

三星医疗 (601567)

配用电设备老牌龙头，扬帆出海再创辉煌

买入 (维持)

2024年05月23日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008
ranshn@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书: S0600123070121
xujunhe@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 (百万元) | 9098 | 11463 | 14769 | 18385 | 22351 |
| 同比 (%) | 29.55 | 25.99 | 28.84 | 24.49 | 21.57 |
| 归母净利润 (百万元) | 948.12 | 1,903.70 | 2,372.24 | 2,872.86 | 3,582.56 |
| 同比 (%) | 37.40 | 100.79 | 24.61 | 21.10 | 24.70 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.67 | 1.35 | 1.68 | 2.04 | 2.54 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 48.82 | 24.31 | 19.51 | 16.11 | 12.92 |

关键词: #出口导向 #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **老牌配用电龙头，海外市场厚积薄发。**公司是国内老牌的配用电设备龙头，多年来深耕网内市场，2013年布局海外市场，以智能电表产品先后打入中东、欧洲、非洲、拉美等区域市场，深化本土化战略，海外收入迎来高速增长。23年配用电业务国内/海外分别实现收入64.8/19.6亿元，同比+25%/20%，公司网内配电设备份额领先，复用海外电表客户渠道优势实现中东、欧洲市场配电业务0-1的突破，内部管理增效+产品持续降本+优质市场提份额，23年综合毛利率显著提升同比+6.12pct，未来配用电板块盈利能力有望保持稳中有增。康复医疗业务着眼未来，聚焦康复连锁，形成配用电业务及医疗业务双轮驱动，我们预计公司23-26年收入/归母净利润CAGR分别为+24%/+23%。

■ **海外用电一马当先，配电业务乘势破局。**1) **海外用电方面**，公司立足本土化战略，先后建立巴西、印尼、波兰工厂，布局德国和墨西哥工厂。用电业务已覆盖欧洲15国市场，并在巴西、印尼等发展中国家开拓AMI系统解决方案业务，受益于发达国家第二代智能电表升级替换需求+发展中国家智能电表渗透率提升，我们预计海外用电业务收入23-26年有望实现CAGR超30%；2) **海外配电方面**，公司率先在沙特实现小型环网柜的市场突破，欧洲配电市场布局多年，通过复用电表客户渠道快速切入配电市场，24年4月首次中标希腊电力公司配电变压器项目，后续有望实现欧洲多个国家0-1的突破，高壁垒+低渗透率+认证周期久+客户重质不重价，我们预计公司海外配电业务收入23-26年有望实现CAGR在+50~100%的高增长。

■ **国内配用电基本盘稳固，积极拓展新能源大客户增量市场。**1) **国内用电方面**，公司是国内智能电表龙头企业，21-23年市场份额维持在前五的水平。国内智能电表十年替换周期到来，我们预计公司23-26年国内用电业务收入有望实现CAGR为+5~10%；2) **国内配电方面**，公司是国内配电变压器龙头，23年电网招标金额均列第一，内部持续降本大幅提高产品毛利率，24年配网投资增速企稳回升拉动网内配电稳健增长，网外新能源市场份额持续提升，参与五大六小发电集团升压产品集采，我们预计公司23-26年国内配电业务有望实现收入CAGR为+25~30%。

■ **康复医疗千亿市场，连锁扩张模式行稳致远。**公司医疗服务依托于奥克斯医疗集团，立足华东市场，加快进军华中市场、继续开拓华南、西南市场。公司实行连锁扩张策略，形成“体外培育—赢利点—收购—扩建”模式，我们预计公司23-26年康复医疗业务有望实现收入CAGR为+25~30%。

■ **盈利预测与投资评级：**公司是国内配用电设备龙头，海外市场高景气贡献业绩高增弹性。我们预计公司24-26年归母净利润分别为23.7/28.7/35.8亿元，同比+25%/+21%/+25%，对应PE分别为20/16/13倍。考虑到公司深耕欧洲高端市场，配电业务在欧洲实现0-1打开远期成长空间，给予2024年30倍PE，目标价50.4元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**海外市场拓展不及预期、海外政策的风险、竞争加剧。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 32.80 |
| 一年最低/最高价 | 12.04/37.53 |
| 市净率(倍) | 4.15 |
| 流通A股市值(百万元) | 46,018.59 |
| 总市值(百万元) | 46,287.27 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 7.90 |
| 资产负债率(% ,LF) | 46.93 |
| 总股本(百万股) | 1,411.20 |
| 流通A股(百万股) | 1,403.01 |

相关研究

《三星医疗(601567): 2023年报&2024年一季报点评: 业绩超预期, 配用电整体出海在加速》

2024-04-28

《三星医疗(601567): 2023年三季报点评: 利润增速靠近预告上限, 业绩

符合预期》

2023-10-26

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 老牌电表龙头，配用电&医疗双主业发展..... | 6 |
| 2. 海外市场披荆斩棘，用电硕果初现，配电静待花开 | 10 |
| 2.1. 电力设备需求全球“四分天下”，沙特电网建设如火如荼 | 10 |
| 2.2. 智能电表全球千亿市场，渗透率提升&存量替代前景广阔 | 13 |
| 2.3. 海外渠道&制造&客户优势显著，渠道复用进击配电市场 | 14 |
| 3. 国内用电基本盘稳固，配电乘新能源东风快速生长 | 17 |
| 3.1. 国内智能电表量价齐升，行业集中度有望提升 | 17 |
| 3.2. 新能源推动新型电力系统建设，配电网将迎来变革发展 | 18 |
| 3.3. 深耕配用电三十载，新能源带来新增长极 | 20 |
| 4. 大力发展康复医疗业务，双轮驱动发展行稳致远 | 23 |
| 4.1. 康复医疗目标人群不断拓展，政策持续出台推动行业发展 | 23 |
| 4.2. 依托重症康复特色，实行康复专科连锁扩张模式 | 24 |
| 5. 盈利预测与投资评级..... | 25 |
| 6. 风险提示 | 26 |

图表目录

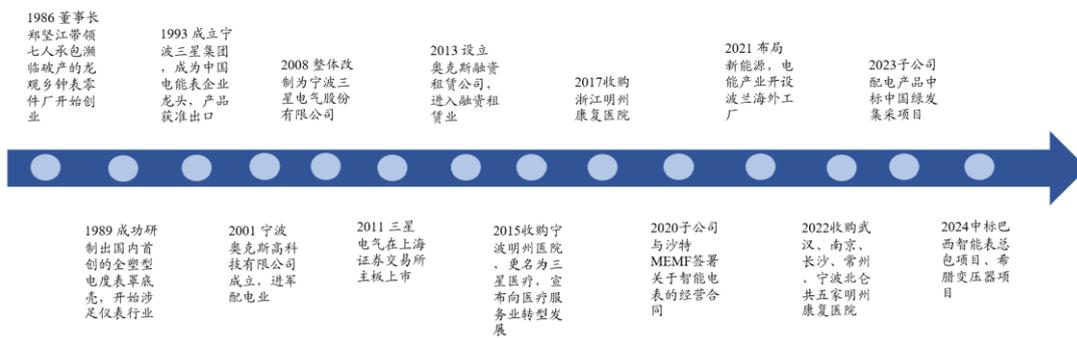
| | | |
|-------|-------------------------------|----|
| 图 1: | 三星医疗发展历程 | 6 |
| 图 2: | 三星医疗股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日) | 6 |
| 图 3: | 公司股权激励方案梳理 | 7 |
| 图 4: | 公司分红比例情况 | 7 |
| 图 5: | 公司股息率情况 | 7 |
| 图 6: | 公司营业收入情况 (亿元) | 8 |
| 图 7: | 公司归母净利润情况 (亿元) | 8 |
| 图 8: | 公司主营业务营收情况 (亿元) | 8 |
| 图 9: | 公司主营业务毛利率情况 (%) | 8 |
| 图 10: | 公司分地区营收情况 (亿元) | 9 |
| 图 11: | 公司分地区毛利率情况 (%) | 9 |
| 图 12: | 公司期间费用率情况 (%) | 9 |
| 图 13: | 公司销售利润率情况 (%) | 9 |
| 图 14: | 全球电网资本开支“四分天下” (亿美元) | 10 |
| 图 15: | 美国电力公司 CAPEX 结构 (亿美元) | 10 |
| 图 16: | 2022 年欧洲五国电网 CAPEX 结构 (亿美元) | 10 |
| 图 17: | 欧美等发达国家电网年限较长, 进入替代周期 | 11 |
| 图 18: | 电网已经成为可再生能源并网的重大瓶颈 | 11 |
| 图 19: | 2022 年欧洲四国待并网新能源规模 (GW) | 11 |
| 图 20: | 海外电力设备供货周期长、电网建设周期久 (年) | 12 |
| 图 21: | 沙特阿拉伯电力市场规模 (GW) | 12 |
| 图 22: | 全球智能电表投资情况 | 14 |
| 图 23: | 分地区智能电表渗透率 | 14 |
| 图 24: | 公司海外电表业务订单情况 | 15 |
| 图 25: | 公司海外业务营收、增速及占比 | 16 |
| 图 26: | 可比公司海外毛利率对比 (%) | 16 |
| 图 27: | 公司在手订单情况 (亿元) | 16 |
| 图 28: | 2009-2023 年中国智能电表招标数量 | 17 |
| 图 29: | 2009-2023 年中国智能电表招标金额 | 17 |
| 图 30: | 2020-2024 年中国智能电表招标单价 (元/只) | 17 |
| 图 31: | 2020-2023 年物联表招标数量及渗透率情况 | 17 |
| 图 32: | 2023 年国网智能电表市场格局 (中标金额口径) | 18 |
| 图 33: | 国内光伏年度装机情况及预测 (GW) | 18 |
| 图 34: | 国内光伏月度装机情况 (GW) | 18 |
| 图 35: | 我国地面/分布式光储度电成本测算 | 19 |
| 图 36: | 国内季度分布式光伏新增装机情况 (GW, %) | 19 |
| 图 37: | 我国新能源利用率情况 | 19 |
| 图 38: | 源网荷储多主体协同关系 | 19 |
| 图 39: | 不同模式下最大电量渗透率 | 20 |
| 图 40: | 智能配电网的价值层次 | 20 |
| 图 41: | 2021-2023 三星医疗国网电表招标中标金额稳居前五 | 20 |
| 图 42: | 2022 年国网电能表中标金额占比前十 | 21 |

| | | |
|-------|-----------------------------------|----|
| 图 43: | 2023 年国网电能表中标金额占比前十 | 21 |
| 图 44: | 2023 国网配电变压器产品中标企业金额占比 | 21 |
| 图 45: | 2023 南网配电变压器产品中标企业金额占比 | 21 |
| 图 46: | 公司新能源领域产品 | 22 |
| 图 47: | 2022-2024 公司新能源侧重要中标情况 | 22 |
| 图 48: | 中国康复医疗市场规模预测 | 23 |
| 图 49: | 我国康复医疗政策梳理 | 23 |
| 图 50: | 奥克斯医疗旗下康复医院情况 | 24 |
| 图 51: | 宁波明州医院利润情况 | 24 |
| 图 52: | 三星医疗收入分拆 | 25 |
| 图 53: | 可比公司估值表（截至 2024 年 5 月 23 日） | 26 |

