

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

重症康复医疗龙头，连锁扩张可期

股票数据

12月20日收盘价(元)	12.61
52周股价波动(元)	7.78-18.47
总股本/流通A股(百万股)	1408/1387
总市值/流通市值(百万元)	17755/17485

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.2	-7.2	8.9
相对涨幅(%)	-9.0	-9.2	11.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 梁广楷

Tel: (010)56760096

Email: lgk12371@haitong.com

证书: S0850521070003

分析师: 余文心

Tel: (0755)82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

投资要点:

- 康复医疗市场潜力巨大，政策鼓励支持社会力量发展康复医疗。**近年来，随着人口老龄化、医疗健康消费升级和基本医保的全面渗透，医疗健康服务市场潜力逐渐被发掘，其中面向老年人、慢性病患者、残疾人、术后功能障碍者、产后功能障碍者、重症人群等群体的康复医疗行业发展迅速。据公司2021年年报援引毕马威研究报告，中国康复医疗市场总消费从2011年的109亿元增长至2018年的583亿元，年复合增长率达到26.9%，预计到2025年市场规模将达到2207亿元。康复医疗政策方面，2021年6月，八部委联合发文《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》，明确支持和引导社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心。2021年8月《深化医疗服务价格改革试点方案》，指导思想指出“按照服务产出为导向、医疗人力资源消耗为基础、技术劳务与物耗分开”的原则定价，更加体现医疗服务的价值。我们认为，在医疗健康消费升级以及国家政策的双重加持下，康复医疗赛道未来大有可为。
- 抓住契机进军康复赛道，智能配用电和康复医疗服务双轨齐发力。**三星医疗成立于2007年，所处行业可细分为电工仪器仪表行业和变压器行业。2015年向医疗服务行业转型发展，经过探索最终确定以实体医院为核心，构建具有重症康复特色的连锁医疗品牌。公司实控人为郑坚江先生，直接持有公司12.74%的股权，通过奥克斯集团有限公司间接持有公司27.63%的股权。2019-2021年，公司分别实现营业收入67.39、70.93、70.23亿元，同比增长15.93%、4.22%、-0.98%；实现归母净利润10.04、9.56、6.90亿元，同比增长103.91%、-4.80%、-27.83%。医疗服务业作为公司重点发展业务，2019-2021年，收入分别为15.17、13.83、13.70亿元，同比增长17.01%、-8.84%、-0.93%，收入占比分别为22.51%、19.50%、19.51%。我们认为，未来公司将在继续巩固以智能配用电为核心业务的基础上，抓住康复医疗发展契机，积极推进康复医疗产业战略布局。
- 体外培育，公司收购，减少对利润端影响，稳健推进连锁扩张。**为了实现在康复医疗领域的连锁扩张效应，公司围绕实体医疗机构的建设、运营、投资并购进行布局。截至2022年8月，公司旗下共有14家医院，扎根浙江、辐射全国。宁波明州医院是目前浙江省内规模最大、标准最高的大型综合性医院之一，是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。近年来，公司不断加快并购步伐，2021年，公司完成对杭州明州和南昌明州医院的收购，2022年，公司完成对南京、武汉、长沙、常州、宁波北仑明州康复医院的收购。我们认为，在该模式的支持下，公司将逐步实现全国范围内康复医院的布局扩张，进一步提升康复医疗行业的话语权和影响力。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7093	7023	9230	11485	13903
(+/-)YoY(%)	4.2%	-1.0%	31.4%	24.4%	21.1%
净利润(百万元)	956	690	900	1110	1333
(+/-)YoY(%)	-4.8%	-27.8%	30.4%	23.4%	20.0%
全面摊薄EPS(元)	0.68	0.49	0.64	0.79	0.95
毛利率(%)	28.7%	25.4%	24.4%	24.3%	24.3%
净资产收益率(%)	11.1%	7.8%	9.6%	10.6%	11.3%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **投资建议:** 我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 92.30、114.85、139.03 亿元, 增速 31.4%、24.4%、21.1%, 归母净利润 9.0、11.1、13.3 亿元, 增速 30.4%、23.4%、20.0%, 考虑到公司作为康复医疗赛道的龙头公司, 我们给予其 2022 年 25-30 倍 PE, 对应合理价值区间 15.98-19.17 元, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 医保控费风险, 医疗事故风险, 行业竞争加剧风险, 连锁扩张不达预期风险, 体外医院并购不达预期风险。

表 1 可比公司估值表

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
爱尔眼科	28.24	0.32	0.40	0.53	0.68	87	70	54	41
通策医疗	140.60	2.19	2.07	2.62	3.36	64	68	54	42
华厦眼科	65.70	0.81	0.96	1.23	1.57	81	68	53	42
普瑞眼科	61.75	0.63	0.69	0.91	1.35	98	90	68	46
平均						83	74	57	43

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 股价日期为 2022/12/20 收盘价, 盈利预测为 Wind 一致预测

我们假设:

- (1) 医疗业务: 2022-2024 年收入增速为 49.0%、26.3%、19.7%, 毛利率 22.0%、23.0%、24.0%, 我们认为收入增速的主要驱动力来自于公司对体外康复医院的外延并购。
- (2) 智能配用电业务: 2022-2024 年收入增速为 30.0%、25.0%、22.0%, 毛利率 24.0%、24.0%、24.0%, 我们认为收入增速的主要驱动力来自于公司在智能配用电领域稳定的市场份额和竞争力。
- (3) 融资租赁及咨询服务收入业务: 2022-2024 年收入增速为 -50.0%、-40.0%、-30.0%, 毛利率 90.0%、90.0%、90.0%, 我们认为公司发展重点在医疗和智能配用电业务, 在融资租赁及咨询服务增速会出现一定程度的下降。
- (4) 其他业务: 2022-2024 年收入增速为 0.0%、0.0%、0.0%, 毛利率 45.0%、45.0%、45.0%。

