

2022年和2023Q1业绩增长符合预期，盈利能力提升

核心观点

公司2022年及2023Q1收入、利润增长均符合预期，盈利能力提升。短期来看，公司康复医疗板块加速扩张，医院爬坡期利润表现良好，智能配用电业务受益于国内智能电网改造和海外战略转型，两大板块均有望实现高速增长；长期来看，公司持续深耕康复医疗赛道，不断扩大经营规模及品牌知名度，有望打造长期竞争优势。

事件

2023年4月27日，公司发布2022年年报及2023年一季报

2022年，公司实现收入90.98亿元，同比增长29.55%；归母净利润9.48亿元，同比增长37.40%；扣非归母净利润10.59亿元，同比增长103.90%，EPS为0.67元/股。

2023年第一季度，公司实现收入22.48亿元，同比增长13.42%；归母净利润2.70亿元，同比增长63.84%；扣非归母净利润2.66亿元，同比增长31.68%，EPS为0.19元/股。

简评

2023Q1业绩增长符合预期，盈利能力稳定提升

2022年公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为90.98、9.48、10.59亿元，分别同比增长29.55%、37.40%、103.90%。在疫情及智能配用电业务的原材料成本上涨等因素叠加影响下，公司业务仍实现高速增长，全年业绩符合我们预期。公司归母净利润与扣非归母净利润增速差异较大，预计主要是因为套期保值锁铜、锁汇等因素产生的非经常性损益。22Q4公司实现营收21.97亿元（+14.46%）、归母净利润2.47亿元（+980.08%）、扣非归母净利润2.11亿元（+386.03%）。

分业务来看，2022年公司实现智能配用电业务收入68.09亿元（+26.50%），医疗服务业务收入20.65亿元（+50.74%），融资租赁及咨询服务业务收入0.65亿元（-58.67%）。公司医疗服务业务以重症康复为特色学科，业务受疫情影响不大，全年仍取得不错增长。2022年公司完成南京明州康复、武汉明州康复等5家医院的并表，并新建绍兴明州康复、宁波明州东部康复等5家康复医院。

三星医疗(601567.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC编号:S1440517050001

SFC编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC编号:S1440521070003

刘慧彬

liuhuibin@csc.com.cn

010-89136001

SAC编号:S1440523050001

发布日期：2023年05月30日

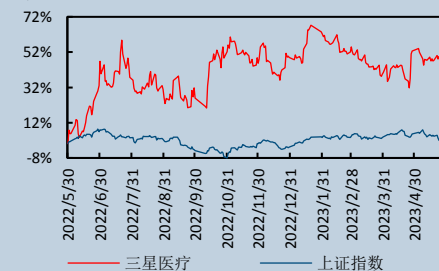
当前股价：13.38元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	-3.04/0.02	-2.69/-1.57	45.75/42.84
12月最高/最低价(元)			15.09/9.49
总股本(万股)			141,265.16
流通A股(万股)			139,491.33
总市值(亿元)			189.01
流通市值(亿元)			186.64
近3月日均成交量(万)			831.08
主要股东			
奥克斯集团有限公司			32.40%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-31 【中信建投医疗服务】三星医疗(601567): 季报表现亮眼，全年业绩有望保持高速增长
- 2022-08- 【中信建投医疗服务】三星医疗

分地区来看，2022 年公司国内收入 72.99 亿元（+25.19%），海外收入 16.40 亿元（+51.83%）。公司海外板块收入同比大幅增长，主要系利用“一带一路”政策实现海外规模的快速突破，推进“本地化、大客户、智能化”策略，通过海外投资建厂等方式，从销售实体产品转型升级为销售整体智能配用电解决方案。

2023Q1 公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 22.48、2.70、2.66 亿元，分别同比增长 13.42%、63.48%、31.68%，业绩增长符合预期。利润端增速远高于收入端增速，主要系毛利率同比提升 3.51 个百分点，受规模效应等因素驱动，医疗服务和智能配用电业务毛利率均有明显改善。2023Q1，公司智能配用电业务方面的累计在手订单 97.36 亿元，同比增长 31.31%，其中国内累计在手订单 58.51 亿元，同比增长 17.55%；海外累计在手订单 38.85 亿元，同比增长 59.42%。医疗服务业务方面，根据 3 月公司披露的拟收购公告，今年收购的 5 家医院即将落地，康复医疗的连锁布局稳步推进。

名校、名院、名医合作模式护航，康复医疗板块加速扩张

公司深耕康复医疗赛道，名校、名院、名医合作模式护航。公司深耕康复医疗赛道，确立了名校、名院、名医合作模式，护航康复医疗服务业务长期发展。名校方面，公司于 2020 年 5 月获得南昌大学“抚州医学院”的举办权，建成后有望持续为公司和行业输送人才。名院方面，公司旗下最大的宁波明州医院自 2006 年运营至今已 16 年，单体医院年营收已超过 10 亿元，规模、口碑均位于浙江省民营医院前列。名医方面，公司以合伙人机制与当地名医合作，引进以名医为核心的医生团队，充分发挥双方优势，促进资源分享、作业整合。

