

三星医疗（601567）

康复医疗连锁模式得到验证，开启二次增长曲线

买入（首次）

2022年06月23日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

研究助理 冉胜男

执业证书：S0600120100019

ranshn@dwzq.com.cn

股价走势



盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	7,023	7,957	9,440	11,168
同比	-0.98%	13.30%	18.64%	18.31%
归属母公司净利润（百万元）	690	840	1,099	1,436
同比	-27.83%	21.76%	30.76%	30.76%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.49	0.60	0.78	1.02
P/E（现价&最新股本摊薄）	21.68	17.81	13.62	10.41

投资要点

- 投资逻辑：**伴随老龄化带来需求增长、康复意识提升及政策推动等，我国康复医疗快速发展。三星医疗旗下康复医院快速扩张，先发优势显著，重症康复走出“差异化、连锁化、品牌化”；按照“并购+自建”目标，我们认为至2025年公司旗下医院收入有望超40亿元。
- 康复医疗千亿市场规模有待开拓，行业持续快速增长：**随着人口老龄化加速，尤其术后康复、重症康复等亚级重症刚性康复需求持续增长，及政策支持康复医疗建设、DRGs加快病人周转之下，康复医疗行业加快发展。根据国家卫健委数据，2011-2020年，我国康复医院门急诊人次CAGR达7.8%，人均康复医疗费用CAGR达17.6%。根据毕马威预测数据，2021年我国康复医疗服务市场规模约1032亿元，预计2025年达2207亿元，2021-2025年均复合增长率约21%。
- 康复医疗全国市场格局分散，重症康复连锁龙头未来可期：**康复医院单院投入资产较低、盈利周期较短，民营康复机构快速发展，2020年民营专科康复医院占比达75%。但市场以区域性竞争为主，全国市场竞争格局分散，优质民营康复医院主要集中一二线城市或大三甲医院周边单体医院。头部民营连锁以三星医疗、顾连医疗等为代表，加快抢占优质市场，三星医疗作为全国康复医疗龙头雏形初现。
- 三星医疗医院扩张模式成熟，先发优势显著，以重症康复为特色走出差异化、品牌化的连锁发展之路：**公司以智能配用电业务起家，自2015年进军医疗产业并在其后聚焦于康复医疗专科领域。2015-2021年，公司智能配用电收入占比从81%下降至77%，但仍为现金流业务；医疗服务业务收入占比从12%提升至20%，高成长性初现。三星医疗子公司通过医疗产业基金平台，现已参股投资医院20余家，同时公司探索出“体外培育—赢利点—收购—扩建”的连锁扩张模式。公司现已形成完善的人才培养与激励机制，借助明州系医院卓越的重症康复能力及旗舰医院管理经验帮助新院成长，并凭借重症康复特色学科打造品牌影响力。公司于2021年、2022年分别收购2家、5家康复医院，未来“并购+自建”并行，医疗产业版图稳步扩张，助力公司业绩与估值双双提升。公司先后发布2次股权激励计划，业绩目标值为以2020年为基数，2020-2024年医疗服务收入CAGR不低于19%，智能配用电扣非净利润CAGR不低于22%，彰显公司发展信心。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计2022-2024年公司营业总收入分别为79.57/94.40/111.68亿元，归母净利润分别为8.40/10.99/14.36亿元，对应当前市值的估值分别为18/14/10倍。其中，估计医疗服务业务板块2022年净利润约1.6亿元，2025年有望达3.8亿元，2022-2025年CAGR约33%。考虑到公司智能配用电业务有望恢复稳健业绩贡献，康复医疗业务快速成长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**医院扩张进度或不及预期的风险；自建医院盈利提升或不及预期的风险；医院管理层团队变动的风险；市场竞争加剧的风险。

市场数据

收盘价(元)	10.62
一年最低/最高价	7.98/21.64
市净率(倍)	1.65
流通 A 股市值(百万元)	14,725.36
总市值(百万元)	14,959.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.44
资产负债率(% ,LF)	36.60
总股本(百万股)	1,408.65
流通 A 股(百万股)	1,386.57

相关研究

内容目录

1. 三星医疗：连锁康复医疗领域正在升起的新星	4
1.1. 智能配用电起家，康复医疗加持，二次成长曲线初现	4
1.2. 医疗服务收入贡献稳步提升，智能配用电业务有望稳健增长	5
1.3. 股权激励彰显信心，核心业务稳健较快增长	7
2. 需求释放与政策推动，康复医疗行业乘风而起	8
2.1. 康复医疗量价齐升、快速发展，千亿市场空间有待开拓	8
2.2. 人口老龄化带来疾病谱变化，亚级重症康复需求尤为突出	9
2.3. 政策推动行业发展，康复医疗迎来结构性行业红利	11
2.3.1. 国家层面发布政策支持康复发展，地方政策频频发文引导规划	11
2.3.2. 医保支付扩面和康复项目价格提升，医保支付方式改革推动行业发展	12
3. 康复医疗尚在蓝海市场，重症康复龙头未来可期	13
3.1. 康复医疗资源供给逐步增加，但供需缺口仍大	13
3.2. 民营康复医院市场格局分散，先发优势抢占优质市场	13
3.3. 重症康复门槛较高，铸造康复医院核心竞争力	16
4. 三星医疗：连锁扩张模式成熟，重症康复先发优势显著	18
4.1. 以重症康复为特色，走差异化、连锁化、品牌化发展之路	18
4.2. 体外基金培育医院实现全国版图扩张，康复专科连锁扩张模式跑通	21
4.3. 宁波明州医院单体规模达十亿元，作为旗舰医院输出品牌与资源	24
4.4. 抚州医学院计划招生规模 1.5 万人，建立医疗人才后备军	26
5. 夯实智能配用电业务，海外市场打开空间	28
5.1. 电表更新换代与电网建设加快，智能配用电市场规模稳健扩张	28
5.2. 公司行业龙头地位稳固，智能配用电业务有望稳健贡献业绩	28
6. 盈利预测与估值	30
7. 风险提示	32

图表目录

图 1：三星医疗发展历程	4
图 2：公司股权结构（包含上市公司体内及 2022 年已并购的医院）	4
图 3：公司营业总收入和归母净利润情况（亿元）	5
图 4：公司营业总收入结构	5
图 5：医疗服务板块收入及毛利率情况	6
图 6：智能配用电板块收入及毛利率情况	6
图 7：公司销售毛利率与销售净利率	6
图 8：公司各项费用率	6
图 9：我国康复医学科门急诊人次及增速	8
图 10：我国康复医院次均康复医疗费用及增速	8
图 11：2017 年中国人均康复花费（美元）	8
图 12：中国康复医疗市场规模预测	8
图 13：2019 年我国分疾病康复需求人数（百万人）	9
图 14：我国康复需求总人数变化	9

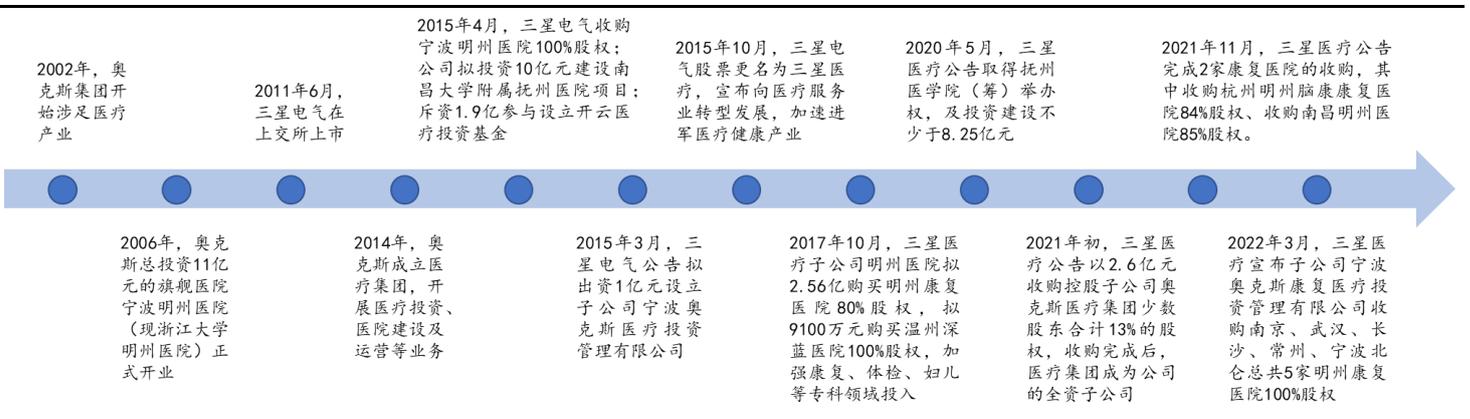
图 15: 2018 年康复医学科住院患者主要病种人数及占比	10
图 16: 2018 年各级医院早期康复介入率 (%)	10
图 17: 中国脑出血和脑梗死出院人次 (万)	10
图 18: 中国骨科植入手术量 (万例)	10
图 19: 中国康复医疗行业大事件与国家支持政策	11
图 20: 我国康复专科医院数量	13
图 21: 我国康复学科床位数量及占比	13
图 22: 2020 年不同专科医院单院总资产 (亿元)	14
图 23: 我国康复医院专科数量	14
图 24: 2021 年康复专科 50 强床位分布 (张)	15
图 25: 成人重症康复特色疗法	18
图 26: 浙江明州康复医院图片介绍	19
图 27: 浙江明州康复医院经营数据	19
图 28: 奥克斯医疗布局	21
图 29: 杭州明州脑康康复医院营业收入及利润情况	23
图 30: 南昌明州康复医院营业收入及利润	23
图 31: 宁波明州医院收入情况	25
图 32: 宁波明州医院归母净利润情况	25
图 33: 南昌大学抚州医学院	26
图 34: 抚州明州医院建设规划图	26
图 35: 公司 2011-2021 年研发费用情况	29
表 1: 第四期限限制性股票激励计划解除限售条件	7
表 2: 第五期限限制性股票激励计划解除限售条件	7
表 3: 康复医疗主要群体	9
表 4: 地方政策支持引导康复医疗	11
表 5: 2021 年部分地区康复医疗服务价格增幅	12
表 6: 部分涉足康复医疗领域的上市公司情况	14
表 7: 优质民营康复医疗机构	15
表 8: 重症医学科建设与管理指南 (2020 版)	16
表 9: 浙江明州康复医院简介	19
表 10: 康复专科医院 (300 张床位规模) 开业后的单店模型	20
表 11: 奥克斯医疗旗下康复医院情况	21
表 12: 公司 2021 年收购的 2 家医院概况	23
表 13: 公司 2021 年收购 2 家医院及浙江明州康复医院的 2020 年经营指标	24
表 14: 公司 2022 年公告收购 5 家康复医院的 2021 年经营指标	24
表 15: 宁波明州医院简介	25
表 16: 公司收入毛利拆分	30
表 17: 可比公司估值	31

1. 三星医疗：连锁康复医疗领域正在升起的新星

1.1. 智能配用电起家，康复医疗加持，二次成长曲线初现

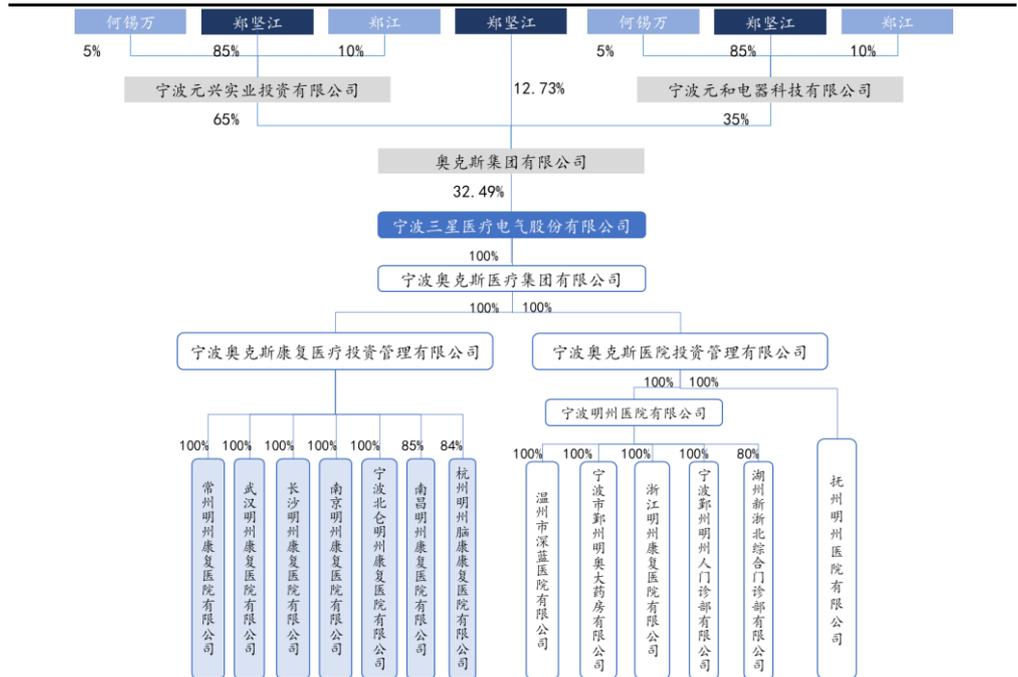
三星医疗前身为宁波三星仪表有限公司，于 2007 年整体改制为宁波三星电气股份有限公司，并于 2011 年上市。公司大股东奥克斯集团于 2002 年开始涉足医疗产业，逐渐形成以康复医院为主的医疗业务版图。2015 年 6 月公司完成对宁波明州医院收购，转型布局医疗服务领域，同年 11 月更名为“宁波三星医疗电气股份有限公司”。随后，公司于 2017 年收购浙江明州康复医院、温州深蓝医院，2021 年完成收购杭州明州脑康康复医院和南昌明州康复医院，2022 年完成收购南京、武汉、长沙、常州、宁波北仑共 5 家康复医院，开启连锁化、品牌化、差异化的康复医疗连锁之路。

