

国际医学(000516)

医疗服务/医药生物

发布时间: 2022-12-25

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 增持

综合医疗厚积薄发, 特色专科凸显发展实力

——二十载民营综合医疗服务龙头

报告摘要:

国际医学占据民营医疗龙头地位。西安医疗服务区位优势明显, 医保基金支付能力稳健, 医疗服务资源在西北区域内占据相对优势, 陕西省内处于绝对领先水平。2015-2019年, 西安医院门急诊人次、住院人次呈逐年上升趋势, CAGR 分别为 13.88%/13.91%, 2020年后疫情管控下就诊和住院下滑明显, 放开后有望反弹。西安市民营医院床位数为 26517 张, 占总床位 36%, 国际医学在西安市编制床位 6537, 占整个民营医院床位 24.65%, 占西安总床位 8.8%, 具有龙头地位。

专科实力与人才并重, 医院有望跻身西安医疗第一梯队。西安共 44 个国家临床重点专科, 高新医院拥有国家省市级专科 6 个, 公司通过不断引入重点专科人才, 强化专科实力, 旗下三家医院中高级职称医生中约 52.90% 为高级职称, 西安国医中心医院高级职称医师占总高级职称医师 49.8%。西安国医中心医院按收入排名位于西安第六, 开放床位西安第四(不含军队医院), 未来有望跻身当地医疗第一梯队。

“综合医疗服务+特色专科”并重, 软硬件实力突出, 多元化服务铸就平台化医疗高地。高新医院 20 年耕耘学科综合实力均衡运营稳健; 西安国医中心医院十一个专科医院先进设备和技术团队铸就公司医疗高地。2022 年 9 月西北唯一质子治疗中心开工, 建设肿瘤医疗高地; 10 月成为陕西第 6 家、第 1 家民营获批 IVF 技术医疗机构; 公司持续投入干细胞临床研究 with GCP 项目提供优质差异化服务, 为公司贡献业绩增量; 年底康复医院开业, 有望打通院内外转诊通道, 承接 DRG 下外溢患者。

顺利剥离商洛医院亏损面收窄, 放开后床位爬坡有望提速, 整体有望加速迎来盈亏平衡。公司 2021-2022 年受疫情与停诊双重压制, 新建院区爬坡不及预期。商洛医院营收 3 年仅增长 12.5%, 成长有限。2021 年亏损 1.7 亿元, 2022H1 净亏损 1.07 亿元, 负债合计 17.25 亿元, 在公司负债总额中占比 21.41%。商洛医院过户交割有望年底达成, 提升未来经营发展年内整体亏损面收窄, 公司整体加速迎来盈亏平衡拐点。复诊后西安国际医学中心医院 Q2Q3 业绩恢复迅速, Q4 有望实现单日平均住院量 2300 人以上, 公司旗下医院急诊与重症体系完备, 既能保障放开后疫情下医疗救治顺利开展, 又能在疫情稳定后有望实现诊疗恢复, 加速床位爬坡迎来盈亏平衡。

盈利预测: 公司为稀缺民营综合医疗龙头标的, 我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 29.70/45.64/60.93 亿元, 归母净利润分别为 -8.65/0.24/2.26 亿元, EPS 分别为 -0.38/0.01/0.10, 对应 2022-2024 年 PS 分别为 9.35/6.09/4.56, 调整为“买入”评级。

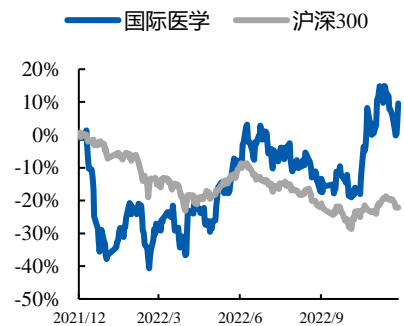
风险提示: 床位爬坡不及预期, 政策风险, 疫情风险, 医疗事故风险

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,607	2,921	2,970	4,564	6,093
(+/-)%	62.17%	81.78%	1.66%	53.69%	33.51%
归属母公司净利润	45	-822	-865	24	226
(+/-)%	111.23%	-1912.52%	-5.20%	102.76%	849.29%
每股收益(元)	0.02	-0.37	-0.38	0.01	0.10
市盈率	628.50	(29.81)	—	1164.77	122.70
市净率	4.95	4.71	6.23	6.20	5.90
净资产收益率(%)	0.91%	-14.77%	-19.41%	0.53%	4.81%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	1,971	2,276	2,275	2,275	2,275

股票数据 2022/12/23

6 个月目标价(元)	15.00
收盘价(元)	12.21
12 个月股价区间(元)	6.61~12.80
总市值(百万元)	27,780.87
总股本(百万股)	2,275
A 股(百万股)	2,275
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	40

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	10%	28%	11%
相对收益	8%	29%	33%

相关报告

《国际医学(000516): Q4 业务有望迎来增长, 特色专科前景广阔》

--20221102

《国际医学(000516): 复诊业务恢复迅速, 特色专科未来可期》

--20220831

《多地优化防疫措施, 医药再迎配置良机》

--20221214

证券分析师: 刘宇腾

执业证书编号: S0550521080003

010-63210890 liuyt@nesc.cn

目 录

1.	公司区域医疗市场分析	6
1.1.	西部经济持续开发，西安国际化大都市医疗市场潜力加大	6
1.1.1.	区位优势明显，交通网络发达	6
1.1.2.	政策赋予发展契机，城市发展潜力巨大	6
1.1.3.	持续人口净流入，虹吸效应显著	7
1.2.	西安市医疗需求：疫情管控下就诊和住院下滑明显，放开后有望反弹	7
1.2.1.	心脑血管疾病位居死亡率榜首，预期寿命低于一线城市	7
1.2.2.	老龄化程度加深，医疗需求有望持续增长	8
1.2.3.	门急诊住院人次增长迅速，有望实现疫后恢复	9
1.3.	医疗服务供给：西北区域内占据相对优势，十四五规划下发展空间广阔	10
1.3.1.	陕西医疗服务供给总量与周边省份对比占据相对优势，有效覆盖西北市场	10
1.3.2.	西安市医疗资源增长迅速，对比其他新一线/二线副省级城市存在发展空间	11
1.3.3.	国际医学两大医院处于西安市民营医疗龙头地位	12
1.3.4.	西安市医疗服务利用情况：单费用超出全国平均水平	13
1.4.	国际医学区域竞争格局：立足高新区，占据核心优势地位	13
1.4.1.	公立医院新建项目提速，高新区内尚无有效竞争	13
1.4.2.	国家级和省级临床重点专科强者如云，国际医学仍占据一定地位	15
1.5.	区域医保支付状况：基金支付能力稳健，DRG 支付改革持续推广	16
1.5.1.	西安市医保基金结余情况良好，支付能力稳健，但总体增速放缓	16
1.5.2.	西安市 DRG 实施较晚，国际医学为第二批试点单位	17
2.	公司运营分析：民营综合医疗服务龙头，新院扩建三年砥砺前行	19
2.1.	公司发展历程：十余年三甲运营经验，双主业转型聚焦医疗服务	19
2.1.1.	营收情况：新建医院床位爬坡期业绩承压，持续加剧亏损面	19
2.1.2.	顺利剥离商洛医院，聚焦西安医疗服务市场，公司盈利有望进一步改善	20
2.2.	核心医院运营情况分析：高新医院运行稳健，中心医院有望迎来盈亏平衡拐点	22
2.2.1.	西安高新医院：二十年耕耘口碑稳健，复诊后业绩恢复迅速	22
2.2.2.	国际医学中心医院：床位快速爬坡期，增长潜力明显	25
2.2.3.	专家人才聚集综合实力强，西安国际医学中心医院有望跻身西安医疗服务第一梯队行列。	27
3.	综合医疗与特色专科齐头并进，多元化发展抢占医疗高地	28
3.1.	西安高新医院：综合实力均衡，心血管、神内、妇产专科优势明显	29
3.2.	国际医学中心医院：科教研三位一体，软硬件实力顶尖，医疗区域辐射能力强	30
3.2.1.	持续深耕优势专科，先进设备和技术团队铸就整体学科实力	31
3.2.2.	整形医美专科医院：医美国队坐镇，物理扩容后有望迎来高速增长	33
3.2.3.	肿瘤系列专科实力突出，西北唯一质子放疗中心助力肿瘤专科高精尖化发展	34
3.3.	持续推进前沿核心技术，扩大专科医疗布局版图	36
3.3.1.	康复医院预计年底开业，DRG 下完善公司内部转诊体系	36
3.3.2.	生殖医学中心 IVF 牌照获批，专科医疗领域布局获重大突破	37
3.3.3.	干细胞临床研究与药物临床试验中心（GCP）助力医院“科研、业务”双增长	39
3.4.	急诊与重症体系完备，保障疫情下医疗救治顺利开展	39
3.4.1.	高新医院急诊、呼吸与危重症医学有效护航疫情下重症救治能力	39



3.4.2.	西安国际医学中心医院 7 大急救体系，有效应对急危重症与突发公共卫生等事件.....	40
4.	公司业绩预测与估值	40
5.	风险提示	41

图表目录

图 1: 西安市地理位置图	6
图 2: “米字型”高速铁路网	6
图 3: 2012-2021 年西安市常住人口数量	7
图 4: 西安市 65 岁以上人口变化	9
图 5: 2015-2021 年西安市医院诊疗人次和住院人次 (万人)	9
图 6: 2021 年西北五省及山西医疗资源对比	10
图 7: 2012-2021 年陕西省各级医院数量	11
图 8: 2021 年陕西省内医疗资源分布情况	11
图 9: 2017-2025E 西安市医疗服务供给情况	12
图 10: 2021 年各市医疗服务供给情况	12
图 11: 2021 年西安市医疗卫生机构服务量	12
图 12: 2021 年西安市公立和民营医院服务情况	13
图 13: 2021 年西安市三级医院服务情况	13
图 14: 2021 年西安市和全国门诊和住院费用	13
图 15: 西安市国家级和省级临床重点专科名单	15
图 16: 空军军医大学附属医院核心科室分布	16
图 17: 西安市国家级和省级临床重点专科建设项目名单	16
图 18: 2019-2021 年陕西省基本医疗保险参保人数	17
图 19: 2019-2021 年西安基本医疗保险参保人数	17
图 20: 2019-2021 年西安市医保收支情况 (亿元)	17
图 21: 西安市 DRG 付费实施细则	18
图 22: 西安市 DRG 付费实施进程	18
图 23: 国际医学历史沿革	19
图 24: 公司 2011-2021 年营收及净利润情况 (单位: 亿元)	20
图 25: 公司及旗下医院 2019-2021 年净利润 (亿元)	20
图 26: 公司 2019-2021 年折旧摊销费用 (亿元)	20
图 27: 各医院营业收入占比	21
图 28: 各医院营业成本占比	21
图 28: 商洛国际医学中心医院营收和净利润情况	21
图 29: 高新医院竞争格局	23
图 30: 高新医院门急诊量 (万人次)	24
图 31: 高新医院住院量 (万人次)	24
图 32: 高新医院次均门诊费用 (元)	24
图 33: 高新医院次均住院费用 (元)	24
图 34: 高新医院营收情况	25
图 35: 高新医院净利润情况	25
图 36: 国际医学中心医院竞争格局	26
图 37: 西安国际医学中心医院门急诊量 (万人次)	26
图 38: 西安国际医学中心医院住院量 (万人次)	26
图 39: 国际医学中心医院营收情况 (亿元)	27
图 40: 国际医学中心医院净利润情况 (亿元)	27
图 41: 医生专家团队情况	27
图 42: 高新医院卫生技术人员情况	29

图 43: 高新医院国家、省、市级学会任职情况	29
图 44: 中心医院期刊发表数量	31
图 45: 中心医院专业协会任职情况	31
图 46: 西安国际医学中心医院设备配置情况	31
图 47: 脑科医院科室情况与部分高端设备	32
图 48: 胸科医院科室配置情况	32
图 49: 心脏病医院科室情况与部分高端设备	33
图 50: 消化病医院科室配置情况	33
图 51: 整形医院部分高端设备	34
图 52: 全国已获质子放射治疗系统配置许可医疗机构	36
图 53: 康复医院预期建设情况	36
图 54: 西安国际医学城院区	37
图 55: 国际康复医学中心医院医技人员职称情况	37
表 1: 西安市和全国城市居民死亡原因	8
表 2: 西安市和国际年龄结构指标对比	8
表 3: 2015-2021 年西安市医院病床使用情况	10
表 4: 西安市在建公立三甲医院	14
表 5: 高新区三级医院基本情况	15
表 6: 商洛国际医学中心医院期末资产负债情况 (亿元)	22
表 7: 高新医院基本情况	22
表 8: 高新医院辐射范围内的三甲医院	23
表 9: 国际医学中心医院基本情况	25
表 10: 2021 年西安市 1000 张以上床位综合医院收支结余情况	28
表 11: 高新医院优势专科	30
表 12: 中心医院肿瘤相关优势专科	35
表 13: 陕西省辅助生殖牌照批复情况	38
表 14: 辅助生殖医学中心科室概要	39
表 15: 国际医学业绩预测 (亿元)	41

1. 公司区域医疗市场分析

1.1. 西部经济持续开发，西安国际化大都市医疗市场潜力加大

西安市受益于西安都市圈发展规划的契机，且自身交通发达、区位优势明显，是西北地区医疗核心城市，经济发展与医疗实力辐射西北区域。

1.1.1. 区位优势明显，交通网络发达

地理位置来看，西安位于陕西省中部偏南位置，北濒渭河、南依秦岭，是关中平原城市群核心城市，国务院批复确定的中国西部地区重要的中心城市，也是我国西北地区唯一一座副省级城市，是连接西北和华中地区的重要枢纽，具有丰厚底蕴，不断吸引着大量人口迁入。

交通方面，西安是交通畅达、区位优势明显的城市。西安地处中国陆地版图中心和我国中西部两大经济区域的结合部，是西北通往西南、中原、华东和华北各地市的门户和交通枢纽。在全国区域经济布局上，西安作为新亚欧大陆桥中国段——陇海兰新铁路沿线经济带最大的中心城市，是国家实施西部大开发战略的桥头堡，具有承东启西、连接南北的重要战略地位。西安是全国连接南北的“大十字”网状铁路交通和陕西省“米”字形铁路交通的重要枢纽，是全国干线公路网中最大的节点城市之一、中国六大航空枢纽之一、六大通讯枢纽之一，枢纽城市特点十分突出。随着国家高速铁路网的加快建设，未来五年内，西安一日交通圈覆盖范围将扩大到大半个中国，辐射人口由现在的6亿扩大到12亿以上。

图 1：西安市地理位置图



数据来源：东北证券

图 2：“米字型”高速铁路网



数据来源：东北证券

1.1.2. 政策赋予发展契机，城市发展潜力巨大

西安是关中平原城市群核心城市。关中平原城市群地处中国内陆中心，是亚欧大陆桥的重要支点，是西部地区面向东中部地区的重要门户，同时也是西部地区第二大城市群，2021年关中平原城市群所涉及的11个市（区）经济总量达到17940.86亿元，其中西安的经济体量占11个市（区）经济总量的46.6%。贯通西部地区的南北通道和新亚欧大陆桥在此交汇，以西安为中心的“米”字型高速铁路网、高速公路网将加快人口、经济要素向关中平原城市群和西安都市圈集聚。

西安经济基础较好。2021年国民生产总值（GDP）为10688.28亿元，较2020年同

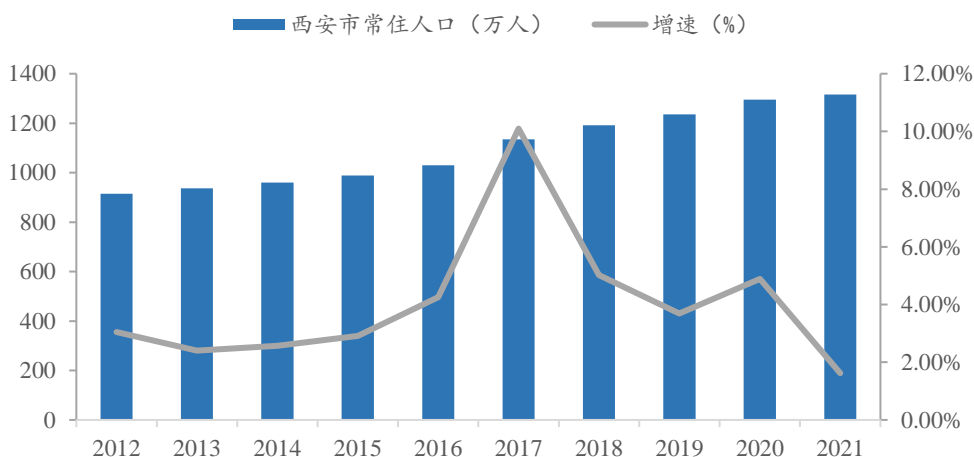
比增长 6.67%。人均 GDP 为 83689 万元，同比增长 5.67%，位居陕西省第 1；西安市在支柱产业领域主要布局行业为电子信息制造、汽车制造、航空航天、高端装备制造、新材料新能源和生物医药，2020 年，西安 6 大支柱产业产值突破 4,000 亿元，同比增长 23.7%。

政策赋予发展契机。2022 年 3 月 25 日国家发展改革委批复同意《西安都市圈发展规划》，《规划》明确，发挥西安国家中心城市辐射作用，更好带动周边城镇联动发展，加快西安—咸阳一体化，积极推动基础设施互联互通、产业分工协同协作、公共服务共建共享、生态环境共保共治、建立健全同城化协调发展机制和成本共担利益共享机制，加快建设具有全国影响力和历史文化魅力的现代化都市圈。

