

康复医疗持续布局，以“综合+专科”模式纵深发展

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-25

主要观点：

● 康复医疗行业龙头，规模效应可期

三星医疗成立于 2007 年，以智能配用电相关设备的生产、研发与销售起家，2015 年通过收购宁波明州医院进入康复医疗领域，从事医院管理、医疗项目投资等多元化业务，逐步成长为康复医疗行业领军企业。

从集团财务角度看，2021 年公司实现总营收 70.23 亿元人民币（-0.98%），实现归母净利润 6.90 亿元人民币（-27.83%）；2022 年一季度公司实现营业总收入 6.4 亿元人民币（+42.77%），实现归母净利润 1.64 亿元（-3.23%），实现扣非归母净利润 2.02 亿元（+40.63%），后疫情时代彰显强劲的运营管理能力。

从医院业务角度看，2021 年公司医院业务实现收入 13.70 亿元，净利润 96.52 百万元。截至目前，公司通过奥克斯医疗集团、奥克斯投资管理两个医疗集群经营管理：1）8 家医院（6 家系收购），床位总数近 2000 张；2）2021 年收购杭州明州脑康康复医院 84% 股权和南昌明州康复医院 85% 股权，持续发挥规模效应；3）体外孵化多家医院，总体床位约 6000 张，规模效应初现；4）22 年 4 月 22 日，临时股东大会通过收购南京明州康复等 5 家康复医院 100% 股权决议，并购扩张战略持续推进，设立股权激励考核经营业绩；5）拟建立抚州医学院，在医教研一体的方向纵深发展。未来公司将持续以“综合+专科”的模式在康复领域纵深发展。

● 传统智能配用电业务保持稳定

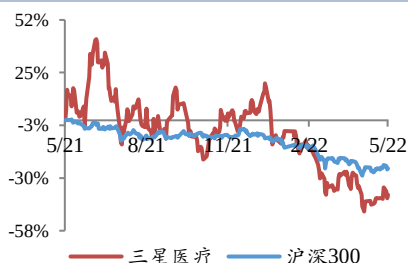
智能配用电业务为公司传统强项，主营产品涵盖智能电表、变压器、箱式变电站等多种产品，涉及智能计量、新能源等多个领域。经历近 30 年的发展，公司积累了丰富的智能电表研发经验和良好的业内口碑，中标排名稳定在行业前列，未来将乘智能电表更新换代、需求爆发的东风和新能源领域下游应用领域的持续增广，持续贡献收入。2021 年智能配用电领域实现收入 53.83 亿元人民币（+1.39%），占总收入 77%，毛利率 24.06%；2021 年公司累计在手订单 67.07 亿元（+27%），其中海外累计在手订单 21.54 亿（+39.60%）、国内 45.53 亿（+21.32%）。

● 康复医疗行业仍处发展早期，供需失衡预示发展机会，具备差异化优势的康复专科医院将受益

2021 年康复医疗服务市场规模达 1032 亿元，2025 年预计将达到 2207 亿元，复合增速高，发展快；2020 年我国康复医院总收入 182 亿元人民币，2005-2020 CAGR 21%。康复医疗行业产业链上游为康复医疗器械，中游为康复医疗流通，下游为康复医疗机构，总体来看集中度较低。从需求端看，随着医疗健康消费的升级和基本医疗保险渗透率的不断提高，我国康复医疗需求快速膨胀，且群体结构多样，老年人为主流群体，在人口老龄化不可逆的趋势下，我国康复医疗潜在需求将进一步被挖掘。从供给端看，我国康复医疗资源供不应求，存在缺口，2020 年我国专科康复医院数量 739 家，仅占总体专科医院数量的 8.2%，渗透率存在

收盘价（元）	9.31
近 12 个月最高/最低（元）	21.64/7.98
总股本（百万股）	1,409
流通股本（百万股）	1,387
流通股比例（%）	98.43
总市值（亿元）	131
流通市值（亿元）	129

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

很大提升空间。此外，我国一直以来支持康复医疗行业发展，持续出台利好政策，民营康复医院作为医疗体系的重要补充，迎来发展窗口期。

● **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级**

公司深耕智能配用电和医疗服务两个领域，其中智能电表方面公司经验丰富，有口皆碑，预计未来将持续保持业内领先；康复医疗领域公司运营明州系列医院，打造精品康复专科医院连锁品牌，复制性已经得到验证，体外孵化医院储备量大质优，若并表将进一步增厚未来业绩。我们看好公司在两个领域的运营管理实力。我们预计公司在 2022-2024 年将实现营业总收入 87.90/109.71/136.32 亿元人民币，同比增长 25.2%/24.8%/24.3%；将实现归母净利润 9.05/11.59/14.61 亿元，同比增长 31.1%/28.1%/26.1%，对应 PE 14.27/11.14/8.84x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

新建医院爬坡不及预期；医院收购不及预期；智能电表订单量不及预期；疫情反复造成影响。

● **重要财务指标**

单位: 百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7023	8790	10971	13632
收入同比 (%)	-1.0%	25.2%	24.8%	24.3%
归属母公司净利润	690	905	1159	1461
净利润同比 (%)	-27.8%	31.1%	28.1%	26.1%
毛利率 (%)	25.4%	27.2%	29.2%	31.1%
ROE (%)	7.8%	9.3%	10.6%	11.8%
每股收益 (元)	0.50	0.65	0.84	1.05
P/E	32.62	14.27	11.14	8.84
P/B	2.55	1.32	1.18	1.04
EV/EBITDA	24.60	10.28	7.48	5.35

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 连锁康复医疗快速扩张，传统智能配电业务稳扎稳打	6
1.1 基本情况：成立二十余载，战略转型成功	6
1.2 财务表现：智能电表贡献大部分收入，康复医疗服务占比快速提升	7
2 康复医疗：体内+体外持续布局，增长可期	9
2.1 宁波明州医院（浙江大学明州医院）：业绩实现高增长，管理经验丰富	11
2.2 浙江明州康复医院：重症康复为特色逐步发展，业绩稳步增长	12
2.3 收购 2 家医院落地，纵深布局康复医疗服务领域	13
2.4 体外孵化康复医院进展顺利	14
2.5 医教研一体化发展，抚州医学院落地在即	16
3 智能配用电：传统业务持续稳定发展	16
3.1 传统业务增长强劲，收入贡献占比逐年扩大	16
3.2 智能配用电周期向上，需求爆发为公司发展带来新机遇	18
4 康复医疗赛道扬帆起航	19
4.1 近千亿规模稳定增长，与发达国家仍有一定差距	19
4.2 产业链集中度较低，康复医疗服务为行业主体	22
4.3 医疗服务需求快速膨胀，转化率有待提高	24
4.4 康复医疗供给端存在缺口，政策助力发展	25
4.5 乘行业东风，连锁化康复品牌优势明显	30
5 收入预测及投资建议	31
5.1 收入预测	31
5.2 投资建议	32
风险提示：	33
财务报表与盈利预测	34

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构	7
图表 3 公司历史分红情况 (亿元人民币)	7
图表 4 公司营收和归母净利润水平 (RMB MN)	8
图表 5 公司收入结构拆分 (RMB MN)	8
图表 6 医疗服务成本结构	9
图表 7 智能配用电成本结构	9
图表 8 公司主营业务毛利率	9
图表 9 奥克斯医疗投资集团发展进程	9
图表 10 宁波奥克斯股权结构	10
图表 11 宁波明州股权结构	10
图表 12 公司旗下医院运营数据	10
图表 13 宁波明州医院相关运营数据	11
图表 14 宁波明州医院营收逐年上升 (RMB MN)	12
图表 15 宁波明州医院净利润略有波动 (RMB MN)	12
图表 16 浙江明州康复医院基本信息	12
图表 17 浙江明州康复运营数据	12
图表 18 浙江明州康复净利润情况 (RMB MN)	13
图表 19 收购医院 2020 年运营情况	13
图表 20 南昌明州&净利润 (RMB MN)	14
图表 21 宁波奥克斯开云医疗投资股权结构	14
图表 22 宁波奥克斯开云医疗投资净资产与净利润 (RMB 万元)	15
图表 23 公司 22 年并购医院运营情况 (截至 2021 年)	15
图表 24 公司体外医院孵化情况	15
图表 25 抚州医学院规划进程梳理	16
图表 26 智能配用电业务收入占比	17
图表 27 公司海外配用电业务提振收入 (RMB MN)	17
图表 28 公司智能配用电产销量分析 (个/套)	18
图表 29 我国智能电表市场规模及增速 (RMB 亿元)	18
图表 30 2019 年国家电网智能电表及用电管理系统集中招标中标金额 (单位: 万元)	19
图表 31 2017-2019 国网电表类招标部分中标企业排名	19
图表 32 我国康复医疗市场规模及增速 (RMB 亿元)	20
图表 33 康复医院医疗收入及增速 (RMB 万元)	20
图表 34 2010-2020 康复医院入院人数及增速 (万人)	21
图表 35 2010-2020 康复医院出院人数及增速 (万人)	21
图表 36 美国康复医疗发展历程	21
图表 37 康复医疗行业产业链	22
图表 38 人口老龄化已成不可逆趋势	24
图表 39 慢病发病率随年龄上升而增加	24

图表 40 老年康复病患群体细分	24
图表 41 2020 年残疾人康复患者种类及数量细分	25
图表 42 我国康复医院数量逐年上升（单位：家）	25
图表 43 2003-2020 中国康复专科医院相对专科医院总量占比	26
图表 44 2007-2018 中国康复医学科床位数及增速（单位：张）	26
图表 45 2007-2018 中国医疗卫生机构康复医学科床位数相对专科医院床位总数占比	27
图表 46 2020 年专科医院总资产对比（RMB 万元）	27
图表 47 2020 年专科医院万元以上设备总价值对比（RMB 万元）	28
图表 48 2020 年康复医院设备数量，按价值分类（台）	28
图表 49 2005-2020 康复医院从业人员总量及增速（名）	28
图表 50 2005-2020 康复医院执业（医师）数量及增速（名）	28
图表 51 国家自 2009 年开始不断出台康复医疗学科政策	29
图表 52 2021 年五家医院净利率	31
图表 53 旗下医院净利润同比增速	31
图表 54 公司收入预测（RMB MN）	32

1 连锁康复医疗快速扩张，传统智能配电业务稳扎稳打

1.1 基本情况：成立二十余载，战略转型成功

历史悠久，配用电&医疗服务双业务线共同发展。三星医疗于 2011 年在上交所挂牌上市，原名三星电气。公司紧抓智能电网的行业机遇，凭借在配电业深耕多年打下的深厚基础，持续领跑在智能配电领域；2015 年，公司更名为宁波三星医疗电气股份有限公司、证券简称变更为三星医疗，通过收购宁波明州医院切入康复医疗领域。公司主营业务分为两大部分，其中智能配用电为公司一直以来的支柱业务，持续领跑行业；康复医疗服务是公司战略布局的业务重点，截至目前，公司旗下共有 8 家医院，同时通过托管、并购、自建、合资等多种方式在体外培育和筹建 25 家医院（其中正在运营医院 13 家），扎根浙江、辐射全国。2022 年 4 月公司发布公告，临时股东大会审议通过以自有资金收购南京明州康复、武汉明州康复、长沙明州康复、常州明州康复、宁波北仑明州康复 5 家医院 100% 股权，并购扩张战略持续落地。根据股权激励的考核目标，公司在 2022-2024 年每年将增 10 家医院，将进行规模效应。

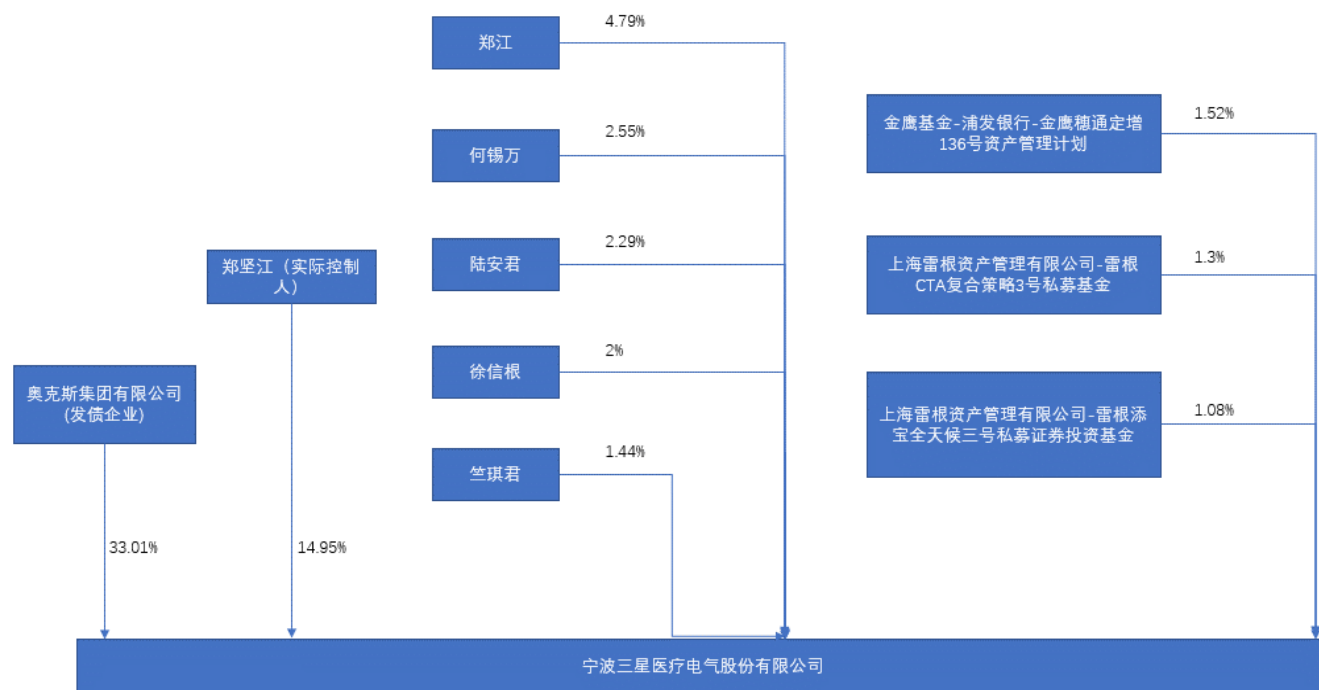
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、wind，华安证券研究所

