

综合医疗服务集团，引领中西部医疗新未来

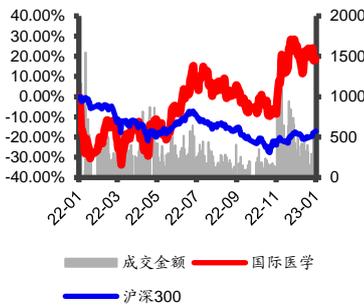
投资评级：买入（首次）

主要观点：

报告日期：2023-02-22

收盘价（元）	12.42
近12个月最高/最低（元）	13.49/6.58
总股本（百万股）	2275
流通股本（百万股）	1900
流通股比例（%）	83.52
总市值（亿元）	283
流通市值（亿元）	236

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

● 中西部地区综合医疗服务集团，扬帆起航

国际医学历史悠久，1993年登陆深交所，2011年通过收购西安高新医院进入医疗服务领域，截至目前已经打造出了深耕西安，辐射中西部的综合医疗服务版图。公司业务发展逻辑清晰，以两大医疗服务院区为核心资产进行医疗服务，且具备多个强势学科。公司营收规模持续扩大，2021年实现营业收入29.21亿元（同比+81.78%），2022年10月公司剥离体内亏损较大的商洛医院，聚焦核心优质资产，有望缩短未来扭亏所需的时间。

● 两大核心医疗服务院区各具特色，康复医学中心即将营业，增长逻辑清晰，发展空间广阔

1) 西安国际医学高新医院：公司核心优质资产之一，全国首家民营三甲综合医院，一期已满负荷运营，二期项目床位使用率稳定爬升，盈利能力在综合医院中位列前茅，2021年营收11.52亿元（同比+44.26%）、门急诊量103.10万人次（同比+10.06%）、住院量5.01万人次（同比+47.14%），接诊数量与营收量价齐升，期待二期的持续爬坡。

2) 国际医学中心医院：西安国际医学城院区的核心项目，于2021年5月高分通过JCI认证，医疗实力强劲，品牌影响力持续提高。2021年中心医院贡献营收16.44亿元（同比+128.14%）、门急诊量63.73万人次（同比+130.40%）、住院量6.25万人次（同比+93.22%），期待未来床位数与患者量的快速释放。3) 西安国际医学康复医学中心开业在即，首期预计开放1000~1200张床位，为未来公司长期发展奠定基础。

● 战略卡位医疗资源稀缺地区，有效承接需求

我国医疗保健需求持续扩大，卫生费用总支出&居民医疗保健支出同步增长，医疗服务市场需求广阔。政策一以贯之支持民营资本进入医疗行业，对公立医疗体系形成良好补充，医疗服务价格管理整体向上，医疗环境整体向好。西北五省医疗资源供给较其他地区偏紧张，2020年三级医院占全国总数的不到8%，亟待优质医疗资源补充。西安作为西部重镇，医疗资源在西北地区内相对丰富，拥有超40所三级医院，公司战略布局西安，打造出稀缺的综合医疗服务综合体，虹吸效应较为明显，有望持续吸引西北各省患者前来就医。

● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是西北地区民营医疗服务综合体稀缺标的，深耕医疗大健康行业20余年，积累了丰富的医院运营管理经验，在医院品牌、医师梯队、医教研协同等方面具备竞争优势。我们看好公司旗下医院的长期发展，其中高新医院稳定贡献收入利润，中心医院快速爬坡、康复医学中心开诊后进一步增厚业绩，首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司2022~2024年将实现营业收入26.98/42.76/58.97亿元，同比增长-7.7%/58.5%/37.9%；将实现归母净利润-936/61/298百万元，同比增

长-13.9%/106.5%/385.7%，对应 2023/2024 年 P/E 461/95 x。

● **风险提示**

医疗政策变动风险，床位爬坡速度不及预期风险，人才资源短缺风险，市场竞争加剧风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2921	2698	4276	5897
收入同比 (%)	81.8%	-7.7%	58.5%	37.9%
归母净利润	-822	-936	61	298
归母净利润同比 (%)	-1912.5%	-13.9%	106.5%	385.7%
毛利率 (%)	1.5%	-13.1%	19.9%	31.5%
ROE (%)	-15.4%	-21.4%	1.4%	6.3%
每股收益 (元)	-0.37	-0.41	0.03	0.13
P/E	—	—	460.81	94.87
P/B	4.71	6.44	6.36	5.96
EV/EBITDA	-330.48	-122.20	36.46	25.98

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 深耕医疗大健康产业，建设中西医疗高地	6
1.1 逐步剥离商业零售，聚焦医疗服务主业	6
1.2 营收规模逐步扩大，期待商洛剥离后扭亏	10
2 社会办医获政策支持，区位优势带动民营医院新增长	13
2.1 陕西汇集中西部高水平医疗资源，西安医疗需求持续扩大	13
2.2 社会办医迎来春天，驱动医疗服务市场增长	17
3 医师资源与资质质量齐升，优势学科发展可期	21
3.1 打造两大高质量医疗服务院区	21
3.1.1 高新医院：稳定贡献经营业绩	21
3.1.2 中心医院：高分通过 JCI 认证，产能提升快速	23
3.2 康复医疗、辅助生殖推动全维度医疗业态形成	24
3.3 JCI 认证助力公司跨上先进性新台阶	27
3.4 把握军改政策，医师资源与医疗设备优质	29
4 盈利预测及投资建议	33
4.1 盈利预测	33
4.2 投资建议	34
风险提示：	35

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司战略发展历程	6
图表 3 公司医疗服务板块布局	7
图表 4 公司核心医院基本情况	8
图表 5 公司管理团队情况	8
图表 6 公司持股情况 (截至 2022 三季报)	9
图表 7 公司人才资源情况 (截至 2021 年报)	10
图表 8 总营收及营业利润情况 (RMB MN)	11
图表 9 公司期末现金余额 (RMB MN)	11
图表 10 公司三费率变化	11
图表 11 原三大医院营收 (RMB MN)	12
图表 12 原三大医院利润 (RMB MN)	12
图表 13 公司原三大核心医院相关业务规模	12
图表 14 陕西省历年医疗机构数量	13
图表 15 陕西省卫生健康人员数量及增速 (万人)	13
图表 16 陕西省床位数及增速 (张)	13
图表 17 部分省每千人口卫生技术人员 (2020)	14
图表 18 陕西省床位使用率	15
图表 19 陕西省医疗机构诊疗人次及增速 (人)	15
图表 20 2020 西北五省各等级医疗服务机构数	15
图表 21 2021 陕西各市 (区) 卫生机构、床位及人员数	16
图表 22 西安市床位使用率	16
图表 23 西安市 2020-2021 床位数	17
图表 24 西安市 2020-2021 诊疗人次 (万人次)	17
图表 25 国家层面社会办医政策梳理	17
图表 26 陕西省层面社会办医政策梳理	18
图表 27 全国历年公立及民营医院数量 (家)	20
图表 28 陕西省历年公立及民营医院数量 (家)	20
图表 29 西安市公立及民营医院就诊量 (万人次)	20
图表 30 西安市公立及民营医院出院人次 (万人次)	20
图表 31 医疗服务市场增长的四大驱动力	21
图表 32 西安高新医院平面图	22
图表 33 高新医院营收及净利润增长情况 (RMB MN)	22
图表 34 西安国际医学中心医院平面图	23
图表 35 中心医院营收及净利润 (RMB MN)	24
图表 36 中心医院就诊情况 (万人次)	24
图表 37 中国康复市场规模及增速 (单位: 人民币亿元)	24
图表 38 国际医学康复科室开展情况	25
图表 39 中国不孕不育率变化趋势	25
图表 40 辅助生殖治疗手段	25
图表 41 陕西省辅助生殖牌照情况 (截止 2021 年 6 月 30 日)	26
图表 42 JCI 认证类型	27

图表 43 各国通过 JCI 医院数量（截至 2021.5.27）	28
图表 44 通过 JCI 认证类型占比（截至 2021.5.27）	28
图表 45 JCI 认证推进过程	28
图表 46 国内 JCI 认证的大型综合医院（截止 2021.5.27）	29
图表 47 军改政策梳理	30
图表 48 陕西省内部分部队医院	30
图表 49 中心医院部分专家团队	31
图表 50 中心医院成立肿瘤免疫治疗不良反应管理多学科协作组	31
图表 51 公司部分诊疗设备	32
图表 52 公司部分诊疗设备	32
图表 53 获得准予许可进行质子放射治疗的医院（截至 2020 年）	33
图表 54 公司收入预测拆分（RMB MN）	34

1 深耕医疗大健康产业，建设中西医疗高地

1.1 逐步剥离商业零售，聚焦医疗服务主业

多次转型逐渐聚焦医疗主业，铸就国内大型医疗产业集团。公司的前身西安市解放百货商场自 1965 年创建，以从事零售百货业务为主，是西安市及陕西省最大的百货零售业企业，并于 1993 年在深交所上市；2011 年公司开始进军医疗服务行业，收购西安高新医院有限公司 100% 股权；在医疗服务成为提升公司业绩的新增长点，2015 年公司正式更名为“西安国际医学投资股份有限公司”，股票简称更名为“国际医学”，逐步从“零售+医疗”转型聚焦至“医疗服务”。2018 年 3 月公司向银泰出售开元商业 100% 的股权，完全剥离旗下零售资产，以大健康医疗服务和现代医学技术转化应用为主业，全面转型为大型综合医疗服务企业。经过多年的扩张和发展，公司已经发展成为国内稀缺的大型医疗服务集团，并纳入标普道琼斯中国指数，旗下目前拥有西安高新医院、西安国际医学城及即将开诊的国际医学中心医院北院区三大综合院区。

图表 1 公司发展历程

时间	事件
1986	西安市解放百货股份有限公司召开创立大会
1997	公司第一家医疗机构西安天健医院开诊
2002	西安高新医院正式开诊
2009	西安高新医院成为中国第一家社会办医三级甲等综合医院
2011	收购西安高新医院有限公司 100% 股权，进入医疗服务行业
2014	西安国际医学中心医院项目开工
2015	商洛医学中心开工
2016	公司正式更名西安国际医学投资股份有限公司；股票更名国际医学
2018	出让旗下百货业务，全面转型为大型综合医疗服务企业
2020	高新医院二期扩建项目投入运营，出让汉氏联合
2019	西安国际医学中心医院开诊
2021	西安国际医学三大院区全面投用
2022	剥离商洛院区，回归以西安核心院区为中心运营

资料来源：公司招股书、公司官网、公司年报、华安证券研究所

图表 2 公司战略发展历程

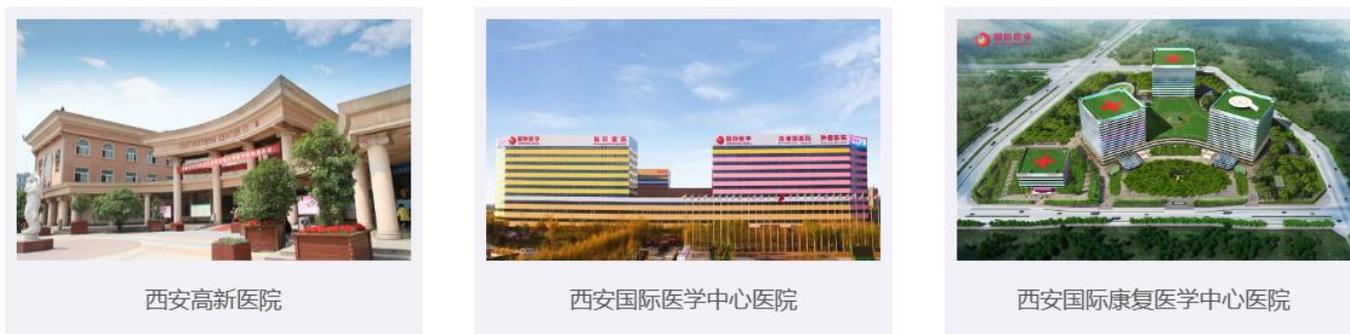
时间	阶段
1965 年-2011 年	第一阶段：“零售”
2011 年-2018 年	第二阶段：“零售+医疗”
2018 年-至今	第三阶段：“医疗服务”

资料来源：wind，华安证券研究所

两大综合院区奠定高水平医疗服务。公司旗下拥有西安国际医学中心医院、西安国际医学高新医院两大综合医疗院区。西安高新医院院区于 2002 年开诊，位于西安市高新区团结南路，2009 年获评中国首家社会办医三甲医院，也是西安高新区唯一一家三甲医院。医院总建筑面积 17 万平方米，总床位 1500 张。医院神经内科为

国家临床重点专科建设项目、陕西省优势医疗专科；心血管外科等为省级医疗特色专科；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。**西安国际医学城院区**是按照国家三甲标准和国际 JCI 认证标准投资建设的大型医疗综合体，位于陕西省自贸区中心片区西安高新区西太路中央创新区。主要由西安国际医学中心医院、康复医院、中医医院、老年病医院、生殖医学中心、院士工作站、生命科学研究院等组成，是陕西省投资规模最大的医疗类民生项目，提供从生命孕育到健康管理，从医疗服务到康复医养全方位、全生命周期的医疗健康服务。**西安国际康复医学中心医院**是公司体内的又一重要医院资产和国际医学城的核心项目之一，预计于近期开业，一期建筑面积 42.5 万平方米，计划开放床位 3600 张。康复中心医疗专科数量多水平高，且康复医学中心医师资源充沛，由贺京院长主导，会同“空军军医大学”、“西安交通大学”附属医院多名国内知名专家领衔，资产质量优异。**商洛国际医学中心医院**作为公司曾经的三大综合院区之一，于 2022 年 10 月 21 日签署股权转让协议，是按照国际 JCI 认证标准和国家三级甲等综合医院标准建设的一座集临床、康复、科研、教学、培训于一体，专科特色鲜明的区域性国际医学中心，由妇女儿童医院、康复医院和以神经中心、肿瘤中心、心胸中心、眼病中心等特色专科为主的综合医院组成。此次股权转让优化了公司的现有资产和负债结构，未来将更好地以西安综合院区为发展重心。

