

三星医疗 (601567)

连锁康复医疗业务快速发展, 传统主业扎实稳健

多模式驱动医疗服务板块快速发展

公司 2015 年收购宁波明州医院, 开始战略转型进入医疗服务领域, 2017 年收购浙江明州康复医院, 2020 年公司整体医疗服务收入为 13.8 亿元 (其中明州医院营收已超过 10 亿元), 目前公司已公告, 计划以 5.16 亿元收购杭州明州康复和南昌明州康复两家康复医院分别为 84%/85% 的股权, 进一步提升公司在康复领域的战略性布局。未来公司将持续聚焦康复拓展, 立足打造“综合+专科”医疗体系, 构建“院前(体检)-院中(综合医院)-院后(康复、护理)”完整产业链条。

传统智能配用电扎实稳健

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, 主营业务贯穿智能计量、新能源产品等多个领域, 是国内领先的智能配用电整体解决方案提供商, 2020 年公司智能配用电板块营业收入 53.08 亿元, 同比增长 10.90%。未来随着智能电表大面积轮换的到来、智能电表新能源领域的应用需求增加以及智能电表“IR46 标准”的推出, 市场总规模预计将持续增长, 公司作为国内规模较大、实力较强的智能电表及终端设备生产厂商, 有望受益。

康复医疗服务前景广阔, 公司占据优势

2019 年中国康复医疗产业的市场规模约 705 亿元, 根据《全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015-2020 年)》测算, 预计 2030 年全国康复床位需求为 70 万张, 2019 年约为 27 万张, 缺口将达 43 万张, 行业未来发展空间广阔。公司从 2015 年开始战略布局医疗服务, 并差异化选择康复发展道路, 通过新建、投资、并购等模式, 加速全国布局, 预计未来 3-5 年, 是公司提升康复医疗服务规模的快速发展期。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 81.36/100.45/119.06 亿元, 预测归母净利润为 8.11/9.63/12.04 亿元, 其中就 2021 年而言, 按照分部估值思路, 医疗服务预测营业收入 16.43 亿元, 参照同类公司 PS 为 14 倍, 给予 12 倍, 对应市值为 197.12 亿元; 智能配用电净利润 4.95 亿元, 参照同类公司 PE 为 16 倍, 给予公司 16 倍, 对应市值 74.18 亿元; 金融类业务净利润 1.43 亿元, 参照同类公司 10 倍, 给予公司 8 倍, 对应市值为 11.45 亿元; 公司合计市值为 282.75 亿元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示: 2021 年收购 2 家康复医院失败及未来投资并购康复医院速度不及预期的风险, 医疗服务业绩不及预期的风险, 公司规模扩张带来的管理风险, 医疗运营风险, 智能配用电销售不及预期风险, 商业减值风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,739.13	7,092.71	8,135.71	10,044.64	11,906.38
增长率(%)	14.80	5.25	14.71	23.46	18.53
EBITDA(百万元)	1,734.46	1,826.99	1,148.50	1,390.33	1,690.29
净利润(百万元)	1,036.05	956.12	811.09	962.60	1,204.07
增长率(%)	103.91	(7.71)	(15.17)	18.68	25.09
EPS(元/股)	0.75	0.69	0.58	0.69	0.87
市盈率(P/E)	20.85	22.59	26.63	22.44	17.94
市净率(P/B)	2.69	2.51	2.29	2.08	1.87
市销率(P/S)	3.21	3.05	2.66	2.15	1.81
EV/EBITDA	3.40	2.35	13.62	10.32	8.10

资料来源: wind, 天风证券研究所; 注:2021-2023 年收入为备考收入(纳入尚未完成并购的医院), 2021-2023 预测净利润为扣非归母净利润(未考虑非经常性损益); 收盘价为 2021 年 9 月 23 日数据

投资评级

行业 电气设备/电气自动化设备

6 个月评级 买入(首次评级)

当前价格 15.58 元

目标价格 20.39 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 1,386.57

流通 A 股股本(百万股) 1,386.57

A 股总市值(百万元) 21,602.75

流通 A 股市值(百万元) 21,602.75

每股净资产(元) 6.12

资产负债率(%) 38.09

一年内最高/最低(元) 22.29/5.98

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

李妞妞 联系人
liniuniu@tfzq.com

李慧瑶 联系人
lihuiyao@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

内容目录

1. 三星医疗：智能配用电业务起家，战略转型医疗服务	4
1.1. 智能配用电业务起家，战略转型医疗服务	4
1.2. 公司实控人为郑坚江先生	4
1.3. 智能电表业务为主，医疗服务业务占比提升	4
2. 医疗产业布局初显成效，重点发力康复领域	6
2.1. 中国康复市场增长潜力大	6
2.2. 较强的医院管理经验	7
2.2.1. 宁波明州医院：十余年运营经验，为医疗产业拓展奠定基础	7
2.2.2. 浙江明州康复：重症康复为特色	9
2.3. 差异化的康复发展道路	9
2.3.1. 2021 年拟收购 2 家康复医院，加快康复扩展布局	9
2.3.2. 广泛布局康复医疗服务，关联多家康复医院	11
2.4. 抚州明州医学院举办权，为医院快速扩张奠定人才基础	11
3. 智能配用电业务扎实稳健	12
3.1. 智能配用电为主要业务	12
3.2. 国家智能电表轮换带来市场增长点	13
4. 金融业务：加强风险管控	13
5. 盈利预测与估值评级	14
5.1. 盈利预测	14
5.2. 估值与投资评级	15
6. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司转型进入康复医疗领域	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：2015-2021H1 公司营业收入（亿元）及其增速	5
图 4：2015-2021H1 公司归母净利润（亿元）及其增速	5
图 5：2015-2021H1 公司归母净利润率	5
图 6：2015-2021H1 公司三大业务板块收入	5
图 7：2015-2020 公司三大业务板块毛利	5
图 8：2015-2020 公司三大业务板块毛利率	6
图 9：2011-2021 中国康复医疗行业市场规模（亿元）	6
图 10：2015-2018 年宁波明州医院收入及其增速	7
图 11：2015-2020 年宁波明州医院归母净利润及其增速	7
图 12：明州医院院区布局图	8
图 13：宁波明州医院股权结构	8
图 14：2016-2020 年及 2021H1 浙江明康医院归母净利润（万元）及其增速	9

