

国际医学（000516）

中心医院通过 JCI 认证，迈向高质量发展新征程

事件：

2021年5月27日，公司宣布旗下国际医学中心医院高分通过 JCI 认证。2021年4月12日至16日，JCI（Joint Commission International）美国芝加哥总部委派审查组，按照全球最新第七版 JCI 标准的13个章节、298个标准、1268个衡量要素对医院质量与患者安全进行为期五天的评审，通过实地考察，现场打分等，对西安国际医学中心医院进行了全面检查。国际 JCI 认证总分为10分，西安国际医学中心医院高分通过，评分为9.89分。这标志着国际医学中心医院成为国内第一家高分通过最新版 JCI 认证的医院，也是规模最大的医院，医院在学科人才建设、内涵质量建设、品牌服务建设等方面已与国际先进水平接轨。

点评：

JCI 获评是公司向国际化高水平医院发展的里程碑。国际联合评审委员会（Joint Commission International, JCI）成立于1994年，是按照国际统一标准对世界各地医疗机构进行评审的权威机构。国际 JCI 认证标准是以维护患者权利为中心，提高医院服务质量为目的设立。截止2021年5月27日，全球 JCI 认证的医疗机构共计939家，中国有49家医院目前获得 JCI 认证。本次国际医学旗下中心医院通过 JCI 的认证，标志着中心医院的医疗、护理、教育、科研、设施环境等均达到国际通行的质量规范要求，通过 JCI 认证也将显著提升公司的国际认可度。

三大院区齐发力，业务高速发展。2020年公司实现收入16.07亿元，其中高新医院实现收入7.99亿元，国际医学中心医院快速发展，2020年实现收入7.21亿元。目前商洛医院新院区1800张床位已投入运营，3600张床位的康复医院正稳步推进建设中。

激励授予落地，未来发展可期。公司2021年限制性股票激励计划覆盖包括公司董事、高级管理人员、核心技术/业务人员(公司各医院的医疗专家)等545人，设定的业绩指标为以2020年度营业收入为基数，2021年、2022年和2023年实现的营业收入增长率分别不低于80%、160%和260%，按2020年收入16.07亿元，则对应2021-2023年收入考核要求分别为28.93/41.78/57.85亿，业绩高速增长。

盈利预测与投资评级

我们预测公司2021-2023年营业收入分别为36.80、56.65、71.48亿元；归属于上市公司股东的净利润分别为1.24、2.96、4.42亿元（未考虑股权激励费用）；EPS分别为0.05、0.13和0.19元。目前同类公司2021年对应平均PS为22.06倍，考虑国际医学在人才梯队、经营规模、商业模式上所具有的优势和潜力，给予公司2021年PS为16.93倍，上调目标价至27.37，维持“买入”评级。

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；新业务发展不及预期；JCI 认证未能续评

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.8元
目标价格	27.37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)	42,719.16
流通A股市值(百万元)	36,206.10
每股净资产(元)	2.55
资产负债率(%)	54.13
一年内最高/最低(元)	19.87/3.96

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

- 《国际医学-公司点评:激励落地，正海扬帆》2021-03-23
- 《国际医学-首次覆盖报告:天时地利人和汇聚，铸就中西部医疗高地》2021-02-27

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	990.95	1,606.99	3,679.74	5,664.65	7,148.33
增长率(%)	(51.41)	62.17	128.98	53.94	26.19
EBITDA(百万元)	30.02	515.63	522.36	704.20	875.17
净利润(百万元)	(403.93)	45.36	123.97	295.53	441.59
增长率(%)	(118.49)	(111.23)	173.29	138.40	49.42
EPS(元/股)	(0.18)	0.02	0.05	0.13	0.19
市盈率(P/E)	(105.76)	941.77	344.60	144.55	96.74
市净率(P/B)	8.62	8.54	6.72	6.42	6.02
市销率(P/S)	43.11	26.58	11.61	7.54	5.98
EV/EBITDA	363.46	52.91	86.41	63.12	50.32

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. JCI 获评是国际医学向国际化高水平医院发展的里程碑.....	4
1.1. 国际医学中心医院高分获得 JCI 认证	4
1.2. 国际医学收入规模稳步提升	5
2. JCI 认证是医疗服务和管理质量的重要保证.....	7
2.1. 国际联合评审委员会（Joint Commission International）发展历程	7
2.1.1. JCI 是美国联合委员会（The Joint Commission）的分支机构	7
2.1.2. JCI 发展历史.....	8
2.1.3. JCI 评审类型.....	9
2.2. 全球 JCI 认证医疗机构逐年稳步提升	9
2.2.1. JCI 认证医疗机构全球分布	9
2.2.2. JCI 在中国的发展历程	11
2.3. JCI 认证对医院高质量高水平发展至关重要	14
2.3.1. JCI 认证是医院医疗服务质量的重要保证	14
2.3.2. JCI 认证是医院迈向国际化的通行证	14
2.3.3. JCI 认证有助于提升医院的品牌声誉	15
3. 盈利预测与投资评级.....	15
3.1. 盈利预测	15
3.2. 估值与投资评级.....	16

图表目录

图 1：2021 年 5 月国际医学中心医院 JCI 认证授牌	4
图 2：国际医学中心医院 JCI 认证历程	5
图 3：国际医学中心医院院级 SOP.....	5
图 4：国际医学中心医院临床相关病列表单.....	5
图 5：国际医学营业收入稳定提升	6
图 6：国际医学主营业务净利润持续减亏	6
图 7：国际医学高新医院就诊量.....	6
图 8：国际医学高新医院业绩	6
图 9：国际医学中心医院就诊量迅速增长	6
图 10：国际医学中心医院收入大幅提升	6
图 11：国际医学商洛医院就诊量稳定提升	7
图 12：国际医学商洛医院业绩.....	7
图 13：JCI 为 TCI 的分支机构	8
图 14：JCI 认证发展历程.....	9
图 15：JCI 获评机构首次认证时间分布	10
图 16：2021 获 JCI 认证医院数量排名前十国家及获评医院占比	10
图 17：2021 获 JCI 认证医院数量排名前十国家及获评医院数量（单位：家）	10

图 18: 2021 年 JCI 认证医院类型占比.....	11
图 19: 中国 JCI 认证发展历程	11
图 20: 中国 JCI 认证类型划分	12
图 21: JCI 评审体系对医院运营指标的影响.....	14
图 22: 世界 JCI 认证医院分布图.....	15
表 1: 美国 TJC 的机构认证 (Accreditation) 类型数目	7
表 2: JCI 认证类型	9
表 3: 国内 JCI 认证机构名单 (按时间顺序)	12
表 4: 国内 JCI 认证的三甲医院 (按时间顺序)	13
表 5: 国内 JCI 认证代表性医院	15
表 6: 国际医学各院盈利预测	16
表 7: 可比公司估值情况.....	16