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

图 2：公司股权结构（包含上市公司体内及 2022 年已并购的医院）



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

公司大股东为奥克斯集团，实控人为奥克斯集团创始人郑坚江先生。郑坚江先生直接持有公司 12.73% 的股权，并通过奥克斯集团间接持有公司 27.62% 股权，合计持有 40.35% 的股权。公司依托奥克斯医疗集团、奥克斯医疗投资平台，实现康复医疗专科连锁的医院布局和连锁扩张。

电气领域老牌企业，智能配用电业务位居行业领先地位。公司围绕智能电网、电力物联网发展，深挖智能配电、用电两大领域，主营业务涵盖智能计量、用电信息采集终端、智能用电信息管理系统、智能开关设备、智能配电系统、电力箱、配网自动化、智能充电设备等，是我国领先的智能配用电整体解决方案提供商。公司的三星牌电能表、奥克斯牌变压器、开关柜、电力箱、充电桩在国家电网公司、南方电网公司以及其他电力用户中形成了良好的品牌效应，并在业内具有较高的知名度和美誉度。

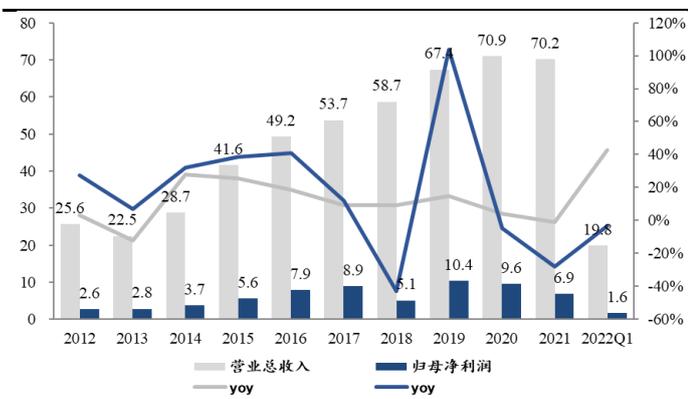
进军医疗产业谋发展，康复医疗成为二次增长引擎。公司通过合资、合作、并购、新建等多种方式发展连锁康复医院，依托“名校、名院、名医”的“三名模式”，聚焦优质医疗资源，在品牌建设、学科搭建、团队培育等领域与知名医疗机构、大学和协会开展全方位战略合作；医疗产业全国业务版图稳步扩张。

1.2. 医疗服务收入贡献稳步提升，智能配用电业务有望稳健增长

公司收入稳步增长，盈利能力有望进一步提升。公司自 2014 年以来，收入总体保持增长，2018 年公司利润下滑主要由于人民币汇率波动、原材料价格上涨、部分产品招投标价格下降等因素影响；2019 年利润大幅回升，主要由于智能用电海内外业务增长、上年投资扩建床位投入使用等；2020 年、2021 年由于新冠肺炎疫情持续，公司业绩受到影响。我们认为随着疫情防控常态化及逐步消除，公司业绩有望恢复稳健增长。

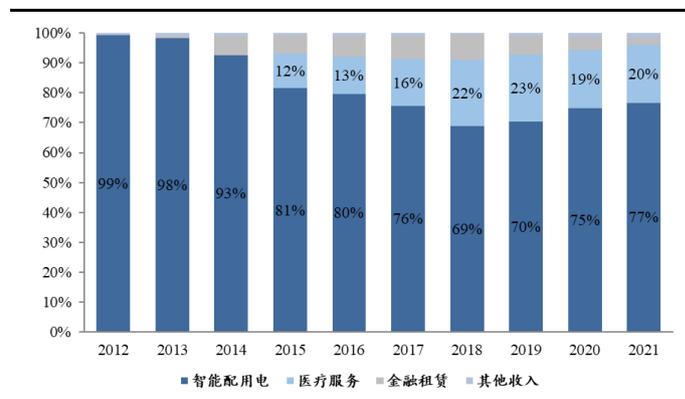
进军医疗产业，医疗服务收入贡献持续提升。公司主营业务可分为三大板块：智能配用电、医疗服务、融资租赁及咨询服务，公司自 2015 年正式进军医疗产业，2017 年收购浙江明州康复医院和温州深蓝医院，2018 年医疗服务收入占比提升至 20% 以上；公司于 2021 年完成并购的 2 家康复医院、2022 年完成并购的 5 家康复医疗，且未来随着公司未来陆续自建与并购康复医院，医疗服务板块的业绩贡献将持续稳步提升。

图 3: 公司营业总收入和归母净利润情况 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 公司营业总收入结构



数据来源: wind, 东吴证券研究所

医疗服务业务结构优化，疫情后有望恢复稳健增长。公司医疗服务板块毛利率自2015年30.52%下降至2021年20.74%，同时药品成本占比由35.8%下降至20.95%，实现较好的药占比控制。2020年、2021年医疗服务板块业务增长受疫情影响较大，收入增速下滑，我们认为未来随着疫情防控常态化和疫情影响逐步消退，以及公司自建+并购医院，医疗服务板块有望恢复稳健增长。

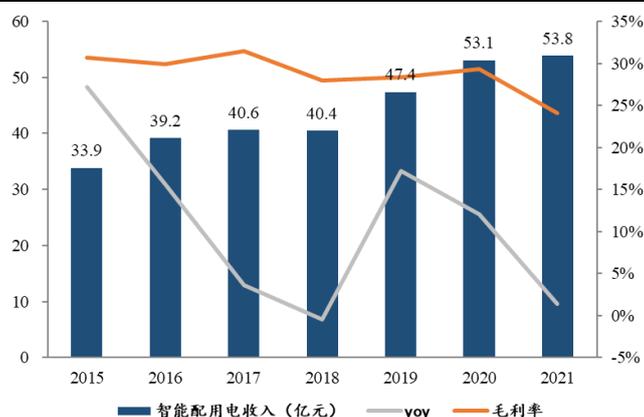
智能配用电业务由于疫情短期承压，长期有望恢复稳健贡献。公司智能配用电业务收入总体平稳增长，毛利率维持在30%左右，2018年由于人民币汇率波动、原材料价格上涨以及部分产品招投标价格下降等因素影响，收入及毛利有所下滑，2019年在“坚持产品领先，聚焦品质、交期、毛利，推动计划体系搭建”策略下，收入恢复增长，毛利率回升至29.35%。2021年，智能电表上游主要原材料价格上涨及疫情导致交付延期等，智能配用电业务板块短期承压，但考虑到下游需求旺盛，且公司中标订单增长，智能配用电业务长期有望恢复稳健增长。

图 5：医疗服务板块收入及毛利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 6：智能配用电板块收入及毛利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司2015-2017年销售毛利率维持33%左右，2018年销售毛利率与净利率下降，主要由于智能配用电业务的上游原材料价格上涨和部分产品招投标价格下降、融资租赁业务毛利率下降、股权激励成本一次性摊销和人才建设薪酬增加等。公司期间费用率整体维持下降趋势，2021年销售费用率增加主要由于加大销售及会计准则的变化。

图 7：公司销售毛利率与销售净利率

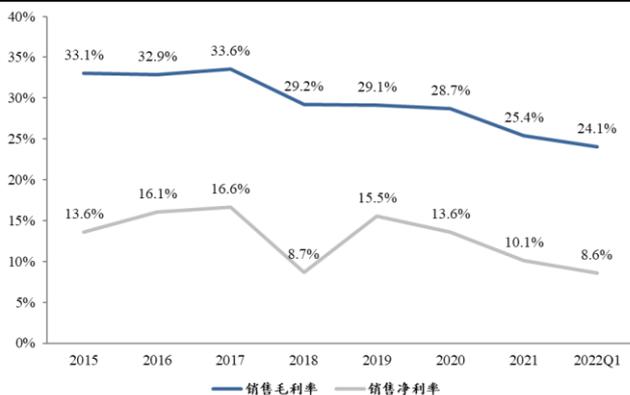
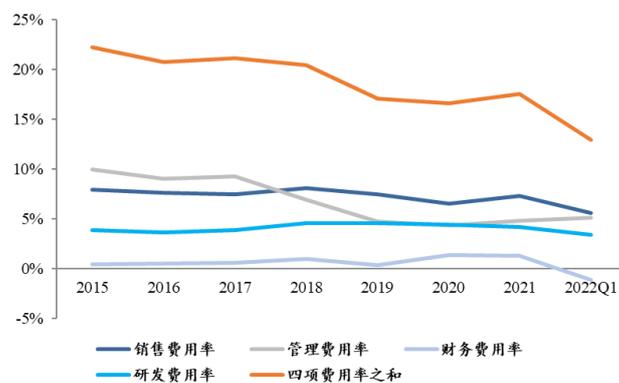


图 8：公司各项费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3. 股权激励彰显信心，核心业务稳健较快增长

公司先后发布两次股权激励计划方案，分别对医疗服务业务、智能配用电业务设立 2022-2024 年的增长目标，彰显公司发展信心。

公司于 2021 年 11 月发布第四期限制性股票激励计划（草案），解除限售条件目标值为，以 2020 年为基准，2022 年、2023 年、2024 年医疗服务营业收入增长率分别不低于 30%、60%、100%，新增医院数量每年不低于 10 家；触发值为完成目标值的 80%。

表 1: 第四期限制性股票激励计划解除限售条件

解除限售期	考核年度	医疗服务营业收入		新增项目医院数量		
		目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)	
首次 / 预留授予限制性股票解除限售	第一次解除限售	2022 年	以 2020 年医疗服务营业收入 13.99 亿元为基准，2022 年医疗服务营业收入增长不低于 30%，即 2022 年医疗服务营业收入不低于 18.19 亿元	以当年目标值 18.19 亿元为基准，完成率不低于 80%，即 2022 年医疗服务营业收入不低于 14.55 亿元	2022 年公司新增项目医院数量不低于 10 家	以当年目标值 10 家为基准，完成率不低于 80%，即 2022 年公司新增项目医院数量不低于 8 家
	第二次解除限售	2023 年	以 2020 年医疗服务营业收入 13.99 亿元为基准，2023 年医疗服务营业收入增长不低于 60%，即 2023 年医疗服务营业收入不低于 22.38 亿元	以当年目标值 22.38 亿元为基准，完成率不低于 80%，即 2023 年医疗服务营业收入不低于 17.90 亿元	2023 年公司新增项目医院数量不低于 10 家	以当年目标值 10 家为基准，完成率不低于 80%，即 2023 年公司新增项目医院数量不低于 8 家
	第三次解除限售	2024 年	以 2020 年医疗服务营业收入 13.99 亿元为基准，2024 年医疗服务营业收入增长不低于 100%，即 2024 年医疗服务营业收入不低于 27.98 亿元	以当年目标值 27.98 亿元为基准，完成率不低于 80%，即 2024 年医疗服务营业收入不低于 22.38 亿元	2024 年公司新增项目医院数量不低于 10 家	以当年目标值 10 家为基准，完成率不低于 80%，即 2024 年公司新增项目医院数量不低于 8 家

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司于 2022 年 1 月发布第五期限制性股票激励计划（草案），解除限售条件目标值为，以 2020 年为基准，2022 年、2023 年、2024 年智能配用电扣非净利润增长不低于 30%、70%、120%，触发值 (An) 为完成目标值的 80%。

表 2: 第五期限制性股票激励计划解除限售条件

解除限售期	考核年度	智能配用电扣非净利润		
		目标值 (Am)	触发值 (An)	
首次 / 预留授予限制性股票解除限售	第一次解除限售	2022 年	以 2020 年智能配用电扣非净利润 4.54 亿元为基准，2022 年智能配用电扣非净利润增长不低于 30%，即 2022 年智能配用电扣非净利润不低于 5.91 亿元	以当年目标值 5.91 亿元为基准，完成率不低于 80%，即 2022 年智能配用电扣非净利润不低于 4.73 亿元
	第二次解除限售	2023 年	以 2020 年智能配用电扣非净利润 4.54 亿元为基准，2023 年智能配用电扣非净利润增长不低于 70%，即 2023 年智能配用电扣非净利润不低于 7.72 亿元	以当年目标值 7.72 亿元为基准，完成率不低于 80%，即 2023 年智能配用电扣非净利润不低于 6.18 亿元
	第三次解除限售	2024 年	以 2020 年智能配用电扣非净利润 4.54 亿元为基准，2024 年智能配用电扣非净利润增长不低于 120%，即 2024 年智能配用电扣非净利润不低于 10.00 亿元	以当年目标值 10.00 亿元为基准，完成率不低于 80%，即 2024 年智能配用电扣非净利润不低于 8.00 亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 需求释放与政策推动，康复医疗行业乘风而起