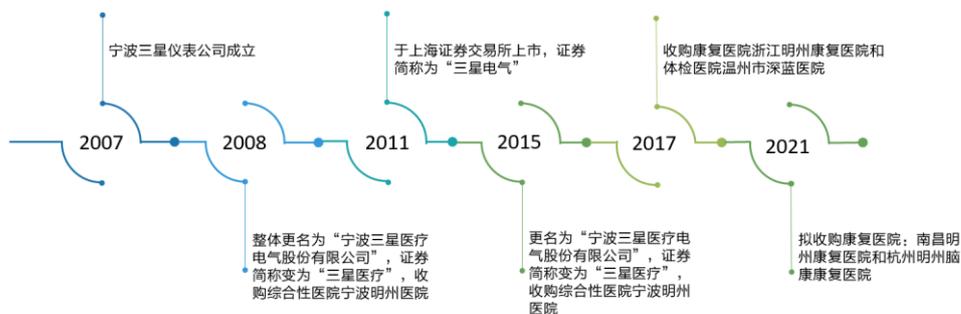
图 15: 2015-2020 智能配用电业务收入及其增速和毛利率.....	12
图 16: 2015-2020 智能配用电业务毛利及其增速.....	12
图 17: 2015-2020 三星医疗国内和国外收入及其增速.....	13
图 18: 2017-2020 年奥克斯融资租赁净利润及其增速.....	14
表 1: 2016-2018 年公司旗下医院的主要财务数据 (万元).....	8
表 2: 浙江明州康复医院科室设置.....	9
表 3: 2021 年拟收购杭州明州康复/南昌明州康复.....	10
表 4: 三星医疗 2021 拟收购 2 家医院和浙江明州康复对比.....	10
表 5: 公司部分相关联康复医院 (2021.9.9).....	11
表 6: 2016-2020 年公司智能配用电产品的产销量情况.....	12
表 7: 2017-2020 年公司联营企业鄞州银行和通商银行的投资损益.....	14
表 8: 三星医疗盈利预测.....	15
表 9: 可比公司估值.....	15

1. 三星医疗：智能配用电业务起家，战略转型医疗服务

1.1. 智能配用电业务起家，战略转型医疗服务

公司于 2011 年上市，公司主营智能配用电业务。2015 年开始转型进入医疗服务，收购宁波明州医院，证券简称变更为“三星医疗”，医疗服务收入占比提升，后重点布局康复领域，2017 年收购浙江明州康复医院，2021 年拟收购杭州明州脑康复医院和南昌明州康复医院 2 家康复医院，形成差异化的康复发展道路。

图 1：公司转型进入康复医疗领域

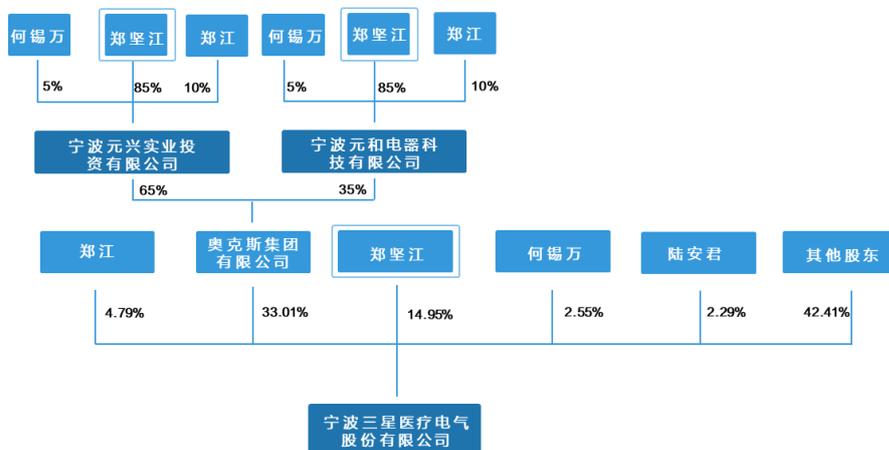


资料来源：三星医疗公司公告，天风证券研究所

1.2. 公司实控人为郑坚江先生

公司实控人为郑坚江先生，直接持有公司 14.95%的股权，通过奥克斯集团有限公司间接持有公司 28.06%股权，合计约持有 43.01%公司股权。公司实际控制人及关联方持有本公司股权的情况如下图：

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 智能电表业务为主，医疗服务业务占比提升

三星医疗的主要业务板块为智能配用电和医疗服务。2020 年公司营业收入为 70.93 亿元，同比增长 4.22%；归母净利润 9.56 亿元，同比下降 4.80%。2021 年一季度公司营业收入为 13.89 亿元，同比增长 0.55%，归母净利润 1.70 亿元，同比降低 18.11%。2021 年上半年公司营业收入为 33.45 亿元，同比下降 4.13%；归母净利润为 5.00 亿元，同比增长 0.45%。

图 3：2015-2021H1 公司营业收入（亿元）及其增速



资料来源：Wind，三星医疗公司公告，天风证券研究所

图 4：2015-2021H1 公司归母净利润（亿元）及其增速



资料来源：Wind，三星医疗公司公告，天风证券研究所

图 5：2015-2021H1 公司归母净利润率



资料来源：Wind，三星医疗公司公告，天风证券研究所

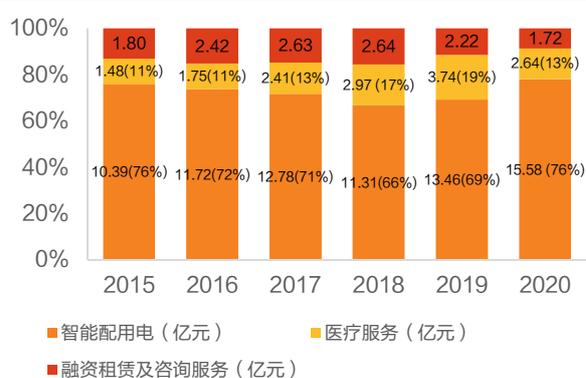
智能配用电板块目前仍为公司业务收入主要来源，2015-2020 年收入占比在 75%上下波动。2015-2019 年医疗服务板块收入稳步增长，由 4.85 亿元增长到 15.17 亿元，2017 年公司收购浙江明州康复医院和深蓝医院，医疗服务收入占比提升至 16%。医院经营能力不断提升，2019 年医疗服务收入占比提升至 23%。2020 年医疗服务板块收入为 13.83 亿元，受新冠疫情影响，相比 2019 年下降 8.84%。2021 年上半年智能配用电板块收入占比为 78%，医疗服务收入为 19%。

