

三星医疗 (601567)

2022 年报&2023Q1 季报点评: 康复医疗收入快速增长, 智能配用电利润率提升

买入 (维持)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	9,098	11,406	13,870	16,435
同比	30%	25%	22%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	948	1,213	1,615	1,946
同比	37%	28%	33%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.67	0.86	1.14	1.38
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.56	16.07	12.07	10.02

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ **事件:** 2022 年, 公司实现营业收入 90.98 亿元 (+29.55%, 表示同比增长, 下同), 归母净利润 9.48 亿元 (+37.40%), 扣非归母净利润 10.59 亿元 (+103.90%)。2023 年 Q1 季度, 公司实现收入 22.48 亿元 (+13.42%), 归母净利润 2.70 亿元 (+63.84%), 扣非归母净利润 2.66 亿元 (+31.68%)。2023Q1 扣非净利润增长符合预期, 归母净利润增长超预期。

■ **医疗服务营收快速增长, 智能配用电业务利润率显著提升。** 2022 年, 公司实现营业收入 90.98 亿元, 拆分业务收入来看, 智能配用电业务收入 68.08 亿元 (+26.50%), 毛利率 28.62% (+4.56pp); 医疗服务收入 20.65 亿元 (+50.74%), 毛利率 26.72% (+5.98pp); 融资租赁及咨询服务 6528 万元 (-58.67%), 毛利率 100% (+6.26pp)。拆分业务利润来看, 2022 年智能配用电实现净利润 7.77 亿元 (+59%), 超出股权激励目标值; 2022 年医疗服务分部净利润 1.56 亿元 (+62%), 估计加回股权激励费用摊销费用的备考利润超 2 亿元。2022 年, 公司非经常性损益-1.1 亿元, 其中: 铜期货、锁汇确认投资损失 1.42 亿元及公允价值变动收益 107 万元、非流动金融资产公允价值变动损失 8896 万元等。公司通过“自建+并购”推进康复医疗板块扩张, 医疗服务板块实现收入端高速增长。公司智能配用电订单快速增长, 在疫后订单收入确认恢复正常节奏、成本压力下降、产品升级带来价格提升的情况下, 智能配用电业务毛利率、净利率显著提升。

■ **公司在手订单充足, 全年有望实现高增长。** 2023 年 Q1 季度, 公司医疗业务与智能配用电业务均保持较快增长。公司在 3 月底公告收购 5 家医院股权, 收入规模进一步增长, 我们预计年内对于医疗服务板块也会有正向利润贡献。2023Q1 季度, 公司智能配用电业务累计在手订单 97.36 亿元, 同比增长 31.31%。公司一季度收入增长相较于订单增速较低, 主要由于订单收入确认时间节点有所滞后, 参考一季度在手订单情况, 我们认为全年有望实现收入快速增长。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司 2023 年拟并购 5 家医院与智能配用电业务利润率提升, 我们将公司 2023-2024 年归母净利润由 11.98/14.68 亿元, 上调至 12.13/16.15 亿元, 预计 2025 年为 19.46 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 16/12/10 倍, 其中, 估计 2023 年、2024 年医疗服务利润分别约 2.5/3.2 亿元。维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 医院扩张速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; 医疗管理层团队变动的风险; 医保政策不确定性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.66
一年最低/最高价	8.00/15.40
市净率(倍)	1.97
流通 A 股市值(百万元)	18,940.53
总市值(百万元)	19,296.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.93
资产负债率(% ,LF)	39.01
总股本(百万股)	1,412.65
流通 A 股(百万股)	1,386.57