图表 3 公司医疗服务板块布局



资料来源：公司官网、华安证券研究所

公司医疗服务主业的战略规划中的两大院区以高新医院、中心医院为核心，康复医院中心发力在即。正在运营的西安国际医学高新医院一期、二期，西安国际医学中心医院，商洛国际医学中心医院均按照业内高标准建制，其中，西安高新医院院区总建筑面积 17 万平方米，总床位 1500 张，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；心血管外科等为省级医疗特色专科；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。成熟的高新医院(一期+二期)2021 年实现营业收入 11.52 亿元，较上年同期增长 44.26%，贡献净利润 4,090.20 万元；西安国际医学中心医院建筑面积 53.5 万平方米，规划床位数 5037 张，汇聚了来自 28 个省市的医疗人才，专家团队中任省级以上主流学术团体主委、副主委、常委的 150 余人，50%以上的专科医院院长、科室主任等学科带头人来自省内外知名三甲医院。2021 年实现营业收入 16.44 亿元，较上年同期增长 128.14%。西安国际康复医学中心医院是西安国际医学城核心项目之一，开业在即，一期建筑面积 42.5 万平方米，一期计划开放床位 3600 张。中心开设有骨科医院、康复医院、儿童医院、妇产医院、老年病医院、中医医院六大分院和创伤危急

重症救治中心，是一所集医疗、科研、教学、培训于一体的专科学科群中心。

图表 4 公司核心医院基本情况

院区	标准	开诊时间	床位数	占地面积	建筑面积	营业收入 (2021)
西安高新医院院区						
西安国际医学高新医院一期	三甲	2002	808	5.65 万 m ²	17 万 m ²	115214.84 万元
西安国际医学高新医院二期	三甲	2020.12	1000			
西安国际生殖医学中心	/	2019	/	/	/	/
西安国际医学中心医院						
西安国际医学中心医院	三甲	2019.9	5037	20.5 万 m ²	53.5 万 m ²	164388.57 万元
商洛国际医学中心医院院区 (正在剥离)						
商洛医院(老院区)	二甲	2017 并表	500	/	3.7 万 m ²	12560.65 万元
商洛医院(新院区)	三甲	2021.3	1800	/	22 万 m ²	/
西安国际康复医学中心医院						
西安国际康复医学中心医院	/	近期	3600	/	42.5 万 m ²	/

资料来源：公司官网、公司年报、华安证券研究所

管理层具备丰富经验，核心高管跨领域从业多年。公司深耕医疗健康行业 20 余年，积累了丰富的医院建设、运营、管理经验，董事会成员大多硕士及以上学历，董事长史今自 2015 年任职至今，带领公司转型发展，成功剥离零售产业，聚焦医疗服务，管理团队的其余董事专业背景深厚，分别在财务会计、金融学术、社会科学等多个领域颇有建树，拥有丰富的实战经验，同时在公司工作年限长久，深入了解公司业务及转型目标，不仅保证了企业文化和运营经验的传承与积累，更凭借自身的专业知识为公司医疗主业的跨越增长凝聚力量、注入活力，为公司的新发展添砖加瓦。与此同时，为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员及其他管理骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展和长期价值创造，树立对公司高质量发展的信心，公司 2021 年启动核心医疗骨干和管理团队股权激励计划，向公司董事、高级管理人员及核心技术（业务）人员、其他管理骨干授予限制性股票，为公司医疗主业的发展凝聚动力。

图表 5 公司管理团队情况

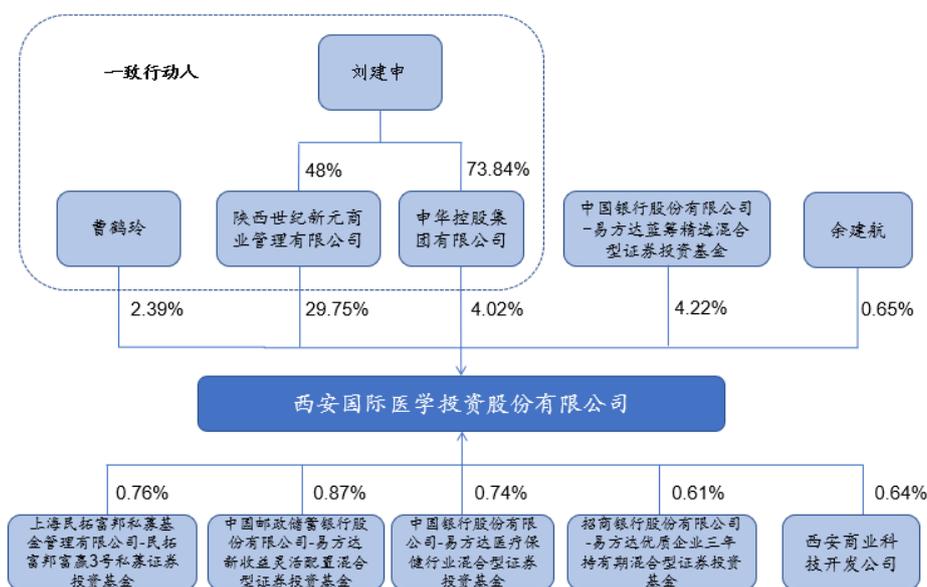
姓名	职务	履历
史今	董事长	工商管理硕士。曾就职于南昌西奇红谷广场有限公司、香港建毅控股有限公司。
刘旭	副董事长 董事	EMBA，曾就职于美国银行，现任中华控股集团有限公司副总裁、上海陕西商会常务副会长、西安国际商会副会长。
曹鹤玲	副董事长 董事	大专学历，曾就职于西安晶体管厂、深圳蒙特利尔投资有限公司。
王爱萍	副董事长	工商管理硕士。曾就职于美国 ALLLIFEINC 公司、香港 EASTMILEINVESTMENTLIMITED 公司、西安高新医院有限公司。
师萍	独立董事	中共党员，博士，主要从事管理学、财务会计的教学和科研工作，兼任西北大学经济管理学院教授、国家自然科学基金委员会项目评议人、陕西会计学会常务理事。
李富有	独立董事	中共党员，博士，金融专业学术带头人，先后担任陕西省金融学会常务理事，中国国际金融学会理事，曾担任西安泉佑集团、富晨创投公司的经济顾问。

张宝通	独立董事	硕士学历,高级注册咨询师,主持承担国家社会科学基金、国家自然科学基金和省部级课题等50余项,兼任陕西省社会科学院研究员、联合国世界丝路论坛中国委员会高级顾问、一带一路国际智库首席经济学家。
刘瑞轩	董事 总裁	工商管理硕士,高级会计师。曾就职于西安市石油公司、西安民生集团股份有限公司、西安高新医院有限公司。
孙文国	董事 副总裁	硕士学历,曾就职于中国工商银行大连分行国际业务部、西安高新医院有限公司。
曹建安	监事会主席 监事	大学本科学历。曾就职于陕西惠邦电子科技有限公司、美国 ALLLIFEINC 公司、香港信达管理有限公司。
丁震	副总裁 董事会秘书	中共党员,工商管理硕士,博士研究生在读,曾就职于西安市医药保健品进出口公司、西安高新技术产业开发区管委会。

资料来源:公司年报、华安证券研究所

股权结构稳定,刘建申为公司实控人。2020Q3 公司实际控制人刘建申先生与一致行动人(中华控股集团有限公司 4.64%、深圳市元帆信息咨询有限公司 2.25%、曹鹤玲 2.76%)合计控制公司 28.53%的股权。2021 年 2 月 1 日世纪新元出资 10 亿元现金以 3.28 元/股的价格认购公司非公开发行股票 304,878,048 股,定增完成后,陕西世纪新元持有上市公司 676,971,198 股份,占上市公司总股本的 29.75%,为上市公司的控股股东,公司实际控制人刘建申先生与一致行动人合计控制公司 36.16%的股权,有利于公司长期发展战略得到落实,公司能够持续健康发展。

图表 6 公司持股情况(截至 2022 三季报)



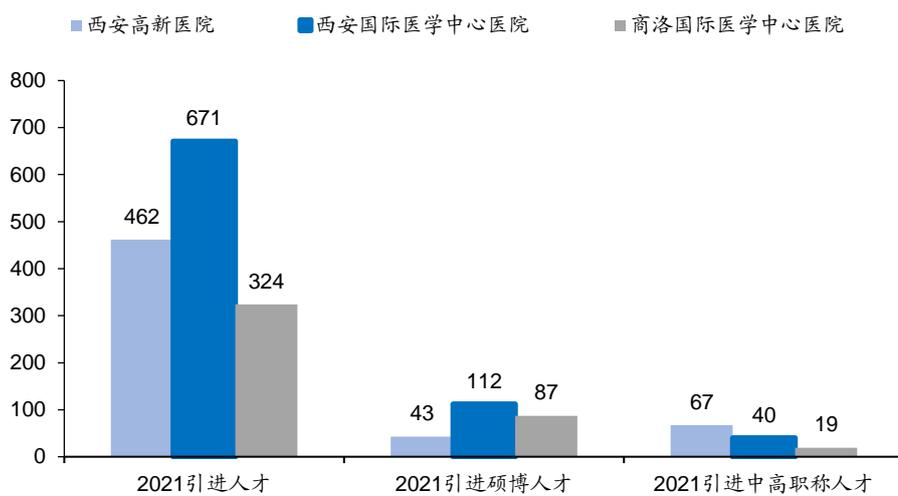
资料来源:wind、华安证券研究所

持续引进并培养优秀医疗人才,打造实力强劲的医师梯队。公司在多年的经营发展过程中聚集并培养了一大批优秀的、具有丰富医疗业务管理及临床诊疗经验的医疗专业人才,结构合理,优势突出,有自身培养和来自知名医疗机构与部队医院的“国之名医”、三级以上教授、国家突出贡献的中青年专家、享受政府特殊津贴专家等各学科带头人组成的专业高效的专家骨干团队。公司旗下两大主体医院和商洛

医院所拥有的中高级职称医生中有超 50%的医师为高级职称专家，而在高级职称专家中又有近 50%人才集中于中心医院，核心医院资产质量优异。

2021 年，公司在西安高新医院开展第五批优秀医疗人才选拔，引进各领域专家 6 名，中高级职称人员 67 名、硕士及以上人员 43 名，护理人员 352 名；在西安国际医学中心医院引进各类人员 671 人，其中博、硕士 112 人，高级职称 15 人、中级职称 25 人。27 人通过省、市卫健委卫生高级专业技术资格评审，聘用专业技术职务 359 人；认定西安市各类人才 594 人。公司持续打造良好的人才培养、任用、评价、激励体系，为医院和集团的长期发展提供支持。

图表 7 公司人才资源情况（截至 2021 年报）

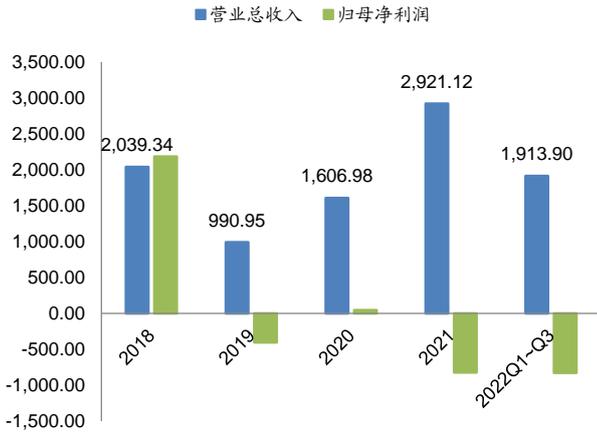


资料来源：公司年报、华安证券研究所

1.2 营收规模逐步扩大，期待商洛剥离后扭亏

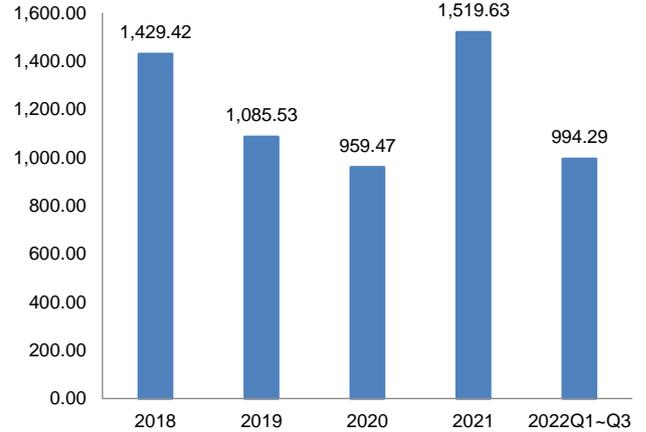
营收增长稳定，净利润略有波动，期待扭亏。公司自 2018 年向银泰出售开元商业 100%的股权，剥离旗下零售资产后便专注于医疗健康产业，医疗服务板块收入快速增长，2019-2021 年营业收入分别为 9.9 亿/16.1 亿/29.2 亿，2019-2021 CAGR 12.72%，营收同比变动为 62.17%、81.78%；归母净利润由于同时受到新冠疫情负面影响及出售零售业务及西安国际医学中心医院开诊后费用增长等因素影响，净利润承压明显，虽然高新医院经营稳定，但中心医院和商洛医院均为新建医院，前期投入和折旧摊销等因素对利润影响大，2021 年净利润亏损 8.22 亿元。随着新建医院病床使用率的逐步提升，运营稳定后成本费用和折旧摊销对利润影响降低，通过高新医院的弥补和非经常损益资产的处置，有望实现扭亏。此外，公司于 2022 年 10 月 21 日与商洛交投签订股权转让合同，拟剥离公司持有的商洛国际中心医院 99% 股权。截至 2022 年 2 月 28 日，商洛医院总负债 16.9 亿元，剥离后除其他应付款外其他负债也将转让，有望持续优化公司资产结构，加速实现扭亏。**公司账面现金流充足**，2022 前三季度末在收现金余额 9.94 亿元人民币，为公司业务版图扩张与长期发展保驾护航。

图表 8 总营收及营业利润情况 (RMB mn)