图 6：2015-2021H1 公司三大业务板块收入



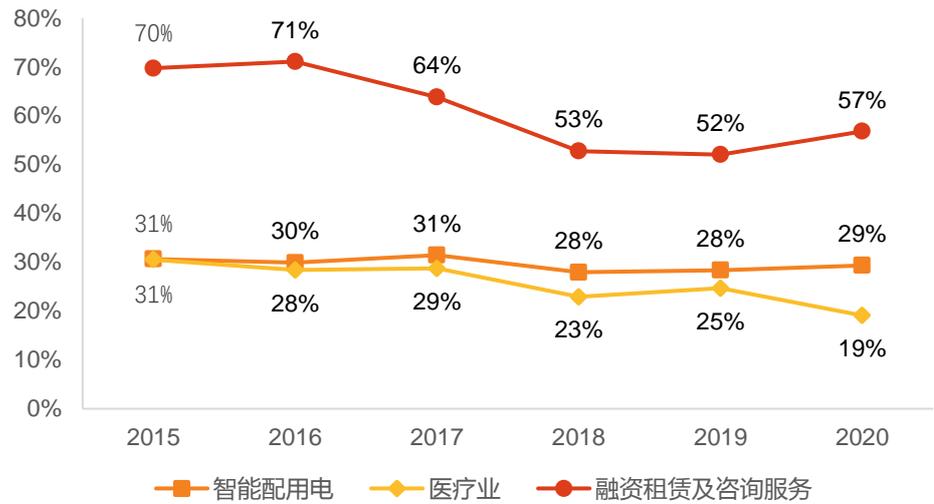
资料来源：Wind，三星医疗公司公告，天风证券研究所

图 7：2015-2020 公司三大业务板块毛利



资料来源：Wind，三星医疗公司公告，天风证券研究所

图 8：2015-2020 公司三大业务板块毛利率



资料来源：Wind，三星医疗公司公告，天风证券研究所

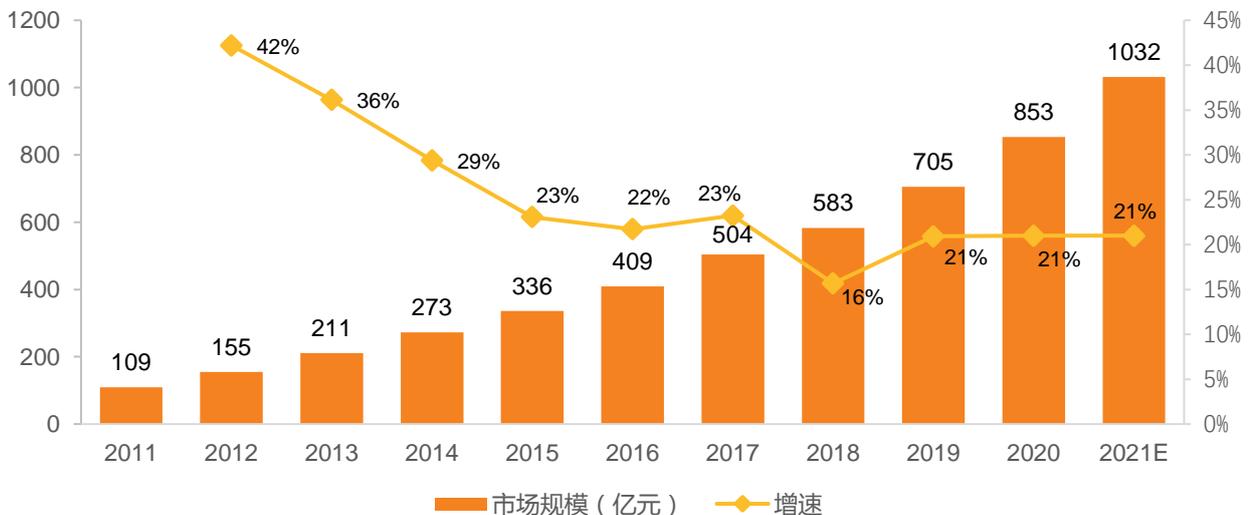
2. 医疗产业布局初显成效，重点发力康复领域

2.1. 中国康复市场增长潜力大

中国康复市场增长潜力大。《全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015-2020 年)》明确提出，床位配置需向基层医疗卫生机构护理和康复病床倾斜。以《北京市医疗卫生服务体系规划(2016—2020 年)》中的人均康复床位目标(即每千人 0.5 张)估算 2030 年全国康复床位总目标，2030 年全国康复床位需求为 70 万张，2019 年中国康复床位约 27 万张，整体缺口将达 43 万张。

中国康复医疗产业呈逐年上升趋势。2019 年，中国康复医疗行业市场规模约 705 亿元。毕马威根据历年《中国卫生健康统计年鉴》康复专科医院收入与诊疗人次等进行预测，预计 2021 年达到 1032 亿元。人口老龄化的加速、慢性病人口数量的增加、居民康复意识的增强以及国家对残疾人康复需求的重视与财政支持是推动康复需求持续增长的重要因素。

图 9：2011-2021 中国康复医疗行业市场规模 (亿元)



资料来源：公司公告，毕马威，前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.2. 较强的医院管理经验

公司持续聚焦康复拓展，通过新建、投资、并购等模式，加速全国布局，整合优质资源，立足打造“综合+专科”医疗体系，构建“院前（体检）-院中（综合医院）-院后（康复、护理）”完整产业链条，成为中国领先的医疗服务投资管理集团。综合医院通过医院等级评审，以评促建；体检医院向大健康管理转型，强化检后优势，提升客户黏度；康复医院着力提升经营管理与服务水平。依托“名校、名院、名医”的“三名模式”，聚焦优质医疗资源，与知名医疗机构、大学和协会开展全方位战略合作。

2.2.1. 宁波明州医院：十余年运营经验，为医疗产业拓展奠定基础

根据公司 2020 年报，子公司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，单体医院营收已超过 10 亿元。自 2006 年运营至今已近 15 年，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。

明州医院于 2006 年 5 月投入运营，2014 年 9 月变更为营利性医院，2015 年挂牌浙江大学明州医院，2017 年增挂鄞州妇女儿童医院，是宁波市医保定点机构、浙江省一卡通定点单位。2015 年，三星医疗下属子公司奥克斯医院投资以 8 亿元现金收购公司控股股东的明州医院 100% 股权。从 2016 年开始，对宁波明州医院二期进行建设，床位数增加 500 床，新建了康复、体检、妇女儿童医院大楼，2018 年底基本建设完成。明州医院荣膺“中国最具价值民营医院”、“全国改革创新企业医院”、“浙江省平安医院”、“宁波市品牌百强”等荣誉。

2015-2017 年明州医院收入和归母净利润均维持 20% 以上增长，经营能力不断提升；2018 年营业收入同比增长 34%，主要为医院二期全面投入使用、科室规模扩大和引进多名学科带头人。2019 年公司归母净利润大幅提升，主要系 2018 年基数较低以及公司扩建带来的效益凸显所致。2020 年公司归母净利润降低，主要系受到 2020 年疫情的影响。

