

2024年09月25日

买入（维持）

# 国际医学（000516）：西北全科医疗龙头，发展进入快车道

——公司深度报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

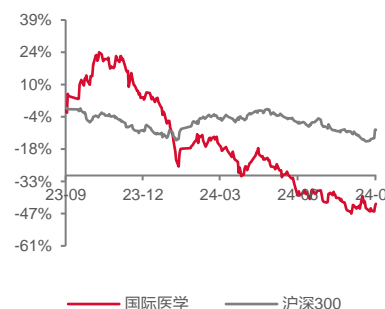
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wqx@longone.com.cn

数据日期	2024/09/25
收盘价	4.37
总股本(万股)	226,038
流通A股/B股(万股)	221,322/0
资产负债率(%)	67.04%
市净率(倍)	2.79
净资产收益率(加权)	-4.54
12个月内最高/最低价	9.70/4.01



## 相关研究

《国际医学(000516.SZ):业务规模持续扩大,有望加速实现盈利》——公司简评报告——2024.04.29

《国际医学(000516):收入结构持续优化,利润端加速向好》——公司简评报告——2023.10.27

《国际医学(000516):诊疗量逐季攀升,经营稳步向好》——公司简评报告——2023.08.30

## 投资要点:

- 西北全科医疗服务龙头。**国际医学是西北全科医疗龙头，深耕医疗行业20余年，积累了丰富的民营综合医院建设、运营经验，拥有高新医院、国际医学中心医院（含北院）两大院区，构建了覆盖“严肃医疗+类消费医疗”，打造了深耕西安，辐射西北的综合医疗服务版图。2019-2023年，公司营收从9.91亿元增长至46.18亿元，4年CAGR为46.93%；聚焦医疗主业，收入端高增长延续可期。2024H1，公司实现营收24.20亿元，同比增长9.53%，归母净利润亏损1.74亿元，同比减亏21.89%，扣非归母净利润亏损1.39亿元，同比减亏45.50%。收入端高增长可期，扭亏在望。
- 高新医院：经营稳健，净利率仍有提升空间。**
  - 1.深耕医疗20余载，享誉西北。**高新医院是国内首家社会办医三级甲等医院，建院21年来拥有享誉西北的影响力，外地患者就诊人数占比达31.3%。
  - 2.过往满负荷运营下，业绩增速仍能保持10%+，净利率均值约14%。**从历史运营情况来看，高新医院2015-2019年收入从5.21亿元增长至8.26亿元，CAGR为12.2%；床位满负荷下仍保持较快增长，净利率均值高达14%。
  - 3.扩建后再次进入满负荷运营状态，净利率仍有显著提升空间。**2019年扩建后，医院新增床位至1500张，当前常态运营下已基本维持满负荷运营状态。2023年，高新医院营收为14.85亿元（YoY+50.5%），净利率为4.69%。常态运营下，高新医院净利率仍有显著提升空间。
- 中心医院：发展进入快车道。**中心医院是按照三甲标准建成的国内超大型单体综合医院，床位合计8637张。
  - 1.全科医疗并举，患者粘性持续提升。**拥有二十大专科医院，覆盖严肃医疗、类消费医疗及IVF、质子中心等资质稀缺的特色专科，可服务全生命周期，患者粘性有望持续提升。
  - 2.专家荟集，重点专科优势突出。**2023年拥有省级以上学术常委以上职称的专家140余人，各学科带头人才资历优秀，重点专科优势突出，多个学科为国家、省、市级的重点和优势专科；发表SCI等核心期刊400余篇，医教研协同发展。
  - 3.同步国际一流的诊疗设备。**中心建院之初便已申报设备引进计划230份，完成6000余台（套）设备引进、安装及调试工作，引进设备总价值约10亿元；其中多台设备为国际领先、西北首台等。
  - 4.荣获认证接轨国际。**中心医院医疗质量与国际全面接轨，2021年5月，西安国际中心医院高分通过国际JCI认证；同年12月，加入妙佑医疗国际联盟。当前，中心医院三甲评审稳步推进。
  - 5.区域优势显著。**西安为省内医疗资源高地，拥有三甲医院数量过半；高新区科技经济实力雄厚，前景可期。从床位及收入体量来看，中心医院龙头地位确立，且位于高新发展片区，诊疗增量可期。
  - 6.诊疗量进入新高度，盈利时代将至，中长期收入端有望迈入百亿规模。**从月平均诊疗量来看，2024年3月平均日在院患者3611人；6月床位使用已达3500-3600张；至2024Q1外地患者占比39%。诊疗量持续攀升，规模效应下预计年内有望实现季度扭亏；中长期来看，中心医院有望向百亿级别收入规模迈进。
- 投资建议：**公司是西北综合医院运营集团，旗下“资深”高新医院经营稳健，盈利能力有望稳步提升；“百亿级”收入体量的中心医院发展进入快车道，诊疗量持续攀升，前景可期。考虑到宏观环境、疫后诊疗恢复情况等，我们适当调低公司2024-2026年业绩，预计公司2024-2026年的营收分别为51.41、61.52、75.24亿元，归母净利润为-2.30、-0.39、0.97亿元。维持“买入”评级。
- 风险提示：**业绩增长不确定风险；医疗行业政策不确定性风险；管理运营风险等。

## · 盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	2,921.13	2,710.96	4,617.87	5,140.61	6,151.94	7,524.45
同比增速(%)	81.78%	-7.19%	70.34%	11.32%	19.67%	22.31%
归母净利润(百万元)	-822.17	-1,176.68	-368.36	-230.17	-39.33	96.79
同比增速(%)	-1912.52%	-43.12%	68.69%	37.52%	82.91%	346.09%
毛利率(%)	1.49%	-6.57%	9.55%	11.75%	15.90%	17.42%
每股盈利(元), 摊薄	-0.36	-0.52	-0.16	-0.10	-0.02	0.04
ROE(%)	-15.4%	-27.7%	-9.43%	-6.29%	-1.09%	2.60%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 9 月 25 日收盘）

## 正文目录

<b>1. 国际医学：全科医疗稀有标的 .....</b>	<b>6</b>
1.1. 两次大剥离转型聚焦医疗服务主业 .....	7
1.2. 收入端快速增长，逐渐进入盈利时代 .....	7
<b>2. 高新医院：模式成熟运营稳健，盈利能力有望进一步提升 .....</b>	<b>10</b>
2.1. 深耕医疗 20 余载，服务能力辐射西北 .....	10
2.2. 满负荷运营仍维持较快增长，盈利能力有望进一步提升 .....	11
<b>3. 中心医院：盈利在望，中长期有望贡献百亿收入 .....</b>	<b>13</b>
3.1. 全科医疗强综合实力覆盖，有望持续提升患者粘性 .....	13
3.1.1. 1.严肃医疗与类消费医疗并举 .....	13
3.1.2. 特色专科：质子中心、IVF，资质稀缺，业绩增厚可期 .....	15
3.2. 专家荟集，医教研一体 .....	19
3.3. 软硬件配备国内外一流 .....	21
3.4. 荣获认证接轨国际，多重优势铸就品牌优势 .....	22
3.5. 区域优势显著，中心医院前景可期 .....	23
3.6. 盈利时代将至，中长期收入端有望迈入百亿级规模 .....	26
<b>4. 盈利预测 .....</b>	<b>28</b>
4.1. 盈利预测 .....	28
<b>5. 估值分析 .....</b>	<b>28</b>
5.1. 相对估值分析 .....	28
<b>6. 投资建议 .....</b>	<b>29</b>
<b>7. 风险提示 .....</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1 公司建成全生命周期医疗大健康平台 .....	6
图 2 公司旗下医院.....	6
图 3 公司两次大剥离转型聚焦医疗主业 .....	7
图 4 公司营业收入持续高增长 .....	8
图 5 公司单季度营收 .....	8
图 6 公司归母净利润增长强劲 .....	8
图 7 公司归母扣非净利润.....	8
图 8 公司四费率基本保持稳定 .....	9
图 9 高新医院发展主要历程 .....	10
图 10 高新医院门急诊量 .....	11
图 11 高新医院住院量及同比增速 .....	11
图 12 高新医院收入及同比增速 .....	12
图 13 高新医院净利润及净利率 .....	12
图 14 中心医院发展历程 .....	13
图 15 类消费医疗专科医院.....	15
图 16 中心医院质子中心 .....	16
图 17 IVF 技术分类及释义 .....	17
图 18 中美辅助生殖渗透率.....	18
图 19 中国辅助生殖服务市场 .....	18
图 20 国际、国家、省级以上学术常委以上职级人数 .....	20
图 21 中心医院核心期刊与主、参编及译著篇数 .....	20
图 22 中心医院于 2021 年获国际 JCI 认证 .....	22
图 23 中心医院成为妙佑联盟成员.....	22
图 24 国际医学医疗品牌影响力与就诊量有望呈正循环效应持续提升 .....	22
图 25 西安年末常住人口占比超三成 .....	24
图 26 2022 年西安三甲医院数占比过半.....	24
图 27 诊疗人次仍未恢复至疫前水平 .....	24
图 28 西安整体床位使用率仍有提升空间 .....	24
图 29 中心医院地处西安高新区 .....	25
图 30 中心医院门急诊量 .....	26
图 31 中心医院住院量及同比增速.....	26
图 32 最高日诊疗服务量达到新高度 .....	27
图 33 中心医院收入及同比增速 .....	27
图 34 中心医院净利润及同比增速.....	27
表 1 西安高新医院简况 .....	10
表 2 中心医院严肃医疗主要专科医院配置情况 .....	13
表 3 中心医院类消费医疗部分专科医院配置情况 .....	15
表 4 陕西省辅助医学生殖中心概况 .....	17
表 5 公司辅助医学生殖中心概况.....	18
表 6 中心医院积极吸纳军队医院和公立三甲医院的专家.....	19
表 7 中心医院重点科室优势突出，屡获国家级、省级认证 .....	20
表 8 中心医院医教研协同屡获新成果.....	21
表 9 中心医院同步国际领先医疗设备 .....	21
表 10 公司积极开拓医联体合作网络，区域影响力持续提升 .....	23
表 11 西安立体交通枢纽优势突出 .....	23

表 12 西安高新区发展主要事件 .....	25
表 13 2022 年西安市头部公立三甲医院经营情况梳理 .....	26
表 14 公司医疗业务收入假设 .....	28
表 15 可比公司一览.....	28
附录：三大报表预测值 .....	30

# 1.国际医学：全科医疗稀有标的

国际医学深耕医疗行业 20 余年，积累了丰富的医院建设、运营、管理经验。公司旗下拥有两家医院，分别是全国首家社会办三甲医院西安高新医院与全球超大单体医院西安国际医学中心医院，汇聚了中西部地区优质医疗专家资源和同步国际先进水平的医疗设备，构建了覆盖“严肃医疗+类消费医疗”的全生命周期高水平医疗健康服务平台，打造出了深耕西安，辐射中西部的综合医疗服务版图，已发展成为国内大型医疗健康集团之一。

