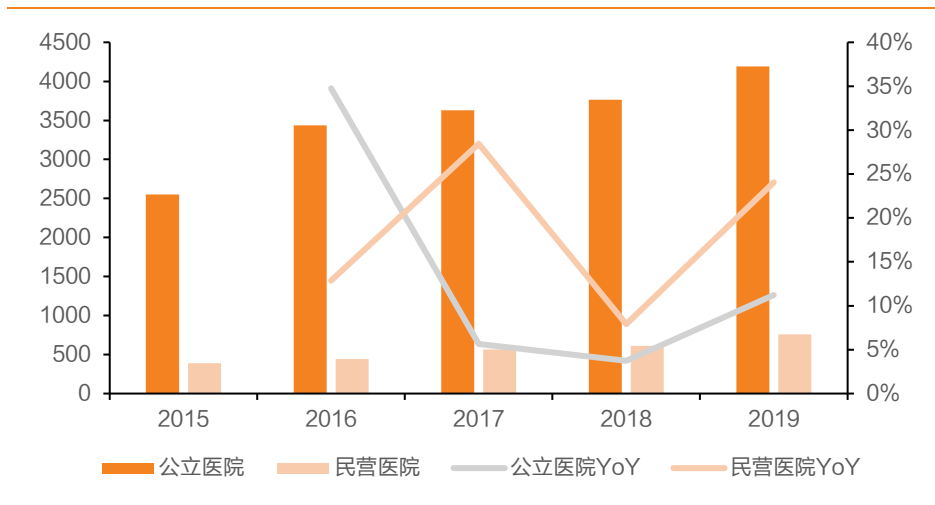
日期	政府机构	政策文件	内容
2019 年 6 月 12 日	国家卫生健康委	《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》	明确指出要加大政府支持社会办医力度，拓展社会办医空间
2019 年 8 月 28 日	多部委	《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022 年）》	支持优质社会办医扩容，支持符合条件的高水平民营医院跨区域办医，向基层延伸，实现品牌化、集团化发展支持社会力量举办全科医疗、专科医疗、中医药、第三方医技服务、康复、护理等机构，与公立医院协同发展
2019 年 8 月 30 日	国家医保局	《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导	通过合理确定并调整价格、医保支付政策，支持“互联网+”在实现优质医疗资源跨区域流动、促进医疗服务降本增效和公平可及、改善

		意见》	患者就医体验、重构医疗市场竞争关系等方面发挥积极作用
2019年10月25日	国家卫健委、民政部等十二部委	《关于深入推进医养结合发展的若干意见》	深入推进医养结合发展，鼓励社会力量积极参与，进一步完善居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系
2020年3月4日	中央政治局常务委员会	——	加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，要注重调动民间投资积极性

资料来源：国家卫健委，国家医保局，民政部，中央政治局，天风证券研究所

西安市民营医院就诊量快速增长。西安市公立及民营医院就诊人数持续攀升，民营医院就诊人数增速更快。2019年公立医院诊疗人数4189.46万人次，同比增长11.23%，民营医院诊疗人数758.69万人次，同比增长24.07%。

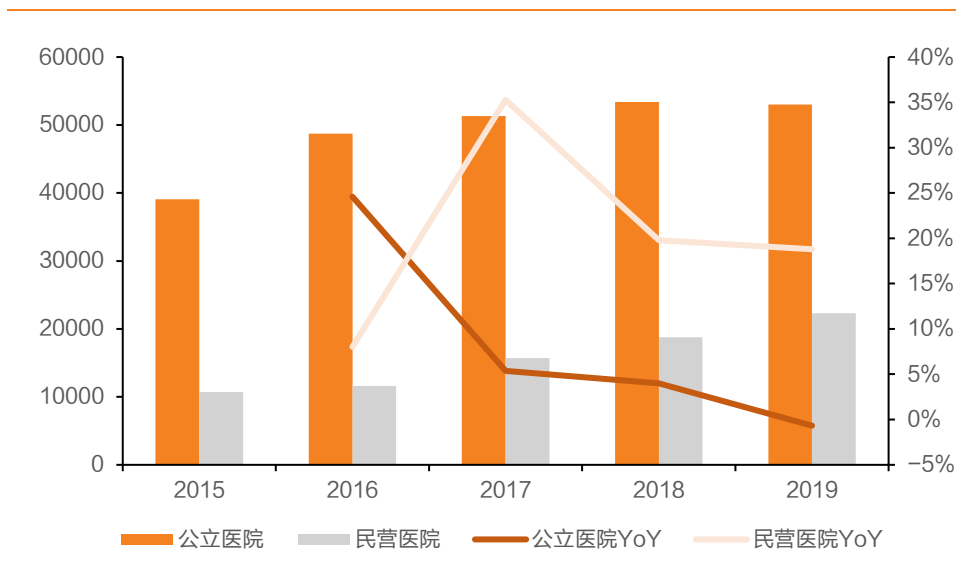
图 15：西安市历年公立及民营医院诊疗量（万人次）



资料来源：西安市卫健委，天风证券研究所

西安市民营医院床位数持续提升，公立医院床位数下降，民营医院床位数增速远高于公立医院。2019年公立医院床位数近5年来出现首次下滑，公立医院床位数53007张，同比下降0.68%。2019年民营医院床位数22316张，同比增长18.78%，近五年均保持持续快速增长态势。

图 16：西安市历年公立及民营医院床位数（张）



资料来源：西安市卫健委，天风证券研究所

西安市民营三甲医院稀缺，优质医疗服务空白亟待填补。截止 2021 年 2 月，西安共 30 家三甲医院，其中公立医院 27 家，仅 3 家为民营医院，三甲医疗服务主体构成相对单一。西安国际医学高新医院是全国首家民营三甲医院，诊疗量是西安市三甲民营医院中的首位，2019 年门急诊量达到 102.2 万人次，但与公立医院中西京医院 387.25 万人次的诊疗量相比仍有较大差距。西安作为中西部区域性医疗目的地，优质公共卫生服务需求旺盛。民营医院可满足多元化的医疗服务需求，尤其是高水平的民营医院供给主体将大有可为。