图 10：2015-2018 年宁波明州医院收入及其增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

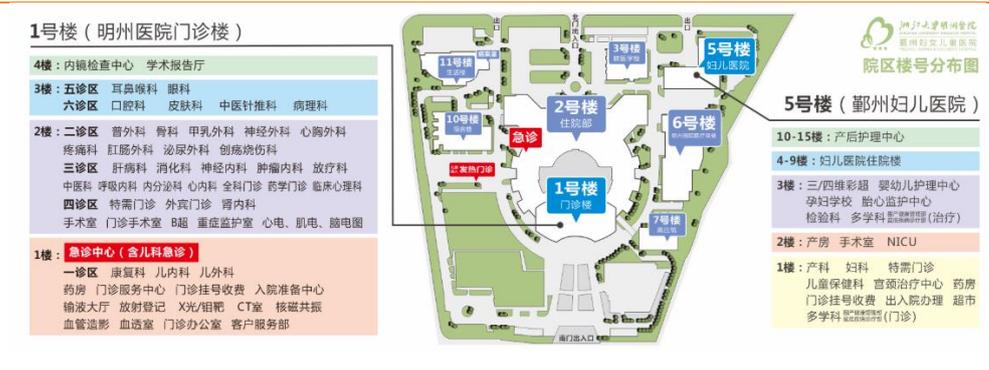
图 11：2015-2020 年宁波明州医院归母净利润及其增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

根据医院官网介绍，明州医院开放床位 1130 张，核定床位 1050 张，现有职工 1800 余人，其中高级职称以上 150 余人。医院 2018 年门急诊量 89.8 万人次，年出院 3.88 万人次，年手术量 1.72 万例次，其中住院分娩新生儿总数为 0.65 万人次，剖宫产率仅 30.2%。医院各医疗学科齐全，开设各类临床及医技科室 40 余个，其中骨科、妇产科、普外科、围产医学被评为浙江省非公立医疗机构临床特色学科。

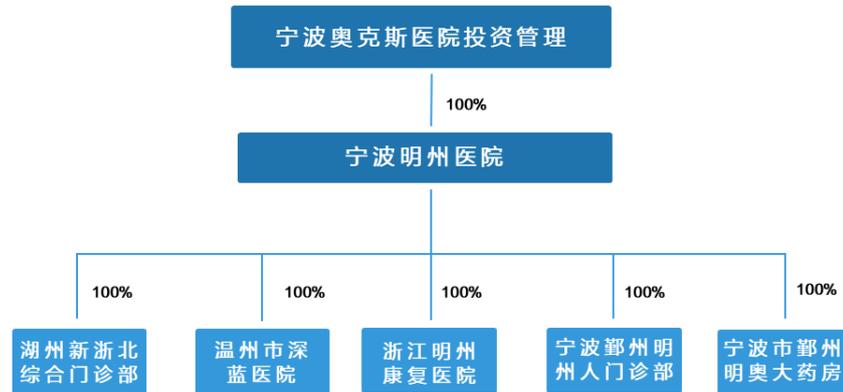
图 12: 明州医院院区布局图



资料来源: 医院官网, 天风证券研究所

此外, 明州医院旗下控股 3 家主营体检业务的公司, 分别为湖州新浙北综合门诊部有限公司 (湖州大浙北健康管理中心)、宁波鄞州明州人门诊部有限公司 (浙江大学明州医院国际医疗保健中心)、温州市深蓝医院有限公司 (温州市中心医院深蓝体检中心)。

图 13: 宁波明州医院股权结构



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 2016-2018 年公司旗下医院的主要财务数据 (万元)

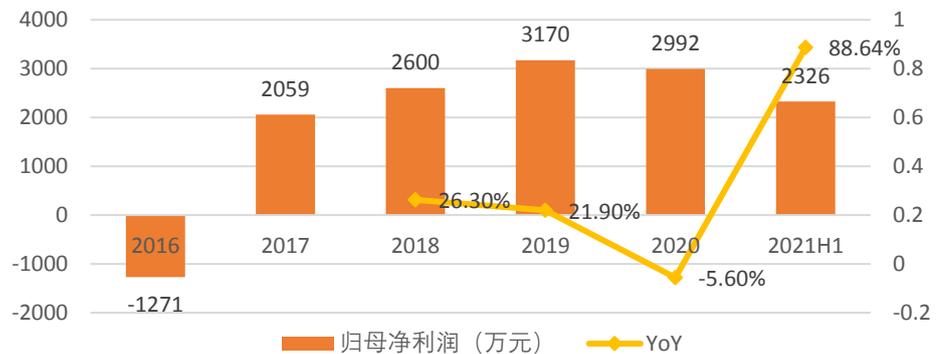
项目	宁波明州医院			湖州新浙北门诊部			浙江明州康复医院			温州深蓝体检医院			宁波明州人门诊部		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
主营方向	综合性医院			体检			康复			体检			体检		
就诊人数 (万)	75.39	100.60	114.70	3.49	4.45	9.38	0.00	0.02	0.03	2.34	4.20	3.94	0.77	0.40	0.76
床位周转率	36.00	42.00	34.00	0.00	0.00	0.00	0.38	1.45	2.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	59046	78294	104741	3003	4408	4677	1877	11061	15870	2531	3466	3658	331	264	379
营业成本	42250	56616	83354	1683	2084	2404	1900	7573	10269	1859	2009	2241	477	536	619
毛利率	28%	28%	20%	44%	53%	49%	-1%	32%	35%	27%	42%	39%	-44%	-	-63%
管理费用	6009	7245	8118	195	339	482	1076	638	1065	673	482	198	57	71	37
销售费用	801	1240	2477	117	294	264	141	368	900	0	2	129	4	1	3
净利润	7763	9861	7477	742	1318	1251	-	2059	2600	-12	733	808	-247	-343	-280
							1271								

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2.2. 浙江明州康复：重症康复为特色

浙江明州康复医院成立于 2016 年，是一家以重症康复为特色的康复专科医院，获区级重症康复优势专科，2019 届康复医院 50 强第 32 位（非公性质第 10）。2017 年宁波明州医院以现金方式收购浙江明州康复医院 100% 的股权，支付对价为 3.2 亿元。公司设置床位 430 张，2020 年开放床位 422 张，2016-2019 年浙江明州康复医院经营业绩稳健增长，2020 年实现归母净利润 2992.19 万元，同比降低 5.6%，可能主要受新冠疫情影响。2021 年上半年浙江明州康复医院归母净利润达到 2325.70 万元。

图 14：2016-2020 年及 2021H1 浙江明康医院归母净利润（万元）及其增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司以重症康复为特色，探索 ICU、康复、高压氧深度融合之路，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，提高患者生活品质。