注重提升重症康复治疗水平，打造长期竞争优势。重症康复具备临床和卫生经济学意义，提升治疗水平有望打造核心竞争力。公司成立重症康复专业委员会，积极推进重症康复学科建设，依托专业力量促进学科规范化、专业化发展；公司注重提升医院重症康复内涵，筹建呼吸机脱机中心，为呼吸机脱机困难患者提供更加专业的治疗；引入共享轮椅、康复机器人等设备，进一步提升医院重症康复治疗水平。

持续引进、留住各类人才，激发员工工作热情。公司持续引进学科负责人，带动学科发展，并通过合伙人计划、股权激励计划等方式，更好地选育、留用各类人才、激发员工工作热情。公司在 2021 年 12 月通过第四期股权激励计划，向 189 名的医疗集团管理人员、核心骨干人员等授予 1746 多万股限制性股票，并设置具体业绩考核要求，目标值为 2022-2024 年医疗服务营业收入不低于 18.19 亿元/22.38 亿元/27.98 亿元，2022-2024 年每年新增项目医院数量不低于 10 家；触发值为 2022-2024 年医疗服务营业收入不低于 14.55 亿元/17.90 亿元/22.38 亿元，2022-2024 年公司新增项目医院数量不低于 8 家。

康复医院连锁布局持续推进，医院爬坡表现良好。2022 年公司新增 10 家康复医院，5 家收购、5 家新建，新增医院数量已达成全年股权激励目标。从三年目标扣非净利润的完成进度来看，2021 年收购的杭州明州康复医院、南昌明州康复医院分别完成 71%和 74%，2022 年收购的常州明州、武汉明州、南京明州、宁波明州、长沙明州分别完成 77%、45%、44%、42%、29%，爬坡期利润表现良好。

智能配用电业务收入加速，海外市场订单快速增长

替换周期叠加新标准开始推广，电表产业将迎来快速发展期，优势企业份额有望得到提升。旧表更换周期到来，产品替换需求增加。智能电表轮换周期一般为 8 年左右，我国从 2008 年到 2010 年期间大规模铺设的智能电表，现已陆续进入集中更换期，需逐年进行轮换。电表新标准开始推广，行业门槛提升，优势企业份额获得提升。我国在 2020 年 8 月出台新的电表标准，并于次年 8 月份发布规范。新标准下的电表除自动计量功能外，还将具备双向计量、在线监测、负荷管理等功能。新标准推广有利于优势企业份额提升，电表 CR10 企业

的电网招标份额从 2020 第一批的 31.36% 提升至 2022 年第一批的 41.44%。

2022 年上半年公司实施第五期股权激励计划，激励对象为 159 位公司及智能配用电相关业务所涉下属子公司的管理人员、核心技术人员，业绩考核目标为 2022-2024 年智能配用电扣非净利润分别不低于 5.91 亿元、7.72 亿元、10.00 亿元，分别同比增长 30%、30%、30%，彰显公司对业务发展的信心。

财务数据基本正常，费用控制良好

2022 年全年，公司综合毛利率为 28.88%，同比提升 3.51 个百分点，规模效应逐渐体现；销售费用率为 7.12%，同比减少 0.21 个百分点，基本维持稳定；管理费用率为 6.05%，同比提升 1.28 个百分点，主要由于股权激励成本分摊、非同一控制下企业合并 5 家康复医院及新设医院所致；研发费用率为 3.59%，同比减少 0.60 个百分点；财务费用率-0.16%，同比降低 1.42 个百分点，主要由于汇兑收益增加及贷款减少利息费用减少所致；经营活动产生的现金流量净额同比增长 514.54%，主要由于智能配用电业务回款增加所致；投资活动产生的现金流量净额同比减少 122.13%，主要由于融资租赁业务收缩，应收款收回减少所致。2022 年应收账款周转天数为 80.78 天，同比减少 16.35 天，应付账款周转天数为 109.31 天，同比减少 6.64 天，公司整体运营效率提升。其余财务指标基本正常。

2023Q1，公司综合毛利率为 30.45%，同比提升 6.37 个百分点，预计一方面由于规模效应持续体现，另一方面也与公司智能配用电收入确认节奏有关；销售费用率为 6.19%，同比提升 0.57 个百分点，主要因为随着市场恢复，销售活动增多；管理费用率为 6.54%，同比提升 1.46 个百分点，预计主要由于并表及新建医院增加所致；研发费用率为 3.53%，同比提升 0.15 个百分点，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额为 2.46 亿元（去年同期为-3.20 亿元）；长期应收款同比下降 42.86%，主要由于融资租赁业务收缩，应收款收回减少所致；短期借款同比增长 30.26%，主要由于公司的短期银行贷款增加所致。