资料来源: 公司年报、华安证券研究所

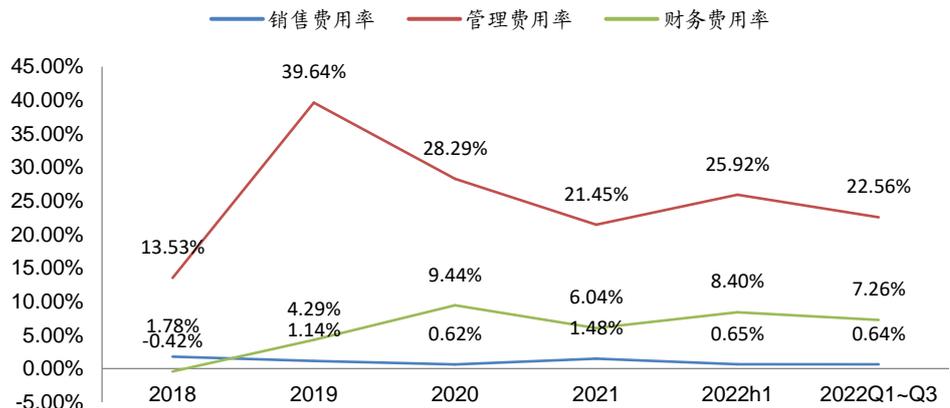
图表 9 公司期末现金余额 (RMB mn)



资料来源: 公司年报、华安证券研究所

期间费用控制良好, 整体费用率维持平稳。从销售费用角度看, 2018-2021 年公司的销售费率分别为 1.78%/1.14%/0.62%/1.48%, 在 1% 的低位上下浮动, 即使在公司转型期间, 大量的投入也没有对销售费用率有明显的影响, 公司高效率的运营能力可见一斑。降本效果显著, 2022 前三季度依旧维持 0.64%。从管理费用率角度看, 2019 年上升明显主要系本报告期子公司西安国际医学中心有限公司投入运营, 前期费用增加所致, 2020 年后回落至正常值, 期间公司股权激励费用增加, 但 2022Q1~Q3 仍然维持在 20+% 的稳定状态。从财务费用看, 2018-2020 两年都持续增加, 系公司及子公司因借款增加, 利息支出增加所致, 2021 从 9.44% 下降至 6.04%, 2022q3 保持在 7.26%。公司整体控费效果良好, 三费均能够及时调整并保持稳定, 未来基于公司的优秀运营预计三费费率也有望下滑, 正净利润有望加速兑现。

图表 10 公司三费费率变化

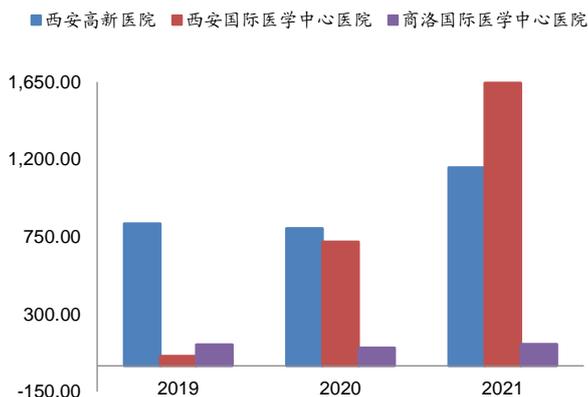


资料来源: 公司年报、华安证券研究所

高新医院带动增长, 中心医院崭露头角。公司最早开始运营的高新医院一期 (2002 开诊) 是公司营业收入的主要来源, 在 2019 及更早贡献占比极大, 已过爬坡期的高新医院进入平稳的盈利阶段, 收入规模从 2019 年的 8.26 亿元增长到 2021

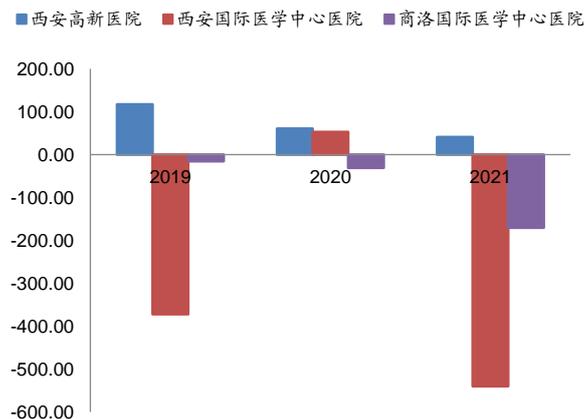
年的 11.52 亿元，2019-2021 CAGR 18.08%，当年净利润为正 0.4 亿元。同时随着 2019 年西安国际医学中心医院开业并崭露头角，营收增长迅速，开诊当年营收 0.56 亿元，2020 年以 7.21 亿元紧随高新医院的 7.99 亿元，2022 年继续以同期 128.14% 的增长超过高新医院，创下 16.44 亿元的高营收，由于医院尚在开设初期，净利润仍为亏损状态，但未来将成为公司增长的新亮点。商洛医院收入也保持逐年提升，2019 年到 2021 年收入规模分别为 1.23/1.04/1.26 亿元。

图表 11 原三大医院营收（RMB mn）



资料来源：公司年报、华安证券研究所

图表 12 原三大医院利润（RMB mn）



资料来源：公司年报、华安证券研究所

业务规模节节攀升，医疗服务版图建设再上新台阶。西安国际医学高新医院在二期开业前处于超负荷运营状态，自二期开诊后，2021 年门急诊和住院量再创历史新高，门急诊量 103.10 万人次，较去年同期增加 10.06%；住院量 5.01 万人次，较去年同期增加 47.14%；手术 2.73 万台次，较去年同期增长 19.89%；体检 6.64 万人次，较去年同期增加 10.13%；日最高门急诊 4,218 人次，日最高在院患者 1,479 人，服务量居西安市级医疗机构前列。西安国际医学中心医院开诊后收入规模持续放量，2021 年门急诊量 63.73 万人次，同比增长 130.40%；住院量 6.25 万人次，同比增长 93.22%。住院患者中危重患者占 32.81%；手术 3.06 万台次，同比增长 207.86%，各项医疗数据增长迅猛。商洛医院 2021 年门诊量 14.15 万人次，同比增长 21.63%；住院量 1.00 万人次，同比增长 21.22%，业务指标完成情况稳步向好。

图表 13 公司原三大核心医院相关业务规模

院区	门诊量（万/人次）	住院量（万/人次）	手术台（万次）
西安国际医学高新医院			
2019	102.20	2.53	1.03
2020	93.68	3.41	2.27
2021	103.10	5.01	2.73
西安国际医学中心医院			
2019	3.78	0.03	/
2020	27.66	3.23	1.16
2021	63.73	6.25	3.06
商洛国际医学中心医院			

2019	9.88	1.17	0.51
2020	11.63	0.82	0.53
2021	14.15	1.00	/

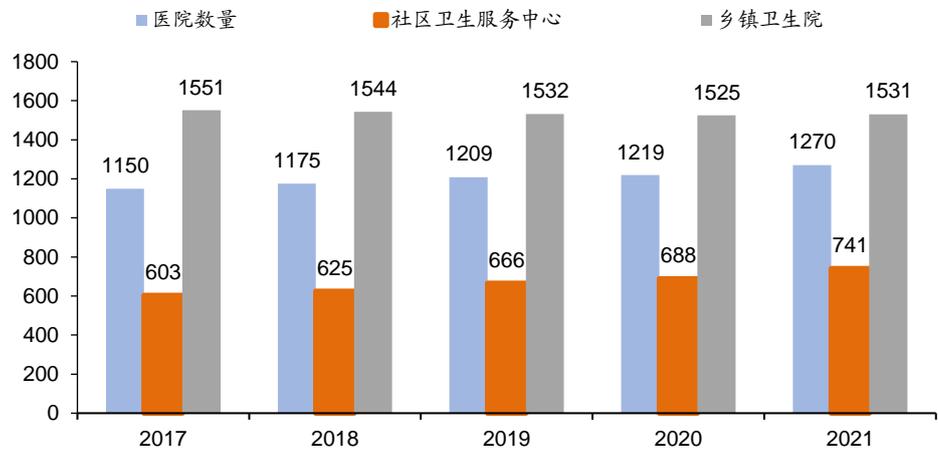
资料来源：公司年报、华安证券研究所

2 社会办医获政策支持，区位优势带动民营医院新增长

2.1 陕西汇集中西部高水平医疗资源，西安医疗需求持续扩大

陕西省医疗服务资源相对丰富，医院机构及卫生健康人员数量不断增长。2021年陕西省常住人口约 3954 万人，位于全国第 16，实现了地区生产总值 GDP 约 29800.98 亿元，排名在全国第 14，同时在 2021 第一季度末以 35046 个医疗机构位于全国第 11 位，人口数量、经济发展与医疗水平整体均较为匹配。据陕西省《卫生健康事业发展统计公报》，截止 2021 年末，医疗机构中共有医院 1270 个，与上年相比增加 51 个，同比增长 4.18%，基层医疗卫生机构 33185 个，专业公共卫生机构 415 个，虽然乡镇卫生院的数量有所减少，但代替的是逐年增长的医院和社区卫生服务中心数量。床位数量在 2021 年达到了 284545，CAGR 为 4.18%，卫生健康人员高达 44.59 万人，均处于快速增长阶段。

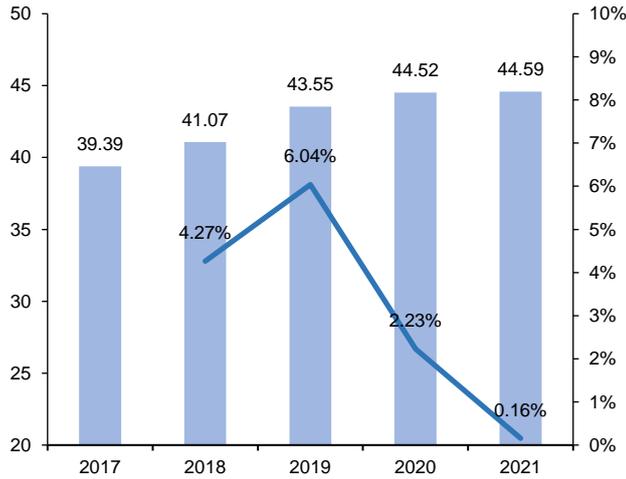
图表 14 陕西省历年医疗机构数量



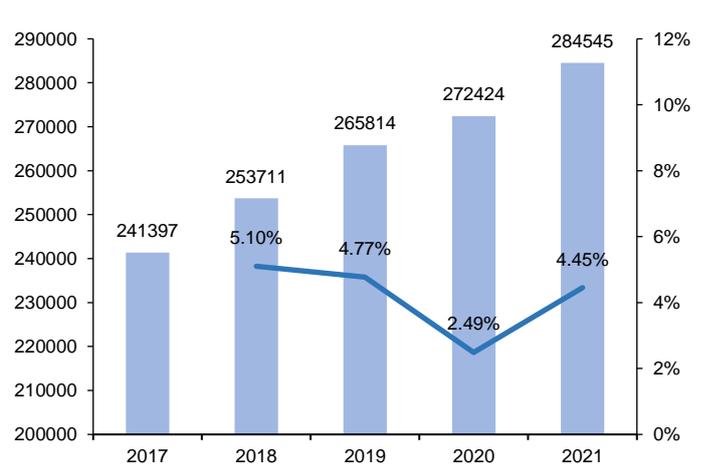
资料来源：陕西省卫健委、华安证券研究所

图表 15 陕西省卫生健康人员数量及增速（万人）

图表 16 陕西省床位数及增速（张）



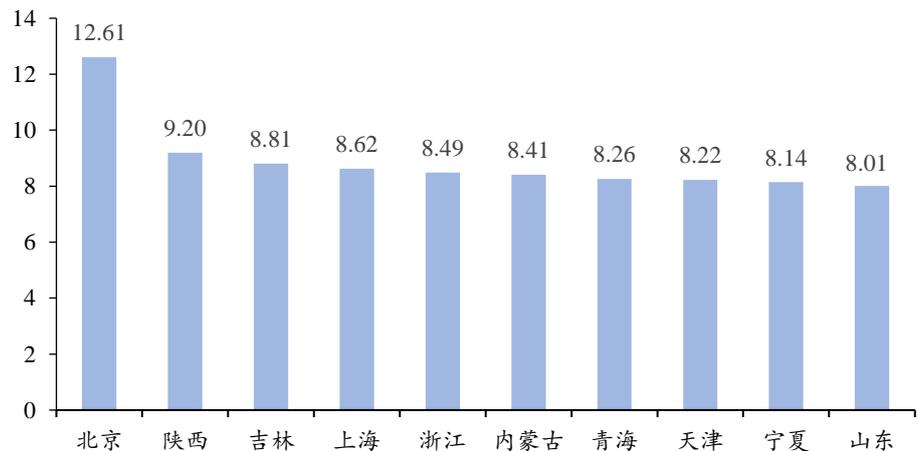
资料来源：陕西省卫健委、华安证券研究所



资料来源：陕西省卫健委、华安证券研究所

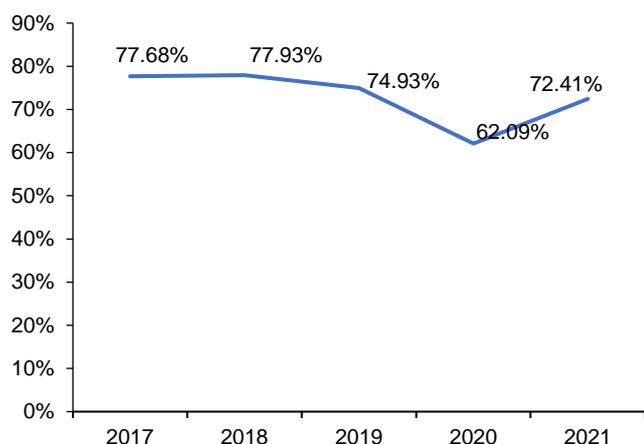
陕西省床位使用率长居高位，每千人口卫生技术人员位居全国第二。2020年，陕西省每千人口卫生技术人员为9.20人次，仅次于北京的12.61人次，在全国各省中位居前位，医疗卫生人才队伍在数量、质量和结构上都高于其他省，专业化程度较高。同时全省医院病床使用率72.41%，其中公立医院78.61%，高于2021年全国医院病床使用率74.6%，与上年比较，医院病床使用率增加3.74%（其中公立医院增加3.44%）。门诊和住院量方面，全省医疗卫生机构总诊疗人次18704.95万，比上年增长1021.91万人次（增长5.78%）。2021年居民平均到医疗卫生机构就诊4.73次。总诊疗量中，医院10336.71万人次（占55.26%），基层医疗卫生机构7697.15万人次（占41.15%），其他医疗卫生机构671.09万人次（占3.59%）。与上年比较，医院诊疗增加1709.72万人次，基层医疗卫生机构诊疗减少598.69万人次。2021年公立医院诊疗人次8534.38万（占医院总诊疗人次的82.56%），民营医院诊疗人次1802.33万（占医院总诊疗人次的17.44%）