表 2：浙江明州康复医院科室设置

科室名称	科室介绍
重症康复	早期脑复苏和康复、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；采用 ICU+高压氧科+康复科组建重症康复病房(HDU)，采用多科合作查房(MDT)新的管理模式。
儿童重症康复	2018 年 5 月建立，配有床位 43 张。主要为急性脊髓炎，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，脑瘫等儿童患者治疗，帮助患儿早期脱离呼吸机，尽快回归普通病房和家庭。
普通康复	老年心、脑血管疾病、呼吸系统疾病、消化系统疾病、内分泌系统疾病、多器官系统疾病等
脑促醒中心	用于治疗治疗一氧化碳中毒晚发脑病，早期轻度颅脑外伤，心跳骤停，缺血缺氧性脑病等患者，对植物状态患者治愈率较高。
高压氧治疗	16 人大型高压氧舱，针对缺氧、缺血性疾病，或由于缺氧、缺血引起的疾病有较好治疗效果。率先在浙江省范围内开展高压氧舱内呼吸机支持技术，尤其对心肺脑复苏、呼吸机依赖患者具有较好治疗作用。
康复治疗中心	设成人康复治疗大厅、儿童康复治疗大厅、康复门诊、康复功能评定室、物理治疗(PT)室、作业治疗(OT)室、语言吞咽治疗(ST)室、物理因子治疗室、按摩室、针灸室、中药熏蒸室等

资料来源：医院官网，天风证券研究所

2.3. 差异化的康复发展道路

2.3.1. 2021 年拟收购 2 家康复医院，加快康复扩展布局

公司加快以康复为重点的全国拓展布局，借助过往积累的成功经验，形成规范可复制模板，通过标准化、集约化管理，形成引才—选址—筹建—经营的全流程体系，加速明州模式复制，布局省会—市级—县级三级康复网络，打造以重症康复为特色的康复医疗服务连锁体系。

2021年4月，公司发布公告，拟变更“电力物联网产业园项目”部分募集资金9.4亿元用于收购杭州明州康复、南京明州康复和南昌明州康复100%股权，收购主体为公司下属子公司宁波奥克斯康复医疗投资管理有限公司(以下简称“奥克斯康复投资”)。

2021年5月，公司发布公告，公司拟变更电力物联网产业园项目中募集资金用于收购医院股权的金额由9.4亿元调整为7.942亿元，收购杭州明州康复股权比例由100%调整为84%、南京明州康复股权比例由100%调整为85%、南昌明州康复股权比例由100%调整为85%。

2021年9月，公司发布公告，因南京疫情可能对南京明州康复全年业绩造成影响，拟变更“电力物联网产业园项目”中募集资金用于收购医院股权的金额由7.942亿元调整为5.1632亿元，维持收购杭州明州康复股权比例为84%不变，维持收购南昌明州康复股权比例为85%不变；取消收购南京明州康复85%股权。

表 3：2021 年拟收购杭州明州康复/南昌明州康复

		杭州明州康复	南昌明州康复
基本情况	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
2020年床位数量(张)	总床	485	276
	开放	485	129
	占床	375	96
2020年医护人员数量	医生	60	22
	护士	177	62
2021H1 主要财务数据	营业收入(万元)	9981.53	3336.10
	毛利率	37.4%	46.5%
	净利润(万元)	1428.29	657.68
	净利率	14.3%	19.7%
2020年主要财务数据	营业收入(万元)	19249.04	4386.94
	毛利率	36.9%	35.4%
	净利润(万元)	3135.14	709.49
	净利率	16.3%	16.2%
2020年主要经营数据	单床营收(万)	39.69	34.01
	单床净利润(万)	6.46	5.50
	门诊就诊人次	2775	1123
	出院就诊人次	2629	747
	均次费用门诊(元)	856	534
	均次费用出院(元)	7.1	5.8
	床位周转率(次)	7	7.8

资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：2021H1和2020年的主要财务数据根据公司2021年9月公告的审计报告数据进行更新，其中数据主要来源于公司2021年5月关于对上海证券交易所二次问询函回复的公告

表 4：三星医疗 2021 拟收购 2 家医院和浙江明州康复对比

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)	净利率	收购对价(亿元)	2021-2023 三年累计业绩承诺(万元)
杭州明州康复	485	19249.04	39.69	3135.14	6.46	16.3%	4.73	10418
南昌明州康复	129	4386.94	34.01	709.49	5.50	16.2%	1.40	3473
浙江明州康复	422	15,310.73	36.28	2,992.19	7.09	19.5%		

资料来源：公司公告，天风证券研究所；注业绩补充金额计算公式为补偿金额=(三年累计承诺净利润数-三年累计实现净利润数)÷三年累计承诺净利润数×收购对价

2.3.2. 广泛布局康复医疗服务，关联多家康复医院

公司广泛布局康复医院，除公司已收购纳入上市公司体内的康复医院，公司还有多家通过基金公司等方式投资的相关联康复医院。

表 5：公司部分相关联康复医院（2021.9.9）

子公司 (二级)	持股 比例	三级	持股 比例	四级	持股 比例	医院名称	持股 比例	成立时间
宁波奥克斯 投资管理	100%	宁波奥克斯 开云医疗投资	54.3%	宁波开云华顺	99%	泉州明州康复医院	未知	2016/3/4
				宁波开云华风	99%	武汉明州康复医院	70%	2017/9/20
				宁波开云华京	99%	南京明州康复医院	70%	2017/11/20
				宁波开云华利	99%	泰州明州康复医院	70%	2017/12/14
				宁波开云华阳	99%	常州明州康复医院	70%	2017/12/28
				宁波开云华锐	99%	长沙明州康复医院	70%	2018/2/5
				宁波开云华威	99%	南通明州康复医院	80%	2018/5/9
				宁波开云华歌	99%	衢州明州医院	70%	2019/12/30
				宁波开云华胜	99%	宁波北仑明州康复医院	70%	2020/2/24
				宁波开云华鑫	99%	南京瑞霞明州康复医院	70%	2020/3/11
				宁波开云华惠	99%	深圳明州康复医院	未知	2020/3/13
				宁波开云华恒	99%	扬州明州康复医院	70%	2020/5/7
				宁波开云华泉	99%	郑州明州康复医院	70%	2020/6/3
				宁波开云华慈	99%	余姚明州康复医院	70%	2020/6/23
				宁波开云华杉	99%	乐清明州康复医院	70%	2020/8/5
				宁波开云华昱	99%	杭州明州姑娘桥康复医院	70%	2020/8/11
				宁波开云华耀	99%	温州明州康复医院	70%	2020/9/28
				宁波开云华玺	99%	上海明州甬嘉康复医院	51%	2020/10/10
				宁波开云华炬	99%	常熟明州康复医院	70%	2020/12/9
				宁波开云华旭	99%	南昌明州赣北康复医院	70%	2020/12/28
宁波开云华越	99%	上海明州中南康复医院	70%	2021/4/26				
宁波开云华帆	99%	瑞安明州康复医院	70%	2021/7/23				
宁波开云华贝	99%	嘉兴明州护理院	70%	2021/8/15				
宁波开云华途	99%	台州明州护理院有限公司	70%	2020/4/28				
宁波开云华狮	99%	杭州明州萧南护理院有限公司	70%	2021/4/27				