1.1.3. 持续人口净流入，虹吸效应显著

2021 年西安常住人口 1316.1 万，较上年增长 21 万人；人口城镇化率 79.49%，较去年增加 0.29%。2022 年 5 月，西安市住建局发布《西安市“十四五”保障性租赁住房发展规划》提到，在“十四五”期间（2021 年-2025 年），预测西安市仍然为人口净流入城市，综合考虑近十年西安市人口增长情况及外来人口流入情况，预计 2021 年至 2025 年西安市城镇常住人口年均增量约为 25 万人。西安市新市民、青年人群体数量将不断增加。

图 3：2012-2021 年西安市常住人口数量



数据来源：西安市统计局，东北证券

1.2. 西安市医疗需求：疫情管控下就诊和住院下滑明显，放开后有望反弹

1.2.1. 心脑血管疾病位居死亡率榜首，预期寿命低于一线城市

与一线城市对比，西安市人均期望寿命相对靠后，导致户籍居民死亡的前五项疾病是心脏病、脑血管病、恶性肿瘤、呼吸系统疾病和伤害，前五项疾病导致的死因占死亡总数的 87.81%。

表 1：西安市和全国城市居民死亡原因

死亡原因	死亡率 (1/10 万)			构成 (%)		
	西安市	全国城市居民	农村居民	西安市	全国城市居民	农村居民
心脏病	165.03	155.86	171.36	30.26	24.56	24.47
脑血管病	138.78	135.18	164.77	25.44	21.3	23.53
恶性肿瘤	122.71	161.4	161.85	22.5	25.43	23
呼吸系统疾病	26.56	55.36	63.64	4.87	8.72	9.09
伤害	25.83	5.65	50.93	4.74	5.65	7.27
内分泌营养代谢疾病	18.7	22.79	19.01	3.43	3.59	2.71
消化系统疾病	10.33	15.82	15.3	1.89	2.49	2.18
神经系统疾病	5.9	9.06	9.31	1.08	1.43	1.33
泌尿生殖系统疾病	4.93	6.64	7.35	0.9	1.05	1.05
传染病	4.8	5.49	6.61	0.88	0.86	1

数据来源：国家卫生统计年鉴，西安市卫健委，东北证券

1.2.2. 老龄化程度加深，医疗需求有望持续增长

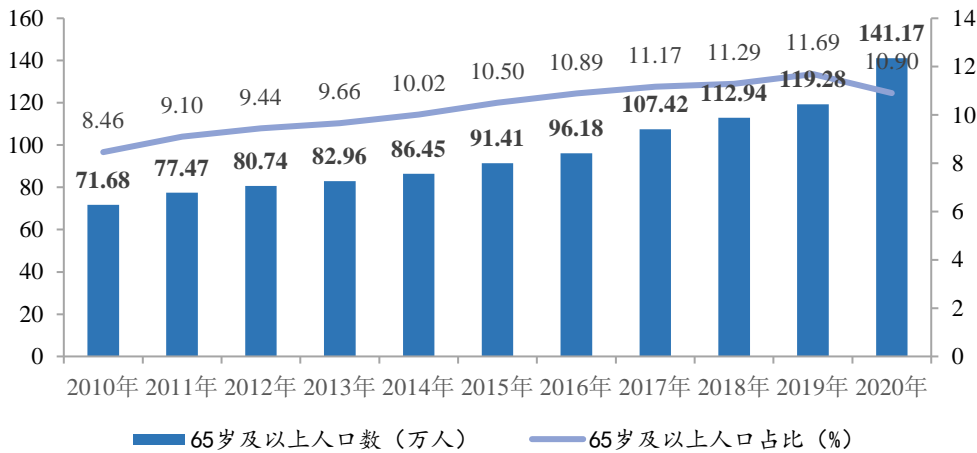
西安市人口老龄化程度持续加深，老年人口比重逐年提高。2020 年，西安市 65 岁以上人口为 141.17 万人，占总人口比重达 10.90%，占比较 2019 年有所下降，主要是由于西安市 0-14 岁少年儿童人口占比呈上升趋势，2020 年占比达 15.65%，较 2019 年的 13.90% 有所上升。与 2010 年相比，65 岁以上人口增加 69.49 万人，比重提高 2.44 个百分点，年均增加 6.95 万人，年复合增长率为 7.01%。国际上通常根据一个国家或地区的少年儿童（0-14 岁）、老年人（65 岁及以上）在总人口所占比重、人口老少比（以少儿为 100）和年龄中位数来把人口年龄结构划分成年轻型、成年型和老年型。2000 年，西安市的人口年龄结构完成了由成年型向老年型的过渡。2010 年，西安市少儿人口和老年人口占总人口的比重分别为 12.89% 和 8.46%，老少比达到 65.64%；2020 年，少儿人口和老年人口占总人口比例分别增长至 15.65% 和 10.90%，老少比 69.65%，预示着西安市人口老龄化程度进一步加深。随之而来的是老年人常见的疾病患病率的明显增加，老年人的“通病”：心脑血管疾病、呼吸道疾病、骨质疏松、脾胃病等“老年病”将日益突出。

表 2：西安市和国际年龄结构指标对比

	年龄结构类型	0-14 岁人口占比	65 岁及以上人口占比	老少比	年龄中位数
国际 标准	年轻型	>40%	4%<	15%<	20 岁<
	成年型	30%-40%	4%-7%	15%-30%	20-30
	老年型	30%<	>7%	>30%	>30 岁
西安	2010 年	12.89%	8.46%	65.54%	33.63
	2020 年	15.65%	10.9%	69.65%	-

数据来源：陕西省统计局，东北证券

图 4：西安市 65 岁以上人口变化

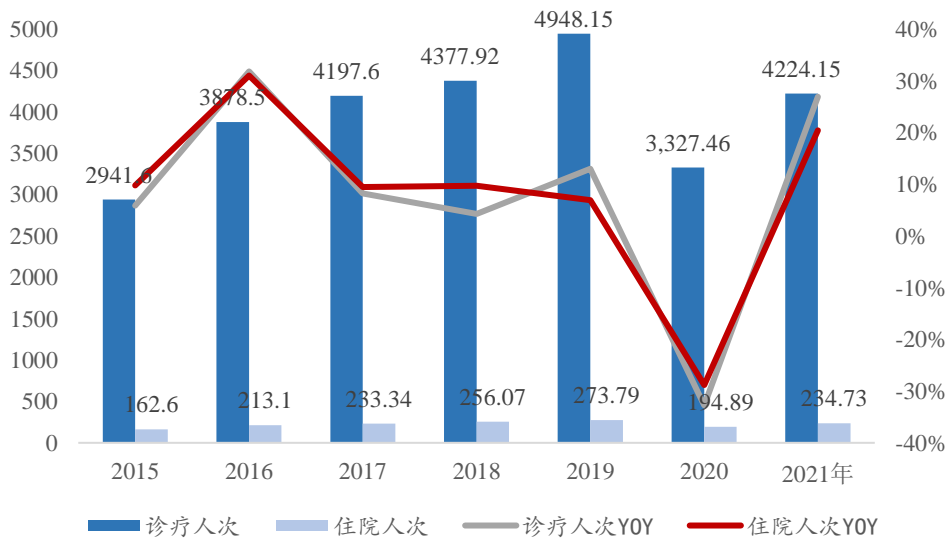


数据来源：陕西省统计局，西安市统计局，东北证券

1.2.3. 门急诊住院人次增长迅速，有望实现疫后恢复

从医院诊疗数据来看，2015 年-2019 年，西安市医院门急诊人次、住院人次呈逐年上升趋势，CAGR 分别为 13.88%/13.91%，2020-2021 年由于西安疫情影响，医院门急诊量、住院量下滑明显，但随着防疫形势的缓和，2021 年当地医疗业务将迎来较大速度的爬坡。2015 年以来，疫情发生前西安市医院病床年周转次数平均 35 次，病床使用率均维持在 85% 以上（2020/2021 年除外），2015-2019 年病床使用率逐年增长，2020 年以为疫情轻微下滑，并于 2021 年受疫情持续管控影响严重大幅下滑。整体来看仍有较大的就诊、住院需求。

图 5：2015-2021 年西安市医院诊疗人次和住院人次（万人）



数据来源：西安市卫健委，东北证券

表 3：2015-2021 年西安市医院病床使用情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
平均住院天数	9.4	9	8.9	8.7	8.3	8.1	8.2
病床使用率 (%)	86.17	86.94	86.17	87.19	85.84	67.39	73.69

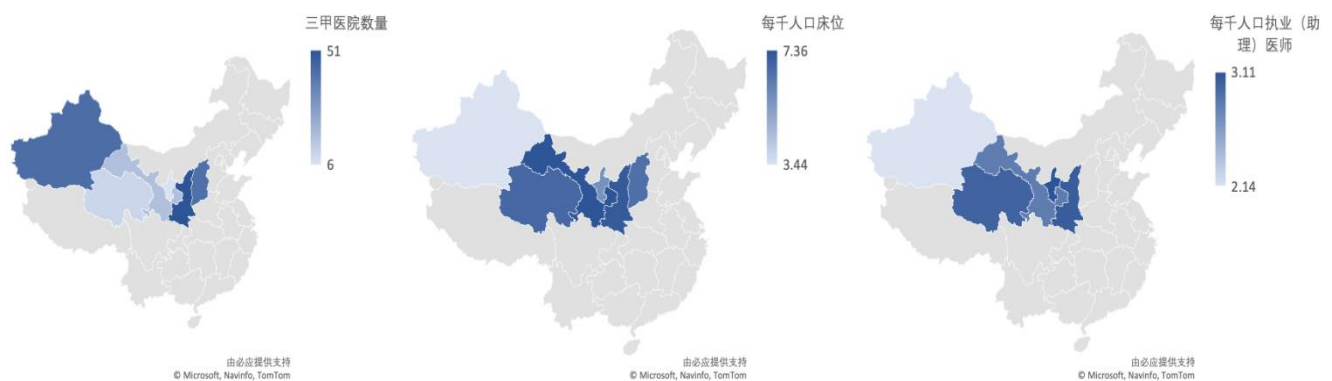
数据来源：西安市卫健委，东北证券

1.3. 医疗服务供给：西北区域内占据相对优势，十四五规划下发展空间广阔

1.3.1. 陕西医疗服务供给总量与周边省份对比占据相对优势，有效覆盖西北市场

陕西省医疗服务供给总量在西北五省和对比山西省占据相对优势，人均水平位于前列。2021 年，陕西省共有 34971 家医疗卫生机构，其中三甲医院 51 家，医卫机构总床位数达 284545 张，执业（助理）医师 12.06 万人，位居西北五省首位；人均医疗服务水平方面，陕西省每万人三甲医院数量为 0.013，每千人口床位数量和每千人口执业（助理）医师分别为 7.2 张和 3.05 人，处于西北五省和山西省平均值之上，为医疗资源输出省份。

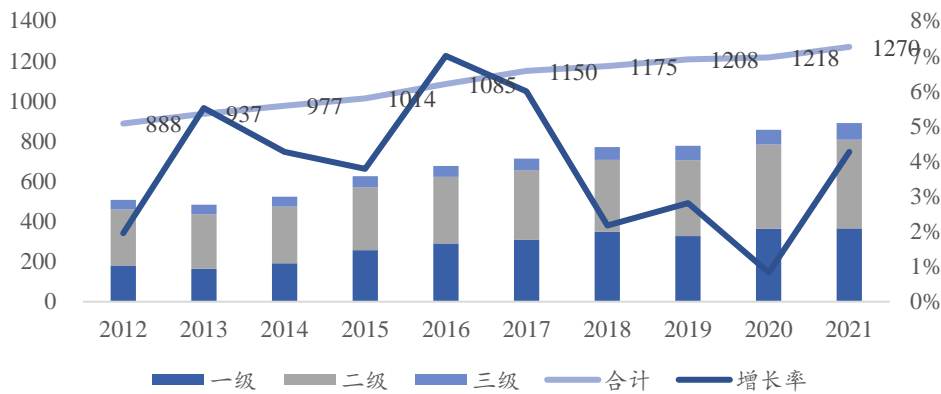
图 6：2021 年西北五省及山西医疗资源对比



数据来源：各省卫健委，东北证券

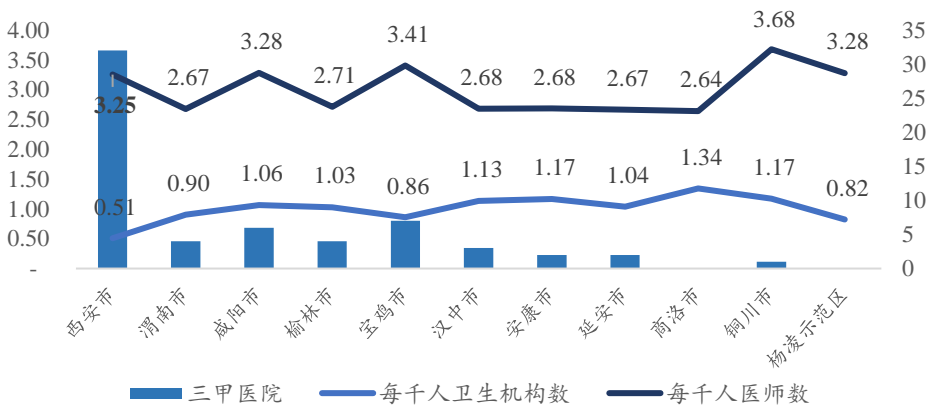
从省内医疗分布情况来看，三级医院依旧为稀缺资源，三甲医院集中于西安。2012-2021 年，陕西省各级医院数量总体稳步上升，各级医院数量占比基本保持稳定，二级医院占比最大，一级医院次之，三级医院占比最小，三级医院依旧为稀缺医疗服务资源。陕西省三级医院数量位于全国 19 位，三甲医院数量位于全国 17 位，全省医疗资源供给仍然有较大发展空间。从省内医疗服务资源的分布情况来看，高水平的医疗资源主要集中于西安市。

图 7：2012-2021 年陕西省各级医院数量



数据来源：卫生健康统计年鉴 2022，东北证券

图 8：2021 年陕西省内医疗资源分布情况

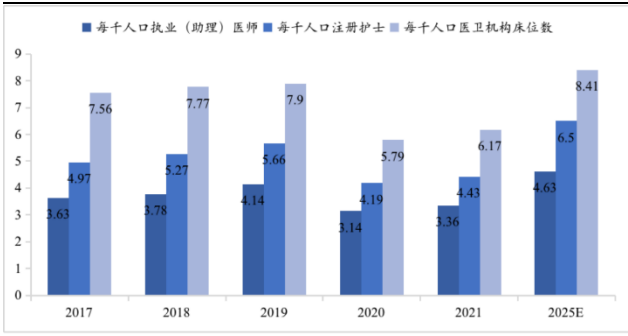


数据来源：陕西省卫健委，东北证券

1.3.2. 西安市医疗资源增长迅速，对比其他新一线/二线副省级城市存在发展空间

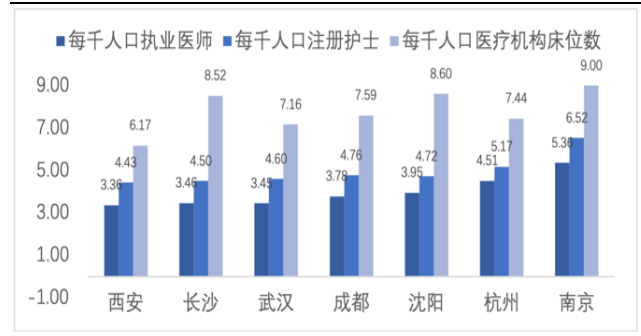
西安市千人执业（助理）医师数和医护人员数均高于全国、陕西省平均水平，是省内医疗服务核心。与 2020 年相比，2021 年西安市医疗机构数量有所缩减，但床位数量大幅增长：医院减少 6 家，基层医疗机构减少 26 家，床位增加 4419 张，增长 5.89%。2021 年西安市每千人医疗卫生机构床位数为 6.17 张（+6.56%），千人执业（助理）医师数为 3.36 人（+7%），千人注册护士数为 4.43（+5.73%），医疗资源供给平稳增长。

图 9：2017-2025E 西安市医疗服务供给情况



数据来源：西安市卫健委，东北证券

图 10：2021 年各市医疗服务供给情况



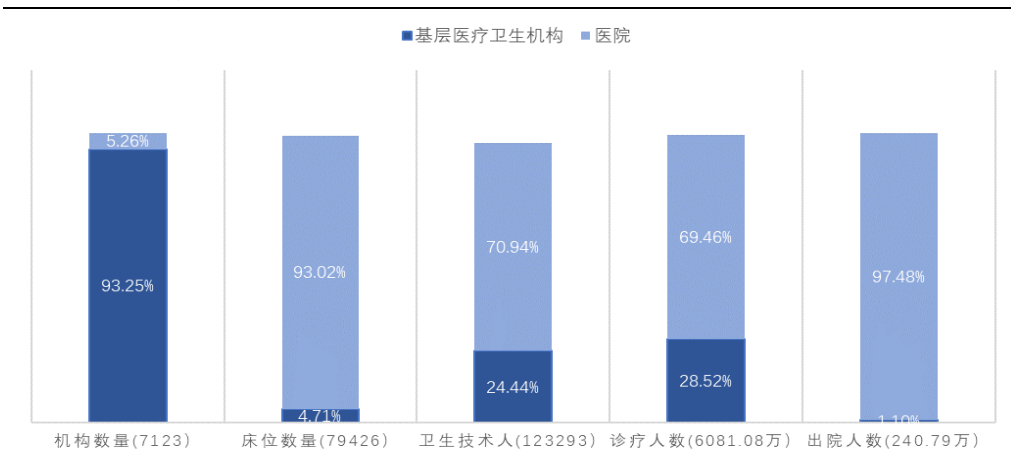
数据来源：各市卫健委，东北证券

但对比其他准一线/二线城市，西安市相比常住人口规模相近的武汉和杭州，医疗卫生资源情况仍有一定的提升空间。根据《西安市“十四五”卫生健康事业发展规划》，西安市将致力于打造高标准区域卫生健康中心，健全并完善公共医疗服务体系，计划到 2025 年，每千人口执业（助理）医师达 4.63 人，每千人口注册护士 6.50 人，每千人口医疗卫生机构床位数 8.41 张，未来西安市医疗服务资源将进一步提升。