盈利预测与估值

短期来看，公司康复医疗板块加速扩张，医院爬坡期利润表现良好，智能配用电业务受益于国内智能电网改造和海外战略转型，两大板块均有望实现高增长；长期来看，公司持续深耕康复医疗赛道，不断扩大经营规模及品牌知名度，有望打造长期竞争优势。我们预测 2023-2025 年，公司营业收入分别为 109.77、131.98 和 156.17 亿元，分别同比增长 20.65%、20.23%和 18.33%；归母净利润分别为 11.94、14.51 和 17.24 亿元，分别同比增长 25.88%、21.57%和 18.83%。以 5 月 29 日收盘价（13.38 元/股）计算，2023-2025 年 PE 分别为 16、13 和 11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争风险：随着我们老龄化程度加剧，康复行业是未来我国医疗服务发展的重点方向，很多公立和民营医院转型做康复医院，可能带来潜在行业竞争加剧；疫情反复风险：疫情对医疗服务和职能配用电业务均会造成一定影响；并购、新建医院进度不及预期：公司所在康复医疗服务潜力巨大，但新建及并购医院的成长性和业绩确定性取决于多方面综合因素的叠加，存在一定程度的风险；汇兑波动风险：公司有部分业务是外汇结算，存在受汇率波动影响的风险。

表 1:财务摘要

单位:百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7092.71	7022.90	9098.20	10977.15	13197.86	15617.28
增长率(%)	5.25%	-0.98%	29.55%	20.65%	20.23%	18.33%
归属母公司股东净利润	956.12	690.04	948.12	1193.50	1450.96	1724.15
增长率(%)	-7.71%	-27.83%	37.40%	25.88%	21.57%	18.83%
每股收益(EPS)	0.68	0.49	0.67	0.84	1.03	1.22
市盈率(P/E)	20	28	21	16	13	11

资料来源: Wind, 中信建投证券

表 2:财务报表

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2933	3570	5021	6673
应收和预付款项	2786	3635	4331	5090
存货	1802	2233	2694	3198
其他流动资产	724	209	245	285
长期股权投资	2213	2213	2213	2213
投资性房地产	434	434	434	434
固定资产和在建工程	1740	1626	1512	1397
无形资产和开发支出	1573	1525	1477	1429
其他非流动资产	2023	1999	1976	1952
资产总计	16228	17444	19902	22671
短期借款	323	0	0	0
应付和预收款项	3222	4132	4979	5876
长期借款	150	150	150	150
其他负债	2911	2561	2934	3342
负债合计	6606	6843	8063	9367
股本	1413	1413	1413	1413
资本公积	3415	3415	3415	3415
留存收益	4822	5826	7038	8472
归属母公司股东权益	9506	10464	11676	13110
少数股东权益	116	138	163	194
股东权益合计	9622	10601	11839	13304
负债和股东权益合计	16228	17444	19902	22671
利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9098	10977	13198	15617
营业成本	6470	8029	9681	11490
营业税金及附加	65	76	92	109
销售费用	648	746	891	1046
管理费用	550	549	640	734
财务费用	-15	-16	-34	-50
资产减值损失	-12	-15	-14	-15
投资收益	85	85	76	69
公允价值变动损益	-107	50	55	61
其他经营损益	0	0	0	0
营业利润	1152	1465	1799	2161
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1152	1464	1799	2161
所得税	187	250	322	406
净利润	965	1215	1477	1755
少数股东损益	17	21	26	31
归属母公司股东净利润	948	1194	1451	1724

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	965	1215	1477	1755
折旧与摊销	263	186	186	186
财务费用	-15	-16	-34	-50
资产减值损失	-12	-15	-14	-15
经营营运资本变动	-67	-49	9	-28
其他	88	-130	-100	-84
经营活动现金流净额	1223	1190	1524	1763
资本支出	-695	0	0	0
其他	524	380	131	129
投资活动现金流净额	-171	380	131	129
短期借款	-678	-323	0	0
长期借款	-540	0	0	0
股权融资	220	0	0	0
支付股利	-451	-190	-239	-290
其他	226	-420	34	50
筹资活动现金流净额	-1223	-933	-204	-240
现金流量净额	-173	637	1451	1652

资料来源: Wind, 中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

王在存

北京大学生物医学工程博士。2017年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

刘慧彬

中信建投证券医药研究员，北京大学预防医学本硕，研究医疗服务、医疗器械领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分內容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610）8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国
 际）**

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csc.hk