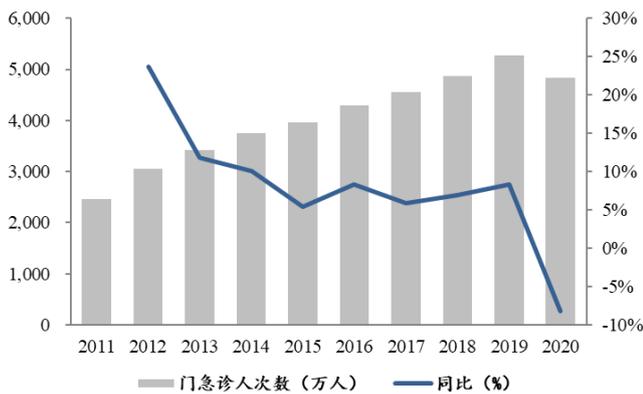
2.1. 康复医疗量价齐升、快速发展，千亿市场空间有待开拓

康复医学弥补临床医学的局限性，具有重要的医学价值、经济价值和社会价值。

《柳叶刀》发表首项关于康复的全球疾病负担研究表明，全世界有三分之一的人口数在受伤或患病的过程中需要康复治疗。康复医学解决了长期功能障碍、功能丧失等临床医学难以解决的问题；以及加快身体机能恢复、降低复发率、减少并发症、减少伤残，节约总体治疗费用，提升全民的身体素质。

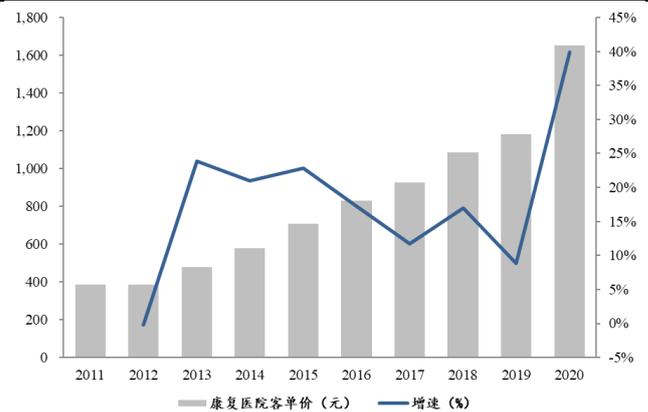
康复诊疗人次与人均费用持续增长，呈现量价齐升趋势。国家卫健委数据显示，2020年我国康复医院门急诊人次达4837万人次，2011-2020年均复合增速达7.8%。同时康复医院次均医疗费用逐年上升，从2011年的385元提高至2020年的1652元，年均复合增长率17.6%。伴随社会老龄化加速，康复医疗将延续量价齐升的发展趋势。

图 9：我国康复医学科门急诊人次及增速



数据来源：国家卫健委，东吴证券研究所

图 10：我国康复医院次均康复医疗费用及增速



数据来源：国家卫健委，东吴证券研究所

康复医疗人均费用支出仍有提升空间，2025年康复医疗市场规模有望超两万亿元。

根据毕马威数据，2017年中国人均康复医疗消费约为5.5美元，远低于同年美国人均康复花费54美元水平，未来仍有提升空间。根据毕马威分析与预计，2021年我国康复医疗服务市场规模突破千亿元，2025年市场规模将达2207亿元。

图 11：2017年中国人均康复花费（美元）

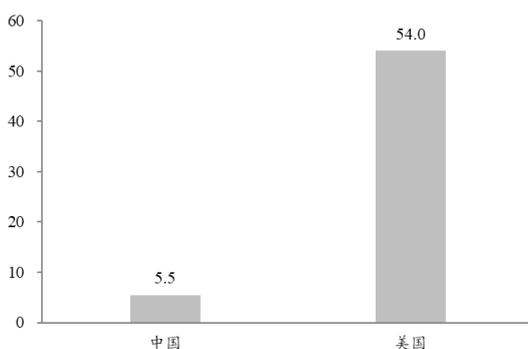


图 12：中国康复医疗市场规模预测



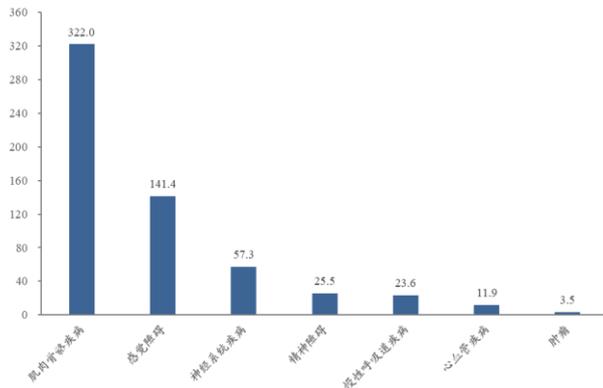
数据来源：毕马威，东吴证券研究所

数据来源：毕马威，东吴证券研究所

2.2. 人口老龄化带来疾病谱变化，亚级重症康复需求尤为突出

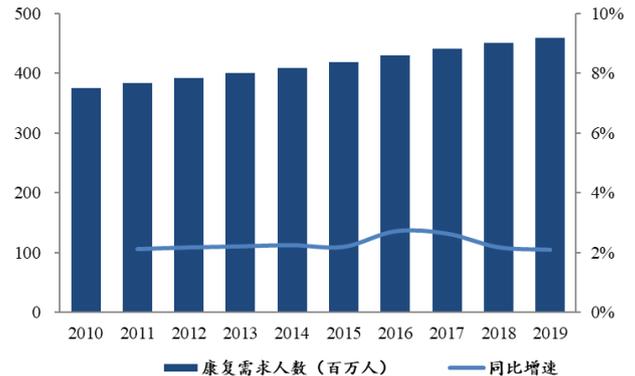
根据《柳叶刀》研究统计，中国是全球康复需求最大的国家，2019 年康复需求总人数达到 4.6 亿人。分疾病看，肌肉骨骼疾病患者数量最多，2019 年达到 3.2 亿人，其次为感觉障碍和神经系统疾病，患者人群分别达到 1.4 亿人和 0.6 亿人。

图 13: 2019 年我国分疾病康复需求人数 (百万人)



数据来源：《柳叶刀》，东吴证券研究所

图 14: 我国康复需求总人数变化



数据来源：《柳叶刀》，东吴证券研究所

分疾病类型来看，康复医学对应的患者人群主要包括术后康复群体、慢性病患者群体、残疾人群体、产后恢复群体等，尤其术后、重症等刚需性康复需求有待释放。

表 3: 康复医疗主要群体

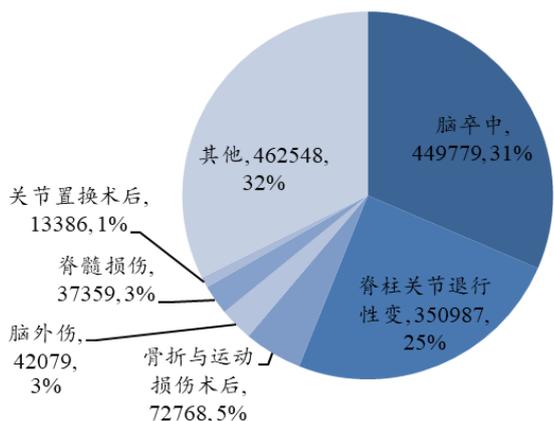
分类	特点
术后患者群体	2020 年，我国医疗卫生机构住院病人手术人次高达 6664 万人次。近年来入院治疗之后特别是以围手术期为中心的康复医疗需求在不断上升，但是目前全国范围内市场容量远没有饱和。
重疾康复人群	根据《2021 中国卫生健康统计年鉴》，2020 年公立医院恶性肿瘤出院人次为 353 万人，心脑血管病 1423 万人，再加上各种严重肾病、肝病以及接受器官移植等患者超两千万人次。重疾人群出院后，其健康状况并不会自动恢复至入院前状态，亟需做康复治疗，市场需求大。
残疾人群体	《2021 年残疾人事业发展统计公告》显示，2020 年我国残疾人数是 8500 万人，每年新增残疾人 200 多万人；其中大约 10% 的持证残疾人可以得到基本康复。
慢性病患者群体	据中商产业研究院数据，我国有 2 亿多慢性病患者，其中存在康复需求的超过 1000 万，因为交通、工伤事故致残的伤残者，每年增量也达 100 多万，其中大部分都存在康复需求。
产后康复群体	根据国家统计局数据，2021 年新生儿人口数量 1062 万人，科学的产后康复对于帮助女性恢复身体机能、持续母乳喂养具有重要作用，产后康复需求持续释放。

数据来源：国家卫健委、国家统计局、中商产业研究院，东吴证券研究所

康复医学科住院病人以重症康复、神经康复、骨科康复为主。根据《国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告》，在 1897 家样本医院的康复医学科主要收治病种中，脑卒中 45 万人次，占比 31%；脊柱关节退变性变 35 万人次，占比 25%；骨折及运动损伤、脑外伤、脊髓损伤、关节置换术后患者分别有 7.3、4.2、3.7、1.3 万人次，占比约 5%、3%、3%、1%。亚级重症和术后康复患者已成为公立综合医院及民营医院康复医学科最主要的患者群体，相较于慢性病康复、产后康复等病种的康复需求更加刚性。

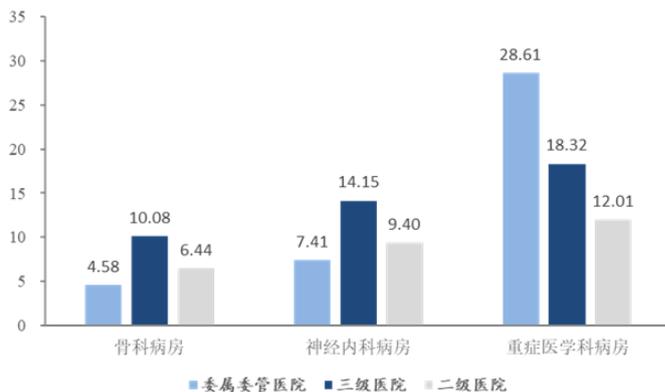
与此同时，重点病种早期康复介入不足，潜在需求增长空间大。根据《国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告》，骨科、神经内科早期（术后 24-48h 内）康复介入率均在 10% 左右，重症医学科病房在 15% 左右。脊髓损伤患者的早期康复介入率为 41.28%，脑卒中患者为 33.41%，人工关节置换术后患者为 6.46%。重点病种康复需求更加刚性，但早期介入率水平均较低，随着国家医保对重症康复的支持力度加大，患者康复意识与支付能力提升，潜在康复需求有望持续释放。

图 15: 2018 年康复医学科住院患者主要病种人数及占比



数据来源：《2019 年国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告》，东吴证券研究所

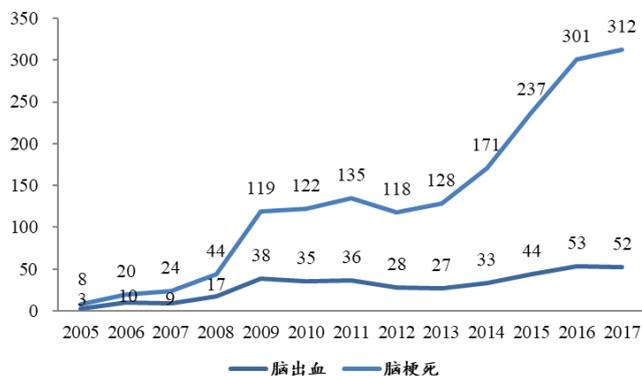
图 16: 2018 年各级医院早期康复介入率 (%)



数据来源：《2019 年国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告》，东吴证券研究所

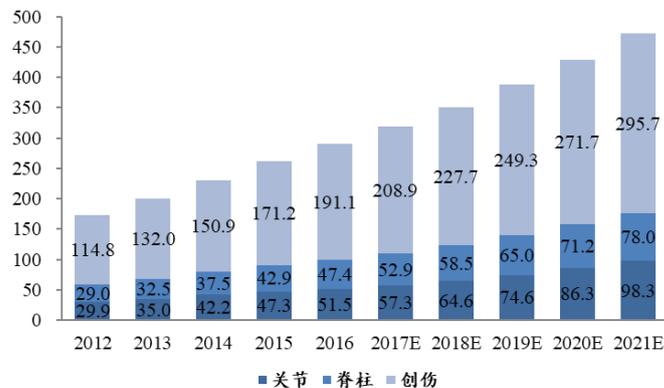
以神经内科和骨科手术量为例，近年来患者人数持续上升，潜在康复需求持续增长。根据《2019 年中国脑卒中防治报告》，脑出血出院人次稳中有升，2017 年达 52 万人次；近年来脑梗死出院人次快速提高，2017 年达到 312 万人次。根据 Frost & Sullivan 的统计与预测，我国骨科植入手术量呈逐年增长态势，2012-2016 年，创伤、脊柱、关节合计手术量的复合增速达 13.6%，分别以 10.5%、13.8%、10.2% 的复合增速进行估计，则 2021 年合计将超过 470 万例，潜在康复需求有待释放。

图 17: 中国脑出血和脑梗死出院人次 (万)



数据来源：《2019 年中国脑卒中防治报告》，东吴证券研究所

图 18: 中国骨科植入手术量 (万例)