表 2 三星医疗收入预测

单位: 万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收合计 (百万元)	6739	7093	7023	9230	11485	13903
增速 (%)	14.8%	5.2%	-1.0%	31.4%	24.4%	21.1%
总毛利合计 (百万元)	1962	2038	1781	2250	2785	3382
毛利率 (%)	29.1%	28.7%	25.4%	24.4%	24.3%	24.3%
一、医疗业务收入 (百万元)	1517	1383	1370	2041	2578	3086
增速 (%)	17.0%	-8.8%	-0.9%	49.0%	26.3%	19.7%
毛利率 (%)	24.7%	19.1%	20.7%	22.0%	23.0%	24.0%
二、智能配用电收入 (百万元)	4739	5309	5383	6997	8747	10671
增速 (%)	17.2%	12.0%	1.4%	30.0%	25.0%	22.0%
毛利率 (%)	28.4%	29.4%	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%
三、融资租赁及咨询服务收入 (百万元)	427	303	158	79	47	33
增速 (%)	-14.9%	-29.0%	-47.9%	-50.0%	-40.0%	-30.0%
毛利率 (%)	52.0%	56.8%	93.7%	90.0%	90.0%	90.0%
四、其他业务收入 (百万元)	56	98	112	112	112	112
增速 (%)	91.2%	74.3%	14.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	36.5%	44.9%	48.2%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	7023	9230	11485	13903
每股收益	0.49	0.64	0.79	0.95	营业成本	5241	6980	8699	10521
每股净资产	6.40	6.62	7.41	8.36	毛利率%	25.4%	24.4%	24.3%	24.3%
每股经营现金流	0.14	0.95	0.27	1.32	营业税金及附加	47	61	76	92
每股股利	0.32	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	515	738	865	1064
P/E	26.61	20.40	16.53	13.77	营业费用率%	7.3%	8.0%	7.5%	7.7%
P/B	2.04	1.97	1.76	1.56	管理费用	335	431	533	650
P/S	2.57	1.99	1.60	1.32	管理费用率%	4.8%	4.7%	4.6%	4.7%
EV/EBITDA	24.60	16.91	13.66	10.76	EBIT	639	694	908	1087
股息率%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	88	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	25.4%	24.4%	24.3%	24.3%	资产减值损失	-13	0	0	0
净利润率	9.8%	9.7%	9.7%	9.6%	投资收益	204	410	457	550
净资产收益率	7.8%	9.6%	10.6%	11.3%	营业利润	851	1104	1365	1637
资产回报率	4.6%	5.5%	5.9%	6.2%	营业外收支	-4	0	0	0
投资回报率	5.0%	5.0%	5.9%	6.3%	利润总额	847	1104	1365	1637
盈利增长 (%)					EBITDA	871	991	1234	1433
营业收入增长率	-1.0%	31.4%	24.4%	21.1%	所得税	139	190	236	280
EBIT 增长率	-28.8%	8.5%	30.9%	19.7%	有效所得税率%	16.4%	17.2%	17.3%	17.1%
净利润增长率	-27.8%	30.4%	23.4%	20.0%	少数股东损益	18	14	19	24
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	690	900	1110	1333
资产负债率	39.9%	42.7%	44.3%	45.1%					
流动比率	1.63	1.49	1.47	1.48	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.15	1.13	1.06	1.14	货币资金	3044	3611	3690	5278
现金比率	0.63	0.61	0.51	0.61	应收账款及应收票据	2311	2733	3617	4117
经营效率指标					存货	1150	963	1724	1561
应收账款周转天数	97.13	93.41	94.24	94.45	其它流动资产	1386	1541	1703	1870
存货周转天数	61.48	54.49	55.59	56.21	流动资产合计	7892	8849	10733	12827
总资产周转率	0.49	0.59	0.65	0.69	长期股权投资	2045	2256	2470	2697
固定资产周转率	5.06	6.57	8.05	9.65	固定资产	1392	1420	1434	1448
					在建工程	164	193	226	256
					无形资产	373	360	344	329
					非流动资产合计	6974	7575	8186	8818
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	14865	16423	18919	21645
净利润	690	900	1110	1333	短期借款	1001	1163	1335	1493
少数股东损益	18	14	19	24	应付票据及应付账款	2372	3080	3826	4560
非现金支出	237	297	326	346	预收账款	11	47	37	49
非经营收益	-187	-410	-457	-550	其它流动负债	1448	1634	2092	2557
营运资金变动	-559	539	-611	706	流动负债合计	4832	5924	7290	8659
经营活动现金流	199	1340	387	1859	长期借款	690	690	690	690
资产	-294	-490	-538	-578	其它长期负债	404	404	404	404
投资	920	-408	-399	-400	非流动负债合计	1094	1094	1094	1094
其他	146	410	457	550	负债总计	5926	7018	8384	9753
投资活动现金流	772	-488	-480	-428	实收资本	1401	1408	1408	1408
债权募资	43	162	171	158	归属于母公司所有者权益	8873	9325	10435	11768
股权募资	113	3	0	0	少数股东权益	66	80	100	124
其他	-520	-451	0	0	负债和所有者权益合计	14865	16423	18919	21645
融资活动现金流	-364	-286	171	158					
现金净流量	585	567	78	1589					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁广楷 医药行业
余文心 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 普瑞眼科,益丰药房,爱尔眼科,健之佳

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。