资料来源：Wind，天眼查，天风证券研究所；持股比例为上一级公司的直接持股比例

2.4. 抚州明州医学院举办权，为医院快速扩张奠定人才基础

2015年4月20日，公司下属奥克斯医院投资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。

2020年5月18日，公司审议通过《关于签订南昌大学抚州医学院办学改制合作协议的议案》，与抚州市人民政府签订了《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》，协议约定由公司全资子公司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（筹），取争在2023年，将抚州医学院建设成为非营利性民办本科院校，抚州医学院建本成功后将更名为抚州医学院，在校生规模逐渐发展到15000人（南昌大学抚州医学院现有在校生8625人，其中本科生3771人、专科生4854人），为公司定向培养符合公司产业发展领域的医疗人才。

此外，公司拟建设南昌大学附属抚州医院（抚州明州医院），抚州明州医院未来可能作为抚州医学院（筹）的附属医院，与抚州医学院协同发展，兼顾医学教学及科研开发，以匹配教学及科研需要，医院床位为500床，并增设示教中心、实验室等教学科研设施。

3. 智能配用电业务扎实稳健

3.1. 智能配用电为主要业务

以智能用电、配电为核心业务，公司主营产品覆盖智能计量、新能源产品、智能开关、智能配电系统、电力箱、智能充电设备，是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。此外，公司持续完善品质质量管理体系、信息数字管理系统以及软硬件设施。

图 15：2015-2020 智能配用电业务收入及其增速和毛利率



资料来源：Wind，三星医疗公司公告，天风证券研究所

图 16：2015-2020 智能配用电业务毛利及其增速



资料来源：Wind，三星医疗公司公告，天风证券研究所

表 6：2016-2020 年公司智能配用电产品的产销情况

主要产品		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
智能用电	生产量	21,660,308	26,943,912	23,990,076	33,796,853	16,872,204
	YoY		24.4%	-11.0%	40.9%	-50.1%
	个/套	销售量	21,361,140	26,601,845	24,396,835	31,081,702
	YoY		24.5%	-8.3%	27.4%	-44.9%
	库存量	2,516,811	2,123,124	1,716,365	4,431,516	1,460,674
	YoY		-15.6%	-19.2%	158.2%	-67.0%
智能配电	生产量	27,260	35,827	38,367	42,847	41,787
	YoY		31.4%	7.1%	11.7%	-2.5%
	个/套	销售量	26,622	36,560	36,294	44,614
	YoY		37.3%	-0.7%	22.9%	-6.4%
	库存量	6,316	5,583	7,656	5,889	5,902
	YoY		-11.6%	37.1%	-23.1%	0.2%

资料来源：三星医疗公司公告，天风证券研究所

在中国主要通过集中招投标的方式获得订单，服务于中国国家电网、中国南方电网、各地方电力局。另外公司也通过全国分布的销售和服务组织获得非电力公司的订单，服务于央企新能源、运营商客户和轨道交通企业。对于海外国家，公司采用设立海外子公司的方式来处理和开拓业务。

发力海外市场，聚焦国际化战略：利用“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，海外的国际化营销网络逐步形成，目前拥有 50 多个国家的忠实合作伙伴，并且 2020 年在海外地区（沙特、苏丹、尼日利亚等）取得优异的业绩。

图 17：2015-2020 三星医疗国内和国外收入及其增速



资料来源：Wind，三星医疗公司公告，天风证券研究所

3.2. 国家智能电表轮换带来市场增长点

国家电网从 2002 起持续扩大电网建设，于 2009 年推动智能电网安装应用，截至 2018 年共安装 5.54 亿只智能电表。按电能表相关技术规定智能电表 8 年为一个轮换周期，智能电表相关产品在 2018 年已达到轮换更新年限，研究机构估算国家电网 2018 年至 2022 年智能用电产品轮换需求约为 3.7 亿台，每年的需求在 7000-8000 万台。2019 年国网已累计集中招标智能电表 7386 万只，较 2018 年增长 39%，2019 年智能电表项目累计招标金额达约 160 亿元，招标额增长 31%，智能电表招标量和招标额连续三年呈现回升态势。

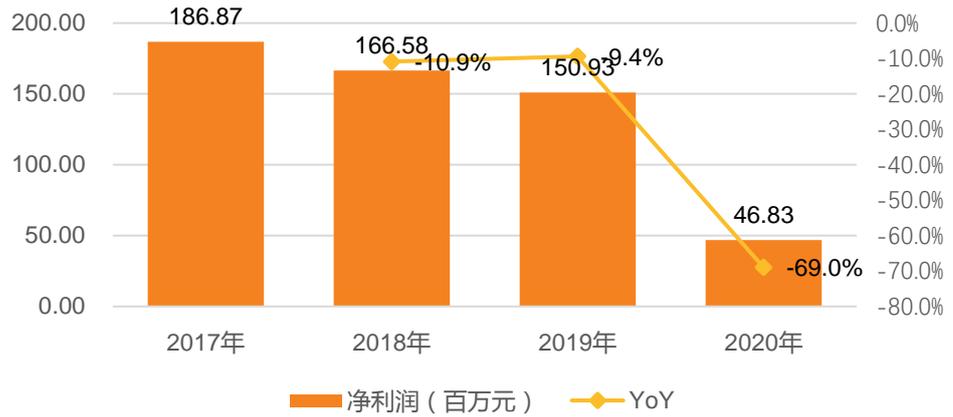
根据公司 2021 年半年报，国家电网在《2020 年重点工作任务》中提出全力推进电力物联网高质量发展和挖掘智能电表非计量功能的要求。根据国网电子商务平台，从金额上看，2021 年第一批电能表及用电信息采集设备招标金额合计 101 亿元，较 2020 年第一批招标金额接近翻倍增长；从数量上看，2021 年第一批电能表及用电信息采集设备招标数量合计 3745 万只，较 2020 年第一批招标数量同比增长 46%。