图1 公司建成全生命周期医疗大健康平台



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图2 公司旗下医院



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 1.1. 两次大剥离转型聚焦医疗服务主业

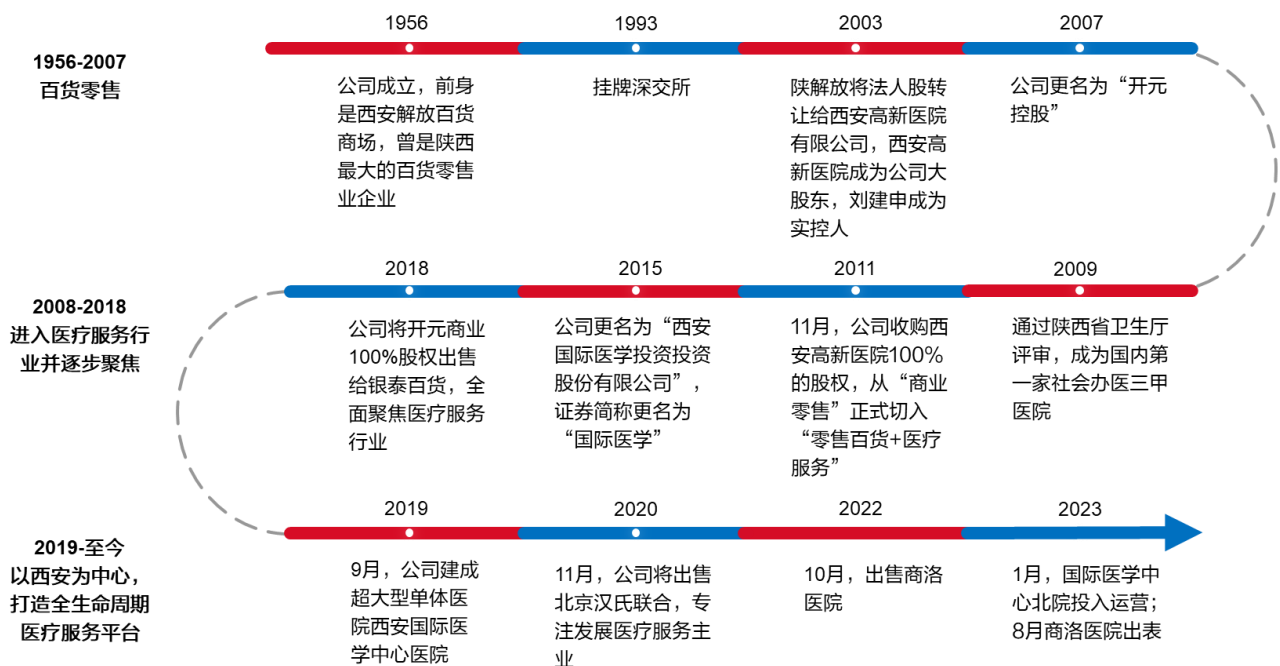
公司前身是西安市解放百货商场，曾是陕西省最大的百货零售业企业，先后经历三个发展阶段，当前聚焦于西安医疗主业。

**第一阶段：百货零售。**公司创建于 1956 年，于 1986 年改制，1993 年挂牌深交所。2003 年陕解放将法人股转给西安高新医院有限公司，西安高新成为公司大股东；2007 年，公司更名为“开元控股”。

**第二阶段：进入医疗行业并逐步聚焦。**2011 年 11 月公司收购西安高新医院 100% 的股权，从“商业零售”正式切入“零售百货+医疗服务”。2015 年，公司更名“国际医学”；2018 年 3 月，公司将开元商业 100% 股权出售给银泰百货，全面聚焦医疗服务行业。

**第三阶段：聚焦西安医疗行业。**2019 年 9 月，公司建成超大型单体医院西安国际医学中心医院。2020 年 11 月，公司出售北京汉氏联合生物技术，为公司专注发展医疗服务主业提供资金支持。2022 年 10 月，公司出售商洛国际医学中心医院，专注以西安为中心打造全生命周期医疗健康服务平台。2023 年 1 月，国际医学中心医院北院试运营。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3 公司两次大剥离转型聚焦医疗主业



资料来源：公司公告，东海证券研究所

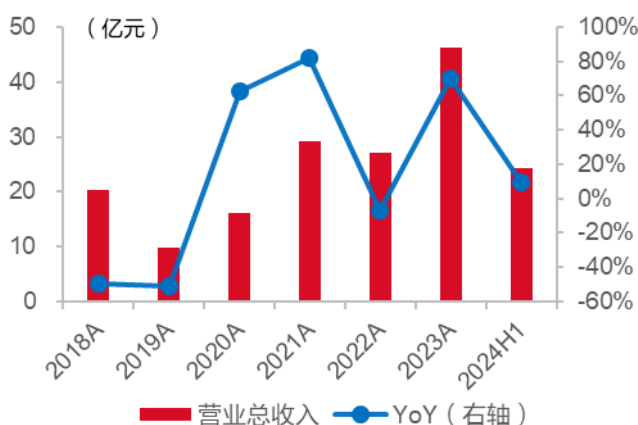
## 1.2. 收入端快速增长，逐渐进入盈利时代

**聚焦医疗主业，收入端高增长延续可期。**公司于 2018 年处置零售板块业务，自此专注医疗主业。2019-2023 年，公司营收从 9.91 亿元增长至 46.18 亿元，4 年 CAGR 为 46.93%，2020-2023 年营收同比增速分别为 62.17%、81.78%、-7.19%、70.34%，尽管 2022 年受停诊影响较大，整体来看收入端仍呈超高速增长。2024H1，公司实现营业收入 24.20 亿元，

同比增长 9.53%，增速相对放缓预期主要是去年同期高基数所致。分季度来看，公司收入端呈逐季增长态势。

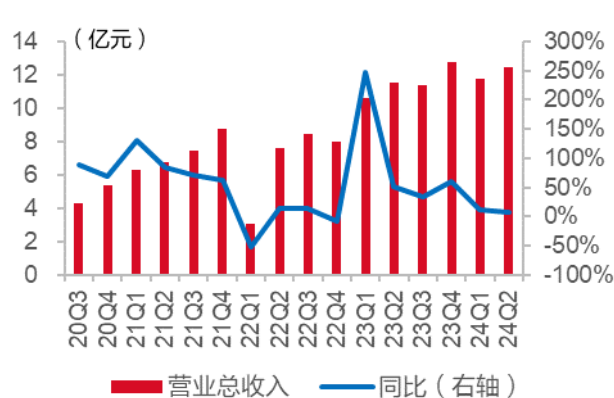
**亏损加速收窄，盈利时代将至。**公司利润端主要受疫情及高新医院二期、商洛医院及中心医院相继投入运营成本较大拖累，2023 年 8 月 22 日商洛医院已完成工商变更；剥离后除其他应付款外其他负债也将转让，公司资产结构将显著优化，每年利息费用及亏损相应减少，公司整体将加速扭亏。2023 年，公司归母净利润为-3.68 亿元（YoY+68.70%），扣非净利润为-4.99 亿元（YoY+55.55%）；2024H1，公司归母净利润为-1.74 亿元（YoY+21.89%），扣非净利润为-1.39 亿元（YoY+45.50%）。即使在成本端由于中心医院北院区投入运营增加的情况下，剔除商洛转让的非经常性损益后亏损仍呈大幅缩窄态势，整体来看，伴随诊疗量持续爬坡，公司营收快速增长，亏损有望加速收窄，年内有望度过单季盈亏平衡点，逐渐进入盈利时代。

图4 公司营业收入持续高增长



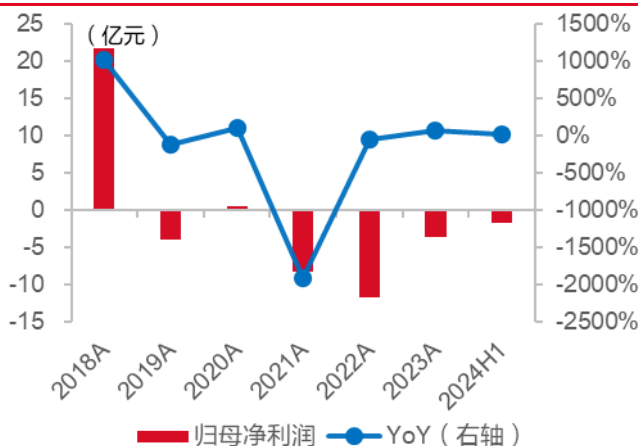
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 公司单季度营收



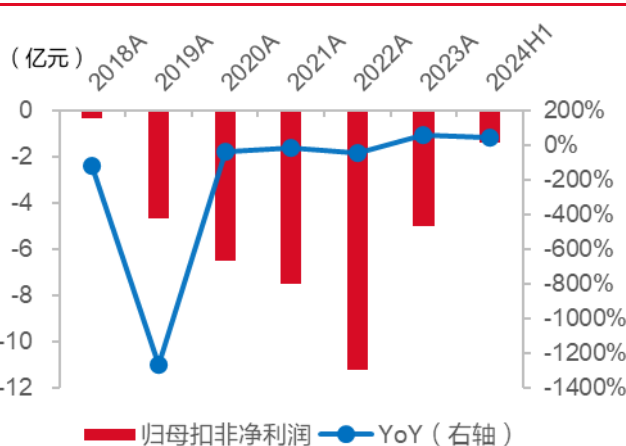
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 公司归母净利润增长强劲



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 公司归母扣非净利润

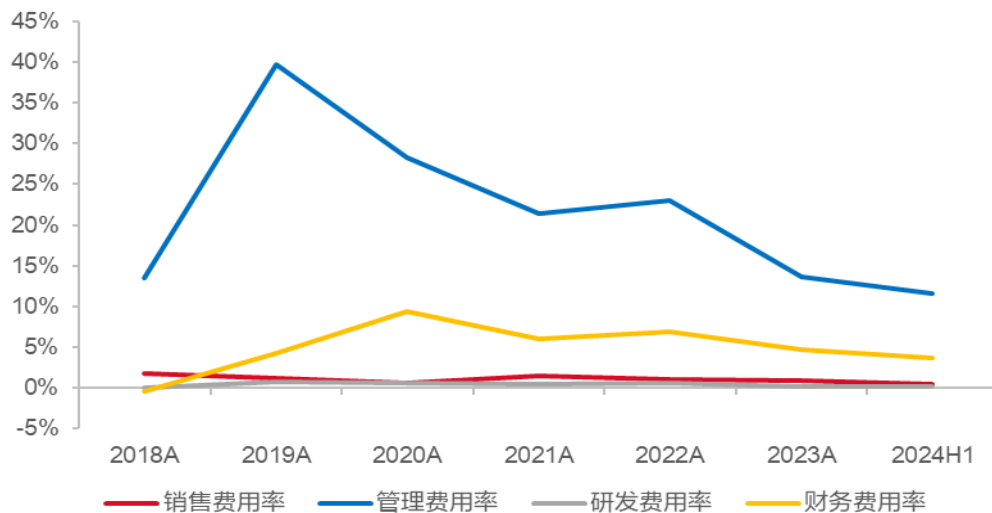


资料来源：Wind，东海证券研究所

**规模效应显现，费用率持续下降。**2023 年，公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.90%、13.60%、0.21%、4.66%，分别下降 0.11、9.45、0.36、2.29 个百分点；2024H1，公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.47%、11.52%、0.16%、3.66%，分别下降 0.18、1.56、0.16、1.37 个百分点。费用率均呈下降态势，规模效应持续体现。



图8 公司四费率基本保持稳定



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2. 高新医院：模式成熟运营稳健，盈利能力有望进一步提升

### 2.1. 深耕医疗 20 余载，服务能力辐射西北

**深耕医疗 20 余载，服务能力辐射西北地区。**西安高新医院成立于 2002 年，是全国首家社会办医三级甲等医院，2021 年成为美国妙佑医疗（Mayo Clinic）联盟成员医院。建院 22 年来，高新医院打造了 7 大专科病院、众多优势专科、10 个诊疗中心和 7 大危重抢救中心，合计拥有临床、医技科室 60 个，床位 1500 张。高新院区是高新区核心医疗资源之一，经过多年深耕，已经在区域内拥有享誉西北的影响力，据公司披露 2023 年第三季度高新医院外地患者就诊人数占比达 31.31%。