1. JCI 获评是国际医学向国际化高水平医院发展的里程碑

1.1. 国际医学中心医院高分获得 JCI 认证

2021 年 5 月 27 日，公司宣布旗下国际医学中心医院高分通过 JCI 认证，标志着西安国际医学中心医院医疗质量和医院管理与国际先进标准接轨，跻身医院管理先进行列。2021 年 4 月 12 日至 16 日，JCI（Joint Commission International）美国芝加哥总部委派审查组，按照全球最新第七版 JCI 标准的 13 个章节、298 个标准、1268 个衡量要素对医院质量与患者安全进行为期五天的评审，通过实地考察，现场打分对西安国际医学中心医院进行了全面检查。国际 JCI 认证总分为 10 分，西安国际医学中心医院获高分通过，评分为 9.89 分。其中质量改进和患者安全（QPS），感染的预防和控制（PCI），可及和连贯的患者医疗服务（ACC），以患者为中心的医疗服务（PCC），治理、领导和管理（GLD）等章节获得满分。这标志着国际医学中心医院成为国内第一家高分通过最新版 JCI 认证的医院，也是规模最大的医院，医院在学科人才建设、内涵质量建设、品牌服务建设等方面已与国际先进水平接轨。

图 1：2021 年 5 月国际医学中心医院 JCI 认证授牌



资料来源：国际医学中心医院公众号、天风证券研究所

筹划两年，扎实推进，终摘桂冠。公司稳扎稳打筹划国际 JCI 认证工作，西安国际医学中心院体建设施工时期便是按照国际 JCI 认证标准和三甲标准进行建造的大型医疗综合机构。2019 年 2 月 18 日医院 JCI 认证办公室成立。医院下发 JCI 制度模板 348 个至医教部、护理部、药学部、感控部、麻醉手术中心、检验中心等科室。2019 年 3-4 月，医院正式展开 JCI 认证的筹建工作，组织各筹建科室召开 JCI 标准下院级制梳理等讨论培训会议并与华润 JCI 医院管理研究院签约。2019 年 5 月中心医院举行 JCI 认证工作推进会，JCI 认证办公室根据评审标准 14 个章节在全院范围内组建 19 个跨部门章节小组，标志中心医院 JCI 认证工作正式进入组织实施阶段。2021 年 4 月中心医院接受来自 JCI 审查官员严格、细致、全面审查的现场核查，最终于 2021 年 5 月以 9.89 分高分顺利通过 JCI 认证，创造了国内乃至国际医疗机构单体规模最大、一次通过 JCI 评审的记录。

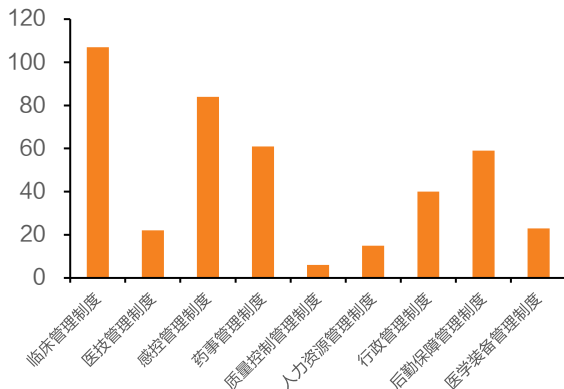
图 2：国际医学中心医院 JCI 认证历程



资料来源：国际医学中心医院官网、天风证券研究所

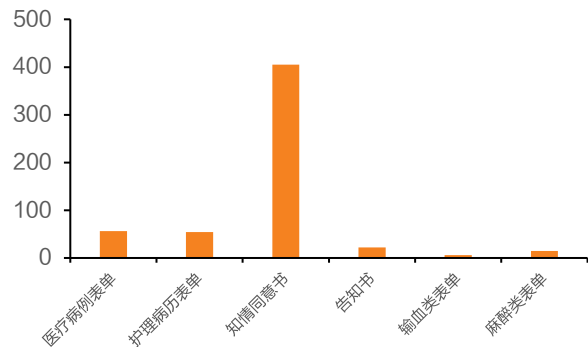
持续完善 SOP，确保医疗质量和医疗安全。国际医学中心医院 JCI 认证办公室成立以来，根据 JCI 第六版评审标注，完成 JCI 院级制度 SOP 共 417 份，分别对临床、感控、药事等的管理制度 SOP 做出细化。此外，医院完成 JCI 相关医疗病历表单类 56 类，JCI 相关护理病历表单 54 类、知情同意书 405 类、告知书 22 类、输血类表单 6 类、麻醉类表单 15 类共计 583 类。通过梳理院级管理制度和表单建立了诊疗环节各流程规范化体系，对医院的医疗制度、医疗质量、医疗安全、感控质量、护理品质、流程优化上发挥了关键作用。

图 3：国际医学中心医院院级 SOP



资料来源：国际医学中心医院官网、天风证券研究所

图 4：国际医学中心医院临床相关病例表单



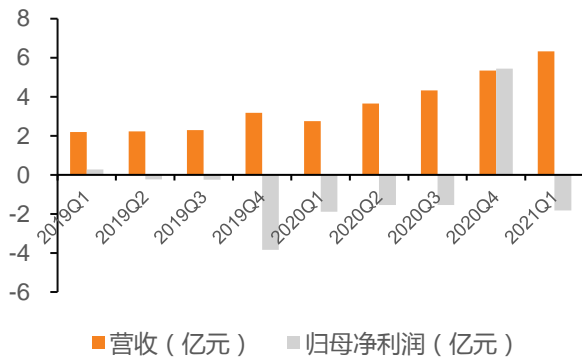
资料来源：国际医学中心医院官网、天风证券研究所

JCI 认证是国际医学中心医院高质量、国际化发展的重要里程碑。JCI 标准代表了全球医疗服务和医院管理的最高水准，是医疗界公认的医疗服务金标准之一。国际医学中心在较短的运行时间内通过 JCI 认证，标志着该院医疗质量和医院管理水平与国际先进标准接轨，跻身全球医院管理先进行列，创造了国内乃至国际医疗机构单体规模最大、一次通过 JCI 评审的记录，1. JCI 认证标准是全世界公认的医疗服务标准，JCI 认证保证医院所有医疗行为在医院管理最先进的标准下规范运行，构建起完善的医院管理体系，提高医疗服务质量和患者满意度；2. JCI 认证为医院与国际接轨搭建良好的交流平台，将在国际合作与交流中将先进的医院管理经验与医疗技术引入国内，让就诊患者享受到国际化医疗服务，并提升医院品牌影响力，助力国际化高质量发展；3. JCI 的评审过程让医院全体医护人员学习到最先进的诊疗观念，提升医院各级人员的职业素养，保证西安国际医学中心医院行稳致远，健康发展。