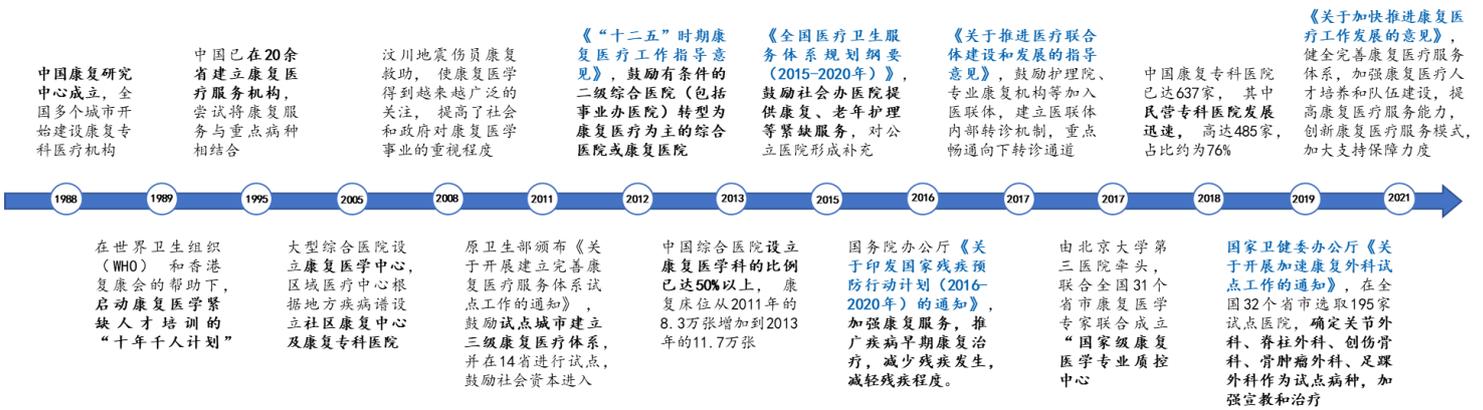
数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

2.3. 政策推动行业发展，康复医疗迎来结构性行业红利

2.3.1. 国家层面发布政策支持康复发展，地方政策频频发文引导规划

国家层面上，政策持续出台推动康复医疗行业发展。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，如从 1988 年建立中国康复研究中心、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等。并且自 2015 年明确提出鼓励社会办医提供康复服务，规范引导社会资本进入康复行业，鼓励康复机构加入医联体等。

图 19: 中国康复医疗行业大事件与国家支持政策



数据来源：中国政府官网，东吴证券研究所

2021 年 10 月，国家卫健委等部门发布《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》，在 15 个省份进行康复医疗服务试点：（1）支持社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心等，增加康复医院和康复医疗中心的数量；（2）积极推动老年康复等康复医疗亚专科能力建设。（3）对康复治疗工作的人员开展规范培训，增加康复治疗师数量，提升康复治疗能力；（4）将康复医疗服务价格纳入本地区深化医疗服务价格改革中统筹考虑，做好相关项目价格的调整和优化工作等。

地方层面上，四川、重庆、浙江、北京多省进一步发文，并提出康复医疗建设目标，多项举措加快地方康复医疗服务体系的建设。包括扩大康复项目医保支付范围、培养康复医疗从业医师和治疗师、补齐康复床位缺口等等。

表 4: 地方政策支持引导康复医疗

地方政府	时间	政策文件	内容
四川省人民政府办公厅	2021 年 11 月	《四川省促进养老托育服务健康发展实施方案》	1、探索允许将空置公租房免费提供给社会力量为老年人开展康复护理等服务。 2、将符合条件的医疗、护理和康复项目按规定纳入基本医保支付范围。
重庆市卫健委	2021 年 10 月	《重庆市关于加快推进康复医疗工作发展实施方案》	1、力争到 2025 年底，全市从事康复医疗的医师达到 1800 人，康复治疗师（士）达到 3000 人。 2、鼓励和支持社会资本多渠道、多形式进入康复服务领域。
浙江省卫健委	2021 年 11 月	《关于深入推进医养结合发展的若干意见》	按照“非禁即入”原则，不得设置并全面清理取消没有法律法规依据和不合理的前置审批事项，没有法律法规依据不得限制社会办医养结合机构的经营性质。
北京市卫生健康委员会	2021 年 4 月	《北京市深入推进医养结合发展的实施方案》	引导支持 10 所左右办学条件及校企合作基础较好的职业院校重点建设康复等专业。

等 2021年9月 《北京市医疗卫生设施专项规划(2020年-2035年)》 加强康复、长期护理、安宁疗护机构建设，支持符合条件的区属医院转型为康复医院，按照每千常住人口配置0.5张康复护理床位的标准，力争补齐床位缺口。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.3.2. 医保支付扩面和康复项目价格提升，医保支付方式改革推动行业发展

医保对康复项目支付范围扩大，康复服务价格水平有望进一步提升。一方面，2010年以治疗性为主的9项康复医疗项目被纳入国家医保，2016年新增20项康复医疗项目纳入国家医保；医保支付在评定性与治疗性康复项目类型、康复患者群体类型上均有扩增，显著增加了康复病人医保报销的及可性。另一方面，在2021年国家医保局等八部门联合印发的《深化医疗服务价格改革试点方案》政策趋势下，康复项目由于主要体现劳务技术价值，有望迎来价格调增。以江苏盐城价格调整情况为例，三级医院康复医疗服务增幅36%-88%；安徽省在高压氧治疗项目价格调增58%-67%。因此医保端对于康复的支付范围扩大、支付价格提升，将有利于提升康复的介入率。

表5：2021年部分地区康复医疗服务价格增幅

地区	项目名称	计价单位	调增幅度
江苏盐城	言语评定能力	次	38%
江苏盐城	吞咽功能障碍评定	次	38%
江苏盐城	偏瘫肢体综合训练	次	38%
江苏盐城	平衡功能训练	次	88%
安徽宿州	高压氧舱治疗	次	58%
安徽淮南	高压氧舱治疗	次	67%

数据来源：盐城医保局，安徽医保局官网，东吴证券研究所

DRGs 医保支付加快住院病人周转，带来康复医疗专科医院增量市场。我国医保支付改革继续深化，以DRG/DIP为主的多元复合式医保支付方式将逐步推广，将推动综合性医院和急诊医院加快病床周转，将患者转入非急性病或专科医疗机构，促进术后病人、康复期病人向二级康复医院或专业化康复医疗机构流转。2021年06月，国家卫健委发布《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》，提出医疗机构要按照分级诊疗要求结合功能定位按需分类提供康复医疗服务，强化三级康复医疗体系。在医院周转加速及康复患者日益增加的康复需求的不断推动下，我们认为康复专科医院数量和质量有望进一步提升，康复专科医疗市场有望进一步扩增。

3. 康复医疗尚在蓝海市场，重症康复龙头未来可期

3.1. 康复医疗资源供给逐步增加，但供需缺口仍大

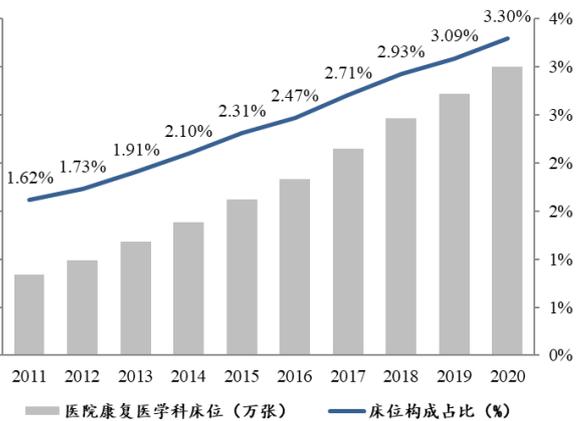
康复医疗体系日益健全，康复专科医院数量、康复科床位数量持续增长。国家卫健委数据显示，2020年我国康复专科医院达到739家，相较于2011年301家专科医院，年均复合增长率达9.4%。2020年我国康复医学科的床位数量约30万张，相较于2011年8.37万张，年均复合增长率达15%，且康复学科床位数量在医院总床位数量的占比由2011年的1.6%，提升至2020年的3.3%。

图 20: 我国康复专科医院数量



数据来源：国家卫健委，东吴证券研究所

图 21: 我国康复学科床位数量及占比



数据来源：国家卫健委，东吴证券研究所

康复医疗机构建设以及医师配备仍然不足，供需缺口仍大。2021年6月《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》提出力争到2022年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人。到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。据此估算，至2022年全国康复医师需求约8.5万人，康复治疗师需求约14.1万人。前瞻产业研究院数据显示，2019年我国康复医师约4.7万人，康复治疗师6万人，我国康复医疗人才供需缺口仍大。

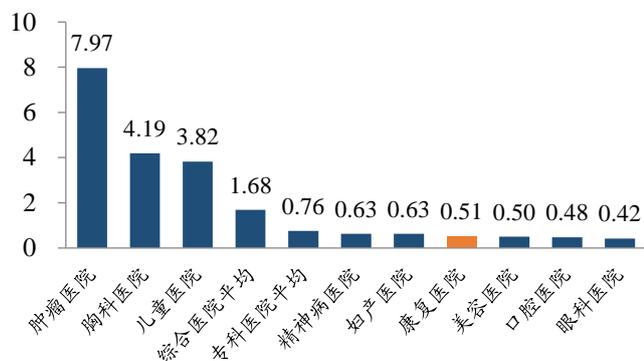
3.2. 民营康复医院市场格局分散，先发优势抢占优质市场

头部康复医院普遍为公立医院，但总体数量较少。根据艾力彼医院管理研究中心发布的2019年康复专科医院50强榜单，公立康复医院占比68%，前10强中有8家为公立，前20强中有15家为公立。通常公立康复医院主要为大学或相关康复研究中心附属医院或政府部门建设医院，背靠大学、研究中心、政府资源，在医院影响力、医师资源、诊疗能力皆处于较高水平，获客能力较强。但公立康复医院本身数量少，2020年公立康复医院数量占比仅22.5%，综合医院的康复医学门诊承接能力有限。

康复专科医院进入门槛低、复制快，市场高度分散，连锁专科医院快速扩张。康复专科医院单院资产投入要求较低，国家卫健委数据显示，2020年康复医院的单院总

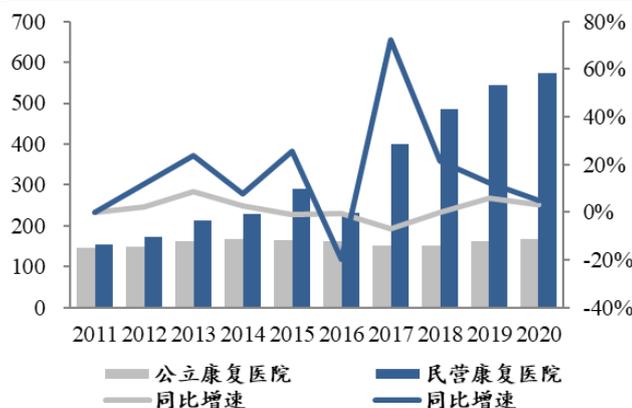
资产为 5100 万元，低于综合医院平均水平 1.68 亿元和专科医院平均水平 0.76 亿元。民营康复医院数量快速增长，2020 年我国康复专科医院达 739 家，其中民营医院数量占比达 77.5%，民营康复医院 2011-2020 年均复合增长率达 14%。但康复市场竞争格局表现分散，民营医院普遍呈现数量较多、规模较小、盈利较差的情况。

图 22: 2020 年不同专科医院单院总资产 (亿元)



数据来源: 国家卫健委, 东吴证券研究所

图 23: 我国康复医院专科数量



数据来源: 国家卫健委, 东吴证券研究所

近年来已有十多家上市公司通过自建、收购和托管的方式跨界涉足康复医疗服务，但大多数公司的康复医疗业务规模普遍较小，特色化不显著。其中三星医疗“明州系”重症康复品牌逐步建立。