从股权结构看，公司股权结构稳定，公司创始人郑坚江先生为实际控制人，其中直接持股 14.95%；奥克斯集团有限公司下设宁波元兴实业投资公司（65%）和宁波元和电器科技有限公司（35%），其中郑坚江先生分别各持有 85% 股权，因此通过奥克斯集团间接持股 28.06%，整体结构稳定，有利于公司长期发展。

图表 2 公司股权结构



资料来源：wind，华安证券研究所

连续分红彰显优秀业绩。公司自 2018 年起每年进行稳定的分红，公司优秀的经营业绩可见一斑，也彰显公司长期发展的信心。

图表 3 公司历史分红情况（亿元人民币）

年份	年度分红情况	发放红利	分红比例
2018	向全体股东每 10 股派发现金股利 3 元；公司回购股份支付金额 174,062,050.34 元，该回购股份所支付金额视同现金分红，分红比例 34.26%	5.90	116.13%
2019	向全体股东每 10 股派发现金股利 2.1 元；公司回购股份支付金额 26,889,617.28 元，该回购股份所支付金额视同现金分红，分红比例 2.60%	3.18	30.70%
2020	向全体股东每 10 股派发现金股利 3.5 元	4.85	50.76%

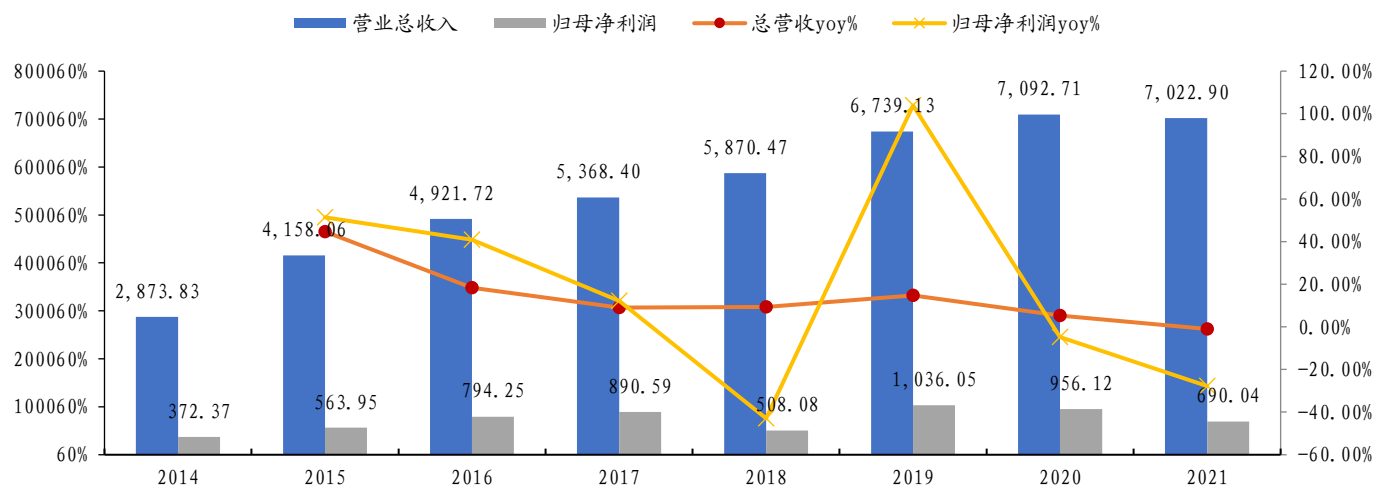
资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

1.2 财务表现：智能电表贡献大部分收入，康复医疗服务占比快速提升

公司营业收入稳定增长，2021 年公司实现营业总收入 70.2 亿元，同比下降 0.98%；2022 年一季度实现收入 19.82 亿元，同比增长 42.77%。归母净利润 2018 年较低，主要是由于坏账损失增加所致；2019 年增速较高（10.36 亿元），主要系公司出售医思健康、现代牙科、东阳光药等金融资产产生的投资收益影响所致，2020 年达 9.56 亿元水平，同比下降 7.72%，主要系疫情影响等因素扰动。2021 年归母净利润 6.90 亿元，同比降低 27.83%。2018 年公司归母净利润有所下降，主要系受到人民币汇率

波动、原材料价格上涨、部分产品招投标价格下降等多个因素影响。

图表 4 公司营收和归母净利润水平 (rmb mn)



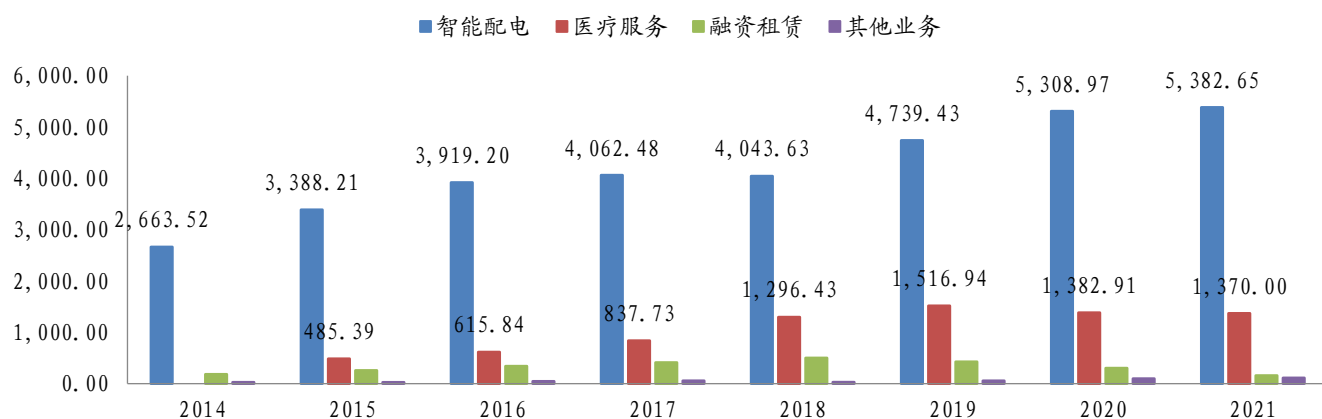
资料来源: wind, 华安证券研究所

从**收入结构**看,公司的主营业务可以分为智能配电、医疗服务、融资租赁,其中智能配电板块占比最大,2020年占总收入75%,2021年实现收入53.83亿元人民币;医疗服务其次,2020年占总收入19%,2021年贡献13.70亿元人民币收入。融资租赁并非公司主业,主要用作公司医疗服务板块的过渡且公司正在主动缩减融资租赁板块业务规模以更好地聚焦主业,2020年占总收入4%,2021年收入1.58亿元。

从**毛利结构**看,2021年公司实现毛利17.82亿元人民币,其中智能配用电业务贡献毛利12.95亿元,医疗服务贡献毛利2.84亿元,融资租赁贡献毛利1.48亿元。融资租赁业务毛利率最高,2021年毛利率93.74%(+36.92pcts);智能配用电其次,2021年毛利率24.06%(-5.29pcts);医疗服务最低,2021年毛利率20.74%(+1.64pcts)。由于融资租赁业务未来将持续缩减规模,毛利贡献将逐步降低,公司智能配用电业务因此依旧是最具备盈利能力的板块,同时医院业务也将持续发力,盈利能力逐年提高。

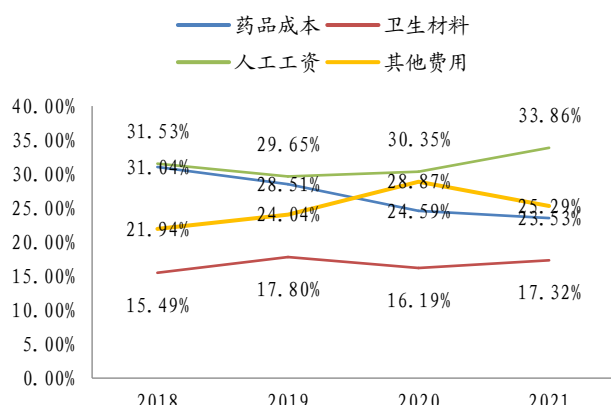
从**成本结构**看,1)公司医疗服务板块中人工工资占最大比例,2021年人工支出占33.86%;药品成本2021年有所下降,占比23.53%。2)公司智能配用电板块中直接材料占最大比例,2020年占比90.80%。

图表 5 公司收入结构拆分 (rmb mn)



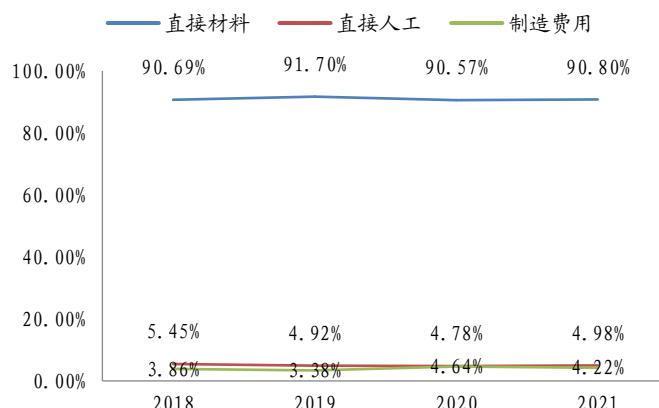
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 医疗服务成本结构



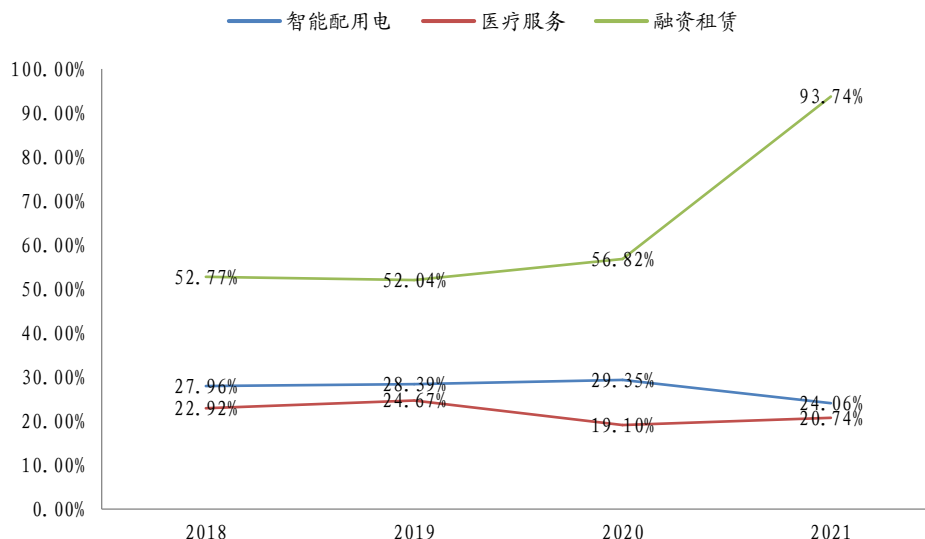
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 智能配用电成本结构



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司主营业务毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

2 康复医疗：体内+体外持续布局，增长可期

奥克斯医疗投资集团为公司三星医疗旗下全资子公司，成立于 2014 年，主要负责公司医疗板块的运营管理及投资等相关业务。奥克斯医疗集团自 2002 年开始涉足医疗业务，迄今共管理 6 家医疗机构，床位总数近 2000 张。

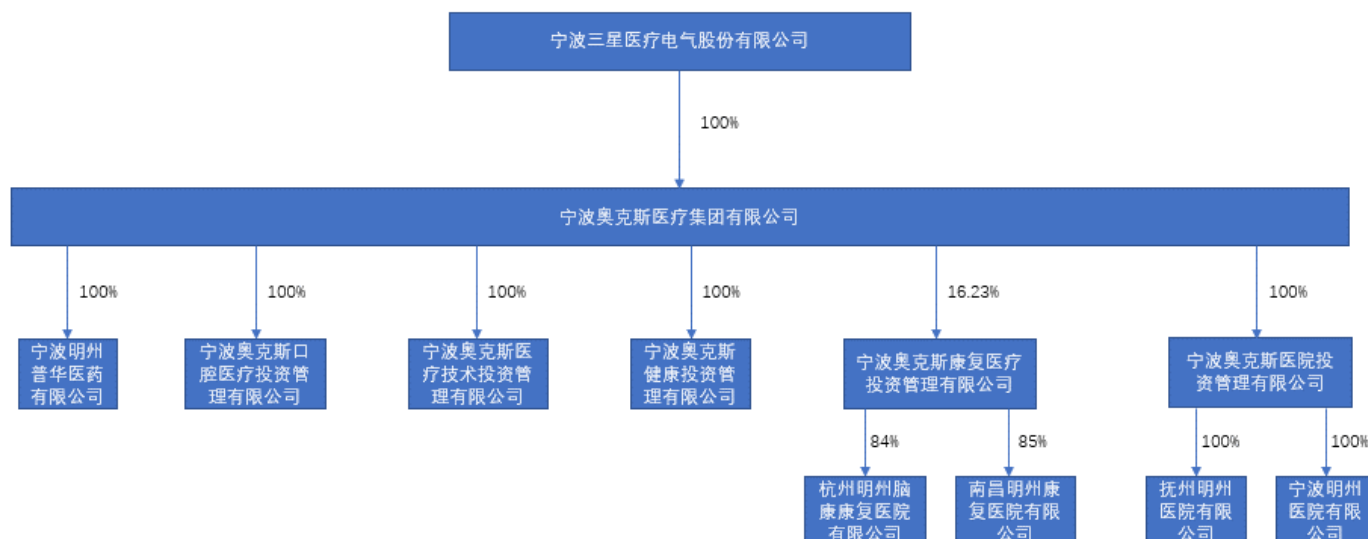
图表 9 奥克斯医疗投资集团发展进程

时间	内容
2002	开始涉足医疗产业，是国内最早涉足医疗服务的社会资本之一
2006	宁波明州医院营业（现为浙江大学明州医院）
2014	成立医疗集团，开展多种服务
2015	并购浙江大学明州医院，制定建立医疗健康产业的发展战略
2021	聚焦康复、体检产业，制定连锁医疗服务产业战略