1.2. 国际医学收入规模稳步提升

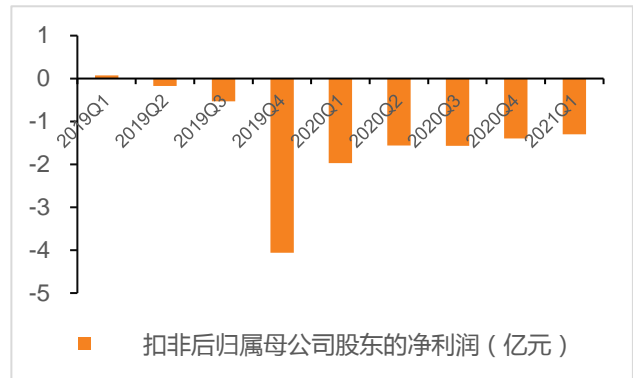
公司营业收入稳步提升，主营业务净利润持续减亏。2020 年度公司实现营业总收入 16.07 亿元，同比增长 62.17%；2021 年 Q1 公司营业收入达到 6.32 亿元，较 2020 年同期增长 129.75%，较 2019 年同期增长 187.27%。公司 2021 年 Q1 的归母净利润为-1.83 亿元，扣非净利润为-1.30 亿元，较 2020 年同期减亏。

图 5：国际医学营业收入稳定提升



资料来源：公司公告、天风证券研究所

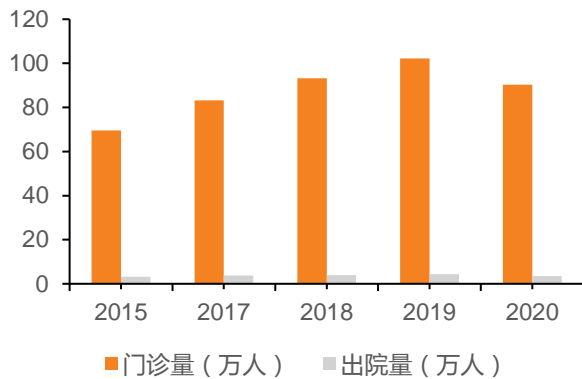
图 6：国际医学主营业务净利润持续减亏



资料来源：公司公告、天风证券研究所

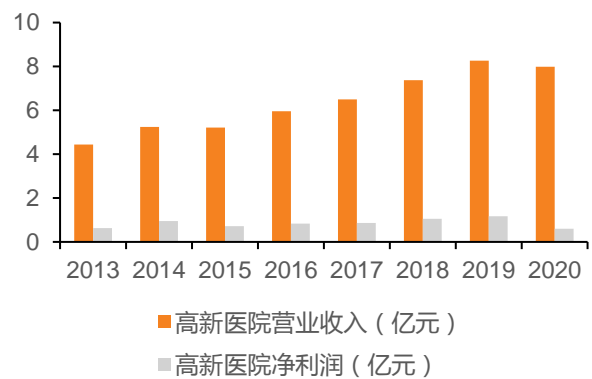
国际医学高新医院：新冠承压，整体趋稳。2020 年度高新医院门诊量 90.34 万人次，较 2019 年减少 10.57%；出院人数 3.53 万人次，较 2019 年减少 18.23%；2020 年实现收入 7.99 亿元，较上年同期下降 3.34%，净利润 0.61 亿元，较上年同期下降 48.23%。

图 7：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

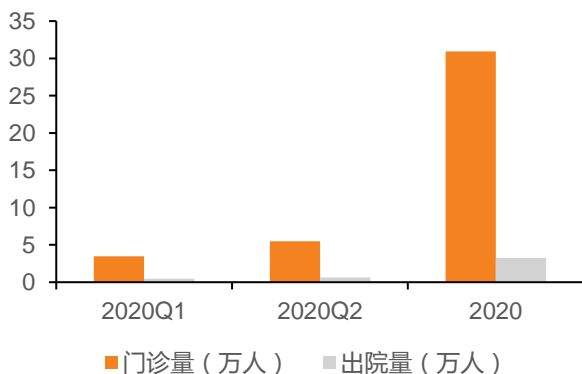
图 8：国际医学高新医院业绩



资料来源：公司公告、天风证券研究所

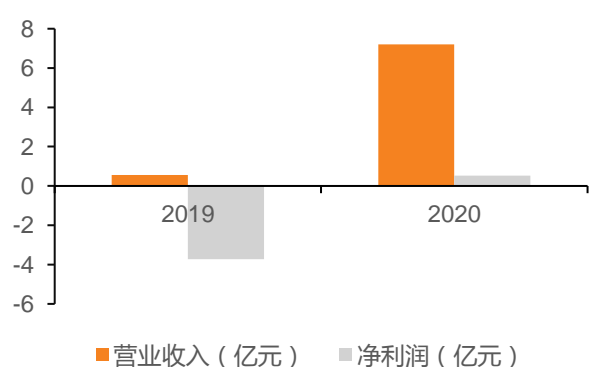
国际医学中心医院：就诊持续放量，收入大幅提升。2020 年，中心医院诊疗量及经营规模快速增长。2020 年度西安国际医学中心医院门急诊工作量 30.96 万人次，住院 3.26 万人次；实现收入 7.21 亿元，较上年同期增长 1181.06%，净利润 0.53 亿元，较上年同期增长 114.19%。

图 9：国际医学中心医院就诊量迅速增长



资料来源：公司公告、天风证券研究所

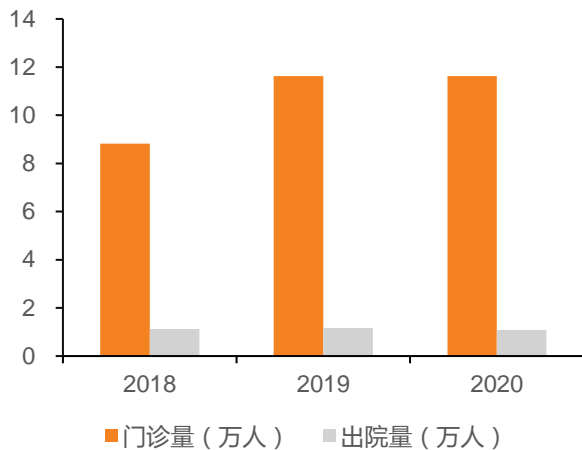
图 10：国际医学中心医院收入大幅提升



资料来源：公司公告、天风证券研究所

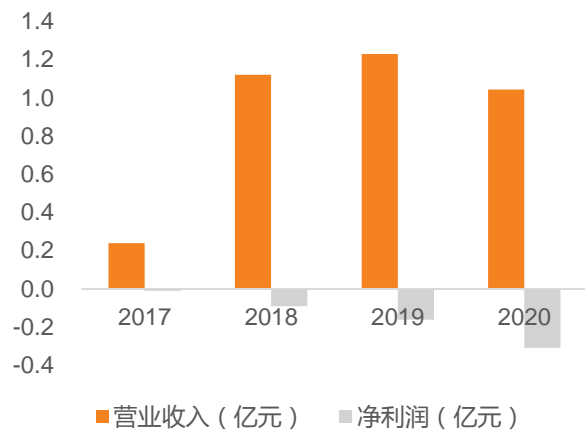
国际医学商洛医院：新院区开诊全面提升医院就医环境、医疗服务水平。商洛医院新院区于 2021 年 3 月 28 日正式开诊，总建筑面积 22 万平米、规划床位 1,800 张，由妇女儿童医院、康复医院和以神经、肿瘤、心胸、消化、骨科，眼科中心等特色专科为主的综合医院组成，是按照 JCI 和三甲标准建设的综合医院。2020 年度商洛医院诊治门诊病人 11.63 万人次；诊疗出院病人 1.08 万人次，较去年同期减少 7.32%。