1. 老牌电表龙头，配用电&医疗双主业发展

国内电表龙头企业，配用电&医疗双主业发展。三星医疗前身为宁波三星仪表有限公司，于2007年整体改制为宁波三星电气股份有限公司，并于2011年上市。公司是智能配用电整体解决方案提供商，产品涵盖智能电表、变压器、箱式变电站、开关柜、充电桩、光伏逆变器等电能设备，成为国内电表龙头企业并加快全球化布局，推动配用电业务出海。2015年起，公司收购宁波明州医院，向医疗服务业转型发展，后续陆续收购及自建十余家康复医院，持续巩固公司在康复医疗领域的领先优势。

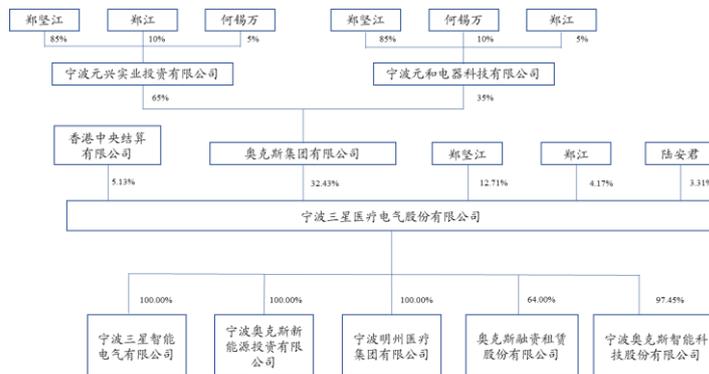
图1：三星医疗发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构集中稳定，子公司各司其职。截至2024年3月31日，郑坚江分别通过直接持有三星医疗12.71%股份以及通过奥克斯集团间接持股27.57%，合计持股40.28%，为公司实际控制人。公司最大的股东为奥克斯集团，共持有公司32.43%的股份，公司股权相对集中稳定。公司依托宁波明州医疗集团有限公司，实现康复医疗专科连锁的医院布局和连锁扩张。

图2：三星医疗股权结构（截至2024年3月31日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权激励计划提振员工信心，助力公司长远发展。公司上市以来先后推出 5 期股权激励，并对医疗服务业务、智能配用电业务分别设立 2022-2024 年的增长目标，彰显公司发展信心。根据最新持股计划，公司以 2022 年为基准，设定 2024 年、2025 年、2026 年智能配用电扣非净利润增长率不低于 123%、190%、277%，充分激励核心人员。

图3: 公司股权激励方案梳理

| | | 解锁业绩条件 (亿元) | | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|--------|-------------|------|------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 授予时间 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
| 第一期 (净利润) | 2014.8 | 3.11 | 3.38 | 3.65 | | | | | | | | | | |
| 增速 | | 15% | 9% | 8% | | | | | | | | | | |
| 第二期 (净利润) | 2015.6 | | 4.81 | 5.92 | 7.4 | | | | | | | | | |
| 增速 | | | 30% | 23% | 25% | | | | | | | | | |
| 第三期 (智能配用电业务净利润) | 2018.1 | | | | | 4.33 | 5.59 | 7.04 | | | | | | |
| 增速 | | | | | | | 29% | 26% | | | | | | |
| 第四期 (医疗服务业务营业收入) | 2022.1 | | | | | | | | | 14.55 | 17.9 | 27.98 | | |
| 增速 | | | | | | | | | | | 23% | 56% | | |
| 第五期 (智能配用电业务净利润) | 2022.3 | | | | | | | | | 4.73 | 6.18 | 8 | | |
| 增速 | | | | | | | | | | | 31% | 29% | | |
| 核心团队持股计划 (智能配用电业务净利润) | 2024.3 | | | | | | | | | | | 14.28 | 18.57 | 24.14 |
| 增速 | | | | | | | | | | | | | 30% | 30% |
| 实际归母净利润 | | 3.72 | 5.64 | 7.94 | 8.91 | 5.08 | 10.36 | 9.56 | 6.9 | 9.48 | 19.04 | | | |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

充分重视股东回报，长期稳定派息。上市以来，三星医疗长期稳定派息，近年来股利支付率基本维持在 50% 以上，2020-2023 年股息率分别为 5.26%、1.96%、2.60%、3.17%。公司上市以来现金分红 11 次，累计现金分红 35.73 亿元，现金分红比例维持较高水平，充分重视股东回报。

图4: 公司分红比例情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 公司股息率情况

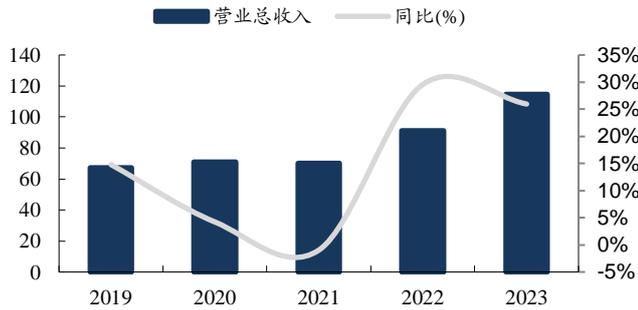


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 股息率为每年 12 月 31 日

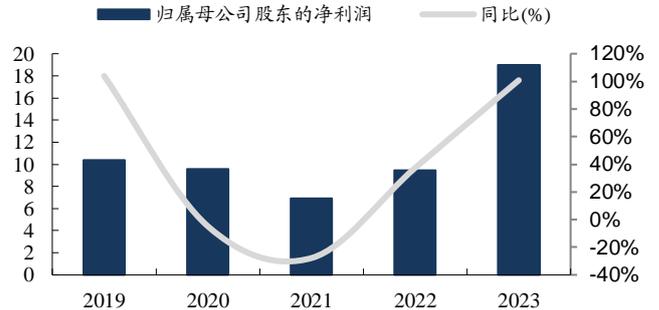
营收稳健增长，盈利能力持续提升。2020-2021 年受疫情影响，营收增速有所下滑，利润承压；2022 年电表海外市场扩大，康复医疗通过自建并购协同，营收/利润增速恢复至同增 30%/37%。2023 年随着智能配用电业务海外出口进一步放量叠加医疗服务整体经营管理持续提升，实现营收/利润同增 26%/101%。

图6: 公司营业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

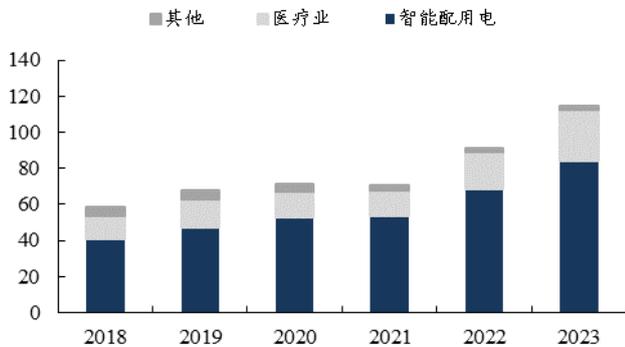
图7: 公司归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

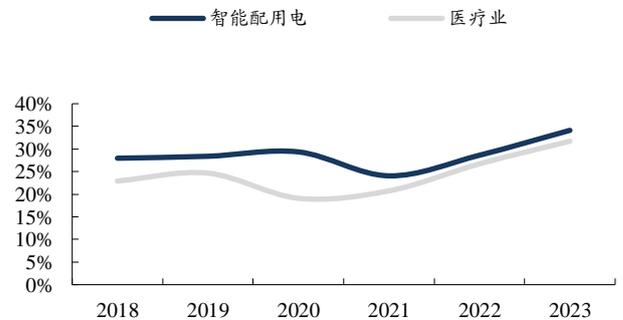
公司主营业务主要由智能配用电板块及医疗业板块组成，双主业共同驱动。1) 智能配用电板块: 公司电表业务起家，深耕行业三十年，配用电业务占比维持在 70%以上。2021 年受原材料涨价影响，电表业务毛利率有所下降，2022 年随着国内外需求同步提升及原料价格回归，营收及毛利率同比提升显著。2) 医疗业板块: 明州医疗集团 2002 年便涉足医疗产业，至今已深耕 20 余载。随着内部管理流程优化及效率提升，2021 年医疗板块进入快速扩张期，新城市、新医院的建设及开业加速。

图8: 公司主营业务营收情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

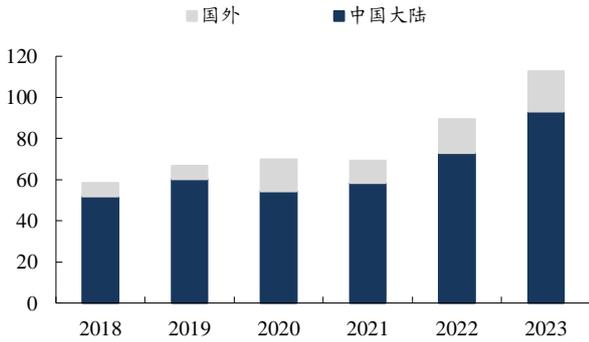
图9: 公司主营业务毛利率情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

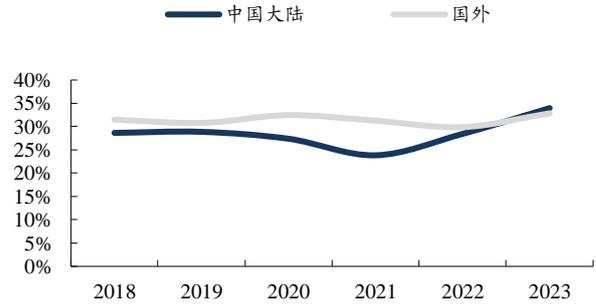
海外持续高景气，毛利率高位稳定。公司海外主要为电表业务，自 1993 年获得电表出口许可后持续布局海外业务，近年乘全球智能电网改造需求东风，业绩实现大幅增长。2021 年受疫情影响，交付受阻，短期承压。但 2022 年海外收入同比+52%，同时 2023 年海外累计订单 45.25 亿元，同比+42.93%，高景气度延续。公司海外毛利率整体稳定在 30%左右，略高于国内，预计随着外资竞争对手供给持续紧张，毛利率维稳。

图10: 公司分地区营收情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

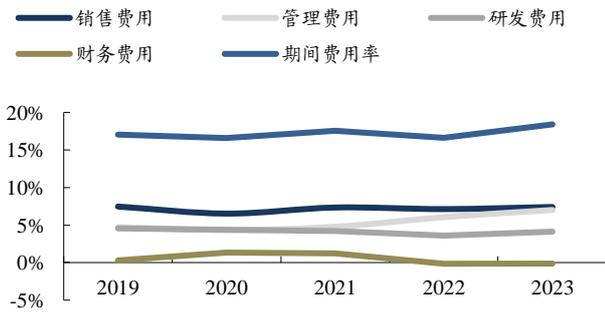
图11: 公司分地区毛利率情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

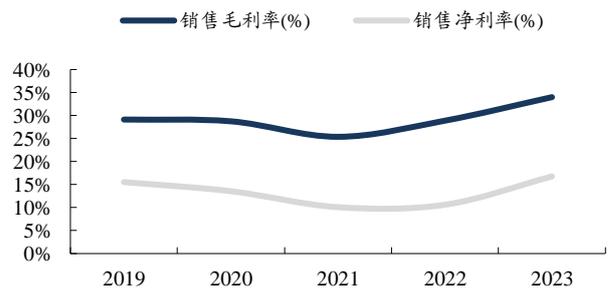
费用率稳定微降, 规模增长带动利润释放。2021年后公司期间费用率维持下降趋势, 同时利润率提升显著, 主要系: 1) 海内外配用电业务快速增长叠加康复医院并表增加带动规模效应进一步显现, 费用逐渐摊薄; 2) 原材料价格及海运运费回落带动利润率回升。