根据 2020 年报，未来国内智能电表需求主要来源于：①国家电网从 2009 年开始安装的智能电表均已到轮换期，需逐年进行大面积轮换；②新增用户的需求逐年增加，包括新增城镇住宅的安装需求、新增农村住宅安装需求、新增工业用户需求；③智能电表新能源领域的应用需求，包括充电桩和分布式光伏发电等。未来，随着泛在电力物联网的加速推进、智能电表“IR46 标准”的推出、国家电网智能电表与用电信息采集系统 2.0 版本的建设以及智能电表计量自动化，智能电表的市场份额预计将保持稳定；同时，随着 4G、5G 通信技术的发展也会拉动智能电表市场的增长。

4. 金融业务：加强风险管控

公司直接持有奥克斯融资租赁公司 64% 的股权、通过全资子公司三星电气（香港）间接持有融资租赁公司 36% 的股权。根据公司 2020 年年报，随着融资租赁市场增速持续放缓，行业竞争不断加剧，造成利差不断下行。公司加强融资租赁业务风险管控，缩减投放规模，2020 年，融资租赁公司实现营业收入 3.10 亿元，净利润 0.47 亿元。

图 18：2017-2020 年奥克斯融资租赁净利润及其增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

公司 2020 年直接持有鄞州银行和通商银行分别为 3.27%和 9%的股份（未统计间接持股比例），通过权益法计算。

表 7：2017-2020 年公司联营企业鄞州银行和通商银行的投资损益

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
鄞州银行				
净利润 (百万元)	1510.65	1475.67	1704.34	1337.98
来自联营企业的股利 (百万元)	7.21	9.02	10.82	10.82
权益法下确认的投资损益 (百万元)	49.40	48.25	55.73	43.75
通商银行				
净利润 (百万元)			832.83	766.49
来自联营企业的股利 (百万元)			32.42	34.77
权益法下确认的投资损益 (百万元)			74.95	68.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值评级

5.1. 盈利预测

关键假设

- 1、假设随着智能电表大面积轮换的到来、智能电表新能源领域的应用需求增加以及智能电表“IR46 标准”的推出，公司智能配用电业务稳健增长。
- 2、假设公司 2021 年完成收购杭州明州康复和南昌明州康复 2 家康复医院，并于 2022 年和 2023 年分别新增 5 家康复医院，公司康复业务快速发展。

盈利预测

我们预测 2021~2023 年营业收入分别为 81.36/100.45/119.06 亿元，同比增长分别为 14.7%/23.5%/18.5%；预测扣非归母净利润分别为 8.11/9.63/12.04 亿元。

表 8：三星医疗盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6739.13	7092.71	8135.71	10044.64	11906.38
增速	14.8%	5.247%	14.7%	23.5%	18.5%
智能配用电收入（百万元）	4739.43	5308.97	6105.32	7631.64	9005.34
增速	17.2%	12.0%	15.0%	25.0%	18.0%
医疗服务收入（百万元）	1516.94	1382.91	1642.65	2039.64	2541.36
增速	17.0%	-8.8%	18.8%	24.2%	24.6%
金融业务收入（百万元）	482.76	400.83	387.74	373.35	359.68
增速	-9.0%	-17.0%	-3.3%	-3.7%	-3.7%
融资租赁收入（百万元）	426.56	302.88	287.74	273.35	259.68
增速	-14.9%	-29.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
银行分红收入（百万元）	56.20	97.95	100.00	100.00	100.00
增速	91.2%	74.3%	2.1%	0.0%	0.0%
扣非归母净利润（百万元）	715.25	700.28	811.09	962.60	1204.07
增速	67.3%	-2.1%	15.8%	18.7%	25.1%
扣非归母净利率	10.6%	9.9%	10.0%	9.6%	10.1%

资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：2021-2023 年收入为备考收入（纳入尚未完成并购的医院），2021-2023 预测净利润为扣非归母净利润（未考虑非经常性损益）

5.2. 估值与投资评级

采用分部法对公司医疗服务、智能配送用电和金融类业务进行估值，其中医疗服务 2021 年预测营业收入为 16.43 亿元，参照同类公司 2021 年预测 PS 为 14 倍，给予公司 12 倍 PS，对应市值为 197.12 亿元；

智能配用电 2021 年预测归母净利润 4.95 亿元，参照同类公司 2021 年预测 PE 为 16 倍，考虑到公司在行业内具有较高的品牌知名度，给予公司 16 倍，对应市值 74.18 亿元；

金融类业务 2021 年预测归母净利润 1.43 亿元，参照同类公司 10 倍，因公司融资租赁和银行分红业务规模较小，给予一定折价，给予公司 8 倍，对应市值为 11.45 亿元；

公司合计市值为 282.75 亿元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 9：可比公司估值

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
				EPS (元/股)				PS (X)			
医疗服务板块											
002044	美年健康	8.23	322.14	2.00	2.31	2.79	3.42	4.12	4	3	2
600763	通策医疗	282.00	904.20	6.51	9.15	11.86	15.22	43.31	31	24	19
000516	国际医学	10.84	246.71	0.71	1.46	2.43	3.28	15.35	7	4	3
可比公司平均				3.07	4.31	5.69	7.31	21	14	10	8
				EPS (元/股)				PE (X)			
智能配用电板块											
300286	安科瑞	19.68	42.27	0.57	—	—	—	35	—	—	—
601222	林洋能源	12.85	250.95	0.57	0.62	0.81	0.99	23	21	16	13
300360	炬华科技	8.71	43.93	0.58	0.73	0.94	1.20	15	12	9	7
可比公司平均				0.57	0.45	0.58	0.73	24	16	13	10
金融类业务板块											
600901	江苏租赁	5.54	165.46	0.63	0.71	0.86	1.07	9	8	6	5
002142	宁波银行	34.02	2043.93	2.51	2.96	3.52	4.23	14	12	10	8
可比公司平均				1.57	1.83	2.19	2.65	11	10	8	7

资料来源：Wind,天风证券研究所；注：数据为万得一致预期，收盘价和总市值为 2021 年 9 月 23 日收盘数据

6. 风险提示

2021 年收购 2 家康复医院失败及未来投资并购康复医院速度不及预期的风险。因 2 家医院尚未完成收购，仍存在收购失败的风险。公司加快康复的战略布局，但是其在实施投资并购中仍受多方面因素影响，具有一定不确定性。

医疗服务业绩不及预期的风险。医疗服务行业竞争激烈，受国家产业政策影响较大，存在经营、发展不达预期的风险，标的公司业绩不达标也可能带来的商誉减值风险。

公司规模扩张带来的管理风险。公司通过新建、投资、并购等模式，加速全国康复医疗服务布局，公司规模的迅速扩张，未能随着公司内外环境的变化及时进行调整和完善，将给公司带来较大的管理风险。