图 11：国际医学商洛医院就诊量稳定提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：国际医学商洛医院业绩



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. JCI 认证是医疗服务和管理质量的重要保证

2.1. 国际联合评审委员会（Joint Commission International）发展历程

2.1.1. JCI 是美国联合委员会（The Joint Commission）的分支机构

美国联合委员会（The Joint Commission, TJC）是一个独立的非营利性、非政府组织，是美国最大的医疗机构评审机构。TJC 的宗旨是通过医疗机构评审，促进医疗质量的持续改进和医疗机构绩效的提高，以促进全球卫生保健质量与病人安全的改善。截止 2021 年 5 月 27 日，TJC 通过自愿申请评审的方式评审了 2 万余个卫生保健项目，其中机构认证（Accreditation）17600 家，项目认证（Certification）2986 项。机构认证（Accreditation）中家庭护理（Home Care）数量最多共 5265 项，医院（Hospital）及行为卫生保健和人类服务（Behavioral Health Care and Human Services）分别达 3869 及 3516 项。

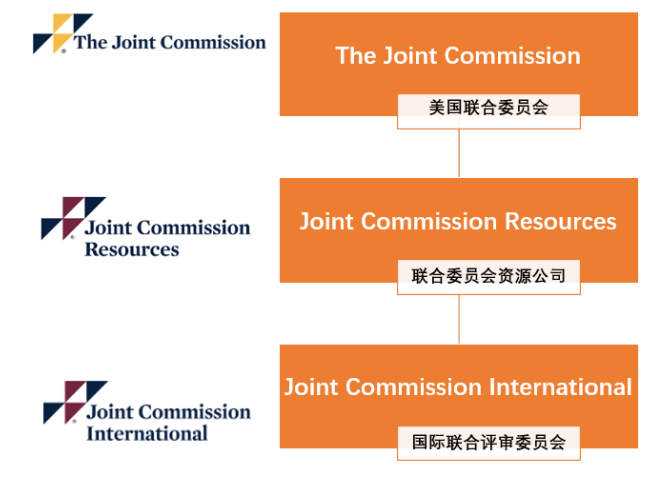
表 1：美国 TJC 的机构认证（Accreditation）类型数目

项目名称	英文名称	评审数量
外科诊室	Office Based Surgery	249
急诊医院	Critical Access Hospital	355
护理服务中心		1053
实验室	Laboratory	1375
门诊护理	Ambulatory Care	1918
行为卫生保健和人类服务	Behavioral Health Care and Human Services	3516
医院	Hospital	3869
家庭护理	Home Care	5265

资料来源：TJC 官网、天风证券研究所，注：数据截至 2021 年 5 月 27 日

TJC 前身成立于 1951 年，至今已经设立 70 年。1951 年，美国外科医师学会(ACS)与美国内科医师学会(ACP)、美国医院学会(AHA)、美国医学会(AMA)、加拿大医学会(CMA) 共同创立了美国医院评审联合委员会(the Joint Commission on Accreditation of Hospitals, JCAH)。1953 年 JCAH 开始办理医院评审，并于同年出版了医院评审标准。1965 年，美国国会通过《医疗法》，其中规定 JCAH 评审通过的医院能依照有关规定参加到老年人保险和穷人保险项目中。1987 年，JCAH 正式更名为美国医疗机构评审委员会 (the Joint Commission on Accreditation of Healthcare Organizations, JCAHO)。2007 年，JCAHO 将名称缩短为联合委员会 (The Joint Commission, TJC)。

图 13: JCI 为 TCI 的分支机构



资料来源：TJC 官网、JCR 官网、JCI 官网、天风证券研究所

2.1.2. JCI 发展历史

国际联合评审委员会 (Joint Commission International, JCI) 是世界上唯一在医疗服务领域建立国际统一标准并对世界各地医疗机构进行评审的机构。JCI 成立于 1994 年,是 TJC 的一个下属分支机构,主要针对美国以外的医疗机构进行评审。JCI 标准的理念是最大限度提高医疗服务质量,以病人为中心,建立相应的政策、制度和流程,以鼓励持续不断的质量改进并符合当地的文化。JCI 的使命是通过提供全球范围内的评审服务,促进国际社会的卫生保健质量。目前 JCI 已为七十余个国家的九百多家机构提供了认证。

自 1997 年 JCI 编纂认证标准开始,医院认证第一版标准于 2000 年生效,每三年更新一次标准,第五版改动较大将标准总数减少 10%以上,第六版在门诊防跌倒、床边检查等五个方面进行的修订。目前现行的是自 2021 年 1 月 1 日生效的第七版标准,第七版在国际患者安全目标等六个方面进行了修订和新增。此外,JCI 门诊认证标准第四版于 2019 年生效,JCI 家庭护理认证标准第二版、实验室认证标准第四版将于 2022 年生效。

图 14: JCI 认证发展历程



资料来源: TJC 官网、JCR 官网、JCI 官网、天风证券研究所

2.1.3. JCI 评审类型

JCI 评审分为八种类型: 学术医疗中心、医院、门诊护理、家庭护理、实验室、长期护理、医疗运输、初级保健中心。目前 JCI 最为普遍的是医院认证及学术医疗中心认证, 两者的认证标准共用《JCI 医院认证标准》。学术医疗中心认证相对于医院认证增加“医学专业教学 (Medical professional education, MPE)”、“人体受试者研究项目 (Human subjects research programs, HRP)”两个评审项目。

表 2: JCI 认证类型

认证类型	英文名称	评审对象
学术医疗中心	Academic Medical	医学院的附属医院
医院	Hospital	普通医院或专科医院
门诊护理	Ambulatory	牙科、外科、整容、生育等诊所
家庭护理	Home Care	在患者家中提供护理的机构
实验室	Laboratory	微生物学、临床化学等实验室
长期护理	Long Term Care	康复中心、辅助生活设施等
医疗运输	Medical Transport	急救和运输等服务的机构
初级保健中心	Primary Care	提供初级保健服务的机构