表 6: 部分涉足康复医疗领域的上市公司情况

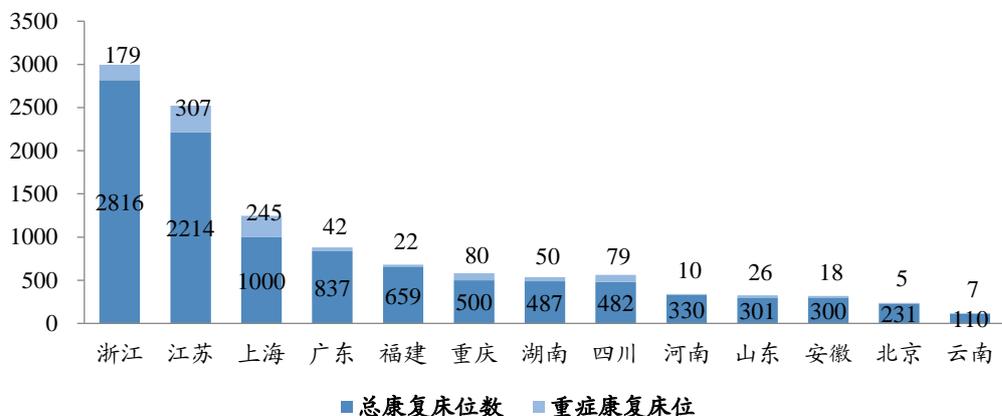
上市公司	主营业务	医院建设	业务特点
三星医疗 (601567.SH)	仪器仪表	拥有明州系康复医院, 体内外康复医院 20+家	在一二线城市快速复制, 尤打造以重症康复为特色
海宁皮城 (002344.SZ)	商业百货	拥有海宁皮城康复医院等	颐和家庭品质进一步提升, 颐和护理院全面完成改造并顺利启用
天宸股份 (600620.SH)	出租车运营、物业租赁等	2021 年投资设立全资子公司“上海天宸康复医院有限公司”	将原上海宸南大酒店改造成康复医院
湖南发展 (000722.SZ)	水力发电	2020 年底累计签约社区居家养老服务中心网点 78 家, 优化运营社区居家养老服务中心 45 家, 其中运营社区嵌入式小微养老机构 2 家。	主要开展社区嵌入式小微养老机构、社区居家养老服务。
大湖股份 (600257.SH)	食品加工	上海金城护理院、无锡市国济康复医院、无锡市国济护理院、无锡市梁溪区国济颐养院、常州阳光康复医院等	立足上海、辐射华东、面向全国, 建立“规模化、连锁化、专业化”、优质、高效的康复护理医疗服务体系。
和佳股份 (300273.SZ)	医疗设备	拥有南通和佳国际康复医院, 投资建设和佳康泰等	将南通和佳康复医院等作为标杆, 拉动各类各级医院的康复学科建设。
华邦健康 (002004.SZ)	化肥与农用化工	收购德国莱茵康复医院, 自建华生康复医院等国内医疗机构	康复、皮肤科医院集团化运作

数据来源: 各公司年报, 东吴证券研究所

现有优质康复医疗资源集中于北京、长三角及珠三角地区, 优质民营康复医院率先集中布局华东地区、一线城市, 抢占优质市场, 同时加快开拓二三线城市。根据康复医学科床位数分布, 康复医院数量以及优质康复医院普遍分布在华东华南市场, 毕

马威康复专科医院 50 强榜单显示，其中江苏省有入榜医院 11 所，浙江有 7 所，浙江和江苏两省总康复床位占据半壁江山。随着一线和沿海经济发达城市的市场竞争越发激烈，连锁康复医疗机构逐步向中部地区、省会城市等次优市场拓展。

图 24：2021 年康复专科 50 强床位分布（张）



数据来源：毕马威《中国社会办康复医疗 50 企业报告》，东吴证券研究所

华东地区政策支持力度大、民众康复意识强，民营康复医院数量众多，竞争日趋激烈。如三星医疗经过多年探索，在康复专科医疗连锁经营方面积累丰富经验，率先在华东地区快速扩张。顾连医疗自西南地区起家，随后在南京、杭州、宁波、金华等地快速拓展。**华中市场潜力大，市场抢占激烈。**华中市场作为尚未全面开发的康复医疗潜力市场，成为各大机构重要布局阵地，如三星医疗武汉、长沙均已开店，顾连医疗开展康复养老服务，三真康复实在长沙设有 3 所康复医疗机构、5 家卫生服务中心。**华南市场、西南市场有待进一步开拓。**如顾连集团已经在以四川为中心的西南区域广泛布局，新风医疗旗下易得康布局华南区域，三星医疗已在华南西南地区已经注册部分机构、陆续发展。总体来看，一二线城市和经济水平较高的地区为康复医疗成长的优质土壤，各地区形成区域市场竞争，而目前全国性连锁医疗集团仍然较少。

表 7：优质民营康复医疗机构

区域	医院名称	医院简介	医院特色
华东	江苏钟山老年康复医院	资方和江苏省人民医院合作建立的非营利性康复专科医院，南京医科大学和钟山职业技术学院的教学医院，江苏省首个通过国际康复行业 CARF 认证的康复专科医院	脊髓康复专科
华南	深圳龙城医院	集医疗、康复、预防、科研教学为一体，以康复为主、内外妇儿科为辅的三级甲等康复医院，设有先进的层流生物洁净手术室、重症监护病房，配备 GE1.5T 核磁共振、联影 64 排 CT 等设备	言语吞咽康复、疼痛康复、神经康复
华中	湘雅博爱康复医院	中部地区最大的康复医学中心，首批获得国家临床重点专科建设的民营康复医院。2017 年作为中部首家获得国际康复质量认证委员会（CARF）三年期认证，与湘雅医院资源共享	神经康复科、骨与关节康复科、脊柱康复科、脊髓损伤康复科、重症康复科等
华中	长沙三益康复医院	二级康复专科医院，设置齐全，拥有康复科病床 85 张，综合内科病床 40 张（HDU 病房 5 张），疼痛科病床 24 张	重症康复、神经康复、疼痛康复
华东	金华康复医院	按国家三级康复医院标准设计和建设，医院配备大型医疗设备，康复评定和治疗矫正设备设施齐全，康复医学科和老年医学科为	重症康复、慢创康复、脑卒中康复

市级重点医学建设学科。

数据来源：医院官网，毕马威《中国社会办康复医疗 50 企业报告》，东吴证券研究所

3.3. 重症康复门槛较高，铸造康复医院核心竞争力

重症康复专业门槛较高，对医疗团队和医疗设备要求高。重症患者最早是在 ICU、急诊科重症观察室以及相关临床专科（如神经内科/外科，心血管内科/外科，呼吸内科，骨科等创伤外科）接受救治，因此重症康复首先需要介入前移，与临床学科的救治同步。患者病情稳定后，需要从 ICU、重症监护病房转往临床科室的普通病房，实施进一步的全方位康复，“临床-康复一体化”模式是重症康复的核心体现。重症康复早期介入且患者病情稳定后，为了更好的满足康复需求，重症康复病房（HDU）应运而生。HDU 作为国内外康复医学的新方向，在硬件设施上，除了具备有 ICU 常备的抢救设备，更需要大型康复设备的接入；HDU 的医生、护士、治疗师等专业人士，更需要兼具 ICU 背景和康复背景。

由于 ICU 环境中患者通常处于高镇静状态，重症康复也需要采用多种治疗方式，各医疗人员协调不充分、治疗时间冲突、治疗理念冲突是重症康复实施的难点，在三级医院由于床位控制、ICU 和康复科不协调等因素更难实施。而克服这些难题需要多学科医生团队的努力，且依赖于除 ICU 原有医生和护士外的康复治疗师的数量、治疗水平和经验。相比于公立医院，重症康复的集束化治疗在民营医院更易实现、更加高效。而重症康复的学科建设与管理、医生团队搭建与合作也对医院综合实力提出更高要求。

表 8: 重症医学科建设与管理指南（2020 版）

科目	指南内容
病房建设	<p>功能用房面积与病房面积之比一般应达到 1.5:1 以上</p> <p>三级综合医院重症医学科的 ICU 病床数不少于医院病床总数的 5%，二级综合医院重症医学科的 ICU 病床数不少于医院病床总数的 2%。二级以上（含二级）专科医院应根据实际工作需要确定重症医学科的病床数。ICU 的床位使用率以 75% 为宜。全年床位使用率平均超过 85%</p> <p>ICU 内单间病房的使用面积不少于 18 平方米，多人间病房应保证床间距不少于 2.5 米</p> <p>ICU 应根据需要，设置一定数量的正压和负压病房。其中，负压病房的设计应符合收治传染性疾病重症患者的要求有条件的医疗机构可根据情况设置重症过渡病房(highdependency unit, HDU)，收治病情相对稳定的重症患者，由重症医学科统一管理。HDU 病区的空间设置可参照 ICU 标准，并在人员和设备配齐后可升级为标准的 ICU，以应对重大突发公共卫生事件重症救治的需求</p>
人员配备和技术要求	<p>重症医学科医师人数与床位数之比不低于 0.8:1，护士人数与床位数之比不低于 3:1</p> <p>HDU 配备医师人数与床位数之比不低于 0.5:1，护士人数与床位数之比不低于 2:1</p>
设备配置	<p>ICU 的诊疗设备配置：</p> <p>（一）ICU 应该配置不间断电源系统，功率至少满足病房的照明和诊疗设备的应急需要，维持 1 小时以上</p> <p>（二）每床配置完善的功能设备带或功能架，每张病床至少配置 18 个电插座，氧气、压缩空气和负压吸引接口各两套；提供电、医用氧气、压缩空气和负压吸引等功能支持</p> <p>（三）配置适合 ICU 使用的病床，配备防褥疮床垫</p> <p>（四）每床配置床旁监护系统，进行心电、血压、脉搏氧饱和度、有创压力监测等基本生命体征监护。为便于安全转运患者，每个 ICU 病区至少配置便携式监护仪 1 台</p> <p>（五）每床配置 1 台常规呼吸机；每个 ICU 病区应另外配置至少 1 台常规呼吸机备用。每床配置简易呼吸器（复苏呼吸气</p>

囊)。为便于安全转运患者，每个 ICU 病区至少应配置便携式呼吸机 1 台。根据需要配置适当数量的高流量氧疗仪和无创呼吸机

(六) 每床均应配置输液泵、微量注射泵和肠内营养输注泵，其中微量注射泵每床 4 套以上

(七) ICU 应配置心电图机、血气分析仪、除颤仪、血液净化仪、连续性血流动力学监测设备、心肺复苏抢救装备车(车上备有喉镜、气管导管、各种接头、急救药品以及其他抢救用具等)、超声诊断仪、临时体外起搏器、支气管镜及清洁消毒设备、物理排痰装置、电子升降温设备、用于血栓预防的气动加压泵等；根据临床需要决定具体配置的数量。

(八) 颅内压、脑电监测设备，主动脉内球囊反搏(IABP)设备、体外膜氧合(ECMO)设备、重症康复器械等设备，根据临床需要进行配置

(九) HDU 病床的功能设备带或功能架、监护仪等固定设备配置按照 ICU 病床配置标准执行；诊疗设备根据临床需要配置，也可以与 ICU 共享使用

重症医学科收治以下患者：

(一) 急性、可逆、已经危及生命的器官或者系统功能障碍或衰竭，经过严密监护和加强诊疗短期内可能得到恢复的患者

(二) 存在各种高危因素，具有潜在生命危险，经过严密的监护和有效诊疗可能减少死亡风险的患者。

(三) 在慢性器官或者系统功能不全的基础上，出现急性加重且危及生命，经过严密监护和诊疗可能恢复到原来或接近原来状态的患者。

(四) 重大突发公共卫生事件的重症患者。

(五) 其他适合在重症医学科进行监护和诊疗的患者。

收治范围

慢性消耗性疾病、不可逆性疾病和不能从加强监测治疗中获得益处的患者，一般不是重症医学科的收治范围。下列病理状态的患者应当转出重症医学科，到其他专科继续治疗：

(一) 器官或系统功能衰竭已基本纠正或接近原来的功能状态，无需生命支持治疗者。

(二) 患者和(或)家属不同意继续在重症医学科诊疗者。

(三) 病情状况不能从继续加强监护诊疗中获益者。

数据来源：《重症医学科建设与管理指南(2020版)》，东吴证券研究所

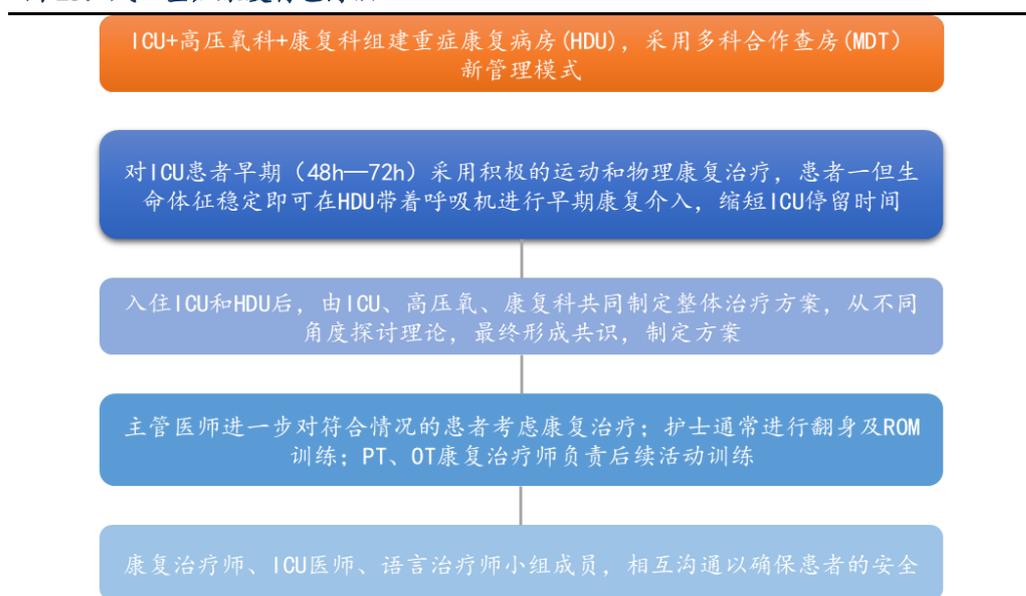
4. 三星医疗：连锁扩张模式成熟，重症康复先发优势显著

4.1. 以重症康复为特色，走差异化、连锁化、品牌化发展之路

三星医疗业务以重症康复为特色，探索 ICU、康复、高压氧深度融合之路。公司旗下康复医院探索“高压氧+ICU 治疗+康复”的康复新模式，充分利用早期治疗的黄金时间，率先开展氧舱内呼吸机支持技术与带呼吸机康复训练，显著提高重症患者愈后康复，重建患者品质生活。