图12: 公司期间费用率情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 公司销售利润率情况 (%)



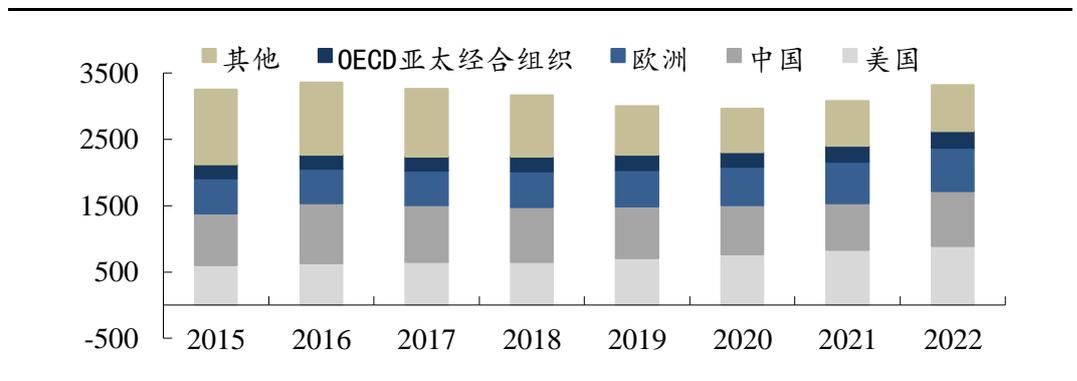
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 海外市场披荆斩棘，用电硕果初现，配电静待花开

2.1. 电力设备需求全球“四分天下”，沙特电网建设如火如荼

全球电网资本开支 3000 亿美元，美欧升级替换需求带动增速。根据 IEA 数据，2015-2022 年全球电网的资本开支总量稳定在 3000 亿美元左右，结构上中国、美国、欧洲和其他区域“四分天下”。中国/美国/欧洲/其他区域（新兴经济体为主）电网投资额 15-22 年 CAGR 分别为 1%/6%/3%/-5%。中国投资增长用于增量扩张（应对可再生能源转型），而美欧更多用于升级和替换，发展中国家表现存在差异，公用事业的财政预算、高昂的资本成本等是阻碍。

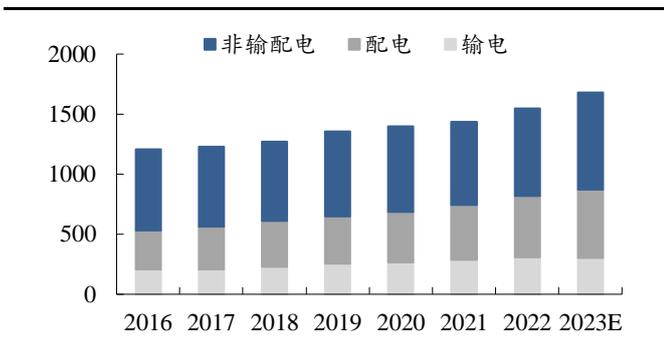
图14: 全球电网资本开支“四分天下”（亿美元）



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

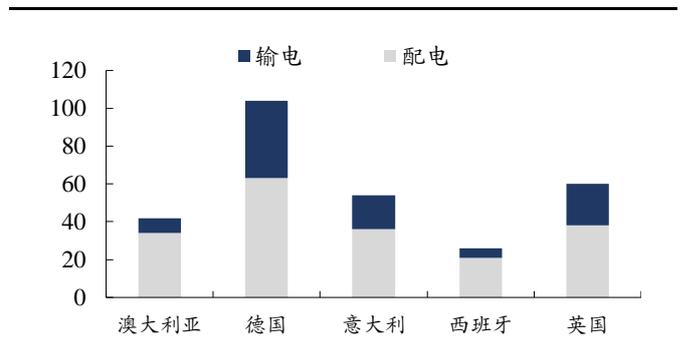
海外通常“重配电、轻输电”，欧洲配电偏好更强（分布式能源多），根据 eurelectric，欧洲电力系统由 60% 低压+37% 中压+3% 高压线路组成（中压在 1-36kV）。从美国电力公司 CAPEX 合计的投向来看，输电/配电投资分别 34%/38% 用于强化电网柔性和技术升级的一些投资，29%/27% 用于电网扩容，34%/30% 用于存量设备替代。

图15: 美国电力公司 CAPEX 结构（亿美元）



数据来源: 美国 EEI, 东吴证券研究所

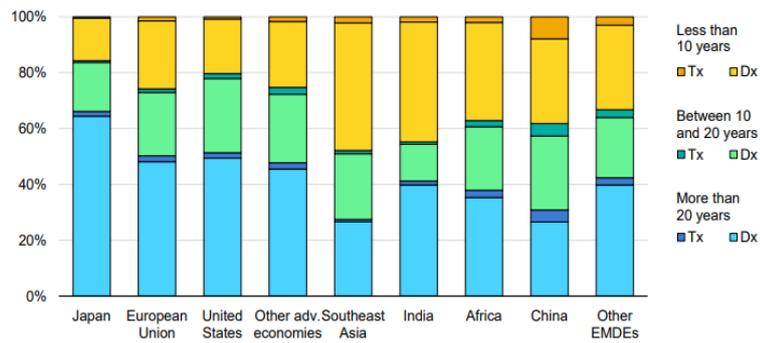
图16: 2022 年欧洲五国电网 CAPEX 结构（亿美元）



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

部分发达国家电网年限较久，进入替换周期。1) 美国大部分电网建于 20 世纪 60-70 年代，70% 以上的输电系统已经超 25 年；2) 根据欧盟电网行动计划，欧洲 40% 的配电网使用年限已超过 40 年，随着智能化需求以及设备老化问题加剧，发达国家已进入替换周期。

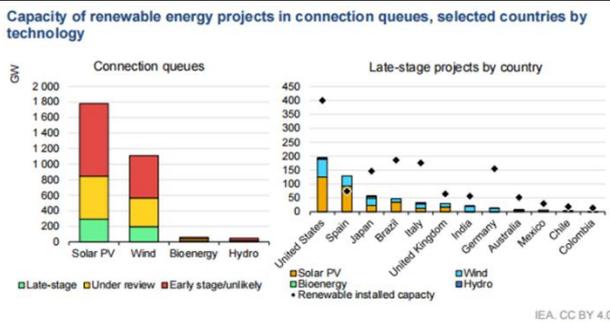
图17: 欧美等发达国家电网年限较久, 进入替代周期



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

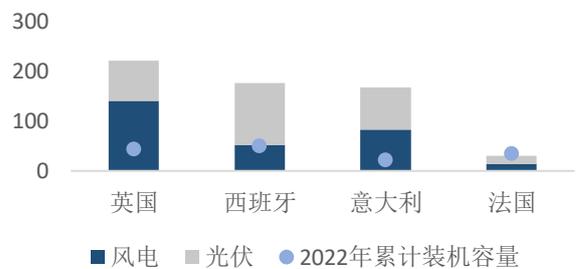
电网目前或已成为全球新能源并网的**最大瓶颈**。**并网前**: 对电网容量和老旧程度的担忧影响后续审核容量。根据 IEA, 截至 22 年底至少有 3000GW 的可再生能源项目排队申请并网, 其中 1500GW 处于后期阶段, 其中 500GW 已签订并网协议、1000GW 处于审查阶段。根据 BloombergNEF 数据显示, 截至 2022 年底, 英国、西班牙、意大利、法国四国排队并网的风电和光伏项目容量高达 596GW, 这相当于现有光伏和风电装机容量容量的两倍, 以及其 2030 年目标的 85%。**并网后**: 电网拥塞增加系统成本, 海外电力运营商投资收益率下降, 或削减后续可再生能源项目 (限于多数发达国家, 其电力公司非纵向一体化且垄断运行, 而是靠市场化运作)。且许多发电项目或因为拥堵而导致商业模式恶化, 开发商可能取消申报计划 (通常是其最后选项)。随着新能源并网需求增加, 全球电网建设有望加速。

图18: 电网已经成为可再生能源并网的重大瓶颈



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

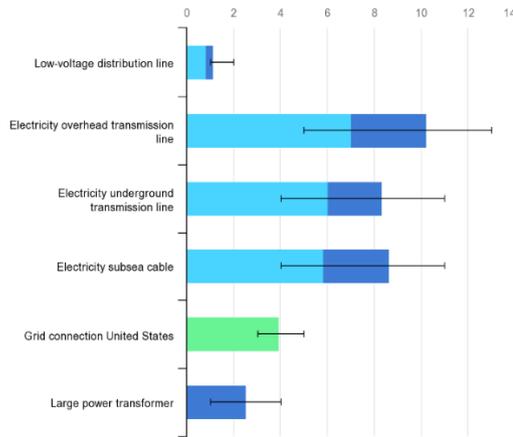
图19: 2022 年欧洲四国待并网新能源规模 (GW)



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

海外电网建设周期长、电力设备产能严重不足。根据 IEA 数据, 海外低压配电线路建设周期平均需要 2 年, 大容量的输电网络建设周期也要 10 年以上, 建设周期持续性强。变压器作为电网建设的核心装备, 大容量变压器的平均供货周期也长达 4 年, 因此我们认为, 海外电力设备的产能面临严重不足的问题。**供需紧张的环境下订单外溢, 中国企业有望受益**。

图20: 海外电力设备供货周期长、电网建设周期久(年)

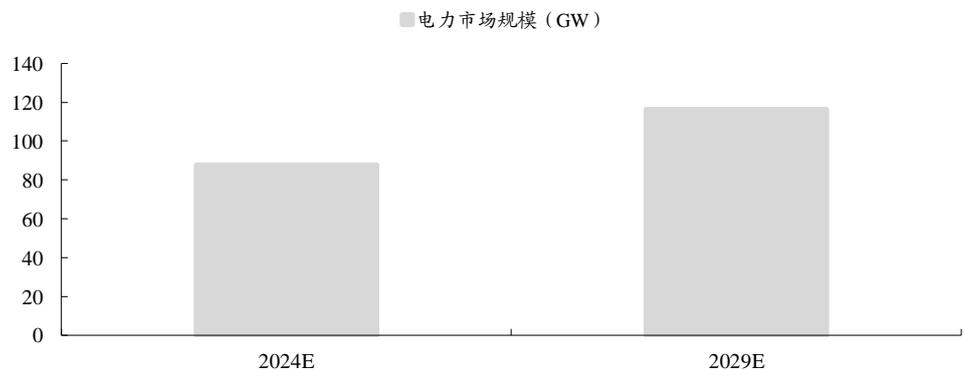


数据来源: IEA、FRED, 东吴证券研究所

沙特努力成为区域电力互联枢纽, 力争打造中东地区最先进的输变电网络。2011年, 沙特与阿联酋之间实现电网互联, 并与埃及研究两国间架设 3GW 输电线路, 以利用用电高峰错峰用电。自 2000 年以来, 沙特电网长度拓展约 8.4 万千米, 连接了 1.3 万余个城市和乡村。截至 2019 年, 沙特境内共有 1093 个输电站和 3465 个变压器, 装机容量达 42.4 万 MVA。为更好应对城市和经济活动增长对电力的需求, 沙特电力公司正采取五年发展计划增强输电容量, 未来拟继续增加 2.3 万千米输电线和 259 个输电站, 并积极研发智能电网, 力争打造中东地区最先进的输变电网络。