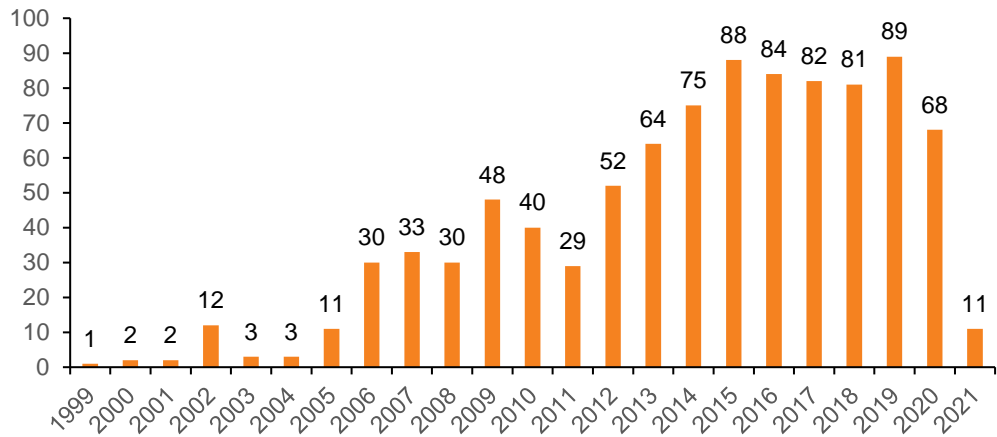
资料来源: JCI 官网、天风证券研究所

2.2. 全球 JCI 认证医疗机构逐年稳步提升

2.2.1. JCI 认证医疗机构全球分布

截止 2021 年 5 月 27 日, 全球 JCI 目前认证的组织共计 939 家。1999 年全球第一家医疗机构获 JCI 认证, 随后每年新增 JCI 获评医疗机构数量呈上升状态, 2015-2019 年稳定在 81-89 家机构获评。2020 年由于疫情影响, JCI 认证医院数量较往年减少为 68 家。

图 15: JCI 获评机构首次认证时间分布

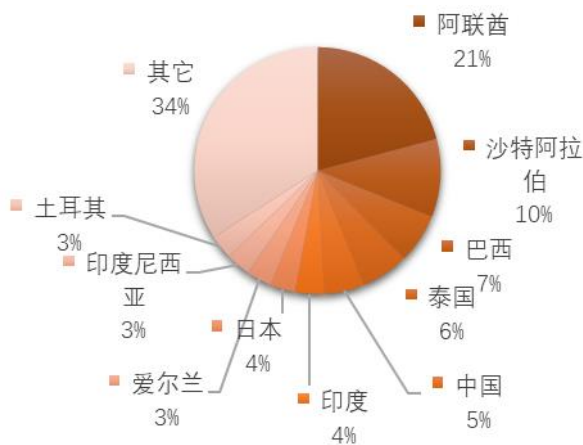


认

资料来源: JCI 官网、天风证券研究所, 注: 数据截至 2021 年 5 月 27 日

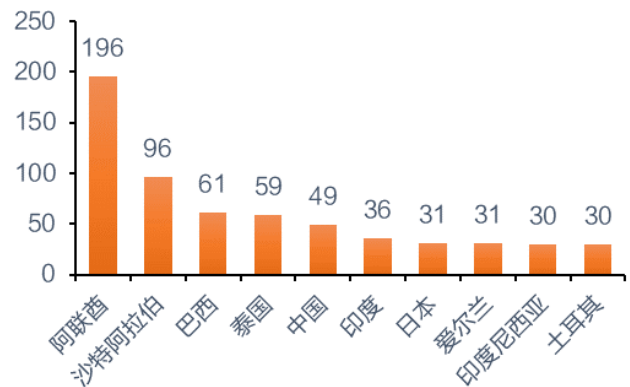
JCI 认证机构分布于全球 71 个国家和地区。JCI 认证组织最多的五个国家分别: 阿联酋 196 家、沙特阿拉伯 96 家、巴西 61 家、泰国 59 家、中国 49 家, 占全部认证机构数量的 49%。前十位国家认证机构数量为 619 家, 占全部认证机构数量的 66%。其余 61 个国家占全部认证机构数量的 34%。

图 16: 2021 获 JCI 认证医院数量排名前十国家及获评医院占比



资料来源: JCI 官网、天风证券研究所, 注: 数据截至 2021 年 5 月 27 日

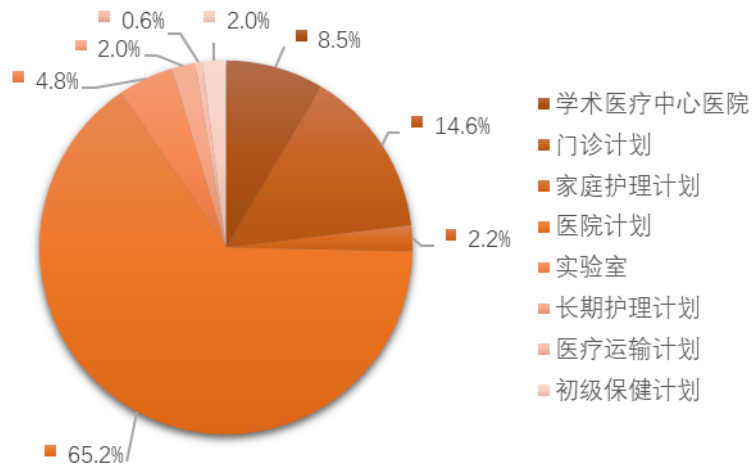
图 17: 2021 获 JCI 认证医院数量排名前十国家及获评医院数量 (单位: 家)



资料来源: JCI 官网、天风证券研究所, 注: 数据截至 2021 年 5 月 27 日

全球 JCI 认证的类型以医院认证为主。截止 2021 年 5 月 27 日, 共 612 家 (65.2%) 机构进行医院认证, 80 家 (8.5%) 机构进行的学术医疗中心认证, 应用《JCI 医院认证标准》进行认证的医疗机构合计占比 73.7% (692 家)。其次, 门诊计划和实验室认证分别占比 14.6% 及 4.8%。

图 18：2021 年 JCI 认证医院类型占比



资料来源：JCI 官网、天风证券研究所，注：数据截至 2021 年 5 月 27 日

2.2.2. JCI 在中国的发展历程

中国医疗机构开展 JCI 认证始于 2003 年。2003 年中国首家通过 JCI 认证的医院是广东祈福医院。广东祈福医院创建于 2001 年，是国家三甲医院和广东省中医名院，同时也是 2010 年广州亚运定点医院。2019 年 9 月 30 日，质思安认证（北京）有限公司经中国国家认证认可监督管理委员会设立，质思安基于 JCI 的认证标准及程序上为中国的医疗机构提供认证服务，是代表 JCI 在中国境内的唯一认证机构。

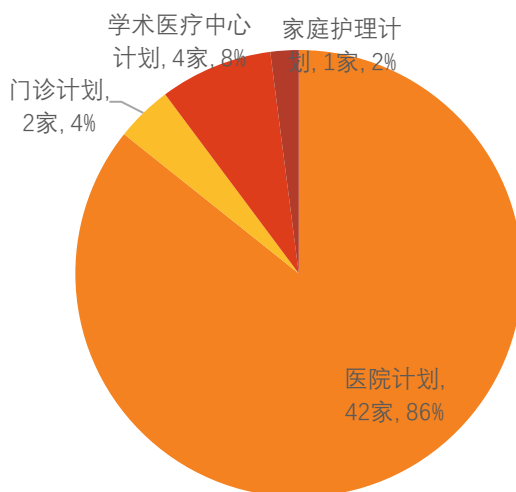
图 19：中国 JCI 认证发展历程



资料来源：JCI 官网、华润健康官网、各医院官网，天风证券研究所

中国目前获得 JCI 认证的医疗机构共计 49 家。截止 2021 年 5 月 25 日，中国的医院认证 42 家、学术中心认证 4 家、门诊认证 2 家、家庭护理认证一家。中国 49 家 JCI 认证医院中公立医院 16 家、三级医院 25 家，其中三甲医院 11 家。