以浙江明州康复医院为例，首创 HDU 重症康复管理，探索“高压氧+ICU 治疗+康复”前沿。浙江明州康复医院成立于 2016 年，在刘院长文院长的带领下，首创 HDU 重症康复管理，在省内率先开展了高压氧舱内呼吸机支持技术，制定了重症康复集束化治疗方案及 HDU 管理质量评价标准。根据医院官网，截止目前浙江明州康复已收治病人 3000 余例，包括颅脑损伤患者、呼吸衰竭患者、心力衰竭患者、高位脊髓损伤患者、骨关节康复患者、神经康复患者、G—BS 脱机困难患者、急性脊髓炎患者等。浙江明州康复医院走出“高压氧+ICU 治疗+康复”的康复新模式，与公立三甲医院有效协同，走出差异化、连锁化、品牌化的康复专科医院发展道路。

图 25: 成人重症康复特色疗法



数据来源：医院官网，东吴证券研究所

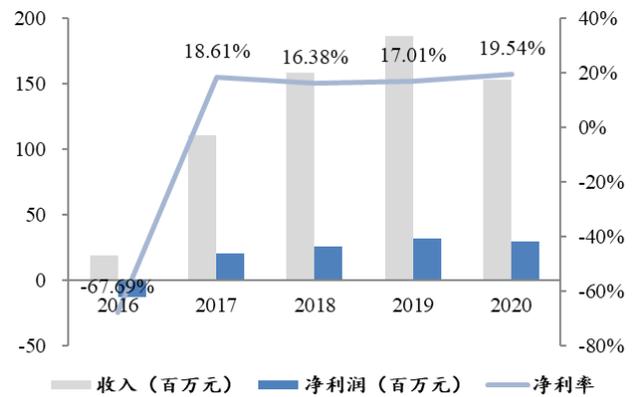
浙江明州医院床位规模约 430 张，占地 17 亩，各类卫生技术人员 300 余人。医院以重症康复、儿童重症康复为特色学科，拥有以金国荣院长、刘院长文副院长为带头人的专业医疗人才梯队。浙江明州康复医院于 2016 年开业经营，2016 年实现营业收入 1877 万元，2017 年即实现收入 1.11 亿元、净利润 2059 万元，2020 年净利率提升至 19.54%。

图 26: 浙江明州康复医院图片介绍



数据来源: 医院官网, 东吴证券研究所

图 27: 浙江明州康复医院经营数据



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 9: 浙江明州康复医院简介

特点	介绍
学科特色	重症康复、儿童重症康复为重点建设学科; 重症康复病房配有床位 59 张, 主要服务早期脑复苏康复、重型颅脑损伤早期康复、呼吸衰竭康复、高位脊髓损伤早期康复、ICU 获得性肌无力早期康复等患者的治疗; 儿童重症康复病房配有床位 43 张, 主要解决急性脊髓炎, 急性横贯性脊髓炎, 脑干脑炎, 心肺复苏后脑缺血缺氧综合症, G-BS 脱机困难, 脑瘫等儿童患者的治疗
专家团队部分列示	<p>金国荣: 主任医师, 院长, 担任海军耳鼻咽喉头颈外科专业委员会副主任委员等多项社会职务, 从事耳鼻咽喉头颈外科临床工作 34 年;</p> <p>刘长文: 主任医师, 副院长, 担任华东地区危重病急救医学专业协作委员会常委等多项社会职务, 首创 HDU 重症康复管理, 在省内率先开展了高压氧舱内呼吸机支持技术, 制定了重症康复集束化治疗方案及 HDU 管理质量评价标准;</p> <p>姚明松: 主任医师, 担任中华医学会航海医学分会委员等多项社会职务, 从事大内科工作 30 年, 在心内科领域有丰富经验;</p> <p>姜坤: 康复科主任, 担任浙江省物理医学与康复治疗技术委员等社会职务, 擅长神经系统康复、骨折术后康复和早期重症康复等;</p> <p>沈时元: 副主任医师, 在部队医院从事临床工作近 30 年, 擅长各种复杂创面的修复、颈椎病和腰腿病的治疗以及肛周疾病的诊治;</p> <p>梁恒: 副主任医师, 担任中华医学会航海医学分会青年委员, 擅长心脏术后监护治疗和各种危重病患者的抢救</p>
荣誉及认证	艾力彼医院管理研究中心“2019 届康复医院 50 强”排行榜第 32 (非公性质第 10); 2022 年 1 月通过三年期 CARF 国际认证 (浙江省第三家、杭州市第二家)

数据来源: 医院官网, 东吴证券研究所

重症康复承接刚性需求溢出, 与公立医院建立稳定合作关系。随着脑科、神经内外科、术后病人的刚性康复需求释放, 以及在 DRGs 支付方式推行、分级诊疗体系建设完善下, 大三甲医院、大型综合医院将趋向于加快病人周转, 而公立医院 ICU 与康复科室相对独立, 大量亚级重症康复医疗需求溢出。三星医疗旗下明州系康复医院, 在重症监护病房 (ICU)、重症康复病房 (HDU)、高压氧康复治疗、神经康复科等专业壁垒高的康复学科领域, 形成资深医疗团队、先进配套设备、专业诊疗方案, 与公立医院形成稳定的转诊机制及接续康复治疗, 实现医疗资源有效配置。

考虑到二三线城市经济水平与医疗资源状况，参考长沙明州康复医院，我们估算 300 张床位规模的二级专科康复医院在筹建期需要投入 4000 万元左右；达到稳定发展阶段的床位利用率约 85%，营业总收入规模约 1.3 亿元，净利率约 15%。

表 10: 康复专科医院（300 张床位规模）开业后的单店模型

单位: 万元	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年及永续
占床数量	90	135	165	195	210	225	240	249	255
总床数量	300	300	300	300	300	300	300	300	300
病床有效使用率	30%	45%	55%	65%	70%	75%	80%	83%	85%
床日均费用(元)	600	1000	1332	1604	1547	1606	1545	1555	1555
住院收入	1863	4658	7582	10793	11212	12466	12795	13356	13678
增长率			63%	42%	4%	11%	3%	4%	2%
门诊收入	7.00	12.60	25.20	42.84	47.12	50.89	54.97	58.81	62.34
增长率		80%	100%	70%	10%	8%	8%	7%	6%
一、营业收入	1870	4670	7607	10836	11259	12517	12849	13415	13741
变动成本	1029	2101.55	3423.32	5714.66	6103.69	6775.24	6938.71	7244.23	7419.93
占收入比例	55%	45%	45%	53%	54%	54%	54%	54%	54%
固定成本	561	700.52	988.96	1300.28	1125.87	1251.73	1112.07	1161.04	1189.19
占收入比例	30%	15%	13%	12%	10%	10%	9%	9%	9%
二、营业成本	1590	2802.06	4412.28	7014.94	7229.56	8026.98	8050.78	8405.26	8609.12
三、毛利	274	1855	3169.90	3777.92	3982.00	4439.44	4743.72	4951.16	5069.14
毛利率	15%	40%	42%	35%	35%	35%	37%	37%	37%
销售费用	600	600	760.74	1408.64	1238.46	1251.73	1156.45	1207.37	1236.65
销售费用率			10%	13%	11%	10%	9%	9%	9%
管理费用	600	800	1445.40	1191.93	1125.87	1251.73	1284.95	1207.37	1236.65
管理费用率		20%	19%	11%	10%	10%	10%	9%	9%
财务费用	160	160	160	-	-	-	-	-	-
信用减值损失									
公允价值变动净收益									
投资净收益									
资产处置收益									
其他收益									
四、营业利润	-1087	295	803.76	1177.35	1617.68	1935.98	2302.32	2536.42	2595.83
加: 营业外收入			-	-	-	-	-	-	-
减: 营业外支出			25	30	35	35	35	35	35
五、利润总额	-1087	295	778.76	1147.35	1582.68	1900.98	2267.32	2501.42	2560.83
减: 所得税费用		50.2	132.39	195.05	269.06	323.17	385.44	425.24	435.34
六、净利润	-1087	245	646	952	1314	1578	1882	2076	2125
净利率		5%	8%	9%	12%	13%	15%	15%	15%

数据来源: 东吴证券研究所估算

4.2. 体外基金培育医院实现全国版图扩张，康复专科连锁扩张模式跑通

公司大股东奥克斯集团自 2002 年开始涉足医疗产业，积极探索民营资本办医的特色道路，是国内较早的社会资本办医企业之一。公司旗下宁波明州医院（后更名浙江大学明州医院）于 2006 年正式开业，是奥克斯最早全资投资的旗舰医院，目前已成长为国内知名的大型综合性现代化民营医院之一。

奥克斯于 2014 年成立医疗集团，奥克斯医疗现为三星医疗旗下开展医疗投资、医院建设及运营管理等医疗服务为核心的健康事业平台，现投资及运营 35 家医疗机构，包括 1 家医学院、4 家综合医院、30 家专科医疗机构，其中主要为康复专科医院。奥克斯医疗立足于浙江省，目前已经完成江苏、江西、福建、湖南、湖北等省市的医院布局，也正在上海、成都等地区继续扩张，未来将通过托管、并购、合作、合资、新建等多种发展模式，依托名校、名院、名医的优质资源，以实现医疗版图扩张。

图 28: 奥克斯医疗布局



数据来源：奥克斯官网，东吴证券研究所

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。

表 11: 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	2018/12/29	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、运动系统康复等为重点专科特色
武汉明州康复医院	华中	已开业	2018/9	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多学科协作为治疗模式
南京明州康复医院	华东	已开业	2018/10	240	480+	—	二级 专科	重症康复为特色，康、养、体检、慢病管理一体化
泰州明州康复医院	华东	已开业	2019/4	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	2019/6	247	520+	2.1万	二级 专科	设置重症医学病房（ICU、HDU），高压氧中心，以现代康复为专注，重症康复为特色，集医、康、养于一体
长沙明州康复医院	华中	已开业	2019/7/31	—	350+	15000+	二级 专科	以高压氧康复治疗、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	2019/9/18	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	2021/5	—	325	15300	二级 专科	以重症医学病房（ICU、HDU）、高压氧中心为特色，以现代康复为专注，集医、康、养于一体
余姚明州康复医院	华东	已开业	2021/9	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
上海明州甬嘉康复医院	华东	已开业	2021/9	一期 131	—	11708	二级 专科	以脑科重症、神经康复、骨与关节康复、肿瘤康养和老年康复护理为特色，打造高依赖康复病房（HDU）
宁波北仑明州康复医院	华东	已开业	2020/10	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、肿瘤康养、安宁疗养等科室
泉州明州康复医院	华东	已开业	2021/6	210	500	35347.17	二级	以重症康复为特色，骨关节、神经、儿童、心肺、肿瘤、疼痛康复等为重点
衢州明州医院	华东	已开业	2021/1/4	300+	—	—	二级 专科	以重症康复、高压氧治疗为特色，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	2021/12/29 (获得执业)	500	—	1.67万	二级 专科	以重症康复、高压氧治疗为特色，集监护、治疗、护理和康复为一体
杭州明州姑娘桥 康复医院	华东	已开业	2022/3/17 (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	2022/2/28	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
南京瑞霞明州康复医院	华东	已开业	2021/12/28 (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、医学影像科等
重庆明州康复医院	华南	已注册	2017/10/23 (注册成立)	—	310	—	二级 专科	以重症、大内科、骨科、神经康复为主
深圳明州康复医院	华南	已注册	2020/3/13 (注册成立)	—	—	—	二级 专科	—
乐清明州康复医院	华东	已注册	2020/8/5 (注册成立)	—	—	—	二级 专科	—
上海明州中南康复医院	华东	已注册	2021/4/26 (注册成立)	—	—	—	二级 专科	—
瑞安明州康复医院	华东	已注册	2021/7/23 (注册成立)	—	—	—	二级 专科	—
绍兴明州康复医院	华东	已注册	2022/3/31 (注册成立)	—	—	—	二级 专科	—
常熟明州康复医院	华东	已注册	2022/7 (计划开业)	—	284	—	二级 专科	—
南通明州康复医院	华东	已注册	2018/5/19 (注册成立)	—	—	—	二级 专科	—
湖北明州脑康康复医院	华中	已注册	2022/4/26 (注册成立)	—	—	—	二级 专科	—

数据来源：医院官网，东吴证券研究所

收购体外成熟医院，增厚上市业绩，保证医疗业务稳健扩张。公司于康复领域的

连锁扩张，主要通过收购奥克斯医疗集团参股的股权投资平台培育的康复专科医院，形成“体外培育—赢利点—收购—扩建”模式，连锁化道路清晰，一方面有利于直接增厚上市公司业绩，另一方面保证医疗业务板块的稳健扩张。