资料来源：奥克斯官网，华安证券研究所

目前，公司旗下有全资子公司宁波明州医院、浙江明州康复医院、温州深蓝医院、抚州明州医院、南京明州康复医院、南昌明州康复医院、杭州明州脑康康复医院。

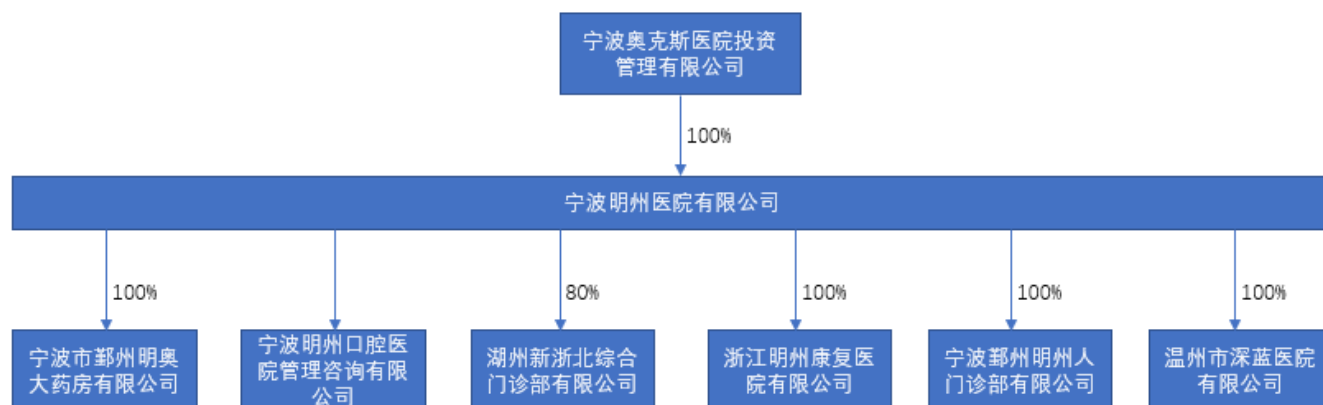
图表 10 宁波奥克斯股权结构



资料来源：爱企查，华安证券研究所

同时，公司旗下宁波明州医院控股 6 家医疗机构，其中温州市深蓝医院有限公司为深蓝体检中心，明州人门诊部有限公司为浙江大学明州医院国际医疗保健中心。**温州深蓝体检中心**是温州首家以健康管理为特色的高端专业体检机构，建筑面积近 4000 平方米，总投资额约 2 亿元。

图表 11 宁波明州股权结构



资料来源：爱企查，华安证券研究所

公司旗下主要管理医院的运营数据如下：

图表 12 公司旗下医院运营数据

项目	湖州新浙北门诊部			温州深蓝体检医院			宁波明州人门诊部		
FY	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018

主营方向	体检			体检			体检		
就诊人数（万）	3.49	4.45	9.38	2.34	4.2	3.94	0.77	0.4	0.76
营业收入（万元）	3003	4408	4677	2531	3466	3658	331	264	379
营业成本（万元）	1683	2084	2404	1859	2009	2241	477	536	619
毛利率	44%	53%	49%	27%	42%	39%	-44%	103%	-63%
管理费用（万元）	195	339	482	673	482	198	57	71	37
销售费用（万元）	117	294	264	0	2	129	4	1	3
净利润（万元）	742	1318	1251	-12	733	808	-247	-343	-280

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.1 宁波明州医院（浙江大学明州医院）：业绩实现高增长，管理经验丰富

宁波明州医院是一所按三级甲等医院标准投资建设，集医疗、科研、教学、预防、康复为一体的大型综合性医院。根据医院官网介绍，医院占地面积 140 亩，建筑面积 17 万平方米，于 2006 年 5 月投入运营；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。宁波明州共有 4 个康复病区，科室优势强劲。

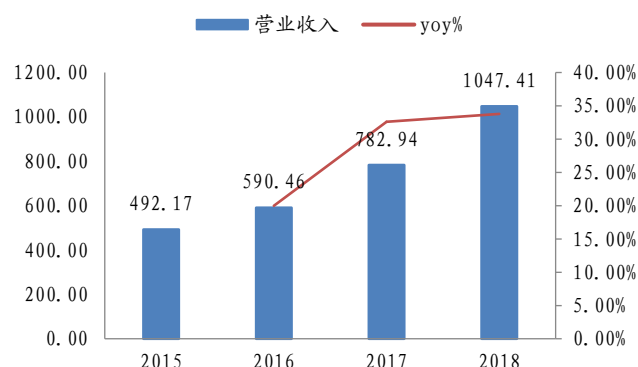
图表 13 宁波明州医院相关运营数据

指标	内容
床位	开放床位 1130 张、核定床位 1050 张
职工	共有职工 1800+人，其中高级职称以上 150+人
相关运营数据	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； 2021 年康复科床位使用率 90%左右

资料来源：医院官网，华安证券研究所

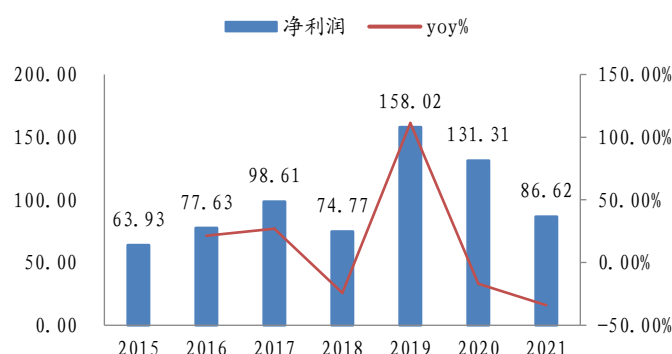
宁波明州为公司医院板块利润主体。2015-2017 年宁波明州医院经营能力不断提升，收入端与归母净利润端都实现超过 20%以上的增长。2018 年医院二期全面投入使用，科室规模扩大并引进了多名学科带头人，医院营业收入突破 10 亿。2019 年由于 2018 年基数较低以及公司扩建，归母净利润有了显著提升，共 1.58 亿元人民币，相比 2018 年的 0.75 亿元人民币实现翻倍增长，2020 年及 2021 年上半年由于疫情影响，净利润有所下降，2020 年实现净利润 1.31 亿元人民币（-16.91%）；2021 年贡献 86.62 百万元净利润（-34.03%），主要系医院旗下参控股子公司分红的波动导致投资收益减少 3000+万元，医院实际经营并未出现问题。

图表 14 宁波明州医院营收逐年上升（rmb mn）



资料来源：公司公告、年报，华安证券研究所

图表 15 宁波明州医院净利润略有波动（rmb mn）



资料来源：公司公告、年报，华安证券研究所

2.2 浙江明州康复医院：重症康复为特色逐步发展，业绩稳步增长

浙江明州康复医院是以重症康复为特色的康复专科医院。明州康复成立于 2016 年，作为专科特色品牌医院，对接公立三甲医院的 ICU、神经内外科、骨科等病人转诊至医院做康复，运营状况良好。浙江明州康复医院院长是浙江省康复医学会组委会委员，医院核心成员在浙江康复行业内有很大影响力；获 2019 届康复医院 50 强第 32 位（非公性质第 10）。

图表 16 浙江明州康复医院基本信息

指标	内容
历史	2017 年宁波明州医院有限公司以现金方式收购浙江明州康复医院有限公司 100%的股权，支付对价 3.2 亿元人民币，利润 2000 万元、PE 16x
特色医疗服务项目	PTLT、ST、带呼吸机的高压氧仓项目等
床位	设置床位 450 张
面积	占地 17 亩，医疗用房面积 16000 平方米
相关运营数据	2021 年床位使用率 90%以上；每年出院约 1500 人次；重症病人贡献收入 50%以上；医保与自费分别约占 50%

资料来源：医院官网，华安证券研究所

重症康复、儿童重症康复为浙江明州康复医院重点建设学科。浙江明州康复医院是区级重症康复优势专科，截止目前已收治病人 3000 余例。

图表 17 浙江明州康复运营数据

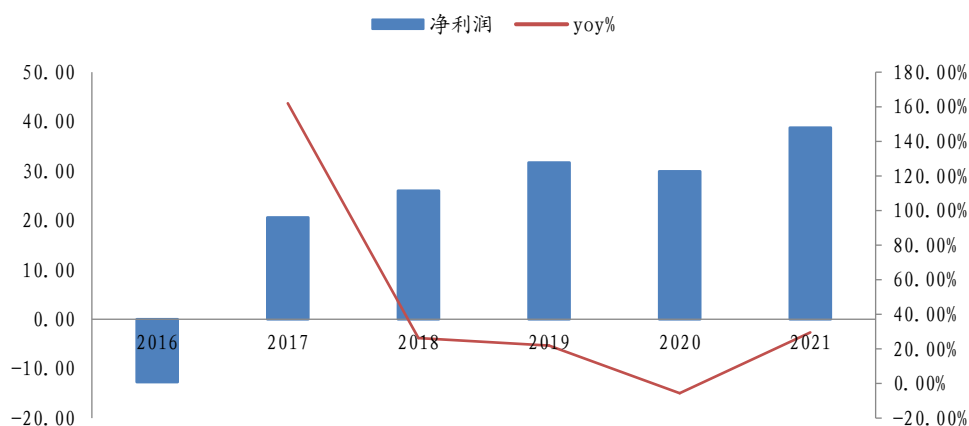
	2016	2017	2018
就诊人数（万）	0	0.02	0.03
床位周转率	0.38	1.45	2.3
营业收入（万元）	1877	11061	15870
营业成本（万元）	1900	7573	10269
毛利率	-1%	32%	35%
管理费用（万元）	1076	638	1065

销售费用 (万元)	141	368	900
净利润 (万元)	1271	2059	2600

资料来源：公司公告，华安证券研究所

自 2017 年被宁波明州医院收购后，浙江明州康复医院业绩迎来爆发式增长，营业收入相比 2016 年增长约 489%。2020 年及 2021 年上半年由于疫情影响，归母净利润开始下降，2020 下降约 5.6%，2021 年上半年归母净利润约为 2326 万元；2021 年净利润快速恢复，实现 38.76 百万元，同比增长 30%。

图表 18 浙江明州康复净利润情况 (rmb mn)



资料来源：公司年报、公司公告，华安证券研究所

2.3 收购 2 家医院落地，纵深布局康复医疗服务领域

公司 2021 年完成了对南京明州康复医院 85% 股权、杭州明州脑康康复医院 84% 股权的收购并于 21 年 11 月完成工商变更，两家医院并至上市公司体内。两家医院主营重症康复业务，是公司在康复医疗领域的持续布局，以重症康复为特色，着眼新康复医疗模式的创新，打造差异化、连锁化、品牌化的竞争优势。通过收购，公司有望实现康复医疗业务异地复制和国内多点发展，扩大公司康复医疗业务规模，与公司现有医疗业务形成良好的协同效应。

根据 2020 年各医院公开信息，截至 2020 年，杭州脑康明州康复医院共有医护人员 237 名，其中医生 60 名，护士 177 名，总床位 485 张；南昌明州康复医院共有医护人员 66 名，其中医生 19 名，护士 47 名，总床位 276 张。

图表 19 收购医院 2020 年运营情况

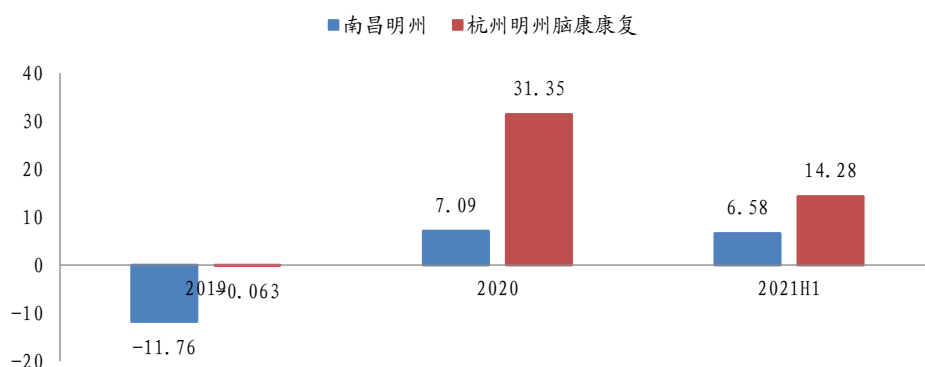
	杭州脑康明州康复	南昌明州康复
所设主要科室	康复医学科、重症医学科、高压氧科、医技科室、手术室、小针刀特色门诊、胃镜室	康复医学科、重症医学科、医技科室
医生数量	60	19
护士数量	177	47
总床位	485	276
开放床位	485	129

占床	375	96
就诊人次	门诊：2775 住院：2629	门诊：1123 住院：747
次均费用	门诊：856 元 住院：7.1 万元	门诊：534 元 住院：5.8 万元
床位周转率 (次)	7	7.8

资料来源：公司公告、医院官网，华安证券研究所；其中床位周转率=出院病人数/平均占床数

经营业绩良好，并表后将进一步增厚公司业绩。根据公司披露的医院审计报告，2021 年上半年南昌明州实现净利润 6.58 百万元，杭州明州脑康康复 14.28 百万元，盈利能力得到体现。

图表 20 南昌明州&净利润 (rmb mn)

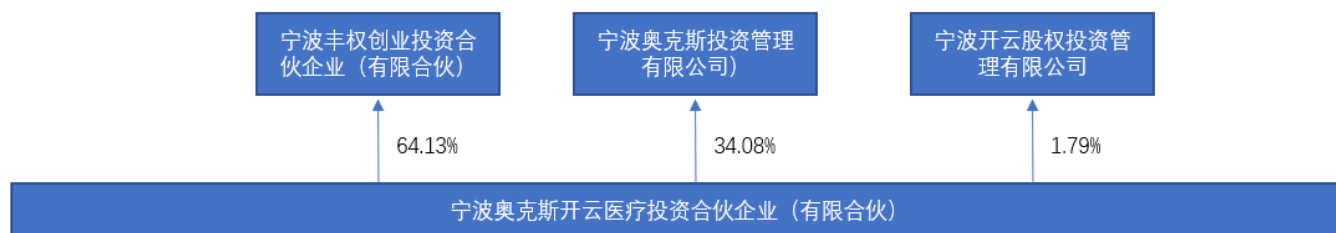


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.4 体外孵化康复医院进展顺利

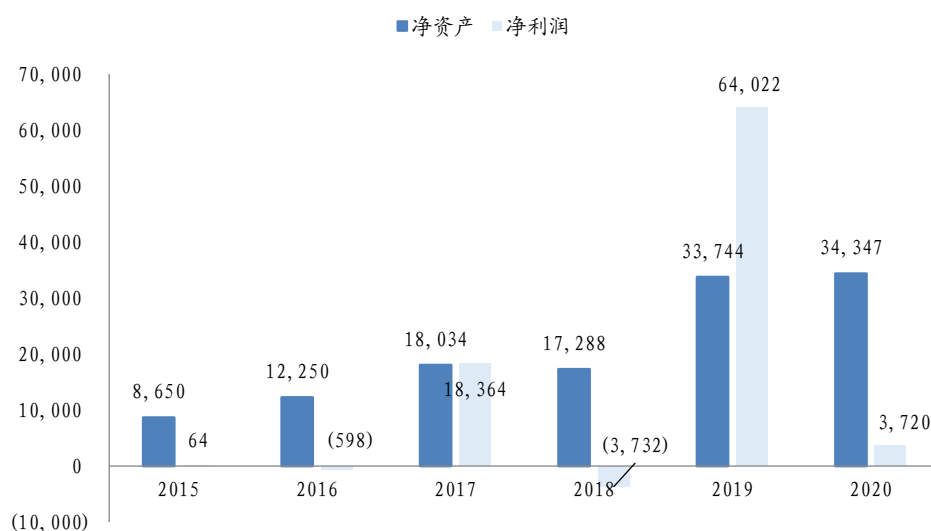
除上市公司体内医院外，公司间接在体外孵化康复医院，持续布局康复医疗领域。公司通过全资子公司宁波奥克斯投资管理间接持有奥克斯开云医疗投资 34.67% 的股权并以此关联旗下体外康复医院。目前三星医疗体外康复医院总床位 6000 余张（公开数据可查证 3810 张床位，不可查证包括在建未注册的医疗机构或注册医疗机构无相关床位信息）。