沙特近年来电力市场规模稳步增长。预计到 2024 年将达到 87.81GW, 2029 年将达到 116.41GW, CAGR 为 5.80%。从中期来看, 能源来源日益多样化(从石油和天然气到太阳能、风能和生物能源等清洁能源)和政府的支持性政策等因素将推动沙特阿拉伯电力市场的发展。

图21: 沙特阿拉伯电力市场规模(GW)



数据来源: Mordor Intelligence, 东吴证券研究所

沙特积极推动传统能源向清洁能源转型，制定发展目标并推出多项政策。2016年沙特发布“2030愿景”，计划提高新能源在沙特整体能源结构的占比。2017年沙特启动国家可再生能源计划（NREP），目标是到2030年实现新能源发电装机58.7GW，构成发电装机总量的50%，其中光伏发电装机量占新能源之首达40GW。2021年沙特先后提出“绿色沙特倡议”和“绿色中东倡议”，承诺到2030年实现每年减少2.78亿吨碳排放，到2060年实现温室气体“净零排放”。目前沙特正在公共和私营部门实施80多项举措，投资额超过1880亿美元，以建设更加可持续的未来。

国网中标沙特智能电表项目，带动中国企业出海。2019年国网所属中电装备中标沙特智能电表项目11亿美元，疫情期间国网多次派遣技术支援队伍援建项目，项目2021年竣工，是世界上单次部署规模最大的智能电表项目。威胜信息于2022年与沙特签署智能仪表生产项目合作备忘录，并于2023年与沙特投资部签署战略合作备忘录，全面参与沙特智慧能源和智慧城市建设及投资；中国能建承建沙特阿尔舒巴赫2.6GW光伏电站和拉比格300MW光伏电站；山东电建三公司承建沙特红海新城406MW光伏电站，隆基绿能供应全部光伏组件；三星医疗成功中标沙特国家电力公司配网智能化改造项目，提供一系列智能配电业务相关产品及方案，目前公司小型化环网柜已走出国门，在中东市场大批量应用。

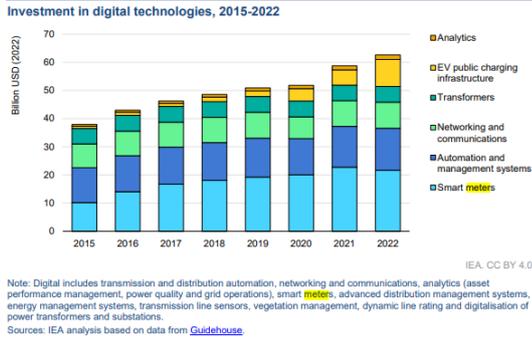
2.2. 智能电表全球千亿市场，渗透率提升&存量替代前景广阔

智能电表全球市场规模超千亿元，海外多数发展中国家智能表渗透率较低，发达国家存在第二次换表的需求。根据IEA数据，全球智能电表投资额稳健增长，2022年为217亿美元。从渗透率来看一截至2021年，中国渗透率接近100%，日美欧其次，中东、非洲、南美、印度等渗透率不到10%。

发达国家智能电表渗透率高，逐步实现全面覆盖。北美2021年智能电表渗透率达到73.5%，预计2027年增长至93.2%。欧洲各国渗透率差异巨大，截至2021年，意大利几乎已实现全面覆盖，而德国市场规模刚刚凸显/土耳其渗透率不到10%。

新兴国家智能电表需求旺盛，有望大规模放量。拉美普遍存在的能源盗窃导致高能源损失，成为智能电表投资的主动力；亚太地区整体处于起步阶段，静待放量，渗透率预计从2021年的4%高速增长至2027年的32%，南亚和东南亚等新兴市场将贡献高增。

图22: 全球智能电表投资情况



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

图23: 分地区智能电表渗透率

| 地区 | 国家 | 智能电表渗透率 | 智能电表渗透率预期 |
|---------------------------------------|-------|--------------------------|--------------------|
| 北美 (从2022年的6.2%增长到2028年的19.1%) | 哥斯达黎加 | >50% | 2035年实现100%的智能电表覆盖 |
| | 乌拉圭 | 国有公用事业公司在全国范围内的推广工作已基本完成 | 2024年实现100%的智能电表覆盖 |
| | 墨西哥 | 5.7% | 2028年超过18%的智能电表覆盖 |
| 北美 (从2021年的73.5%增长到2027年的93.2%) | 美国 | 50-80% | 2027年实现93%的智能电表覆盖 |
| | 加拿大 | 80-100% | 2027年实现93%的智能电表覆盖 |
| | 意大利 | 约100% | |
| 欧洲 (从2021年的47%增长到2027年的65%) | 法国 | 80-100% | |
| | 英国 | 50-80% | |
| | 德国 | 10-50% | |
| | 土耳其 | 0-10% | |
| 非洲 | 南非 | 0-10% | |
| | 新西兰 | 80-100% | |
| | 新加坡 | 10-50% | |
| 亚太 (不含中国大陆, 从2021年的4%增长到2027年的32%) | 澳大利亚 | 10-50% | |
| | 印度 | 起步阶段 | |
| | 泰国 | 起步阶段 | |
| | | | |

数据来源: Berg Insight、Landis+Gyr 投资者活动资料, 东吴证券研究所

欧盟发布规划, 拟投资 4000 亿欧元配电网+1700 亿欧元数字化。欧盟于 2022 年 10 月发布能源系统数字化行动计划, 为了实现《欧洲绿色协议》和欧盟 REPowerEU 计划, 预估 2020-2030 年期间需要向电网领域投资 5840 亿欧元, 其中 4000 亿欧元投资于配电网、1700 亿欧元投资电网数字化。未来, 随着欧洲电网投资规划的具体实施, 智能电表投资增速有望加速。

2.3. 海外渠道&制造&客户优势显著, 渠道复用进击配电市场

用电业务营销渠道全球布局, 海外制造基地落地。公司 1993 年即获得电表出口许可, 经过多年布局, 已建立起较为成熟的销售体系。公司依托巴西、印尼、波兰、德国、墨西哥 5 大制造基地以及瑞典、哥伦比亚、墨西哥、尼泊尔、秘鲁、孟加拉 6 个销售中心, 辐射欧洲、东南亚、美洲等 70 多个国家和地区。在欧洲高端市场, 公司持续深耕 15 年, 成为在欧洲市场覆盖国家数量最多的中国厂家。

依托丰富客户资源, 中标多项海外电表订单。公司长期服务的国外客户包括瑞典 vattenfall 电力公司、欧洲 e.on 集团、巴西 enel 电力公司、沙特 SEC 电力公司等, 已建立深厚的合作。2019 年以来, 公司陆续公布海外电表中标大单, 包括印度、巴西、印尼、沙特、瑞典等。公司在海外市场通过交付一系列高品质项目, 建立了良好的行业口碑。同时, 公司积极推进与中电装备、兰吉尔、霍尼韦尔等大客户建立长期合作关系, 探索实践 EPC 总包经验。

图24: 公司海外电表业务订单情况

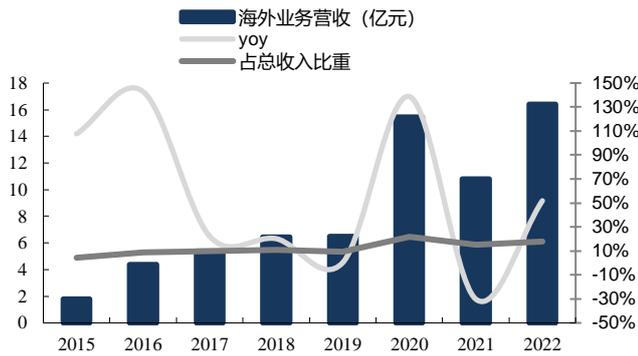
| 公告时间 | 客户 | 中标项目 | 金额(亿元) | 中标主体 |
|------------|--------------------------------|---------------------------------------|--------|------|
| 2024/2/1 | 巴西Copel公司 | 巴西COPEL招标项目智能表总包项目 | 3.1 | 巴西南森 |
| 2020/6/20 | 沙特MEMF ELECTRICAL | 智能电表项目的经营合同 | 1.61 | 三星智能 |
| 2020/5/22 | 国家电网 | 中国电力技术装备沙特智能电表项目国内第二批设备 | 1.5 | 三星医疗 |
| 2020/4/16 | 巴西NEOENERGIA股份有限公司 | 2020-2022年度电能表项目 | 0.78 | 巴西南森 |
| 2020/4/16 | 哥伦比亚UT | 哥伦比亚ELECTRICARIBE计量系统 | 1.01 | 巴西南森 |
| 2020/3/6 | 沙特MEMF ELECTRICAL | 两项关于智能电表项目的经营合同 | 3.248 | 三星智能 |
| 2020/2/29 | 瑞典Vattenfall Eldistribution AB | 日常经营合同(第二代智能电表项目总包方) | 5.4 | 三星智能 |
| 2020/2/29 | 印尼PT Perusahaan Listrik Negara | 2020年度单相预付费表供货合同 | 0.84 | 三星印尼 |
| 2020/1/18 | 巴西Cemig公司 | 米纳斯吉拉斯州普通电能表框架招标项 | 0.71 | 巴西南森 |
| 2020/1/18 | 巴西Cemig公司 | 米纳斯吉拉斯州普通电能表框架招标项 | 0.37 | 巴西南森 |
| 2020/1/7 | 国家电网 | 中国电力技术装备沙特智能电表项目国内第一批设备 | 0.3 | 三星医疗 |
| 2019/11/29 | 印度JNJ Powercom Systems Limited | JNJ将其从ITI有限公司获得的智能电表订单,由三星医疗生产并向JNJ供应 | 1.84 | 三星医疗 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

渠道复用实现配电业务持续突破, 打开海外业务天花板。在海外智能配电业务领域, 公司紧抓全球智能电网改造机会, 依托在国内市场 20 余年智能配电产品研发制造经验以及智能用电业务积累的全球化资源, 利用渠道优势, 逐步将智能配电业务导入海外销售网络, 推进智能配电业务出海。公司已在中东、亚太市场取得突破, 成功中标沙特国家电力公司配网智能化改造项目, 并于 2024 年 4 月中标希腊电力局 HEDNO 三相油浸式铜绕组变压器招标项目, 中标金额 4.66 亿元, 成功突破欧洲市场。海外配电产品盈利能力高于用电且市场更为广阔, 公司逐步实现由用电到用电+配电的产品线拓展, 打开成长天花板。