相关研究

《三星医疗(601567): 2022 年三季报点评: 配用电业务显著修复增长+康复医院连锁扩张, 收入利润大幅双增》

2022-10-27

《三星医疗(601567): 三星医疗 2022 中报点评: 业绩符合预期, 康复医疗业务快速拓展》

2022-08-22

内容目录

1. 医疗服务收入实现快速增长，智能配用电业务利润率回升	3
2. 自建+并购双轮驱动，康复医院板块持续扩张	6
3. 风险提示	7

图表目录

图 1: 公司营收与归母净利润增长情况	3
图 2: 公司收入结构	4
图 3: 公司医疗服务收入增长情况	5
图 4: 公司智能配用电业务增长情况	5
图 5: 公司毛利率与净利率情况	5
图 6: 公司期间费用率情况	6

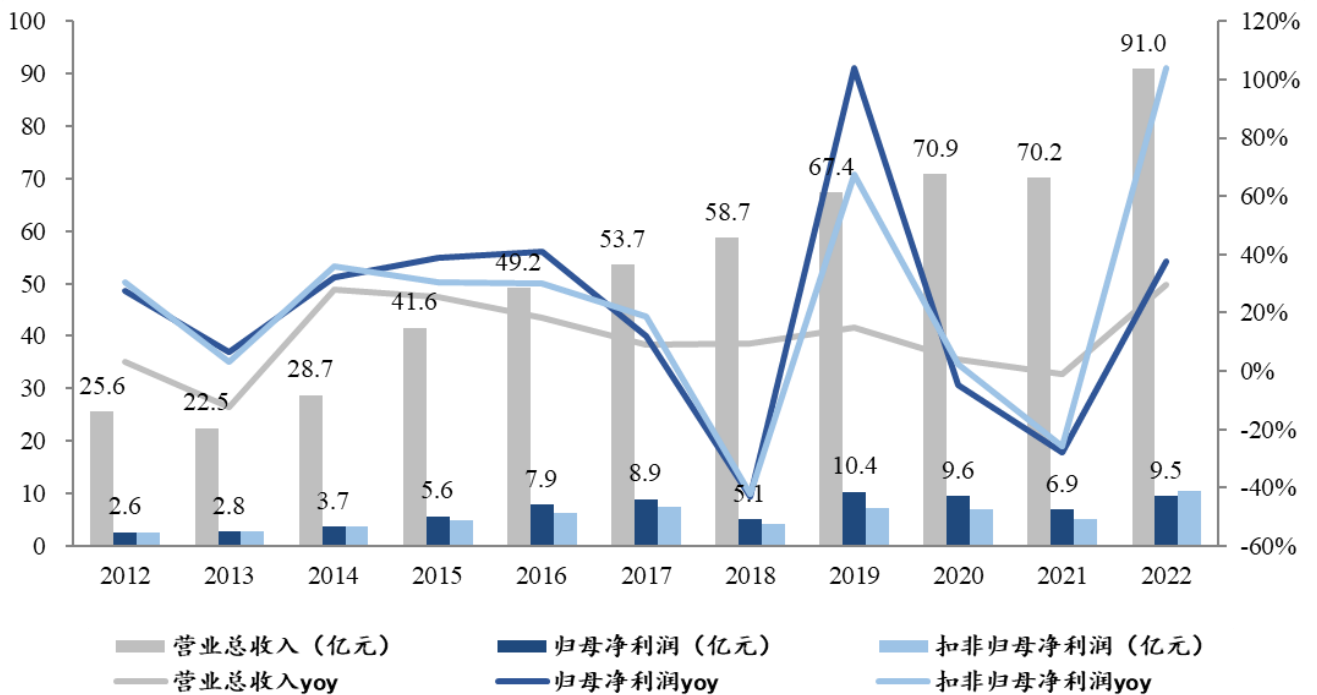
1. 医疗服务收入实现快速增长，智能配用电业务利润率回升

2022年，公司实现营业总收入90.98亿元（+29.55%，表示同比增速，下同），归母净利润9.48亿元（+37.40%），扣非归母净利润10.59亿元（+103.90%）。2022年Q4季度，公司实现营业总收入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%）。公司主营业务主要有智能配用电业务、康复医疗业务，智能配用电业务自2022年进入行业景气度提升的周期，康复医疗通过自建与并购医院实现稳健较快增长。