图表 17 部分省每千人口卫生技术人员（2020）



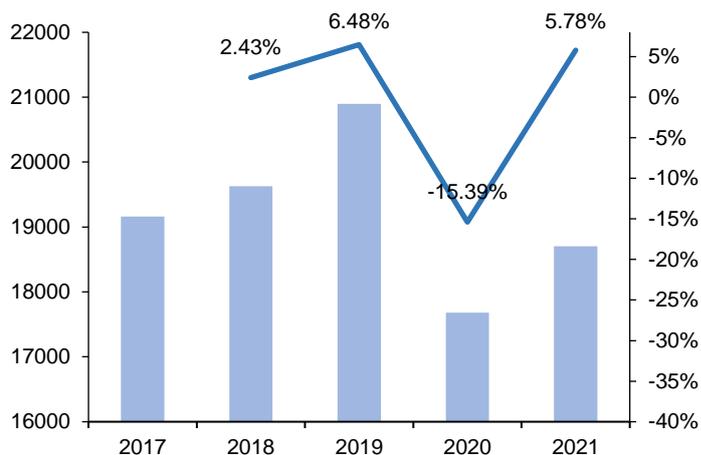
资料来源：中国卫生健康统计年鉴、华安证券研究所

图表 18 陕西省床位使用率



资料来源：陕西省卫健委、华安证券研究所

图表 19 陕西省医疗机构诊疗人次及增速 (人)



资料来源：陕西省卫健委、华安证券研究所

陕西省各级医院数量均领先西北。西北五省分别为陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区，而陕西地处西北五省腹地，截止 2020 年陕西省各等级医院机构共 1218 家，同比去年增加了 10 家，在西北五省地区位列第一，其中，三级医院数目 73 家，二级医院数目 420 家，均高于其他省份。高医疗资源规模及等级奠定了陕西省作为中西部的医疗高地的地位。

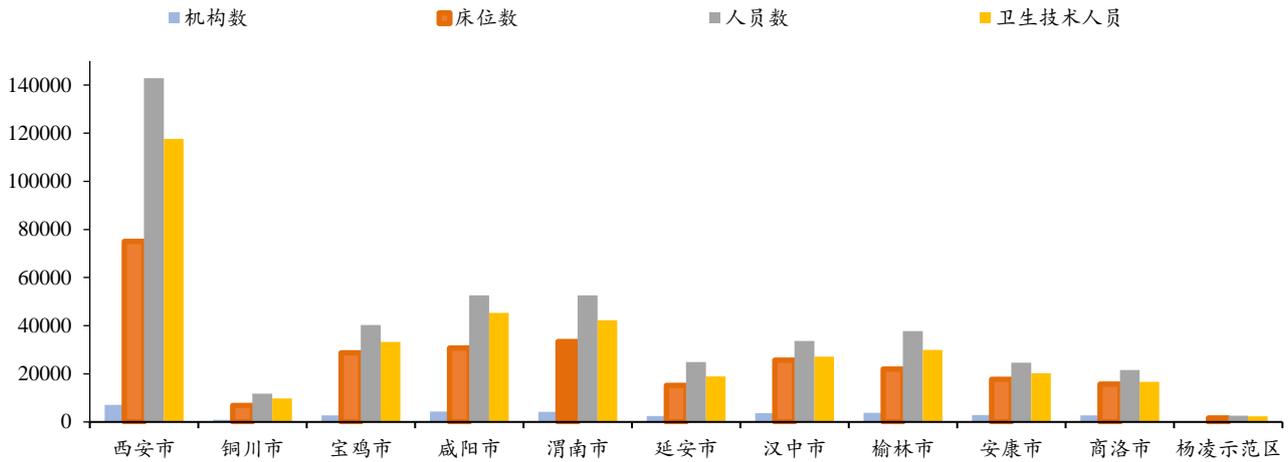
图表 20 2020 西北五省各等级医疗服务机构数

地区	三级				二级				一级				合计
	甲等	乙等	丙等	合计	甲等	乙等	丙等	合计	甲等	乙等	丙等	合计	
陕西	45	9	0	54	216	57	1	420	35	9	0	364	1218
新疆	47	2	0	55	142	22	1	233	159	9	2	499	917
甘肃	30	16	0	47	149	39	0	210	7	4	0	69	705
青海	10	14	0	24	66	16	0	88	2	3	0	11	215
宁夏	6	7	0	15	35	5	0	87	3	0	1	79	218

资料来源：wind、华安证券研究所

西安汇集陕西高水平医疗资源，从医院构成上看，2021 西安市共有 7129 个医疗机构，占全省的 20.38%，医院 375 个，占全省的 29.53%，其中公立医院 122 个，民营医院 253 个。医院按等级分：三级医院 46 个(其中：三级甲等医院 27 个)，二级医院 136 个，一级医院 122 个。2021 年陕西省三级甲等医院共 51 家，而西安市占全省 52.94%，即超过半成三甲医院分布于西安。而其余的床位数、人员数及卫生技术人员均占到全省的 20%~40%，西安市集中了大量的优质医疗资源，实力显著突出，遥遥高于其他各市。

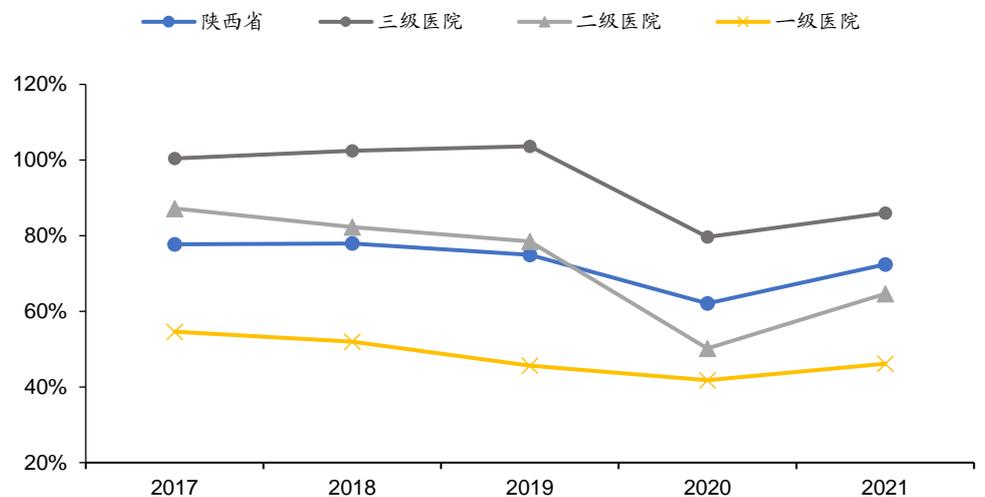
图表 21 2021 陕西各市 (区) 卫生机构、床位及人员数



资料来源：陕西省统计年鉴、华安证券研究所

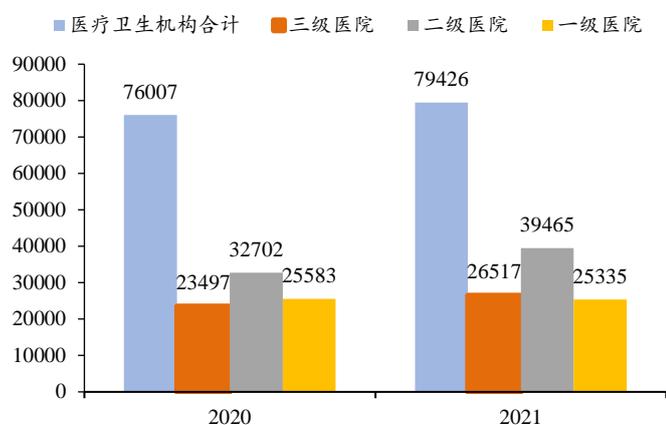
西安就诊量持续攀升，三级医院床位使用超负荷，医疗资源供给紧张。根据西安市卫健委发布的《西安市卫生健康事业发展统计简报》，2021 全市医疗卫生机构总诊疗人次达 6081.08 万人次，比上年增加 519.59 万人次（增长 9.34%），医院 4224.15 万人次（占 69.46%），与上年比较，医院诊疗人次增加 876.11 万人次，增长 26.17%，其中公立医院诊疗 3298.39 万人次（占医院总数的 78.08%），民营医院诊疗 925.76 万人次（占医院总数的 21.92%）。而西安三级医院的床位利用率常年居高不下，2019 甚至达到 103.64%，主要系就诊人数增长高于床位数增长，供需不平衡，导致床位长期满负荷运转。但随着《西安市卫生健康事业重点项目建设三年行动方案（2020-2022 年）》发布，制定 2022 年西安市新建三级医院 13 家，新增三级医院床位 1.3 万张以上的计划，床位数持续提升，2021 年已增长至 7.94 万床，同时床位使用率在近两年也有所降低，但三级医院仍高于全省的平均使用水平。中西部地区优质医疗资源的稀缺性将持续吸引西北各地患者，床位供应压力仍不可忽视。

图表 22 西安市床位使用率



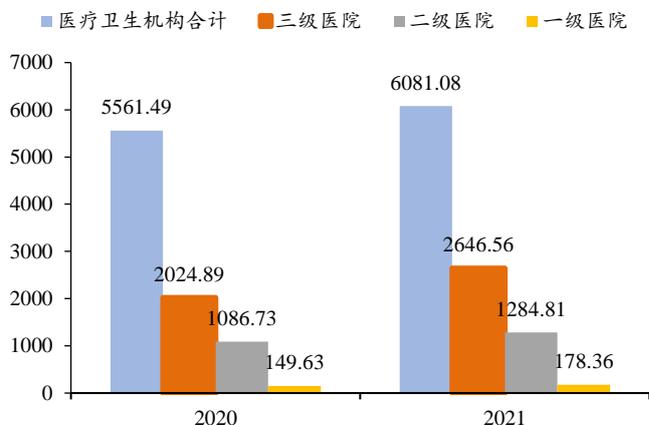
资料来源：西安市卫健委、华安证券研究所

图表 23 西安市 2020-2021 床位数



资料来源：西安市卫健委、华安证券研究所

图表 24 西安市 2020-2021 诊疗人次（万人次）



资料来源：西安市卫健委、华安证券研究所

2.2 社会办医迎来春天，驱动医疗服务市场增长

国家陆续出台并落地相关支持社会办医，已逐渐成为医疗领域民营经济的重要形式和重要组成部分。随着我国医疗体制改革的不断深化，政府出台了多项政策鼓励社会资本举办医疗机构，同时进行医保支付方式改革跟进，推进 DRG/DIP 城市试点等政策。从 1997 发布《中共中央、国务院关于卫生改革发展的决定》允许非公医疗机构进入，至 2009 发布《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》进一步鼓励和引导社会办医健康发展，再至 2019 年多部委联合发布多项政策，支持多层次多样化的医疗服务提供，力度愈大。不管是国家层面还是陕西省的层面，鼓励支持是社会化办医政策的主旋律，而民营医疗的发展对于医疗服务市场供给紧张的陕西西安将会是有效且强力的补充。

图表 25 国家层面社会办医政策梳理

出台时间	出台机构	出台文件	主要内容
1997	中共中央 国务院	《关于卫生改革发展的决定》	卫生改革与发展应遵循“举办医疗机构要以国家、集体为主，其他社会力量和人为补充”的基本原则。
2009	中共中央 国务院	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业；提出形成投资主体和方式多样化的办医体制，引导社会资本参与公立医院改制，鼓励社会资本兴办非营利性医疗机构，适度降低公立医疗机构比重。
2010	国务院办公厅	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	明确鼓励社会资本进入医疗服务领域；放宽社会资本准入限制，鼓励社会资本参与公立医院改制，调整和新增医疗资源优先社会资本，优化社会资本办医环境。
2012	中共中央 国务院	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	引导社会资本以多种方式参与包括国有企业所办医院在内的部分公立医院改制重组；鼓励社会资本对部分公立医院进行多种形式的公益性投入；2015 年非公立医疗机构床位和服务量达到总量 20%。
2013	中共中央 国务院	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	鼓励形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充，公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展的多元办医格局，完善医疗卫生服务体系。