表 7：西安市 30 家三甲医院规模

序号	名称	全国排名 (2019)	性质	机构 类别	区域	年门急诊 量(万)	年出院量 (万)	年手术 量(万)	核定床位数	职工人 数
1	空军军医大学西京医院	8	公立	综合	新城区	387.25 (2017 年)	14.03 (2017 年)	8.7 (2017 年)	3218 (2018 年)	
2	陕西省人民医院		公立	综合	碑林区	186.8	12.4	5.85	3079	4700
3	西安交通大学医学院第一附属医院	51	公立	综合	雁塔区	326	15.7	10.2	2600	5075
4	西安市第四医院 (广仁医院)		公立	综合	新城区	147.5	7.78	6.4	2300	
5	西安交通大学医学院第二附属医院	89	公立	综合	新城区	190	9		1739	3264
6	西安红十字会医院		公立	综合	莲湖区	86		6	1600	
7	西安市儿童医院		公立	专科	莲湖区	260	8.5	2	1500	2261
8	西安高新医院		民营	综合	高新区	102.2	4.31		1500	1782
9	陕西省肿瘤医院		公立	专科	雁塔区	12			1500	
10	西安市中心医院		公立	综合	新城区	81			1300	1967
11	西安医学院第二附属医院		公立	综合	灞桥区	76.3	5	2.9	1205	1688
12	空军军医大学唐都医院	93	公立	综合	灞桥区	71			1200	
13	西北妇女儿童医院		公立	专科	雁塔区	211	6.4	2.95	1200	2508
14	陕西省中医医院		公立	中医	莲湖区	90	4		1200	1595
15	中国人民解放军四五一医院		公立	综合	碑林区				1000	
16	西安医学院第一附属医院		公立	综合	莲湖区				1200	1700
17	长安医院		民营	综合	未央区				1030	1400
18	西安市中医医院		公立	中医	未央区				1001	1500
19	西安市第九医院		公立	综合	碑林区	66	4		1000	1545
20	西电集团医院		民营	综合	莲湖区	80	4		900	1440
21	陕西省结核病防治医院		公立	专科	长安区				800	
22	西安市精神卫生中心		公立	专科	长安区				800	
23	陕西省康复医院		公立	专科	碑林区				800	
24	西安市第一医院		公立	综合	碑林区	58.9	3.33	1.91	777	1600
25	西安市第五医院		公立	中西 医结 合	莲湖区				700	947

26	西安市第八医院		公立	专科	雁塔区			650	616
27	中国人民解放军三二三医院		公立	综合	碑林区			600	
28	武警陕西省总队医院		公立	综合	雁塔区			330	
29	空军军医大学第三附属医院（口腔医院）	100	公立	专科	新城区	50	0.62	144	
30	西安交通大学口腔医院		公立	专科	新城区	40	0.2	76	589

资料来源：各医院官网，陕西省卫健委，西安市卫健委，复旦大学医院管理研究所，天风证券研究所；注：以上三甲医院数据截止 2021 年 2 月，陕西省康复医院 2020 年获评三甲，按床位数降序排列

3. 国际医学：三才汇聚，策马扬帆

国际医学成立以来依托“天时、地利、人和”三大要素，逐步成为中西部医学诊疗高地。“天时”代表国际医学发展至今的政策环境，政府支持社会办医力度不断加大，军改强势助推重磅部队专家持续加盟旗下医院，为公司业务开展极大地拓展了发展空间。“地利”代表国际医学拥有的区位优势。西安医疗服务规模及水平领先中西部，承接中西部地区疑难危重医疗需求。公司旗下国际医学中心医院为全国最大民营单体医院，处在高新区核心地带。集团三院区床位增长弹性广阔。“人和”代表国际医学管理层及员工惟精惟一深耕医疗服务，管理层运营医院二十余年，管理经验丰富，各医院不断强化医疗服务四大核心要素。三因素共振，国际医学口碑实力渐丰，医疗服务规模逐渐壮大。

3.1. 外应天时地利，立足高新区好风借力

军队医院改制要求部队聚焦主业。2016 年 2 月，中央军委下发了《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 6 月，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》，强调要准确把握军队全面停止有偿服务重大战略决策意图，2018 年年底前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。

表 8：军队医院改制相关政策

时间	颁发机构	文件名称	核心内容
2018 年 6 月	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；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
2016 年 2 月	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。第一步，涉及幼儿教育、新闻出版、文化体育、通信、人才培养、基建营房工程技术、储运设施、民兵装备修理、维修技术、司机训练 10 个项目，2017 年 6 月底前完成全面停止任务；第二步，是停止房地产租赁、农副业生产、招接待、医疗、科研 5 个项目

资料来源：中央军委，中央办公厅，国务院，天风证券研究所

西安部队医院众多，军改推动一流军队医疗专家流出。西安市有多家部队医院，其中以西京医院、唐都医院为代表的部队三甲医院代表西安医疗服务的最高水平。受军队医院改制

影响，部队医院人员编制和床位数计划缩减，促进部分优质医师流动。国际医学设备硬件及灵活体制全方位吸引专家持续加盟，口碑实力渐丰。

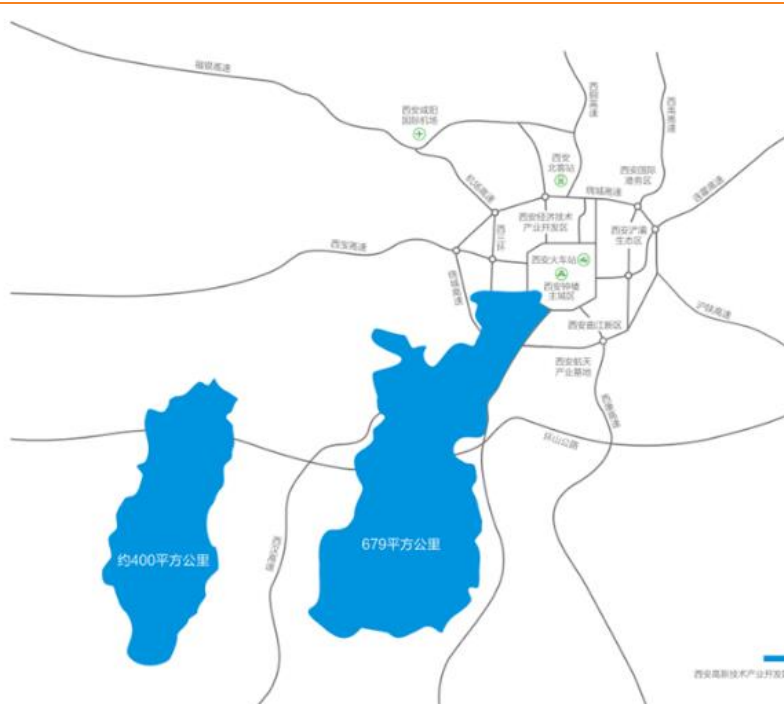
表 9：西安主要部队医院

序号	名称	2019 年全国排名	性质	机构类别	等级	年门急诊量 (万)	年出院量 (万)	年手术量 (万)	核定床位数
1	空军军医大学西京医院	8	公立	综合	三甲	387.25 (2017 年)	14.03 (2017 年)	8.7 (2017 年)	3218 (2018 年)
2	空军军医大学唐都医院	93	公立	综合	三甲	71			1200
3	空军军医大学第三附属医院 (口腔医院)	100	公立	专科	三甲	50	0.62		144
4	中国人民解放军 518 医院		公立	综合	二甲				

资料来源：西安市卫健委，各医院官网，健康界，天风证券研究所

国际医学所处的高新区是西安最具发展前景的试验核心区之一。西安市设 11 区 2 县。2018 年西安高新区成功托管自雁塔区、长安区、鄠邑区、周至县的 12 个街镇，面积达到 1079 平方公里。2020 年 Q1-3 高新区 GDP 1769.8 亿元，同比增长 13.8%，增速在全国 169 个国家级高新区中排名第一，发展速度迅猛。