2022年，公司智能配用电业务订单实现28%增长。Q4季度公司收入端恢复正常增长，利润端实现大幅提升，主要由于智能配用电业务的成本下降和产品价格提升，Q4季度公司毛利率同比提升9.14个百分点，净利率同比提升9.48个百分点，利润率水平大幅提升。而2021年在疫情影响终端交付、供应链紧缺和原材料成本上涨的情况下，2021年Q4季度归母净利润同比下滑90%，基数较低，因此2022年Q4季度在业务收入恢复增长的情况下，利润端业绩实现高速增长。

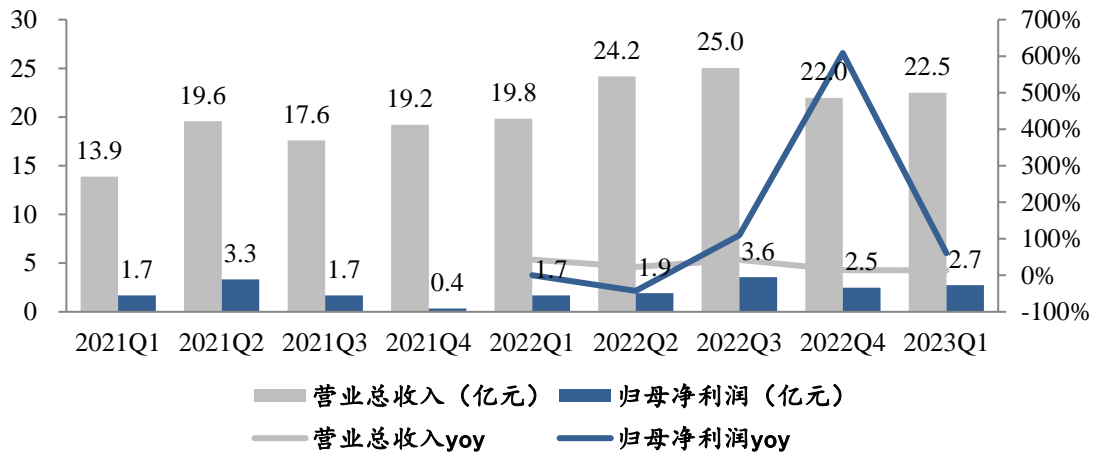
2023年Q1季度，公司实现营业总收入22.48亿元（+13.42%），归母净利润2.70亿元（+63.84%），扣非归母净利润2.66亿元（+31.68%）。2023Q1扣非利润增长符合预期，归母净利润增长超出预期。2023年一季度，公司累计在手订单97.36亿元，同比增长31.31%。其中国内累计在手订单58.51亿元，同比增长17.55%；海外累计在手订单38.85亿元，同比增长59.42%。

图1：公司营收与归母净利润增长情况



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

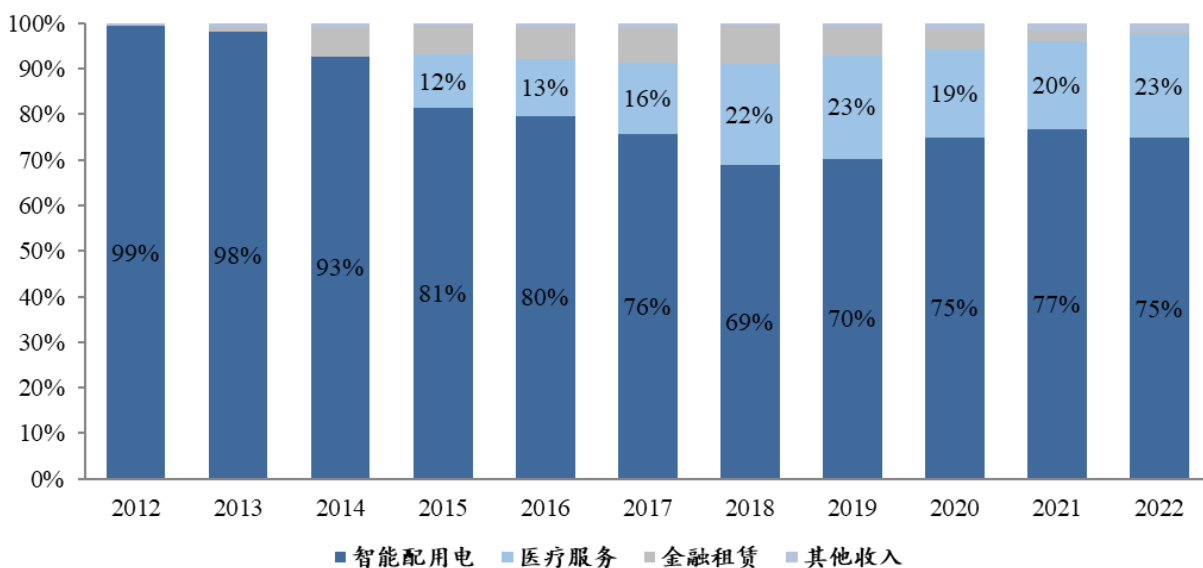
图1: 公司 2021-2022 年单季度营收与归母净利润增长情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

医疗服务收入占比持续提升, 2022 年达 23%。拆分业务收入来看, 2022 年, 智能配用电业务收入 68.08 亿元, 同比增长 26.50%, 收入占比 75%; 医疗服务收入 20.65 亿元, 同比增长 50.74%, 收入占比 23%; 融资租赁及咨询服务 6528 万元, 同比下滑 58.67%。拆分业务利润来看, 2022 年智能配用电实现分部扣非净利润 7.77 亿元, 同比增长 59%, 超出股权激励目标值; 2022 年医疗服务分部净利润 1.56 亿元, 同比增长 62%; 估计加回股权激励费用摊销费用的备考利润超 2 亿元。融资租赁利润 5325 万元, 同比下降 63%, 该业务按规划未来仍将继续收缩。随着公司自建+并购医院规划落地, 我们预计公司医疗服务收入与利润贡献将逐步提升。

图 2: 公司收入结构



数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

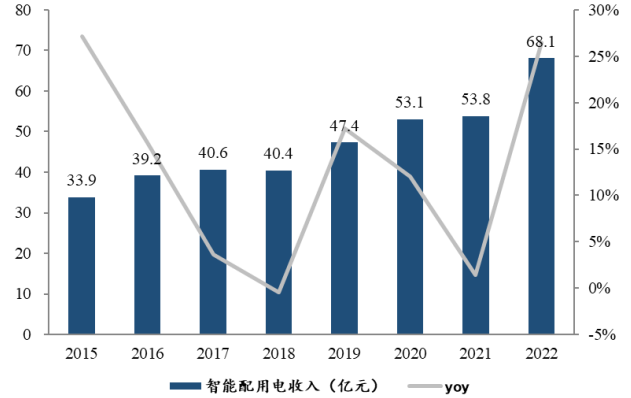
2021 年、2022 年公司分别收购产业基金旗下的 2 家、5 家康复医院, 2022 年规划

自建 5 家康复医院，因此 2022 年公司医疗服务收入取得显著加速增长。2023 年 3 月，公司已公告并购 5 家医院，同时随着自建医院推进，公司医疗服务板块仍将有望实现收入利润快速增长。

图 3: 公司医疗服务收入增长情况



图 4: 公司智能配用电业务增长情况

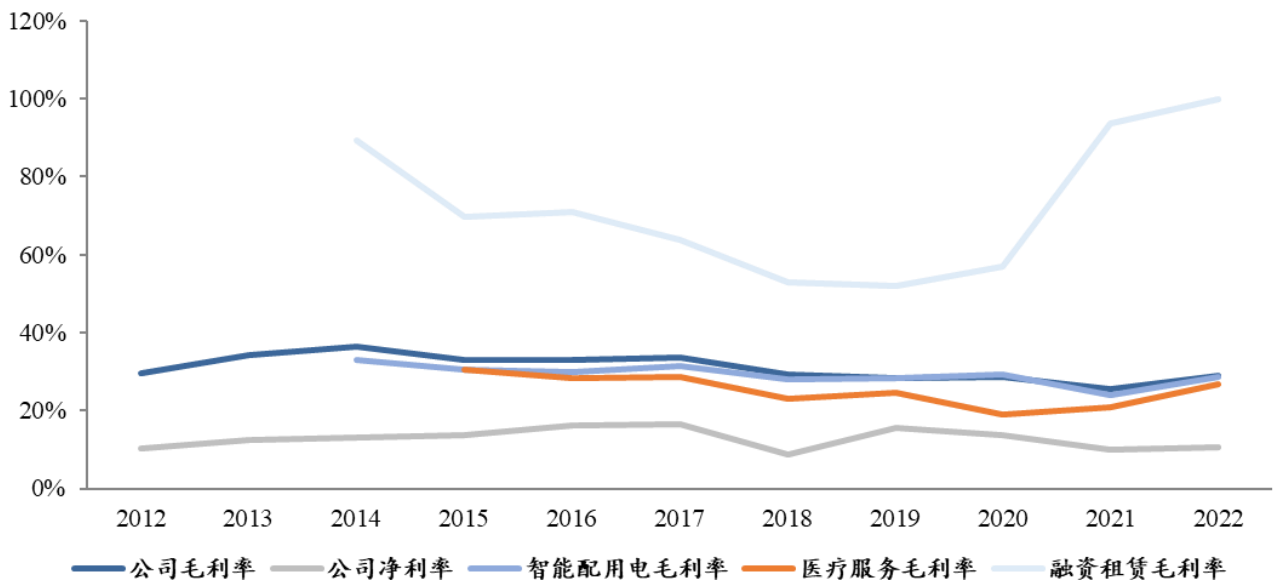


数据来源：东吴证券研究所

数据来源：东吴证券研究所

2022 年，公司整体毛利率 28.88% (+3.51pp) 显著提升，主要源自于：1) 智能配用电业务板块，成本下降与终端产品价格提升；2) 医疗服务业务板块，随着医院产能爬坡、收入增长，毛利率随之提升；3) 融资租赁业务板块，业务规模将继续收缩，成本下降，毛利率继续提升。分业务来看，2022 年，公司智能配用电毛利率 28.62% (+4.56pp)，医疗服务毛利率 26.72% (+5.98pp)，融资租赁毛利率 100% (+6.26pp)。2022 年公司整体净利率 10.61% (+0.53pp)。

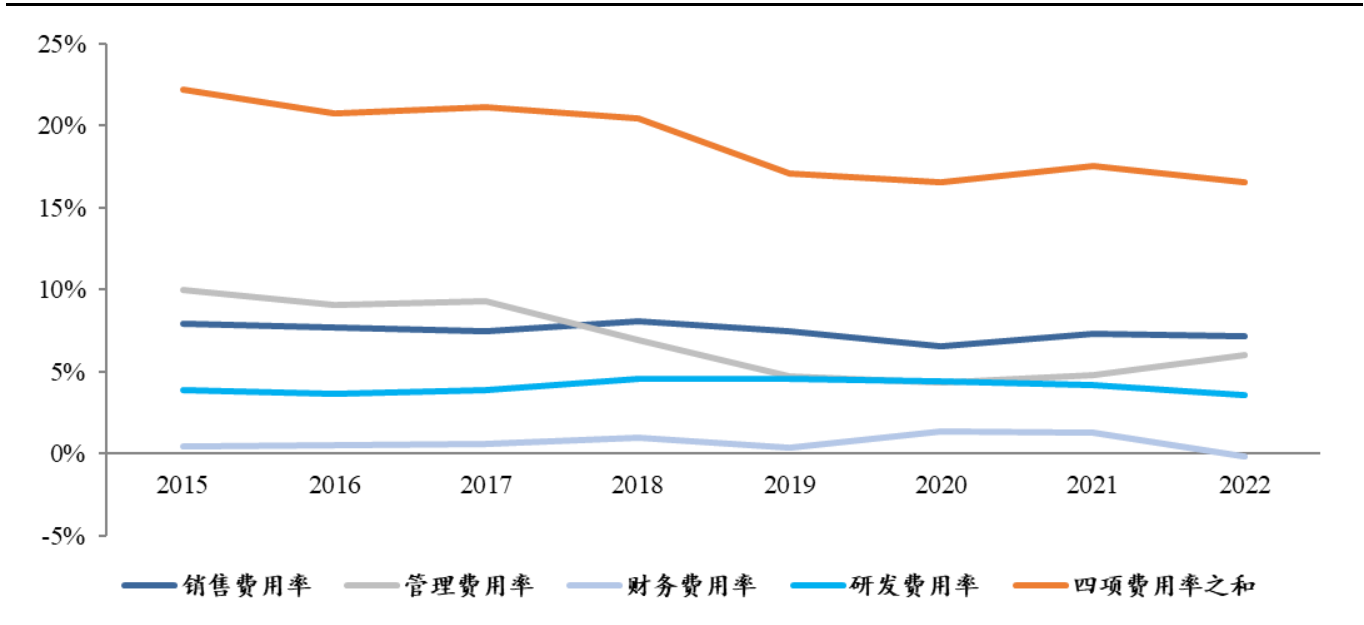
图 5: 公司毛利率与净利率情况



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

股份支付费用增加，管理费用率提高。2022年，公司销售费用率、研发费用率、财务费用率下降，管理费用率为6.04%，同比上升1.27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。

图6：公司期间费用率情况



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

2. 自建+并购双轮驱动，康复医院板块持续扩张

2021年、2022年公司分别从体外产业基金收购2家、5家康复医院，在2023年公告拟收购5家医院，每家医院均有至少3年的利润业绩承诺。从2021年、2022年医院净利润数据完成情况来看，业绩兑现情况较好。随着并购医院持续贡献利润，自建医院逐步成熟实现盈利，我们预计公司医疗服务板块分部利润将有望在2023年、2024年加快增长。

表1：公司2021-2023新收购医院情况

医院	收购时间	收购股权	2020 净利润 (万元)	2021 净利润 (万元)	2022 净利润 (万元)	业绩承诺
杭州明州脑康康 复医院	2021.11	84%	3603	3876	3491	2021-2023 年度扣非净利润累计 不低于 1.04 亿
南昌明州医院	2021.11	85%	699	988	1576	2021-2023 年度扣非净利润累计 不低于 3473 万
南京明州康复	2022.6	100%		1115	2272	2022-2024 年度扣非净利润累计 不低于 5209 万
武汉明州康复	2022.6	100%		1072	2351	2022-2024 年度扣非净利润累计 不低于 5209 万
长沙明州康复	2022.6	100%		195	1003	2022-2024 年度扣非净利润累计 不低于 3473 万
常州明州康复	2022.6	100%		210	3471	2022-2024 年度扣非净利润累计 不低于 4514 万
宁波北仑明州康	2022.6	100%		-270	1021	2022-2024 年度扣非净利润累计

复					不低于 2460 万
湖州浙北明州	2023	100%	2229	2023-2025 年度扣非净利润累计	不低于 4750 万
泉州明州康复	2023	100%	-418	2023-2025 年度扣非净利润累计	不低于 3260 万
余姚明州康复	2023	100%	-221	2023-2025 年度扣非净利润累计	不低于 2510 万
衢州明州医院	2023	100%	372	2023-2025 年度扣非净利润累计	不低于 2100 万
嘉兴明州护理院	2023	100%	-229	2023-2025 年度扣非净利润累计	不低于 925 万

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 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) 医保政策不确定性风险。

由于康复医院的医保收入占比较高，可能存在由于医保控费及其他不确定性的政策风险。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,245	10,159	12,536	15,142	营业总收入	9,098	11,406	13,870	16,435
货币资金及交易性金融资产	2,960	3,941	5,447	7,257	营业成本(含金融类)	6,470	8,096	9,804	11,644
经营性应收款项	2,829	3,249	3,569	3,780	税金及附加	65	75	92	108
存货	1,802	2,250	2,731	3,243	销售费用	648	812	918	1,088
合同资产	139	174	212	251	管理费用	550	689	796	894
其他流动资产	515	545	577	611	研发费用	327	410	499	591
非流动资产	7,983	8,219	8,592	9,111	财务费用	-15	18	9	-5
长期股权投资	2,213	2,508	2,802	3,096	加:其他收益	120	57	69	82
固定资产及使用权资产	1,809	1,985	2,092	2,178	投资净收益	85	114	139	164
在建工程	362	191	95	48	公允价值变动	-107	0	0	0
无形资产	373	429	535	691	减值损失	2	-5	0	0
商誉	1,200	1,230	1,280	1,350	资产处置收益	0	1	1	2
长期待摊费用	235	241	252	264	营业利润	1,152	1,474	1,962	2,363
其他非流动资产	1,791	1,636	1,536	1,486	营业外净收支	0	1	1	1
资产总计	16,228	18,378	21,129	24,253	利润总额	1,152	1,474	1,962	2,364
流动负债	5,705	6,606	7,697	8,827	减:所得税	187	239	319	384
短期借款及一年内到期的非流动负债	713	713	713	713	净利润	965	1,235	1,644	1,981
经营性应付款项	2,574	2,888	3,363	3,835	减:少数股东损益	17	22	29	35
合同负债	311	389	472	560	归属母公司净利润	948	1,213	1,615	1,946
其他流动负债	2,107	2,616	3,150	3,719	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.67	0.86	1.14	1.38
非流动负债	901	916	931	946	EBIT	1,170	1,324	1,761	2,110
长期借款	150	150	150	150	EBITDA	1,473	1,583	2,043	2,416
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.88	29.02	29.31	29.15
租赁负债	435	450	465	480	归母净利率(%)	10.42	10.64	11.64	11.84
其他非流动负债	316	316	316	316	收入增长率(%)	29.55	25.36	21.60	18.49
负债合计	6,606	7,522	8,628	9,772	归母净利润增长率(%)	37.40	27.96	33.12	20.48
归属母公司股东权益	9,506	10,719	12,334	14,280					
少数股东权益	116	138	167	201					
所有者权益合计	9,622	10,857	12,501	14,481					
负债和股东权益	16,228	18,378	21,129	24,253					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,223	1,395	2,055	2,504	每股净资产(元)	6.75	7.61	8.76	10.14
投资活动现金流	-171	-379	-514	-658	最新发行在外股份(百万股)	1,413	1,413	1,413	1,413
筹资活动现金流	-1,223	-34	-35	-36	ROIC(%)	9.03	9.61	11.35	11.92
现金净增加额	-173	981	1,505	1,810	ROE-摊薄(%)	9.97	11.32	13.09	13.63
折旧和摊销	304	259	282	307	资产负债率(%)	40.71	40.93	40.84	40.29
资本开支	-404	-348	-448	-567	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.56	16.07	12.07	10.02
营运资本变动	-220	-516	-282	-202	P/B(现价)	2.04	1.81	1.58	1.36

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>