1.3.3. 国际医学两大医院处于西安市民营医疗龙头地位

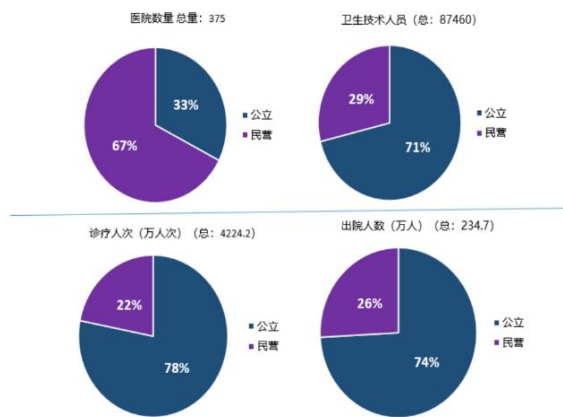
相较于基层医疗卫生服务机构，西安市医院数量仅占当地医疗机构总量 5.3%，但提供了 69.5%和 97.5%的门诊量和住院量，是当地医疗服务的主要提供者。医院结构方面，西安市医院共有 375 家，其中公立医院 122 家，民营医院 253 家，民营医院数量高于公立医院，但公立、民营医院级别分布不同，三级医院 46 个，其中 27 家三甲综合医院中，民营医院 3 家（西安市高新医院、长安医院，大兴医院），其中西安国际医学中心医院目前正在申报三甲医院过程中，其中大兴医院为民办非营利医疗机构（1100 张编制床位）。根据 2021 年数据，西安市公立医院床位数为 47369 张，民营医院床位数为 26517 张，分别占比 64%/36%，国际医学在西安市编制床位 6537，占整个民营医院床位的 24.65%，具有绝对龙头地位。相较于民营医院，西安市的公立医院集中了大部分卫生技术人员，承担了主要的医疗服务需求。2021 年公立医院诊疗人次占比 78%，出院人次占比 74%，民营医院诊疗人次占比 22%，出院人次占比 26%。

图 11：2021 年西安市医疗卫生机构服务量



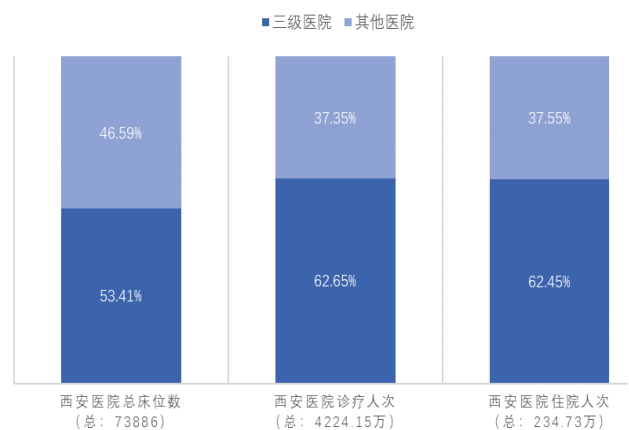
数据来源：西安市卫健委，东北证券

图 12：2021 年西安市公立和民营医院服务情况



数据来源：西安市卫健委，东北证券

图 13：2021 年西安市三级医院服务情况



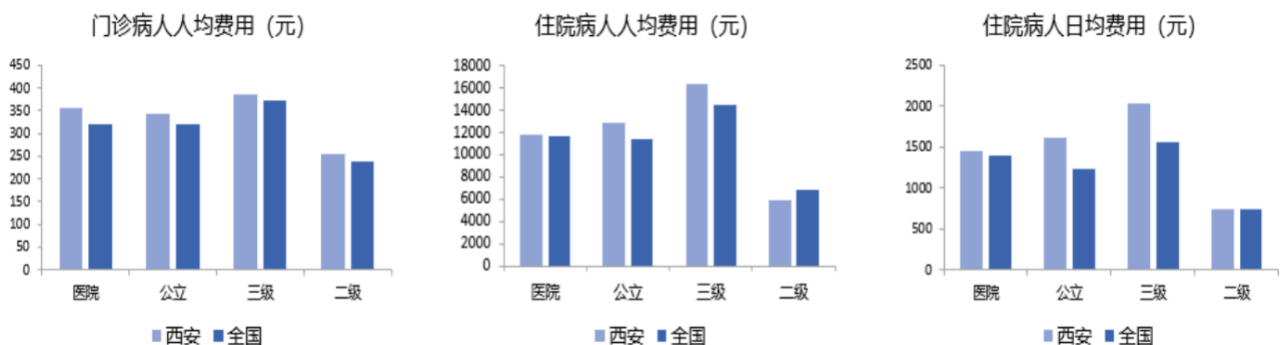
数据来源：西安市卫健委，东北证券

1.3.4. 西安市医疗服务利用情况：单费用超出全国平均水平

西安市医疗服务费用高于全国平均。根据 2021 年数据，西安市医院整体门诊、住院人均费用高于全国平均水平，公立医院中，与二级医院相比，三级医院门诊、住院人均收费超出全国平均水平差距较高，其中住院病人人均费用超出全国平均水平 1807.5 元，住院病人日均费用超出全国水平 462 元。

人均医疗费用中医疗服务费用占比较大，根据西安卫健委公布的数据，2021 年医院门诊次均检查治疗费、次均药费分别占门诊次均总费用的 64.42%(+0.89pct)、35.58% (-0.89pct)，；住院次均总费用中，次均药费占比 26.62% (-0.52pct)，其他服务费用占比 73.38% (+0.52pct)。医保 DRG 付费改革按照“价值医保”付费，旨在医疗服务能力提升，医疗服务收入占比考核，新技术、新方法的加快应用，推动了医疗服务费用上涨，占比上升。

图 14：2021 年西安市和全国门诊和住院费用



数据来源：西安市卫健委，东北证券

1.4. 国际医学区域竞争格局：立足高新区，占据核心优势地位

1.4.1. 公立医院新建项目提速，高新区内尚无有效竞争

公立医院新建项目加速，西安市医疗服务能力有望进一步提升，但高新区内新建医院项目较少，有效竞争尚未构成。西安市于 2020 年 8 月公布《西安市卫生健康事

业重点项目建设三年行动方案(2020-2022年)》，方案提出实施13个医院建设项目，项目区域位置多布局于新区和郊区。新增床位1.3万余张，按计划2022年陆续建成并投入使用，加之方案公布前已在建医院(3家)，目前西安市在建公立三甲医院共计16家，建成后将进一步完善西安医疗卫生资源配置和功能。

表 4：西安市在建公立三甲医院

医院	地理位置	性质	规划床位 (张)	计划运营时间	建筑面积 (万m ²)
1 陕西省人民医院西咸院区	西咸新区	公立	1000 (一期) 1800 (二期)	2022 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	27.6
3 西安市第三医院 (二期)	未央区	公立	1000	2022 年年底	11.1
4 西安市中心医院经开院区	未央区 (经开区)	公立	1500	2022 年	28.7
5 西安市第九医院 (扩建院区)	碑林区	公立	1000	2022 年	13.98
6 西安市儿童医院经开院区	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 西安市红会医院高铁新城院区	未央区 (经开区)	公立	3000	2022 年 10 月底	28.76
9 西安市中医医院南院区	长安区 (高新区)	公立	700	2023 年年初	13.24
10 陕西省中医药研究院	西咸新区	公立	500 (一期) 700 (二期)	2024 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	28.81
12 西安交通大学第二附属医院渭北院区	临潼区	公立	1000	2022 年	17.57
13 曲江新区医院	雁塔区 (曲江新区)	公立	800	2023 年底	22
14 西安交通大学附属创新港医院	西咸新区	公立	800	2022 年	17.3
15 西安交通大学附属泾河医院	西咸新区	公立	1500	2023 年	23
16 西咸妇女儿童医院	西咸新区	公立	500	2023 年	15.1

数据来源：西安市政府官网，东北证券

截至2022年11月，西安市高新区三级综合医院有三家，分别是西安高新医院、西安国际医学中心医院、西安医学高等专科学校附属医院，二级综合医院一家（西安中博集贤医院），基层一级医疗机构18家，在建三级综合医院一家（西安市第一医院暨高新区公共卫生服务中心）。高新区目前运营中的三家三甲医院中，两家属于民营医院（西安高新医院、西安国际医学中心医院），均隶属于国际医学，两家医院根植于高新区，在区域内医疗服务体系中拥有举重若轻的地位。

表 5：高新区三级医院基本情况

基本情况	性质	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	床位数 (张)	开诊时间
运营中：					
西安高新医院	民营	5.65	17	1500	一期：2002 年 二期：2020 年
西安国际医学中心医院	民营	20.51	53.5	5037	2019 年 9 月
西安医学高等专科学校附属 医院	公立	24	33	3000	2014 年 8 月
在建中：					
西安市第一医院（暨高新 区公共卫生服务中心）	公立	17.6	27.6	1500	2022 年年底

数据来源：各医院官网，西安市卫健委，东北证券

1.4.2. 国家级和省级临床重点专科强者如云，国际医学仍占据一定地位

西安市整体医疗水平在陕西省内处于领先水平，地方共 44 个国家级临床重点专科（地方医院 21 个，军队医院 23 个），而在陕西省 7 月公示的第一批省级临床重点专科名单中，西安市涵盖了全部临床重点专科 5 个，这些重点专科主要集中在西交大一附院、二附院以及陕西省人民医院这几个三甲医院，公司旗下西安高新医院神经内科获国家临床重点专科建设项目支持，也是陕西省唯一一家，说明其拥有高学科水平且获得认可。

图 15：西安市国家级和省级临床重点专科名单

序号	学科名称	国家级重点专科 (2018)	省级临床重点专科 (2022-2025)	序号	学科名称	国家级重点专科 (2018)	省级临床重点专科 (2022-2025)
1	肿瘤科	西交大一附院		12	普通外科	西交大一附院	
2	耳鼻咽喉科	西交大二附院		13	护理专科	陕西省人民医院、西交大二附院	
3	口腔正畸科	西安交通大学口腔医院		14	皮肤科	西交大二附院	
4	地方病科	西交大二附院		15	肾脏病科	西交大一附院	
5	老年病科	西交大一附院		16	泌尿外科	西交大一附院	
6	感染性疾病科	西交大一附院		17	器官移植科	西交大一附院	
7	神经内科	西安高新医院		18	呼吸内科	西交大一附院、西交大二附院	
8	心血管内科	西交大一附院	陕西省人民医院、陕西省第四人民医院、西交大一附院、西安医学院二附院、西安市中心医院	19	骨科	西交大一附院、西交大二附院、西安市红十字会医院	陕西省人民医院、西安市第九医院
9	新生儿科		陕西省人民医院、西交大一附院、西交大二附院、西北妇女儿童医院、西安市儿童医院	20	急诊科	西交大二附院	陕西省人民医院、西交大一附院
10	产科	西交大一附院	陕西省人民医院、西交大二附院、西北妇女儿童医院、西安市第四医院	21	医学影像科	西交大一附院	
11	重症医学	西交大一附院		22	麻醉学	西交大二附院	

数据来源：国家卫健委，陕西省卫健委，东北证券

西北地区医疗服务顶级医院空军军医大学附属西京医院、唐都医院及口腔医院等在学科领域上一骑绝尘，拥有 23 个国家临床重点专科。受军改影响，空军军医大学所属医院学科人才外流较明显，部分人才转入国际医学优质平台，继续在学科领域内服务患者，引领学科发展。

图 16：空军军医大学附属医院核心科室分布

序号	学科名称	重点学科/专科	复旦专科 排行榜	序号	学科名称	重点专科/学科	复旦专科 排行榜
西京医院				西京医院			
1	皮肤科	国家临床重点专科	3	17	核医学科	国家重点(培育)学科	5
2	消化内科	国家重点学科	5	18	眼科	国家临床重点专科	
3	心内科	国家临床重点专科		19	病理科	国家重点学科	8
4	心脏外科	国家临床重点专科	6	唐都医院			
5	肝胆外科	国家重点(培育)学科		1	骨科	国家重点学科	
6	甲乳血管外科	国家重点(培育)学科		2	神经外科	国家重点学科、国家临床重点专科	9
7	神经外科	国家重点学科、国家临床重点专科		3	烧伤整形科	国家重点(培育)学科	
8	普通外科	国家重点(培育)学科		4	胸外科	国家重点学科	10
9	烧伤科	211工程重点建设学科	7	5	传染病学	国家重点学科	
10	麻醉科	国家临床重点专科	4	6	神经内科	“211工程”重点建设学科	
11	整形外科	国家重点学科(培育)	6	7	超声医学科	国家重点(培育)学科	
12	骨科	国家重点学科、国家临床重点专科		口腔医院			
13	中医科	国家临床重点专科			口腔科	国家重点学科	4
14	临床药学	国家临床重点专科	8	1	口腔颌面外科	国家临床重点专科	
15	临床护理	国家临床重点专科		2	口腔颌面外科	国家临床重点专科	
16	临床免疫科	国家临床重点专科	9	3	牙体牙髓科	国家临床重点专科	

数据来源：医院官网，复旦大学医院管理研究所，东北证券

注：包含国家重点学科、国家级重点专科(军队建设项目)、211重点建设学科以及复旦大学2021年度全国专科综合排行榜

西安市临床学科建设实力强劲，潜力巨大，有国家临床重点专科建设项目7个，省级临床重点专科建设项目47个。空军军医大学现有国家重大科研基础设施1个，国家重点实验室2个，国家临床医学研究中心2个，国家临床重点专科(军队建设项目)23个：其中西京医院国家级重点学科9个，国家临床重点专科17个；唐都医院国家级重点学科4个，国家重点培育学科3个。国际医学中心医院旗下两家医院医师来自空军军医大学附属西京医院和唐都医院等，专科实力不容小觑。未来，其优势专科如脑科医院、心脏病医院、消化病医院也有望持续强化学科建设，儿童医院、血液病医院也将填补省内重点专科空白在重点学科、临床重点专科上实现突破。

图 17：西安市国家级和省级临床重点专科建设项目名单

序号	学科名称	国家临床重点专科建设项目(2021)	省级临床重点专科建设项目(2022)	序号	学科名称	国家临床重点专科建设项目(2021)	省级临床重点专科建设项目(2022)
1	小儿外科	西交大二附院		9	血液内科	西交大二附院	
2	牙周病科	西安交通大学口腔医院		10	创伤	陕西省人民医院	
3	眼科	西安市第四医院		11	病理科	西交大一附院	
4	泌尿外科		西交大二附院、陕西省人民医院、西安市第九医院、西安市第三医院	12	肝胆外科		西交大一附院、西交大二附院、陕西省人民
5	神经内科		西交大一附院、西交大二附院、陕西省人民医院、西安医学院一附院、西安市中心医院、西安市第三医院、西电集团医院	13	医学影像科		陕西省人民医院、西安医学院二附院、西安市中
6	呼吸内科		陕西省人民医院、陕西省第二人民医院、西安医学院一附院、西安市中心医院、西安市第三医院	14	消化内科		陕西省人民医院、西交大一附院、西安市中心医
7	重症医学		陕西省人民医院、西交大二附院、西安市第三医院	15	麻醉科	西交大一附院	陕西省人民医院、西交大附属口腔医院、陕西
8	护理学		西交大一附院、陕西省第二医院、陕西省肿瘤医院、西北妇女儿童医院、西安医学院一附院、西安医学院二附院、西安市中心医院、西安市儿童医院、西安市第九医院				二附院、西安市红会医院

数据来源：国家卫健委，陕西省卫健委，东北证券

1.5. 区域医保支付状况：基金支付能力稳健，DRG支付改革持续推广

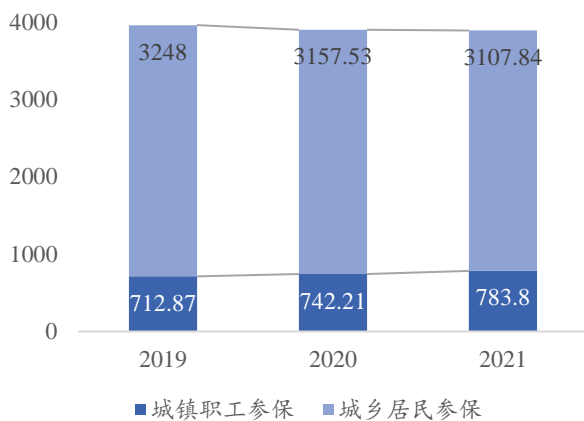
1.5.1. 西安市医保基金结余情况良好，支付能力稳健，但总体增速放缓

2021年陕西省基本医疗保险参保人数为3891.64万人，其中城镇职工参保人783.8万人，城乡居民参保人3107.84万人。据官方数据，2021年陕西省医保参保率持续