图 17：西安高新区地理区位



资料来源：西安高新区政府，西安高新区规划局，天风证券研究所

国际医学中心医院位于高新区中央创新区(Central Innovation District, CID)的核心位置。高新区 CID 整合西太路和南站地区的空间资源打造西安的创新服务中心，是承担西安和陕西省的中央创新区职能的中央产业综合体。高新区规划局计划打造构建“一心、双轴、四片”的发展空间结构。其中，“一心”指中央创新区(CID)，即西安国际医学中心医院所在地。

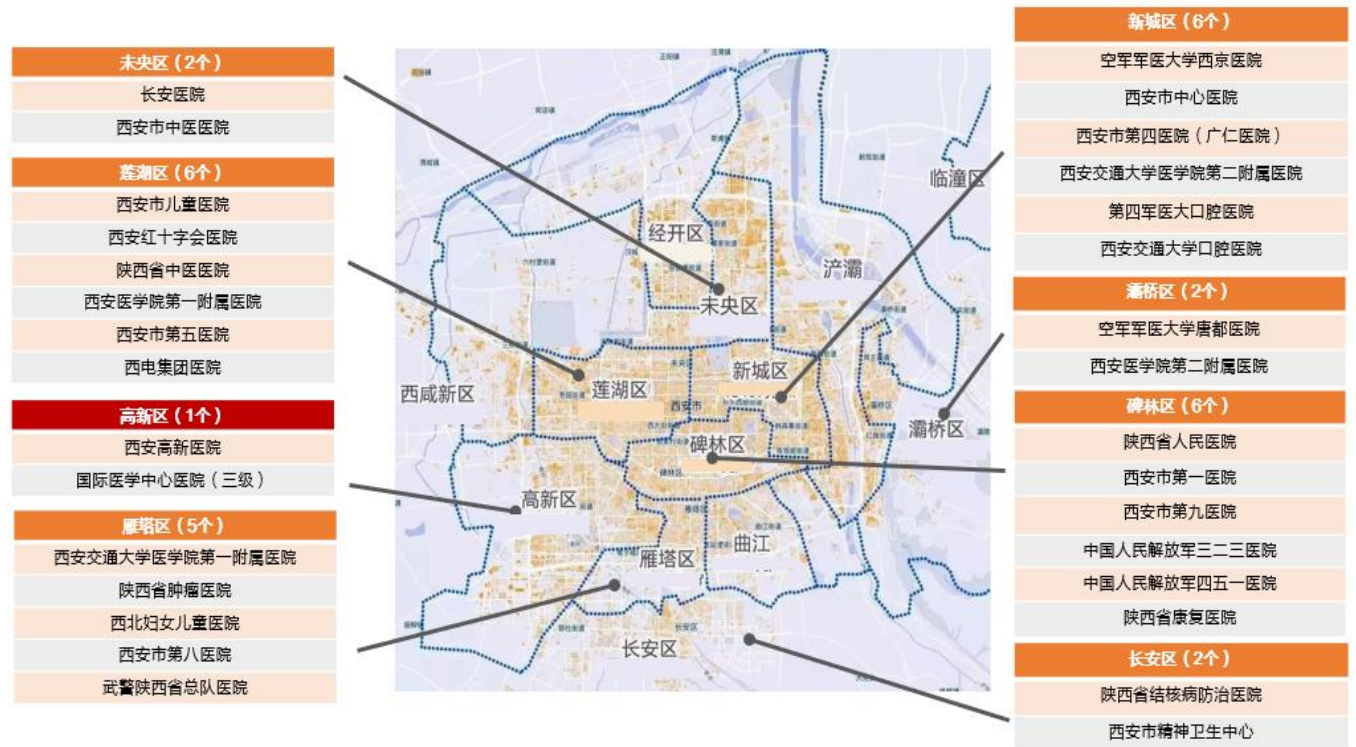
图 18：国际医学中心医院位于高新区中央创新区（CID）中心地带



资料来源：西安高新区城市客厅开发建设公司，天风证券研究所，注：中央创新区：Central Innovation District, CID，箭头所示为国际医学中心医院所在地

高新区三甲医院仅有国际医学高新医院 1 家。从行政区域上看，西安三甲医院主要分布在新城区（6 家）、碑林区（6 家）、莲湖区（6 家）和雁塔区（5 家）。国际医学旗下高新医院于 2009 年获批成为中国第一家社会办医三级甲等医院，至今仍未高新区唯一一家三甲医院。2019 年 9 月 25 日，西安国际医学中心医院正式开诊。中心医院作为国内建成的最大民营单体医院，有效补充了高新区高水平医疗资源相对较少的局面。

图 19：高新区仅西安高新医院一家三甲医院



资料来源：各医院官网，西安市卫健委，天风证券研究所

3.2. 内修政通人和，精进医疗服务四大核心要素

3.2.1. 医疗服务质量为本

具备医疗服务四大核心要素是医院持续经营的根本保证。国际医学着力强化医疗服务核心四大核心要素：大咖医生、一流硬件、稀缺牌照和高超技术，确保旗下各医院具备开展高水平卫生服务的软硬件能力，进而保证经营业绩持续提升。

图 20：国际医学医疗服务核心四大核心要素



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.大咖医生：筑巢引凤，三维度扩充老中青医生梯队。通过专家持续引进+中层骨干培养+院校合作共建国际医学旗下医生影响力及规模日益壮大。①**专家领衔**：国际医学中心医院从知名三甲医院、部队医院引进的医护人员占员工总数的 85%。各专科医院院长、科室主任中，超过 61%拥有博士及以上学历。医院担任国家、省级以上行业主委 22 人、副主委 37 人、各分会常委 56 人；硕士、博士生导师 51 人。

表 10：国际医学中心医院各专科专家实力领先

国际医学中心医院专家	现任职	曾任职	曾担任职务	原单位科室排名
郭树忠教授	整形美容医院院长	空军军医大学西京医院	原西京整形医院院长	全国排名第六 西北排名第一
王海昌教授	心脏病医院院长	空军军医大学西京医院	原西京医院、唐都医院心脏内科主任	西北排名第一
吴昌归教授	胸科医院院长	空军军医大学西京医院	原西京医院呼吸内科主任	西北排名第一
南克俊教授	肿瘤医院院长	西安交通大学第一附属医院	交大一附院肿瘤内科主任	西北排名第五
贺西京教授	骨科医院院长	西安交通大学第二附属医院	原西安交大二附院院长	暂无
高国栋教授	脑科医院名誉院长	空军军医大学唐都医院	原唐都医院神经外科主任	西北排名第一
韩国宏教授	消化病医院执行院长	空军军医大学西京医院	原西京消化病医院消化介入科主任	全国排名第三 西北排名第一
梁英民教授	血液病医院院长	空军军医大学唐都医院	原唐都医院血液内科主任	西北排名第五
王海琳教授	妇科医院院长	甘肃省人民医院	原甘肃省人民医院妇	暂无