2014	国务院卫计委	《关于加快发展社会办医的若干意见》	将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑， 优先支持社会资本举办非营利性医疗机构 ，加快形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系。
2015	国务院办公厅	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	进一步放宽准入，清理规范医疗机构审批事项，公开区域医疗资源规划，减少运营审批限制，控制公立医院规模；拓宽投融资渠道，加强财政资金扶持，丰富筹资渠道，优化融资政策；促进资源流动和共享；推进医师多点执业，加强业务合作；优化发展环境， 将社会办医纳入医保定点范围 ；鼓励地方开展差异化、多样化探索。
2016	国务院办公厅	《“健康中国 2030”规划纲要》	优先支持社会力量举办非营利性医疗机构， 推进和实现非营利性民营医院与公立医院同等待遇 ，鼓励医师利用业余时间、退休医师到基层医疗卫生机构执业或开设工作室。
2017	国务院办公厅	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	打造一大批有较强服务竞争力的社会医疗机构 ，形成具有影响力的特色健康服务产业集聚区，服务供给基本满足国内需求，逐步形成多层次多样化医疗服务新格局。
2018	国家卫健委办公厅	《关于优化医疗机构和医护人员准入服务的通知》	压缩营利性医疗机构设置审批时间；精简审批材料；优化医疗机构诊疗科目登记， 逐步实现营利性医疗机构床位数由投资主体自主决定 。
2019	国家卫健委等部门	《促进社会办医持续健康规范发展的意见》	严格控制公立医院数量和规模， 为社会办医留足发展空间 ；社会办医可按规定申请认定高新技术企业，享受相应税收优惠。
2020	国家卫健委	《关于开展“民营医院管理年”活动的通知》	树立推广一批管理规范、质量过硬、群众满意、社会认可的民营医院典型，为民营医院的发展营造良好氛围。
2021	国家医疗保障局	《国家医疗保障局关于政协委员提案答复函》	鼓励引导社会力量依法举办医疗卫生机构；完善政策措施，优化服务流程，对纳入医保定点的医疗机构加强事中事后监管，引导民营医疗机构依法诚信执业，树立良好社会形象。

资料来源：国家卫健委、国家医保局、国务院、华安证券研究所

陕西省积极发布并实施相关政策，为社会办医留足空间。基于国家相关政策的倾斜，各省对社会办医的扶持力度也逐步提升，自《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》发布后，各省市相继出台多项政策鼓励和引导民间资本举办医疗机构，进一步开放医疗服务市场。陕西省也陆续出台文件，不仅全面落实引导社会办医的方案，鼓励公立医院与社会力量合作举办新的非营利性医疗机构，建立协同合作关系，还推出社会办医在土地、投融资、财税等方面一系列的扶持政策，充分调动民间投资的积极性，社会办医逐渐成为缓解陕西省医疗资源紧缺的重要力量。

图表 26 陕西省层面社会办医政策梳理

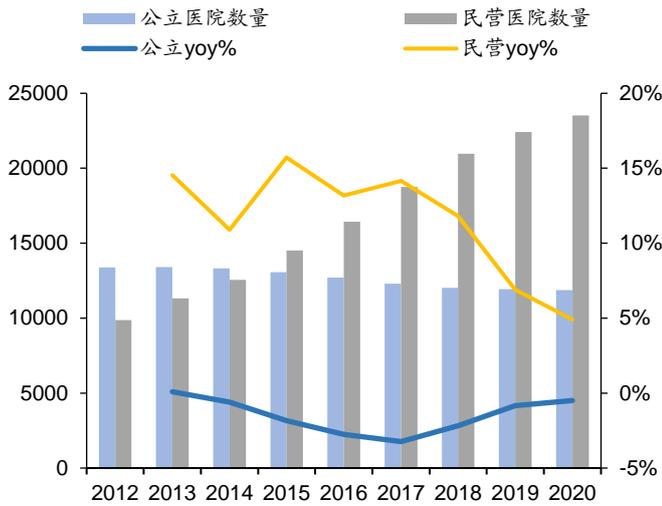
出台时间	出台机构	出台文件	主要内容
2012	陕西省人民政府办公厅	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的实施意见》	鼓励和引导社会资本举办医疗机构 ，增加医疗卫生资源，扩大医疗服务供给；调整和新增医疗卫生资源时，优先考虑社会资本举办医疗机构，鼓励发展高水平、规模化大型医疗集团。
2013	陕西省人民政府	《2013 年国民经济和社会发展规划》	全面落实进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的实施方案，完善药品和医疗服务价格形成机制及财政补偿机制，鼓励社会办医。
2014	陕西省卫生计生委	《加快发展社会办医的实施意见》	鼓励社会资本举办医疗机构：将社会办医纳入区域医疗卫生服务体系统筹规划，支持社会资本举办非营利性、营利性医疗机构，形成多种

			<p>所有制形式医疗机构相互补充、有序竞争、共同发展的医疗服务格局；拓展服务领域和范围，医疗服务市场向社会资本开放，鼓励社会资本举办高水平、规模化的大型医疗机构或向医院集团化发展。</p>
2015	陕西省人民政府办公厅	《陕西省深化医药卫生体制改革 2015 年重点工作任务》	<p>落实社会办医政策，进一步清理妨碍社会办医发展的制约因素，保障社会办医用地需求，建立财税扶持机制，保障非公立医疗机构与公立医疗机构在医保定点、重点专科建设、人才引进培养、职称评定、学术地位、等级评审、技术准入、科研立项等方面享受同等待遇。</p>
2017	陕西省人民政府	《陕西省“十三五”深化医药卫生体制改革实施方案》	<p>鼓励社会力量以出资新建、参与改制等多种形式投资医疗行业，增加医疗服务供给，提供多层次多样化医疗服务；优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，落实社会办医在土地、投融资、财税等方面的扶持政策；完善对非公立医疗机构的行业监管；规范公立医院改制。</p>
2018	陕西省人民政府办公厅	《陕西省支持社会力量提供多层次多样化医疗服务实施方案》	<p>打造一批有较强服务竞争力的社会办医疗机构，非公立医疗机构床位数和服务量均达到总量的 25%，逐步形成多层次多样化医疗服务新格局；支持社会办医疗机构引入战略投资者与合作方，加强资本、品牌、管理的协同发展；鼓励公立医院与社会力量合作举办新的非营利性医疗机构，建立协议合作关系。</p>
2020	陕西省人民政府	《陕西省人民政府关于推进健康陕西行动的实施意见》	<p>支持社会资本举办儿童、老年康复等薄弱专科医疗机构；加大政府投入，建立健全稳定的经费保障机制。</p>
2021	省卫生健康委员会	《关于深入推进医养结合发展的实施意见》	<p>鼓励社会力量举办医养结合机构，支持社会力量通过市场化运作方式举办医养结合机构，并按规定享受税费、投融资、用地等有关优惠政策；鼓励各地采用政府和社会资本合作，通过公建民营、民办公助等方式，为老年人提供多层次、多样化医养结合服务。</p>

资料来源：陕西省人民政府、陕西省卫健委、华安证券研究所

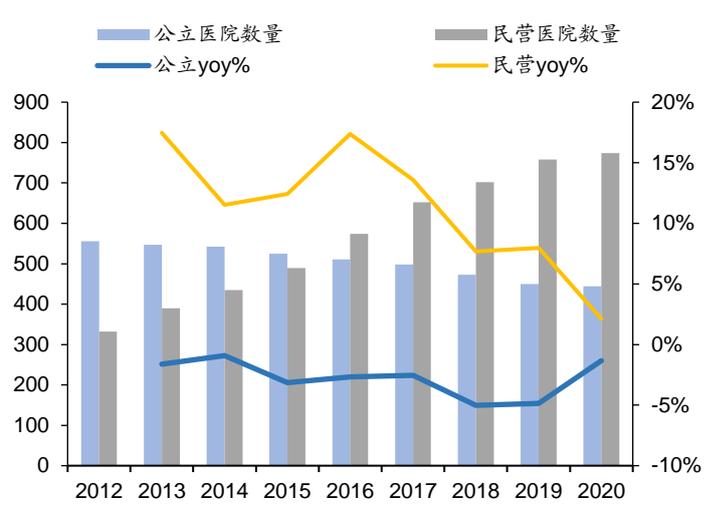
公立医院增速放缓，民营医院数量攀升。随着公立医院改制速度整体趋缓，公立医院整体数量也逐年减少，全国公立医院从 2012 年 13384 家减至 2020 的 11870 家，与此同时，随着政策鼓励社会办医，民营医院数量急速增长，并在 2015 年首次超过公立医院，2020 已增长至 23524 家数量，同比增长 491%，2012-2020 年八年间，CAGR 达 11.46%。陕西省民营医院在政策的鼓励下也迅速壮大，从 2012 年的增长 332 至 2020 年 774 家，增长超一倍，同比增速 2.11%，八年 CAGR 达 11.16%，与国家增速水平持平，民营医院的数量逐年增加的同时，公立医院的数量持续减少，截止 2020 年公立医院下降到了 444 家，占医院比例下降至 36.45%，民营医院比重则从 2012 年的 37.84% 上升至 63.55%。

图表 27 全国历年公立及民营医院数量 (家)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 28 陕西省历年公立及民营医院数量 (家)



资料来源: wind、华安证券研究所

西安市民营医院服务量快速增长。西安市医疗机构就诊人数持续攀升，而民营医院就诊人数增速更快，2021 年公立医院诊疗 3298.39 万人次（占医院总数的 78.08%），民营医院诊疗 925.76 万人次（占医院总数的 21.92%），同比增长 25.13%，从 2017 的 556.70 万人次增长至 2021 年，四年间 CAGR 达 13.56%，反观公立医院从 2017 年的 3630.90 万人次，到 2021 年下降了 332.51 万人次。医院出院人数中，公立医院 174.06 万人（占医院总数的 74.15%），民营医院 60.67 万人（占医院总数的 25.85%），同比增长 16.43%，从 2017 的 40.90 万人次增长至 2021 年，四年间 CAGR 达 10.36%，同样的，公立医院则下降了 19.38 万人次。。

图表 29 西安市公立及民营医院就诊量 (万人次)



资料来源: 西安市卫健委、华安证券研究所

图表 30 西安市公立及民营医院出院人次 (万人次)

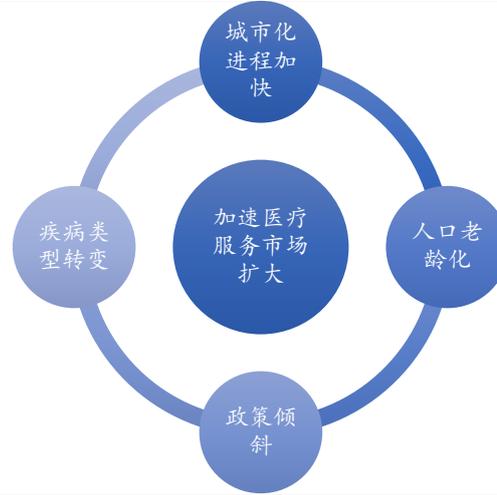


资料来源: 西安市卫健委、华安证券研究所

四大驱动因素助力医疗市场持续扩张。其一，城市化进程加快：2019 年我国的城镇化比例已经达到 60.60%，并且持续以每年 (1-3)% 的速度增加，而城镇人口的人均医疗支出高出农村人口约 1.5 倍。其二：人口老龄化：人均寿命不断提高，2018 年中国人均寿命 77 岁，日本 83.7 岁，同时截至 2019 年，我国 60 岁及以上

人口已经达到 2.54 亿，占总人口 18.1%，而老年人的慢性病比例比中青年人口高 3.2 倍，消耗医疗资源比平均水平高 1.9 倍。其三，政策倾斜：2005 年，基本医保覆盖率只有 20%，而目前几乎实现了 100% 的全民覆盖，通过推广分级诊疗，互联网医疗，并引入社会资本，将持续加快医疗资源下沉。其四，疾病类型转变：慢性病目前占我国整体死亡比例的 85% 和卫生负担的 70%，每年确诊的癌症新病例达到 430 万，超过 1 亿人口饱受糖尿病的痛苦。

图表 31 医疗服务市场增长的四大驱动力



资料来源：公司年报、华安证券研究所

3 医师资源与资质质量齐升，优势学科发展可期

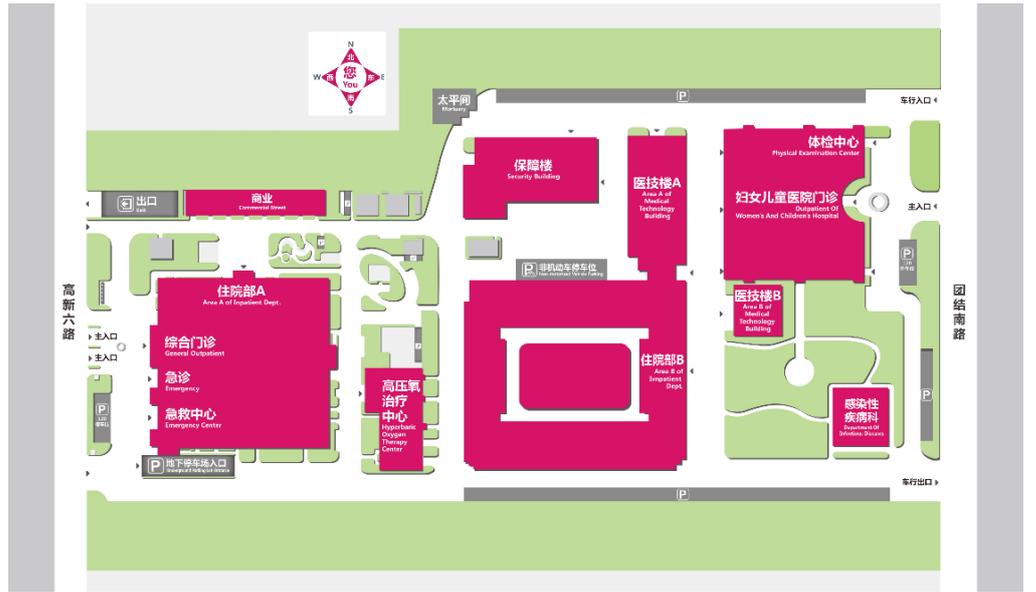
3.1 打造两大高质量医疗服务院区

3.1.1 高新医院：稳定贡献经营业绩

全国首家民营三甲医院，二期项目投入后持续爬坡。西安国际医学高新医院一期于 2002 年投入运营，2009 年 8 月西安高新医院通过陕西省卫生厅三级甲等医院评审，获批成为中国第一家经政府评审认定的社会办医三级甲等医院，也是西安高新区目前唯一一家三甲医院。

2019 年高新医院床位使用率高达 106.09%，处于超负荷运营状态，2020 年高新医院二期投入，增加床位 1000，一二期升级改造后床位合计 1500 张，当年床位使用率也下降到 85.80%，有效缓解了一期床位负荷运转的压力，截至 2022 年 11 月，目前实际使用床位 1370 张。扩建共设有临床、医技科室 55 个，其中呼吸内科、血液内科、心血管内科、神经内科、肾病学五个专业通过资格认定，同时将原院区改为妇产儿专科医院区，形成综合医院与特色专科的互补。