稳定在 95%以上，但与 2021 年常住人口 3952.9 万人对比，仍有部分常住非户籍人口未享有本地医保，在陕西省就医属于跨省异地就医人群。

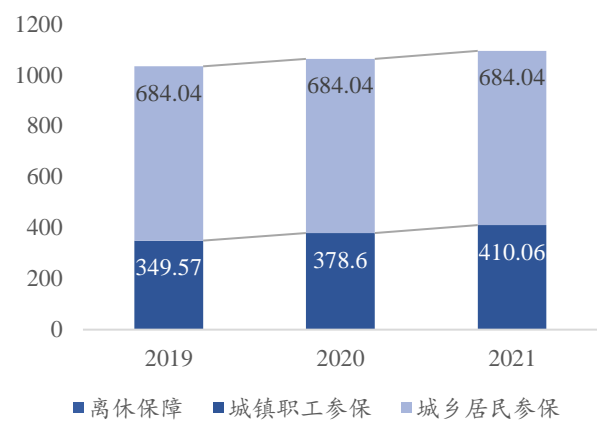
西安市基本医保参保人数整体呈上升趋势，其中城乡居民参保人数并无变动，城镇职工参保人数逐年增加，整体医保覆盖率达 95%。2021 年西安市基本医保参保人数达 1094.39 万人，其中，城镇职工参保人 410.06 万人，城乡居民医疗保险人数 684.04 万人，离休保障 0.29 万人，与 2021 年常住人口 1316.3 万人对比，约 221.91 万人未享有西安市本地医保。

图 18：2019-2021 年陕西省基本医疗保险参保人数



数据来源：西安市医保局，东北证券

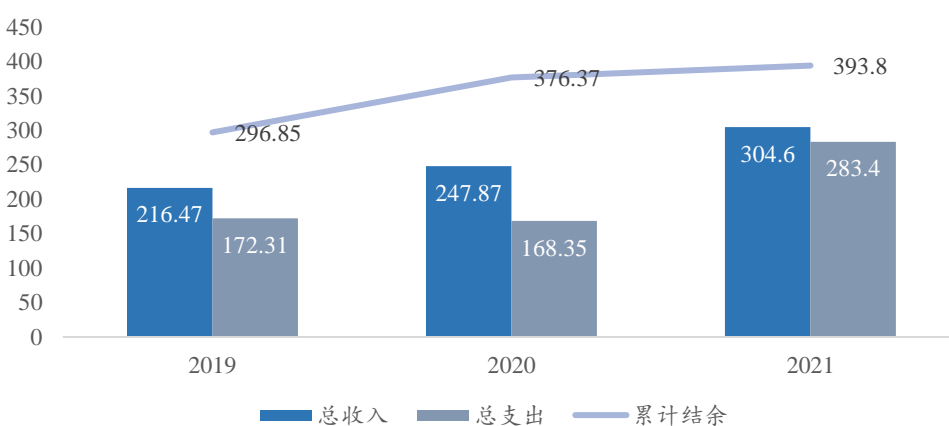
图 19：2019-2021 年西安基本医疗保险参保人数



数据来源：西安市医保局，东北证券

西安市医保收支增速差距拉大，当期结余呈下降趋势，未来医保控费仍是趋势。除 2020 年外，2019、2021 两年医保基金支出增速均大于医保基金收入，2021 年医保基金当期结余下降至最低点 (21.2 亿元)，但总体医保基金总收入大于总支出，累计结余逐年增加。2021 年，西安市医疗保险基金总收入 304.6 亿元，总支出 283.4 亿元，其中城乡居民支出 76.2 亿元，城镇职工支出 207.2 亿元。

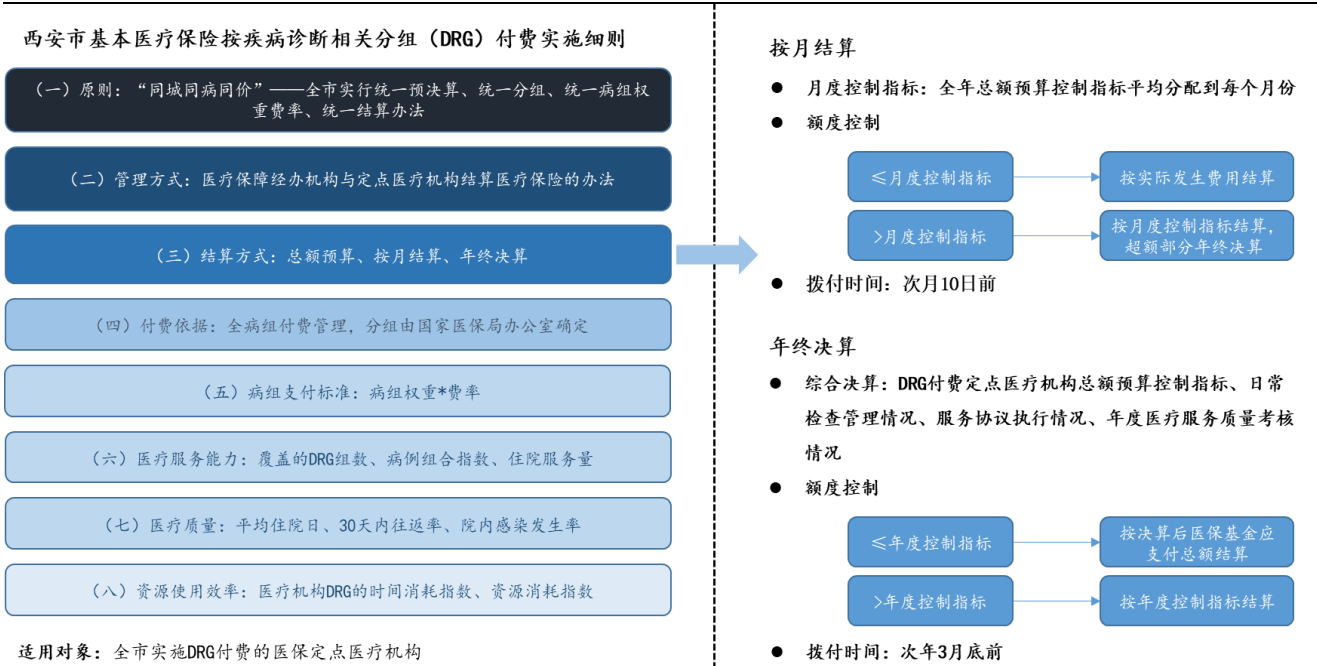
图 20：2019-2021 年西安市医保收支情况 (亿元)



数据来源：西安市医保局，东北证券

1.5.2. 西安市 DRG 实施较晚，国际医学为第二批试点单位

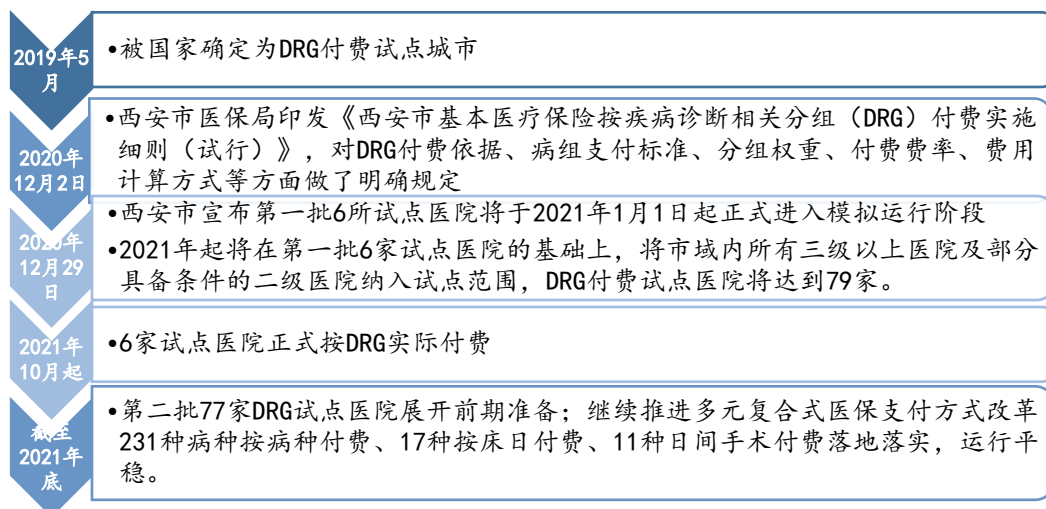
图 21：西安市 DRG 付费实施细则



数据来源：西安市医保局，东北证券

西安市 2019 年 5 月被国家确定为 DRG 付费试点城市。2021 年 1 月 1 日起第一批 6 所试点医院正式进入模拟运行阶段，同时计划将市内所有三级以上医院以及符合条件的二级医院纳入试点范围，同年 10 月，6 家试点医院开始按 DRG 实行付费。国际医学旗下两家医疗机构被纳入第二批试点改革范围，由于实施时间较晚尚未产生实质性影响，参考既往试点城市 DRG 改革成果，预计加速国际医学将提高运行效率，加速床位周转，提升收支患者疑难重症比例，内部康复转诊体系即将建立，有效应对 DRG 对于住院费用和天数的影响。

图 22：西安市 DRG 付费实施进程



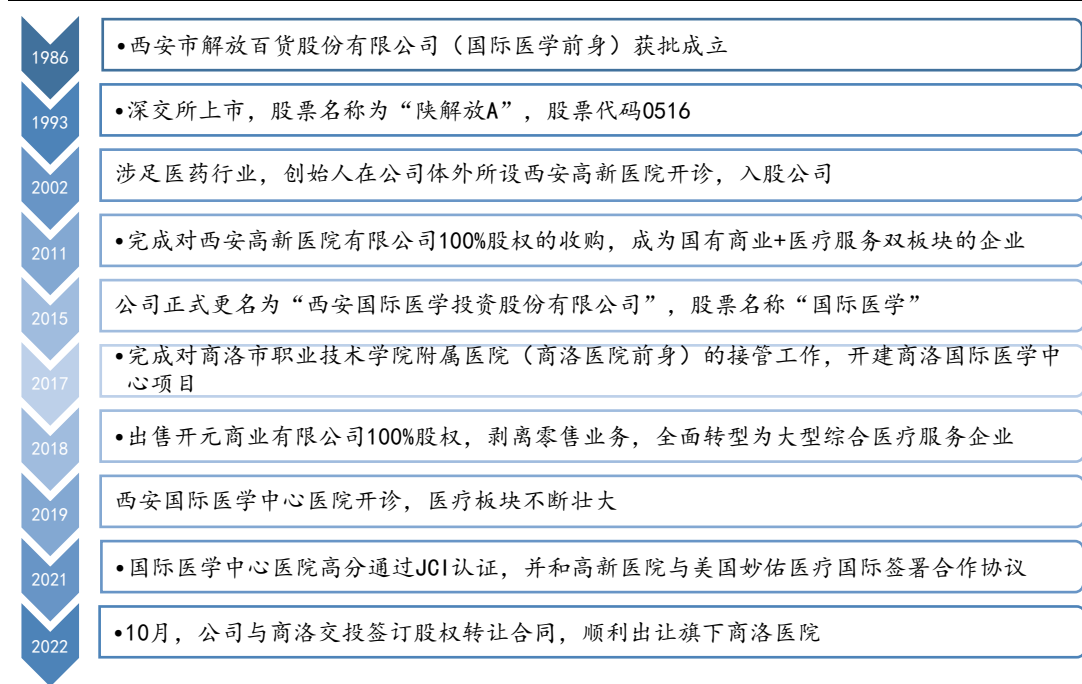
数据来源：西安市医保局，东北证券

2. 公司运营分析：民营综合医疗服务龙头，新院扩建三年砥砺前行

2.1. 公司发展历程：十余年三甲运营经验，双主业转型聚焦医疗服务

国际医学（000516）前身为西安市解放商场，主营业务是百货零售，1993年5月重新注册后，于同年8月在深交所上市。2002年西安高新医院以协议方式受让公司17.54%股份，同年公司新设一家医药公司（杨凌科森生物医药有限公司），标志公司开始步入医药行业，之后通过收购高新医院100%股权、启动西安国际医学中心医院项目、出售旗下百货和生物技术业务，完成了从零售到零售+医疗，再到医疗服务的主营业务转型。经过两次转型，公司全面聚焦医疗服务行业，主要运营以大型三甲综合性医院为主的医疗服务机构，形成了“一个集团+三大院区”的战略构架和“综合医疗+特色专科”的经营模式。

图 23：国际医学历史沿革



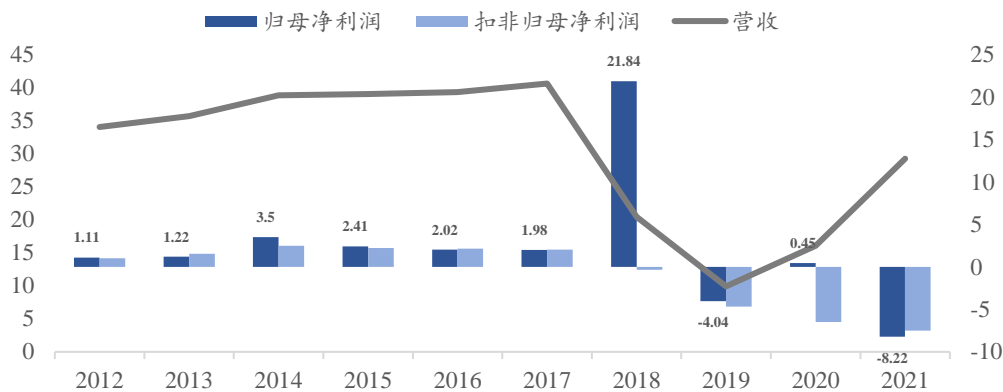
数据来源：公司公告，东北证券

2.1.1. 营收情况：新建医院床位爬坡期业绩承压，持续加剧亏损面

公司2018年4月出售子公司开元商业有限公司100%股权，自此完全剥离零售业务，此次业务调整对公司营收影响较大，2019年公司营收9.91亿元，较2017年下降75.59%，净利润也由正转负。2020-2021年，公司营收以较快速度恢复，分别增长62.16%、81.77%，营收贡献主要来自于高新医院。2022H1，公司营收10.68亿元，其中一季度受停诊影响，营收3.05亿元，二季度复诊后，迎来较快的业绩爬坡并超过2021年同期水平，实现营收7.63亿元，环比增长150.33%，同比增长13.2%，展现出较强的韧性。

从净利润角度来看,公司自 2018 年剥离零售业务后转为亏损状态,且呈增亏趋势。2021 年,公司归母净利润为-8.22 亿元。公司 2018 年与 2020 年归母净利润与扣非归母净利润差距较大的原因是公司于 2018 年出售开元商业有限公司 100%股权,获得投资收益 30.41 亿元以及 2020 年出售公司北京汉式联合 3400 万股,获得投资收益 7.2 亿元。

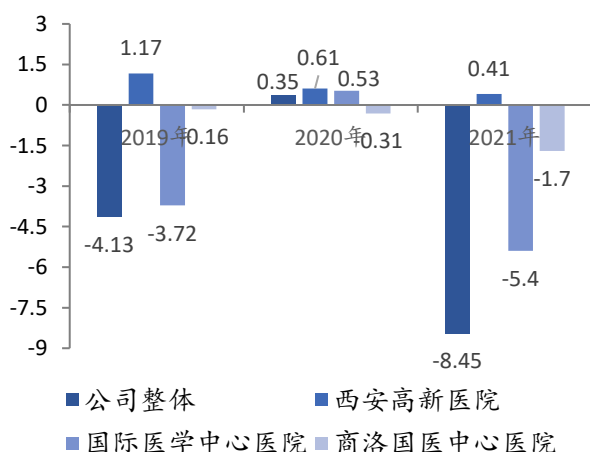
图 24: 公司 2011-2021 年营收及净利润情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

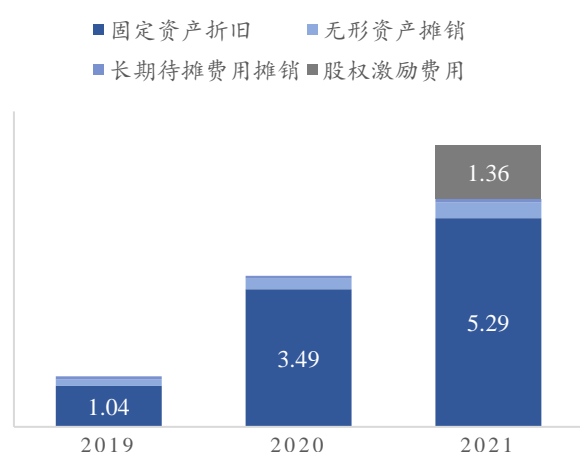
公司亏损主要来自于公司新建院区资产的折旧摊销金额较大以及经营不佳的商洛国际医学中心医院。高新医院经营状况良好,一直处于盈利状态。公司转型医疗服务以来,国际医学中心医院新建院区导致固定资产折旧出现大幅上升,2021 年,公司折旧摊销达 5.57 亿元,同比增加 45.43%,股权激励费用 1.36 亿元,商洛医院亏损近 1.7 亿元,对净利润产生了较大负面影响,随着商洛医院的顺利出让以及国际医学中心医院营收的快速增长,公司经营性现金流持续向好,有望扭亏为盈。

图 25: 公司及旗下医院 2019-2021 年净利润 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

