

三星医疗 (601567)

证券研究报告

2021年10月26日

智能配用电业务短期承压，连锁康复业务快速发展

2021Q1~Q3 公司实现营业收入 51.04 亿元，同比降低 7.05%，归母净利润 6.67 亿元，同比降低 8.67%，扣非归母净利润 5.93 亿元，同比增长 0.32%。2021Q3 单季度实现营业收入 17.58 亿元，同比降低 12.13%，归母净利润 1.67 亿元，同比降低 28.18%，扣非归母净利润 1.91 亿元，同比降低 22.29%。

智能配用电业务短期承压，长期稳健增长

公司收入和利润下滑，我们预计主要受智能配用电业务影响，原材料涨价等，智能配用电业务短期承压。公司下游需求旺盛，且公司中标订单增长，后续有望恢复稳健增长。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 年第一批同比增长 46%。

重症康复为特色，连锁康复业务快速发展，抚州医学院助力中长期发展

公司 2016 年成立首家重症康复医院，并差异化选择重症康复发展道路，2021 年拟收购杭州明州康复和南昌明州康复 84%/85% 股权；体外通过奥克斯开云医疗投资关联医院近 30 家，已运营近 15 家，我们预计未来 3-5 年是公司康复医疗服务快速发展期。

医疗服务发展非常重要的因素是“人才”，公司拿到抚州医学院举办权，并提出争取在 2023 年，将抚州医学院建设成为非营利性民办本科院校，在校生规模逐渐发展到 15000 人（目前在校生约 8000 人），可以为公司定向培养符合公司产业发展领域的医疗人才，奠定扩张基础。

重症康复的医学价值被显著低估，将受益于医疗服务价格调整

人口老龄化叠加康复意识的提升，康复需求空间广阔。公司重症康复为特色，与综合医院有效协同，ICU+康复+高压氧多学科合作，充分利用早期治疗的“黄金时间”，提高愈后康复，具有医学和社会经济学价值。如，深圳《关于进一步完善康复医疗服务有关工作的通知（征求意见稿）》，提出：建立以临床医疗价值为导向的医保绩效付费机制。康复主要体现劳务技术价值，属于重点鼓励支持方向。今年以来云南、安徽、江苏盐城等地医疗服务价格陆续开始调整，其中康复类服务均为提价范畴。

盈利预测与投资评级

不考虑未完成并购医院，我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 78.59/94.04/107.85 亿元（前值 81.36/100.45/119.06 亿元），预测扣非归母净利润为 7.93/9.20/11.28 亿元（前值 8.11/9.63/12.04 亿元），维持“买入”评级。

风险提示： 医疗服务业绩不及预期的风险，智能配用电销售不及预期风险

| 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 | 7,859.46 | 9,403.88 | 10,785.11 |
| 增长率(%) | 14.80 | 5.25 | 10.81 | 19.65 | 14.69 |
| EBITDA(百万元) | 1,734.46 | 1,826.99 | 1,126.82 | 1,339.41 | 1,599.95 |
| 净利润(百万元) | 1,036.05 | 956.12 | 793.06 | 919.96 | 1,128.18 |
| 增长率(%) | 103.91 | (7.71) | (17.05) | 16.00 | 22.63 |
| EPS(元/股) | 0.75 | 0.69 | 0.57 | 0.66 | 0.81 |
| 市盈率(P/E) | 17.55 | 19.01 | 22.92 | 19.76 | 16.11 |
| 市净率(P/B) | 2.26 | 2.11 | 1.93 | 1.76 | 1.59 |
| 市销率(P/S) | 2.70 | 2.56 | 2.31 | 1.93 | 1.69 |
| EV/EBITDA | 3.40 | 2.35 | 10.84 | 8.20 | 6.49 |

资料来源：wind，天风证券研究所；注：2021-2023 年收入预测不考虑未完成并购的医院，2021-2023 预测净利润为扣非归母净利润（未考虑非经常性损益）；

投资评级

| | |
|--------|--------------|
| 行业 | 电气设备/电气自动化设备 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 13.11 元 |
| 目标价格 | 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) | 18,177.92 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 18,177.92 |
| 每股净资产(元) | 6.25 |
| 资产负债率(%) | 36.97 |
| 一年内最高/最低(元) | 22.29/5.98 |