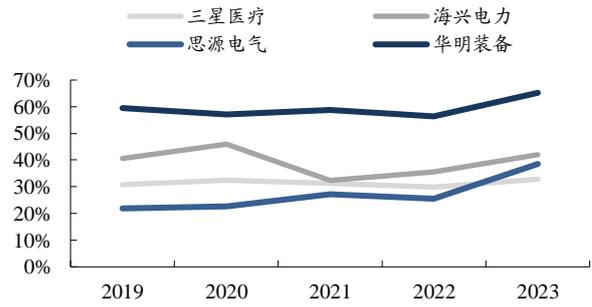
海外营收+订单高增, 出海过程加速。公司海外业务收入规模持续增长, 占总收入比重不断提高, 海外营收从 2015 年的 1.8 亿元增长到 2022 年的 16.4 亿元, CAGR 约 32%。2022 年公司海外营收占总收入比重为 18%, 占智能配用电板块收入为 24%, 对收入贡献大。盈利方面, 公司海外业务毛利率维持在 30%左右, 高于公司整体毛利率, 盈利能力较高。由于海外交期通常为一年左右, 公司 22 年海外订单/23 年海外收入较上年同期有所提升, 海外市场供给紧缺性进一步提升。同时, 截至 2023 年 12 月 31 日, 公司海外累计在手订单 45 亿元, 同比增长 43%, 出海持续加速。

图25: 公司海外业务营收、增速及占比



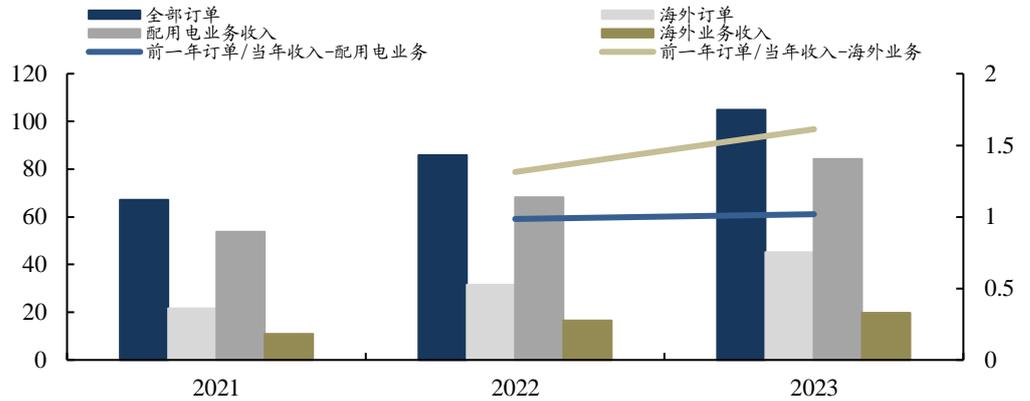
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图26: 可比公司海外毛利率对比 (%)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图27: 公司在手订单情况 (亿元)



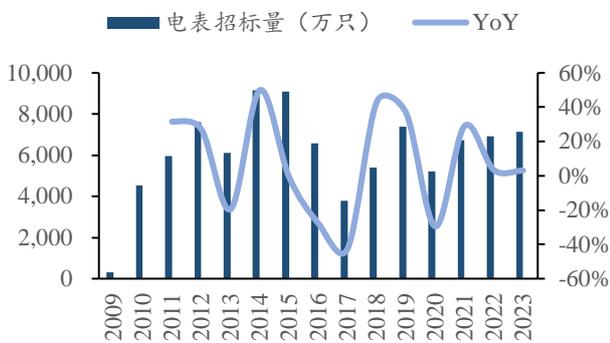
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 国内用电基本盘稳固，配电乘新能源东风快速生长

3.1. 国内智能电表量价齐升，行业集中度有望提升

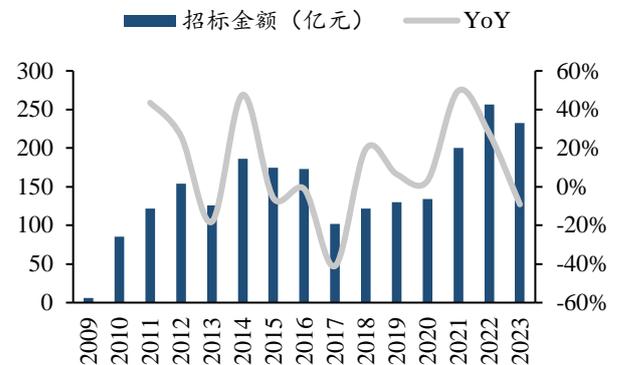
21-23 年国内智能电表招标需求稳定增长，替换需求及新型电力系统建设是主要驱动力。智能电表强制替换周期为 6-8 年，因此我国电能表处于新一轮置换周期上行阶段，2022、2023 年国家电网智能电表招标总量分别为 6926 万只和 7137 万只，同比增长 3.40% 和 3.00%。同时，伴随着新型电力系统建设，分布式光伏、用户侧储能接入配网都需要加装智能电表，从而进一步为市场带来增量需求。

图28: 2009-2023 年中国智能电表招标数量



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

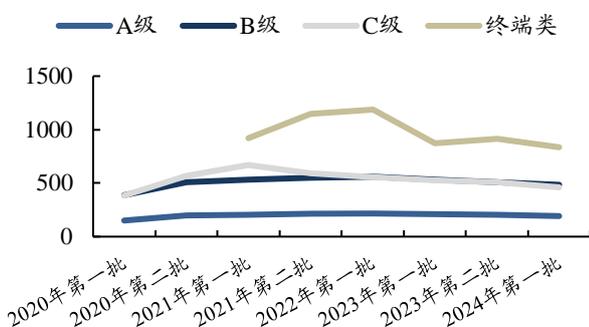
图29: 2009-2023 年中国智能电表招标金额



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

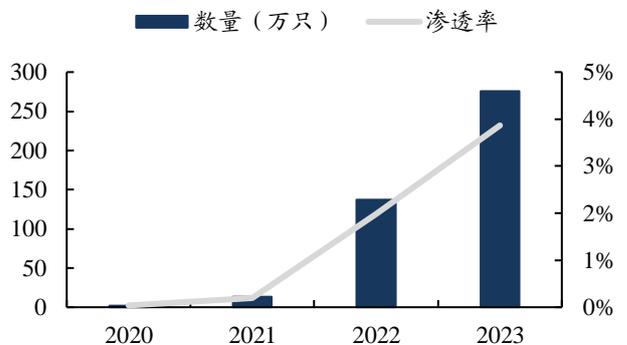
新一代电表带来价格提升，物联表渗透率显著增加。2020 年 8 月新一代智能电表标准推出，2021 年新标准电表起量，新版电表单价普遍高于上一代 30%+。国网 2024 年度工作会议提出打造数智化坚强电网，并于 2024 年第一批次招标中增加了高端智能电表科目，电网采购有望逐渐向 C、D 等级较高级别智能电表倾斜。22 年物联表渗透率为 2.0%，同比+1.8pct，23 年为 3.9%，同比+1.9pct，24 年预计渗透率将进一步提升。

图30: 2020-2024 年中国智能电表招标单价 (元/只)



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

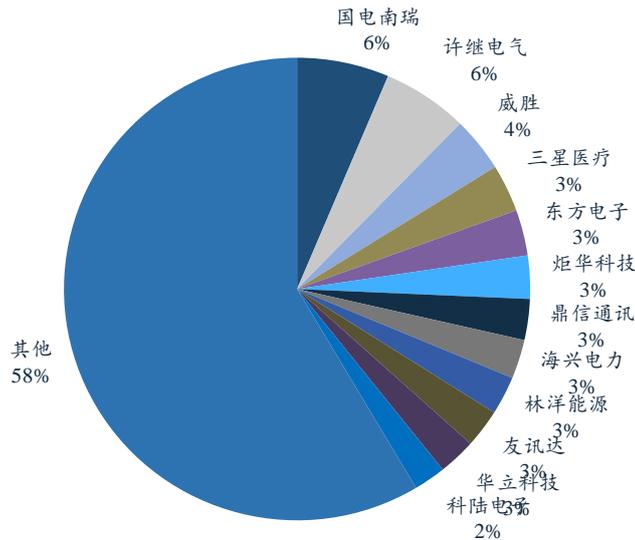
图31: 2020-2023 年物联表招标数量及渗透率情况



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

龙头格局稳定，市场较为分散。目前国内智能电表市场竞争激烈，参与者众多，市场化水平高。2017-2023 年国电智能电表招标显示前五家中标企业市场占有率基本维持在 4%-7%，市场格局分散且稳定。2023 年国电南瑞、许继电气和威胜集团、三星医疗、东方电子位列国网智能电表招标市场占有率前五，CR5=22%。随着智能电能表新标准的实施，行业门槛提高，有望带动龙头企业份额增长，行业集中度有望提升。

图32: 2023 年国网智能电表市场格局 (中标金额口径)



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

3.2. 新能源推动新型电力系统建设, 配电网将迎来变革发展

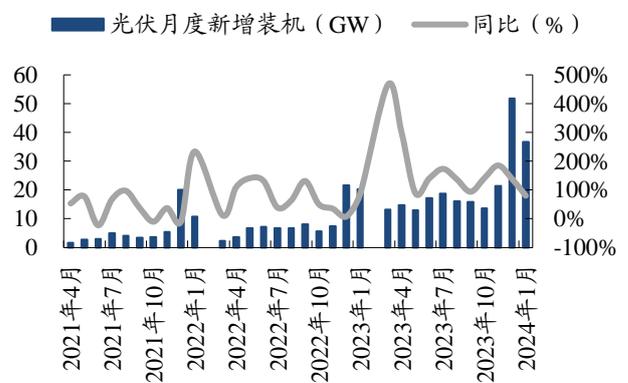
我国新能源发展迅速, 24 年 1-2 月新增装机超预期增长。根据国家能源局, 24 年 1-2 月国内新增太阳能装机 36.72GW, 同增 80%。2023 年光伏新增装机爆发式增长, 全年光伏装机 216GW, 同增 147%。高增速奠定高基数, 考虑电网消纳压力, 预计 2024 年国内光伏新增装机约 260GW, 同增 20%。

图33: 国内光伏年度装机情况及预测 (GW)



数据来源: 国家能源局、中电联, 东吴证券研究所

图34: 国内光伏月度装机情况 (GW)



数据来源: 国家能源局、中电联, 东吴证券研究所

到2025年配电网具备5亿千瓦左右分布式新能源、1200万台左右充电桩接入能力。2024年2月6日，国家发展改革委、国家能源局发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，其中提到，到2025年，配电网网架结构更加坚强清晰，供配电能力合理充裕；配电网承载力和灵活性显著提升，具备5亿千瓦左右分布式新能源、1200万台左右充电桩接入能力。截至2023年底，分布式光伏接入规模为254.43GW，测算年均新增120GW+。