图表 21 宁波奥克斯开云医疗投资股权结构



资料来源：企查查，华安证券研究所

图表 22 宁波奥克斯开云医疗投资净资产与净利润（rmb 万元）



资料来源：wind、公司年报，华安证券研究所

2022 年 4 月公司发布公告，临时股东大会通过审议，以自有资金收购南京明州康复、武汉明州康复、长沙明州康复、常州明州康复、宁波北仑明州康复 5 家医院 100% 股权，并购扩张战略持续落地。

图表 23 公司 22 年并购医院运营情况（截至 2021 年）

	2021 年收入 (rmb mn)	2021 年净利 润 (rmb mn)	占床数 量 (床)	总床数量 (床)	病床有效 使用率	床日均费用 (rmb mn)	住院收入 (rmb mn)
宁波北仑明州康复	24.22	-0.27	72	270	27%	10.00	21.69
常州明州康复	82.93	0.2076	231	287	80%	12.34	81.87
长沙明州康复	53.44	1.95	117	274	42%	13.31	53.16
武汉明州康复	88.76	10.72	210	337	62%	12.28	88.06
南京明州康复	109.13	11.15	232	353	65%	12.94	106.47

资料来源：公司公告，华安证券研究所

在公司股权激励计划的相关指引、内部强大的运营管理能力的赋能下，公司后续的并购扩张战略或将持续落地，助力公司进一步扩大医院业务版图。

图表 24 公司体外医院孵化情况

类别	医院名称	省份	医院类型	上市公司持股比例	床位数
明州医院	杭州明州医院	浙江	综合性医院	34.67%	200
	湖州浙北明州医院	浙江	综合性医院	34.50%	-
	衢州明州医院	浙江	综合性医院	24.03%	-
康复医院	重庆明州康复医院	重庆	专科医院	34.67%	310
	杭州明州姑娘桥康复医院	浙江	专科医院	24.03%	106

余姚明州康复医院	浙江	专科医院	24.03%	299
乐清明州康复医院	浙江	专科医院	24.03%	100
泰州明州康复医院	江苏	专科医院	24.03%	300
常州明州康复医院	江苏	专科医院	100%	300
南京明州康复医院	江苏	专科医院	100%	340
长沙明州康复医院	湖南	专科医院	100%	500
郑州明州康复医院	河南	专科医院	24.03%	350
南昌明州赣北康复医院	江西	专科医院	24.03%	-
武汉明州康复医院	湖北	专科医院	100%	300
深圳明州康复医院	广东	专科医院	24.03%	470
上海明州甬嘉康复医院	上海	专科医院	17.50%	-
泉州明州康复医院	福建	专科医院	-	135
江苏明州康复医院	江苏	专科医院	-	100
扬州明州康复医院	江苏	专科医院	-	-
宁波北仑明州康复医院	浙江	专科医院	100%	-

资料来源：公司公告、公司年报、企查查，华安证券研究所

2.5 医教研一体化发展，抚州医学院落地在即

除管理运营体内外医院外，公司也在布局医教研一体化体系，与抚州医学院合作，计划建设非营利性民办本科院校。抚州医学院即南昌大学抚州校区，占地面积 580 余亩，建筑面积 25 万平方米，全日制在校生 8600 多人；本次合作将为集团旗下系列医院和后续发展提供医学人才，医师资源得到良好补充。

图表 25 抚州医学院规划进程梳理

时间	事件
2015.4.20	奥克斯医院投资与南昌大学抚州医学院签订《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》，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
2020.2.6	公司全资子公司宁波奥克斯医学教育投资管理有限公司取得抚州医学院(筹)的举办权
2020.5.18	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《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)，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，预计将在校生规模发展至 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

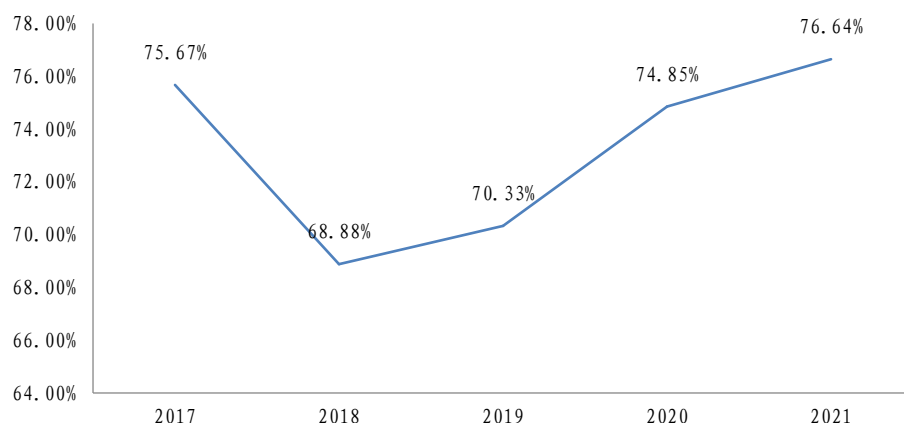
资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

3 智能配用电：传统业务持续稳定发展

3.1 传统业务增长强劲，收入贡献占比逐年扩大

智能配用电是公司的传统支柱业务，经过长期发展沉淀，目前已经具备完整的产品和服务体系，国内+国外市场同步扩展，是国内领先的智能配用电整体解决方案供应商。公司智能配用电业务分为智能配电和智能用电两大领域，主营产品矩阵包括智能计量、智能开关、智能配电系统、智能充电设备等，2017 年收入占比 76%，2018 年占比略有下降，之后逐渐恢复，2020 年收入占比 75%。

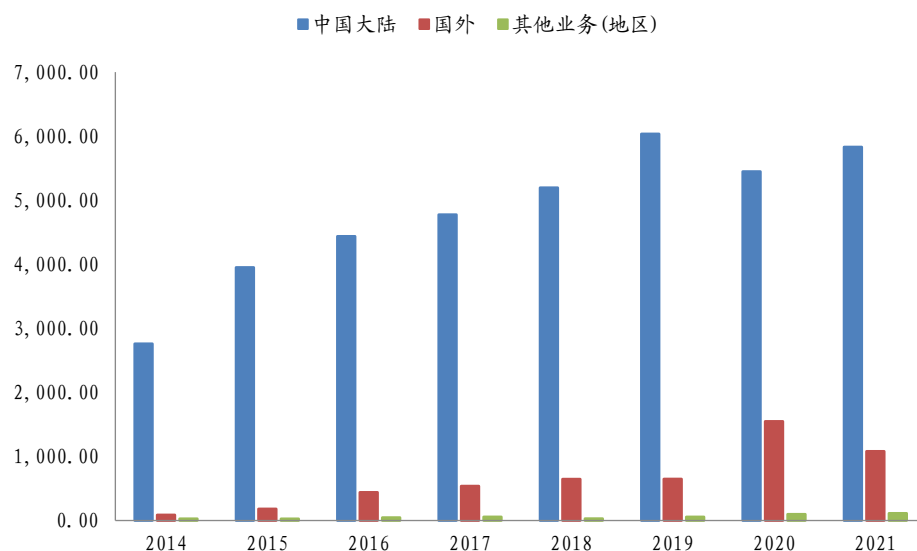
图表 26 智能配用电业务收入占比



资料来源：wind，华安证券研究所

在智能配用电领域，公司不断开拓海外市场，海内外业务同步扩展。2017-2019 年公司海外业务发展较为缓慢，2020 年逆势实现增长。公司乘“一带一路”政策东风，抓住机遇通过在海外投资设厂等多种方式与全球范围内的 50 余个国家达成合作，特别是在沙特、苏丹、尼日利亚等地区实现业绩增长。

图表 27 公司海外配用电业务提振收入 (rmb mn)



资料来源：wind，华安证券研究所

公司的产品可以分为智能用电产品、智能配电产品两大类，其中智能用电为主要产品，2020 年生产 16.87 百万套、销售 17.13 百万套；智能配电数量较少，2020 年生产 4.18 万套、销售 4.18 万套。

图表 28 公司智能配用电产销量分析（个/套）

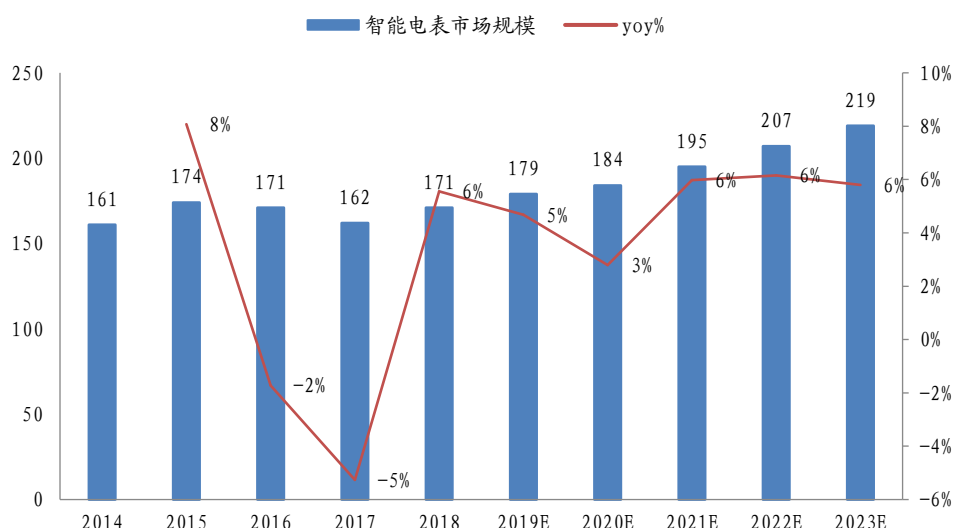
主要产品	指标	2016	2017	2018	2019	2020
智能用电	生产量	21,660,308	26,943,912	23,990,076	33,796,853	16,872,204
	Yoy%	17.5%	24.4%	-11.0%	40.9%	-50.1%
	销售量	21,361,140	26,601,845	24,396,835	31,081,702	17,132,766
	Yoy%	14.6%	24.5%	-8.3%	27.4%	-44.9%
	库存量	2,516,811	2,123,124	1,716,365	4,431,516	1,460,674
智能配电	Yoy%	13.5%	-15.6%	-19.2%	158.2%	-67.0%
	生产量	27,260	35,827	38,367	42,847	41,787
	Yoy%	7.7%	31.4%	7.1%	11.7%	-2.5%
	销售量	26,622	36,560	36,294	44,614	41,774
	Yoy%	0.6%	37.3%	-0.7%	22.9%	-6.4%
智能配电	库存量	6,316	5,583	7,656	5,889	5,902
	Yoy%	11.2%	-11.6%	37.1%	-23.1%	0.2%

资料来源：公司年报，华安证券研究所

3.2 智能配用电周期向上，需求爆发为公司发展带来新机遇

智能电表是智能配电网数据采集的基本设施，是实现信息集成、分析优化的基础，是电网建设的重要环节。我国自 2002 年以来不断加强电网建设，2010 年起开始普及智能电表的安装应用，截至 2018 年，全国共安装 5.54 亿只智能电表。我国智能电表行业增速稳定，2018 年我国电能表市场总体规模 171 亿元人民币，2014-2018 CAGR 1.52%；预计 2023 年将达到 219 亿元规模，2019E-2023E CAGR 5.17%；智能电表行业整体规模平稳上升。

图表 29 我国智能电表市场规模及增速（rmb 亿元）



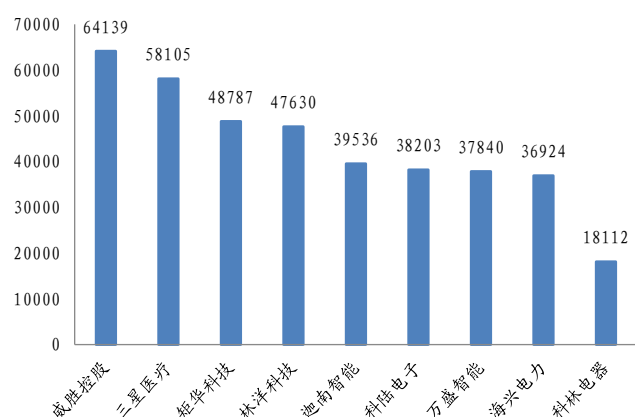
资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

从需求端看，我国智能电表需求大规模爆发在即：1）根据产品技术规定和国家相关规定，由于智能电表属于强制检定类计量器具，其轮换周期不超过 8 年，考虑

到我国首批智能电表的安装是从 2010 年开始安装的, 2018 年开始我国会逐渐大规模更换电表, 老旧电表迭代的硬性需求推动智能电表订单数量的上升。2) 随着智能电网、泛在电力物联网建设进程的不断加快, 我国国网智能电表及用电信息采集设备招标总额整体将持续处于上升趋势。