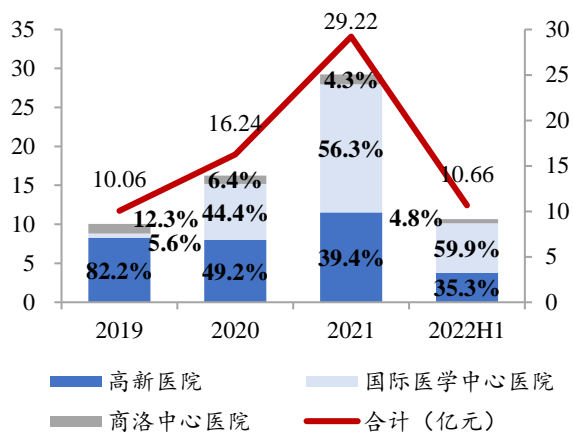
图 26: 公司 2019-2021 年折旧摊销费用 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

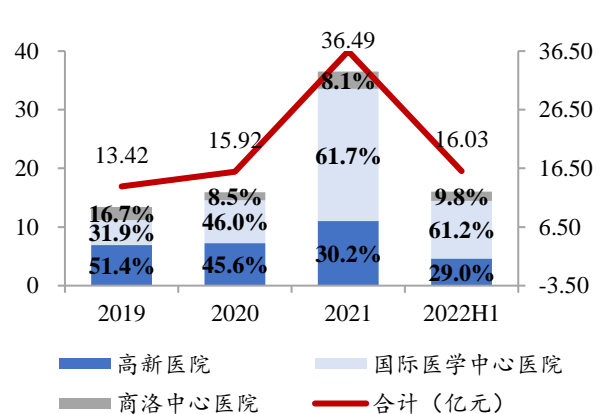
2.1.2. 顺利剥离商洛医院, 聚焦西安医疗服务市场, 公司盈利有望进一步改善

图 27: 各医院营业收入占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 28: 各医院营业成本占比

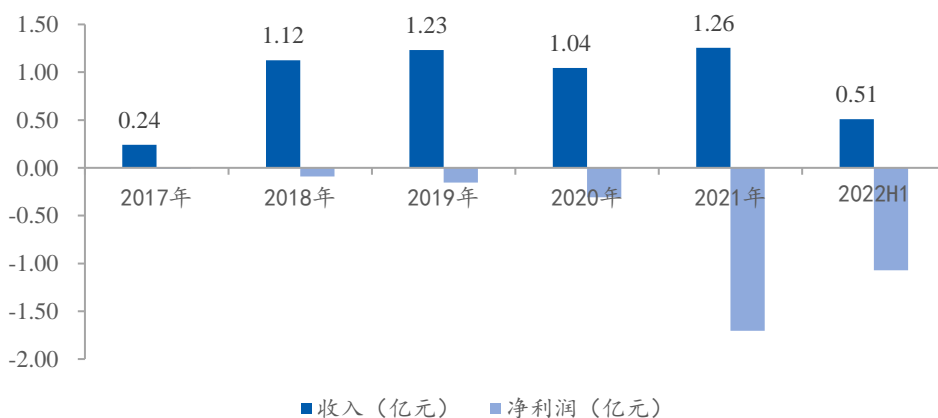


数据来源: 公司公告, 东北证券

10月21日, 公司发布公告与商洛市交通投资建设有限责任公司签订了《股权转让合同》, 拟将公司持有的商洛国际医学中心医院有限公司99%的股权, 以1.7亿元的价格出售给商洛交投; 同时, 商洛交投还需支付国际医学作为控股股东借款支持目标公司医院建设、运营而形成的全部应付国际医学负债约2.84亿元。

从公司战略方向来看: 西安是中西部地区的医疗中心, 供需矛盾持续存在, 目前虽然有27家三甲医院, 数量在全国各城市排第五, 内陆排第一, 但周边省份有较多疑难杂症疾病患者到西安看病, 因此西安医疗资源一直处于较为紧张的水平, 此次转让完成后(预计今年年底完成), 公司将聚焦于西安1万张床位, 加快业务发展节奏。

图 28: 商洛国际医学中心医院营收和净利润情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

从公司财务方面来看: 商洛国医中心医院近年营收增长缓慢, 2018年营收1.12亿元, 2021年营收1.26亿元, 3年仅增长12.5%, 年复合增长率为4%, 在公司旗下三家医院中成长性最弱, 2022年三季度商洛医院因疫情赋黄码, 诊疗收到管控, 公司前三季度业绩受损加剧。营收和利润同比更是出现大幅下降。2018年以来医院一直处于亏损状态, 且呈扩大趋势, 2020年净利润-0.31亿元, 2021年净利润-1.7亿元, 亏损扩大448.39%, 2022年上半年净亏损已达-1.07亿元。截至2022年6月30

日，商洛国医中心医院负债合计 17.25 亿元，在公司负债总额中占比 21.41%，资产负债率为 90.35%，处于较高水平，对公司的负债和净利润水平产生较大的负面影响。医院转让后，负债总额、财务费用支出将得到改善，有助于优化公司资产结构，收窄亏损面，扭亏为盈。

表 6：商洛国际医学中心医院期末资产负债情况（亿元）

	流动资产	非流动资产	资产合计	流动负债	非流动负债	负债合计	资产负债率（%）
2021 年	0.61	17.77	18.38	6.66	8.87	15.53	84.48%
2022 年 H1	0.43	18.66	19.09	8.85	8.40	17.25	90.35%

数据来源：公司年报、半年报，东北证券

2.2. 核心医院运营情况分析：高新医院运行稳健，中心医院有望迎来盈亏平衡拐点

2.2.1. 西安高新医院：二十年耕耘口碑稳健，复诊后业绩恢复迅速

西安高新医院位于西安高新区团结南路 16 号，一期建筑面积 5.2 万平方米，于 2002 年 6 月开诊，二期建筑面积 12 万平方米，于 2020 年 12 月开诊，现开放床位数为 1500 张。以高新医院为中心，8 公里辐射范围内共有 12 家三甲综合医院。

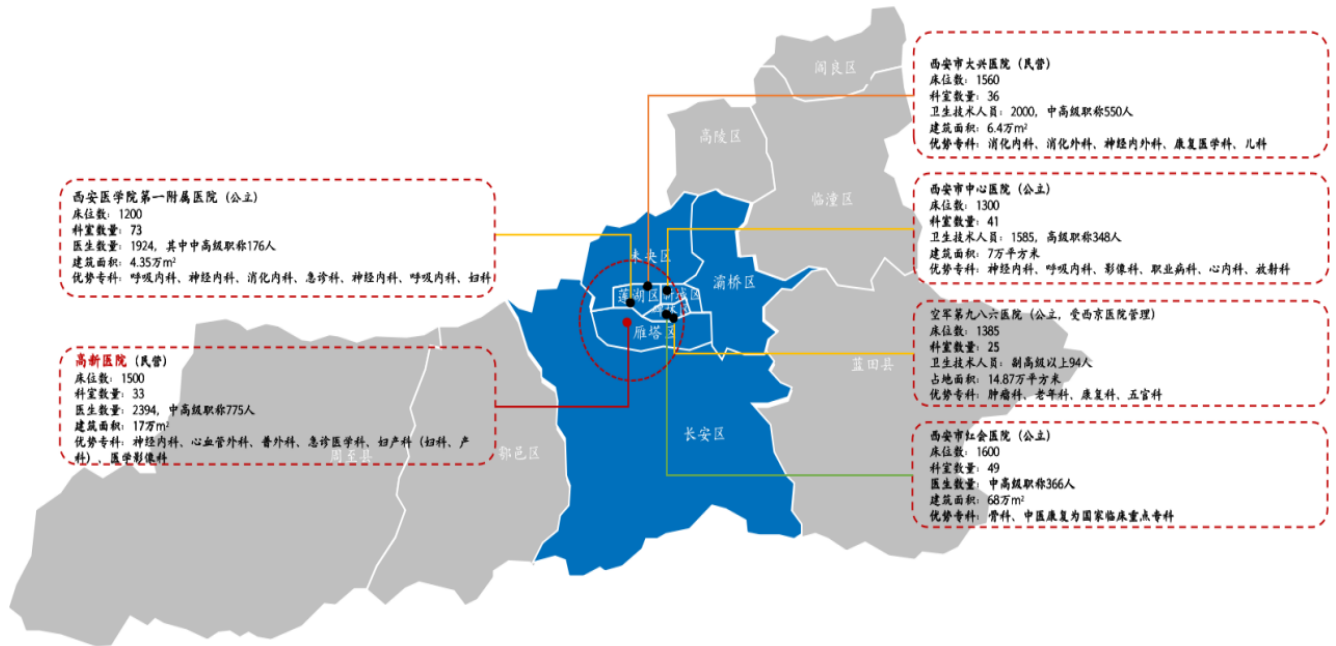
表 7：高新医院基本情况

	级别	开诊时间	编制床位	开放床位	建筑面积	卫技人员
一期	三甲	2002 年	500	500	5.2 万 m ²	2037 人
二期	三甲	2020 年 12 月	1000	1000	12 万 m ²	

数据来源：医院官网，公司公告，东北证券

经过 20 余年的口碑积淀与发展，高新医院在众多公立三甲综合医院的业务竞争中仍然占有一席之地。大型公立医院有政府财政资金、政策的倾斜，有政府公信力作为背书，更容易获得患者的认可，高新医院得以在激烈的竞争中在其辐射区域内，床位数排名第五，年门急诊量排名第三，拥有国家省市级专科 6 个，排名第六，更是远优于其他民营医院。

图 29：高新医院竞争格局



数据来源：各医院官网，东北证券

表 8：高新医院辐射范围内的三甲医院

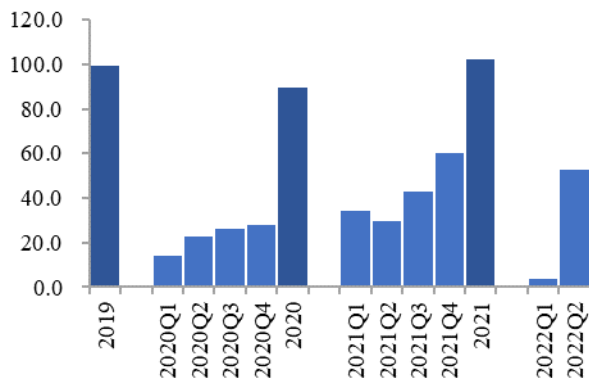
名称	性质	开放床位数 (张)	年门急诊量 (万)	高级职称人数	国家级专科	省市级专科
陕西省人民医院	公立	3079	186.8	651	4	11
西安交通大学第一附属医院	公立	3765	326	587	14	4
西安市红会医院	公立	1600	86	426	2	0
西安大兴医院	民营	1560	36 (2019 年)		0	1
西安高新医院	民营	1500	103.1	222	1	5
空军第九八六医院	公立	1385	50		0	1
西安市中心医院	公立	1300	81	348	0	7
陕西省中医医院	公立	1200	90	242	5	4
西电集团医院	国企	900	80	220	0	2
西安医学院第一附属医院	公立	1200		176	0	3
西安市第一医院	公立	777			0	3
西安市第五医院	公立	696			2	6

数据来源：各医院官网，东北证券（不含军队医院）

门诊住院增长稳健，高新医院 2021 年年门急诊量 103.1 万人次，同比增长 14.17%，住院量 5.01 万人次，同比增长 47.35%，住院量增长速度较快。全年日最高门急诊 4218 人次，日最高住院量 1479 床，业绩高峰期集中在下半年。2022 年停诊期结束

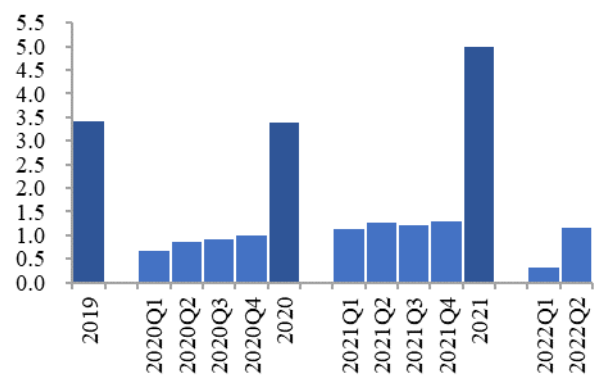
后，Q2 迎来快速的业绩爬坡，单季门急诊量 53.3 万人次，环比增长 1058.70%，住院量 1.2 万人次，环比增长 238.76%，整体业务量已恢复至 2021 年同期水平。

图 30：高新医院门急诊量（万人次）



数据来源：公司公告，东北证券

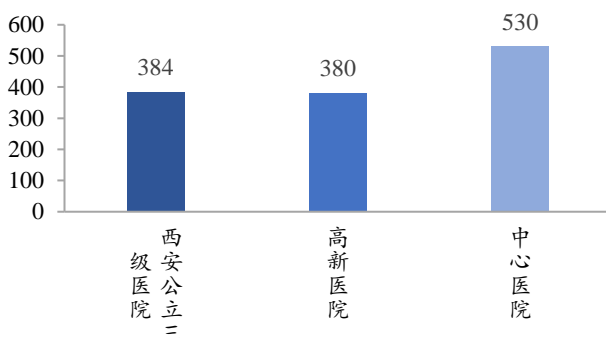
图 31：高新医院住院量（万人次）



数据来源：公司公告，东北证券

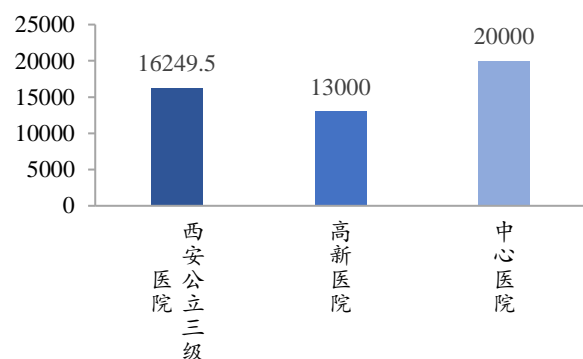
与西安市公立三级医院进行对比，高新医院次均门诊费用、次均住院费用均处于较低水平，存在一定的价格竞争优势。

图 32：高新医院次均门诊费用（元）



数据来源：西安市卫健委，公司公告，东北证券

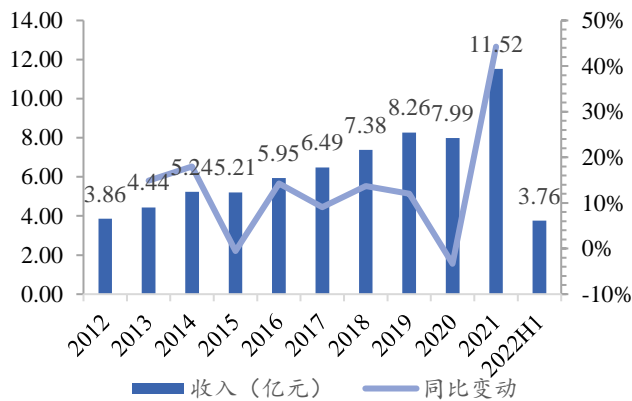
图 33：高新医院次均住院费用（元）



数据来源：西安市卫健委，公司公告，东北证券

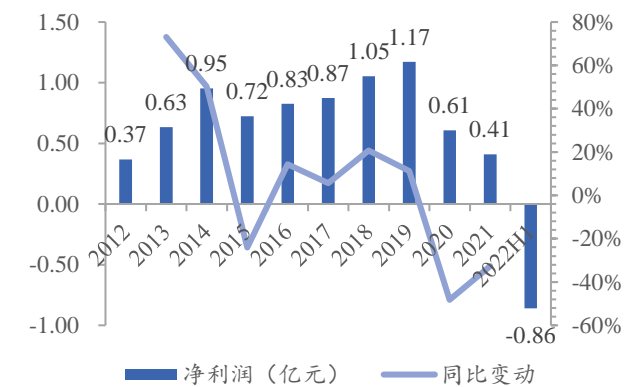
2012-2020 年，高新医院收入稳定增长，年收入从 3.86 亿元增长至 7.99 亿元，年复合增长率 9.52%。2020 年 12 月新院区建成开诊后，医院总开放床位数达到 1500 张（新增 1000 张），2021 年营收达到 11.52 亿元，同比增长 44.18%，按照西安市既往 85% 的平均床位使用率计算，单床产出为 90 万元。虽受疫情影响，2020、2021 年高新医院净利润仍维持在正值，2022H1 期间曾停诊 3 个月，净利润由正转负，亏损 0.86 亿元。

图 34：高新医院营收情况



数据来源：公司公告，东北证券

图 35：高新医院净利润情况



数据来源：公司公告，东北证券

2.2.2. 国际医学中心医院：床位快速爬坡期，增长潜力明显

西安国际医学中心医院位于西安市高新区西太路 777 号，占地面积 307.61 亩，于 2014 年 8 月开工建设，2019 年全面建成并开诊，建筑面积达 53.25 万平方米。最大床位数 5037 张，目前开放床位数 2500 张。医院现设有心脏病、胸科、消化病、骨科、肿瘤、妇科肿瘤、血液病、脑科、整形、康复、儿童 11 个专科医院，设有重症医学科、泌尿外科、肾脏内科、儿科、内分泌科、眼科、耳鼻咽喉外科、口腔科等 33 个临床科室，是一所集医疗、科研、教学、预防、保健、康复、健康管理为一体，按照三级甲等医院和国际 JCI 认证标准建设的综合医院。

表 9：国际医学中心医院基本情况

级别	开诊时间	编制床位数	开放床位数	建筑面积	卫生技术人员
三甲 (JCI)	2019 年 9 月 25 日	5037	2500	53.5 万	3100 人

数据来源：医院官网，公司公告，东北证券

(1) 区域位置优越，金融新城核心区域医疗巨头，周边无可竞争医院。西安国际医学中心医院处于高新区南部的西安丝路国际金融中心区块内，未来这里将成为 CID 板块集科创研发、办公、星级酒店等功能为一体的核心引擎，板块建成后，西安国际医学中心医院将成为金融核心区域内的医疗核心，承担起逐渐聚集起的人才、社会资源的医疗服务主力。