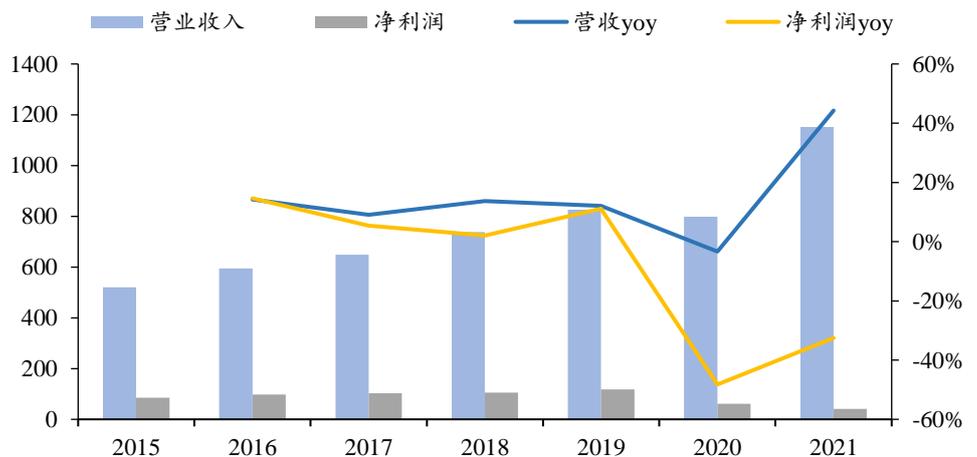
图表 32 西安高新医院平面图



资料来源：高新医院官网、华安证券研究所

高新医院并表以来收入、利润规模保持稳步增长。从 2015 到 2021 年，高新医院收入从 5.20 亿元增长到 11.52 亿元，2015-2021 CAGR 14.16%；净利润从 0.85 亿元增长至 2019 年的 1.17 亿元，2015-2019 CAGR 8.22%；受新冠疫情影响，2020 年医院营收及净利润略有波动。但在床位使用率下降之前，高新医院仍能以接近满负荷的情况保持较为稳定的营收及利润同比增速，若满负荷运行，净利率有望进一步提高。高新医院目前是公司旗下经营最成熟的医院，未来公司将通过持续建设优势学科、开展技术项目创新等多种方式持续引领业绩增长。

图表 33 高新医院营收及净利润增长情况（RMB mn）



资料来源：公司公告、华安证券研究所

专科优势强劲，技术实力雄厚，有望打造高新医院第二增长曲线。2022 年 10

月公司发布公告，高新医院获批试运行常规体外受精-胚胎移植卵胞浆内单精子显微注射技术，高新医院获批后公司即将成为陕西省内第六家有资格开展 IVF 业务的医疗机构和陕西省第一家具备 IVF 资质的民营辅助生殖机构。西安高新医院生殖医学科成立于 2016 年，2018 年通过“开展夫精人工授精技术”评审，2020 年获得人工授精试运行和正式运行资格。从诊疗范围的角度看，辅助生殖医学中心提供内分泌、生殖外科、试管婴儿等全产业链医疗服务，协同效应显著，且高新医院产产科为西安市优势学科，未来 IVF 业务有望获得产科医疗科室的加持，持续提振收入。

3.1.2 中心医院：高分通过 JCI 认证，产能提升快速

西安国际医学中心医院是目前国内已建成的通过 JCI 认证的最大单体医院。中心医院于 2019 年 9 月 25 日正式开诊，建筑面积 53 万平方米，规划最大床位 5037 张，设各级手术室 80 余间，是集医疗、教学和科研为一体的符合国际认证标准的大型三甲标准现代化综合性医院。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、康复、儿童、整形 11 个专科，自开诊以来中心医院运营良好，截止 2021 年中心医院开放床位达 2500 张，在疫情封控阶段仍表现出良好的恢复能力，自 2022 年二季度全面复诊以来，日最高住院量已达 2690 张，医院正处于快速爬坡阶段。

图表 34 西安国际医学中心医院平面图

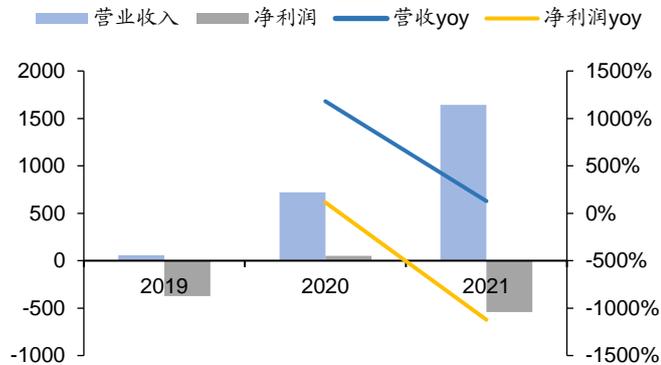


资料来源：中心医院官网、华安证券研究所

国际医学中心医院自开诊以来收入规模持续上升，净利润贡献尚未完全体现。中心医院 2019 年正式开诊当年即实现营收 0.56 亿元，2020~2021 年迅速提升至 7.21 亿/16.44 亿，由于中心医院运营时间尚短，营业成本较高，净利润仍处于亏损状态，2021 年净利润-5.40 亿元，但由于中心医院运营情况良好、爬坡迅速，未来收入利润有望快速提高。且随着中心医院各项业务量如门急诊量、住院量、手术量等的持续增长，截止 2021 年，以上医疗数据分别突破 60 万人次/6 万人次/3 万台，

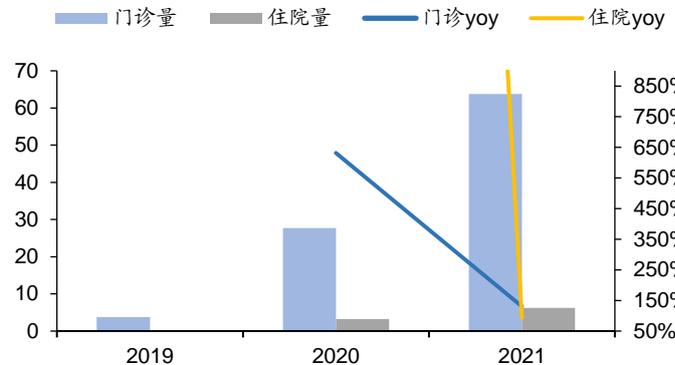
同时中心医院日最高门急诊 3,104 人次, 日最高在院患者 2,334 人, 未来有望迅速实现盈利。

图表 35 中心医院营收及净利润 (RMB mn)



资料来源: 公司年报、华安证券研究所

图表 36 中心医院就诊情况 (万人次)



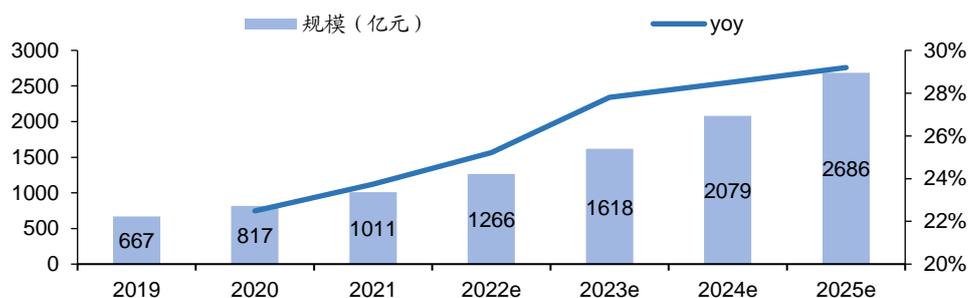
资料来源: 公司年报、华安证券研究所

核心医院驱动增长, 剥离商洛医院, 赋能集团高效运营。 两大服务院区, 两大核心医院, 高新医院作为成熟门店形态, 持续为公司作出巨大贡献, 中心医院也即将完成爬坡。经过多年发展, 集团吸取运营成功的经验并不断优化提高效率, 目前国际医学已经形成了独特的综合医院高效运营管理模式, 诊疗能力及服务质量显著提升。而转让商洛股权, 表明集团正在以西安为中心, 布局辐射西部地区的大型综合医疗服务企业, 其运营优势凸显竞争力。

3.2 康复医疗、辅助生殖推动全维度医疗业态形成

伴随我国老龄化程度不断加深和民众健康消费持续升级, 康复医疗市场需求与日俱增, 已然迎来蓝海时代。康复医疗作为一门运用多学科手段促进残疾人及患者康复的医学学科, 能够通过物理治疗、作业治疗、中医治疗等多种治疗手法, 弥补人的功能缺失, 从而改善和提高人的各方面功能。据艾瑞咨询数据, 2019 年中国康复医疗市场规模为 667 亿元左右, 2021 达到 1011 亿元, 接近 100% 的增长, 环比 23.75% 的增速, CAGR 为高达 23.12%, 而预测 2025 规模将会继续增长至 2686 亿元, 未来三年 CAGR 预计 28.50%, 可见国内康复市场仍处于早期发展阶段, 同时也意味着未来无限的培育空间。

图表 37 中国康复市场规模及增速 (单位: 人民币亿元)



资料来源: 艾瑞咨询、华安证券研究所

国际医学康复学科高配置，体系建设完备。国际医学目前已在国际医学中心医院旗下开设具备 JCI 认证标准和国家三级甲等的康复医院，与 2018 年开设建设，于 2020 年建成，预计将在 2022 年后开诊，目前规划床位 3600 张，是集妇女儿童医院、骨科医院和康复、中医、老年病医院等六大分院于一体的专业康复医学中心，包含妇儿、医疗级月子会所、VIP 体检部及国际住院部、康复、骨科、医美整形、老年病院、及 IVF 业务。毗邻西安国际医学中心医院，互为补充，除目前已开设康复相关，还拟开设近 20 余个学科。除康复医院外，其余各院区也均开设有康复相关学科，国际医学高新医院 下设康复医学科；西安国际医学中心下设康复医院；商洛国际医学中心医院下设康复医学科，提供更加全面的康复专科医疗服务。

图表 38 国际医学康复科室开展情况

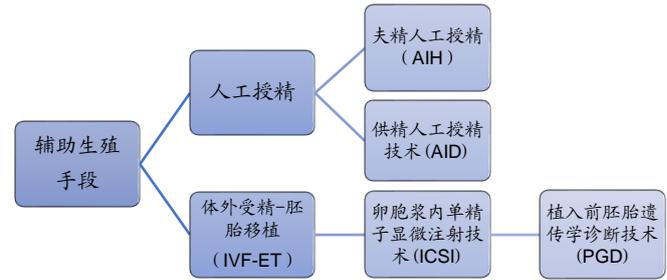
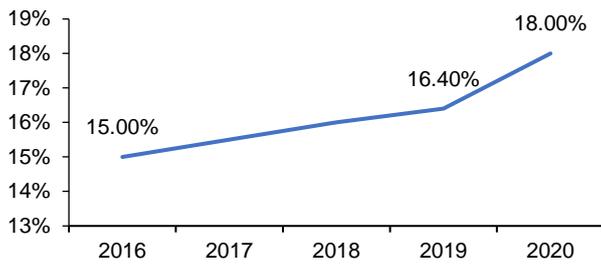
医院	康复相关科室/医院	细分专科
西安国际医学高新医院	康复医学科	神内一科（神经康复科）、骨五科（运动康复科、手足外科、关节病科、疼痛康复、腰椎间盘突出症专科、中西医结合骨病康复等）
西安国际医学中心医院	康复医院	儿童康复科、神经康复科、运动康复科、心肺康复科及康复评定治疗部（拟开设：工伤骨关节脊髓损伤康复科、老年康复科等 20 余科）
商洛国际医学中心医院	康复医学科	康复中心
西安国际康复医学中心医院	/	骨科医院、康复医院、儿童医院、妇产医院、老年病医院、中医医院、创伤急危重症救治中心

资料来源：公司官网、高新医院官网、中心医院官网、华安证券研究所

打造辅助生殖特色专科，契合患者需求趋势。伴随着二胎、三胎政策的全面开放，各年龄段的生育率出现了显著的提高。但据国家卫计委 2016 年发布的《中国不孕不育现状调研报告》显示，我国不孕不育患病率在 12.5%-15%，患者人数大约在 5000 万左右，2020 年不孕症患病率增加到 18%，患者人数仍在增加，形势严峻。因此对于高龄女性大多都需要进行辅助生殖，辅助生殖是治疗不孕不育的重要手段，主要以人工授精（AIH/AID）和体外受精-胚胎移植技术（IVF-ET）及其衍生技术两大治疗手段为主，试管婴儿（IVF）是使用该技术体外受精-胚胎移植方法生育的婴儿，相比人工授精方式，体外受精-胚胎移植表现出更高的成功率，可高达 50%，在辅助生殖领域中拥有旺盛需求。

图表 39 中国不孕不育率变化趋势

图表 40 辅助生殖治疗手段



资料来源：国家卫计委、华安证券研究

资料来源：健康界、华安证券研究所

国际医学辅助生殖医学项目相关业务启动，或成为国内规模最大的生殖医学中心之一。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 18000 平方米，规划辅助生殖周期每年 4 万例，该中心于 2018 年底获得陕西省卫健委准入，已运行并开展人工授精业务超过三年，具备优秀的人才积累及运营经验，获得卫生主管部门复审批复后将正式展 IVF 业务。除此之外，高新医院、商洛医院分别开设了生殖医学科及生殖健康与不孕症相关科室，高新医院更是于 2022 年获批准开展第一代体外受精-胚胎移植 (IVF-ET) 及第二代卵细胞内单精子显微注射 (ICSI) 技术，成为陕西省第六家具有 IVF 资质的生殖机构，及第一家具有 IVF 资质的民营生殖机构，为广大患者提供更专业优质的诊疗服务。

图表 41 陕西省辅助生殖牌照情况 (截止 2021 年 6 月 30 日)