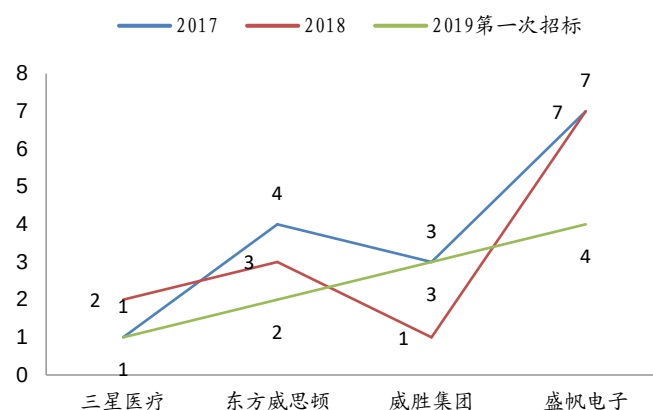
从竞争格局上看, 目前智能配用电设备行业分散度高, 行业内玩家市占率已基本保持稳定状态。从中标金额上看, 2019 年三星医疗招标中标金额全行业第二, 业务实力强, 认可度高。从历史中标排名上看, 三星医疗一直位居前列, 已然成为行业第一梯队, 是智能配用电的主要龙头之一。

图表 30 2019 年国家电网智能电表及用电管理系统集中招标中标金额 (单位: 万元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

图表 31 2017-2019 国网电表类招标部分中标企业排名



资料来源: 国家电网, 华安证券研究所

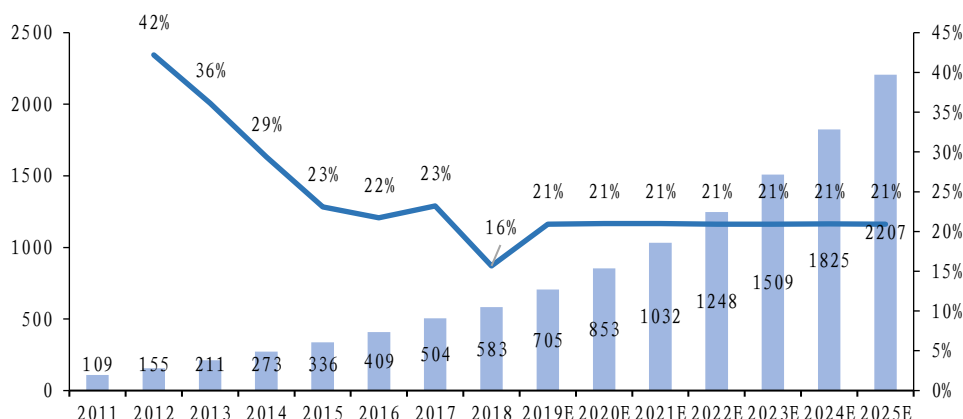
总体来看, 公司智能配用电业务经过多年发展, 目前稳居行业前列, 考虑到电改的持续推进、电力物联网的深入布局, 智能电表龙头企业将迎来新一轮发展机遇。

4 康复医疗赛道扬帆起航

4.1 近千亿规模稳定增长, 与发达国家仍有一定差距

中国康复市场规模逐步扩大, 增速稳定。中国康复医疗服务能力近年来不断加强, 发展势头良好, 公立综合医院已探索并初步建立康复医学科体系, 民营专科医院也逐步形成规模化、体系化的发展态势。然而从整体角度看, 中国康复医疗整体规模较小, 与发达国家相比仍存在差距。根据毕马威相关研究报告, 中国康复医疗市场服务总消费金额由 2011 年的 109 亿元增至 2018 年的 583 亿元, CAGR 26.9%, 预计康复医疗服务的市场规模 2021 年将达到 1032 亿元、2025 年将达到 2207 亿元, 康复医疗千亿市场亟待挖掘。

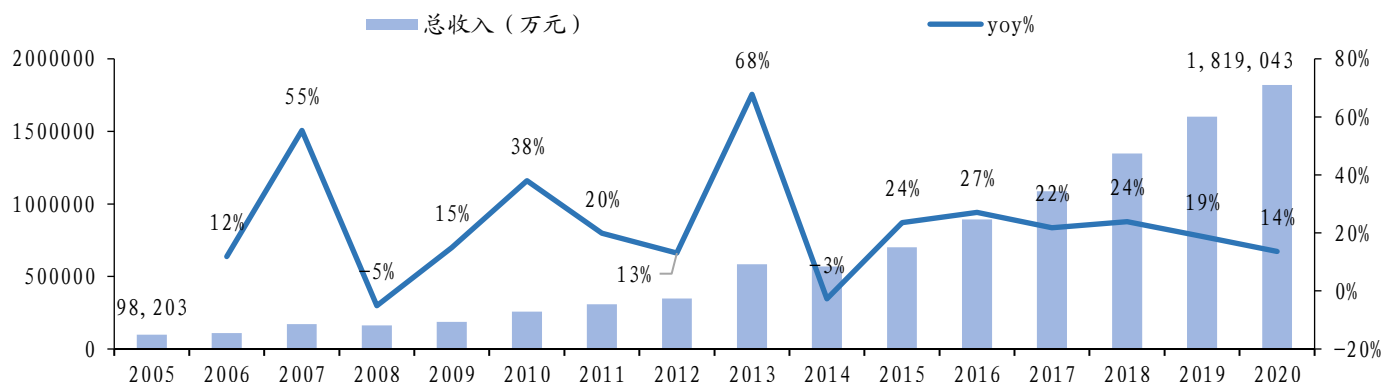
图表 32 我国康复医疗市场规模及增速（rmb 亿元）



资料来源：毕马威，前瞻产业研究院，华安证券研究所

中国康复医院总收入快速增长，随着中国康复医疗市场规模的不断扩大，中国康复医院总收入也实现快速增长。根据历年《中国卫生健康统计年鉴》，中国康复医院总收入呈增长态势，从 2005 年的 9.8 亿元增至 2020 年的 182 亿元，2005-2020 CAGR 21%，2011-2020 CAGR 22%，保持高增长。

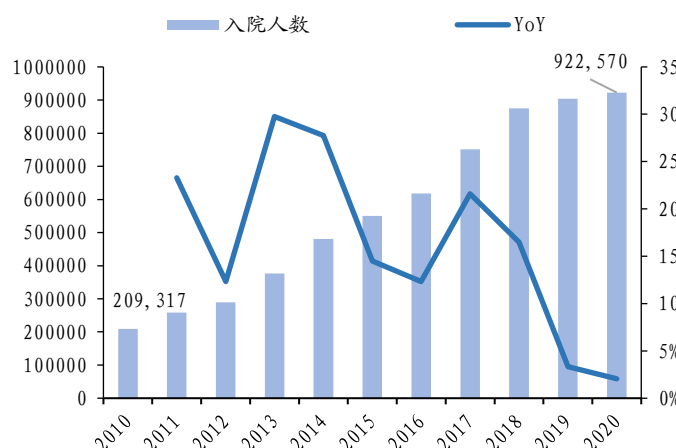
图表 33 康复医院医疗收入及增速（rmb 万元）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

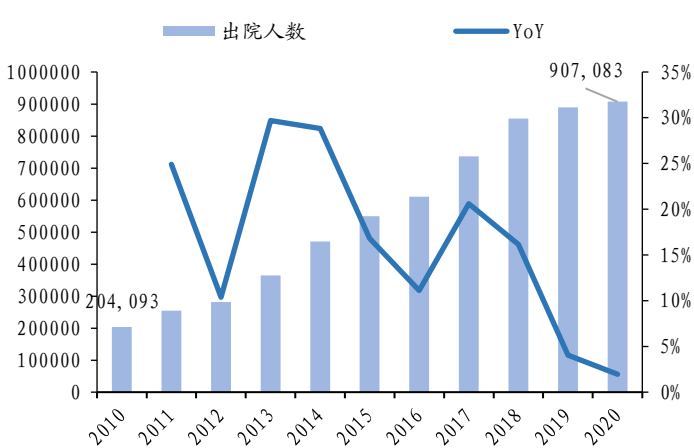
中国康复医院出入院人数同步高速增长，根据历年《中国卫生健康统计年鉴》，2005 年至 2020 年中国康复医院出入院人数整体呈增长态势，2010-2018 年增长率都在 10% 以上，2010-2018 CAGR 19.61%；2018 年后每年中国康复医院出入院人数逐渐达到饱和，增长放缓，2019 和 2020 年增速都低于 5%，2018-2020 CAGR 3%。

图表 34 2010-2020 康复医院入院人数及增速（万人）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

图表 35 2010-2020 康复医院出院人数及增速（万人）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

和发达国家相比，我国康复医疗行业仍处于发展初期。作为世界上康复医疗领域发展历史最悠久的国家之一，美国的康复医疗体系经历了三个阶段，主要以支付方式的不同来区分。目前，美国已经形成了较为完善的三级康复诊疗制度，通过住院康复机构（IRFs）、长期急性护理机构（LTACs）、专业护理机构（SNFs）提供不同类型的康复治疗，具有借鉴意义。

图表 36 美国康复医疗发展历程

时间	类型	内容
1965-1982	按服务付费	住院康复医疗和急性病住院医疗费用尚未分开，医疗提供方提供服务后，按照报销标准和比例进行结算，即后付费制度。这种支付模式下，患者被视为医疗机构的利润，导致过度医疗。
1982-2002	诊断相关分类法（DRGs）	综合医院与住院康复医院支付政策分化，针对诊断明确、治疗方法相对一致、治疗程序相对稳定且住院时间较短的疾病采用 DRGs，住院康复医疗、精神类疾病等治疗住院时间长、治疗复杂且费用高的疾病继续沿用按服务付费制。对急性病住院医疗实施 DRGs 定额预付制、对康复住院医疗实施按服务项目支付的后付制的差异推动美国康复医疗行业快速发展。
2002-至今	预付制（FRGs）	根据《国际残损、残疾和残障分类》中残疾、残损的标准将患者分类，后按患者功能状况和年龄分为若干组，测算每组医疗费用标准并结合住院天数确定一个费用定额，预先支付给康复医院。实施 FRGs 后，康复医院的平均住院时间限制在 20 天左右，过度康复现象急剧减少，同时引导康复医疗机构发展和完善，满足患者不同层次、不同治疗阶段的康复医疗需求。FRGs 配合康复患者功能评估量，逐渐形成完善评估体系 FIM，根据 FIM 对疗效进行评估并支付相应的额度。评估体系的完善使得治疗方案、住院周期及疗效都得到有效管控，同时降低了费用支出。

资料来源：布谷医疗，华安证券研究所

在英国，康复医疗机构主要分为五类：1）专门康复机构；2）综合医院中的康复科室；3）日间康复门诊；4）社区康复中心；5）军事康复中心。康复专业医师需在医疗机构进行 4 年专业进修后通过考试取得康复医师执照后才可从业。绝大多数居民可以免费享受康复医疗服务。在日本，康复医疗机构主要分为四类：1）专业化的

康复机构；2）综合医院中的康复科室；3）专门为全龄残疾人开设的康养医疗所福利设施；4）回归就业的职业康复训练机构。日本已经基本建立了完善的“医疗保险+介护保险”机制，为老龄残疾人提供完备的康复体系，根据康复疗效收费。

对比我国，根据毕马威《康复医疗趋势引领新蓝海》中的分析，2017年中国人均康复医疗消费约为5.5美元，远低于同年美国人均康复花费54美元水平。虽然康复体系的硬件基础已初具规模，但我国整体康复医疗服务市场仍处于发展初期和机构数量扩展阶段，与发达国家相比仍存在差距。

4.2 产业链集中度较低，康复医疗服务为行业主体

根据产业链上来分，康复医疗行业可以分为上游、中游、下游，其中上游主要包括康复医疗器械生产商，中游主要为流通，下游主要为各类终端康复医疗机构，其中下游康复医疗服务机构颇受市场关注。康复医疗器械制造呈现数量多、批量大的特点，集中度较低；康复医疗器械流通和上游器械制造一致，呈现散乱小的特点。

图表 37 康复医疗行业产业链

产业链条	公司名称	公司代码	主营业务
上游康复医疗器械	翔宇医疗	688626.SH	致力于康复医疗器械研发、生产、销售和服务，提供全领域的康复医疗器械产品，目前自有产品分为康复评定、康复训练、康复理疗三大门类，共20个系列、400多种的丰富产品结构。
	伟思医疗	688580.SH	致力于在盆底及产后康复、神经康复、精神康复等细分领域为医疗及专业机构提供安全、有效的康复产品及整体解决方案，目前公司产品主要为电刺激类、磁刺激类、电生理类设备、耗材及配件等康复医疗器械及产品。
	钱璟康复	IPO 终止	以康复器材研发为主，主要生产康复器材、医疗器械，现有物理治疗，作业疗法，言语治疗，机器人辅助疗法，特殊教育设备，康复辅助器等诸多分支的产品体系。
上游康复智能设备	脉吉医疗	未上市	针对医疗环境中的实际问题，基于新型的传感器、嵌入式系统和互联网通信技术，通过与科研和医疗机构进行产学研合作，提供个性化康复方案，实现智慧远程康复。
	迈步机器人	未上市	专注于外骨骼机器人及人机交互技术的研发，打造智能康复体系，通过机器人、物联网、大数据、人工智能等技术提升康复医疗的效率和效果。具体研发用于中风患者步态康复的下肢外骨骼机器人以及其他医疗康复机器人。主要产品包括康复机器人、柔性驱动器、医疗机器人、外骨骼机器人康复设备、下肢康复外骨骼机器人等。
	傅利业智能	未上市	以自主研发核心康复机器人技术为基础平台，为医疗机构及广大患者提供全球领先的智能康复综合性解决方案的高新技术企业。现已形成基于康复机器人为核心的“智能康复港”一体化精准康复医疗服务平台，促使康复服务逐步达到信息化、标准化、智能化。
上游康复药品	健康元	600380.SH	主要从事医药产品及保健品研发、生产及销售。业务范围涵盖保健品、化学制剂、中药制剂、化学原料药及中间体、诊断试剂及设备等多重领域。
	汤臣倍健	300146.SZ	中国膳食营养补充剂领导品牌和标杆企业，全球膳食营养补充剂行业领先者。依托现代营养科学，汤臣倍健建立了全面的膳食营养补充剂科学体系。