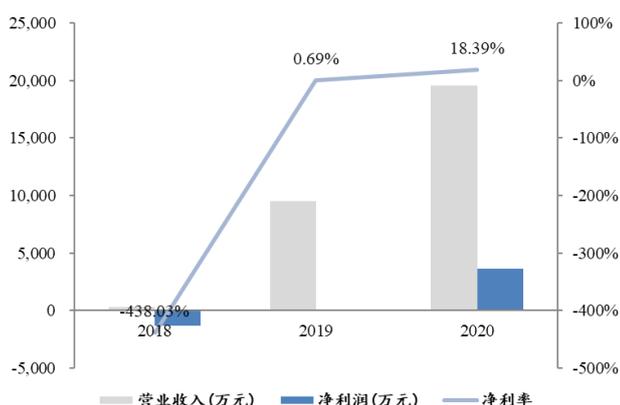
以公司于 2021 年完成收购的杭州明州脑康康复、南昌明州医院 2 家医院为例，医院业务模式均以重症康复住院为主、门诊为辅，诊疗服务主要针对颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机高压氧与康复训练，以及老年病及晚期肿瘤的康复治疗。其中，杭州明州康复同时提供颅骨修补等外科手术。医院在开业后的几个月时间内开通医保资质，在开业后的 1-2 年时间内实现盈亏平衡。医院被并入上市公司之际，正处于盈亏平衡过后的盈利爬升阶段，将有望在并购完成后，为公司贡献业绩增长。

表 12: 公司 2021 年收购的 2 家医院概况

	杭州明州康复	南昌明州康复
设立时间	2017 年 9 月 29 日	2017 年 6 月 22 日
开业时间	2018 年 9 月 6 日	2018 年 9 月 19 日
医保开通时间	2019 年 2 月 21 日	2019 年 7 月 3 日
医院等级	二级康复专科医院	二级康复专科医院
开展的诊疗服务业务	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机行高压氧与康复训练，同时提供颅骨修补等外科手术	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机行高压氧与康复训练，以及老年病及晚期肿瘤的康复治疗
经营模式	以重症患者住院康复为主，门诊为辅	以重症患者住院康复为主，门诊为辅

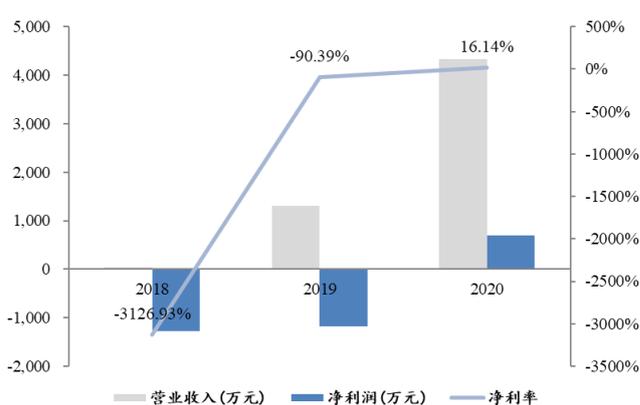
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 29: 杭州明州脑康康复医院营业收入及利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 30: 南昌明州康复医院营业收入及利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

浙江明州康复成立时间较早，运营更为成熟，因为净利率相对略高。其中南昌明州康复的单床利润指标相对低，主要因收入规模效应尚未体现所致。南昌明州康复医院可容纳床位数 276 张，2020 年日平均床位使用数为 96 张，21 年初开放新病区增加

开放床位 99 张，未来仍有较大的提升空间，我们预计随着疫情的缓解、医院口碑提升，医院就诊人数将有较大提升，实现盈利持续增长。

表 13: 公司 2021 年收购 2 家医院及浙江明州康复医院的 2020 年经营指标

医院	床位数量 (张)	营业收入 (万元)	单床营收 (万元)	净利润 (万元)	单床利润 (万元)	净利润率
杭州明州康复	485	19,594.08	40.40	3,603.33	7.43	18.39%
南昌明州康复	129	4,331.02	33.57	699.00	5.42	16.14%
浙江明州康复	422	15,310.73	36.28	2,992.19	7.09	19.54%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

以公司于 2022 年公告并购的 5 家医院为例，南京、武汉、长沙、常州、宁波北仑明州康复医院的总床位数均在 200 张以上，大多处于盈亏平衡之后、床位利用率仍在提升、盈利能力提升的快速发展阶段。其中，常州明州康复医院将分别于 2022 年、2023 年增加 56 张、102 张床位，武汉明州康复、南京明州康复医院将分别于 2023 年、2024 年继续增加 30 张、20 张床位，助力医院规模进一步扩张。

表 14: 公司 2022 年公告收购 5 家康复医院的 2021 年经营指标

医院	总床数量	床位有效 使用率	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	单床收入 (万元)	单床利润 (万元)	净利率
南京明州康复医院	353	65%	10,913	1,114.87	48	4.86	10.2%
武汉明州康复医院	337	62%	8,875.95	1,071.93	42	5.13	12.1%
长沙明州康复医院	274	42%	5,343.58	194.9	46	1.69	3.6%
常州明州康复医院	287	80%	8,292.97	20.76	36	0.09	0.3%
宁波北仑明州康复医院	270	27%	2,422.04	-269.87	33	-3.70	-11.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 宁波明州医院单体规模达十亿元，作为旗舰医院输出品牌与资源

宁波明州旗舰医院品牌形成，有望为新建医院输出管理人才与管理经验等。宁波明州医院自 2006 年开业运营，是浙江省内规模最大、标准最高的大型综合性医院之一，也是浙江省最早开展重症康复和高压氧舱内呼吸机支持治疗的医院之一，先后荣获“全国最具价值民营医院”等称号。宁波明州医院在运营管理、人才培养等方面具有丰富的经验积累，可为后续医疗产业拓展提供管理经验和管理人才等，为新建医院输出医疗资源与赋能。

宁波明州医院开设康复时间长，重症康复优势突出。宁波明州康复医院是浙江省最早开展重症康复和高压氧舱内呼吸机支持治疗的医院之一，现有 4 个康复病区，216 张床位，同时设高压氧治疗区、运动治疗区、作业治疗区、言语吞咽治疗区、针灸治疗区、理疗区、熏蒸区、支具室、评定室等，拥有 3 舱 7 门共 44 个舱位的空气加压舱群，是国内少数拥有大型氧舱群的单位之一，在重症康复领域具有深厚积累与超强实力。

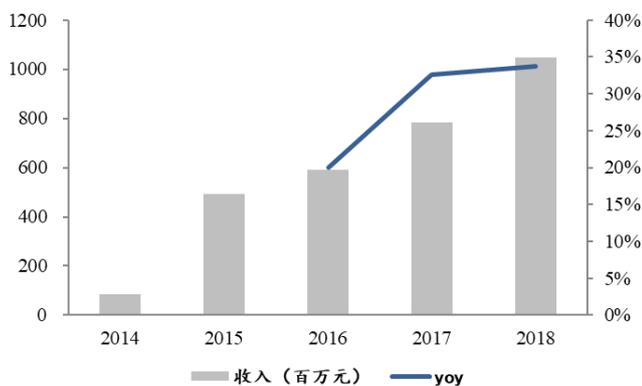
表 15: 宁波明州医院简介

要点	内容
发展历程	按三级甲等医院标准投资建设, 现已发展成为集医疗、保健、预防、康复、教学为一体的大型综合性医院; 2015 年挂牌浙江大学明州医院, 2017 年增挂鄞州妇女儿童医院
并入方式	2015 年通过子公司奥克斯医院投资以 8 亿元收购控股股东旗下宁波明州医院 (2006 年成立)
重点学科	骨科、妇产科、普外科、围产医学是浙江省非公特色学科, 围产医学是宁波市县共建重点学科, 妇产科为浙江省住院医师规范化培训基地
专家团队部分列示	<p>徐荣明, 主任医师, 享受国务院津贴专家, 获 2018 年度国家科学技术进步奖二等奖, 中华医学会骨科分会脊柱外科学组委员等, 多个国内外杂志编委等。在国内外权威杂志上发表论 100 余篇, 其中 SCI 收录 92 篇。在浙江率先开展了脊柱外科的高难度手术, 处于国内先进, 部分技术项目达到世界先进水平, 曾获多个奖项。</p> <p>谷广辉, 主任医师, 从事新生儿科临床工作 19 余年, 现任中华医师协会新生儿分会会员, 省级新生儿心肺复苏培训师, 浙江省医师协会新生儿分会委员等。发表国家级以上医学专业论文 13 篇, 参与儿科著作 1 部。</p> <p>杨玉波, 副主任医师, 原于解放军第 113 医院(现 906 医院)从事呼吸与重症医学科工作 20 年, 擅长脑科(脑外伤、脑中风等)重症康复、脊髓损伤、心肺功能、慢病康复治疗;熟悉掌握危急重症的抢救、呼吸系统、心脑血管疾病、消化系统常见病的诊断和治疗, 对人工气道管理、支气管镜检查、机械通气的临床应用有着丰富的临床经验。</p>
规模	医院占地面积 140 亩, 建筑面积 17 万平方米, 核定床位 900 张, 职工 1800 余人
荣誉	获“国家科学技术进步奖二等奖”、“宁波市母亲安全金奖”、“中国最具价值民营医院”、“全国改革创新企业医院”“诚信民营医院”、“浙江省平安医院”“宁波市品牌百强”等多项荣誉

数据来源: 医院官网, 东吴证券研究所

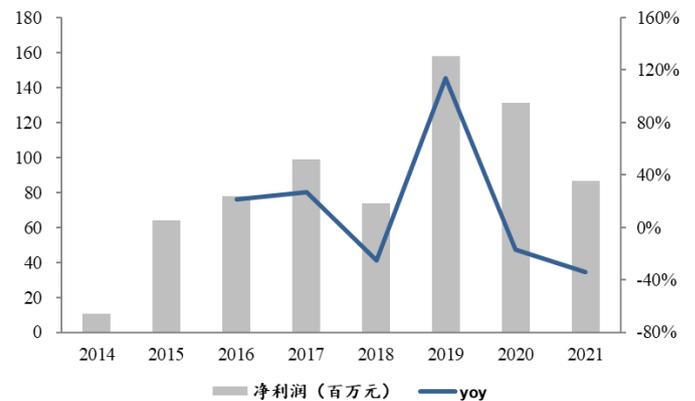
宁波明州医院单体规模超十亿。公司于 2015 年收购宁波明州医院, 2015-2017 年, 宁波明州医院净利润增速较快; 2018 年由于医院二期投建及招募较多医疗人才, 导致利润端下滑; 2019 年净利润大幅提升, 主要是公司 2018 年扩建完成带来的效益凸显所致; 2020 年、2021 年医院归母净利润下滑主要系受疫情影响。我们认为医院进入稳定发展期, 单体医院有望实现 0.9 亿元左右的稳定利润贡献。

图 31: 宁波明州医院收入情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 32: 宁波明州医院归母净利润情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.4. 抚州医学院计划招生规模 1.5 万人，建立医疗人才后备军

2015 年 4 月 20 日，公司下属子公司宁波奥克斯医院投资管理有限公司与南昌大学抚州医学院签订了《南昌大学抚州医学院与宁波奥克斯医院投资管理有限公司共建“南昌大学附属抚州医院”协议书》，约定由奥克斯医院投资独家投资 10 亿元建设南昌大学附属抚州医院（抚州明州医院）。

抚州明州医院是一家集医疗、教学、科研和预防保健、康复为一体的现代化大型综合性医院。项目选址位于江西省抚州市新城区，毗邻南昌大学抚州医学分院，交通便捷。医院总规划占地面积约 170 亩，设计床位 1000 张，其中一期开放床位 500 张，公司预计将于 2023 年投入使用。

2020 年公司公开竞得抚州医学院的举办权，并于 2020 年 5 月与抚州市人民政府签订《关于南昌大学抚州医学院办学改制（筹建抚州医学院）合作协议》，约定由公司全资子公司宁波奥克斯医学教育投资管理有限公司投资不少于 8.25 亿元建设抚州医学院，力争在 2023 年将抚州医学院建设成为非营利性民办本科院校，本科独立设置通过后在校生规模逐渐发展到 15000 人。并依托南昌大学优质资源，打造一所“名医汇集、学科齐全、特色鲜明”的医学教育和医学研究中心，实现医学教研一体化。

抚州医学院由江西省政府批准设立，为非营利性民办学校。现有校园土地面积 789.95 余亩，全日制在校生 7278 人。学校内设基础医学院、临床医学院、护理与康复学院等院部，开设 8 个本科专业、9 个专科专业，形成以临床医学、口腔医学、护理学、药学、医学影像和康复治疗学专业为主，相关学科协调发展的学科专业体系。未来抚州医学院与抚州明州医院协同发展，有望为公司打造康复医疗人才后备军与科研学术基地，为康复医疗输送更多医疗人才。

图 33: 南昌大学抚州医学院



数据来源：医院官网，东吴证券研究所

图 34: 抚州明州医院建设规划图



数据来源：奥克斯公司官网，东吴证券研究所

公司依托“名校、名院、名医”的“三名模式”，为公司医疗体系源源不断输入管理和专业优秀人才，做大做强康复医疗品牌。公司持续引进学科负责人、学科带头人，持续加强特色学科建设；积极推行合伙人计划，搭建医生团队创业平台，共享事业发

展成果。例如常州明州康复医院的院长及部分医生来自于原常州解放军 102 医院核心人才；武汉明州康复医院荟聚华中科技大学同济医学院与武汉大学医学部多名临床学科知名专家，受聘多名武汉同济、省人民医院相关学科专家等。2021 年 11 月，奥明医疗集团和杭州医学院康复学院达成合作共识，通过建立实训教育基地、康复订单班、就业安置等模式展开合作。2020 年，医疗基金旗下奥明医疗开展耗时 9 个月的医务/护理康复 P 系列班，使得医务人员康复知识、专科学技术、综合素质都得到进一步提高。