张正湘	康复医院副院长	陕西省康复医院	陕西省康复医院副院长	产科主任 暂无
郭正团	儿童医院副院长	西安交通大学第二附属医院	西安交通大学第二附属医院副教授	西北排名第一

资料来源：公司公告，公司官网，各医院官网，复旦大学医院管理研究所，健康界，天风证券研究所

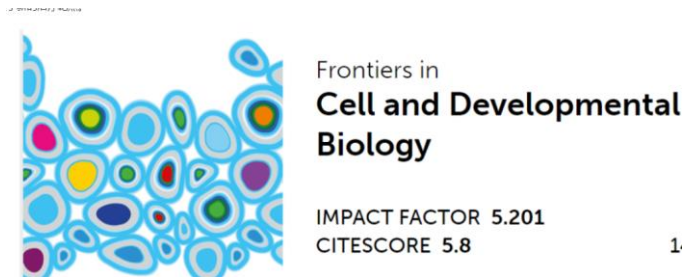
②骨干培养：多维度搭建全方位的医教研平台，有力促进了医院学科发展。2020 年上半年，国际医学高新医院科研项目申报、立项数量大幅增加。申报各级科研项目 22 项。国际医学中心医院建立了 1500 m²的中心实验室，积极申报各类课题项目，2020 年 H1 申报国家自然科学基金 36 项，国家继续教育项目 3 项，发表各类学术论文 17 篇，其中 SCI 论文 6 篇。

图 21：2020 年 12 月首届西安国际医学机器人应用学术论坛



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 22：2020 年 12 月心脏病医院王海昌院长团队发表 SCI



1

资料来源：公司官网，天风证券研究所

③院校共建：西安国际医学高新医院及中心医院为多家知名医学院校附属医院。2020 年 5 月和 2020 年 8 月国际医学中心医院分别与西北大学和陕西中医药大学签订战略合作协议，与公司开展医学教育、科学研究、临床技术、医院管理等多个方面的合作。西北大学将国际医学中心医院和高新医院接纳为非直属附属医院，挂牌“西北大学附属西安国际医学中心医院”和“西北大学附属西安高新医院”。一系列院校合作为公司医生人才梯队建设储备积蓄力量。

表 11：国际医学合作院校

医院	合作院校
西安国际医学中心高新医院	西安交通大学
	西北大学
	陕西中医药大学
	延安大学医学院
西安国际医学中心医院	西安医学院
	西北大学
	陕西中医药大学

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.一流硬件：追求高标准的医疗服务环境和领先医疗设备

院体建设：国际医学旗下医院的院体施工建设按照国际 JCI 认证标准和国家三级甲等综合医院标准规划建设，保障医疗服务卫生需求，并尽可能为患者提供舒适度更好的诊疗环境。

图 23：国际医学中心医院手术室



资料来源：公司官网，天风证券研究所

医疗设备：2019 年中心医院引入 6000 余台设备，相关医疗设备总价值约 10 亿元。拥有多种全国及西北地区设备最先进的医疗设备，如全国首台的蔡司 ZEISS KINEVO 900 机器人手术显微镜、西北首台“准 7T”MAGNETOM Prisma 3.0T 磁共振成像设备（MRI），西北首台第四代达芬奇 Xi 手术机器人等，为医院开展高水平手术提供硬件保障。

图 24：公司拥有全国首台蔡司 ZEISS KINEVO 900 机器人手术显微镜



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

图 25：公司西北首台西门子 MAGNETOM Prisma 3.0T MRI



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

3.稀缺牌照：质子治疗许可及干细胞临床研究许可构筑医疗服务壁垒

质子治疗技术先进，国内医院配置较少。质子放射治疗系统是国际最先进的放射治疗技术之一，截至 2020 年底，全国一共五家已运行的质子治疗中心，西北地区目前尚未配置。

表 12：中国已运行质子放射治疗系统相关机构

地区	机构名称	设备供应商
华北	淄博万杰质子治疗中心	比利时 IBA
华南	上海市质子重离子医院	德国西门子
台湾	台湾林口长庚质子治疗中心	日本住友
台湾	台湾高雄长庚质子治疗中心	日本住友
华北	一洲国际质子医学中心	比利时 IBA

资料来源：各医院官网，天风证券研究所；注：其中只有上海质子重离子医院有许可证

国际医学中心医院是西北唯一获批质子放射治疗配置许可的医院。国家卫健委对 2018 年 10 月 26 日发布《2018—2020 年大型医用设备配置规划数量分布表》进行调整，国际医学中心医院获得西北地区唯一的质子放射治疗系统配置许可，建成后将成为西北地区唯一可提供质子放射服务的医疗机构。

表 13：2019 年质子放射治疗系统获批医院

2019 年质子放射治疗系统获批医院	医院性质	地区	总规划数
中国医学科学院肿瘤医院	公立	华北	3
中国医科大学附属第一医院	公立	东北	2
山东省肿瘤防治研究院	公立	华东	3
华中科技大学同济医学院附属协和医院	公立	中南	4
四川省肿瘤医院	公立	西南	3
西安国际医学中心医院	民营	西北	1

资料来源：国家卫健委，天风证券研究所

陕西省第一家经国家“两委局”干细胞临床研究机构及项目成功备案的医院落地高新医院。2019 年 5 月高新医院正式启动干细胞临床研究机构及项目备案工作，2020 年 11 月备案通过。参与此次备案申请的医疗机构超过百家，最终仅有包括西安高新医院、四川省人民医院及武汉市传染病医院三家医院通过，而高新医院是唯一一家获批的民营综合医院。

表 14：2020 年国内干细胞临床研究备案通过项目

项目名称	机构名称	医院性质	医院等级
脐带间充质干细胞治疗糖皮质激素耐药的慢性广泛性皮肤病移植物抗宿主病的临床研究	西安高新医院	民营	三甲
脐带血巨核系祖细胞注射液防治急性白血病化疗后血小板减少症的随机、双盲、安慰剂平行对照临床试验	广东省人民医院	公立	三甲
人羊膜间充质干细胞改善卵巢功能减退女性生育结局的临床研究	江苏省人民医院	公立	三甲
脐带间充质干细胞治疗重度慢性放射性肠炎有效性的观察性研究	上海市第十人民医院	公立	三甲
脐带间充质干细胞治疗激素耐药的急性移植物抗宿主病的临床研究	福建医科大学附属协和医院	公立	三甲
脐带间充质干细胞移植治疗乙肝后终末期肝硬化的单中心、前瞻性临床研究	四川省人民医院	公立	三甲
CASstem 细胞药物治疗重型新冠肺炎研究	武汉市传染病医院	公立	三甲
人脐带间充质干细胞治疗膝关节骨性关节炎的随机、双盲、对照临床研究	中山大学孙逸仙纪念医院	公立	三甲
评价脐带间充质干细胞（BL173-hUMSCs）治疗膝骨关节炎的安全性、有效性的多中心、随机、双盲临床研究	上海交通大学医学院附属仁济医院	公立	三甲
脐带间充质干细胞治疗乙型肝炎相关性肝硬化失代偿期患者的探索性临床试验	上海市第一人民医院	公立	三甲
胎盘间充质干细胞凝胶治疗放射性皮肤损伤临床研究	云南省肿瘤医院	公立	三甲
骨髓间充质干细胞治疗新型冠状病毒所致重症肺炎的临床研究	武汉大学人民医院	公立	三甲
宫血干细胞治疗 2019-nCoV 病毒导致的重度急性肺损伤的安全性和有效性临床研究	武汉大学人民医院	公立	三甲