	正大集团	未上市	以农牧食品、批发零售、电信电视三大事业为核心，同时涉足金融、地产、制药、机械加工等 10 多个行业和领域的多元化跨国集团公司。
	国药器械	未上市	拥有集研发、制造、物流分销、零售连锁、医疗健康、工程技术服务、专业会展、国际经营、金融投资为一体的大健康全产业链。主要从事医疗器械研发、制造、流通、服务等各领域。
	九州通	600998.SH	科技驱动型的全链医药供应链服务型企业，公司立足于医药流通、物流服务及医疗健康等大健康行业，主营业务包括医药分销与供应链服务、总代总销与工业自产、数字零售、数字物流与供应链解决方案、医疗健康与技术增值服务五大方面。
	嘉事堂	002462.SZ	二三级医院销售、社区医疗中心销售、物流配送、连锁零售。
中游康复器械流通	瑞康医药	002589.SZ	向全国医疗机构直销药品、医疗器械、医用耗材，同时提供医疗信息化服务、医院管理咨询服务、院内物流服务和医院后勤服务的综合服务商，是全国药品、医疗器械流通行业的领军企业。
	凯利泰	300326.SZ	集医疗器械的研发、生产、销售于一体的高端医疗器械集团，致力于骨科高值耗材领域，以服务广大医生和病患为使命的高新技术企业。
	澳洋科技	002172.SZ	集团产业以大健康为主体，绿色生态和纺织服装为两翼，涉足医疗服务、健康管理、康复护理、养老养生、医药流通、园林绿化、生态修复、毛纺生产、服装制造、产业投资等领域。
	康复之家	未上市	家用医疗器械连锁机构，旗下健康业务板块有：1）德开医药为主体的线上医药电商，2）线下药械连锁。致力于为中国健康需求人群打造从医养康复，慢病管理，药事服务，器械辅具服务，居家适老化改造等医院后市场服务平台。
	天瑞医疗	未上市	专业从事医疗投资、医院管理、医疗器械和设备经营的民营医院投资管理集团
下游综合医院康复科	华山医院		康复专科业务特色包括：中枢神经系统疾病康复；颅脑外伤和缺血缺氧性脑病引起的昏迷、运动障碍、认知障碍、各种精神症状等；脊髓损伤后引起的截瘫、二便控制障碍、周围神经系统疾病康复；骨折与关节脱位术后、人工关节置换术后肢体功能障碍；运动损伤、颈椎病、腰腿痛、肩周炎、骨关节炎、脊柱侧弯、颞颌关节紊乱，以及各种手外伤后（术后）功能障碍等康复及相关基础研究；糖尿病、肥胖症等内科疾病的临床康复治疗与相关基础研究等。
	华西医院		康复科特色业务：脑卒中、脑外伤、脊髓损伤、偏瘫、面瘫、脑瘫、周围神经损伤；骨折术后、关节置换、手外伤、骨质疏松症、骨关节炎、颈椎病、腰椎间盘突出、肩周炎、烧伤；冠心病、慢阻肺；失语、吞咽障碍、认知与听力障碍。
	江苏省人民医院		康复科业务范畴：神经疾病康复、骨关节疾病康复、内脏疾病康复、慢性疼痛康复、急性和慢性炎症的理疗、亚健康状态的咨询与康复。
	中国康复研究中心		承担康复医疗、康复研究、人才培养、社区指导、国际交流等多领域康复工作。
下游康复医院	重庆市康复医院		集预防、康复、治疗、科研、教学为一体的大型教学医院。为亚健康人群、疾病早期及恢复期患者、慢性病患者、老年人群等开展疾病预防、保健、康复治疗、健康教育和咨询等服务。
	北京康复医院		集康复医疗、康复教育培训、康复科学研究和康复医学工程于一体的现代化学院型三级康复医院。
下游康复中心	青松康护		提供以健康管理为纽带的科学的全面的健康管理。主营业务包括日常医疗服务、健康预防、慢病管理、专业康复护理、急症处理。
	脊近完美		为颈肩腰腿痛患者提供系统、精准、有趣的服务的专业推拿机构。脊近

完美开发了体态测试技术、定量评估系统和智能康复仪器，用于对患者进行全面的体态评估，准确把握患者的康复进度和个性化的康复训练。

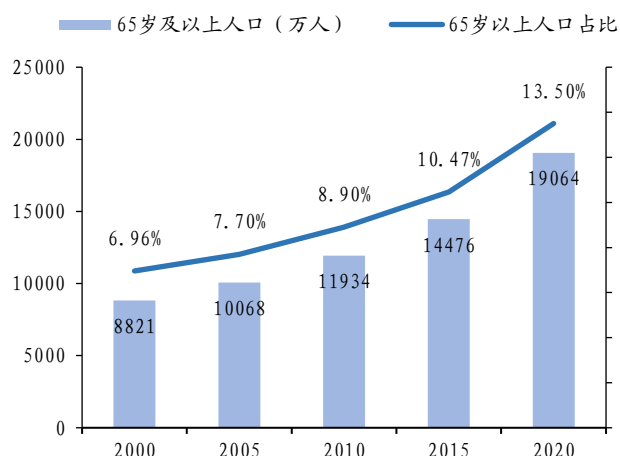
资料来源：各公司官网、wind，华安证券研究所

4.3 医疗服务需求快速膨胀，转化率有待提高

中国医疗健康需求急速增长。随着基本医疗保险渗透率的不断提高，大量刚性的医疗需求得以释放，同时随着医疗健康消费的升级，中国的医疗健康需求不仅总量急剧增长，结构也在逐渐裂变，越来越呈现出多元化、层次化、动态化的特征，特别是对重症性疾病的康复需求持续增长。

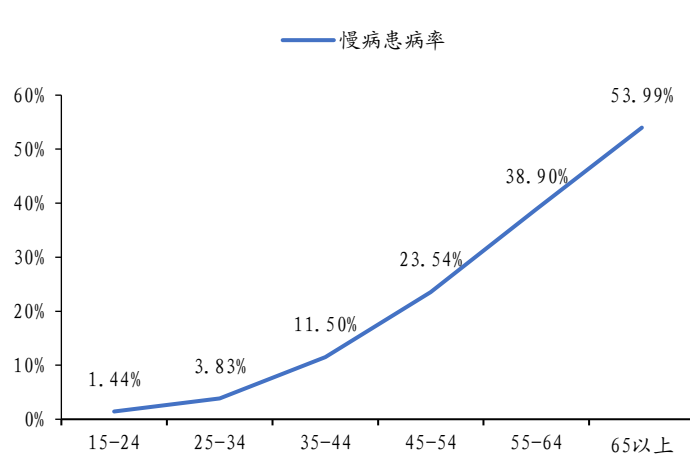
康复医疗需求群体结构多样，老年人为主流群体。根据第七次全国人口普查数据显示，中国 60 岁及以上人口已超 2.64 亿人次，占总人口的 18.70%，全国有 6 省老年人口超 1000 万人，人口老龄化呈加速趋势，未来老龄相关性疾病的患者群体规模，如神经、骨科、心血管疾病等患者群体将大幅增加，中国老年群体将成为康复医疗市场的最主流群体之一。

图表 38 人口老龄化已成不可逆趋势



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 39 慢病发病率随年龄上升而增加



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 40 老年康复病患群体细分

老年患病群体	具体内容
身体功能残疾	具有明确的身体或功能残疾的老年人（如心肌梗塞、脑中风、骨质疏松等引起的重度残疾）
脏器功能障碍	各种慢性疾病引起的脏器功能障碍的老年人（如慢性心肺疾患、脑血管病、高血压、营养不良、失眠等）
生理/病理性老化	因生理或病理性老化引起的日常生活能力下降的老人（如帕金森症或老年痴呆引起的活动受限、认知障碍、跌倒与步态失常等）

资料来源：《2020 年残疾人事业发展统计公报》，华安证券研究所

在康复领域，我国**残疾人群体**不容忽视，根据《2020 年残疾人事业发展统计公报》，2020 年共有 1077.7 万持证残疾人及残疾儿童得到基本康复服务，其中 0-6 岁残疾儿童 23.7 万人。此外，随着三胎政策的放开、90 后 95 后人群持续进入适育年

龄、我国中产阶级人群数量不断上升、二三线城市经济逐步崛起等多种因素的持续作用，中国适育年龄女性及其家庭对消费升级的需求不断增加，优质的产后康复需求持续增强。

图表 41 2020 年残疾人康复患者种类及数量细分

残疾人群种类	接受康复治疗的人数（万人）
视力残疾人	114.6
听力残疾人	81.6
言语残疾人	5.1
肢体残疾人	542.8
智力残疾人	86.4
精神残疾人	178.4
多重残疾人	54.7

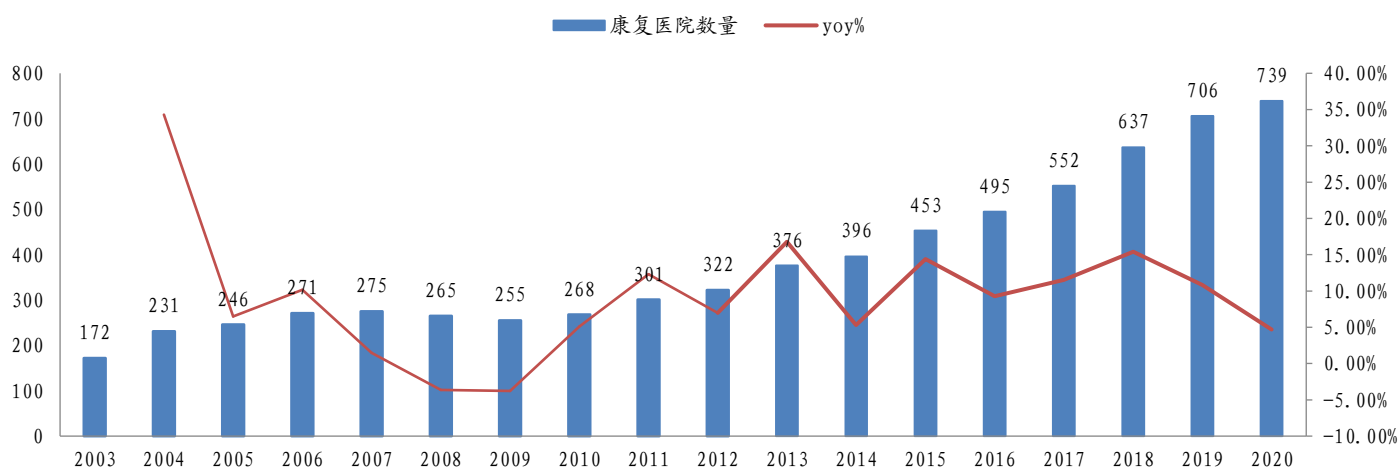
资料来源：《2020 年残疾人事业发展统计公报》，华安证券研究所

整体来看我国康复医疗普及度较低，渗透率有很大的提升空间。虽然我国不同年龄层均存在不同程度的康复治疗需求，中国大部分患者及患者家属、甚至部分医务人员仍保有“重治疗、轻康复”的概念，大批潜在需求未被挖掘。

4.4 康复医疗供给端存在缺口，政策助力发展

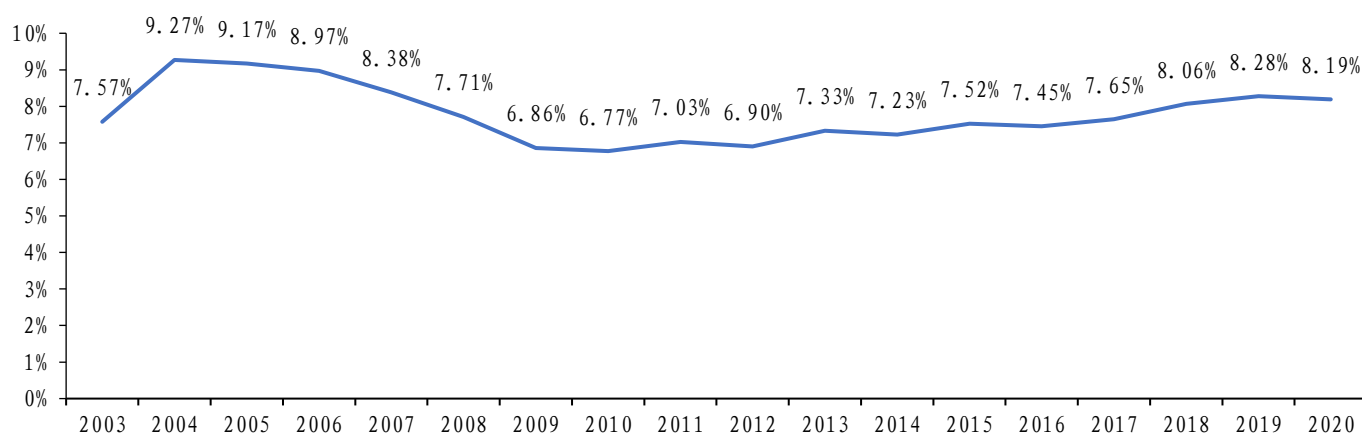
中国康复医院市场供给亟待弥补，资源相对匮乏。虽然康复医疗服务市场规模整体近千亿，但无论是我国综合医院康复医学科及康复专科医院数量，还是康复床位的数量，目前均呈现供应不足的状态，进而导致系统完备的康复医疗供给体系长期未定型。康复医疗机构中先进的康复医疗设施相对不足，且机构普遍存在规模小、床位少、资源分散、服务项目少等问题。根据中国卫生健康统计年鉴的数据，我国康复专科医院数量从 2011 年的 172 家增加至 2020 年的 739 家，2010-2020 CAGR 10.7%，增长速度可观；但截至 2020 年底，中国专科医院总量为 9021 家，康复专科医院占比仅为 8.2%，2010 年至 2020 年平均占比仅为 7.5%，且每年占比均低于 10%，供给稀缺。