在以国际医学中心医院为圆心的 8 公里辐射圈内，尚无已开诊运营的三甲医院，目前正在建的三甲医院有两家，分别是西安市第一医院高新院区（高新区公共卫生服务中心）、西安市中医医院南院区。

西安市中医医院是中医类综合医院，与国医中心医院有一定的患者区分。迁建的西安市第一医院床位规划为 1500 张，远低于国医中心医院的 5037 张；其次，前者的优势专科为眼科和心血管病科，与国医中心医院的 11 个优势专科形成的是优势互补关系；此外，国医中心医院周边 1.5 公里范围内有 11 个公交站点，是地铁 6 号线的终点站，医院负二层直接与高铁站相通，交通便利，相比之下，西安市第一医院与地铁站尚有 2.5 公里的距离，周边 1.5 公里范围内有 7 个公交站点。

图 36：国际医学中心医院竞争格局

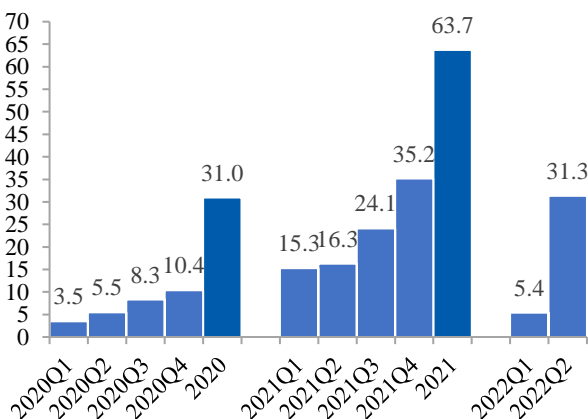


数据来源：各医院官网，东北证券

(2) 疫情和停诊风波滞后医院发展速度，复诊后快速迎来床位爬坡

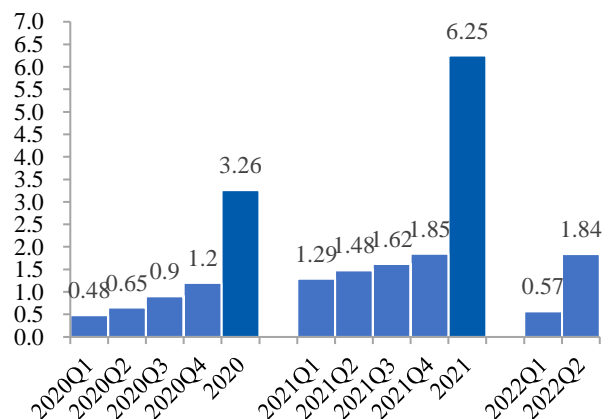
西安国际医学中心医院自 2019 年 9 月开诊以来，业务量快速增长：2020 年年门急诊量 30.96 万人次，2021 年上升至 63.73 万人次，同比增长 105.85%；2020 年年住院量 3.26 万人次，2021 年上升至 6.25 万人次，同比增长 91.72%。2022 年年初停诊结束后业绩迅速恢复，Q2 门急诊量、住院量环比增长 480.37%、222.81%，接近去年 Q4 水平，业务表现出较强的韧性。今年上半年单日平均门急诊量 2000-2300 人次，单日平均住院量 1800-2200 床，Q3、Q4 为综合医院医疗服务旺季，预计年底将突破 2500 床的日最高住院量。

图 37：西安国际医学中心医院门急诊量（万人次）



数据来源：公司公告，东北证券

图 38：西安国际医学中心医院住院量（万人次）



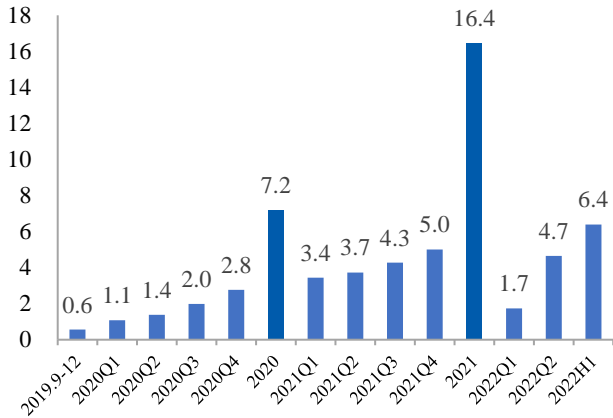
数据来源：公司公告，东北证券

(3) 放开预期下管控限制减少，2023 年有望迎来业绩快速恢复

2021 年中心医院实现营业收入 16.4 亿元，同比增长 127.78%。2022 年上半年实现营业收入 6.4 亿元，其中 Q2 实现营业收入 4.7 亿元，环比增长 176.47%，同比增长

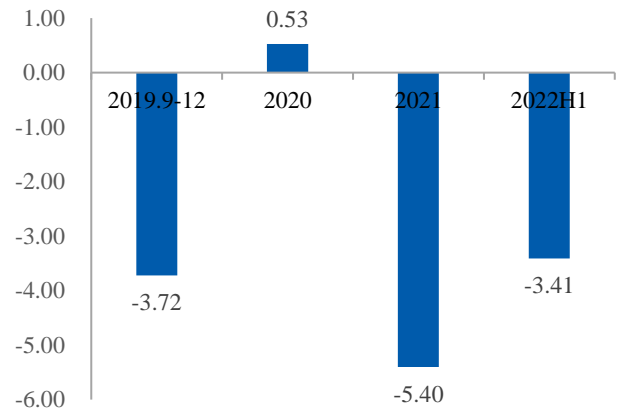
27.03%，Q2 营收已达到去年 Q3、Q4 水平。2021 年国医中心医院净亏损 5.4 亿元，2022H1 亏损 3.41 亿元，亏损情况主要系新冠疫情管控和 2022 年停诊影响，随着西安市疫情管控政策趋缓，结合 Q2 快速的业绩恢复趋势，Q3、Q4 有望实现单日平均住院量 2300 人以上，2023 年达到 3000 床/日平均住院量。

图 39：国际医学中心医院营收情况（亿元）



数据来源：公司公告，东北证券

图 40：国际医学中心医院净利润情况（亿元）

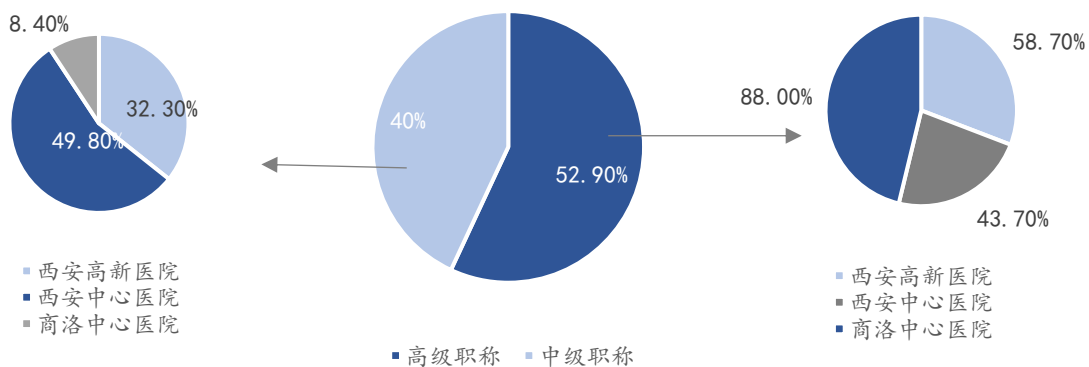


数据来源：公司公告，东北证券

2.2.3. 专家人才聚集综合实力强，西安国际医学中心医院有望跻身西安医疗服务第一梯队行列。

医院专家综合实力水平优异，从专家配备来看，包含商洛医院在内，国际医学旗下三家医院的中高级职称医生中约 52.90% 为高级职称专家，其中中心医院高级职称医师占总高级职称医师 49.8%，约占公司高级职称医师的一半。商洛中心医院中级职称医师占比占国际医学中级职称医师的 88%。西安国际医学中心医院、高新医院专家配置水平高。

图 41：医生专家团队情况



数据来源：医院官网，东北证券

注：西安中心医院指西安国际医学中心医院，商洛中心医院指商洛国际医学中心医院

按照营业收入对西安市 1000 张以上床位综合医院进行分析，因空军军医大学附属西京医院、唐都医院等部队医院未公开相应信息，故本分析排名不包含部队医院。第一梯队的西安交大一附院，红会医院，二附院，省人民医院，收入在 20 亿以上；第二梯队医院收入在 10-20 亿；第三梯队医院收入低于 10 个亿。西安国际医学中心医院与西安高新医院处于第二梯队水平，与第二梯队第一位西安市人民医院接近。对标第一梯队仍有一定差距，待西安国际医学中心医院床位使用率到达一定规模后，假设平均占床数为 3000 张/日，床位单产约 100 万时，有望跻身第一梯队医疗机构。

表 10：2021 年西安市 1000 张以上床位综合医院收支结余情况

梯队	医疗机构	总收入 (亿)	当年收支结余 (亿)	收支结余率 (%)	床位数 (张)
第一梯队	西安交大一附院	64.98	4.41	6.79	3765
	西安市红会医院	41.72	1.61	3.86	1600
	西安交大二附院	38.42	1.43	3.73	2580
	陕西省人民医院	28.48	-0.44	-1.55	3079
第二梯队	西安市人民医院	16.74	2.45	14.62	2300
	西安国医中心医院	16.44	-5.4	-32.85	2500
	西安市第三医院	14.93	2.08	13.91	1000
	西安高新医院	11.52	0.41	3.55	1500
第三梯队	西安市中心医院	10.71	0.82	7.68	1300
	西安市第九医院	9.66	1.89	19.58	1000
	西安医学院第一附属医院	7.52	0.47	6.32	1200

数据来源：陕西省卫健委，西安市卫健委、医院官网，东北证券

注：收支结余率不含上年转结，该分析不含部队医院

从收支结余情况上看，结余水平与专科特色具有相关性。西安市 1000 张以上床位公立医院去年收支结余水平最高的为西安市第九医院(骨科，普外，烧伤整形外科为其优势专科)，其次为西安市人民医院(眼科、妇产、儿童保健、生殖医学为其特色优势专科)和西安市第三医院(心血管内科、呼吸与危重症医学科为特色优势学科)。国际医学旗下西安高新医院 2021 年利润率 3.55%，与红会医院、西交大二附院基本持平，略优于陕西省人民医院，优于全国三级医院的平均收支结余率。

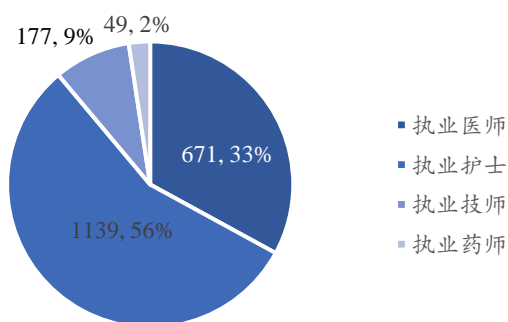
西安市公立医院收支结余状况良好，单床产出较高，对标公立医院，国际医学两家医院未来床位爬坡水平增长后，医院营收天花板高，发展空间广阔。2021 年，西安市共有 10 家公立医院收支结余超 1 亿元，其中西交大一附院收支结余最高，达 4.41 亿元。西安市公立医院整体运营效率较高，单床产出水平高于公司旗下两家医院。2021 年，高新医院实现营收 11.52 亿元，医院总开放床位数 1500 张，按照 95% 的床位使用率计算，单床产出为 80.84 万元。国际医学中心医院 2021 年营收 16.4 亿元，总开放床位数 2500 张，按照 70% 的床位使用率计算，单床产出为 93.71 万元。目前两家医院整体营收呈增长趋势，考虑到医院仍然处于上升期，对标西安 1000 张床以上的公立综合医院平均 127 万元单床产出，未来床位产出有较大的提升空间。

3. 综合医疗与特色专科齐头并进，多元化发展抢占医疗高地

3.1. 西安高新医院：综合实力均衡，心血管、神内、妇产专科优势明显

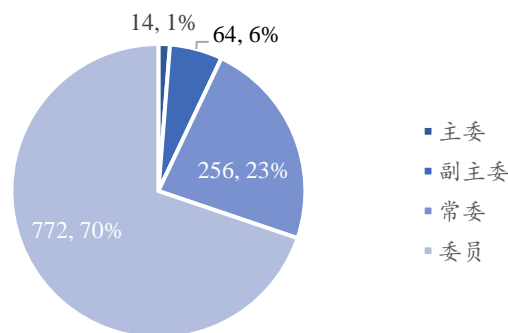
截至 2021 年年底，西安高新医院开设有临床科室 42 个，医技科室 8 个，共有卫生技术人员 2138 人，其中高级职称 222 人，占比 10.38%，中级职称 553 人，占比 25.87%。按照现有 1500 张床位数计算，床医比为 1: 0.45，床护比为 1: 0.76，高于卫生部规定标准（三级医院临床一线病房床护比 1: 0.4）。医院学科水平领先，1106 人在国家、省、市级学会（协会）任职，其中各级主委 14 人，副主委 64 人，常委 256 人，各级学会任职人员占医院卫生技术人员的 51.7%。2021 年医院申报开展新技术及新项目 18 项，获批 2021 省市级科研项目 6 项，发表学术论文 80 篇，其中 SCI10 篇，核心期刊 19 篇。

图 42：高新医院卫生技术人员情况



数据来源：医院官网，东北证券






图 43：高新医院国家、省、市级学会任职情况



数据来源：医院官网，东北证券

神内、心血管、妇产学科优势特色突出，区域内具有一定影响力。医院经过 20 年的发展，培育了多个重点优势专科，其中神经内科为国家临床重点专科建设项目、陕西省优势医疗专科；心血管外科和普外科为陕西省医疗特色专科；急诊医学科为陕西省临床重点专科培育项目；妇产科、医学影像科为西安市医学优势专科，各专科医师和设备配置在同级别医院中处于领先地位。

表 11：高新医院优势专科

	普外科	医师团队：主任医师 3 名，副主任医师 2 名，主治医师 1 名 开放床位：40 张 优势：每年腹部手术超过 800 台
	妇产科	医师团队：主任医师 6 名，副主任医师 18 名，主治医师 6 名 开放床位：156 张 优势：科室配置有达芬奇机器人手术系统、Storz 4K 宫腹腔镜、美国 LEEP 刀等设备，大手术和特大手术量逐年增加，腹腔镜微创手术占 95% 以上，年平均就诊人次 19 万人次，收治孕产妇 8000 多人次
	心血管外科	医师团队：主任医师 1 名，副主任医师 3 名，主治医师 2 名 优势：拥有达芬奇手术机器人、索林 S5 体外循环机、体外膜肺氧合支持系统（ECMO）等心脏手术尖端设备，开展各类心血管外科疾病诊疗工作，已跻身于国内先进水平行列。
	神经内科	医师团队：共有主任医师 5 名，副主任医师 12 名，主治医师 4 名 开放床位：100 张 优势：拥有现代化的大型康复训练及理疗设备、1.5T/3.0T MR、128 排 256 层螺旋 CT、飞利浦 FD-20 数字平板 DSA 血管造影机、PET/CT、SPECT 等先进设备
	急诊医学科	医师团队：主任医师 1 名，医护人员 57 名 优势：科室内部区域划分明确，配有先进的现代化监护系统和急救设备，为患者的急救、诊疗提供了良好的硬件保障；并开展了快捷合理、有效准确的急救绿色通道
	医学影像科	医师团队：主任医师 4 名，副主任医师 13 名，主治医师 5 名 优势：拥有省内先进设备，包括 CR、DR 系统、数字化肠胃机、数字钼靶、西门子 skyra3.0T、Aera1.5T 磁共振、飞利浦 Ingenia 3.0T 磁共振设备、16 排/40 排/64 层螺旋 CT、128 排 256 层 iCT 等先进诊疗设备

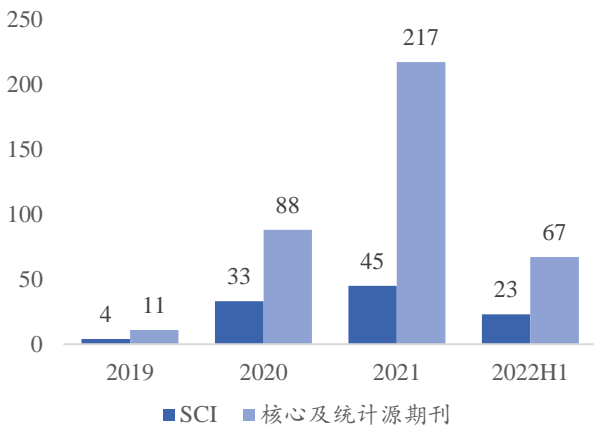
数据来源：医院官网，东北证券

3.2. 国际医学中心医院：科教研三位一体，软硬件实力顶尖，医疗区域辐射能力强

西安国际医学中心医院占地 307.61 亩，建筑面积 53 万平方米，编制床位 5037 张，内设脑科、心血管、消化、胸科、肿瘤等 11 大专科医院及泌尿、内分泌、眼科、口腔等一大批综合门诊科室，医院重视科研教学，为西北大学、陕西中医药大学附属医院、温州医科大学教学医院。