资料来源：中国医药生物协会，国家卫健委，天风证券研究所

4.高超技术：承担中西部乃至世界首例高难度手术。公司旗下医院在较短的时间内连续进行一系列涉及多学科西北首台甚至国内首台高难度复杂手术，展现了医院以人才为根本的强大学科专业实力，也形成公司未来高质量发展的核心竞争力。近年来高新医院及中心医院成功完成救治新生儿科西北地区首例 490g 超早产儿、3D 打印可动人工颈椎——椎间盘复合体植入、经支气管镜支气管超声导向鞘定位的跨支气管壁冷冻肺活检术、LungPro 增强现实导航引导下的肺亚段灌注术等西北首台乃至世界首例的手术。

表 15：高新医院及中心医院高难度手术实施情况

医院	手术	实施情况
西安国际医学高新医院	成功救治 490g 超早产儿	西北首例
西安国际医学高新医院	良性前列腺增生合并膀胱憩室切除+madigan 手术和开展经尿道前列腺钬激光剝除术	西北首台
西安国际医学中心医院	3D 打印可动人工颈椎——椎间盘复合体植入术	世界首例
西安国际医学中心医院	免充气式经腋窝腔镜下甲状腺癌根治术	陕西首例
西安国际医学中心医院	Lung Pro 全肺诊疗导航系统联合单孔胸腔镜下右肺上叶后段切除术	西北首例
西安国际医学中心医院	四代达芬奇机器人辅助房间隔缺损修补术	西北首例
西安国际医学中心医院	四代达芬奇机器人单孔手术（子宫肌瘤剔除+卵巢肿瘤剔除）	西北首例
西安国际医学中心医院	经支气管镜支气管超声导向鞘定位的跨支气管壁冷冻肺活检术	国内首例
西安国际医学中心医院	LungPro 增强现实导航引导下的肺亚段灌注术	国内首例
西安国际医学中心医院	增强现实导航引导下的 EBUS-GS-TBLB	西北首例
西安国际医学中心医院	LungPro 增强现实导航引导下的 TBNA	西北首例
西安国际医学中心医院	经超声支气管镜纵隔淋巴结结核淋巴结内注药治疗	西北首例
西安国际医学中心医院	LungPro 增强现实导航引导下的 EBUS-GS-BAL	西北首例
西安国际医学中心医院	经支气管镜气囊导管压迫联合导管内注药的止血治疗	西北首例
西安国际医学中心医院	经超声支气管镜纵隔肿瘤内的注药化疗	西北首例
西安国际医学中心医院	LungPro 增强现实导航引导下的 EBUS-GS-PSB	西北首例
西安国际医学中心医院	LungPro 增强现实导航引导下经支气管镜跨肺实质结节抵达术	西北首例
西安国际医学中心医院	经超声支气管镜结节病患者纵隔淋巴结内局部长效糖皮质激素治疗	西北首例
西安国际医学中心医院	超声支气管镜 EUS-b-FNA	西北首例

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

3.2.2. 管理组织体系为里

国际医学是市场上为数不多拥有系统长期的综合医院建设运营经验的企业。目前成规模的民营综合医院有恒康医疗、信邦制药、复星医药、金陵药业、创新医疗、国际医学旗下的综合医院，其中大部分通过并购取得。国际医学旗下的高新医院和中心医院均是公司从设计施工及后期运营全程自行管理，是市场上为数不多的拥有系统的、长期的综合医院建设运营经验的企业。

表 16：民营综合医院规模比较

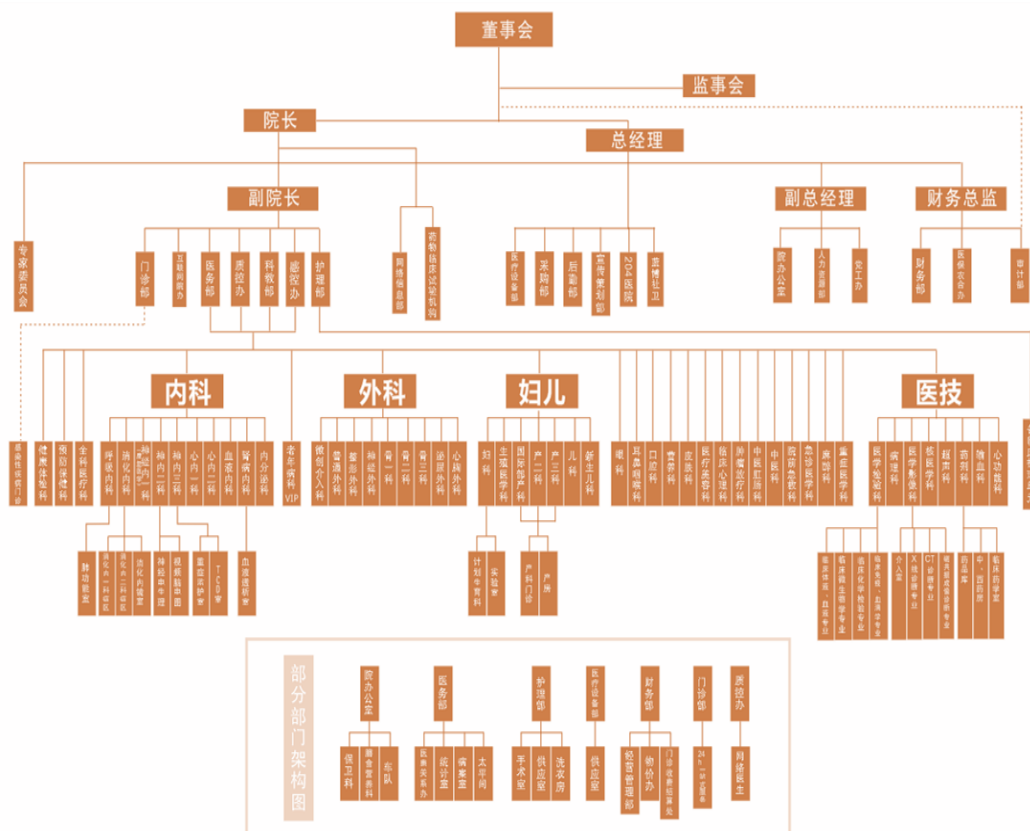
上市公司	旗下综合医院	取得方式	等级	床位数 (张)	年门急诊量 (万人次)	年住院 量(万人 次)	员工数(人)	2019 年 营业收 入(亿 元)	2019 年 净利润 收入(亿 元)
恒康医疗	瓦房店第三医院	并购	二甲综合	1500	40+	6+	1380	4.3	-1.3
信邦制药	白云医院	并购	三乙综合	1000	58	—	891	5.2	-0.03
信邦制药	贵州省肿瘤医院	并购	三甲专科	1345	—	—	1656	9.9	0.6
宏力医疗	宏力医院	自建	三级综合	1500	103	5.7	1192	5.3	0.5
复星医药	禅城医院	并购	三甲综合	1200	260+	6	2000+	16.1	2.2