图表 42 我国康复医院数量逐年上升（单位：家）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

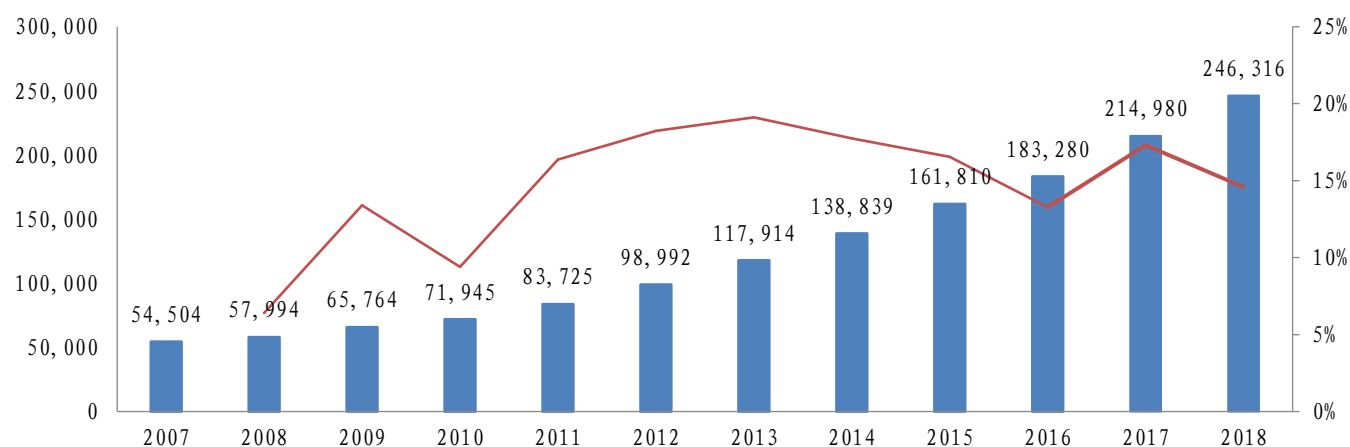
图表 43 2003-2020 中国康复专科医院相对专科医院总量占比



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

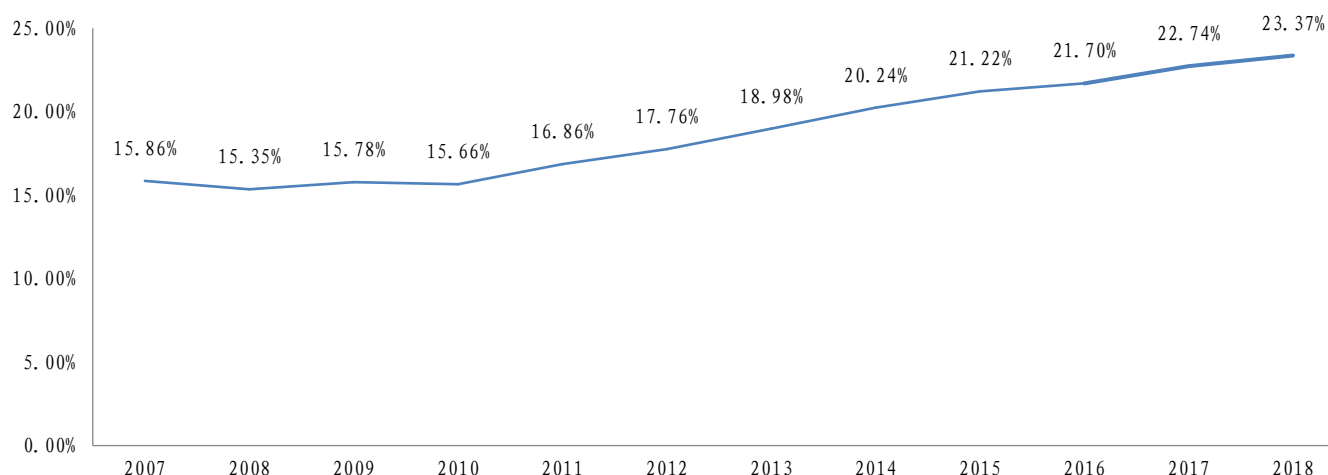
康复床位总体紧缺，康复医疗资源供给缺口亟待弥补。根据《中国卫生健康统计年鉴》，我国用于康复医学学科的床位从2007年的5.5万张增加到2018年的24.6万张，2010-2020 CAGR 16.6%，床位增速快于医院增速。但截至2018年底，中国专科医院床位总量为105.4万张，康复专科床位数仅占总床位数的23.4%，中国每千人口康复床位仅0.18张。根据《北京市医疗卫生服务体系规划（2016年-2020年）》中的标准，康复床位配置设定2020年的目标为每千人口0.5张康复护理床位，因此当前康复医院床位供给上仍存在较大缺口，以每千人0.5张估算2030年全国康复床位总目标，缺口将达到45万张，我国康复医学仍存在很大提升空间。

图表 44 2007-2018 中国康复医学科床位数及增速（单位：张）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

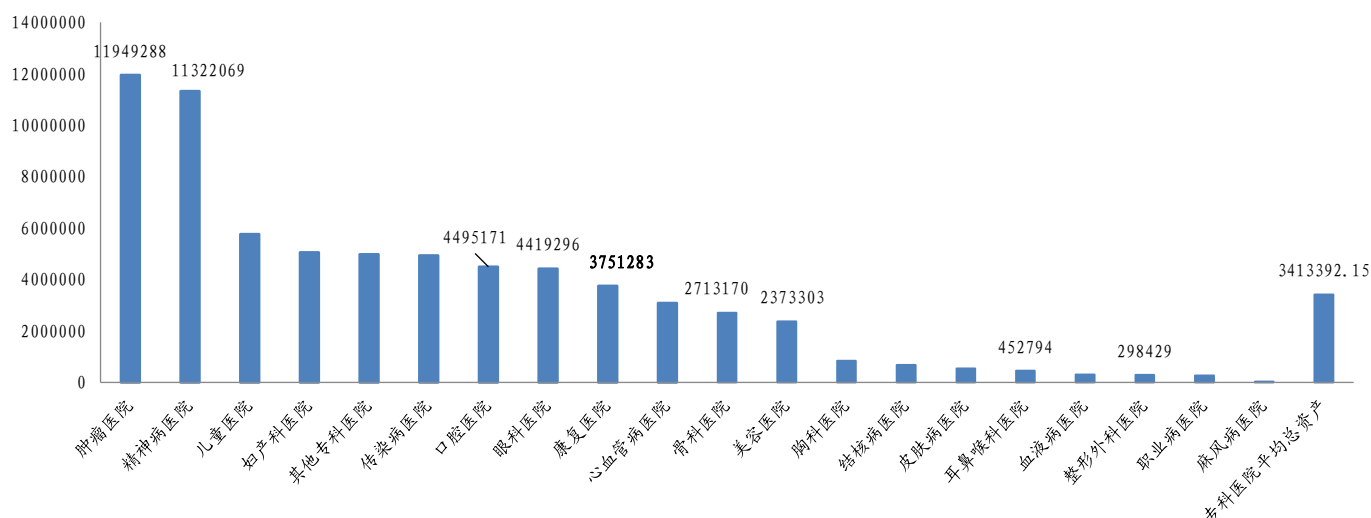
图表 45 2007-2018 中国医疗卫生机构康复医学科床位数相对专科医院床位总数占比



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

康复医院资产水平处于中等偏高位置。2020 年卫生健康统计年鉴显示，我国专科医院总资产平均水平 341.34 亿元人民币，其中康复医院总资产 375.13 亿元人民币，处于中等偏上水平，新进入者需要具备一定的实力，但复制难度不至于过大。

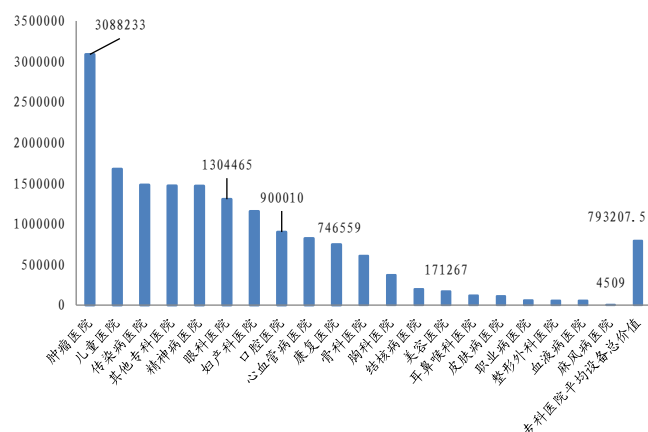
图表 46 2020 年专科医院总资产对比 (rmb 万元)



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

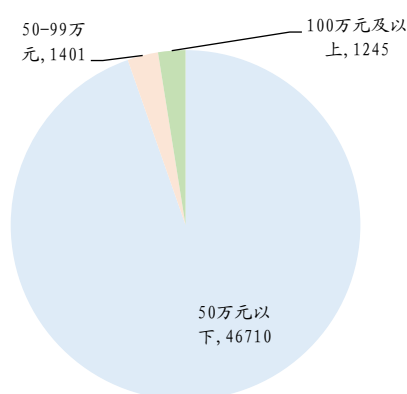
康复医院设备总价值处于适中水平，造价不贵，对设备依赖度低。2020 年康复医院万元以上设备总价值 74.66 亿元人民币，与总体专科医院平均价值基本持平，略少于平均值。从设备单价分布来看，康复医院对重型设备依赖程度很低，50 万元以下设备的台数占总台数的 95%。

图表 47 2020 年专科医院万元以上设备总价值对比（rmb 万元）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

图表 48 2020 年康复医院设备数量，按价值分类（台）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

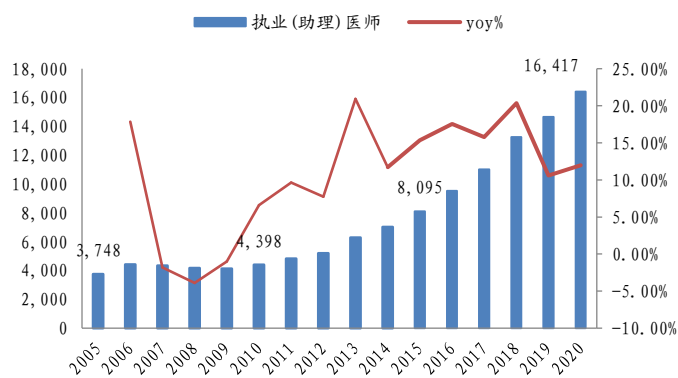
我国康复医师数量总量少，增速波动大。根据 2021 年中国卫生健康统计年鉴的数据，2020 年中国康复执业人员总数仅为 7.5 万，其中执业（助理）医师仅有 1.6 万人，占当年全部专科医院执业医师数量的 5.83%。在人才储备方面，截至 2020 年 4 月，中国开设康复医疗相关专业的高校共有 555 所，中国康复医学与理疗学共有硕士点 59 个，博士点 54 个，整体来看康复专业人才供给仍然不足，制约行业发展。

图表 49 2005-2020 康复医院从业人员总量及增速（名）



资料来源：wind、《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

图表 50 2005-2020 康复医院执业（医师）数量及增速（名）



资料来源：wind、《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

政策持续支持康复医疗行业发展，供给端不断放开。康复医疗是卫生健康事业的重要组成部分，中国经济的稳步发展以及政府公共卫生经费的持续投入，给民众带来更大的获得感。为了进一步增加康复医疗供给，满足人民多样医疗需求，保障民众康复需求得到满足，提升康复医疗质量及相关产业发展，促进社会办医，国家近年来持续出台激励政策推动康复医疗服务行业发展。

图表 51 国家自 2009 年开始不断出台康复医疗学科政策

时间	发布单位	政策	主要内容
2009 年 3 月	国务院办公厅	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	注重预防、治疗、康复三者结合，以维护社区居民健康为中心，提供疾病预防控制，慢性病管理和康复服务
2010 年 9 月	卫生部	《关于将部分康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》	将 1 项评定项目和 8 项治疗项目纳入医保支付范围， 标志康复医疗正式得到政府支持
2011 年 4 月	国家卫生部	《综合医院康复医学科建设与管理指南》	二级以上（含二级）综合医院应当独立设置科室开展康复医疗服务，科室名称统一为康复医学科。鼓励有条件的综合医院开展心理康复咨询工作
2011 年 8 月	国家卫生部	《关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》	鼓励建立三级康复医疗服务体系 ，并要求在 14 省进行试点。鼓励社会资本举办康复医疗服务机构，满足群众不同层次的康复医疗服务需求
2012 年 2 月	国家卫生部	《“十二五”时期康复医疗工作指导意见》	鼓励有条件的二级综合医院（包括企事业单位办医院）转型为以康复医疗服务为主的综合医院或康复医院
2015 年 3 月	国务院办公厅	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》	鼓励社会办医院提供康复、老年护理等紧缺服务，对公立医院形成补充
2015 年 9 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	明确指出将健全的康复体系作为中国医疗体系的一部分，通过分级诊疗提高康复医疗的地位，并大力推进社会办医，鼓励符合条件的医师开办个体诊所，就地就近为基层群众服务
2016 年 3 月	国家卫生计生委	《关于新增部分康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》	新增 20 项康复项目与原支付范围内的 9 项康复项目，一并纳入基本医疗保险“B”类诊疗项目管理，进一步提高参保人员康复医疗保障水平，降低个人负担
2016 年 9 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发国家残疾预防行动计划（2016—2020 年）的通知》	加强康复服务，推广疾病早期康复治疗，减少残疾发生，减轻残疾程度。将残疾人健康管理和社区康复纳入国家基本公共服务清单。支持社会力量举办医疗、康复、辅助器具等相关服务机构，并鼓励其参与承接政府购买服务
2016 年 12 月	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》	推进医师多点执业，解决民营医院人才短缺问题；落实多方面公立非公立医疗机构同等对待的政策
2017 年 2 月	国务院	《残疾预防和残疾人康复条例》	社会力量举办的康复机构和政府举办的康复机构在准入、执业、专业技术人员职称评定、非营利组织的财税扶持、政府购买服务等方面执行相同的政策
2017 年 2 月	国务院	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	加强老年康复医院、护理院、临终关怀机构和综合医院老年病科建设；加强康复医师、康复治疗师、康复辅助器具配置人才培养，广泛开展认知知觉功能康复训练等老年康复护理服务
2017 年 4 月	国务院办公厅	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	鼓励护理院、专业康复机构等加入医联体 。建立医联体内转诊机制，重点畅通向下转诊通道，将急性病恢复期患者、术后恢复期患者及危重症稳定期患者及时转诊至下级医疗机构继续治疗和康复
2017 年 5 月	国务院办公	《关于支持社会力量提供多层	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，鼓励在