图35: 我国地面/分布式光伏度电成本测算

| | 利用小时数 | 安装全成本 (元/W) | 度电成本 (元/度) | 上网电价 (元/度) |
|-------------|-------|----------------|---------------|---------------|
| 东部地面15%/2h | 1200 | 3.36 | 0.229 | 河南 0.355 |
| 东部地面30%/2h | 1200 | 3.60 | 0.247 | 河南 0.355 |
| 东部地面15%/4h | 1200 | 3.58 | 0.244 | 河南 0.355 |
| 东部地面30%/4h | 1200 | 4.02 | 0.278 | 河南 0.355 |
| 西部地面15%/2h | 1600 | 3.36 | 0.172 | 甘肃 0.308 |
| 西部地面30%/2h | 1600 | 3.60 | 0.185 | 甘肃 0.308 |
| 西部地面15%/4h | 1600 | 3.58 | 0.183 | 甘肃 0.308 |
| 西部地面30%/4h | 1600 | 4.02 | 0.209 | 甘肃 0.308 |
| 东部分布式15%/2h | 1000 | 3.01 | 0.246 | 江西 0.414 |
| 东部分布式30%/2h | 1000 | 3.25 | 0.268 | 江西 0.414 |
| 东部分布式15%/4h | 1000 | 3.23 | 0.264 | 江西 0.414 |
| 东部分布式30%/4h | 1000 | 3.67 | 0.306 | 江西 0.414 |
| 中部分布式15%/2h | 900 | 3.01 | 0.274 | 重庆 0.396 |
| 中部分布式30%/2h | 900 | 3.25 | 0.298 | 重庆 0.396 |
| 中部分布式15%/4h | 900 | 3.23 | 0.294 | 重庆 0.396 |
| 中部分布式30%/4h | 900 | 3.67 | 0.339 | 重庆 0.396 |
| 山东分布式15%/2h | 1200 | 3.01 | 0.176 | 山东 0.395 |
| 山东分布式30%/2h | 1200 | 3.25 | 0.191 | 山东 0.395 |
| 山东分布式15%/4h | 1200 | 3.23 | 0.189 | 山东 0.395 |
| 山东分布式30%/4h | 1200 | 3.67 | 0.218 | 山东 0.395 |

数据来源: 国家能源局、中电联, 东吴证券研究所

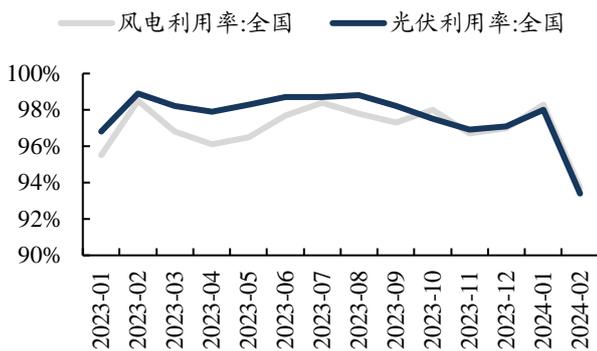
图36: 国内季度分布式光伏新增装机情况 (GW, %)



数据来源: 国家能源局、中电联, 东吴证券研究所

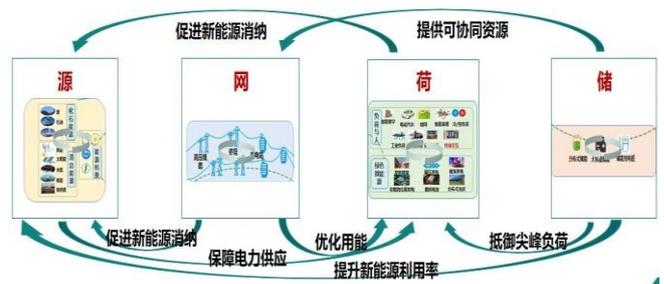
在新能源迅速发展的背景下，现有电网面临一系列挑战。新能源消纳方面，据国网数据显示，2023年当电网中的新能源占比超过23%，配电网承载能力接近极限，出现大量“弃风弃光”现象。面临配电网内涌现的大量分布式能源、新型储能、电动汽车充电设施等多主体、新业态，有效聚集广泛分布的海量元素，实现分层自治、源网荷储多主体高效协同互动成为挑战。

图37: 我国新能源利用率情况



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图38: 源网荷储多主体协同关系



数据来源: 《构建以新能源为主体的新型电力系统》，东吴证券研究所

为解决电网面临挑战，构建新型电力系统。2022年5月，国家发改委、能源局便提出加快构建适应新能源占比逐渐提高的新型电力系统。2023年6月，《新型电力系统发展蓝皮书》提出制定新型电力系统“三步走”发展路径，即加速转型期、总体形成期、巩固完善期。

新型电力系统核心为新型配电系统，关键是智能化。分布式“风光”就地开发与消纳是实现高比例新能源新型电力系统的关键，而在常规配电系统基础上形成的分布式智能配电网，可高效实现分布式“风光”就地消纳，从而成为新型电力系统的核心。智能化电网将先进的量测、通信、控制和决策技术综合运用、集成到原有的发、输、配和用电网中，以保证包含大量随机性强分布式电源和新型负荷的电力系统能够安全、可靠和环保地供电。

图39: 不同模式下最大电量渗透率

| 所采用的模式 | 风电和光伏发电最大电量渗透率 |
|-------------------|----------------|
| 大规模远距离输送 | 9.52% |
| “就地消纳”和“大规模远距离输送” | 20.40% |
| 就地消纳 | 29.10% |

数据来源:《新型配电系统网元规划——有源配电系统网格化规划》, 东吴证券研究所

图40: 智能配电网的价值层次



数据来源:《新型配电系统网元规划——有源配电系统网格化规划》, 东吴证券研究所

3.3. 深耕配用电三十载，新能源带来新增长极

公司深耕电表行业 30 余年，研发制造能力行业领先。公司自 1989 年涉足仪表行业，目前已有多年智能用电研发制造经验。研发方面，公司牵头起草了 IEEE P3197 智能电表数据传输接口导则国际标准并参与了 GB/T 17215 电能表、国网物联表等行业、企业标准制定，物联表被评为国内首台套。制造方面拥有配套智能电表自动化生产线，持续降本增效。

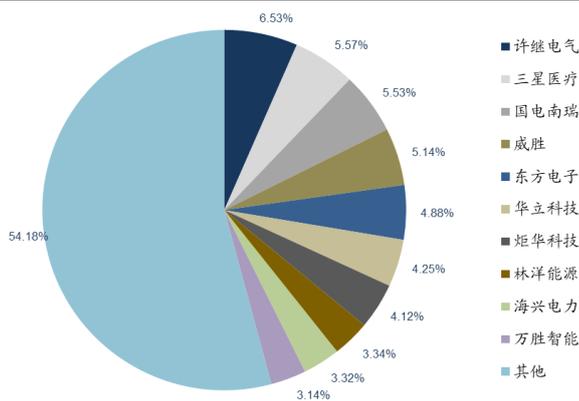
维持较高水平中标金额，市占率稳居前列。公司于 1993 年便成为电能表企业龙头，作为主流企业之一，三星医疗在 2021-2023 年国网智能电表招标中中标金额分别为 9.35/14.28/7.73 亿元，中标金额占中标总额分别为 4.68%/5.57%/3.32%，市占率稳居企业前五。

图41: 2021-2023 三星医疗国网电表招标中标金额稳居前五

| 排序 | 上市公司 | 2021 | | 2022 | | 2023 | | 占比 | |
|----|------|----------|-------|------|----------|-------|------|-------|----------|
| | | 中标金额(亿元) | 金额占比 | 上市公司 | 中标金额(亿元) | 金额占比 | 上市公司 | | 中标金额(亿元) |
| 1 | 许继电气 | 13.32 | 6.67% | 许继电气 | 16.73 | 6.53% | 国电南瑞 | 14.86 | 6.38% |
| 2 | 国电南瑞 | 12.13 | 6.07% | 三星医疗 | 14.28 | 5.57% | 许继电气 | 13.85 | 5.95% |
| 3 | 三星医疗 | 9.35 | 4.68% | 国电南瑞 | 14.21 | 5.53% | 威胜 | 8.92 | 3.83% |
| 4 | 威胜 | 9.18 | 4.60% | 威胜 | 13.19 | 5.14% | 三星医疗 | 7.73 | 3.32% |
| 5 | 华立科技 | 7.97 | 3.99% | 东方电子 | 12.52 | 4.88% | 东方电子 | 7.43 | 3.19% |

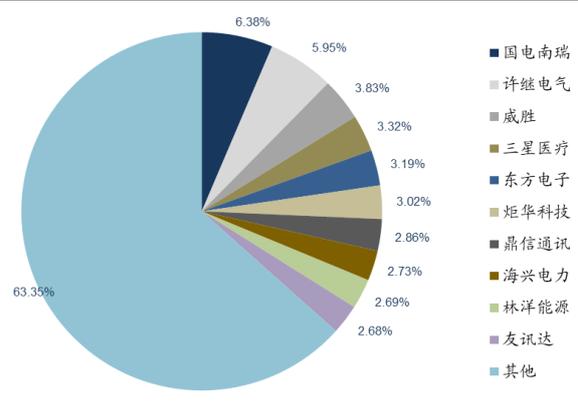
数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

图42: 2022年国网电能表中标金额占比前十



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

图43: 2023年国网电能表中标金额占比前十

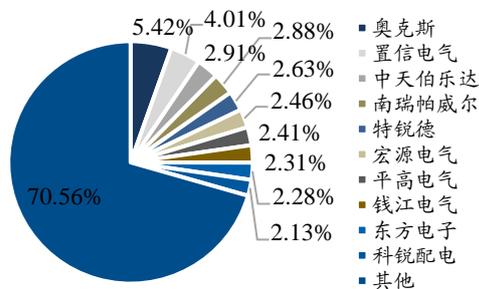


数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

多年布局, 公司智能配电产品技术领先。公司聚焦“绿色用电”和“碳计量”需求, 自主研发新能效节能变压器、小型化环网柜、环保气体柜和核心部件, 前置布局大容量箱变、大电流中置柜、低压柜等, 其中光伏箱变获国内首台套认定。

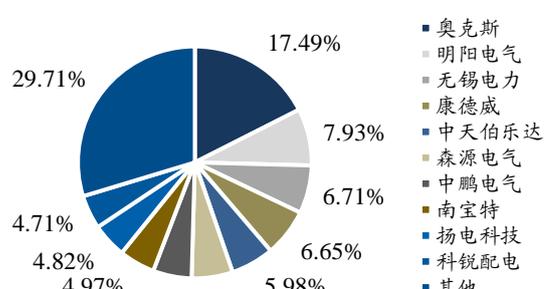
配网变压器龙头, 2023年国网、南网招标金额均列第一。2023年国网配电变压器产品合计招标173.65亿, 其中宁波奥克斯中标金额为9.42亿元, 占比5.42%; 2023年南网配电变压器产品合计招标20.7亿, 其中宁波奥克斯中标金额为3.62亿元, 占比17.49%。公司配网变压器市占率在国网及南网中均位于第一。

图44: 2023年国网配电变压器产品中标企业金额占比



数据来源: 电力喵, 东吴证券研究所

图45: 2023年南网配电变压器产品中标企业金额占比



数据来源: 电力喵, 东吴证券研究所

品牌与产品优势明显, 大力开发非电网侧客户。公司在网外聚焦新能源领域, 2023年打造新的产品矩阵, 推出户用逆变器、小型工商组串逆变器、户用储能逆变器等新产品, 并陆续在国内外市场实现销售。公司大力开发非电网市场的新能源上下游产业客群、大总包客群以及五大六小发电央企行业大客户, 快速提升市场份额及行业影响力。

新能源侧屡获订单, 开拓优质新增长极。在新能源领域, 公司直流充电桩已全覆盖60-480kW, 近年来中标业绩网内领先。在近两年间, 公司在网外新能源侧屡次中标, 主要客户为大唐集团、华电集团、中国绿发等央企客户, 2024年1月中标大唐风电光伏预装式变电站项目, 金额达8.36亿元。网外新能源侧为配电开拓第二增长曲线。