金陵药业	宿迁市人民医院	并购	三甲综合	2000	—	—	1909	10.9	0.9
创新医疗	建华医院	并购	三甲综合				2396	5.6	-2.7
国际医学	高新医院	自建	三甲综合	808 (2019年)	102	4.3	1781	8.3	1.2
国际医学	中心医院	自建	三级综合	5037 (规划)	—	—	3900+	0.6	-3.7

资料来源：各公司年报，各医院官网，天风证券研究所，注：宏力医院 2019 年净利润未披露，此处以宏力医疗当年净利润标示；国际医学中心医院 2019 年 9 月开诊故未统计就诊量

公司在医院运营管理方面成功经验积淀深厚。公司整体采用集团化管理，分院区经营的运营模式，旗下医疗机构建立了完善的现代化企业制度和专业的医疗技术、人力资源、财务管理、专业培训等管理体系。以高新医院为例，1998 年西安高新医院筹建，2002 年正式开诊，经过 18 年发展，高新医院已探索出适合社会资本举办医院的高效率运营管理模式，被业内称为“高新模式”。医院管理梯队中院长及总经理分管医疗及运营工作，确保医院诊疗能力及运营效率稳步提升。

图 26：国际医学高新医院组织架构



资料来源：西安高新医院官网，天风证券研究所

积极承担社会责任，扩大医院社会影响力。公司主动积极承担社会责任，2019 年 11 月国际医学中心医院举办“肿瘤免费筛查”及心脑血管等疾病免费筛查等两项公益行动，惠及 1.1 万名市民。中心医院及高新医院定期举办多项义诊及扶贫助困活动。2020 年新冠疫情暴发期间，公司先后分六批共派出 330 名医护人员奔赴湖北抗疫一线，集结了全公司权威专家、医护骨干，成为全国最大规模的社会办医驰援湖北医疗队。一系列社会公益救助彰显出国际医学博爱至善、积微致远的社会责任感，进一步提升了医院口碑和社会影响力。

图 27：国际医学 330 名赴武汉抗疫医疗队

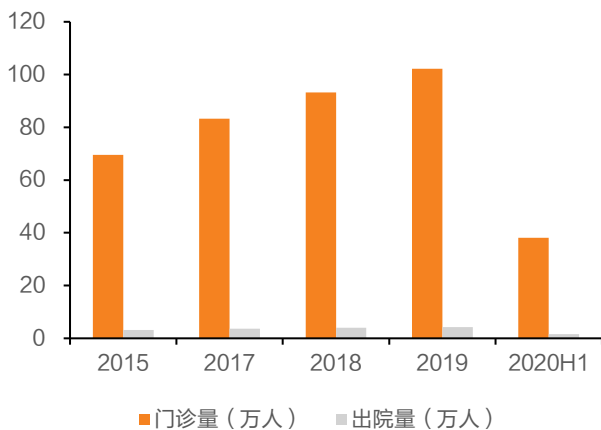


资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 天时地利人和汇聚，推动经营业绩稳步提升

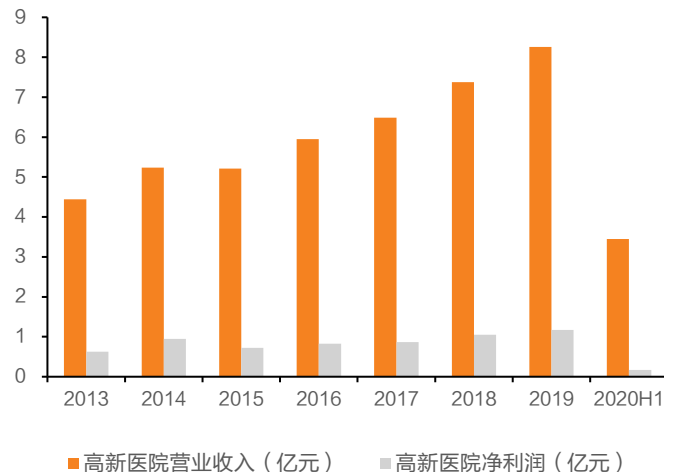
国际医学高新医院：就诊量及业绩规模不断攀升，高新二期开业有望推动业绩进一步放量。高新医院年度医疗指标和经营运行指标不断创新高，2019 年门急诊人次突破 100 万，较上年同期增长 9.61%；出院人次突破 4.3 万，较上年同期增长 8.69%。就诊量推动业绩逐年增长，2019 年高新医院营收为 8.26 亿元，同比增长 12.04%，净利润 1.17 亿元，同比增长 11.17%。高新医院二期新综合医疗大楼于 2020 年 12 月 21 日正式启用，新设床位 1000 张。高新医院整体床位现已达 1500 张以上，已经突破原有经营规模瓶颈，助力医院迈向省内大型综合三甲医院行列。

图 28：国际医学高新医院就诊量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

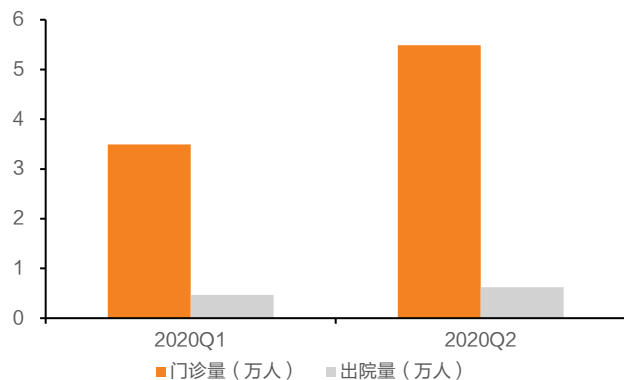
图 29：国际医学高新医院业绩稳步提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

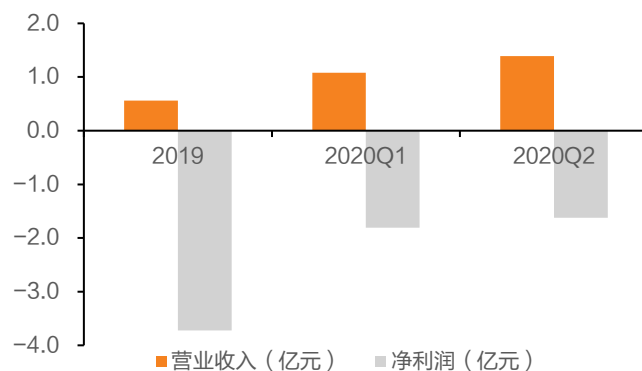
国际医学中心医院：就诊量爬升迅猛，收入大幅提升。国际医学中心医院 2020 年以来就诊量快速提升，经营业绩趋势持续向好。2020 年 Q1 营业收入为 1.08 亿元，较 2019 年（运营时间为 2019 年 9 月底至 12 月）增长 5152.93 万元，环比增长 91.61%；2020 年 Q2 营业收入为 1.39 亿元，环比增长 28.66%；2020 年 Q2 较第一季度减亏 1916.49 万元。