图9 高新医院发展主要历程



资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

表1 西安高新医院简况

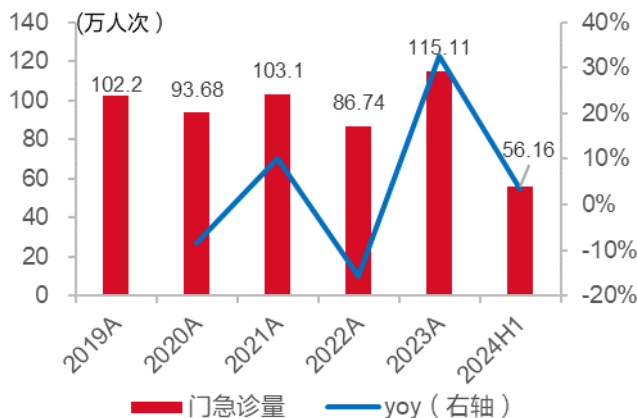
项目	内容
资质	国家三级甲等综合医院，是美国妙佑医疗国际（MayoClinic）医疗联盟成员医院
面积	占地面积 5.65 万平方米，建筑面积 17 万平方米
床位	设置床位 1500 张（一期 808 张，二期 692 张）
科室	设有临床、医技科室 60 个
员工人数	工作人员 2350 人，其中卫生技术人员 2041 人，卫生技术人员中高级职称 283 人、中级职称 645 人；有博士、硕士 198 人
优势科室及相应资质	神经内科（国家临床重点专科建设项目、陕西省优势医疗专科、西安市医学优势专科）、心血管外科、普外科（省级医疗特色专科）、急诊医学科（陕西省临床重点专科培育项目）；妇产科（妇科、产科）、医学影像科为西安市医学优势专科。生殖医学科夫精人工授精技术通过陕西省卫健委正式运行准入；体外受精-胚胎移植及卵胞浆内单精子显微注射技术获得试运行资质
设备设施	医院配置了达芬奇手术机器人、PET/CT、SPECT/CT，128 排 256 层、64 排、40 排、16 排螺旋 CT，1.5T、3.0T 磁共振系统，高能直线加速器系统、大孔径模拟定位 CT、单板双板 DSA、单板双板 DR、数字化乳腺 X 射线摄影系统、双能 X 射线骨密度仪、自动化药房、负压救护车、心肺流转系统（ECMO）、心脏 OCT、全飞秒手术系统、准分子激光手术系统，心脏、腹部四维彩超，海博刀高频治疗系统，高清电子鼻窦镜、支气管镜、电子胃镜、电子十二指肠镜、电子结肠镜、电子宫腔镜、电子腹腔镜，钬激光治疗系统、高级全科手术显微镜、超声内镜、高档口腔综合治疗台等。全院万元以上医疗设备 3028 台（件），总价值约 6.2 亿余元

资料来源：公司公告，西安国际医学高新医院官网，东海证券研究所

## 2.2. 满负荷运营仍维持较快增长，盈利能力有望进一步提升

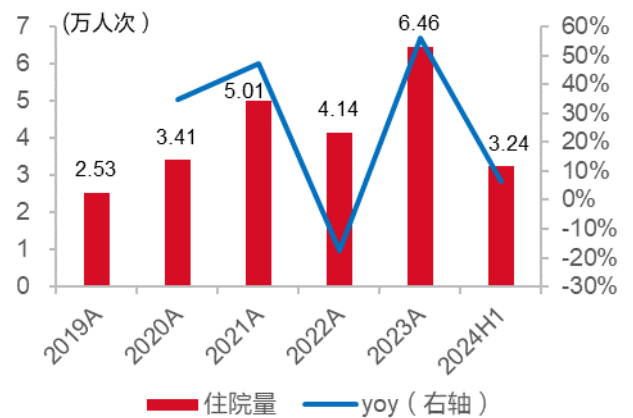
高新医院扩建以来诊疗量快速增长，床位再次进入满负荷运营状态。剔除 2022 年受停诊因素影响，2019-2021 年期间，高新医院年均门急诊量为 99.66 万人次；2023 年医院逐步恢复常态化运营，门急诊量迅速回升至 115.11 万人次，创历史新高。住院量方面，高新医院在 2017 年日均在院患者已突破 1000 人次，超过核定床位数 808 张，已超负荷运营；2020 年底新住院楼投入使用，2019-2021 年住院量从 2.53 万人次增长至 5.01 万日次，复合增速为 40.72%。2023 年住院量快速增长至 6.46 万人次，同比增速为 56.0%；最高日门急诊服务量 4952 人次；最高日在院患者 1865 人，已超过规划床位数 1500 张，预期常态化运营下，高新医院将维持满负荷运营状态。

图10 高新医院门急诊量



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图11 高新医院住院量及同比增速



资料来源：公司公告，东海证券研究所

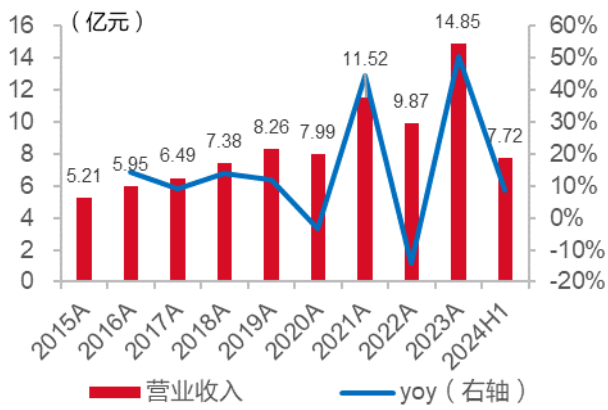
床位满负荷下收入仍能维持较快增速，盈利能力仍有显著提升空间。高新医院发展主要经历三大阶段：

**1) 纵观高新医院发展历史，早期（仅一期投入运营）床位满负荷下仍然保持了快速增长，净利率水平较高，均值约 14%。**2015-2019 年间，高新医院的业绩稳步增长，收入从 5.21 亿元增长至 8.26 亿元，复合增速为 12.21%；净利润由 0.72 亿元增长至 1.17 亿元，复合增速达 12.77%；净利率均值为 13.92%。

**2) 扩张（二期床位投入运营后），受疫情防控、停诊等因素干扰，业绩波动较大。**2020 年起受疫情防控影响拖累，收入小幅下降（YoY-3.27%）；2021 年新床位全部投入运营后，收入快速增长（YoY+44.18%）；2020-2021 年虽受疫情及转固摊销增加等因素影响，仍维持盈利。2022 年受到停诊一季度影响，业绩下降显著，净利润由正转负，亏损 0.59 亿元。

**3) 常态运营下，收入端稳健增长，盈利能力仍有显著提升空间。**2023 年起，高新医院恢复常态运营，收入快速增长至 14.85 亿元（YoY+50.48%）；归母净利润增长至 0.70 亿元；净利率为 4.69%。2024H1 高新医院盈利能力进一步提升，实现收入 7.72 亿元（YoY+8.69%）；归母净利润增长至 0.49 亿元；净利率为 6.40%。预计高新医院诊疗量将维持满负荷运营状态，考虑到运营效率仍有提升空间，净利率有望逐步提升至新院投入前水平。

图12 高新医院收入及同比增速



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图13 高新医院净利润及净利率

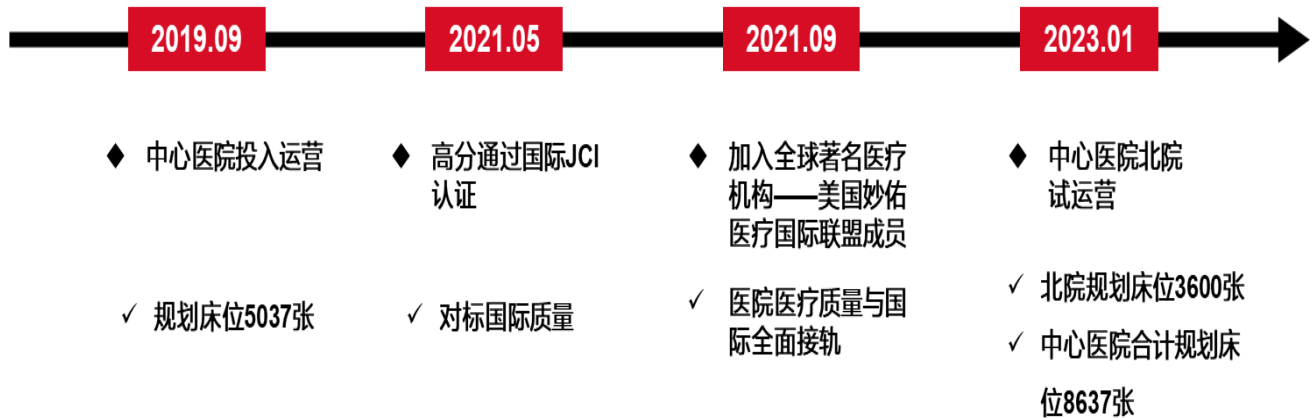


资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 3.中心医院：盈利在望，中长期有望贡献百亿收入

按照三甲标准建成的国内超大型单体综合医院。2019年，按照三级甲等医院标准建设的综合医院西安国际医学中心医院建成，规划床位 5037 张。2023 年 1 月以类消费医疗+特色专科为主的北院区开始试运营，中心医院成为国内超大型单体综合医院，床位合计 8637 张。中心医院拥有西北地区一流的软硬件实力。

图14 中心医院发展历程



资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 3.1.全科医疗强综合实力覆盖，有望持续提升患者粘性

#### 3.1.1.1.严肃医疗与类消费医疗并举

中心医院提供全科医疗服务，能够满足患者多层次、多样化的医疗需求，强大的医疗实力及综合医疗的便利性凸显。**严肃医疗专业实力雄厚**。中心医院的严肃医疗方向主要有脑科、心血管、消化、胸科、肿瘤、血液病、内分泌与代谢病、泌尿病八大专科医院及眼科、口腔、耳鼻喉等综合门诊科室。中心医院的严肃医疗优势明显，专业实力雄厚：1) 亚专业齐全，学科建设完善；2) 学科队伍实力雄厚，与国外多家知名医院开展多项合作交流，并在多方面取得引领性医疗技术成果；3) 配备有国际上最先进的设备。**类消费医疗协同互补**。中心医院的类消费医疗方向主要有康复、儿童、产科、整形、精神心理、老年病、中医、神经慢病等专科医院及相关科室。

表2 中心医院严肃医疗主要专科医院配置情况

专科医院	科室配置	人员配置	设备配置
心脏病医院	心脏内科设心内科及ICU在内共6个护理单元；心脏外科设心外ICU、心外病区；心脏介入诊疗中心（心导管室3间）；另有外科手术室5间、杂交手术室、达芬奇机器人手术室、心电检查中心、心电监测及远程会诊中心、随访中心及门急诊，目前开设内科门诊8个，外科门诊2个，隔离诊室1个，病区总床位300余张	共有医护人员230余人，有院长1人，副院长3人，其中主任医师5人，副主任医师17人，博士10人，硕士37人。技术骨干均来自西京、唐都、兰州军区总医院等国内大型三甲医院	配备各类相关国际领先的诊疗设备，引进了全球最新一代达芬奇手术机器人Xi在内的心脏手术尖端设备，其中多种设备均为我国西部地区首次引进

<b>胸科医院</b>	<p>设有胸科门急诊、介入肺脏病学中心、睡眠呼吸疾病中心、变应原免疫治疗中心、肺功能检查中心、胸科超声 6 个检查中心。住院部设 4 个内科病区、3 个外科病区、1 个 RICU、1 个外科 ICU，<b>总床位 546 张</b></p>	<p>现有人员 252 人，其中高级职称 16 人，中级职称 34 人。医师系列中有博士研究生导师 2 人，硕士研究生导师 5 人。核心成员来自于西京医院呼吸内科和唐都医院胸外科</p>	<p>介入肺脏病学中心配备 LungPro 导航系统及相关内镜诊疗设备；胸外科配置了 Da VinciS 机器人手术系统及相关手术设备</p>
<b>消化病医院</b>	<p>设消化门诊、西北规模最大的内镜诊疗中心、消化介入诊疗中心、超声诊疗中心、消化 ICU、急诊介入治疗中心和杂交手术室，总体建筑面积超 30266 平米，<b>设床位 500 余张，目前展开 334 张</b></p>	<p>专业技术人员 220 人，博士生导师 2 人，硕士生导师 8 人，享受国务院政府特殊津贴专家 2 人，973 首席科学家 1 人等，担任国际国内权威组织医学学术任职的专家教授 8 人</p>	<p>配备国际先进的各种胃肠腹腔镜及胆道碎石仪，CUSA，射频消融仪，双极射频止血系统等相关消化道高端诊疗设备；引进奥林巴斯、爱尔博、飞利浦等多款国际高端内镜设备及内镜清洗消毒设备</p>
<b>内分泌代谢病医院</b>	<p>内分泌已挂牌国家标准化代谢性疾病管理中心(MMC)；通过国家药物临床实验机构(GCP)资格认证；开放床位 45 张。 风湿免疫科设立床位 45 张。 营养科主要负责全院病人的营养诊疗工作</p>	<p>内分泌医护 28 人，其中副主任医师 3 名，主治医师 5 名，住院医师 6 名，其中硕士 5 人。 风湿免疫科医护有 14 人，其中硕士 3 人，本科 11 人。 营养科有医护 8 名，医师中研究生学历占 80%</p>	<p>内分泌科拥有医院血糖管理及监测系统、25 台美敦力胰岛素泵、1 台免散瞳眼底照相机等多项与糖尿病及其并发症诊治相关的技术支持设备；风湿免疫科配有体外冲击波治疗仪，红外偏振光治疗仪；营养科有人体成分分析仪和实物仿真模型</p>
<b>血液病医院</b>	<p>由淋巴瘤、骨髓瘤与疑难杂症、髓系白血病专科、造血干细胞移植中心、门诊以及实验室临床诊断中心组成，<b>住院病区床位 156 张，干细胞移植中心层流床位 24 张</b></p>	<p>医护及科研人员 93 余人。成员主要来自第四军医大学附属医院等三甲医院，汇集了国内多位知名血液病专家教授</p>	<p>配备美国 COBE 血细胞分离机、荧光显微镜、血细胞冻存仪等高端仪器设备；实验室拥有 PCR 基因检测、基因测序和 CTC 肿瘤细胞检测等各种先进诊断平台。</p>
<b>肿瘤医院</b>	<p>设有瘤内科、肿瘤放疗科、日间化疗中心、甲乳外科、肿瘤 ICU 及肿瘤疼痛病房等；<b>病床 800 张</b></p>	<p>专业医师 86 人，其中高级职称 16 人，二级教授和名医 1 人，副教授 3 人，担任多个国家级专业委员会副主委或常委者 3 人，博士生导师 1 人，硕士生导师 2 人，博士 5 人，硕士 40 人</p>	<p>配备飞利浦 Big Bore 大孔径 CT 模拟定位机、医科达 Synergy 直线加速器、安珂(EnCor)真空辅助全自动乳腺微创切切系统等高端诊疗设备</p>
<b>妇科肿瘤医院</b>	<p>设有普通诊室 3 个、专家诊室 1 个、VIP 诊室 1 个；<b>住院部前期开展一、二病区(现开放床位 100 张，逐渐扩展三病区，床位至 200 张)</b></p>	<p>现有医护人员 57 人</p>	<p>拥有达芬奇机器人、腹腔镜、宫腔镜、电子阴道镜、Leep 刀、超声刀、海扶刀(聚焦超声)、海极星超声波妇科治疗仪、臭氧冲洗仪、盆底康复治疗仪等一大批先进设备</p>
<b>骨科医院</b>	<p>内设脊柱外科、关节外科、创伤骨科、骨肿瘤科、手显微外科、运动医学科、足踝外科、小儿骨科、中医骨伤科、骨内科等专业特色病区；设置 1050 张床位</p>	<p>骨科医院现有教授、博士研究生导师 3 人。共有医师 38 人，其中主任医师 5 人，副主任医师 10 人，主治医师与住院医师 23 人，全部医师均为硕士以上研究生学历</p>	<p>配备了超声骨刀、术中 CT 机、骨科机器人、德国 Joimax 全可视椎间孔镜、骨科 3D 打印机、关节镜、肌电神经监护系统等，可满足各类骨科疾病患者的诊疗需求</p>
<b>放射治疗中心</b>	<p>由放射治疗诊区(建筑面积约 6700 平米)及肿瘤五病区(建筑面积约 2000 平米)组成，<b>展开床位 45 张</b>。 获得放射外科手术机器人 CyberKnife(射波刀)、螺旋断层放射治疗系统(TOMO)的配置许可；是西北地区唯一获得质子放射治疗系统准予许可的机构</p>	<p>专业技术人员 46 名，其中医生 14 名，高级职称 4 名，中级职称 2 名，初级职称 8 名，其中博士 1 名，硕士 10 名。90%的专业技术人员来自大型三甲医院</p>	<p>配备西北首台瓦里安 Halcyon 高端医用直线加速器、全球唯一整合最先进的机器人技术和智能影像实时监控/追踪系统的全身立体定向 X 射线放射外科治疗设备放射外科手术机器人 CyberKnife(射波刀)等多项国际化先进的高端治疗设备</p>
<b>脑科医院</b>	<p>西北地区目前规模最大、设备最先进、综合实力最强、服务理念最领先的脑科医院。由神经内科和神经外科组成，神经内科下设三个病区；神经外科共有 4 个病区、2 个 ICU，并开设专科专病门诊，共计 <b>400 余张床位</b></p>	<p>神内有医护人员 79 人，医疗组高级职称 5 人，中级职称 15 人，初级职称 59 人；神外有医护人员 109 人</p>	<p>配备复合手术室、大型 DSA、ROSA 机器人、神经导航系统、全高清神经内镜系统、最先进的 ZEISS KINEVO 900 机器人辅助手术显微系统等国际上最先进的设备</p>

<b>泌尿病医院</b>	肾脏内科由门诊、肾脏内科病区、血液净化中心、腹膜透析室等组成的专业科室；拥有 <b>35 张病床</b> ；血液净化中心由血液透析组和 CRRT 组两部分组成； <b>暂开展透析床位 17 张</b> ；泌尿外科涵盖泌尿与男性生殖系肿瘤在内的 6 个亚专科；综合门诊面积近 1000 平方米； <b>目前病房开设床位 69 张</b>	肾脏内科有医师 17 人，其中副高级职称 1 人，中级职称 5 人，硕导 1 人，硕士 11 人；血液净化中心有医护 32 人，其中医生 5 人，主任 1 名，主治 1 人；泌尿外科有 40 人，其中主任医师 1 人，副主任医师 3 人；硕导 2 人；博士后 1 人，博士 2 人、硕士 7 人	肾脏内科配备彩超机、腹膜透析机在内的各类诊疗设备等，配置齐全。血液净化中心配备有国际先进的德国费森尤斯 4008S 血液透析机、5008S 血液透析滤过机和德国进口费森尤斯的水处理系统及世界上最先进的 CRRT 机 6 台
--------------	---	---	---

资料来源：西安国际医学中心医院官网，东海证券研究所

表3 中心医院类消费医疗部分专科医院配置情况

专科医院	科室配置	人员配置
<b>儿童医院</b>	设小儿内科、小儿外科、儿童保健科、预防接种科、少儿体检中心； <b>设 600 张床位</b> 。	学科带头人及其专业骨干均具有国内一流大学附属医院或著名三甲儿童医院 10-30 年的工作经历，云集多名知名专家，具有海内外的博士、硕士、中、高级以上技术职称的主任医师、副主任医师、教授、副教授。
<b>产科医院</b>	初期开展床位 <b>30 余张</b> ，其中 2 张为 LDRP 病房。	有医护人员 43 名，其中医生 18 人，护理人员 25 人(其中助产士 9 人)；高级职称 5 人，中级职称 18 人，医学博士学位 1 人，医学硕士学位 2 人。
<b>康复医院</b>	<b>暂设病床 900 张</b> ，现已经开设儿童康复科、神经康复科、运动康复科、心肺康复科及康复评定治疗部。拟开设学科 20 余个。	人员 80 余人，其中高级职称人员 10 人，医师 27 人，护士 23 人，康复治疗师 32 人。

资料来源：西安国际医学中心医院官网，东海证券研究所

图15 类消费医疗专科医院



资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 3.1.2. 特色专科：质子中心、IVF，资质稀缺，业绩增厚可期

#### 1) 质子中心

作为西北地区首个获得质子放疗系统许可的机构，中心医院肿瘤放疗领域先发优势确立。西安国际医学中心医院质子中心在建项目立项、建设方面均取得突出成就，是西北地区质子治疗领域的“重点工程”。2020年10月27日，医院获得国家卫健委颁发的《质子放射治疗系统配置许可》，是甲类大型医用设备“十三五”规划中西北唯一一家和全国第六家获批医疗机构。2022年9月25日，质子中心项目开工建设。总建筑面积1.41万平方米，地上一层，地下两层，集合了质子治疗中心、硼中子治疗中心和第四类标准核药中心。2023年10月25日，质子中心全面封顶，同时，质子治疗系统核心部件——回旋加速器在生产厂成功出束。西安国际医学中心医院成为西北地区唯一获得质子放射治疗系统准予许可的机构。2024年6月，质子治疗中心项目完成吊装，此次吊装的是世界顶尖制造商瓦里安公司最新一代ProBeam 360度质子治疗系统，该系统能够提供全面整合的调强质子治疗（IMPT），以超导回旋加速器、360度旋转机架以及高速笔形束扫描技术领先业内，是目前世界最顶尖的质子治疗系统之一。中心医院在肿瘤放射治疗领域取得领先优势。

**图16 中心医院质子中心**



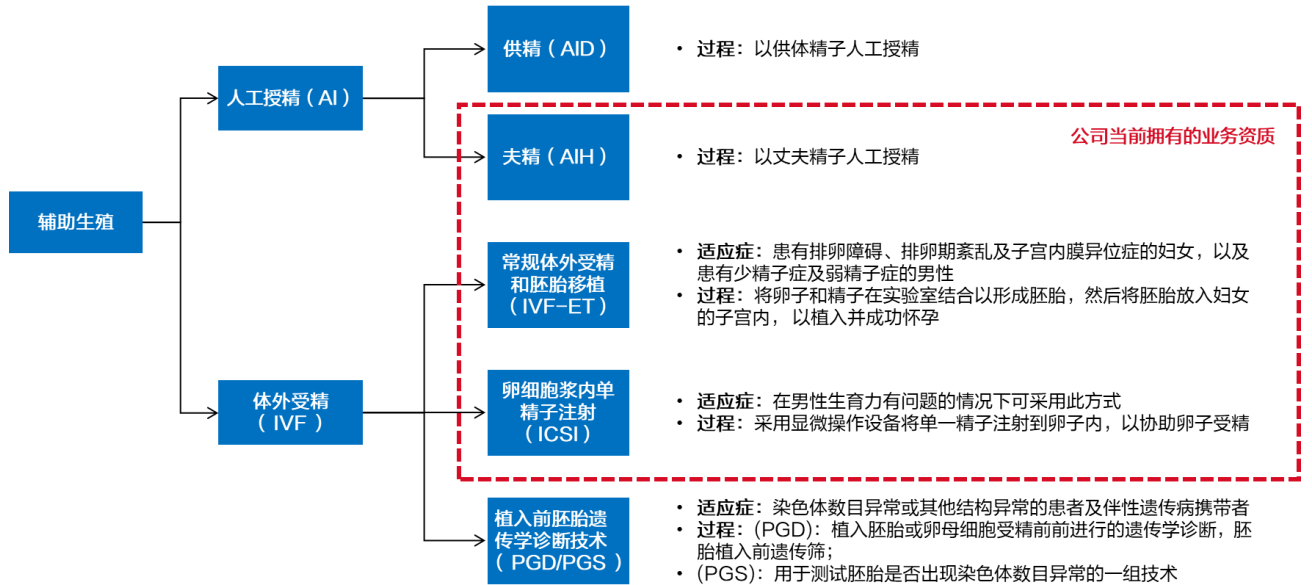
资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 2) IVF

**IVF 资质稀缺，准入门槛高，公司特色专科医疗布局再下一城。**我国的辅助生殖服务市场受严格监管，辅助生殖服务提供者必须分别获得 AID、AIH、常规 IVF-ET、透过 ICSI 进行 IVF 及 PGD/PGS 的五类批准证书。该等证书通常相继地发出，先获发 AIH 等证书，执业若干年后方获发透过 ICSI 进行 IVF 等较复杂的证书。如服务提供商未能通过政府审批机构定期进行的验证程序，证书或会被撤销。截至 2024 年 1 月，陕西省共有 10 家辅助生殖医学机构，7 家在西安，6 家医疗机构具备 IVF 执业资格。公司辅助生殖医学项目获批开展常规体外受精胚胎移植及卵胞浆内单精子显微注射技术（IVF/ICSI-ET），该中心具备每年 4 万例 IVF 周期运行能力，将成为国内规模最大的生殖医学中心之一。据《陕西省卫健委办公室关于印发陕西省人类辅助生殖技术配置规划（2021-2025 年）的通知》中披露，将规划新增 10 所辅助生殖机构。到 2025 年，全省辅助生殖机构总量不超过 20 所（不包括人类精子库），辅助生殖整体牌照依旧稀缺。



图17 IVF 技术分类及释义



资料来源：锦欣生殖招股说明书，公司公告，东海证券研究所

表4 陕西省辅助医学生殖中心概况

序号	医疗机构名称	准入技术	运行状态	地点
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	西安市
		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	常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行	西安市
		卵胞浆内单精子显微注射技术(ICSI)	正式运行	
3	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	西安市
		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	西安市
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行	
5	陕西中医药大学附属医院	夫精人工授精技术 (AIH)	试运行	咸阳市
		夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行	
6	西安高新医院	常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	试运行	西安市
		卵胞浆内单精子显微注射技术(ICSI)	试运行	
7	西安安琪儿妇产医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行	西安市
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	试运行	
		卵胞浆内单精子显微注射技术(ICSI)	试运行	
8	宝鸡市妇幼保健院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行	宝鸡市
9	西安交通大学医学院 第二附属医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行	西安市
		夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行	
10	延安大学附属医院	夫精人工授精技术 (AIH)	试运行	延安市

资料来源：陕西省卫健委官网，东海证券研究所（名单为陕西省卫健委 2024 年 1 月发布）

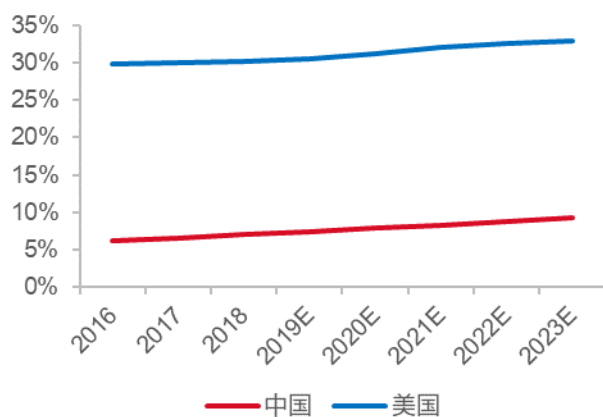
表5 公司辅助医学生殖中心概况

项目	内容
服务能力	每年4万例IVF周期运行能力
人员配备	现有专职医务人员9人，外加首席专家1名，高级职称3人，博士1人，硕士2人。所有医、护、技人员均有多年从业经验
专业设备	西门子和日本阿洛卡彩色B超、精液分析仪(西班牙)、CO <sub>2</sub> 培养箱(日本ASTEC)、CO <sub>2</sub> 浓度检测仪(英国Grant)、离心机(德国Eppendorf)、激素测定仪(法国梅里埃)、生物显微镜(日本尼康)、精子计数板(以色列)、恒温培养箱(美国)、冷冻精液储存罐(美国MVE)
开展项目	1.夫精人工授精技术； 2.男女不孕不育诊疗； 3.胚胎停育和自然流产等不良孕产史患者筛查； 4.与生育相关的妇科内分泌疾病：如多囊卵巢综合征、月经紊乱、高泌乳素血症、排卵障碍等； 5.男性少、弱、畸形精子症诊治； 6.与生殖相关的性功能障碍、生殖系统疾病； 7.用于人工授精技术的精液冷冻和复苏； 8.监测排卵； 9.育龄女性卵巢功能的评估； 10.优生指导和生殖健康指导； 11.精液常规、形态分析、DNA碎片检测、精浆生化等男科检查项目 12.夫妻孕前检查，婚前检查；

资料来源：西安国际医学高新医院官网，东海证券研究所

**辅助生殖需求持续增长，市场空间广阔。**由于首次生育平均年龄上升、不健康生活方式以及环境因素所致，不孕症愈发普遍，我国辅助生殖服务市场持续快速增长。2021年7月20日，国务院发布了《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，进一步落实三孩生育配套政策，规范人类辅助生殖技术应用，强化规划引领，严格技术审批，建设供需平衡、布局合理的人类辅助生殖技术服务体系，鼓励生育逐渐成为我国的基本政策。根据弗若斯特沙利文预测，2023年我国不孕症患病率预计为18.2%，辅助生殖服务市场预计达到75亿美元，渗透率预计为9.2%。伴随二孩、三孩政策持续推进，我国辅助生殖渗透率有望持续提升，市场空间广阔。

图18 中美辅助生殖渗透率



资料来源：锦欣生殖招股说明书，东海证券研究所

图19 中国辅助生殖服务市场



资料来源：锦欣生殖招股说明书，东海证券研究所

**三孩政策与晚婚晚育提升辅助生殖需求，各地医保助力需求释放。**随着不孕不育率的逐步攀升，三胎政策放开以及辅助生殖等相关支持政策助力，辅助生殖的市场空间有望持续快

速增长。2022年7月25日，国家卫健委等17部门联合印发《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》，首次明确要将辅助生殖技术项目按程序纳入医保基金支付范围。当前各地积极探索相应医保报销方式，多地辅助生殖促进政策陆续落地。

### 3.2. 专家荟集，医教研一体

**汇聚西北地区优势医疗人才资源，为医院发展提供强力支持。**1) 军改东风吹起，助力专家荟集：2018年，《关于军队和武警部队全面停止有偿服务活动的通知》及《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》两部文件发布，明确将全面停止一切军队有偿服务项目，对于国家赋予的医疗、科研等社会保障任务，以及国家指令性任务，纳入军民融合发展体系。2019年建院之初，中心医院便已广纳贤才，积极吸纳军队医院和公立三甲医院的国内名医、三级以上教授、国家突出贡献的中青年专家及享受政府特殊津贴专家，拥有各学科带头人为核心的人才队伍，人才优势突出。其中，从知名三甲医院、部队医院引进的占85%。2) 持续丰富人才储备。经过四年多的运营及扩充，中心医院医生系列中具有高级技术职称的人员占23%，硕士、博士学历人员已经超过50%，硕、博研究生导师100余人，国家级、省级以上各专业学会中现（曾）担任主委、副主委、常委500余人次。当前，中心医院汇聚了众多三甲医院各学科领域领军或优秀人才，为中心医院的发展提供强有力的支撑。

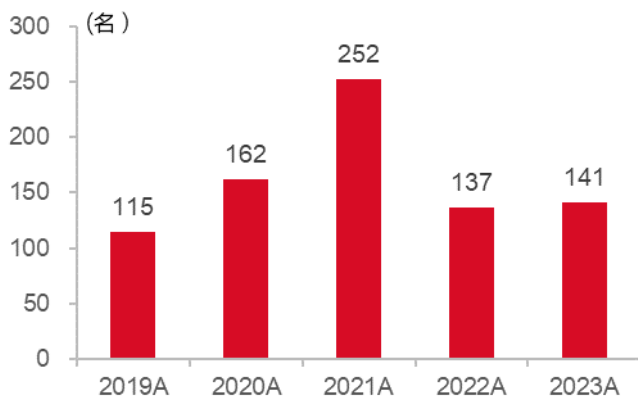
**表6 中心医院积极吸纳军队医院和公立三甲医院的专家**

专科医院	院长主要履职经历
心脏病医院	王海昌，原第四军医大学西京医院心内科主任、唐都医院心内科原主任
胸科医院	吴昌归，原第四军医大学西京医院呼吸内科主任、医院专家组成员
消化病医院	韩国宏，原空军军医大学西京医院消化病医院消化介入科主任
血液病医院	梁英民，原第四军医大学唐都医院血液科主任
肿瘤医院	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	高国栋，原第四军医大学唐都医院脑科医院院长
妇科肿瘤医院	王海琳，原甘肃省人民医院妇产科主任
康复医院	张正湘，副院长，原陕西省康复医院副院长
骨科医院	贺西京，原西安交大精准医疗研究院骨与生物材料研究所所长、原第二附属医院院长

资料来源：西安国际医学中心医院官网，东海证券研究所

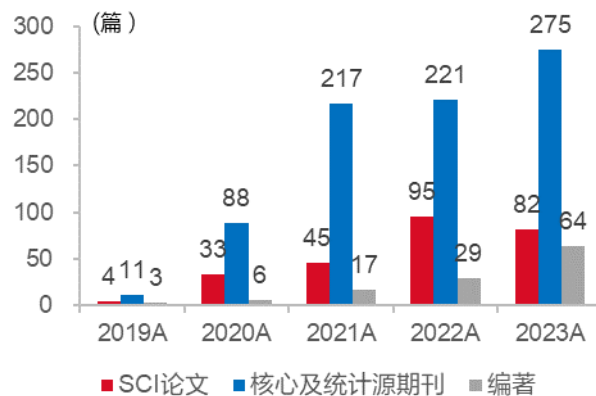
**医教研一体，学术能力持续打磨，行业影响力稳步增强。**中心医院拥有众多国际、国家、省级以上行业学术委员会成员，其中担任主委、副主委、常委人次持续增长。同时是西北大学、陕西中医药大学附属医院、温州医科大学教学医院。每年承担大量临床教学、研究生教育和继续教育任务，并持续为医院发展培养输送专业人才，每年发表大量专业学术论文，申报开展多项国家级、省市级科研项目，举办具有国内外行业影响力的专业学术会议。

图20 国际、国家、省级以上学术常委以上职级人数



资料来源：公司公告，东海证券研究所（不完全统计，统计数包含公告中已明确披露的国际、国家、省级以上主委、副主委、常委人数）

图21 中心医院核心期刊与主、参编及译著篇数



资料来源：公司公告，东海证券研究所

**重点专科优势突出，医教研协同技术水平高超。**中心医院多个学科为国家、省、市级的重点和优势专科，在急危重症救治、罕见疑难疾病诊疗、介入诊疗、微创手术、肿瘤综合治疗、整复技术、3D 打印技术、细胞治疗等方面具有区域领先、国内先进、国际一流水平。

表7 中心医院重点科室优势突出，屡获国家级、省级认证

级别	获得认证/资质
国际级	美国心脏协会小血栓急救培训中心
	国家冠心病介入、心律失常介入、结构性心脏病介入培训基地
	国家结肠镜规范化培训项目优秀示范基地
	国家卫健委能力建设和继续教育神经外科建设中心和神经介入建设中心
	国家卫健委人才交流服务中心医疗护理品培训基地
	国家 PCCM 规范化建设三级医院优秀单位
	国家放射与治疗临床医学研究中心核心单位
	国家卫健委、国家药监局批准的药物临床试验机构、质子放射治疗机构
	国内首家在核医学科建设的 DSA 介入中心
	钇 90 微球治疗特许准入规范
国家级	心衰中心获得国家心衰中心总部认证
	创伤中心获准成为“中国创伤救治联盟创伤救治中心建设单位”
	肿瘤医院获批“全国规范化肿瘤营养示范病房”
	呼吸与危重症医学科通过“全国慢性气道疾病规范化管理建设项目”评审
	精神心理病院已被国家及省卫健委评为住院医师规培基地
	呼吸与危重症医学科获批国家 PCCM 科规范化建设三级医院优秀单位
	肿瘤内科荣获陕西省临床重点专科建设项目认证
省级	卒中中心获陕西省卒中中心授牌
	肿瘤二科获陕西省抗癌协会“CINV 规范化治疗示范病房”称号
市级	消化内科荣获西安市临床重点专科建设项目认证

资料来源：公司公告，东海证券研究所

**表8 中心医院医教研协同屡获新成果**

科室	新技术/新项目	级别
骨科	3D 打印可动人工颈椎假体置入治疗脊髓型颈椎病手术	世界首例
神经外科	经鼻蝶神经内镜三脑室底造瘘治疗脑积水手术	世界首例
心脏内科	保留左侧锁骨下动脉的主动脉腔内隔绝术心脏腔内超声指导下左心耳封堵术	国际首例
-	可活动人工颈椎植入术	国际首创
心脏外科	心肌桥旁路移植手术	国际首创
心脏外科	经股导管主动脉瓣置换术主动脉腔内隔绝术	国内首例
-	达芬奇手术总量	全国前列
-	基于 KV 正交式图像引导定位下的头部伽玛刀分次治疗	国家级
-	机器人辅助腹腔镜下侧腹壁悬吊术	国家级
-	经皮经肝/脾穿刺门静脉血管定位标记技术	国家级
-	基于 CYP2C19 基因多态性检测的伏立康唑个体化用药新策略	国内先进
泌尿外科	经直肠高能聚焦超声前列腺癌消融术	西北首例
心血管外科	人工心脏微创植入术	西北首例

资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 3.3.软硬件配备国内外一流

**同步国际一流的诊疗设备。**中心医院建院之初便已申报设备引进计划 230 份,完成 6000 余台(套)设备引进、安装及调试工作,引进设备总价值约 10 亿元。西北首台质子放射治疗系统于 2022 年 9 月开工建设,总建筑面积 14005 平方米。医院拥有西部规模超大的高压氧治疗中心、现代水疗中心、音乐疗愈中心,整个康复训练治疗区,总面积已超过 1 万平米。

**表9 中心医院同步国际领先医疗设备**

设备	级别
蔡司 ZEISS KINEVO 900 机器人手术显微镜	全国首台
西门子 MAGNETOM SKyra 3.0T 术中磁共振成像设备 (MRI)	西北首台
西门子“准 7T” MAGNETOM Prisma 3.0T 磁共振成像设备 (MRI)	西北首台
飞利浦 Ingenia 3.0T MR-RT 放疗定位磁共振设备	西北首台
卒中救护车	西北首辆
SORZE ICG 荧光 3D 高端腹腔镜	西北首套
飞利浦 IQONSpectral 计算机断层扫描成像系统 (CT)	西部首台
瓦里安 Halcyon (速锐) 智慧放疗系统	西部首台
西门子 SORZE ICG 超高端双源计算机断层扫描成像系统 (CT)	陕西首台
第四代达芬奇手术机器人	国际先进
医疗救援直升机	-

资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 3.4. 荣获认证接轨国际，多重优势铸就品牌优势

**中心医院医疗质量与国际全面接轨，三甲评审稳步推进。**2021年5月，西安国际中心医院高分通过国际JCI认证，JCI认证是美国医疗机构评审联合委员会国际部（The Joint Commission）专门为协助世界各国最优秀的医院融入国际质量评审和保险系统而设计的认证体系，是国际上最为推崇的医院质量标准。同年12月，国际医学中心医院加入全球著名医疗机构——美国妙佑医疗国际联盟成员医院。妙佑医疗国际和联盟成员之间进行临床、教育、研究合作，便于成员分享知识，以改善世界各地的医疗护理服务水平。至此，中心医院获得国际顶尖医疗机构认证，医疗质量与国际全面接轨。当前，中心医院已制定《创建三级甲等医院实施方案》等系列文件，全面启动三甲评审工作，通过对三甲指标全面梳理，每月实施三甲数据填报、监测、分析、反馈等流程，组织开展现场自评，三甲创建工作持续深入。

图22 中心医院于2021年获国际JCI认证



资料来源：JCI 官网，东海证券研究所

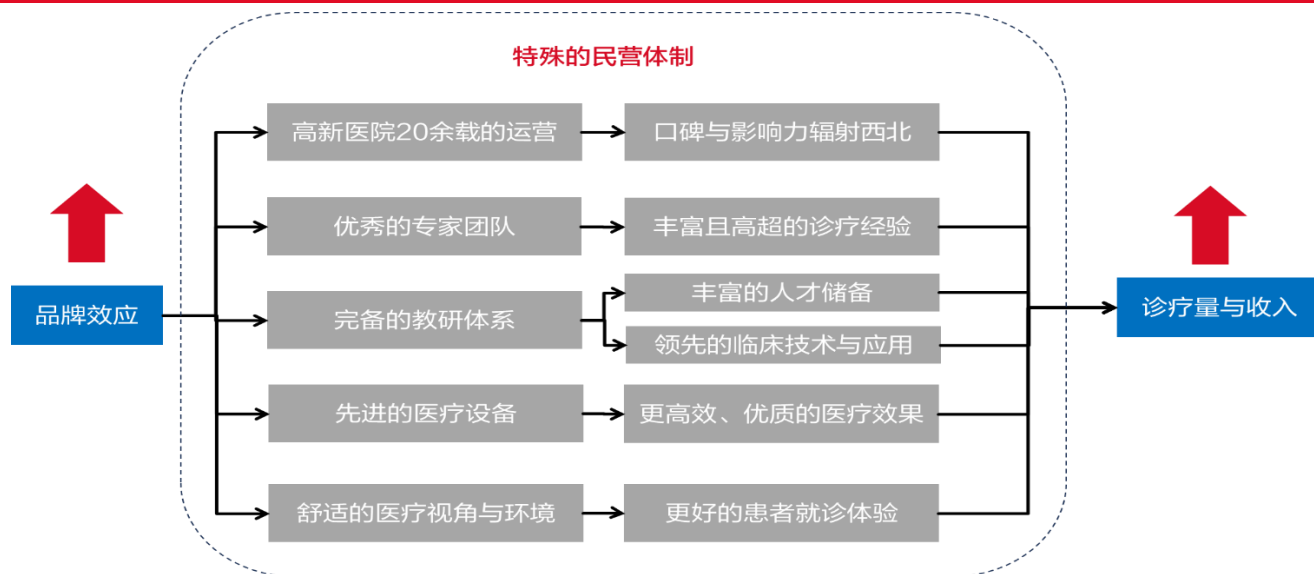
图23 中心医院成为妙佑联盟成员



资料来源：中心医院官网，东海证券研究所

**多重优势铸就品牌优势。**国际医学凭借特殊的民营医疗体制与成熟优秀的管理经验已具备多重优势，实现正循环持续提升口碑与影响力吸引患者前来就医：1）高新医院已在区域内运营20余载，国际医学的口碑与影响力辐射西北；2）优秀的专家团队具备更丰富的诊疗经验与更高超的诊疗技术；3）完备的医教研体系为中心医院提供丰富的人才储备以及领先的临床技术与运用；4）先进的诊疗设备可提供更高效、优质的诊疗效果；5）舒适的医疗环境为患者提供更好的就医体验。多重优势下，中心医院诊疗量有望持续攀升。

图24 国际医学医疗品牌影响力与就诊量有望呈正循环效应持续提升



资料来源：公司公告，东海证券研究所整理绘制

国际医学构建了深耕西安、立足陕西、辐射西北的综合医疗服务版图，区域影响力势头显现。公司积极拓展医联体合作网络，推动优质医疗下沉，充分利用现有优质医疗资源，积极拓展分级诊疗网点，全力打造新型医联体，扩大医疗服务业务规模与区域影响力。一方面，公司旗下医院先后自主设立了西安蓝博社区卫生服务中心、三星、比亚迪医务站等，托管兵器工业 204 医院。另一方面，公司与陕西省内外累计两百余家基层医疗机构签署协议开展业务合作，并不断向中西部地区拓展基层合作医院网络，将优质医疗资源下沉到基层的同时，为更多的急危重症患者提供优质服务。截至 2023 年末，高新医院成立的医联体办公室共有 54 家医联体成员单位；与省内外 80 多家医疗机构建立了专科联盟；中心医院医联体成员单位扩展至 88 家；中心医院北院区 2023 年新签署 26 家合作协议，与 77 家基层医疗机构、企业、社区新建立了稳固的医疗合作关系。国际医学已建立立足西安、覆盖陕西、辐射西北的医疗服务线下连锁网络，区域影响力及服务能力持续体现。

**表10 公司积极开拓医联体合作网络，区域影响力持续提升**

项目	高新医院	中心医院	中心医院北院区
医联体成员单位（家）	54	88	-
省内外医疗机构合作伙伴（家）	80+	-	77
年度内组织义诊活动（次）	42	111	167
义诊累计服务群众（人次）	5500	7500	1272
提供免费的疾病筛查服务（人）	1600	-	18448

资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 3.5.区域优势显著，中心医院前景可期

西安具备强势的立体交通体，直贯全国四通八达。西安是国际性综合交通枢纽城市之一，也是面向“一带一路”国际门户的枢纽，是连通中国西北与东南、华北与西南、东部与西部、北部与南部的重要交通枢纽。当前，西安已形成以航空、铁路、高速公路为骨架，连接国际、辐射区域、高效快捷的综合交通运输网络，“12 小时交通圈”覆盖中国经济最活跃的城市区域，为西安的经济腾飞提供机遇。

**表11 西安立体交通枢纽优势突出**

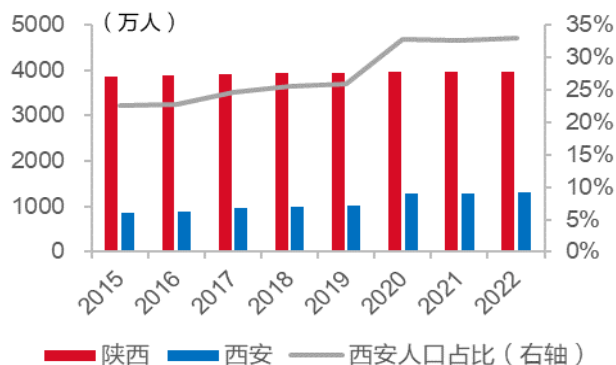
类型	主要场所	级别与地位	配置
飞机	西安咸阳机场	4F 级国际民用机场，中国八大区域枢纽机场之一，国际定期航班机场和世界前百位主要机场	国内通航城市总数 161 个，航线超过 230 条，年旅客吞吐量长期位居全国前列
铁路	西安站及西安东南西北各站	枢纽是全国铁路六大枢纽之一，目前通向全国的“米”字型高铁网日渐完善	衔接八条高铁、引入 7 条普速铁路和 4 条城际铁路共 11 个方向的大型环形放射状铁路枢纽
公路	京昆在内的 7 条高速公路	全国公路六大枢纽之一，基本形成“米”字型高速公路网和“一环十二辐射”为主骨架的公路网	京昆高速、包茂高速、沪陕高速、西延高速、银百高速、连崔高速、福银高速等 7 条高速公路经过西安，辐射东南西北各个方向
地铁	城市地铁	线网客运总量和客流强度长年居于全国前列；拉大城市骨架、优化城市布局	共规划 12 条线 422 公里，已运营 8 条线 279 公里，单日最高客流达 463.9 万人次

资料来源：高新区投资指南，东海证券研究所

西安为陕西医疗资源高地，常态化运营下患者就诊意愿有望良性增长。从陕西省与西安最新的公布数据来看，2022 年陕西人口为 3956 万人，西安人口达到 1300 万人，占比达 33%。省内三甲医院有 51 家，其中西安有 27 家，医疗资源强势地位明显。从目前诊疗人次

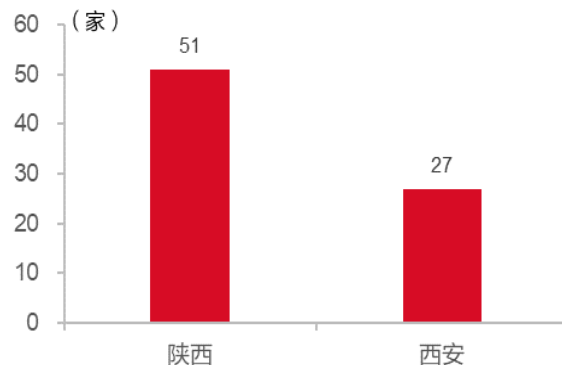
与床位使用率来看，西安尚未恢复至疫前水平，其中三级医院床位使用率从疫前的超负荷运营降至 78.9%。我们认为，整体就诊量尚未恢复至疫情前水平主要是受多方面因素影响：1) 疫情影响导致部分患者择期就医；2) 疫情期间群众健康意识提升；3) 宏观环境下部分医疗消费需求受到压制。整体来看，常态化运营下，西安有望凭借经济环境及省内医疗高地优势持续吸引省内名医及患者前往。

图25 西安年末常住人口占比超三成



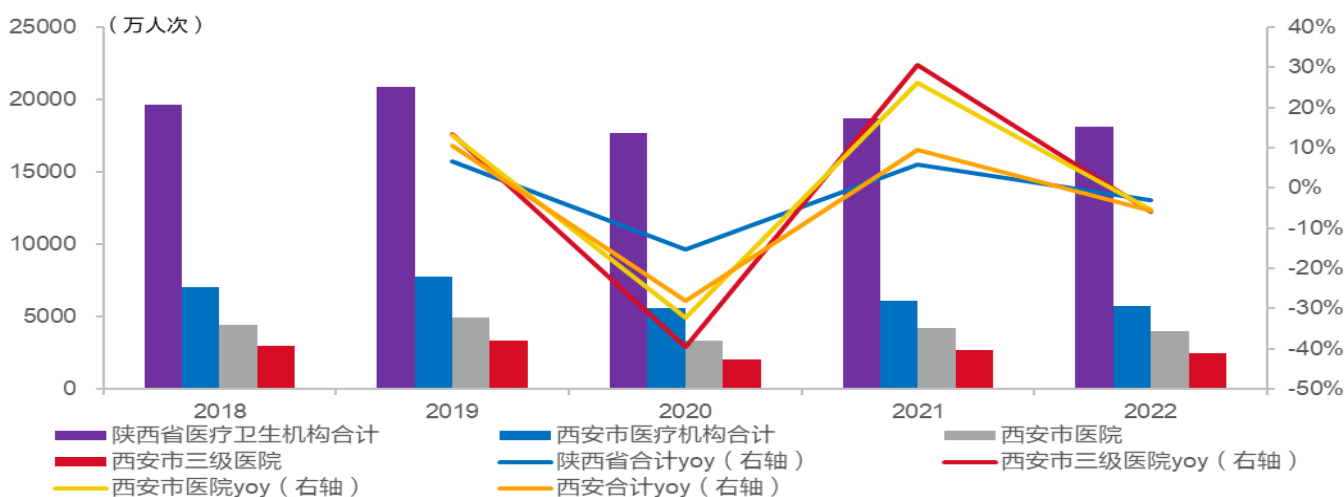
资料来源：iFind，东海证券研究所

图26 2022年西安三甲医院数占比过半



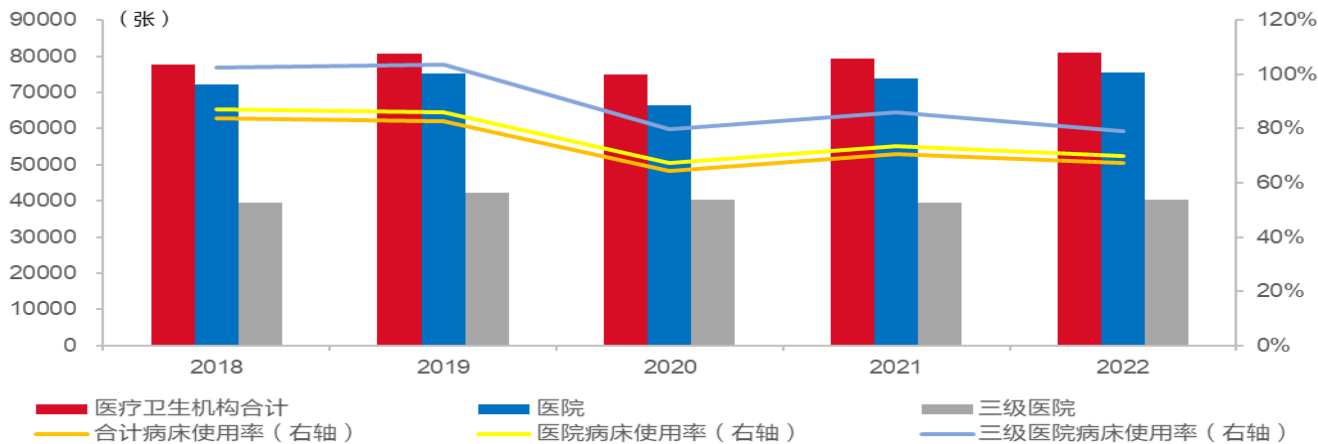
资料来源：陕西省及西安市卫健委，东海证券研究所

图27 诊疗人次仍未恢复至疫前水平



资料来源：西安市卫健委，东海证券研究所

图28 西安整体床位使用率仍有提升空间



资料来源：西安市卫健委，东海证券研究所



**高新区技术产业基础实力雄厚，政策与经济力量有望持续驱动区域人口增长。**西安高新区是国务院首批批准成立的国家级高新区之一，位于西安市西南部。2022年，西安高新区培育出汽车产业、电子信息两个千亿级以上产业集群，新增两家千亿级企业；成为全球规模最大的闪存芯片生产基地及全球规模最大的新能源整车生产基地。近年来，西安高新区外引内培、梯度培育，壮大硬科技企业群体。经过30多年的飞速发展，高新区科技型中小企业增长到5408家、高新技术企业增长到5326家，累计市场主体存量超20万户，上市企业达到77家。2022年，高新区生产总值实现3104.3亿元。2023年实现地区生产总值3332.55亿元，同比增长8.1%，经济总量分别占陕西省、西安市的9.9%和27.7%。辖区常住户籍人口和从业人员超过130万，面积296.7平方公里，为高新经济发展蓄足力量。

**表12 西安高新区发展主要事件**

时间	事件
1991年	被国务院首批批准成立的国家级高新区之一
2006年	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年	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年	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
2020年	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年	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
2022年	西安成为全国第四个获批建设“双中心”城市。高新区丝路科学城则成为“双中心”核心承载区

资料来源：西安高新技术产业开发区官网，东海证券研究所

**中心医院头部地位确立，片区内外仍有较大人口增量可贡献诊疗量。**中心医院地处西安高新区最具发展潜力地段之一，待片区内新兴中高端小区逐步建成、中小学开放，整体就诊量有望加速攀升。当前，中心医院交通便利，除公交外，同名地铁站已开通运营，有望持续吸引区域内外患者前来就医。结合西安市卫健委与各家医院披露的2022年经营情况来看，国际医学中心医院头部地位确立，床位数与收入体量均已追赶上西安市头部三甲医院。

**图29 中心医院地处西安高新区**



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表13 2022年西安市头部公立三甲医院经营情况梳理

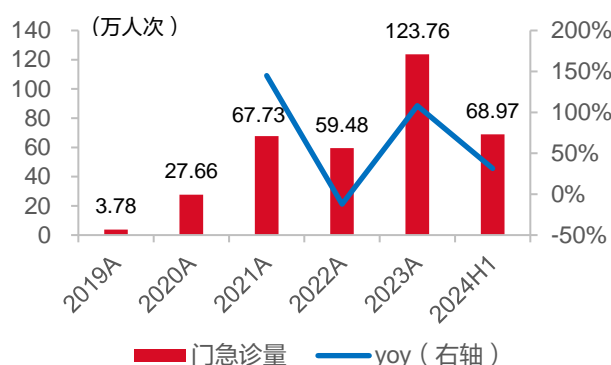
序号	名称	规划床位数	收入 (亿元)	结余 (亿元)	结余率
1	西安市红会医院	3000	56.93	2.61	4.58%
2	陕西省人民医院	3000	27.55	-0.96	-3.50%
3	西安市人民医院	1800	20.57	-0.50	-2.43%
4	西北妇女儿童医院	1800	14.48	0.46	3.15%
5	西安市儿童医院	3500	28.16	-3.53	-12.53%
6	西安市中医医院	1330	10.58	-2.28	-21.53%
7	西安市中心医院	1300	10.71	0.81	7.57%
8	陕西省中医医院	1200	7.85	0.80	10.22%
9	西安市胸科医院	1100	6.22	-0.74	-11.93%
10	西安市第三医院	1000	13.56	-2.03	-14.97%
11	陕西省肿瘤医院	1000	9.02	-0.21	-2.33%
12	西安市精神卫生中心	800	2.74	0.30	10.85%
13	西安市第一医院	700	11.08	0.59	5.31%
14	西安市第五医院	700	4.05	0.07	1.80%
15	西安市第八医院	650	13.98	-0.10	-0.74%

资料来源：西安卫健委，医院官网，东海证券研究所

### 3.6.盈利时代将至，中长期收入端有望迈入百亿级规模

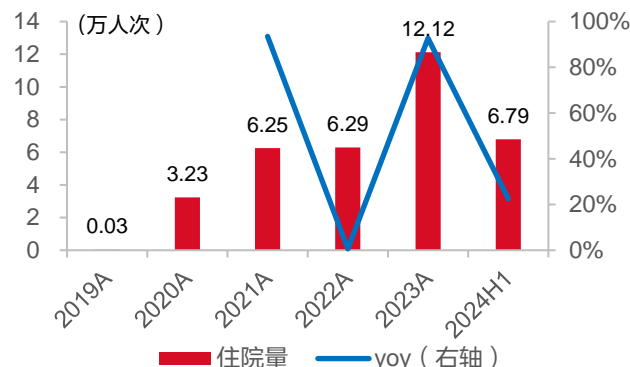
**诊疗量持续高增长。1) 开诊以来诊疗量年均翻倍。**剔除 2022 年停诊影响，中心医院 2019 年开诊以来，诊疗量持续高速攀升。2019-2023 年间，门急诊量从 3.78 万人次增长至 123.76 万人次，复合增速为 139.21%；住院量从 0.03 万人次增长至 12.12 万人次，复合增速达到 348.33%。**2) 当前诊疗量已逐步进入新高度。**从日最高诊疗量来看，2023 年中心医院最高日门急诊服务 5299 人次，最高日在院患者 3937 人。从月平均诊疗量来看，2023 年 11 月平均日在院患者 3614 人，2024 年 3 月平均日在院患者 3611 人。根据往年情况来看，11 月与 3 月的日均床位使用量分别为下半年及上半年的最高峰值。6 月，中心医院床位使用已达到 3500-3600 张，整体诊疗量已进入新高度。**3) 强综合实力持续吸引外地患者前来就医。**外地患者占比由刚开诊的不足 10%逐步提升，至 2023 年第一季度突破 30%，至 2024 年第一季度达到 39%。中心医院医疗服务综合实力强，品牌及协同效应下，诊疗量持续攀升，前景可期。

图30 中心医院门急诊量



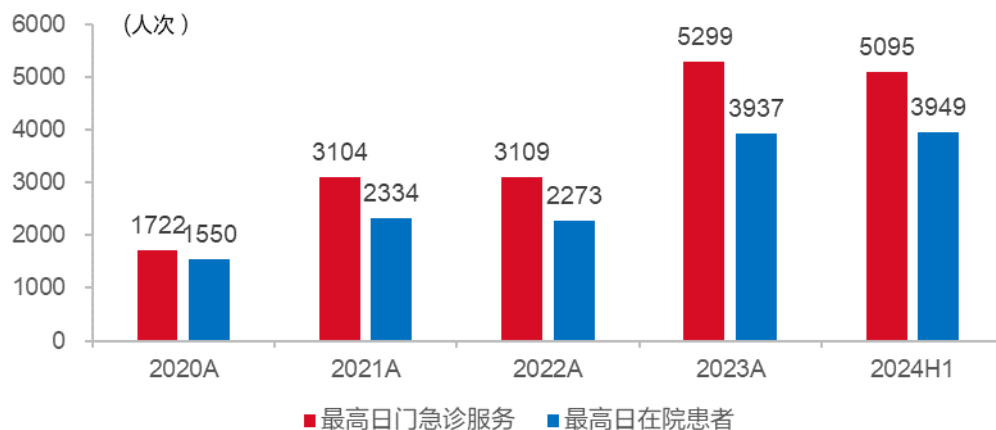
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图31 中心医院住院量及同比增速



资料来源：公司公告，东海证券研究所

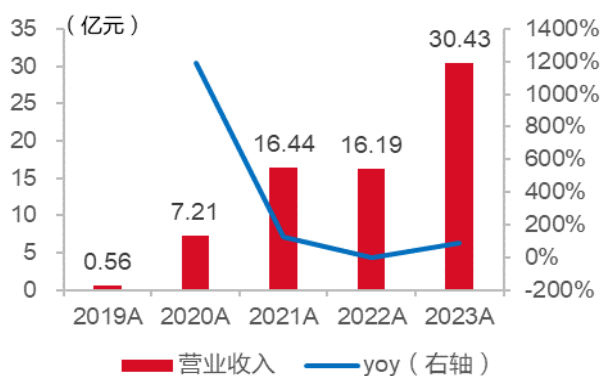
图32 最高日诊疗服务量达到新高度



资料来源：公司公告，东海证券研究所

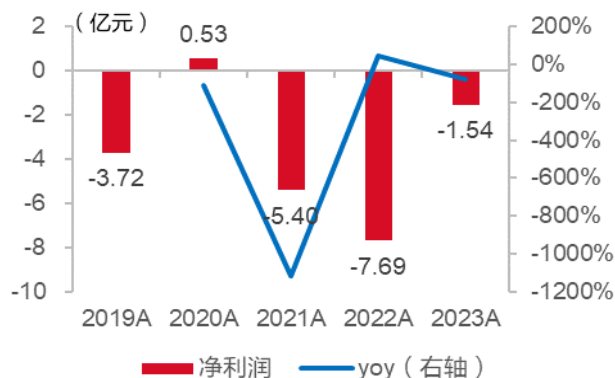
**中长期收入端有望迈入百亿级规模。**中心医院北院区于2023Q1试运营。2023年，中心医院实现选择一项。收入30.43亿元，同比增长87.95%；亏损1.54亿元，较去年同期缩窄79.93%。伴随诊疗量快速攀升，就诊量和床位使用率不断提高，经营业绩呈持续增长的趋势，盈利能力进一步改善，规模效应下预计年内有望实现季度扭亏。中长期看，国际医学中心医院有望向百亿级别收入规模迈进。

图33 中心医院收入及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图34 中心医院净利润及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 4.盈利预测

### 4.1.盈利预测

公司目前拥有西安高新医院、西安中心医院两大三甲级高标准建设的优质医院，团队强大，优势科室众多，有望持续扩大辐射区域，吸引省内外患者就诊。基于全科医疗版的协同效应及国际医学强势品牌效应下，诊疗量有望快速爬坡，床位运营数与单床收入有望持续提升。我们针对公司 2024-2026 年的两大医院（含北院）作出以下假设：

1、高新医院：纵观过往满负荷运营下仍能维持较快速增长，新院区投入前数年间净利率均值可达到 14%。预计 2024 年起将维持满负荷运营状态，随后收入端维持稳健增长，盈利能力持续提升。

2、中心医院：2019 年开业后，北院区于 2023Q1 投入运行，中心医院“严肃医疗+类消费”的全科版图初步确立，全生命周期服务能力与强综合实力持续凸显，开诊以来诊疗量持续高速攀升。目前中心医院发展已进入快车道，有望凭借多重优势维持诊疗量快速攀升，业绩快速增长；叠加类消费医疗及特色专科有望持续增厚单床收入，中长期来看，中心医院有望向百亿级别收入规模迈进。

表14 公司医疗业务收入假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
医疗收入（百万元）	2,922	4,618	5141	6152	7524
同比	79.95%	71.40%	15.05%	19.67%	22.31%
1.高新医院（百万元）	1,152	1,485	1,568	1,672	1,781
同比	44.26%	50.50%	5.61%	6.60%	6.51%
2.中心医院（百万元）	1644	3043	3572	4480	5744
同比	128.14%	87.95%	17.39%	25.41%	28.21%

资料来源：Wind，东海证券研究所预测

## 5.估值分析

### 5.1.相对估值分析

公司为未盈利企业，我们选取 A 股 3 家同行业上市公司进行比较分析，从估值比较来看，公司的市销率（2024E 1.6 倍）低于行业平均水平（2024E 3.5 倍）。

表15 可比公司一览

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	营业总收入（亿元）			PS（倍）		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
301267.SZ	华夏眼科	142.80	17.00	44.11	50.73	57.40	3.24	2.81	2.49
301293.SZ	三博脑科	66.18	32.13	14.65	16.37	18.46	4.52	4.04	3.59
300143.SZ	盈康生命	49.19	7.66	17.65	20.68	24.03	2.79	2.38	2.05
	均值						3.51	3.08	2.71
000516.SZ	国际医学	98.78	4.37	51.41	61.52	75.24	1.64	1.31	1.12

资料来源：Wind，东海证券研究所预测（数据为 2024 年 9 月 25 日收盘价，华夏眼科、国际医学为东海研究所预测值，三博脑科、盈康生命为 Wind 一致预期）

## 6.投资建议

公司是综合医院运营集团，积极发展“严肃医疗+类消费医疗”的综合医疗创新业务模式，满足我国多层次、多样化的医疗需求，中心医院诊疗量有望持续攀升。考虑到宏观环境、疫后诊疗恢复情况等，我们适当下调公司盈利预测，预计公司2024-2026的营收分别为51.41、61.52、75.24亿元，归母净利润为-2.30、-0.39、0.97亿元。维持“买入”评级。

## 7.风险提示

**业绩增长不确定风险：**中心医院体量较大，虽然多重优势下诊疗量有望持续快速爬坡；但当前经济环境及医疗资源扩容的大背景下，诊疗量爬坡仍具备一定不确定性，从而给公司带来一定业绩不确定性。

**医疗行业政策不确定性风险：**伴随我国医改持续深化，医保控费力度持续加大。如果公司不能提供持续提高附加值的业务，可能会对公司的经营产生一定不利影响。

**管理运营风险：**公司旗下医院均以名医团队作为专家优势持续引流，若经营理念不符或激励机制不足，则存在专家流失风险。由于存在医学事业发展水平局限、患者个体差异、病况的差异、医生素质的差异，以及其他不可抗因素的影响，在实施各类诊疗服务过程中存在出现意外情况的可能，给公司旗下医疗机构的管理运营带来一定的风险。

## 附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,618	5,141	6,152	7,524	货币资金	944	813	936	1,448
%同比增速	70%	11%	20%	22%	交易性金融资产	136	136	136	136
营业成本	4,177	4,537	5,174	6,214	应收账款及应收票据	662	571	649	773
毛利	441	604	978	1,311	存货	78	88	101	121
%营业收入	10%	12%	16%	17%	预付账款	7	14	16	19
税金及附加	70	50	60	74	其他流动资产	86	77	92	104
%营业收入	2%	1%	1%	1%	流动资产合计	1,913	1,699	1,930	2,601
销售费用	41	49	49	56	长期股权投资	2	2	2	2
%营业收入	1%	1%	1%	1%	投资性房地产	28	28	28	28
管理费用	628	684	769	903	固定资产合计	7,856	7,770	7,847	8,124
%营业收入	14%	13%	13%	12%	无形资产	747	755	763	775
研发费用	10	15	18	23	商誉	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%	递延所得税资产	88	88	88	88
财务费用	215	122	133	137	其他非流动资产	688	1,065	1,156	847
%营业收入	5%	2%	2%	2%	<b>资产总计</b>	<b>11,321</b>	<b>11,408</b>	<b>11,815</b>	<b>12,466</b>
资产减值损失	0	0	0	0	短期借款	605	805	905	1,005
信用减值损失	-22	0	0	0	应付票据及应付账款	2,118	2,016	2,156	2,330
其他收益	8	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
投资收益	72	0	0	0	应付职工薪酬	238	240	269	317
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	28	39	46	56
公允价值变动收益	2	0	0	0	其他流动负债	1,127	1,313	1,391	1,505
资产处置收益	2	0	0	0	流动负债合计	4,116	4,413	4,767	5,213
<b>营业利润</b>	<b>-462</b>	<b>-317</b>	<b>-51</b>	<b>118</b>	长期借款	3,376	3,476	3,576	3,676
%营业收入	-10%	-6%	-1%	2%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-5	0	0	0	递延所得税负债	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>-467</b>	<b>-317</b>	<b>-51</b>	<b>118</b>	其他非流动负债	12	12	12	12
%营业收入	-10%	-6%	-1%	2%	<b>负债合计</b>	<b>7,505</b>	<b>7,902</b>	<b>8,356</b>	<b>8,902</b>
所得税费用	5	-25	-5	14	归属于母公司的所有者权益	3,908	3,659	3,619	3,716
净利润	-472	-291	-46	104	少数股东权益	-92	-153	-160	-153
%营业收入	-10%	-6%	-1%	1%	<b>股东权益</b>	<b>3,816</b>	<b>3,506</b>	<b>3,459</b>	<b>3,563</b>
归属于母公司的净利润	-368	-230	-39	97	<b>负债及股东权益</b>	<b>11,321</b>	<b>11,408</b>	<b>11,815</b>	<b>12,466</b>
%同比增速	69%	38%	83%	346%	<b>现金流量表</b>				
少数股东损益	-104	-61	-7	7	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (元/股)	-0.16	-0.10	-0.02	0.04	经营活动现金流净额	1,087	438	787	987
<b>基本指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	投资	21	0	0	0
EPS	-0.16	-0.10	-0.02	0.04	资本性支出	-763	-710	-710	-515
BVPS	1.73	1.62	1.60	1.64	其他	-21	-92	-5	-5
PE	—	—	—	102.05	投资活动现金流净额	-762	-802	-715	-520
PEG	—	—	—	0.29	债权融资	-264	393	200	200
PB (摊薄)	2.53	2.70	2.73	2.66	股权融资	0	-19	0	0
EV/EBITDA	47.84	46.00	22.93	17.48	支付股利及利息	-217	-141	-149	-156
ROE	-9%	-6%	-1%	3%	其他	-84	0	0	0
ROIC	-4%	-2%	1%	2%	筹资活动现金流净额	-565	233	51	44
					现金净流量	-240	-131	123	512

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 9 月 25 日收盘）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089