图46: 公司新能源领域产品

| 新能源产品 | |
|-------|---|
| 光伏箱变 |  |
| 风电箱变 |  |
| 光伏预制舱 |  |
| 逆变器 |  |
| 充电桩 |  |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图47: 2022-2024 公司新能源侧重要中标情况

| 时间 | 中标项目 | 客户 | 金额(亿元) |
|---------|---------------------------------|--------|--------|
| 2024-02 | 2023-2024年箱变设备框架采购 | 中广核 | 1.76 |
| 2024-01 | 2024-2025年度框架采购风电光伏预装式变电站 | 中国大唐集团 | 8.36 |
| 2023-09 | 风电及光伏项目预装式变电站(华变)年度协议采购 | 中国绿发 | 3.68 |
| 2023-07 | 广州发展2023年光伏箱变设备集中采购 | 广州发展 | 1.32 |
| 2023-06 | 2023年新能源35kV箱式变压器框架采购 | 中国华电集团 | 4.77 |
| 2022-09 | 2022-2023年度框架采购风光伏预装式变电站(华式、油变) | 中国大唐集团 | 3.3 |
| 2022-05 | 2022年新能源35kV箱式变压器框架采购招标 | 中国华电集团 | 4.62 |

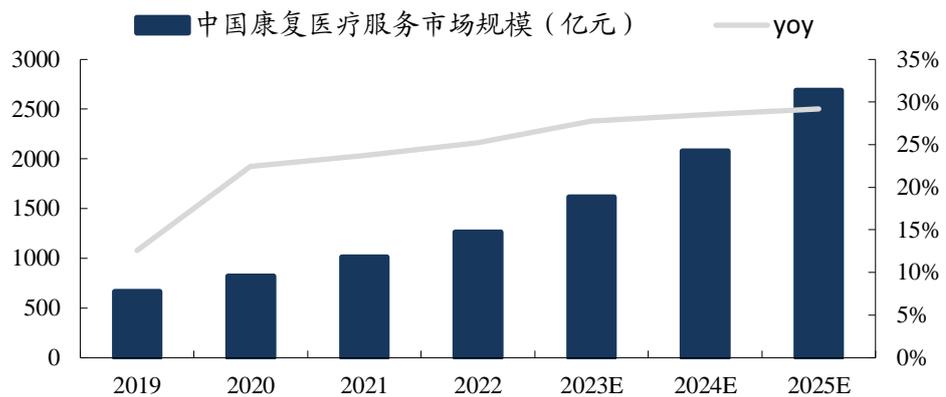
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 大力发展康复医疗业务，双轮驱动发展行稳致远

4.1. 康复医疗目标人群不断拓展，政策持续出台推动行业发展

我国康复医疗服务市场规模突破千亿元，随着人口老龄化的加速、国民康复意识的觉醒以及国家政策的强力推动，康复医疗服务行业市场规模将持续增长，预计 2025 年中国康复医疗服务市场规模达 2686 亿元，2022 年至 2025 年 CAGR 约为 38.5%，整体市场未来成长空间广阔。

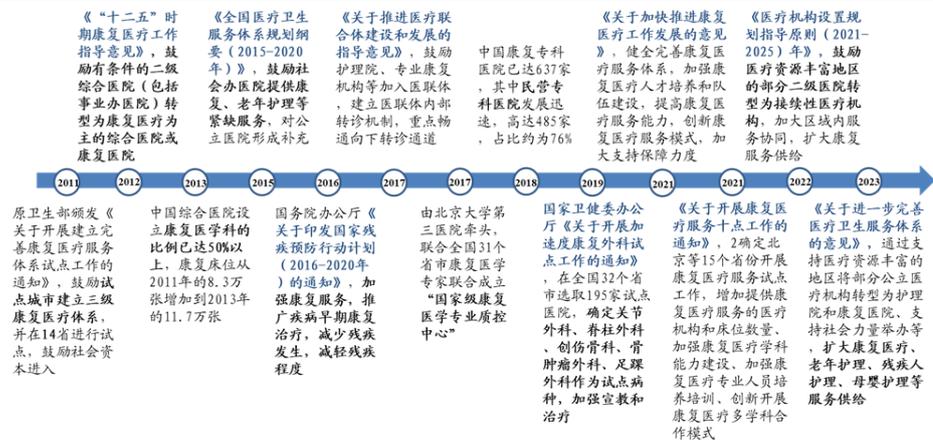
图48：中国康复医疗服务市场规模预测



数据来源：iResearch，东吴证券研究所

自 2010 年起，国务院、国家卫健委等部门持续发布 30 余部相关政策促进康复医疗服务行业发展，2011 年鼓励试点城市建立三级康复医疗体系、2012 年鼓励有条件的二级综合医院转型为康复医院、2017 年成立国家级康复医学专业质控中心、2021 年加快推进康复医疗体系完善、2022 年鼓励医疗资源丰富地区的部分二级医院转型为接续性医疗机构，2023 年进一步出台政策支持扩大康复医疗、老年护理、残疾人护理、母婴护理等服务供给。

图49：我国康复医疗政策梳理



数据来源：政府官网，东吴证券研究所

4.2. 依托重症康复特色，实行康复专科连锁扩张模式

三星医疗依托于奥克斯医疗集团，立足华东市场，加快进军华中市场，继续开拓华南、西南市场。公司于浙江省内经营综合医院，省外扩张康复专科医院，加速推进康复连锁布局。目前公司通过上市公司体外医疗基金在多省市建立康复专科医院，已经形成以重症康复为特色、多种康复治疗手段相结合的康复医疗体系。

图50：奥克斯医疗旗下康复医院情况

| 医院名称 | 地区 | 设立状态 | 开业时间 | 开放床位 (张) | 设计床位 (张) | 建筑面积 (平方米) | 医院等级 | 特色科室 |
|-------------|----|------|-----------------|----------|----------|------------|------|---|
| 浙江明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2016年 | 430 | — | 16000 | 专科医院 | 以重症康复为特色的康复专科医院、重症康复、儿童重症康复为重点建设学科 |
| 南昌明州康复医院 | 华中 | 已开业 | 2018年12月 | 100+ | 260+ | 12000 | 二级专科 | 以重症康复、脑康复、脊髓功能康复、心肺功能康复、运动康复等为特色 |
| 武汉明州康复医院 | 华中 | 已开业 | 2018年9月 | 100 | 420 | 16700 | 二级专科 | 以重症监护、重症康复、神经康复等为特色，以MDT多学科协作作为治疗模式 |
| 南京明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2018年10月 | 240 | 480+ | — | 二级专科 | 重症康复为特色，康、养、体松、慢病管理一体化 |
| 泰州明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2019年4月 | 309 | — | 1.8万 | 二级专科 | 以重症康复及神经康复为中心，发挥高压氧舱治疗优势，形成“医疗、康复”一体化的服务体系 |
| 常州明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2019年6月 | 247 | 520+ | 2.1万 | 二级专科 | 以重症重症监护病房 (ICU、HDU)、高压氧舱中心，以现代康复为特色，集医、康、养为一体 |
| 长沙明州康复医院 | 华中 | 已开业 | 2019年7月 | — | 350+ | 15000+ | 二级专科 | 以重症重症监护病房 (ICU、HDU)、高压氧舱治疗、重症康复 (HDU) 等为特色，执行重症康复MDT集中化治疗 |
| 杭州明州脑康康复医院 | 华东 | 已开业 | 2019年9月 | 485 | — | 2.1万 | 二乙医院 | 以脑及神经康复为特色，集医疗、康复、科研为一体 |
| 扬州明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2021年5月 | — | 325 | 15300 | 二级专科 | 以重症重症监护病房 (ICU、HDU)、高压氧舱中心为特色，以现代康复为特色，集医、康、养为一体 |
| 余姚明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2021年9月 | 一期100 | 326 | 21456 | 二级专科 | 以重症康复为特色，集康复治疗、康复护理、康复教学于一体 |
| 上海明州南嘉康复医院 | 华东 | 已开业 | 2021年9月 | 一期131 | — | 11708 | 二级专科 | 以脑科重症、神经康复、骨与关节康复、肿瘤康复和老年康复护理为特色，打造高依从性病房 (HDU) |
| 宁波北仑明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2020年10月 | 255 | 300+ | 8983 | 二级专科 | 以脑科重症、综合康复、老年护理为特色，还设置了呼吸康复、肿瘤康复、安宁疗护等科室 |
| 泉州明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2021年6月 | 210 | 500 | 35347.17 | 二级专科 | 以重症康复为特色，骨关节、神经、儿童、心肺、肿瘤、疼痛康复为重点 |
| 衢州明州医院 | 华东 | 已开业 | 2021年1月 | 300+ | — | — | 二级专科 | 以重症康复、高压氧舱治疗为特色，开设神经康复、骨关节康复、老年康复、肿瘤康复及内科、外科等临床病区 |
| 郑州明州康复医院 | 华中 | 已开业 | 2021年12月 (获得执业) | 500 | — | 1.67万 | 二级专科 | 以重症康复、神经康复为特色，设置多种康复医学学科、康复治疗科、内科、外科等 |
| 杭州明州姑娘桥康复医院 | 华东 | 已开业 | 2022年3月 (获得执业) | 299 | 513 | 2.07万 | 二级专科 | 以重症康复、神经康复为特色，设置多种康复医学学科、康复治疗科、内科、外科等 |
| 南昌明州赣北康复医院 | 华中 | 已开业 | 2022年2月 | 100+ | 300+ | 11500 | 二级专科 | 设置康复医学科、重症医学科、及内科、外科、医学检验科等 |
| 南京瑞康明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2021年12月 (获得执业) | 135 | 300 | 11400 | 二级专科 | 康复医学科 (骨关节康复、神经康复、老年康复、听力视力康复、疼痛康复等)、内科、外科、中医科、医学影像科 |
| 常熟明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2022年8月 | 231+ | 284 | — | 二级专科 | 以脑科重症、早期治疗和康复、昏迷促醒、脊髓损伤及骨科康复、疼痛康复、神经科疑难杂症为特色 |
| 绍兴明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2022年3月 (注册成立) | 320+ | — | — | 二级专科 | 以重症康复、神经康复、运动康复为特色，设有高压氧治疗、组成高质量MDT团队 |
| 瑞安明州康复医院 | 华东 | 已开业 | 2021年7月 (注册成立) | 101 | — | 1.2万 | 二级专科 | — |
| 重庆明州康复医院 | 华南 | 已注册 | 2017年10月 (注册成立) | — | 310 | — | 二级专科 | — |
| 深圳明州康复医院 | 华南 | 已注册 | 2020年3月 (注册成立) | — | — | — | 二级专科 | — |
| 乐清明州康复医院 | 华东 | 已注册 | 2020年8月 (注册成立) | — | — | — | 二级专科 | — |
| 上海明州中南康复医院 | 华东 | 已注册 | 2021年4月 (注册成立) | — | — | — | 二级专科 | — |
| 南通明州康复医院 | 华东 | 已注册 | 2018年5月 (注册成立) | — | — | — | 二级专科 | — |
| 湖北明州脑康康复医院 | 华中 | 已注册 | 2022年4月 (注册成立) | — | — | — | 二级专科 | — |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