图 30：国际医学中心医院就诊量增长迅猛



资料来源：公司公告，天风证券研究所

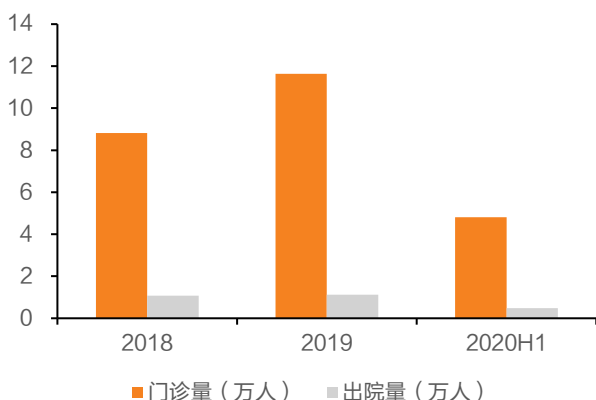
图 31：国际医学中心医院收入规模快速放量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

国际医学商洛医院：经营效率持续提升。商洛医院各医疗数据显著增长，业务收入再创新高。2019 年全院诊治门诊病人 11.63 万人次，同比增长 31.93%；诊疗出院病人 11,641 人次，同比 2018 年增长 3.59%；病床使用率达到 107.40%。

图 32：国际医学商洛医院就诊量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

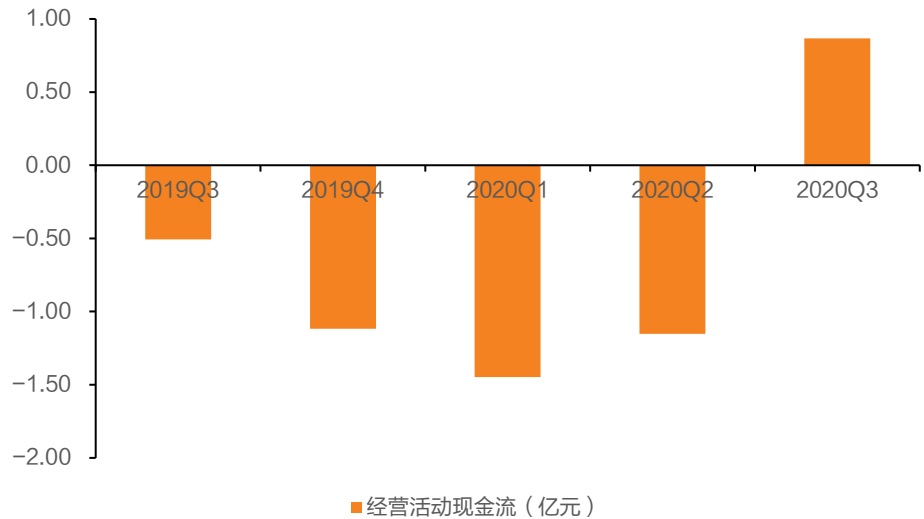
图 33：国际医学商洛医院收入稳步提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年 Q3 单季经营性现金流转正。随着公司旗下各医院就诊量增加，营业收入和净利润增长，经营活动产生的现金净流入持续改善。2020 年 Q1、Q2 经营活动现金流净额分别为 -1.45 亿元、-1.15 亿元，2020 年 Q3 单季经营活动现金流已转正，达到 0.87 亿元。

图 34：国际医学经营活动现金流



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值评级

4.1. 盈利预测

基本假设：

- 1、国际医学高新医院一二期总床位 1500 张，预计 2021 年底住满；
- 2、国际医学中心医院 2020 年底床位 1500 张，预计 2021 年底床位爬坡至 3000-3500 张，2022 年底预计开放 4000-5000 张床位；
- 3、国际医学商洛医院新院区预计 2021 年上半年开诊；
- 4、国际医学康复医院预计 2022 年开诊，少数股东权益 45%保持不变；
- 5、暂不考虑辅助生殖医学中心对业绩的贡献。

表 17：国际医学各院盈利预测

单位：(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
高新医院					
收入	738	826	766	1279	1463
增速		12%	-4%	105%	5%
毛利率	29%	28%	25%	27%	27%
国际医学中心医院					
收入		56	739	2239	3697
增速			1220%	203%	65%
毛利率		-211%	-36%	24%	27%
商洛医院					
收入	112	123	104	162	255
增速		10%	-15%	56%	58%
毛利率	10%	10%	16%	-10%	-47%
康复医院					
收入					249.82
增速					
毛利率					-15%

零售业务					
营业收入	1165				
增速					
毛利率	16%				
其他					
营业收入	25	-14			
增速		-157%			
毛利率	95%	95%			
合计					
营业收入	2039	991	1609	3680	5665
增速		-51%	62%	129%	54%
毛利率	22%	14%	-3%	23%	22%

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 16.09、36.80、56.65 亿元，同比增长分别为 62%、129%、54%；归属于上市公司股东的净利润分别为 0.45、1.24、2.96 亿元；EPS 分别为 0.02、0.05 和 0.13 元。

4.2. 估值与投资评级

由于国际医学旗下已开诊医院运营时间较短，且商洛医院新院区及康复医院仍在建设，盈利尚不稳定，故选取 PS 法进行估值。我们选取爱尔眼科、通策医疗、美年健康及锦欣生殖等医疗服务企业作为可比公司，国际医学 PS 估值低于可比公司的平均水平。国际医学各院区 3-5 年内开放床位数有望达到 12000 张，随着公司新医院投入运营、各医院就诊量顺利爬升，医疗服务体量有望大幅提高，增长弹性广阔。参考可比公司估值区间，给予公司 2021 年 11.36 倍 PS，目标价 18.37 元。首次覆盖，予以“买入”评级。

表 18：可比公司估值情况

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PS			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
爱尔眼科	72.28	2979.03	0.45	0.43	0.58	0.77	16.32	25.59	19.68	15.48
通策医疗	265.00	849.70	1.44	1.69	2.31	3.02	17.36	39.59	30.43	23.89
美年健康	16.00	626.28	-0.22	0.05	0.24	0.31	6.84	7.76	5.98	4.93
锦欣生殖	14.62	366.90	0.16	0.13	0.18	0.23	18.40	28.41	21.71	18.17
平均			0.46	0.58	0.83	1.08	14.73	25.34	19.45	15.61
国际医学	10.10	229.87	-0.18	0.02	0.05	0.13	9.65	14.29	6.25	4.06