图 20：中国 JCI 认证类型划分



资料来源：JCI 官网、天风证券研究所

表 3：国内 JCI 认证机构名单（按时间顺序）

序号	医院名称	认证资格类型	首次认证时间	所在城市	医院等级	医院类型
1	广东祈福医院	医院	2003/12/20	广州	三甲	民营
2	北京和睦家医院	医院	2005/9/1	北京	二级	民营
3	上海和睦家医院	医院	2008/7/3	上海	未定级	民营
4	泰达国际心血管病医院	医院	2009/6/19	天津	三甲	公立
5	复旦大学附属华山医院	学术医疗中心	2010/1/30	上海	三甲	公立
6	南昌仁爱妇产医院	医院	2012/6/4	南昌	二级	民营
7	广州市妇女儿童医疗中心	医院	2012/12/15	广州	三级	公立
8	乌海市妇幼保健院	医院	2012/12/20	乌海	二甲	公立
9	南京医科大学友谊整形外科医院	医院	2013/1/17	南京	三级	民营
10	宁波市第四医院	医院	2013/2/9	镇江	三乙	公立
11	浙江大学医学院附属第二医院	学术医疗中心	2013/2/24	杭州	三甲	公立
12	镇江市第一人民医院	医院	2013/4/27	镇江	三甲	公立
13	海南现代妇婴医院	医院	2013/5/24	海口	三级	民营
14	北京和睦家康复医院	医院	2014/11/7	北京	二级	民营
15	天津和睦家医院	医院	2014/11/15	天津	一级	民营
16	昆明安琪儿妇产医院	医院	2014/12/6	昆明	三级	民营
17	江苏大学附属澳洋医院	医院	2015/1/10	张家港	三级	民营
18	云南瑞奇德医院	医院	2015/3/27	云南	二级	民营
19	宁波大学附属人民医院	医院	2015/5/16	宁波	三乙	公立
20	曲江妇产医院	医院	2015/8/22	西安	三级	民营
21	复旦大学附属浦东医院	医院	2015/9/12	上海	三级	公立
22	厦门大学附属第一医院	学术医疗中心	2015/9/27	厦门	三甲	公立
23	成都安琪儿妇产医院	医院	2015/10/31	成都	二级	民营
24	上海长宁妇幼保健院	医院	2016/4/29	上海	二甲	公立
25	东大社区卫生服务中心	门诊计划	2016/6/25	成都	未定级	公立

26	海南现代妇女儿童医院	医院	2016/12/3	海南	三甲	民营
27	北京明德医院	医院	2016/12/10	北京	一级	民营
28	重庆安琪儿妇产医院	医院	2017/6/2	重庆	三级	民营
29	云南玛莉亚医院	医院	2017/6/9	昆明	二级	民营
30	洛阳牡丹妇产医院	医院	2017/12/9	洛阳	二级	民营
31	阳光融合医院	医院	2018/3/24	潍坊	三甲	公立
32	上海中医药大学附属龙华医院	学术医疗中心	2018/6/30	上海	三甲	公立
33	武汉百佳妇产医院	医院	2018/7/14	武汉	三级	民营
34	眉山蕴纓妇产医院	医院	2018/9/15	眉山	二级	民营
35	易家安家庭护理	家庭护理	2018/9/21	上海	非医院	非医院
36	上海蓝十字脑科医院	医院	2018/9/29	上海	未定级	民营
37	顺德新容奇医院	医院	2018/10/27	佛山	二甲	民营
38	宁波鄞州艺星时代美容医院	医院	2018/10/27	宁波		民营
39	上海天佑医院	医院	2018/10/27	上海	未定级	混合制
40	丹阳市人民医院	医院	2018/11/3	丹阳	三乙	公立
41	昆明蓝橙口腔医院	门诊计划	2020/6/6	昆明	二级	民营
42	北京京都儿童医院	医院	2020/7/18	北京	三级	民营
43	赣州市人民医院	医院	2020/8/1	赣州	三甲	公立
44	东莞金美济妇女儿童医院	医院	2020/8/15	东莞	未定级	民营
45	苏州明基医院	医院	2020/8/29	苏州	三级	民营
46	南京华韩奇致美容医院 ARSMO	医院	2020/9/11	南京		民营
47	芜湖海螺医院	医院	2020/9/11	芜湖	二甲	民营
48	廊坊爱德堡医院	医院	2020/11/21	廊坊	二级	民营
49	西安国际中心医院	医院	2021/4/17	西安	三甲	民营

资料来源：JCI 官网、各医院官网、国家卫健委、天风证券研究所，注：数据截至 2021 年 5 月 27 日

截止 2021 年 5 月 27 日，中国通过 JCI 认证三甲医院共十家。其中公立医院八家、民营医院两家为广东祈福医院及海南现代妇女儿童医院。中国获评学术医疗中心的四家医院皆是公立三甲医院，学术医疗中心认证要求医院为医学院附属医院。

表 4：国内 JCI 认证的三甲医院（按时间顺序）

医院名称	认证资格类型	首次认证时间	所在城市	医院类型	医护人数	门诊量 (万人)	入院人次 (万人)	床位数	占地面积 (万平方米)
广东祈福医院	医院	2003/12/20	广州	民营					
泰达国际心血管病医院	医院	2009/6/19	天津	公立				500	
复旦大学附属华山医院	学术医疗中心	2010/1/30	上海	公立	4000	380	10	2092	19.85
浙江大学医学院附属第二医院	学术医疗中心	2013/2/24	杭州	公立					
镇江市第一人民医院	医院	2013/4/27	镇江	公立	2100	150	7	1640	
厦门大学附属第一医院	学术医疗中心	2015/9/27	厦门	公立	4463	335.44	13.54	2500	

海南现代妇女儿童医院	医院	2016/12/3	海南	民营	40		500	
阳光融合医院	医院	2018/3/24	潍坊	公立			2000	63.33
上海中医药大学附属龙华医院	学术医疗中心	2018/6/30	上海	公立	405	6.3	1250	5.2
赣州市人民医院	医院	2020/8/1	赣州	公立	3500	170	11.6	3600 25.2

资料来源：JCI 官网，各医院官网、天风证券研究所，注：数据截至 2021 年 5 月 27 日

2.3. JCI 认证对医院高质量高水平发展至关重要

2.3.1. JCI 认证是医院医疗服务质量的重要保证

国际 JCI 认证标准是一个以维护患者权利为中心，提高医院服务质量为目的的标准。自 2003 年，卫生部决定将 JCI 标准作为今后中国医院评审工作的主要参考标准后，中国医院就开始了探索 JCI 认证的路径。2011 年卫生部印发《三级综合医院评审标准(2011 年版)》中提到《标准》借鉴了“各国、各地区医院评审经验，以及国际评审认证的实践总结”，其中最重要的就是借鉴 JCI 标准。Deema Al Shawan 在 *Journal of Healthcare Leadership* 杂志发表的 *The Effectiveness of the Joint Commission International Accreditation in Improving Quality at King Fahd University Hospital, Saudi Arabia: A Mixed Methods Approach* 中指出，JCI 认证对于医院患者识别、死亡数、手部卫生合规比例等医疗质量指征有显著优化作用。