作者

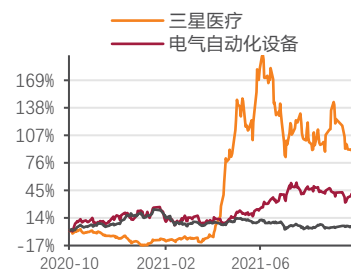
杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

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

1 《三星医疗-首次覆盖报告:连锁康复医疗业务快速发展,传统主业扎实稳健》
2021-09-23

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 2,045.17 | 2,561.67 | 3,450.56 | 4,731.60 | 5,403.69 |
| 应收票据及应收账款 | 1,778.65 | 1,805.41 | 2,329.05 | 1,994.84 | 2,964.13 |
| 预付账款 | 38.74 | 116.00 | 14.85 | 144.59 | 52.27 |
| 存货 | 675.52 | 640.11 | 887.00 | 904.62 | 1,159.76 |
| 其他 | 566.35 | 561.54 | 509.20 | 617.40 | 571.99 |
| 流动资产合计 | 5,104.44 | 5,684.73 | 7,190.66 | 8,393.05 | 10,151.84 |
| 长期股权投资 | 1,690.75 | 1,750.47 | 1,750.47 | 1,750.47 | 1,750.47 |
| 固定资产 | 1,441.85 | 1,384.25 | 1,342.41 | 1,317.28 | 1,289.17 |
| 在建工程 | 5.20 | 19.63 | 47.78 | 76.67 | 76.00 |
| 无形资产 | 414.81 | 388.24 | 366.94 | 345.64 | 324.34 |
| 其他 | 3,422.62 | 3,032.56 | 3,679.23 | 3,492.34 | 3,378.61 |
| 非流动资产合计 | 6,975.23 | 6,575.14 | 7,186.82 | 6,982.39 | 6,818.59 |
| 资产总计 | 13,611.13 | 13,696.28 | 15,956.75 | 16,891.16 | 18,480.90 |
| 短期借款 | 567.71 | 892.84 | 653.14 | 704.56 | 750.18 |
| 应付票据及应付账款 | 1,710.17 | 2,026.29 | 2,090.87 | 2,744.07 | 2,814.99 |
| 其他 | 2,273.66 | 1,534.74 | 2,436.51 | 2,060.55 | 2,422.73 |
| 流动负债合计 | 4,551.54 | 4,453.87 | 5,180.52 | 5,509.19 | 5,987.90 |
| 长期借款 | 353.38 | 218.34 | 438.94 | 336.89 | 331.39 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 622.43 | 239.13 | 767.21 | 542.92 | 516.42 |
| 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 | 6,386.67 | 6,389.00 | 6,835.71 |
| 少数股东权益 | 42.63 | 164.22 | 174.67 | 186.78 | 201.64 |
| 股本 | 1,386.57 | 1,386.57 | 1,386.57 | 1,386.57 | 1,386.57 |
| 资本公积 | 3,058.42 | 3,060.24 | 3,060.24 | 3,060.24 | 3,060.24 |
| 留存收益 | 6,612.29 | 7,215.78 | 8,008.84 | 8,928.81 | 10,056.98 |
| 其他 | (3,016.12) | (3,041.87) | (3,060.24) | (3,060.24) | (3,060.24) |
| 股东权益合计 | 8,083.79 | 8,784.94 | 9,570.08 | 10,502.16 | 11,645.20 |
| 负债和股东权益总计 | 13,611.13 | 13,696.28 | 15,956.75 | 16,891.16 | 18,480.90 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------------------|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 1,046.82 | 960.88 | 793.06 | 919.96 | 1,128.18 |
| 折旧摊销 | 173.49 | 212.09 | 94.98 | 97.54 | 100.07 |
| 财务费用 | 38.86 | 38.97 | 81.25 | 139.60 | 149.84 |
| 投资损失 | (569.99) | (337.62) | (125.10) | (125.10) | (125.10) |
| 营运资金变动 | (699.17) | 782.11 | (414.89) | 475.21 | (455.66) |
| 其它 | 934.59 | (425.89) | (1.34) | 21.11 | 12.79 |
| 经营活动现金流 | 924.60 | 1,230.54 | 427.97 | 1,528.32 | 810.12 |
| 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) | (139.60) | (149.84) |