5. 夯实智能配用电业务，海外市场打开空间

5.1. 电表更新换代与电网建设加快，智能配用电市场规模稳健扩张

存量换新与增量需求驱动，国内智能配用电市场规模稳健扩张。中国已成为全球最大的智能电表消费市场，国内智能电表行业发展较为成熟，随着中国电网的建设与改造，智能电表将迎来新一轮的快速提升期。从 2010 年起，我国全面推进智能电表安装应用，截至 2018 年共安装 5.54 亿只智能电表，智能电表大规模轮换是市场需求的主要来源，电表更换周期一般为 5-8 年，2020 年我国智能电表的市场需求已超 5000 万只。另一方面，新增城镇/农村住宅、新增工业用户的安装需求也将带来增量需求。国家电网在《2020 年重点工作任务》中提出全力推进电力物联网高质量发展和挖掘智能电表非计量功能的要求，为物联网定制开发的新一代物联表迎来了广阔的市场。

全球电能表更新换代持续推进，海外市场空间广阔。根据 Markets and Markets 的预测，2017-2022 年期间，全球智能电网投资将由 208.3 亿美元增至 506.5 亿美元，年均复合增长率为 19.40%，智能电网得到大范围的部署和发展将促进智能电表市场的快速发展。随着全球包括发达经济体和发展中国家均在进行电能表的更新换代，海外市场空间广阔。

2022 年电网投资破 5000 亿元，国内智能配用电市场规模进一步扩大。配电网建设方面，近期国务院办公厅公布了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，明确提到要加快推进跨省跨区输电，优化完善各省份电网主网架构。国家主干电网建设与改造带来的巨额投资为输配电设备行业的发展奠定了坚实基础。国家电网建设和城市化建设及农村电网改造进程的加快，将为国内电网配套企业带来新的机遇。2022 年 1 月，国家电网召开年度工作会议，计划 2022 年电网投资达 5012 亿，同比增长 8.84%，首次突破 5000 亿，国内智能配用电市场规模有望进一步扩大。

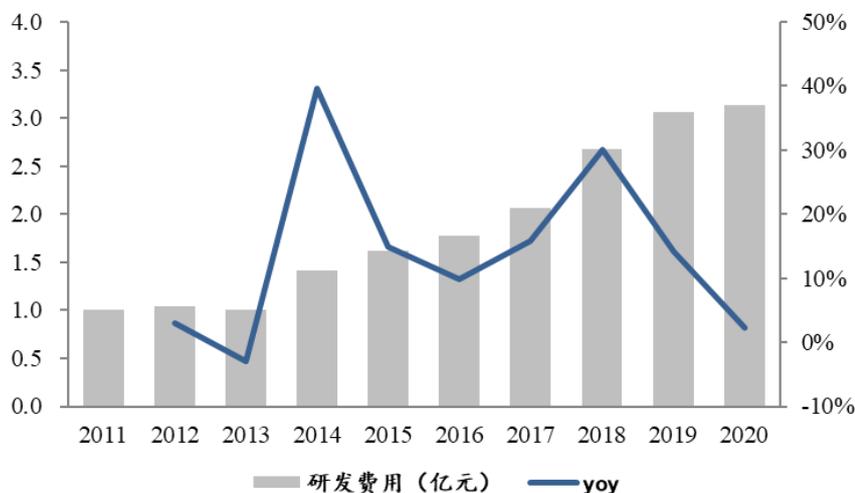
5.2. 公司行业龙头地位稳固，智能配用电业务有望稳健贡献业绩

三星医疗围绕智能电网、电力物联网发展，深挖智能配电、用电两大领域，主营业务贯穿电力物联网感知层、网络层和应用层，涵盖智能计量、用电信息采集终端、智能用电信息管理系统、新能源产品、智能开关设备、智能配电系统、电力箱、配网自动化、智能充电设备等，覆盖了智能配用电全产业链的产品线，是我国领先的智能配用电整体解决方案提供商。

持续创新、卓越制造、信息化管理，精益品质带来品牌优势。2011-2021 年三星医疗研发费用稳步增长，年复合增长率达 11.28%。公司坚持“创新是基石，品质是灵魂”的核心理念，追求品质百分百、服务百分百。公司拥有一流的制造设备和先进的信息化管理系统，通过完善的品质质量管控体系，打造行业领先的 CNAS 认证实验室，完善智能化的品控装备、信息化的过程监控以及质量追溯机制，实现了品控从设计到挂

网全流程覆盖的目标。三星牌电能表等产品在国家电网公司、南方电网公司以及其他电力用户中形成了良好的品牌效应，并在业内具有较高的知名度和美誉度。

图 35: 公司 2011-2021 年研发费用情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

国内市场渠道成熟，国际化营销网络逐步形成。公司国内国南网市场渠道成熟，近几年致力于推动产业全球化，海外国际化营销网络逐步形成，目前拥有 60 多个国家的忠实合作伙伴，是业内国内外市场营销及售后服务网络最广、最具竞争力的生产厂家之一。公司不断深化海外战略，围绕坚持国际化路线，借力“一带一路”政策推进海外制造、海外销售策略，积极布局海外合资建厂，不断拓展海外市场，海外市场发展势头强劲。

6. 盈利预测与估值

关键假设

1、医疗服务业务：参考公司股权激励计划，假设 2023-2025 年公司每年并购 5 家医院、新建 5 家医院，估计 2022-2025 年公司医疗服务收入分别为 18.33、24.56、31.69、41.53 亿元，同比增速分别为 33.82%、33.96%、29.03%、25.00%；假设 2022-2025 年毛利率分别为 21.74%、23.74%、25.74%、25.74%。

2、智能配用电业务：随着全国范围内的电表更新周期及海外市场拓展保持稳健增长，假设 2022-2025 年智能配用电收入增速分别为 10%、15%、15%、15%；考虑到短期成本端影响因素逐步消退及公司持续创新产品与品质等，假设 2022-2025 年毛利率回升到 27% 左右。

3、融资租赁业务：按公司战略规划，此项业务将逐步收缩规模，但由于人力成本大幅减少，利润率保持较高水平，假设 2022-2025 年收入增速分别是-50%、-50%、-50%、-50%，毛利率保持在 90%。

表 16: 公司收入毛利拆分

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7092.71	7022.90	7956.77	9440.29	11168.49	13332.76
yoy	5%	-0.98%	13.30%	18.64%	18.31%	19.38%
毛利率	28.74%	25.37%	26.79%	26.77%	27.08%	26.96%
医疗服务						
营业收入	1,382.91	1370.00	1833.35	2455.86	3168.85	4153.49
yoy	-8.84%	-0.93%	33.82%	33.96%	29.03%	25.00%
毛利率	19.10%	20.74%	21.74%	23.74%	25.74%	25.74%
智能配用电						
营业收入	5,308.97	5382.65	5920.92	6809.06	7830.42	9004.98
yoy	12.02%	1.39%	10.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	29.35%	24.06%	27.06%	27.06%	27.06%	27.06%
融资租赁						
营业收入	302.88	157.94	78.97	39.49	19.74	9.87
yoy	-28.99%	-38.12%	-50.00%	-50.00%	-50.00%	-50.00%
毛利率	56.82%	93.74%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
其他业务						
营业收入	97.95	112.31	123.54	135.89	149.48	164.43
yoy	74.29%	14.66%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	44.90%	48.16%	48.16%	48.16%	48.16%	48.16%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 79.57/94.40/111.68 亿元，归母净利润分别为 8.40/10.99/14.36 亿元，对应当前市值的估值分别为 18/14/10 倍。其中，估计医疗服务业务板块 2022 年净利润约 1.6 亿元，2025 年有望达 3.8 亿元，2022-2025 年 CAGR 约 33%。考虑到公司智能配用电现金流业务有望在 2022 年以后恢复稳定增长，康复医疗业务未来业务扩张确定性较高。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17: 可比公司估值

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
医疗行业										
300015.SZ	爱尔眼科	2,228	23.23	29.52	38.44	49.89	96	75	58	45
600763.SH	通策医疗	506	7.03	8.07	10.70	13.74	72	63	47	37
1951.HK	锦欣生殖	158(港币)	3.40	5.24	6.41	7.81	39	26	21	17
6078.HK	海吉亚医疗	298(港币)	4.41	6.12	8.20	10.41	57	41	31	24
均值							66	51	39	31
电表行业										
600406.SH	国电南瑞	1,771	48.52	59.68	70.07	81.03	31	26	22	19
300360.SZ	炬华科技	64	2.93	3.07	4.07	5.19	20	16	12	10
601222.SH	林洋能源	173	9.97	10.57	14.69	18.18	19	13	10	9
000400.SZ	许继电气	197	7.16	8.87	10.28	11.88	27	23	19	16
均值							24	19	16	13

数据来源：爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖、海吉亚医疗为东吴证券研究所预测，其余为 wind 一致预期，预测时间为 2022.6.22，港元汇率为 2022.6.22 的 0.85，东吴证券研究所

7. 风险提示

1) 医院扩张速度或不及预期的风险;

公司的医院扩张来自于并购和自建，由于政策审批的不确定性、疫情可能影响基建进程等因素，公司的医院扩张速度存在不及预期的可能性。

2) 自建医院盈利提升或不及预期的风险;

公司将于 2022 年开始于上市公司体内自建康复医院，由于自建医院的盈亏平衡周期与当地经济水平、医院床位规模等因素有关，因此自建康复医院的盈利提升周期具有一定程度上的不确定性，存在盈利提升不及预期的可能性。

3) 医疗管理层团队变动的风险;

公司的主营包括智能配用电业务和医疗服务，由于公司起家于智能配用电业务，后续再通过收购医院进入医疗产业领域，因此医疗业务板块管理层团队对于医疗业务运营具有重要作用，而医疗团队板块管理层进入上市公司时间相对较短，存在管理层变动的风险。

4) 市场竞争加剧的风险。

由于普通康复医院的单院投资规模较小、进入门槛较低，并且康复医疗行业处于快速发展阶段，因此康复医院数量快速增加，市场竞争日趋加剧。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,892	8,957	10,590	12,487	营业总收入	7,023	7,957	9,440	11,168
货币资金及交易性金融资产	3,080	3,911	5,028	6,384	营业成本(含金融类)	5,241	5,825	6,914	8,144
经营性应收款项	2,587	2,665	2,903	3,127	税金及附加	47	53	57	67
存货	1,150	1,280	1,517	1,787	销售费用	515	504	522	562
合同资产	90	101	120	142	管理费用	335	428	479	511
其他流动资产	985	999	1,021	1,047	研发费用	294	333	395	468
非流动资产	6,974	6,971	7,129	7,434	财务费用	88	65	57	47
长期股权投资	2,045	2,104	2,164	2,224	加:其他收益	47	40	47	56
固定资产及使用权资产	1,527	1,627	1,710	1,796	投资净收益	204	239	283	335
在建工程	164	92	46	23	公允价值变动	104	0	0	0
无形资产	373	436	548	711	减值损失	-6	2	0	0
商誉	691	721	771	841	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	95	88	87	86	营业利润	851	1,032	1,348	1,762
其他非流动资产	2,079	1,903	1,803	1,753	营业外净收支	-4	0	0	0
资产总计	14,865	15,929	17,719	19,921	利润总额	847	1,031	1,348	1,763
流动负债	4,832	5,019	5,668	6,382	减:所得税	139	169	222	290
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,020	1,020	1,020	1,020	净利润	708	862	1,127	1,473
经营性应付款项	2,383	2,409	2,765	3,145	减:少数股东损益	18	21	28	37
合同负债	161	179	212	250	归属母公司净利润	690	840	1,099	1,436
其他流动负债	1,268	1,410	1,670	1,966	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.49	0.60	0.78	1.02
非流动负债	1,094	1,109	1,124	1,139	EBIT	639	815	1,074	1,418
长期借款	690	690	690	690	EBITDA	871	1,045	1,325	1,691
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.37	26.79	26.77	27.08
租赁负债	137	152	167	182	归母净利率(%)	9.83	10.56	11.64	12.86
其他非流动负债	267	267	267	267	收入增长率(%)	-0.98	13.30	18.64	18.31
负债合计	5,926	6,128	6,792	7,521	归母净利润增长率(%)	-27.83	21.76	30.76	30.76
归属母公司股东权益	8,873	9,713	10,812	12,248					
少数股东权益	66	87	115	152					
所有者权益合计	8,939	9,801	10,927	12,400					
负债和股东权益	14,865	15,929	17,719	19,921					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	199	902	1,324	1,682	每股净资产(元)	6.40	7.01	7.80	8.83
投资活动现金流	772	11	-124	-242	最新发行在外股份(百万股)	1,409	1,409	1,409	1,409
筹资活动现金流	-364	-82	-83	-84	ROIC(%)	5.04	6.07	7.34	8.74
现金净增加额	585	831	1,117	1,356	ROE-摊薄(%)	7.78	8.65	10.16	11.73
折旧和摊销	231	230	251	274	资产负债率(%)	39.87	38.47	38.33	37.75
资本开支	-294	-350	-449	-568	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.68	17.81	13.62	10.41
营运资本变动	-557	-174	-105	-98	P/B(现价)	1.66	1.52	1.36	1.20

数据来源:Wind,东吴证券研究所

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>