图 21: JCI 评审体系对医院运营指标的影响

KPI*	Intercept (β0)		Baseline Trend (β1)		Intervention (β2)		Change in Slope (β3)	
	Value	P-value	Value	P-value	Value	P-value	Value	P-value
Hand hygiene compliance†	41.08	P<0.001	1.5	P<0.001	↓-3.09	0.32	↑0.18	P<0.001
Nosocomial infections‡	2.84	P<0.001	-0.12	P<0.001	↓2.56	P<0.001	↓-0.05	0.03
Patient identification†	59.9	P<0.001	2.3	0.03	↓-4.23	0.54	↑0.11	0.03
Radiology reporting†	78.37	P<0.001	-5.45	P<0.001	↓23.12	0.03	↓0.34	0.18
Lab reporting†	99.37	P<0.001	0.03	P<0.001	↓-0.32	P<0.001	0	P<0.001
Pressure ulcer‡	0.12	0.58	0.09	P<0.001	↑1.14	0.01	↑-0.04	P<0.001
OR cancellations†	45.32	P<0.001	-0.10	0.90	↓7.20	0.44	↓0.19	0.62
Patients leaving ER without being seen §	228.14	P<0.001	-1.27	0.68	↓257.48	P<0.001	↓9.11	P<0.001
Mortality rates§	11.51	P<0.001	1.43	P<0.001	↑-3.34	0.38	↑-0.51	P<0.001
Patient falls‡	0.79	P<0.001	0.01	0.55	↓0.01	0.97	↓0.01	0.33
Average length of stay‡	7.62	P<0.001	0.17	0.01	↑-2.44	P<0.001	↓0.01	0.72
Bed Occupancy †	63.25	P<0.001	-0.04	0.86	↓3.54	0.31	↑-0.12	0.20

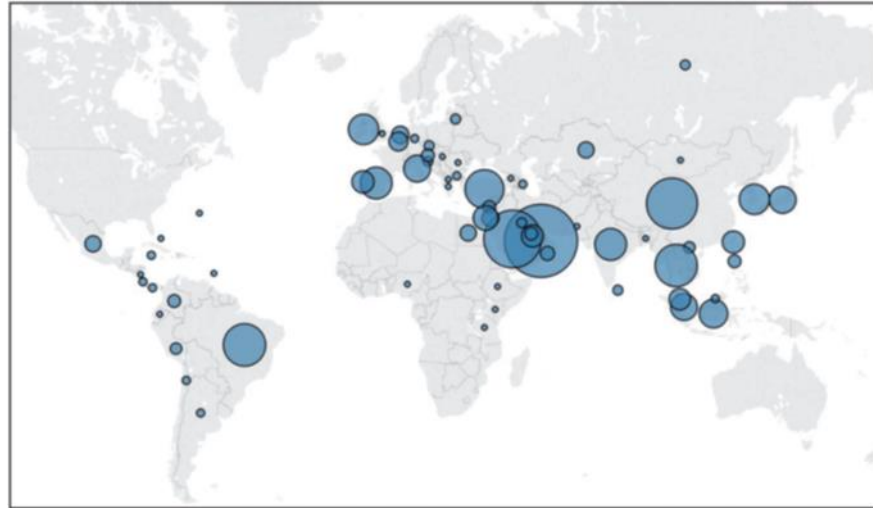
Notes: *KPI refers to key performance indicators. P ≤ 0.004 is considered significant using the Bonferroni correction. †Indicates that a KPI is expressed in percent; ‡Rate per 10,000 patients. §Rate per 1000 Patients' Days. †Indicates that the outcome improved whether it was an increase or a decrease. ‡Indicates that the outcome not improve whether it was an increase or a decrease.

资料来源：PubMed, Deema Al Shawan, *Journal of Healthcare Leadership* 2021:13 47-61、天风证券研究所

2.3.2. JCI 认证是医院迈向国际化的通行证

JCI 认证提升了医疗机构的全球竞争力。随着医疗市场开放，医疗旅行兴起，是否取得 JCI 认证是出国就医的患者选择就医机构的重要考量因素。根据 Ambar Mehta 发表在 *JOURNAL of TRAVEL MEDICINE* 的文章 *Commission International: growing patient implications for international medical and surgical care* 阐述，随着医疗旅行的日渐增长，出国就医的患者可以通过 JCI 认证来识别他国医院的安全性，并且出国就医的患者作为易受感染人群，JCI 认证标准的执行可以降低院内感染的风险。JCI 标准是医疗机构参与国际竞争、走向国际市场的通行证。JCI 认证可以帮助中国医院获及国际认证的医疗服务质量，在不断兴起的医疗旅行市场中，拥有 JCI 认证的医疗机构也有机会吸引更多的海外患者。

图 22：世界 JCI 认证医院分布图



资料来源：PubMed, Ambar Mehta et al. Journal of Travel Medicine, 2017, 1-4、天风证券研究所

2.3.3. JCI 认证有助于提升医院的品牌声誉

JCI 认证通过对医院医疗服务质量、安全的提升与认可显著提升了医院的品牌声誉。复旦大学附属华山医院、浙江大学医学院附属第二医院、北京和睦家医院等国内多家知名医院自多年前持续进行 JCI 认证多次。华山医院声誉辐射全国，蜚声海外，是上海首家提供涉外医疗服务的单位，现为 10 国领事馆指定医疗机构，外籍病人来自全球 100 多个国家和地区，总计超过 60 万人次。

表 5：国内 JCI 认证代表性医院

医院名称	认证资格类型	首次认证时间	通过认证次数	所在城市	医院类型
复旦大学附属华山医院	学术医疗中心	2010/1/30	4 次	上海	公立
浙江大学医学院附属第二医院	学术医疗中心	2013/2/24	3 次	杭州	公立
北京和睦家医院	医院	2005/9/1	6 次	北京	民营
上海和睦家医院	医院	2008/7/3	5 次	上海	民营

资料来源：各医院官网、JCI 官网、天风证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

3.1. 盈利预测

- 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 2500-3000 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 2021 年上半年开诊后床位数稳步增长；
- 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、暂不考虑辅助生殖相关业务对业绩的贡献。

表 6：国际医学各院盈利预测

单位：（百万 元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
高新医院	826	799	1279	1463	1543
中心医院	56	721	2239	3697	4439
康复医院				250	805
商洛医院	123	104	162	255	362
合计					
营业收入	991	1624	3680	5665	7148

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 36.80、56.65、71.48 亿元；归属于上市公司股东的净利润分别为 1.24、2.96、4.42 亿元（未考虑股权激励费用）；EPS 分别为 0.05、0.13 和 0.19 元。

3.2. 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，目前同类公司 2021 年对应平均 PS 为 22.06 倍，考虑国际医学在人才梯队、经营规模、商业模式上所具有的优势和潜力，给予公司 2021 年 PS 为 16.93 倍，上调目标价至 27.37，维持“买入”评级。