序号	医疗机构	准入技术	运行状态
1	西北妇女儿童医院 (陕西省妇幼保健院)	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		供精人工授精技术(AID)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术(ICSI)	正式运行
2	空军军医大学唐都医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
		供精人工授精技术(AID)	正式运行
		常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
3	空军军医大学西京医院	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
		夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
4	西安市人民医院 (西安市第四医院)	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
		夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
5	西安交通大学医学院 第一附属医院	常规体外受精-胚胎移植技术 (IVF-ET)	正式运行
		卵胞浆内单精子显微注射技术(ICSI)	正式运行
6	陕西中医药大学附属医院	夫精人工授精技术 (AIH)	试运行
7	西安高新医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行
8	西安安琪儿妇产医院	夫精人工授精技术 (AIH)	正式运行

9	宝鸡市妇幼保健院	夫精人工授精技术（AIH）	正式运行
10	西安交通大学医学院 第二附属医院	夫精人工授精技术（AIH）	试运行

资料来源：陕西省卫健委、华安证券研究所

优势专科稳定满足需求，特色专科未来有望成为新增长点。国际医学布局综合医疗为主，特色专科为辅的业务模式，不仅打造了国家临床重点专科神经内科、省级医疗专科心血管外科、省级重点专科急诊医学科、西安市医学优势专科妇产科等大型优势专科，依托三甲品质保障，持续满足消费者的基本需求；同时不断发展特色专科，提供辅助生殖、康复、妇儿、特需等特色诊疗服务，提升业务规模，并开设特色专科医院，进一步契合消费者趋势，满足其多样化、个性化的医疗健康需求，随着相关科室的开诊及技术的进步，将提供强劲的增长动力。

3.3 JCI 认证助力公司跨上先进性新台阶

JCI 认证具有国际影响力。国际联合评审委员会（Joint Commission International, JCI）于 1994 年成立，是美国联合委员会（The Joint Commission, TJC）的分支机构，TJC 是美国最大的医疗机构评审机构，以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及全球卫生保健质量与病人安全的改善为宗旨。而 JCI 同时也成为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，并主要针对美国以外的医疗机构进行评审。JCI 以最大限度提高医疗服务质量，以病人为中心为理念，将评审共分为学术医疗中心、医院、门诊护理、家庭护理、实验室、长期护理、医疗运输、初级保健中心共八种类型，建立相应的政策、制度和流程，通过提供全球范围内的评审服务，以鼓励持续不断的质量改进并符合当地的文化，从而更好地促进国际社会的卫生保健质量。目前 JCI 已经为世界 40 多个国家的公立、私立医疗卫生机构和政府部门进行了指导和评审。

图表 42 JCI 认证类型

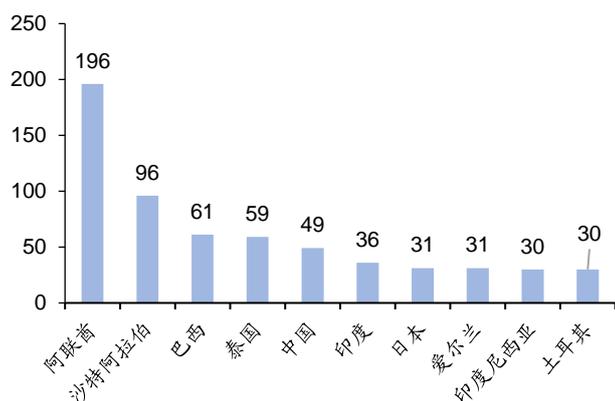
评审类型	英文名称	评审对象
学术医疗中心	Academic Medical	医学院的附属医院
医院	Hospital	普通医院或专科医院
门诊护理	Ambulatory	牙科、外科、整容、生育等诊所
家庭护理	Home Care	在患者家中提供护理的机构
实验室	Laboratory	微生物学、临床化学等实验室
长期护理	Long Term Care	康复中心、辅助生活设施等
医疗运输	Medical Transport	急救和运输等服务的机构
初级保健中心	Primary Care	提供初级保健服务的机构

资料来源：JCI 官网、华安证券研究所

JCI 认证机构分布覆盖范围广，认证对象多以医院为主。JCI 认证机构分布于全球 71 个国家和地区，自 1999 年全球第一家医疗机构获 JCI 认证，目前已经为世界 40 多个国家的公立、私立医疗卫生机构和政府部门进行了指导和评审。截止 2021 年 5 月 27 日，全球 JCI 目前认证的组织共计 939 家，以阿联酋、沙特阿拉伯、巴西、泰国、中国为主要国家，以上五个国家约占比 49%；其中共 612 家（65.3%）

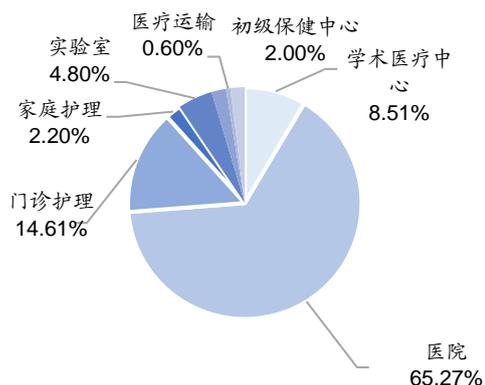
机构进行医院认证，80家（8.5%）机构进行的学术医疗中心认证，门诊计划和实验室认证分别占比14.6%及4.8%。

图表 43 各国通过 JCI 医院数量（截至 2021.5.27）



资料来源：JCI 官网、华安证券研究所

图表 44 通过 JCI 认证类型占比（截至 2021.5.27）



资料来源：JCI 官网、华安证券研究所

公司旗下国际医学中心医院于 2021 年 5 月 27 日高分通过 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进行为期五天的评审，通过实地考察，对西安国际医学中心医院进行了全面检查。最终国际医学中心医院开诊 1 年 7 个月就以五项标准（QPS、PCI、ACC、PCC、GLD）满分，总分 9.89 分通过了满分 10 分 JCI 认证。西安国际医学中心院自施工时期便按照国际 JCI 认证标准和三甲标准进行建造，不仅成立 JCI 认证办公室，正式展开 JCI 认证的筹建工作，还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，持续推进 JCI 认证工作推进会，为期一年的充分准备，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，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完美接轨，对提升医院影响力有重要意义。

图表 45 JCI 认证推进过程

时间	阶段	进程
2019.2.18	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。
2019.3-4	正式展开 JCI 认证筹建工作	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
2019.5	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。
2021.4	审查阶段	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。

2021.5

认证通过

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。

资料来源：公司官网、公司年报、华安证券研究所

通过 JCI 认证，医疗机构品牌声誉显著提升。截止 2021 年 5 月 25 日，中国获得 JCI 认证的医疗机构共计 49 家；其中医院认证 42 家、学术中心认证 4 家、门诊认证 2 家、家庭护理认证 1 家。医院中公立医院 16 家、三级医院 25 家；其中三甲医院 11 家；其中公立医院 9 家、民营医院 3 家。通过 JCI 认证不仅意味对医院医疗服务质量、安全的提升与认可，未来更将增强平台对于业内专家的吸引力，推动与国际知名医疗机构的合作，提升实力与竞争力。国内多家知名医院曾多次认证 JCI，以复旦大学附属华山医院为例，其声誉辐射全国，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，接待来自全球 100 多个国家和地区的外籍病人总计超过 60 万人次。

图表 46 国内 JCI 认证的大型综合医院（截止 2021.5.27）

医院名称	认证时间	认证类型	医院类型
广东祈福医院	2003/12/20	医院	民营
泰达国际心血管病医院	2009/6/19	医院	公立
复旦大学附属华山医院	2010/1/30	学术医疗中心	公立
浙江大学医学院附属第二医院	2013/2/24	学术医疗中心	公立
镇江市第一人民医院	2013/4/27	医院	公立
厦门大学附属第一医院	2015/9/27	学术医疗中心	公立
海南现代妇女儿童医院	2016/12/3	医院	民营
阳光融合医院	2018/3/24	医院	公立
上海中医药大学附属龙华医院	2018/6/30	学术医疗中心	公立
赣州市人民医院	2020/8/1	医院	公立
西安国际中心医院	2021/5/27	医院	民营

资料来源：JCI 官网、华安证券研究所

国际视野助力医疗水平升级。国际医学中心医院经过临床技术、服务质量、医疗水平等多方面的评估后正式通过 JCI 认证，拥有深远的国际影响力和先进的医疗水平，未来也将持续与国际医疗接轨，参与国际学术研讨会，不断与时俱进自身医疗技术，共享学术成果，精益求精，致力于为患者提供更优质的诊疗服务。拥有国际视野进一步稳固了西北医疗高地的地位，也凭借其医疗资源优势 and 日益增强的国际影响力持续吸引西北地区乃至异地患者。

3.4 把握军改政策，医师资源与医疗设备优质

借助军改契机，快速积累大量人才，打造专家团队。2016 年 2 月，中央军委下发了《关于军队和武警部队全面停止有偿服务活动的通知》，其中提出，国家和武警部队将在未来 3 年内逐步停止有偿服务。2018 年 6 月，中共中央办公厅、中央军委办公厅再次发布了《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》，明确了军队全面停止有偿服务工作的重要战略部署，到 2018 年底，全面停止有偿服务；

其中，医疗、科研等行业，以停办工程为主，以军民融合为主。

图表 47 军改政策梳理

出台时间	出台机构	出台文件	主要内容
2016.2	中央军委	《关于军队和武警部队全面停止有偿服务活动的通知》	中央军委计划用 3 年时间分步停止军队和武警部队一切有偿服务活动：第一步，涉及幼儿教育、新闻出版、文化体育、通信、人才培养、基建营房工程技术、储运设施、民兵装备修理、维修技术、司机训练 10 个项目，2017 年 6 月底前完成全面停止任务；第二步，是停止房地产租赁、农副业生产、招接待、医疗、科研 5 个项目。
2018.6	中共中央国务院办公厅、中央军委办公厅	《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》	按照军队不经营、资产不流失、融合要严格、收两条线的标准，坚持坚决全面，积极稳妥、军民融合，按计划分步骤稳妥推进，到 2018 年年底全面停止军队一切有偿服务活动；坚决停止一切以营利为目的，偏离部队主责主业，单纯为社会提供服务的项目。

资料来源：中央军委、国务院、华安证券研究所

引入大批优秀的科室主任，医生团队日益壮大。自军改政策实施以来，以西京医院、唐都医院为代表的部队三甲医院代表西安医疗服务的最高水平，受改制影响部队医院人员编制和床位数计划缩减，推动一流军队医疗专家流出，中心医院则抓住机遇，凭借设备硬件及灵活体制等优势吸引高端医疗人才持续加盟。截止 2021 年 5 月，西安国际医学中心医药有医护人员 3400 余人，来自全国 28 个省、自治区、直辖市，其中来自三甲医院的占 85%；专科医院院长、科室主任等学科带头人均在全国知名三甲医院工作 5 年以上，50%以上来自西京、唐都医院（部队医院）；护士长队伍中 80%以上具有在西京、唐都医院 5 年以上工作经历；各专科医院院长、科室主任中，超过 61%拥有博士及以上学历，高水平医疗人才优势突出。

图表 48 陕西省内部分部队医院

医院名称	城市	类别	等级
中国人民解放军第四军医大学西京医院	西安市	综合	三级甲等
中国人民解放军第四军医大学唐都医院	西安市	综合	三级甲等
中国人民解放军第四军医大学口腔医院	西安市	专科	三级甲等
中国人民解放军第三二三医院	西安市	综合	三级甲等
中国人民解放军第四五一医院	西安市	综合	三级甲等
中国人民解放军第三中心医院	宝鸡市	综合	三级甲等
中国人民解放军第五一八医院	西安市	综合	二级甲等
武警陕西总队医院	西安市	综合	三级甲等

资料来源：陕西省卫健委、华安证券研究所

图表 49 中心医院部分专家团队

 <p>尹强 国际医学中心院长 原兰州军区总医院院长</p>	 <p>贺西京 骨科医院院长、教授、博导 中国医师协会神经修复分会主任委员 原西安交大二附院院长</p>	 <p>王海昌 心脏病医院院长/教授、博导 中国医师协会心血管分会常委 原西京医院、唐都医院心脏内科主任</p>	 <p>吴昌归 胸科医院院长/教授、博导 中国医师协会呼吸分会常委 原西京医院呼吸内科主任</p>
 <p>南克俊 肿瘤医院院长/教授、博导 中华医学会肿瘤分会常委 原交大一附院肿瘤内科主任</p>	 <p>高国栋 脑科医院名誉院长教授、博导 中华医学会神经外科分会常委 原唐都医院神经外科主任</p>	 <p>韩国宏 消化病医院执行院长 教授、博导 中华医学会消化学会介入协作组组长 原西京消化病医院 消化介入科主任</p>	 <p>郭树忠 整形美容医院院长 教授、博导 中华医学会整形外科分会主委 原西京整形医院院长</p>
 <p>梁英民 血液病医院院长/教授、博导 中华医学会血液学分会常委 原唐都医院血液内科主任</p>	 <p>王海琳 妇科医院院长/教授、博导 甘肃省医疗领军人才 原甘肃省人民医院妇产科主任</p>	 <p>张正湘 康复医院副院长 中国医院协会医疗机构管理分会常务 委员、中国康复医学会神经康复专业 委员会副主委</p>	 <p>郭正团 儿童医院副院长 医学博士 中华医学会小儿外科分会 内镜组委员</p>

资料来源：公司投资者推介材料，华安证券研究所

顶尖人才队伍带动学科建设实力提升，临床科研成果优质。公司不仅引进知名医疗机构人才，同时也自身培养青年医师，以老带新，三维度扩充老中青医生梯队。截止 2021 年，高新医院开展新技术 51 项，发表学术论文 80 篇，其中 SCI10 篇，核心期刊 19 篇；目前具备 15 个药物试验专业组和 18 个医疗器械专业组，2021 年共承接新药临床试验 31 项，医疗器械临床试验 5 项。中心医院开展药物临床试验，承接 II、III、IV 期药物临床试验，已受理项目 57 项，立项 21 项，其中全球多中心项目 7 项、国内多中心项目 14 项。公司多维度搭建全方位的医教研平台，有力促进了专科学科的发展，持续夯实“综合医疗+特色专科”的发展优势。