打造“体外培育—赢利点—收购—扩建”模式，医疗业务稳健扩张。2015年公司收购宁波明州医院，2018年由于医院二期投建及招募较多医疗人才致使利润端下滑；2019年扩建成效凸显带来净利润大幅提升；2020年、2022年利润下滑主要系受疫情影响。2022年公司收购5家康复医院，2023上半年，公司再次收购5家医院，新设医院2家，收购标的大多处于盈亏平衡之后、床位利用率提升、盈利能力提升的快速发展阶段，2023年已形成42家医疗机构、超12000张床位的民营医院集群版图。公司于康复领域的连锁扩张，形成“体外培育—赢利点—收购—扩建”模式，医疗业务板块稳健扩张。

图51：宁波明州医院利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 147.68/183.85/223.51 亿元，同比增长 29%/24%/22%，2024-2026 年归母净利润分别为 23.72/28.73/35.83 亿元，分业务来看：

智能配用电业务：公司国内配用电电网份额领先，积极拓展新能源，绑定发电集团等核心客户，海外布局深远，用电乘智能化改造东风持续增长，逐步突破配电市场。我们预计公司 2024-2026 年该业务收入分别为 109.87/136.41/164.24 亿元，同比 +30%/24%/20%。

医疗服务：公司打造了“体外培育—赢利点—收购—扩建”模式，立足华东市场，加快进军华中市场，继续开拓华南、西南市场，下游扶持政策陆续出台助力长期增长。我们预计公司该业务收入分别为 36.06/45.80/57.71 亿元，同比增长 30%/27%/26%。

图52：三星医疗收入分拆

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 医疗服务 | | | | | | | |
| 营业收入 | 1,382.91 | 1,370.00 | 2,065.21 | 2,782.53 | 3,605.96 | 4,580.43 | 5,771.34 |
| yoy | -8.84% | -0.93% | 50.74% | 34.73% | 29.59% | 27.02% | 26.00% |
| 毛利率 | 19.10% | 20.74% | 21.74% | 31.73% | 33.73% | 34.23% | 35.00% |
| 毛利润 | 264.14 | 284.08 | 448.89 | 882.90 | 1,216.29 | 1,567.88 | 2,019.97 |
| 智能配用电 | | | | | | | |
| 营业收入 | 5,308.97 | 5,382.65 | 6,808.90 | 8,436.34 | 10,987.10 | 13,640.59 | 16,424.28 |
| yoy | 12.02% | 1.39% | 26.50% | 23.90% | 30.24% | 24.15% | 20.41% |
| 毛利率 | 29.35% | 24.06% | 28.62% | 34.12% | 33.62% | 33.82% | 34.02% |
| 毛利润 | 1,558.18 | 1,295.32 | 1,948.71 | 2,878.51 | 3,693.85 | 4,613.34 | 5,587.37 |
| 融资租赁 | | | | | | | |
| 营业收入 | 302.88 | 157.94 | 65.28 | 41.93 | 29.35 | 20.55 | 14.38 |
| yoy | -28.99% | -38.12% | -58.67% | -35.77% | -30.00% | -30.00% | -30.00% |
| 毛利率 | 56.82% | 93.74% | 90.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 毛利润 | 172.10 | 148.05 | 58.75 | 41.93 | 29.35 | 20.55 | 14.38 |
| 其他业务 | | | | | | | |
| 营业收入 | 97.95 | 112.31 | 158.82 | 149.29 | 146.30 | 143.38 | 140.51 |
| yoy | 74.29% | 14.66% | 10.00% | -6.00% | -2.00% | -2.00% | -2.00% |
| 毛利率 | 44.90% | 48.16% | 48.16% | 48.16% | 48.16% | 48.16% | 48.00% |
| 毛利润 | 43.98 | 54.09 | 76.49 | 71.90 | 70.46 | 69.05 | 67.44 |
| 总计 | | | | | | | |
| 营业收入 | 7092.71 | 7022.90 | 9098.20 | 11410.09 | 14768.72 | 18384.94 | 22350.52 |
| yoy | 5.25% | -0.98% | 29.55% | 25.41% | 29.44% | 24.49% | 21.57% |
| 毛利率 | 28.74% | 25.37% | 27.84% | 33.96% | 33.92% | 34.11% | 34.40% |
| 毛利润 | 2038.39 | 1781.55 | 2532.85 | 3875.24 | 5009.96 | 6270.82 | 7689.16 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：公司是国内配用电设备龙头，海外市场高景气贡献业绩高弹性。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 23.7/28.7/35.8 亿元，同比 +25%/+21%/+25%，现价对应 PE 分别为 20/16/13 倍。考虑到公司深耕欧洲高端市场，配电业务在欧洲实现 0-1 打开远期成长空间，给予 2024 年 30 倍 PE，目标价 50.4 元，维持“买入”评级。

图53: 可比公司估值表 (截至 2024 年 5 月 23 日)

| 证券代码 | 名称 | 总市值 (亿元) | 股价 (元) | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | | 来源 |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | |
| 电力行业 | | | | | | | | | | |
| 603556.SH | 海兴电力 | 236 | 48.24 | 9.82 | 12.07 | 15.08 | 24 | 20 | 16 | 东吴 |
| 002028.SZ | 思源电气 | 533 | 68.90 | 15.59 | 20.65 | 25.86 | 34 | 26 | 21 | 东吴 |
| 688676.SH | 金盘科技 | 258 | 56.89 | 5.05 | 7.53 | 11.35 | 51 | 34 | 23 | 东吴 |
| 医疗行业 | | | | | | | | | | |
| 600763.SH | 通策医疗 | 205 | 63.80 | 5.00 | 6.05 | 7.54 | 41 | 34 | 27 | 东吴 |
| 300015.SZ | 爱尔眼科 | 1,161 | 12.45 | 33.59 | 40.47 | 50.45 | 35 | 29 | 23 | 东吴 |
| 平均值 | | | | | | | 37 | 28 | 22 | |
| 601567.SH | 三星医疗 | 463 | 32.80 | 19.04 | 23.72 | 28.73 | 24 | 20 | 16 | 东吴 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 海外市场拓展不及预期。**公司目前海外加速布局,业务规模快速扩张。公司海外主要客户为当地电力公司,若不能持续拓展业务,或将对相关业务的发展产生不利影响。
- 2) 海外政策的风险。**公司智能配用电业务受各国电网投资政策影响较大,若海外各国电网公司招标缩减,可能对公司业务产生不利影响。
- 3) 市场竞争加剧的风险。**公司深耕行业多年,形成了较强的竞争优势,若未来不能持续在技术创新、产品种类、市场服务等方面保持竞争优势,将可能面临市场份额下降,发展速度放缓的风险。

三星医疗三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 12,205 | 15,011 | 18,771 | 23,724 | 营业总收入 | 11,463 | 14,769 | 18,385 | 22,351 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 5,507 | 6,529 | 8,805 | 12,323 | 营业成本(含金融类) | 7,566 | 9,759 | 12,114 | 14,661 |
| 经营性应收款项 | 2,833 | 3,596 | 3,971 | 4,213 | 税金及附加 | 84 | 97 | 121 | 148 |
| 存货 | 3,257 | 4,193 | 5,209 | 6,300 | 销售费用 | 851 | 1,034 | 1,195 | 1,430 |
| 合同资产 | 183 | 235 | 293 | 356 | 管理费用 | 801 | 975 | 1,140 | 1,375 |
| 其他流动资产 | 425 | 457 | 493 | 531 | 研发费用 | 471 | 561 | 680 | 816 |
| 非流动资产 | 9,308 | 9,981 | 10,483 | 10,692 | 财务费用 | (9) | 80 | 57 | 23 |
| 长期股权投资 | 2,429 | 2,598 | 2,767 | 2,935 | 加:其他收益 | 183 | 148 | 147 | 134 |
| 固定资产及使用权资产 | 2,210 | 2,577 | 2,944 | 3,138 | 投资净收益 | 296 | 414 | 184 | 224 |
| 在建工程 | 209 | 404 | 402 | 211 | 公允价值变动 | 117 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 373 | 373 | 373 | 373 | 减值损失 | (25) | (7) | (5) | (10) |
| 商誉 | 1,566 | 1,596 | 1,646 | 1,716 | 资产处置收益 | 0 | 1 | 2 | 2 |
| 长期待摊费用 | 344 | 346 | 353 | 360 | 营业利润 | 2,270 | 2,818 | 3,405 | 4,248 |
| 其他非流动资产 | 2,177 | 2,087 | 1,997 | 1,957 | 营业外净收支 | (8) | (2) | 5 | 5 |
| 资产总计 | 21,513 | 24,992 | 29,253 | 34,416 | 利润总额 | 2,262 | 2,816 | 3,410 | 4,253 |
| 流动负债 | 6,838 | 8,208 | 9,856 | 11,589 | 减:所得税 | 341 | 422 | 512 | 638 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 270 | 270 | 270 | 270 | 净利润 | 1,921 | 2,394 | 2,899 | 3,615 |
| 经营性应付款项 | 2,657 | 3,026 | 3,591 | 4,145 | 减:少数股东损益 | 17 | 21 | 26 | 32 |
| 合同负债 | 1,376 | 1,775 | 2,203 | 2,666 | 归属母公司净利润 | 1,904 | 2,372 | 2,873 | 3,583 |
| 其他流动负债 | 2,534 | 3,137 | 3,792 | 4,508 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.35 | 1.68 | 2.04 | 2.54 |
| 非流动负债 | 3,522 | 3,237 | 2,952 | 2,767 | EBIT | 1,860 | 2,343 | 3,134 | 3,921 |
| 长期借款 | 2,466 | 2,166 | 1,866 | 1,666 | EBITDA | 2,250 | 2,901 | 3,719 | 4,468 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 33.99 | 33.92 | 34.11 | 34.40 |
| 租赁负债 | 757 | 772 | 787 | 802 | 归母净利率(%) | 16.61 | 16.06 | 15.63 | 16.03 |
| 其他非流动负债 | 299 | 299 | 299 | 299 | 收入增长率(%) | 25.99 | 28.84 | 24.49 | 21.57 |
| 负债合计 | 10,360 | 11,445 | 12,808 | 14,356 | 归母净利润增长率(%) | 100.79 | 24.61 | 21.10 | 24.70 |
| 归属母公司股东权益 | 11,006 | 13,378 | 16,251 | 19,833 | | | | | |
| 少数股东权益 | 148 | 169 | 195 | 227 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 11,153 | 13,547 | 16,446 | 20,060 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 21,513 | 24,992 | 29,253 | 34,416 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|---------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 1,901 | 2,262 | 3,579 | 4,341 | 每股净资产(元) | 7.79 | 9.47 | 11.51 | 14.05 |
| 投资活动现金流 | (563) | (818) | (896) | (525) | 最新发行在外股份(百万股) | 1,411 | 1,411 | 1,411 | 1,411 |
| 筹资活动现金流 | 1,175 | (422) | (409) | (298) | ROIC(%) | 12.35 | 12.68 | 14.75 | 15.81 |
| 现金净增加额 | 2,512 | 1,023 | 2,275 | 3,519 | ROE-摊薄(%) | 17.30 | 17.73 | 17.68 | 18.06 |
| 折旧和摊销 | 390 | 558 | 585 | 547 | 资产负债率(%) | 48.16 | 45.80 | 43.78 | 41.71 |
| 资本开支 | (553) | (1,050) | (893) | (563) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 24.31 | 19.51 | 16.11 | 12.92 |
| 营运资本变动 | (54) | (420) | 158 | 288 | P/B (现价) | 4.21 | 3.46 | 2.85 | 2.34 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>