表 7：可比公司估值情况

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PS			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
爱尔眼科	83.89	3457.54	0.42	0.57	0.75	0.98	25.91	22.85	18.18	14.47
通策医疗	350.35	1123.36	1.54	2.28	3.03	3.97	42.47	38.48	29.78	23.23
美年健康	11.93	466.97	0.14	0.21	0.28	0.36	5.67	5.08	4.13	3.46
锦欣生殖	15.65	392.43	0.10	0.16	0.22	0.26	22.66	21.81	17.37	14.28
平均			0.55	0.81	1.07	1.39	24.18	22.06	17.37	13.86
国际医学	18.77	427.19	0.02	0.05	0.13	0.19	15.42	11.61	7.54	5.98

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 取自万得一致预期，收盘价及总市值为 2021 年 05 月 28 日收盘数据，锦欣生殖数据已按最新汇率转化为人民币

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,085.60	1,036.75	568.90	453.17	571.87	营业收入	990.95	1,606.99	3,679.74	5,664.65	7,148.33
应收票据及应收账款	115.24	260.13	396.60	488.84	803.42	营业成本	849.14	1,754.98	2,819.56	4,422.97	5,532.10
预付账款	21.04	15.92	89.35	85.29	139.12	营业税金及附加	11.49	10.74	42.68	65.71	82.92
存货	52.66	57.45	119.44	158.04	189.03	营业费用	11.30	10.02	18.40	28.32	35.74
其他	340.96	967.20	1,164.82	1,543.13	1,595.32	管理费用	392.86	454.65	551.96	736.40	929.28
流动资产合计	1,615.49	2,337.44	2,339.12	2,728.46	3,298.75	研发费用	7.68	9.69	18.40	28.32	35.74
长期股权投资	75.25	5.67	5.67	5.67	5.67	财务费用	42.48	151.74	119.30	122.04	142.73
固定资产	4,535.92	6,229.05	6,649.20	6,841.22	6,873.55	资产减值损失	(118.03)	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,485.36	2,270.01	1,589.00	1,112.30	778.61	公允价值变动收益	17.30	24.11	0.00	0.00	0.00
无形资产	605.55	689.62	740.91	794.31	863.05	投资净收益	47.94	738.92	0.00	0.00	0.00
其他	708.52	592.63	583.55	571.70	561.14	其他	107.79	(1,555.75)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	8,410.60	9,786.96	9,568.33	9,325.19	9,082.01	营业利润	(379.01)	7.87	109.43	260.88	389.82
资产总计	10,031.09	12,124.41	11,909.11	12,055.88	12,382.06	营业外收入	0.46	9.86	0.00	0.00	0.00
短期借款	199.77	410.33	0.00	82.13	189.98	营业外支出	5.96	10.37	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,278.74	2,052.76	391.61	1,574.16	1,191.89	利润总额	(384.51)	7.35	109.43	260.88	389.82
其他	387.41	677.84	1,172.58	693.92	1,290.88	所得税	28.04	(27.48)	14.23	33.91	50.68
流动负债合计	1,865.91	3,140.93	1,564.19	2,350.21	2,672.76	净利润	(412.55)	34.84	95.21	226.97	339.14
长期借款	3,155.33	3,905.87	3,966.23	3,094.10	2,754.47	少数股东损益	(8.62)	(10.52)	(28.76)	(68.56)	(102.45)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(403.93)	45.36	123.97	295.53	441.59
其他	13.74	44.33	20.16	26.07	30.19	每股收益(元)	(0.18)	0.02	0.05	0.13	0.19
非流动负债合计	3,169.07	3,950.20	3,986.39	3,120.17	2,784.66						
负债合计	5,034.98	7,091.13	5,550.58	5,470.38	5,457.42	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	40.53	32.46	3.70	(64.86)	(167.31)	成长能力					
股本	1,971.05	1,971.05	2,275.93	2,275.93	2,275.93	营业收入	-51.41%	62.17%	128.98%	53.94%	26.19%
资本公积	217.80	217.80	912.92	912.92	912.92	营业利润	-112.42%	-102.08%	1290.49%	138.40%	49.42%
留存收益	3,214.46	3,259.82	4,078.91	4,374.44	4,816.03	归属于母公司净利润	-118.49%	-111.23%	173.29%	138.40%	49.42%
其他	(447.73)	(447.86)	(912.92)	(912.92)	(912.92)	获利能力					
股东权益合计	4,996.11	5,033.27	6,358.53	6,585.50	6,924.64	毛利率	14.31%	-9.21%	23.38%	21.92%	22.61%
负债和股东权益总计	10,031.09	12,124.41	11,909.11	12,055.88	12,382.06	净利率	-40.76%	2.82%	3.37%	5.22%	6.18%
						ROE	-8.15%	0.91%	1.95%	4.44%	6.23%
						ROIC	-9.78%	11.99%	2.65%	3.80%	5.53%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	50.19%	58.49%	46.61%	45.38%	44.08%
净利润	(412.55)	34.84	123.97	295.53	441.59	净负债率	46.55%	71.22%	55.33%	43.79%	37.09%
折旧摊销	128.65	382.86	293.63	321.28	342.62	流动比率	0.87	0.74	1.50	1.16	1.23
财务费用	59.98	154.03	119.30	122.04	142.73	速动比率	0.84	0.73	1.42	1.09	1.16
投资损失	(47.94)	(738.92)	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	938.97	556.92	(1,464.90)	175.57	(256.92)	应收账款周转率	10.43	8.56	11.21	12.80	11.06
其它	(701.43)	(348.39)	(28.76)	(68.56)	(102.45)	存货周转率	25.21	29.19	41.60	40.83	41.19
经营活动现金流	(34.32)	41.33	(956.76)	845.86	567.58	总资产周转率	0.11	0.15	0.31	0.47	0.59
资本支出	4,214.30	1,837.67	108.24	84.08	105.89	每股指标(元)					
长期投资	(165.37)	(69.59)	0.00	0.00	0.00	每股收益	-0.18	0.02	0.05	0.13	0.19
其他	(6,584.57)	(2,872.37)	(195.65)	(173.53)	(215.15)	每股经营现金流	-0.02	0.02	-0.42	0.37	0.25
投资活动现金流	(2,535.63)	(1,104.29)	(87.40)	(89.44)	(109.26)	每股净资产	2.18	2.20	2.79	2.92	3.12
债权融资	3,411.18	4,621.50	4,087.06	3,336.96	3,140.07	估值比率					
股权融资	(261.83)	(150.70)	1,111.92	(120.87)	(141.57)	市盈率	-105.76	941.77	344.60	144.55	96.74
其他	(923.28)	(3,533.86)	(4,622.66)	(4,088.22)	(3,338.13)	市净率	8.62	8.54	6.72	6.42	6.02
筹资活动现金流	2,226.07	936.94	576.32	(872.14)	(339.62)	EV/EBITDA	363.46	52.91	86.41	63.12	50.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	-120.46	195.42	197.34	116.07	82.70
现金净增加额	(343.89)	(126.02)	(467.85)	(115.72)	118.69						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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