医疗运营风险。新建医院投资大，投资回收期较长，存在无法收回投资的风险；医院并购后存在整合及经营管理风险；医院运营，存在医疗安全及医疗质量风险等。

智能配用电销售不及预期风险。公司智能配用电设备主要销往国网、南网等国内电力系统用户，受国家产业政策、电网投资规模和发展规划的影响较大。

商誉减值风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,045.17	2,561.67	3,449.98	4,798.95	5,518.00	营业收入	6,739.13	7,092.71	8,135.71	10,044.64	11,906.38
应收票据及应收账款	1,778.65	1,805.41	2,474.36	2,144.14	3,330.39	营业成本	4,776.79	5,054.57	5,796.25	7,171.21	8,426.62
预付账款	38.74	116.00	19.70	151.19	67.49	营业税金及附加	36.18	48.06	53.09	65.55	77.70
存货	675.52	640.11	943.61	976.70	1,316.55	营业费用	502.69	462.72	610.18	753.35	892.98
其他	566.35	561.54	517.15	627.98	594.99	管理费用	318.17	306.35	374.24	452.01	534.60
流动资产合计	5,104.44	5,684.73	7,404.80	8,698.95	10,827.42	研发费用	306.73	312.78	357.97	441.96	511.97
长期股权投资	1,690.75	1,750.47	1,750.47	1,750.47	1,750.47	财务费用	22.46	94.54	81.25	139.27	148.94
固定资产	1,441.85	1,384.25	1,342.41	1,317.28	1,289.17	资产减值损失	(8.43)	(15.86)	3.77	1.86	(4.67)
在建工程	5.20	19.63	47.78	76.67	76.00	公允价值变动收益	(102.61)	65.38	(11.79)	8.99	(2.06)
无形资产	414.81	388.24	366.94	345.64	324.34	投资净收益	569.99	337.62	125.10	125.10	125.10
其他	3,422.62	3,032.56	3,679.23	3,492.34	3,378.61	其他	(931.24)	(765.97)	(226.62)	(268.18)	(246.07)
非流动资产合计	6,975.23	6,575.14	7,186.82	6,982.39	6,818.59	营业利润	1,248.41	1,192.53	972.26	1,153.53	1,441.28
资产总计	13,611.13	13,696.28	16,170.89	17,197.06	19,156.48	营业外收入	15.62	13.49	16.83	14.90	15.21
短期借款	567.71	892.84	653.14	704.56	750.18	营业外支出	21.88	17.49	13.98	11.17	8.93
应付票据及应付账款	1,710.17	2,026.29	2,243.49	2,938.73	3,236.61	利润总额	1,242.15	1,188.53	975.12	1,157.25	1,447.56
其他	2,273.66	1,534.74	2,479.76	2,110.34	2,538.33	所得税	195.33	227.65	153.34	181.98	227.63
流动负债合计	4,551.54	4,453.87	5,376.39	5,753.63	6,525.13	净利润	1,046.82	960.88	821.78	975.27	1,219.93
长期借款	353.38	218.34	438.94	336.89	331.39	少数股东损益	10.77	4.76	10.68	12.68	15.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,036.05	956.12	811.09	962.60	1,204.07
其他	622.43	239.13	767.21	542.92	516.42	每股收益(元)	0.75	0.69	0.58	0.69	0.87
非流动负债合计	975.81	457.47	1,206.15	879.81	847.81						
负债合计	5,527.35	4,911.34	6,582.54	6,633.44	7,372.93						
少数股东权益	42.63	164.22	174.91	187.58	203.44	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	1,386.57	1,386.57	1,386.57	1,386.57	1,386.57	成长能力					
资本公积	3,058.42	3,060.24	3,060.24	3,060.24	3,060.24	营业收入	14.80%	5.25%	14.71%	23.46%	18.53%
留存收益	6,612.29	7,215.78	8,026.87	8,989.47	10,193.54	营业利润	94.86%	-4.48%	-18.47%	18.64%	24.95%
其他	(3,016.12)	(3,041.87)	(3,060.24)	(3,060.24)	(3,060.24)	归属于母公司净利润	103.91%	-7.71%	-15.17%	18.68%	25.09%
股东权益合计	8,083.79	8,784.94	9,588.35	10,563.62	11,783.55	获利能力					
负债和股东权益总计	13,611.13	13,696.28	16,170.89	17,197.06	19,156.48	毛利率	29.12%	28.74%	28.76%	28.61%	29.23%
						净利率	15.37%	13.48%	9.97%	9.58%	10.11%
						ROE	12.88%	11.09%	8.62%	9.28%	10.40%
						ROIC	44.63%	28.31%	24.00%	31.57%	42.95%
						偿债能力					
						资产负债率	40.61%	35.86%	40.71%	38.57%	38.49%
						净负债率	2.89%	-10.44%	-12.43%	-25.92%	-29.96%
						流动比率	1.46	1.60	1.67	1.78	1.89
						速动比率	1.31	1.46	1.50	1.61	1.69
						营运能力					
						应收账款周转率	3.89	3.96	3.80	4.35	4.35
						存货周转率	10.46	10.78	10.27	10.46	10.38
						总资产周转率	0.48	0.52	0.54	0.60	0.66
						每股指标(元)					
						每股收益	0.75	0.69	0.58	0.69	0.87
						每股经营现金流	0.67	0.89	0.31	1.15	0.62
						每股净资产	5.80	6.22	6.79	7.48	8.35
						估值比率					
						市盈率	20.85	22.59	26.63	22.44	17.94
						市净率	2.69	2.51	2.29	2.08	1.87
						EV/EBITDA	3.40	2.35	13.62	10.32	8.10
						EV/EBIT	3.73	2.62	14.85	11.10	8.61

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,046.82	960.88	811.09	962.60	1,204.07
折旧摊销	173.49	212.09	94.98	97.54	100.07
财务费用	38.86	38.97	81.25	139.27	148.94
投资损失	(569.99)	(337.62)	(125.10)	(125.10)	(125.10)
营运资金变动	(699.17)	782.11	(433.74)	499.95	(485.59)
其它	934.59	(425.89)	(1.11)	21.67	13.79
经营活动现金流	924.60	1,230.54	427.38	1,595.92	856.19
资本支出	1,299.00	544.90	(468.08)	304.28	76.50
长期投资	268.88	59.72	0.00	0.00	0.00
其他	(274.61)	136.75	415.18	(214.47)	8.12
投资活动现金流	1,293.27	741.37	(52.91)	89.82	84.62
债权融资	2,278.81	1,644.41	2,257.86	2,060.36	1,987.54
股权融资	(206.02)	(116.65)	(99.62)	(139.27)	(148.94)
其他	(4,239.78)	(3,073.40)	(1,644.41)	(2,257.86)	(2,060.36)
筹资活动现金流	(2,166.98)	(1,545.64)	513.83	(336.77)	(221.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	50.89	426.27	888.31	1,348.97	719.05

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com