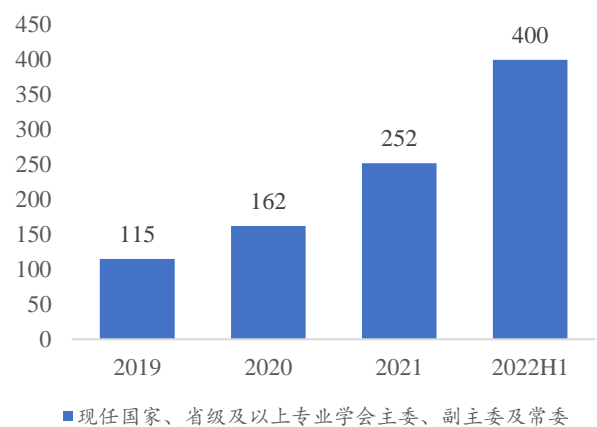
医院现有工作人员 3629 名，医疗主系列中 85% 医护人员来自三甲、部队医院。专家团队中，长江学者 2 人，享受国务院特殊津贴 11 人，博、硕士研究生导师 90 余人，国家及省级以上各专业学会中现（曾）担任主委、副主委、常委 400 余人次，呈逐年上升趋势，SCI 数显著增加，科研实力雄厚。

图 44：中心医院期刊发表数量



数据来源：公司公告，东北证券

图 45：中心医院专业协会任职情况



数据来源：公司公告，东北证券

医院配备设备高端顶级化，保障一线临床高水平服务产出。医院配有全国首台蔡司 ZEISS KINEVO 900 机器人手术显微镜、西北首台西门子 MAGNETOM SKyra 3.0T 术中磁共振成像设备 (MRI)、西北首台飞利浦 Ingenia 3.0T MR-RT 放疗定位磁共振设备、西门子“准 7T”MAGNETOM Prisma 3.0T 磁共振成像设备 (MRI)、陕西首台西门子 SOMATOM Force 超高端双源计算机断层扫描成像系统 (CT)、西部首台飞利浦 IQON Spectral 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、西北首辆卒中救护车、西北首套 SORZE ICG 荧光 3D 高端腹腔镜、第四代达芬奇 Xi 手术机器人、最长轴径的全景扫描 PET-CT uExplorer 等各类医疗设备 6000 余台。

图 46：西安国际医学中心医院设备配置情况



数据来源：医院官网，东北证券

3.2.1. 持续深耕优势专科，先进设备和技术团队铸就整体学科实力

(1) 脑科医院：西北地区神经内外科发展高地。脑科医院规划设置 10 个病区、3 个 ICU、800 余张床位和全球唯一的 DELICA TCD 自动探头监护系统。是目前辐射西

北地区的医疗服务高地。硬件配置水平与团队实力与西安当地顶级三甲医院相当。

图 47：脑科医院科室情况与部分高端设备

专科医院	诊室/病区数	床位数	核心医生团队		
			主治医师	副主任医师	主任医师
脑科医院	10个病区, 3个ICU	800	15	5	4

高端人才

高国栋：脑科医院院长，中国医师协会神经外科分会副会长，中国卒中学会第一届学术委员会理事，中华医学会陕西省神经外科专业委员会主任委员

林宏：脑科医院副院长、神经内科一病区主任，第四军医大学唐都医院神经内科原副主任，中国卒中学会脑血流与代谢分会委员

高端设备

准7T核磁共振，全球唯一的DELICA TGD自动探头监护系统，西北首台3.0T术中核磁共振PET/CT，双C臂大平板数字减影血管造影系统等

贺世明：脑科医院副院长、神经外科主任，第四军医大学唐都医院神经外科病区原主任，中国医师协会神经外科医师分会委员，陕西省神经外科医师协会常委

张江红：神经外科二病区副主任医师，第四军医大学唐都医院神经外科头部伽玛刀中心原专家，陕西省非公医疗机构神经外科分会常务委员，西安市医学会神经外科分会委员

数据来源：医院官网，东北证券

(2) 胸科医院：内外一体，呼吸系统疾病诊疗。现有人员 140 余人，其中高级职称 13 人，中级职称 56 人，核心成员来自于西京医院呼吸内科和唐都医院胸外科。除开展常规手术外，胸科医院也是区域性胸部疑难症和危重症的诊治平台，2021 年 11 月，团队成功地为一位二次手术患者实施了胸腔镜右肺下叶内前基底段背段内侧段切除术，标志着其胸外科胸腔镜技术达到国际先进水平。2022 年 9 月，胸科医院被中国研究型医院学会授予“加速康复外科（ERAS）示范病房”，学科水平获得认可。

图 48：胸科医院科室配置情况

专科医院	诊室/病区数	床位数	医护人员			
			医护总数	中级职称	高级职称	硕博导师
胸科医院	4个内科病区 3个外科病区 6个检查中心	546	140	56	13	4

学科配置

吴昌归：院长，第四军医大学西京医院呼吸内科原主任、中国医师协会呼吸医师分会常委，中华医学会呼吸病学分会委员，陕西省哮喘联盟负责人，陕西省医学会内科学分会副主委。中央军委、陕西省委、省政府保健委员会专家

李小飞：执行院长，第四军医大学唐都医院胸外科原主任，陕西省医学会胸外科分会创会主任委员，中华医学会胸心血管外科分会常委，中国医师协会胸外科医师分会副会长，中国医师协会创伤外科委员会主任委员

朱运奎：副院长兼呼吸与危重症医学科三病区主任，原兰州军区总医院专家组组长，中国医师协会呼吸医师分会委员，甘肃省医学会常务理事，享受国务院政府津贴，曾获中国呼吸医师奖。

欧阳海峰：副院长兼呼吸与危重症医学科一病区主任，Broncus肺部疾病介入培训基地主任，VisonMed导航内镜肺结节精准消融培训中心主任，欧洲呼吸协会会员，美国胸科协会会员，中华医学会结核病学分会呼吸内镜专业委员会委员

李文海：副院长兼胸外科一病区主任，第四军医大学唐都医院胸外科原主任医师，中国微循环学会转化医学专业委员会委员

2021-11月
成功地为一位二次手术患者实施了胸腔镜右肺下叶内前基底段背段内侧段切除术。标志着胸外科胸腔镜技术达到国际先进水平。

2020-6月
完成西北地区首例LungPro全肺导航系统引导下经支气管镜跨肺实质肺外周结节活检术。

2020年
西安国际医学中心医院胸科医院2020年度肺部导航引导下手术已突破200例。

数据来源：医院官网，东北证券

(3) 心脏病院：高端设备、高技术团队带来核心王牌实力

中心医院心脏病医院目前开设内科门诊 5 个，外科门诊 5 个，规划总床位 521 张，获批国家心律失常和结构性心脏病介入培训基地、陕西省冠心病介入培训基地。

使用多种西部地区首次引进设备，心电检查中心拥有国际先进的仪器设备。

高技术团队：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，先后完成国际首例心肌桥旁路移植手术、国内首例“经股 TAVR+TEVAR”、陕西省首

例“人工心脏”植入术等先进手术案例。西安市心血管学科实力最雄厚的医院是西交大一附院，其心血管内科是陕西省心血管专业唯一国家重点学科、国家级胸痛中心，临床设有4个病区及1个CCU，床位203张，现有教授14人，副教授24人，博士生导师8人，硕士导师9人，将是国际医学心脏病医院未来学科建设对标和学习的榜样。

图 49：心脏病医院科室情况与部分高端设备



数据来源：医院官网，东北证券

(4) 消化病医院：西北地区规模最大的消化疾病诊疗中心，拥有世界先进的消化电子内镜、放射介入 DSA 及达芬奇机器人等高端设备，配有各种功能齐全、标准的检查室、治疗室及手术室和一批技术精湛、服务一流的消化病专科诊疗团队。医院致力于人才培养和前沿技术的开拓与应用，已与日本、韩国、英国等国际顶级消化病专科合作进行学术、技术交流和人才培养，参与国内仅 20 余家医院参加的针对中期和晚期肝癌的全球多中心随机对照临床试验 LEAP-012、CheckMate-9DW。

图 50：消化病医院科室配置情况

专科医院	床位数	医师配置				
		医护总数	主治医师	副主任医师	主任医师	硕博导师
消化病医院	400	200	23	12	9	10

韩国宏：消化病医院执行院长，医学博士、博士生导师、主任医师、教授，第四军医大学西京医院消化病医院消化介入科主任，西京医院国家消化疾病临床医学研究中心血管介入组组长，中国医师协会介入医师分会常委兼肿瘤介入专业委员会副主任委员

张方信：消化病医院副院长、消化内科一病区主任，医学博士、硕士研究生导师、主任医师、教授，原兰州军区总医院消化内科主任，甘肃省医药卫生领军人才，享受国务院政府特殊津贴，中国医师协会消化内科医师分会常委，中国医学装备协会消化内科医师分会常委，中国卫生信息与健康医疗大数据学会消化专业委员会常委，全军消化内科专业委员会常委

陈红：消化内科三病区主任，硕士生导师、主任医师、教授，兰州大学第一医院感染科主任，中国医师协会感染病学分会第二、三届常务委员

王淑萍：消化内科二病区主任，医学博士、主任医师，第四军医大学西京消化病医院内科原副主任医师

标志性事件

2022-04
两项分别针对中期和晚期肝癌的全球多中心随机对照临床试验LEAP-012、CheckMate-9DW在西安国际医学中心医院消化病医院启动（全球约有200余家、国内仅有20余家医院参加这两项试验）

2021-07
西安国际医学中心医院消化内科五病区获“中国西部地区肝病治疗领域多学科诊疗交流项目”2020年度典范影响力奖

2021-07
“国家放射与治疗临床医学研究中心核心单位”花落西安国际医学中心医院，成为全国114家分中心及核心单位中唯一一家非公立医院

消化电子内镜

数据来源：医院官网，东北证券

3.2.2. 整形医美专科医院：医美国家队坐镇，物理扩容后有望迎来高速增长

国家队操刀整形外科与消费轻医美并驾齐驱。郭树忠教授带领的原西京医院、唐都医院整形医生“国家队”组成，医院与皮肤科共享医疗资源业务包含整形修复、医疗美容与皮肤病性病，其中整形涵盖了耳部整形、眼部整形、鼻部整形、胸部整形、疤痕修复等多种整形项目，皮肤病学科亚专业齐全，在传统疾病、自身免疫性疾病、遗传性皮肤病等治疗中疗效显著。郭树忠院长为长江学者特聘教授，全球华裔整形外科医师协会常务理事，中国研究型医院协会整形外科专业委员会主任委员，拥有丰富且专业的整形外科从业经验，在行业极具地位。整形医院在所有专科中就诊量排名第一，2021 年全年医美相关收入为 1.6 亿，占中心医院的 10%，2022 年上半年，医美收入占中心医院收入的 11%，且还在持续增加，是国际医学中心的核心专科医院之一。未来医美院区有望从 8000 平米扩容至 2 万平米，按照目前单坪效 2 万，扩容后有望实现倍数增长。

图 51：整形医院部分高端设备



数据来源：医院官网，东北证券

3.2.3. 肿瘤系列专科实力突出，西北唯一质子放疗中心助力肿瘤专科高精尖化发展

国际医学在肿瘤相关学科上设置肿瘤、血液病、妇科肿瘤三大专科医院，专科实力突出。其中肿瘤医院开放多元综合肿瘤治疗模式，完成了全国首例术中磁共振辅助下的“乳腺癌精准保乳手术”、陕西省内首例免充气式经腋窝腔镜下甲状腺癌根治术；妇科肿瘤医院则在微创化诊疗模式下引领妇科肿瘤细分赛道，目前已完成达芬奇机器人良恶性手术 800 余例，成为医院重点专科的特色和优势，血液病院以干细胞移植为诊疗技术优势。学科配套上，硬件与软件实力并存，建设质子治疗中心助力肿瘤学科更进一层。

表 12：中心医院肿瘤相关优势专科

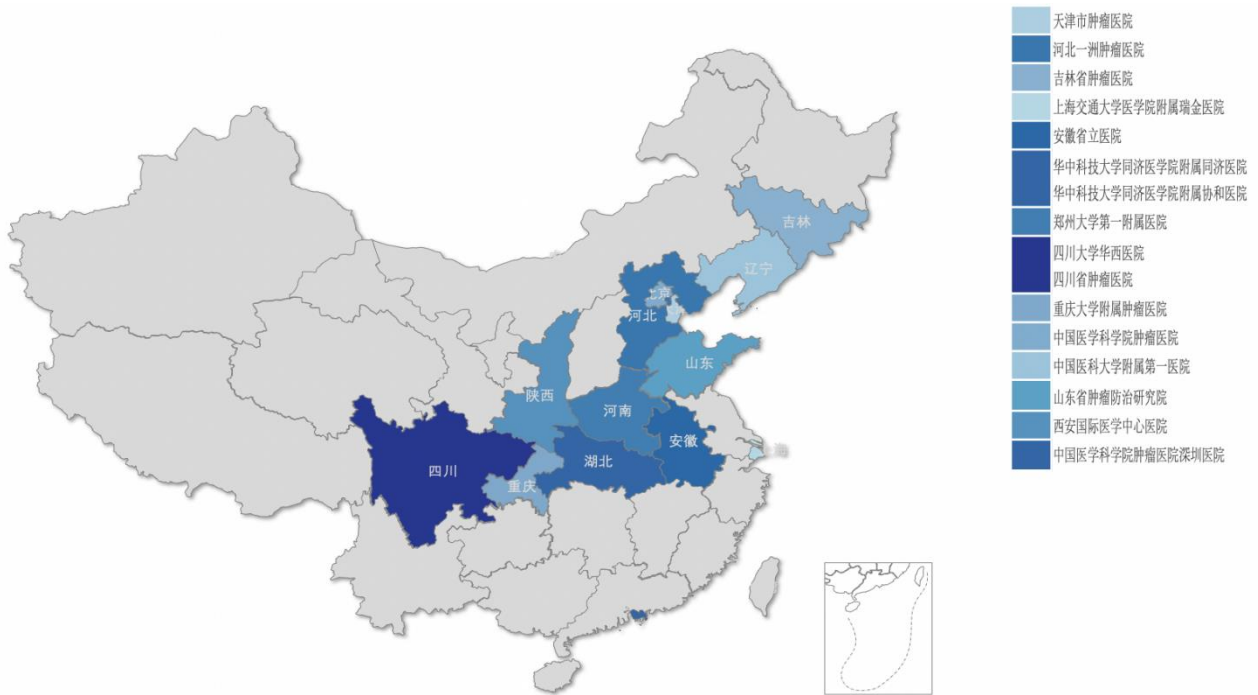
专科病院	科室简介	代表专家	专家介绍
肿瘤	<p>医院编制床位 800 张，现有专业医师 86 人。高级职称 16 人，主治医师 22 人，住院医师 48 人，二级教授和名医 1 人，副教授 3 人，担任多个国家级专业委员会副主委或常委者 3 人。肿瘤内科、肿瘤放疗科、日间化疗中心、甲乳外科、肿瘤 ICU 及肿瘤疼痛病房，提供 MDT 诊治提供个性化诊疗服务。</p> <p>学科综合实力 2020 年 12 完成全国首例术中磁共振辅助下的“乳腺癌精准保乳手术”；2020 年 9 月成功实施了陕西省内首例免充气式经腋窝腔镜下甲状腺癌根治术。</p>	 南克俊	<p>肿瘤医院院长</p> <p>西安交通大学第一附属医院肿瘤内科原主任 中华医学会肿瘤分会常委 中国临床肿瘤学会（CSCO）常委 CSCO 罕见肿瘤专家委员会副主任委员 中国肿瘤防治联盟副主席</p>
		 薛妍	<p>肿瘤医院副院长、肿瘤一病区主任</p> <p>第四军医大学西京医院肿瘤科原副主任 中国研究型医院学会乳腺专业委员会常委 中国医药教育协会乳腺疾病专业委员会常委 中国临床肿瘤学会乳腺癌专家委员会委员</p>
血液病	<p>编制床位 200 张，全院现有人员编制 171 人，医师 47 人、护士 113 人、技师 11 人，其中高级职称编制 14 人，中级职称编制 11 人、初级职称编制 22 人。医院打造国家标准的外周造血干细胞/骨髓移植医学中心，骨髓移植中心设有 24 张百级净化层流仓。</p>	 梁英明	<p>血液病院院长</p> <p>第四军医大学唐都医院血液科原主任 中国医师协会血液科医师分会常务委员 陕西省医学会血液学会名誉主任委员 陕西省抗癌协会造血干细胞移植学会名誉主任委员</p>
妇科肿瘤	<p>编制床位 200 张，医护人员 60 人，医生 31 人，护理 29 人。院长 1 人，病区主任 2 人，护士长 2 人。科室“微创化”诊疗模式，率先开展达芬奇机器人手术，目前已完成达芬奇机器人良恶性肿瘤 800 余例</p>	 王海琳	<p>妇科肿瘤医院院长</p> <p>甘肃省人民医院妇产科原主任 中国医师协会医学机器人医师分会委员 中国及亚太地区微创妇科肿瘤协会专家委员 中国医师协会微无创分会机器人手术及适宜技术学组组长 甘肃省医师协会妇产科分会会长</p>

数据来源：医院官网，东北证券

2022 年 9 月 25 日，国际医学质子放疗中心举行开工仪式，计划 3 年时间建成投用。2020 年 10 月 27 日，国际医学中心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。

质子项目整体建设周期分为**基建、环保、质子设备和临床运营**四部分，早一批已运营的上海市质子重离子医院和美国纽约质子中心建设经验，新建质子项目从基建开工至正式运营需**4-6 年**。按照目前进度，**基建方面**，预计从开工至竣工至少需**12 个月**；**环保方面**，从开始建设前进行环境影响评价至取得辐射安全许可证、建设项目完成后进行环境保护验收；**设备方面**，从质子放射治疗系统还需经历采购协议签署至安装、调试、验收；**临床方面**，参照国内已运营上海市质子重离子医院(12 个月)和武威重离子中心(15 个月)经验，预计临床试验及运营前准备(通过 NMPA 认证、取得放射诊疗许可证等)需耗时 12~15 个月。考虑到部分步骤可重叠同步进行，根据上述建设周期，国际医学质子放疗中心最快 3 年可建成运营，运行后将在肿瘤等急危重症救治、疑难疾病诊疗等方面发挥引领示范作用，同时有助于国际医学拓展知名度，成为西北地区医疗高地。