图表 50 中心医院成立肿瘤免疫治疗不良反应管理多学科协作组



资料来源：公司官网、华安证券研究所

追求高质量的医疗设备，水平世界领先。2019 年中心医院引入 6000 余台设备，不乏多种全国及西北地区设备最先进的医疗设备，如全国首台的蔡司 ZEISS KINEVO 900 机器人手术显微镜、西北首台西门子“准 7T”MAGNETOM Prisma

3.0T 磁共振成像设备、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）、西北首台飞利浦 IQON Spectral 计算机断层扫描成像系统（CT）、西北首台第四代达芬奇手术机器人等。同时高新医院也配置了 PET-CT、SPECT、128 排 256 层螺旋 CT、16 排螺旋 CT、3.0T 磁共振系统、电子腹腔镜、高压氧舱等万元以上医疗设备 1100 余台（件），为医院开展高水平手术提供硬件保障。

图表 51 公司部分诊疗设备



资料来源：中心医院官网、华安证券研究所

图表 52 公司部分诊疗设备

医疗设备名称	应用科室	引进进程
超高端西门子双源 SOMATOM Force CT	心血管内科、心外科	陕西首台
飞利浦 IQON Spectral CT	心血管内科、心外科	西部首台
西门子“准 7T” MAGNETOM Prisma 3.0T 磁共振成像设备	神经外科	西北首台
飞利浦 Ingenia 3.0T MR-RT 放疗定位磁共振	肿瘤外科、肿瘤放疗科	西部首台
西门子 Artis Q biplane 双向血管造影	心脑血管、肿瘤、骨科	三级甲等
飞利浦 UNIQ FD20 FlexMove 超级巡航手术室 DSA	心脏介入、神经外科	陕西首台
瓦里安 Halcyon（速锐）智慧放疗系统	肿瘤放疗科	西部首台
第四代达芬奇 Xi 手术机器人	心血管内科、心外科	西北首台
蔡司 KINEVO 900 机器人手术显微系统	神经外科	全国首台
奥林巴斯 4K 腹腔镜系统	胃肠外科、肿瘤科	/
西门子 MAGNETOM SKyra 3.0T 术中磁共振成像设备（MRI）	神经外科	西北首台
KARL STORZ ICG 荧光 3D 高端腹腔镜	妇科	西北首台
卒中救护车	/	西北首辆

资料来源：公司年报、投资者推介材料，华安证券研究所

医疗技术及服务水平升级。公司的治疗技术始终保持在先进行列。目前国际医

学中心医院是西北唯一获批质子放射治疗配置许可的医院，其质子中心项目于 2022 年 9 月正式开工。国内质子治疗配置稀缺，而质子放射治疗系统是国际最先进的放射治疗技术之一，由于具备精度高、疗程短、疗效好、对肿瘤杀伤力强等特点，被评估为目前效果最好的放射治疗方法。截至 2020 年底，全国一共仅五家已运行的质子治疗中心。除此之外，高新医院于 2020 年底通过陕西省第一家经国家“两委局”干细胞临床研究机构和项目备案，高新医院于 2019 年 5 月高新医院正式启动干细胞临床研究机构及项目备案工作，参与此次备案申请的医疗机构超过百家，最终仅有包括西安高新医院在内的三家医院通过，同时也是唯一一家获批的民营综合医院。

图表 53 获得准予许可进行质子放射治疗的医院（截至 2020 年）

评审类型	地区	医院性质
中国医学科学院肿瘤医院	华北	公立
中国医科大学附属第一医院	东北	公立
山东省肿瘤防治研究院	华东	公立
华中科技大学同济医学院附属协和医院	中南	公立
四川省肿瘤医院	西南	公立
西安国际医学中心医院	西北	民营

资料来源：国家卫健委、华安证券研究所

借助先进医疗设备，专家团队将带动西北区域诊疗水平。依托国内和国际顶尖诊疗设备，医疗人才发挥其强大的能力，为解决突发、高发、疑难杂症做出了突出贡献，临床科研、诊疗技术、服务质量多点开花，诊疗口碑和学术成果造就了医院强大的竞争优势，也彰显了国际医学强劲的实力，为医院的稳固发展提供了有力的支撑。质子中心、干细胞等项目的陆续启动，不仅能填补西北地区肿瘤诊疗等相关领域的空白，更能有效增加优质医疗供给，并显著带动整个西部区域的诊疗水平。

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

我们将公司的收入拆分为医院资产进行收入预测。1) 高新医院为公司主要收入利润贡献体，我们认为未来高新医院一期将继续作为公司的支柱业务和营收主要贡献板块，二期将快速实现爬坡和产能的提高；2) 中心医院处于快速爬坡阶段，床位使用率和单床收入有望实现量价齐升；3) 我们预计康复医学中心将于 2023 年 1 月底正式接诊，未来快速爬坡；4) 我们预计 2022 年商洛医院转让后有部分收入贡献。

图表 54 公司收入预测拆分（RMB mn）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
国际医学高新医院					
营业收入	799	1152	1262.59	1414.20	1484.90
营收 yoy%	-3.27%	44.18%	9.60%	12.01%	5.00%
床位使用率	/	87%	91%	93%	93%
国际医学中心医院					
营业收入	721	1644	1375.00	2310.00	3153.15
营收 yoy%	1187.50%	128.02%	-16.36%	68.00%	36.50%
床位使用率	/	/	50%	60%	69%
商洛医院					
营业收入	104	126	60		
营收 yoy%	-15.45%	21.15%	-52.38%		
国际医学医院康复中心					
营业收入			0.00	552.00	1258.56
营收 yoy%					128.00%
床位使用率				28%	53%
医疗服务板块营业收入	1592	2892	2697.59	4276.20	5896.61
yoy%		81.66%	-6.72%	58.52%	37.89%

资料来源：wind、华安证券研究所测算

4.2 投资建议

医疗服务永续发展，政策利好叠加需求提高，民营医疗迎来发展春风。从行业发展角度看，自我国医疗体制改以来，陆续出台并落地相关政策，明确鼓励并引导社会资本进入医疗服务领域，同时限制公立医院扩张，公立医院扩张受限及对社会办医的大力支持促进了民营医院的发展，民营医院的数量逐年增加，在 2015 年首次超过公立医院，2020 年占到医院比重的 66.46%，八年 CAGR 达到 11.46%。根据西安市卫健委的数据，不仅民营医院数量增长迅速，诊疗人数也持续攀升，尤其民营医院，增速显著快于公立医院。**从市场需求角度看，优质诊疗资源稀缺，高质量供给有待满足。**陕西省作为中西部医疗高地，大部分医疗资源集中在西安市。陕西省历年医疗机构、卫生健康人员、床位数每年维持稳定增长的状态，2021 年千人口卫生技术人员以 9.20 位居全国第二，二三级医院数量也均领先西北五省。而陕西省下属十个市中又以西安市为医疗资源之首，2021 陕西三甲医院 51 家，西安市占比高达 52.94%，床位数、人员数也远高于其它市，凭借资源优势，西安市持续吸引内外地患者，不仅诊疗人数攀升，三级医院床位使用也常年居高位，2019 年甚至高达 103.64%，高于全省水平，超负荷运转使高等医院资源供给紧张，压力较重。西北地区的优质医疗资源有待提升，在需求持续膨胀的驱使下，未来将有更广阔的发展空间。

公司最初以从事零售百货业务为主，多次转型逐渐剥离商业零售业务，已聚焦医疗主业。公司目前是国内大型上市综合医疗服务产业集团，旗下拥有西安高新医

院、西安国际医学城两大综合院区。公司打造两大高质量医疗服务院区。通过 2020 高新医院二期项目陆续投入落地，中心医院通过 JCI 认证，以三甲医院规范化的医疗品质为保障，以及康复医疗、辅助生殖等多特色专科齐发展，精准契合患者需求趋势，把握多维度医疗市场需求，提升了自身的品牌声誉度，并有效缓解补充了陕西省供给紧张的医疗服务市场，床位使用率也随之下降。**医师资源与医疗设备优质，诊疗水平显著增强。**公司抓住军改政策契机，吸引大量一流专家医生人才加盟，同时引进高质量的先进医疗设备，依托充盈的人才资源及硬件保障，不断升级自身的医疗技术及服务水平，同时成为唯一一家获批质子治疗及干细胞临床研究机构的民营医院。从财务角度看，**公司营收增长稳定，整体费用率控制良好**，中心医院及原商洛医院（新院区）开业时间较短故盈利能力尚未体现，但随着新建医院病床使用率的逐步提升，运营稳定后成本费用影响降低，有望扭亏为盈。

我们看好公司旗下医院的长期发展，其中高新医院稳定贡献收入利润，中心医院快速爬坡、康复医学中心开诊后进一步增厚业绩。我们预计公司 2022~2024 年将实现营业收入 26.98/42.76/58.97 亿元，同比增长-7.7%/58.5%/37.9%；将实现归母净利润-936/61/298 百万元，同比增长-13.9%/106.5%/385.7%，对应 2023/2024 年 P/E 461/95 x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

医疗政策变动风险：医疗服务行业受监管程度较高，随着行业相关的监管政策将不断调整和完善，尤其国家及各级地方卫生部门制定的相关政策法规，医疗服务行业的政策环境可能面临变化，或对医院收入带来波动。

床位爬坡速度不及预期风险：旗下国际医学、康复医院等已开诊医院运营时间较短，新开设了大量的床位，运营使用能力尚不稳定，若床位使用率不能跟上，可能导致医疗资源的闲置，增加公司的运营成本。

人才资源短缺风险：公司所建医疗机构规模体量大，随着新医院的投用及各医院就诊人数提高，对人才储备和医疗资源的重视度的要求愈高，优秀人才的紧缺将会致使公司竞争力下降。

市场竞争加剧风险：随着社会办医的政策逐渐开放，民营医院数量增长迅速，公司在康复、辅助生殖等领域板块的扩张将面临较大的竞争压力，各业务的实际开展进度可能影响公司市场占有率。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	2331	1820	3025	4811	
现金	1520	865	1644	3047	
应收账款	366	309	452	629	
其他应收款	33	27	68	63	
预付账款	10	27	24	28	
存货	84	68	103	99	
其他流动资产	319	524	734	944	
非流动资产	10989	9996	9027	8041	
长期投资	54	28	19	14	
固定资产	7612	6971	6340	5701	
无形资产	690	735	773	807	
其他非流动资产	2633	2262	1895	1519	
资产总计	13320	11815	12051	12852	
流动负债	3496	2941	3115	3614	
短期借款	226	252	252	252	
应付账款	2099	1375	1574	1746	
其他流动负债	1171	1313	1288	1616	
非流动负债	4493	4493	4493	4493	
长期借款	4452	4452	4452	4452	
其他非流动负债	41	41	41	41	
负债合计	7989	7434	7608	8107	
少数股东权益	6	-3	-3	0	
股本	2276	2275	2275	2275	
资本公积	1060	1057	1057	1057	
留存收益	1990	1053	1115	1413	
归属母公司股东权	5326	4385	4446	4744	
负债和股东权益	13320	11815	12051	12852	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	456	-605	831	1468	
净利润	-845	-946	62	301	
折旧摊销	577	690	678	683	
财务费用	191	213	213	213	
投资损失	-39	-40	-64	-59	
营运资金变动	552	-525	-51	316	
其他经营现金流	-1377	-417	107	-1	
投资活动现金流	-1200	140	161	148	
资本支出	-1659	290	307	303	
长期投资	418	-191	-210	-214	
其他投资现金流	42	40	64	59	
筹资活动现金流	1304	-191	-213	-213	
短期借款	-184	26	0	0	
长期借款	546	0	0	0	
普通股增加	305	-1	0	0	
资本公积增加	842	-3	0	0	
其他筹资现金流	-205	-213	-213	-213	
现金净增加额	560	-655	779	1403	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	2921	2698	4276	5897	
营业成本	2878	3050	3426	4039	
营业税金及附加	29	24	30	94	
销售费用	43	32	13	65	
管理费用	627	540	663	1179	
财务费用	176	174	191	171	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	-104	0	0	0	
投资净收益	39	40	64	59	
营业利润	-906	-1090	65	372	
营业外收入	1	2	10	1	
营业外支出	15	6	3	15	
利润总额	-920	-1094	72	358	
所得税	-74	-148	10	57	
净利润	-845	-946	62	301	
少数股东损益	-23	-9	1	3	
归属母公司净利润	-822	-936	61	298	
EBITDA	-87	-266	871	1168	
EPS (元)	-0.37	-0.41	0.03	0.13	

主要财务比率		会计年度			
	2021A	2022E	2023E	2024E	
成长能力					
营业收入	81.8%	-7.7%	58.5%	37.9%	
营业利润	-11613.0%	-20.3%	105.9%	476.1%	
归属于母公司净利	-1912.5%	-13.9%	106.5%	385.7%	
获利能力					
毛利率 (%)	1.5%	-13.1%	19.9%	31.5%	
净利率 (%)	-28.1%	-34.7%	1.4%	5.1%	
ROE (%)	-15.4%	-21.4%	1.4%	6.3%	
ROIC (%)	-5.9%	-8.7%	1.7%	4.1%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.0%	62.9%	63.1%	63.1%	
净负债比率 (%)	149.8%	169.7%	171.2%	170.9%	
流动比率	0.67	0.62	0.97	1.33	
速动比率	0.63	0.58	0.92	1.28	
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.21	0.36	0.47	
应收账款周转率	9.33	8.00	11.25	10.91	
应付账款周转率	1.44	1.76	2.32	2.43	
每股指标 (元)					
每股收益	-0.37	-0.41	0.03	0.13	
每股经营现金流	0.20	-0.27	0.37	0.65	
每股净资产	2.34	1.93	1.95	2.09	
估值比率					
P/E	—	—	460.81	94.87	
P/B	4.71	6.44	6.36	5.96	
EV/EBITDA	-330.48	-122.20	36.46	25.98	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：陈珈蔚，研究助理，主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。