| 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 | (337.10) | (222.65) |
| 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 | 888.90 | 1,281.04 | 672.09 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 营业收入 | 6,739.13 | 7,092.71 | 7,859.46 | 9,403.88 | 10,785.11 |
| 营业成本 | 4,776.79 | 5,054.57 | 5,589.06 | 6,690.64 | 7,585.66 |
| 营业税金及附加 | 36.18 | 48.06 | 51.29 | 61.37 | 70.38 |
| 营业费用 | 502.69 | 462.72 | 589.46 | 705.29 | 808.88 |
| 管理费用 | 318.17 | 306.35 | 361.54 | 423.17 | 484.25 |
| 研发费用 | 306.73 | 312.78 | 345.82 | 413.77 | 463.76 |
| 财务费用 | 22.46 | 94.54 | 81.25 | 139.60 | 149.84 |
| 资产减值损失 | (8.43) | (15.86) | 3.77 | 1.86 | (4.67) |
| 公允价值变动收益 | (102.61) | 65.38 | (11.79) | 8.99 | (2.06) |
| 投资净收益 | 569.99 | 337.62 | 125.10 | 125.10 | 125.10 |
| 其他 | (931.24) | (765.97) | (226.62) | (268.18) | (246.07) |
| 营业利润 | 1,248.41 | 1,192.53 | 950.58 | 1,102.27 | 1,350.04 |
| 营业外收入 | 15.62 | 13.49 | 16.83 | 14.90 | 15.21 |
| 营业外支出 | 21.88 | 17.49 | 13.98 | 11.17 | 8.93 |
| 利润总额 | 1,242.15 | 1,188.53 | 953.44 | 1,106.00 | 1,356.32 |
| 所得税 | 195.33 | 227.65 | 149.93 | 173.92 | 213.28 |
| 净利润 | 1,046.82 | 960.88 | 803.51 | 932.08 | 1,143.04 |
| 少数股东损益 | 10.77 | 4.76 | 10.45 | 12.12 | 14.86 |
| 归属于母公司净利润 | 1,036.05 | 956.12 | 793.06 | 919.96 | 1,128.18 |
| 每股收益(元) | 0.75 | 0.69 | 0.57 | 0.66 | 0.81 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 14.80% | 5.25% | 10.81% | 19.65% | 14.69% |
| 营业利润 | 94.86% | -4.48% | -20.29% | 15.96% | 22.48% |
| 归属于母公司净利润 | 103.91% | -7.71% | -17.05% | 16.00% | 22.63% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 29.12% | 28.74% | 28.89% | 28.85% | 29.67% |
| 净利率 | 15.37% | 13.48% | 10.09% | 9.78% | 10.46% |
| ROE | 12.88% | 11.09% | 8.44% | 8.92% | 9.86% |
| ROIC | 44.63% | 28.31% | 23.51% | 30.50% | 40.43% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 40.61% | 35.86% | 40.02% | 37.82% | 36.99% |
| 净负债率 | 2.89% | -10.44% | -12.46% | -25.44% | -29.34% |
| 流动比率 | 1.46 | 1.60 | 1.69 | 1.80 | 1.95 |
| 速动比率 | 1.31 | 1.46 | 1.52 | 1.63 | 1.75 |
| 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 | 10.29 | 10.50 | 10.45 |
| 总资产周转率 | 0.48 | 0.52 | 0.53 | 0.57 | 0.61 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.75 | 0.69 | 0.57 | 0.66 | 0.81 |
| 每股经营现金流 | 0.67 | 0.89 | 0.31 | 1.10 | 0.58 |
| 每股净资产 | 5.80 | 6.22 | 6.78 | 7.44 | 8.25 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 17.55 | 19.01 | 22.92 | 19.76 | 16.11 |
| 市净率 | 2.26 | 2.11 | 1.93 | 1.76 | 1.59 |
| EV/EBITDA | 3.40 | 2.35 | 10.84 | 8.20 | 6.49 |
| EV/EBIT | 3.73 | 2.62 | 11.84 | 8.85 | 6.92 |

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