图 52：全国已获质子放射治疗系统配置许可医疗机构



数据来源：国家卫健委，东北证券

3.3. 持续推进前沿核心技术，扩大专科医疗布局版图

3.3.1. 康复医院预计年底开业，DRG 下完善公司内部转诊体系

(1) DRG 控费背景下，公司体系内患者住院周期缩短，康复医疗完善急性后期患者诊疗服务

康复医院与国际医学中心医院毗邻，计划开设骨科医院、康复医院、妇儿医院、老年病医院、医美整形医院、VIP 健康管理中心及国际住院部六大业务板块。是一所集医疗、科研、教学、培训于一体的专科学科群中心。在建的一期工程建筑面积 42.5 万平方米，规划床位 3600 张，分三年开放（中高端妇儿、骨科、康复科各 1200 张），预计今年年底开诊，开诊首年计划开放床位 1200 张左右。目前康复项目中约有 45% 为医保覆盖，其他为非医保，自费占比高，盈利能力相对较好，年底开诊后有望改善公司的盈利水平。康复医院的患者来源主要有两方面，一是高新和中心两家医院各专科患者均有康复需求，二是西安市三甲医院康复科患者的溢出，康复医院的开诊将与其他两家医院形成较好的协同，为患者提供从生命孕育到健康管理，从医疗服务到康复医养的全方位、全生命周期的医疗健康服务，DRG 下两家医院将承接更多外溢患者。

图 53：康复医院预期建设情况



数据来源：医院官网，东北证券

(2) 康复团队人员到设备配备高端，骨科康复病区扩容，

人员配备水平高端，骨科与康复联动：康复医院将由骨科医院院长贺西京出任，贺院长是十三五国家重点研发计划项目负责人、国家临床重点专科学科带头人、康复医学会会长，中国医师协会神经修复专业委员会创始主委。副院长为张正湘为陕西省康复医院原副院长，中国康复医疗机构联盟神经康复专业委员会副主委。康复医院配备 237 名医疗人员，其中医技人员 56 名，正高级职称 26 人，副高级职称 40 人，中级职称 73 人，初级职称 98 人，中高级职称医疗人员达近 60%。医疗人员中获博士学位 10 人，获硕士学位者 87 人。中心现有国家重点研发计划项目负责人、享受国务院特殊津贴专家、省级临床医学研究中心负责人 16 人。硬件设备设施高端化：设备最先进的高压氧治疗中心、康复运动中心、水疗中心。

(3) 产康一体带动国际医学妇儿业务高端化

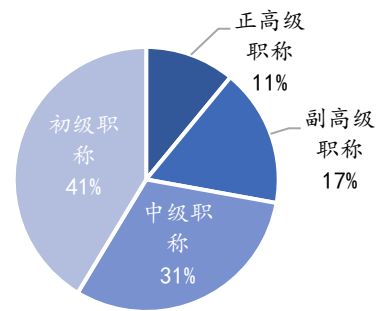
未来中高端妇儿医院会配备医疗级别的月子会所，与 LDR 一体化产房；此外，辅助生殖医学中心紧邻中高端妇儿医院，妇儿与辅助生殖一体化资源整合与引流，提供服务保障。

图 54：西安国际医学城院区



数据来源：公司官网，东北证券

图 55：国际康复医学中心医院医技人员职称情况



数据来源：公司官网，东北证券

3.3.2. 生殖医学中心 IVF 牌照获批，专科医疗领域布局获重大突破

我国不孕不育症发病率逐年上升，辅助生殖技术需求持续增长。根据全球知名咨询机构弗若斯特沙利文的数据，2021 年中国辅助生殖市场规模约 57 亿美元，IVF 取卵周期数约 102.3 万个，且将持续增长，市场空间广阔。同时，国家对辅助生殖领域准入的要求较为严格，目前国内已获批开展业务的辅助生殖机构主要集中在中东部地区。

医保逐步纳入，利好辅助生殖支付拓展。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。各地正在积极探索相应报销方式，杭州探索惠民商业保险支付辅助生殖，咸宁、荆门补贴 35 岁以上辅助生殖妇女，多地探索辅助生殖促进政策，国家医保局恢复考虑探索辅助生殖技术分批部分纳入医保支付。未来，随着三胎政策的进一步落地，我国辅助生殖行业将迎来全新发展机会。

公司为陕西唯一一家 IVF 资质民营医疗机构，未来牌照依旧稀缺，截至目前，陕西省共有 10 家辅助生殖医学机构，集中在西安，其中 5 家医疗机构具备 IVF 执业资格。公司成省内第一家获得 IVF 技术运行资质的民营医院。公司辅助生殖业务已经通过了两年的夫精人工授精业务（AIH）的运营，目前已取得相关部门批复，成为陕西省唯一一家获得 IVF 技术运行资质的民营医院。据《陕西省卫生健康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。

表 13：陕西省辅助生殖牌照批复情况

序号	医疗机构	准入技术	运行状态	地区
1	空军军医大学唐都医院	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	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	
3	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	空军军医大学西京医院	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	
5	西安交通大学第一附属医院	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）	试运行	
		卵胞浆内单精子显微注射技术（ICSI）	试运行	
6	西安高新医院	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	
7	西安安琪儿妇产医院	卵胞浆内单精子显微注射技术（ICSI）	正式运行	西安市
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	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
10	西安交通大学第二附属医院	夫精人工授精技术（AIH）	试运行	西安市

数据来源：陕西省卫健委，东北证券

IVF 牌照通过验收，带来发展新增量。西安国际生殖医学中心位于西安国际医学中心医院旁，建筑面积 1.8 万平方米，设计具备年 4 万个 IVF 周期服务能力，是目前国内即将全面启用的规模最大的生殖医学中心之一。该中心于 2018 年底获得陕西

省卫健委准入，已运行超过一年。目前中国做的最好的 IVF 医疗机构每年可达到 40000 个周期，而西安当地体量最大的西北妇女儿童医院每年可达到 20000 个周期，公司目前规划通过三年左右的运行，能够达到每年 3000-5000 个周期。

原西京医院生殖专家团队，妇产与辅助生殖一体化发展，技术实力雄厚。科室共 49 人，其中博士 4 人，硕士 7 人，副高及以上职称 8 人（16.3%），中级职称 22 人（44.9%）。公司引进了原西京医院生殖中心黄艳红主任作为中心医院辅助生殖中心的主任和学科带头人，黄教授是陕西省生殖医学专业委员会常委，中国首例子宫移植患者试管婴儿工作的负责人及具体实施者，其团队成员均由来自于国内知名三甲医院的专家组成。

表 14：辅助生殖医学中心科室概要

科室	仪器
男科实验室	迈瑞全自动尿液分析仪、西班牙 SCA 精液分析仪、美国 AWAREN 自动精浆分析仪、酶标仪等
内分泌检测生化实验室	迈瑞全自动血球分析仪、STAGO 全自动血凝分析仪、贝克曼全自动测定仪等
手术室	日本 OLYMPUS 宫腔镜、腹腔镜仪、精锐膨宫机等
胚胎实验室	丹麦 IVFtech 工作站，德国 MTG 激光破膜系统，卵胞浆内单精子射系统

数据来源：公司官网，东北证券

3.3.3. 干细胞临床研究与药物临床试验中心（GCP）助力医院“科研、业务”双增长

依托优质医疗资源及陕西圆梦生命科学研究院、院士专家工作站平台，公司特聘领衔专家中国科学院院士、昆明理工大学季维智教授等知名学者成立干细胞与再生医学中心。在干细胞再生医学、干细胞药物临床研发、干细胞抗衰老研究、临床转化、基因编辑等方面展开研究。当前，公司人脐带间充质干细胞获得中国食品药品检定研究院认证，是陕西省第一家获得干细胞认证的公司。干细胞临床研究机构已先后通过省级和国家级评审，成为陕西省第一家获批国家级干细胞临床研究机构，有力促进陕西省干细胞产业发展，同时将干细胞应用于急危重症，探索“科研临床”相结合。

西安国际医学中心医院药物临床试验机构于 2020 年 12 月 31 日完成 8 个专业的备案，分别是呼吸内科、消化内科、神经内科、心血管内科、内分泌科、妇科、肿瘤科、血液科。机构根据药物临床试验质量管理规范(GCP)要求制定了相应的制度和 SOP，各专业组主要研究者均由临床医学专业的高级职称医师担任，全院 170 余人获得国家级 GCP 培训证书。公司与泰格医药于 2021 年签约，双方将共同推进高质量的药物临床合作，预计将国际医学中心医院打造成高水平的研究型医院，使高质量综合医疗平台能够可持续发展。

3.4. 急诊与重症体系完备，保障疫情下医疗救治顺利开展

3.4.1. 高新医院急诊、呼吸与危重症医学有效护航疫情下重症救治能力

高新医院依托呼吸与危重症医学科，为 PCCM 规范化建设单位：科室开放床位 98

张，病区设有普通病区 80 张，危重症病区（RICU）18 张；现有主任医师 3 人、副主任医师 5 人、主治医师 8 人、住院医师 5 人。重症医学科医护人员 32 人，其中高级职称 2 人，中级职称 1 人，初级职称 7 人，护士 22 人。学科配置能满足急诊、重症应对，在公共卫生事件和疫情持续下，能有效应对医疗风险。

3.4.2. 西安国际医学中心医院 7 大急救体系，有效应对急危重症与突发公共卫生等事件

疫情下医院医疗救治及应急管理体系实力有望持续得到验证。西安国际医学中心医院院区内建立 7 大完备的急救体系，重症诊疗能力夯实，在突发状况下能有效应对医疗挤兑。此外医院以胸科医院为依托，呼吸内科诊疗能力扎实，重症医学与门诊部急诊中心联动下，迎接放开下的呼吸系统疾病的短期激增与危重症的综合治疗。

其中急救中心、重症硬件配置高，物理空间足，在医疗挤兑下能有效应对。医疗总面积 35000 平方米，物理空间大能有效应对急救拥堵，科室包含院前急救、急门诊、急诊抢救室、输液室、急诊留观、急诊病区六部分，抢救室设有 6 张普通抢救床和 4 张隔离抢救床，留观及病区设有床位 61 张，可为各种急诊及危重症患者提供全面监护和综合救治。急诊中心现有 25 名医生和 67 名护士，其中副主任医师 3 名，主治医师 10 名，均来自唐都医院、西京医院、兰州军区总医院等知名三甲医院，临床经验丰富。**危急重症诊疗实力强**，重症医学科总面积约 11000 平方米，设置床位 29 张，其中负压病床 1 张，现有医师 11 人，护理人员 26 人。重症医学科主任袁清霞为中华医学会重症医学 5C 培训导师、中国老年医学会重症医学分会委员，擅长外科系统危重症救治。

4. 公司业绩预测与估值

核心假设：

- 1、2023 年为 DRG 实施第一年，中心医院和高新医院单床位产出变化不大，康复医院营业后转诊开始持续，高新医院和中心医院患者 10%/12% 转诊至康复医院，比例逐年提升，2023 年康复一期 1200 张床位使用住满，2024 年床位使用超过 3000 张。商洛医院 2023 年不再并表，新冠疫情在 2023 年影响得到控制，两家综合医院毛利水平恢复疫情前正常水平，后缓慢爬升。
- 2、高新医院目前开放床位 1500 张，最大开放 1800 张，随着 2025 年床位使用率近 100%，床位使用率提升后，住院周转提升，三四级手术患者后期都需要转诊至康复医院；急危重症(CMI 值)提升，床位单产每年提升 8-10%；2024 年恢复至 2019 年单床产出水平 103 万元/床。
- 3、中心医院目前开放床位 2500 张，编制床位 5037 张，随着开放床位增加，中心医院患者收治结构更倾向于急危重症，平均单产逐渐高于高新医院，单产每年增长 10-12%。2025 年质子治疗中心建设完成后，单产每年增长 12-14%，床位使用达满后，单产开始逐步向西安市第一梯队三甲医院靠近。

表 15：国际医学业绩预测（亿元）

项目	医院	2020	2021	2022	2023	2024	
营业收入	高新医院	7.99	11.52	10.17	12.35	14.36	
	YOY	-3.34%	44.24%	-11.68%	21.38%	16.31%	
	中心医院	7.21	16.44	18.57	29.45	38.99	
	YOY	-	128.16%	12.97%	58.57%	32.39%	
	商洛医院	1.04	1.26	0.95	-	-	
	YOY	-15.33%	20.73%	-24.60%	-	-	
	康复医院	-	-	-	3.84	7.58	
	YOY	-	-	-	-	97.46%	
	总计	16.07	29.21	29.70	45.64	60.93	
	YOY	62.16%	81.77%	1.67%	53.69%	33.51%	
	毛利润	高新医院	0.73	0.49	-0.10	2.22	2.87
		中心医院	-0.11	-5.40	-2.44	4.56	7.02
商洛医院		-0.30	-1.69	-1.89	-	-	
康复医院		-	-	-	0.31	0.91	
总计		0.08	-9.06	-4.11	7.09	10.80	

数据来源：东北证券

注：高新医院指代西安高新医院，中心医院指西安国际医学中心医院，商洛医院指商洛国际医学中心医院，康复医院本预测中单独预测收入，但公司未来财务实际核算合并并在西安国际医学中心医院。

盈利预测与投资建议：

我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 29.70/45.64/60.93 亿元，同比增长 1.67%/53.69%/33.51%；归母净利润分别为 -8.65/0.24/2.26 亿元，EPS 分别为 -0.38/0.01/0.10，对应 2022-2024 年 PS 分别为 9.35/6.09/4.56，给予公司“买入”评级。

5. 风险提示

床位爬坡不及预期，政策风险，疫情风险,医疗事故风险

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,520	2,540	2,754	4,713
交易性金融资产	295	371	447	523
应收款项	366	271	708	598
存货	84	82	107	139
其他流动资产	66	478	325	729
流动资产合计	2,331	3,742	4,341	6,702
可供出售金融资产				
长期投资净额	54	54	59	64
固定资产	7,612	5,832	5,706	5,491
无形资产	690	700	715	735
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	10,989	9,040	8,753	8,384
资产总计	13,320	12,781	13,094	15,086
短期借款	226	226	226	226
应付款项	2,099	2,602	2,758	4,213
预收款项	0	0	0	1
一年内到期的非流动负债	420	420	420	420
流动负债合计	3,496	4,126	4,415	6,176
长期借款	4,452	4,168	4,168	4,168
其他长期负债	41	41	41	41
长期负债合计	4,493	4,209	4,209	4,209
负债合计	7,989	8,335	8,624	10,384
归属于母公司股东权益合计	5,326	4,457	4,480	4,707
少数股东权益	6	-10	-10	-6
负债和股东权益总计	13,320	12,781	13,094	15,086

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,921	2,970	4,564	6,093
营业成本	2,878	3,380	3,855	5,013
营业税金及附加	29	12	23	30
资产减值损失	0	-20	-20	-20
销售费用	43	15	19	25
管理费用	627	634	701	838
财务费用	176	-13	-28	-31
公允价值变动净收益	-104	0	0	0
投资净收益	39	45	56	74
营业利润	-906	-881	29	271
营业外收支净额	-13	0	0	0
利润总额	-920	-881	29	271
所得税	-74	0	4	41
净利润	-845	-881	24	231
归属于母公司净利润	-822	-865	24	226
少数股东损益	-23	-16	0	4

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-845	-881	24	231
资产减值准备	5	20	20	20
折旧及摊销	577	140	286	375
公允价值变动损失	104	0	0	0
财务费用	191	10	10	10
投资损失	-39	-45	-56	-74
运营资本变动	552	316	-20	1,434
其他	-89	-160	0	0
经营活动净现金流量	456	-600	264	1,996
投资活动净现金流量	-1,200	1,919	-40	-27
融资活动净现金流量	1,304	-298	-10	-10
企业自由现金流	-664	1,251	145	1,872

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	-0.37	-0.38	0.01	0.10
每股净资产 (元)	2.34	1.96	1.97	2.07
每股经营性现金流量 (元)	0.20	-0.26	0.12	0.88
成长性指标				
营业收入增长率	81.8%	1.7%	53.7%	33.5%
净利润增长率	-1912.5%	-5.2%	102.8%	849.3%
盈利能力指标				
毛利率	1.5%	-13.8%	15.5%	17.7%
净利润率	-28.1%	-29.1%	0.5%	3.7%
运营效率指标				
应收账款周转天数	38.57	38.57	38.57	38.57
存货周转天数	8.85	8.85	8.85	8.85
偿债能力指标				
资产负债率	60.0%	65.2%	65.9%	68.8%
流动比率	0.67	0.91	0.98	1.09
速动比率	0.63	0.88	0.95	1.06
费用率指标				
销售费用率	1.5%	0.5%	0.4%	0.4%
管理费用率	21.5%	21.4%	15.4%	13.8%
财务费用率	6.0%	-0.4%	-0.6%	-0.5%
分红指标				
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	-29.81	—	1,164.77	122.70
P/B (倍)	4.71	6.23	6.20	5.90
P/S (倍)	8.59	9.35	6.09	4.56
净资产收益率	-14.8%	-19.4%	0.5%	4.8%

研究团队简介:

刘宇腾：中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn