

# 康复医疗持续推进，智能配电业绩表现亮眼

## 三星医疗(601567)

### 事件概述

近期公司发布 2022 年年报&2023 年一季报，2022 年营收 90.98 亿元 (yoy+29.55%)，归母净利润 9.48 亿元 (yoy+37.40%)，扣非归母净利润 10.59 亿元 (yoy+103.90%)。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。

2022Q4 营收 21.97 亿元 (yoy+14.49%)，归母净利润 2.47 亿元 (yoy+1022.73%)，扣非归母净利润 2.11 亿元 (yoy+389.04%)。

2023Q1 实现营收 22.48 亿元 (yoy+13.42%)，归母净利润 2.70 亿元 (yoy+63.84%)，扣非归母净利润 2.66 亿元 (yoy+31.68%)。

### 医疗服务板块：积极并购&自建，布局连锁化经营

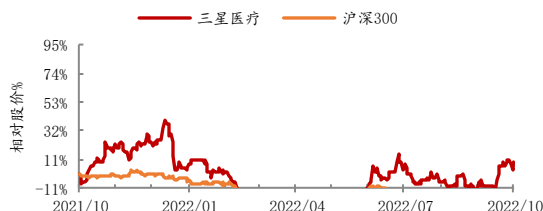
2022 年医疗服务收入 20.65 亿元 (yoy+50.74%)，毛利率达 26.7%，提升 5.98pct。大型综合性医院宁波明州单体年营收已超 10 亿元，于 2023 年 3 月顺利通过评定成为三级乙等，有望推动公司后续医疗产业拓展。公司 2022 年新增 10 家康复医院，收购自建各一半，顺利达成全年股权激励目标。2023 年 3 月公司继续完成对衢州明州、泉州明州、余姚明州、湖州浙北和嘉兴明州康复医院的 100%股权收购，有望对公司业绩做出贡献。公司目前主要医疗战略方向是创新康复医疗模式，将 ICU、康复和高氧舱深度融合，目前公司已验证具备全国连锁扩张复制能力。

### 智能配用电板块：订单数量增幅较大，积极布局海外市场

2022 年收入 68.09 亿元 (yoy+26.50%)，其中国外实现收入 16.40 亿元，占比 24% (yoy+29.88%)。公司累计在手订单 85.91 亿元 (yoy+28.09%)，其中国内 54.29 亿元 (yoy+19.24%)，海外 31.62 亿元 (yoy+46.79%)；目前公司在 70 多个国家有合作伙伴，海外营销覆盖中东、欧洲、亚太、拉美等核心国家和地区；在巴西、印尼等国家设立合资公司，已形成全球营销网络，持续带动海外业务收入。同时公司与发电央企及新能源上市公司深度合作，助力发展新能源产品，未来

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	13.8
股票代码：	601567
52 周最高价/最低价：	15.4/7.78
总市值(亿)	194.95
自由流通市值(亿)	191.35
自由流通股数(百万)	1,386.57



分析师：崔文亮  
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519110002  
联系电话：

### 相关研究

- 【华西医药】三星医疗(601567)三季报点评：核心业务增长迅速，盈利能力显著改善  
2022.10.27
- 【华西医药】三星医疗(601567)半年报点评：中报业绩符合预期，康复医疗经营好于预期

有望开拓新能源市场持续放量。

### 盈利预测和投资建议

考虑到公司康复医院占比逐渐增加，毛利率有所提升，电表业务净利率表现优异；我们调整盈利预测，预计公司 2023-2024 年营收分别为 112、138 亿元（原值为 116/141 亿元），对应增速分别为 23%、23%；归母净利润为 12.1、14.6 亿元（原值为 11.7/14.8 亿元），对应增速分别为 28%、20%，新增预测，2025 年收入为 164 亿元，归母净利润为 17.9 亿元，对应 EPS 为 0.86/1.04/1.27 元，对应 2023 年 4 月 28 日 13.8 元/股收盘价，PE 分别为 16/13/11X；维持“增持”评级。

### 风险提示

智能电表订单不及预期风险、扩张和新建医院不及预期风险、医疗事故风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,023	9,098	11,224	13,848	16,394
YoY (%)	-1.0%	29.6%	23.4%	23.4%	18.4%
归母净利润(百万元)	690	948	1,203	1,435	1,755
YoY (%)	-27.8%	37.4%	26.9%	19.3%	22.3%
毛利率 (%)	25.4%	28.9%	27.9%	28.6%	28.6%
每股收益 (元)	0.50	0.67	0.85	1.02	1.24
ROE	7.8%	10.0%	11.2%	11.8%	12.6%
市盈率	27.60	20.60	16.20	13.58	11.11

资料来源：wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,098	11,224	13,848	16,394	净利润	965	1,225	1,463	1,787
YoY (%)	29.6%	23.4%	23.4%	18.4%	折旧和摊销	304	437	483	508
营业成本	6,470	8,093	9,892	11,710	营运资金变动	-107	578	12	34
营业税金及附加	65	78	96	114	经营活动现金流	1,223	2,049	1,760	2,098
销售费用	648	853	1,108	1,266	资本开支	-404	-960	-1,073	-1,080
管理费用	550	640	872	1,016	投资	149	-335	-326	-321
财务费用	-15	13	4	0	投资活动现金流	-171	-1,045	-1,134	-1,097
研发费用	327	441	535	629	股权募资	126	0	0	0
资产减值损失	-12	0	0	0	债务募资	-878	200	100	100
投资收益	85	250	265	304	筹资活动现金流	-1,223	143	35	29
营业利润	1,152	1,475	1,755	2,144	现金净流量	-173	1,147	661	1,030
营业外收支	0	-2	-2	-2	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	1,152	1,472	1,753	2,143	<b>成长能力</b>				
所得税	187	247	290	355	营业收入增长率	29.6%	23.4%	23.4%	18.4%
净利润	965	1,225	1,463	1,787	净利润增长率	37.4%	26.9%	19.3%	22.3%
归属于母公司净利润	948	1,203	1,435	1,755	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	37.4%	26.9%	19.3%	22.3%	毛利率	28.9%	27.9%	28.6%	28.6%
每股收益	0.67	0.85	1.02	1.24	净利率	10.4%	10.7%	10.4%	10.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	5.8%	6.3%	6.7%	7.0%
货币资金	2,933	4,080	4,741	5,770	净资产收益率 ROE	10.0%	11.2%	11.8%	12.6%
预付款项	206	267	334	389	<b>偿债能力</b>				
存货	1,802	1,319	1,704	2,199	流动比率	1.45	1.40	1.42	1.43
其他流动资产	3,303	4,562	4,943	6,104	速动比率	<b>1.00</b>	<b>1.11</b>	<b>1.10</b>	<b>1.11</b>
流动资产合计	8,245	10,228	11,721	14,462	现金比率	0.51	0.56	0.57	0.57
长期股权投资	2,213	2,406	2,607	2,801	资产负债率	40.7%	43.1%	42.7%	43.9%
固定资产	1,378	1,422	1,460	1,484	<b>经营效率</b>				
无形资产	373	364	357	350	总资产周转率	0.59	0.64	0.68	0.70
非流动资产合计	7,983	8,839	9,753	10,644	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	16,228	19,067	21,474	25,107	每股收益	0.67	0.85	1.02	1.24
短期借款	323	523	623	723	每股净资产	6.75	7.58	8.60	9.84
应付账款及票据	2,561	3,788	3,989	5,164	每股经营现金流	0.87	1.45	1.25	1.48
其他流动负债	2,821	3,008	3,652	4,221	每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,705	7,320	8,264	10,109	<b>估值分析</b>				
长期借款	150	150	150	150	PE	20.60	16.20	13.58	11.11
其他长期负债	751	751	751	751	PB	2.00	1.82	1.61	1.40
非流动负债合计	901	901	901	901					
负债合计	6,606	8,220	9,164	11,009					
股本	1,413	1,413	1,413	1,413					
少数股东权益	116	138	166	199					
股东权益合计	9,622	10,847	12,310	14,097					
负债和股东权益合计	16,228	19,067	21,474	25,107					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。