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：爱尔眼科、通策医疗、美年健康及锦欣生殖的预测 EPS 及 PS 为万得一致预期，收盘价及总市值为 2021 年 02 月 26 日收盘数据，锦欣生殖数据已按最新汇率转化为人民币

5. 风险因素

1、就诊爬坡速度低于预期

严格的疫情防控措施可能对医院床位爬升存在一定的负面影响。

2、医院运营前期资本开支较大

公司体内医院处在建设运营初期，前期营业成本及费用较大，将对公司的盈利水平带来压力。

3、医保支付政策变动

国际医学旗下医院三、四级手术占比较高，存在医保支付总额控制超标风险。西安市医保局表示将积极推进按疾病诊断相关分组（DRG）付费工作，医保支付政策改革或对医院医保收入带来波动。

4、辅助生殖、质子治疗及康复医院等业务进展不及预期

公司辅助生殖 IVF 运营资质仍待批复，质子放射治疗中心及康复医院等尚在规划建设过程中，需密切观察评估各业务实际开展进度对公司业绩的影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,429.42	1,085.60	1,026.53	294.38	453.17
应收票据及应收账款	74.72	115.24	171.92	403.26	620.78
预付账款	11.28	21.04	41.10	70.22	109.19
存货	25.96	52.66	101.43	159.60	249.86
其他	815.55	340.96	364.37	451.50	470.34
流动资产合计	2,356.93	1,615.49	1,705.36	1,378.97	1,903.35
长期股权投资	240.62	75.25	75.25	75.25	75.25
固定资产	627.74	4,535.92	5,212.86	5,640.02	5,892.34
在建工程	2,199.99	2,485.36	1,739.75	1,217.83	852.48
无形资产	528.68	605.55	662.73	730.45	815.00
其他	1,352.36	708.52	703.00	698.09	697.17
非流动资产合计	4,949.39	8,410.60	8,393.60	8,361.65	8,332.24
资产总计	7,306.32	10,031.09	10,100.63	9,742.84	10,238.56
短期借款	140.00	199.77	0.00	118.09	209.25
应付票据及应付账款	587.91	1,278.74	231.16	1,021.98	1,189.50
其他	228.93	387.41	487.77	624.11	682.54
流动负债合计	956.83	1,865.91	718.93	1,764.18	2,081.29
长期借款	570.90	3,155.33	3,102.38	1,571.94	1,446.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.40	13.74	6.87	7.67	9.42
非流动负债合计	573.30	3,169.07	3,109.25	1,579.60	1,456.38
负债合计	1,530.14	5,034.98	3,828.18	3,343.78	3,537.67
少数股东权益	49.15	40.53	41.50	44.15	50.45
股本	1,971.05	1,971.05	2,275.93	2,275.93	2,275.93
资本公积	239.22	217.80	912.92	912.92	912.92
留存收益	3,786.81	3,214.46	3,955.02	4,078.98	4,374.51
其他	(270.05)	(447.73)	(912.92)	(912.92)	(912.92)
股东权益合计	5,776.18	4,996.11	6,272.45	6,399.06	6,700.89
负债和股东权益总计	7,306.32	10,031.09	10,100.63	9,742.84	10,238.56

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,243.27	(412.55)	45.44	123.97	295.53
折旧摊销	91.29	128.65	88.35	117.04	138.48
财务费用	15.96	59.98	102.00	120.00	100.00
投资损失	(3,040.78)	(47.94)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,338.15)	938.97	(1,065.48)	525.75	(146.73)
其它	1,256.29	(701.43)	0.97	2.64	6.30
经营活动现金流	(772.11)	(34.32)	(828.73)	889.41	393.59
资本支出	528.84	4,214.30	83.74	89.20	108.24
长期投资	(22.72)	(165.37)	0.00	0.00	0.00
其他	(463.19)	(6,584.57)	(158.94)	(180.31)	(218.06)
投资活动现金流	42.93	(2,535.63)	(75.20)	(91.11)	(109.81)
债权融资	712.00	3,411.18	3,128.11	1,717.66	1,692.68
股权融资	(59.68)	(261.86)	1,129.07	(118.86)	(98.86)
其他	(420.41)	(923.25)	(3,412.32)	(3,129.25)	(1,718.81)
筹资活动现金流	231.91	2,226.07	844.86	(1,530.45)	(124.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(497.27)	(343.89)	(59.06)	(732.15)	158.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,039.35	990.95	1,609.00	3,679.73	5,664.64
营业成本	1,588.57	849.14	1,664.36	2,819.56	4,422.96
营业税金及附加	31.08	11.49	18.66	42.68	65.71
营业费用	36.36	11.30	8.04	18.40	28.32
管理费用	275.92	392.86	482.70	515.16	672.39
研发费用	1.52	7.68	8.04	18.40	28.32
财务费用	(8.58)	42.48	102.00	120.00	100.00
资产减值损失	99.60	(118.03)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.11)	17.30	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,040.78	47.94	0.00	0.00	0.00
其他	(6,078.44)	107.79	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,052.64	(379.01)	(674.81)	145.53	346.93
营业外收入	3.54	0.46	721.22	0.00	0.00
营业外支出	7.02	5.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	3,049.16	(384.51)	46.41	145.53	346.93
所得税	805.88	28.04	0.00	18.92	45.10
净利润	2,243.27	(412.55)	46.41	126.61	301.83
少数股东损益	58.98	(8.62)	0.97	2.64	6.30
归属于母公司净利润	2,184.29	(403.93)	45.44	123.97	295.53
每股收益(元)	0.96	(0.18)	0.02	0.05	0.13

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-49.76%	-51.41%	62.37%	128.70%	53.94%
营业利润	1067.16%	-112.42%	78.05%	-121.57%	138.39%
归属于母公司净利润	1001.01%	-118.49%	-111.25%	172.83%	138.39%
获利能力					
毛利率	22.10%	14.31%	-3.44%	23.38%	21.92%
净利率	107.11%	-40.76%	2.82%	3.37%	5.22%
ROE	38.14%	-8.15%	0.73%	1.95%	4.44%
ROIC	108.12%	-9.78%	-9.08%	3.14%	5.70%
偿债能力					
资产负债率	20.94%	50.19%	37.90%	34.32%	34.55%
净负债率	-12.42%	46.55%	33.50%	22.24%	18.50%
流动比率	2.46	0.87	2.37	0.78	0.92
速动比率	2.44	0.84	2.23	0.69	0.80
营运能力					
应收账款周转率	29.46	10.43	11.21	12.80	11.06
存货周转率	43.20	25.21	20.88	28.19	27.67
总资产周转率	0.31	0.11	0.16	0.37	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.96	-0.18	0.02	0.05	0.13
每股经营现金流	-0.34	-0.02	-0.36	0.39	0.17
每股净资产	2.52	2.18	2.74	2.79	2.92
估值比率					
市盈率	10.52	-56.91	505.91	185.43	77.78
市净率	4.01	4.64	3.69	3.62	3.46
EV/EBITDA	2.47	363.46	-49.79	61.30	39.76
EV/EBIT	2.53	-120.46	-42.11	88.32	52.08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com