	厅	次多样化医疗服务的意见》	康复、护理、体检等领域加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构
2017 年 10 月	国家卫生计生委	《康复医疗中心基本标准（试行）》《护理中心基本标准（试行）》	鼓励康复医疗中心集团化、连锁化经营，建立规范、标准的管理与服务模式。并对申请举办集团化、连锁化康复医疗中心优先设置审批
2019 年 6 月	卫生健康委	《促进社会办医持续健康规范发展意见》	规范调整医疗服务项目价格。提高本市中医、病理、康复、精神、手术等 5 类医疗服务项目价格
2019 年 11 月	卫生健康委办公厅	《国家卫生健康委办公厅关于开展加速康复外科试点工作的通知》	在全国 32 个省，自治区和直辖市分别选取 195 家试点医院，确定关节外科、脊柱外科、创伤骨科、骨肿瘤外科、足踝外科作为试点病种，加强对医务人员和患者的宣教，将康复理念融入相关疾病的诊疗
2020 年 2 月	国务院	《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	逐条将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围。补齐护理、儿科、老年科、精神科等紧缺医疗服务短板；推广按疾病诊断相关分组付费，医疗康复、慢性精神疾病等长期住院按床日付费，门诊特殊慢性病按人头付费；探索对紧密型医疗联合体实行总额付费
2021 年 6 月	卫健委等	《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》	建立健全康复医疗服务体系，加强康复医疗人才培养和队伍建设，提高康复医疗服务能力，创新康复医疗模式，加大支持保障力度。

资料来源：毕马威《康复医疗趋势引领新蓝海》、卫健委、中国政府网，华安证券研究所

我国康复医疗行业将迎政策东风，持续不断完善发展。2011 年，我国卫生部发文提出要学习发达国家，建立完善的三级康复医疗体系，未来有望对标美国成熟康复医疗体系，茁壮成长，康复治疗的质量和整个康复体系协同性也将随着分级诊疗制度的推进和社会办医进程的加快而逐步提高。

4.5 乘行业东风，连锁化康复品牌优势明显

康复医疗赛道具备正外部性特点，长期发展动力足。从政策端看，我国政策一以贯之支持康复医疗行业发展，十四五将康复医疗行业发展纳入规划；医疗服务价格改革为康复医疗服务加量齐升提供新机会；康复医疗纳入医保范围的项目数量逐年增多，支付政策改革为康复医疗发展提供全新可能性。从设备和医师端看，康复医院平均设备价值和康复医疗师的要求均处于中等水平，对高端康复师的依赖程度中等，整体进入壁垒处于连锁医疗服务行业中等水平，先进入者具备优势。从患者端看，在公立医院医疗资源紧张、床位稀缺的背景下，患者特别是重症患者有意愿前往康复医院就诊，民营康复医院获客成本低。从需求端看，康复医疗受众群体广泛，细分学科需求渗透率较低。在人口老龄化、亚健康生活方式逐步普遍、康复理念逐渐普及的前提下，大批康复需求亟待挖掘。

在行业迎来发展黄金期的背景下，以公司为代表的民营医疗服务公司将迎来利好，同时公司具备多维度竞争优势，有望打造国内领先的连锁康复医院品牌：

1) 差异化打造康复医疗品牌，收购&自建扩张业务版图，经验丰富。公司自 2015 年开始切入康复医疗领域，明州康复品牌旗下 10+家医院，在全国范围内规模领先，

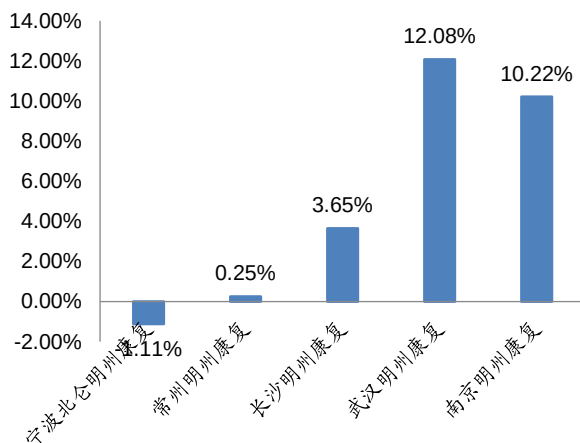
2019 届康复医院排名非公立第十、全第 32，深度覆盖浙江和珠三角区域，辐射全国。在康复业务方面，公司旗下医院以重症康复为亮点，探索 ICU、高压氧舱等特色服务项目，开展科室除康复外也包括体检、妇儿等，充分体现公司走差异化、连锁化、品牌化道路的战略。

2) 注重人才培养与医教研一体化建设，提高医师留存率。公司与名校名院名医深度合作，医院选派名医前往公司所在医院负责医疗服务日常业务，通过明星意识团队吸引患者前来就医，同时通过日常合作，帮护照公司自有医生提高专业技术能力。此外公司与明星医师深度合作，共同以股权为方式参与医疗项目投资，打造合伙人计划，提高医师留存率。

3) 业务模式具备可复制性，盈利能力稳健增强。公司旗下各家医院盈利能力稳定，两家主体医院净利润同比增速具备稳定提升的潜力；2021 年公司收购的两家医院(南昌明州、杭州明州脑康康复)的 2020 年净利润同比 2019 年增速分别为 160.29%、49861.90%，净利润大幅提升；2022 年公司收购的五家医院净利润率表现也十分亮眼，说明公司在康复医疗服务上已经具备了业务模式的可复制性，具备异地扩张的实力。此外从床位周转率看，公司旗舰医院宁波明州 2018 年床位周转率 34 次。行业领先；浙江明州康复从 2016 年的 0.38 快速上升至 2018 年的 2.3 次，增速高且有很大发展空间；新收购医院南昌明州和杭州明州脑康康复在 2020 年分别实现床位周转率 7 次和 7.8 次，处于快速爬坡期。

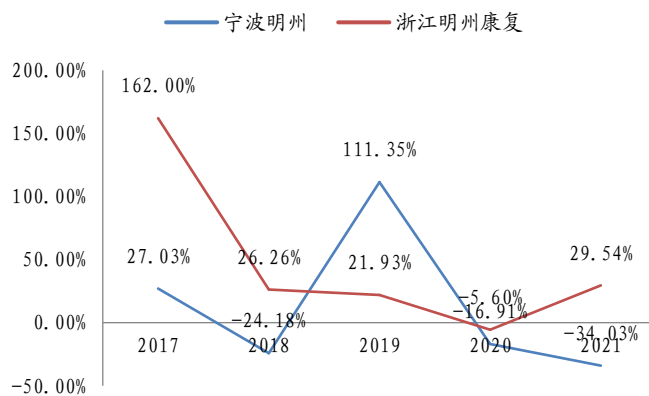
公司在多维度都具备竞争优势，有望后期持续凭借丰富的管理经验和人才管理、充沛的资金储备、优秀的单体医院模型实现版图扩张。

图表 52 2021 年五家医院净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 53 旗下医院净利润同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 收入预测及投资建议

5.1 收入预测

我们将公司收入拆分为智能配用电、医疗服务、融资租赁三部分，其中：1) 智能配用电领域作为公司传统业务，我们预计在未来将继续保持稳定增长；2) 医疗服务领域作为公司战略发展的重点板块，我们预计未来将实现较高的增速；3) 由于公

司缩减融资租赁业务规模，我们预计未来收入将逐步下降。

图表 54 公司收入预测 (rmb mn)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
① 智能配用电	5,308.97	5,382.65	6,755.23	8,437.28	10,470.66
yoy%	12.02%	1.39%	25.50%	24.90%	24.10%
② 医疗服务	1,382.91	1,370.00	1,760.45	2,251.62	2,870.81
yoy%	-8.84%	-0.93%	28.50%	27.90%	27.50%
③ 融资租赁	302.88	157.94	142.15	127.93	115.14
yoy%	-28.99%	-47.85%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
④ 主营业务收入	6994.76	6910.59	8657.82	10816.82	13456.61
yoy%	4.67%	-1.20%	25.28%	24.94%	24.40%
⑤ 其他业务收入	97.95	112.31	132.53	153.73	175.25
yoy%	74.29%	14.66%	18.00%	16.00%	14.00%
营业总收入	7092.71	7022.90	8790.35	10970.55	13631.86
总营收 yoy%	5.25%	-0.98%	25.17%	24.80%	24.26%

资料来源: wind, 华安证券研究所; 其中④=①+②+③, 营业总收入=④+⑤

5.2 投资建议

从公司角度看，三星医疗深耕智能配用电领域，战略性切入医疗服务领域并重点布局，两条业务线均实现领跑。在智能配用电领域，公司围绕智能电网、电力物联网概念，深耕智能配电、用电两大领域，主营业务涵盖智能计量、新能源产品等，2021 年智能配用电板块实现收入 53.83 亿元 (+1.39%)，毛利率 24.06% (-5.28%)，主要系 2021 年公司受芯片、大宗等原材料供应紧张、价格上涨的影响短期承压，公司凭借其二十余年深耕电表领域的经验，或将快速适应变化的内外部环境，恢复业绩高增长态势。在医疗服务领域，公司通过自建、并购、参股等多种方式运营 8 家医院，体外孵化 10+家医院，深耕浙江、辐射全国，康复连锁龙头初现。2021 年医疗服务板块实现收入 13.70 亿元 (-0.93%)，毛利率 20.74%，2022 年一季度医院板块收入同比+26%，后疫情时代彰显公司强大的运营管理能力。2021 年公司完成对杭州明州脑康康复医院 84%股权以及南昌明州康复医院 85%股权的收购。2022 年公司发布公告收购体外 5 家康复医院 100%股权，并购扩张进程持续推进。融资租赁板块 2021 年收入 1.58 亿元 (-47.85%)，主要系公司更加聚焦主业，主动缩减规模。

从行业角度看，1) 智能配用电行业: 从国内市场看，得益于“双碳”政策和“十四五”规划，电力投资整体持续增加，在泛电力物联网建设持续推进的背景下，电力需求将持续提升，智能电表也将随着中国电网的建设与改造迎来广阔市场。海外市场方面，全球智能电网建设与改造，整体存在较大需求。公司订单来源地欧洲、中东、拉美、东南亚等地区的社会用电需求持续增长，对电力基础设施建设的需求愈加旺盛，智能电网建设具备良好发展前景和想象空间。2) 医疗服务领域，中国康复医疗市场规模增速快，由 2011 年的 109 亿元增至 2018 年的 583 亿元，预计 2021 年行业规模将达到 1032 亿元、2025 年将达到 2207 亿元，千亿市场亟待挖掘。国家一以贯之支持社会办医，民营医疗服务迎来行业春风；同时国家大力支持康复医疗行业发展，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，落实非公立医院市场调节价政策，对于能够提供优质、差异化医疗服务的民营医院更加利好。随着医疗健康消费的升级和基本医疗保险渗透率的不断提高，我国康复医疗需求快

速膨胀，且群体结构多样，老年人为主流群体，在人口老龄化不可逆的趋势下，我国康复医疗潜在需求将进一步被挖掘。我国康复医疗资源供不应求，存在缺口，2020年我国专科康复医院数量739家，仅占总体专科医院数量的8.2%，渗透率存在很大提升空间。

我们看好公司在智能配用电和医疗服务领域的经营能力，其中智能电表方面公司经验丰富，有口皆碑，预计未来将持续保持业内领先；康复医疗领域公司运营明州系列医院，打造精品康复专科医院连锁品牌，复制性已经得到验证，体外孵化医院储备量大质优，若并表将进一步增厚未来业绩。我们预计公司在2022-2024年将实现营业总收入87.90/109.71/136.32亿元人民币，同比增长25.2%/24.8%/24.3%；将实现归母净利润9.05/11.59/14.61亿元，同比增长31.1%/28.1%/26.1%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

疫情反复带来风险：疫情在国内外均有点状爆发的迹象，若疫情仍持续，公司经营业绩或将受到影响；

收购医院爬坡和体外医院孵化不及预期风险：公司通过自建、并购等方式扩张版图，若公司并购标的估值溢价或内外部环境发生变化，公司或将面临运营管理风险；

智能配用电产销量不及预期风险：公司智能电表领域的供应链遍及全球，或将受到国内外电力政策、电网投资规模等因素的影响而面临风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	7892	7737	9443	11573					
现金	3044	2556	3109	3912					
应收账款	1984	2370	2978	3717					
其他应收款	104	143	178	218					
预付账款	208	185	245	300					
存货	1150	1123	1414	1749					
其他流动资产	1401	1360	1520	1677					
非流动资产	6974	7446	7915	8407					
长期投资	2045	2256	2470	2697					
固定资产	1392	1376	1342	1304					
无形资产	373	360	344	329					
其他非流动资产	3164	3453	3759	4076					
资产总计	14865	15183	17358	19980					
流动负债	4832	4238	5246	6398					
短期借款	1001	0	0	0					
应付账款	1972	2103	2610	3197					
其他流动负债	1859	2135	2636	3201					
非流动负债	1094	1094	1094	1094					
长期借款	690	690	690	690					
其他非流动负债	404	404	404	404					
负债合计	5926	5331	6340	7492					
少数股东权益	66	73	82	91					
股本	1401	1401	1401	1401					
资本公积	3206	3206	3206	3206					
留存收益	4266	5171	6329	7790					
归属母公司股东权	8873	9778	10937	12397					
负债和股东权益	14865	15183	17358	19980					

现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	199	1013	1073	1374					
净利润	690	905	1159	1461					
折旧摊销	231	293	318	334					
财务费用	105	63	43	43					
投资损失	-204	-334	-318	-303					
营运资金变动	-559	73	-144	-176					
其他经营现金流	1185	846	1318	1651					
投资活动现金流	772	-437	-476	-529					
资本支出	-294	-449	-491	-526					
长期投资	920	-322	-304	-305					
其他投资现金流	146	334	318	303					
筹资活动现金流	-364	-1064	-43	-43					
短期借款	108	-1001	0	0					
长期借款	472	0	0	0					
普通股增加	14	0	0	0					
资本公积增加	146	0	0	0					
其他筹资现金流	-1105	-63	-43	-43					
现金净增加额	585	-488	553	802					

利润表					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	7023	8790	10971	13632					
营业成本	5241	6401	7770	9398					
营业税金及附加	47	62	80	102					
销售费用	515	721	927	1216					
管理费用	335	426	558	725					
财务费用	88	-7	-27	-44					
资产减值损失	-13	-4	-4	-4					
公允价值变动收益	104	0	0	0					
投资净收益	204	334	318	303					
营业利润	851	1180	1498	1904					
营业外收入	18	13	13	12					
营业外支出	22	16	16	15					
利润总额	847	1177	1494	1901					
所得税	139	265	327	432					
净利润	708	912	1167	1470					
少数股东损益	18	8	9	9					
归属母公司净利润	690	905	1159	1461					
EBITDA	871	1090	1423	1841					
EPS（元）	0.50	0.65	0.84	1.05					

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-1.0%	25.2%	24.8%	24.3%
营业利润	-28.6%	38.6%	26.9%	27.1%
归属于母公司净利	-27.8%	31.1%	28.1%	26.1%
获利能力				
毛利率（%）	25.4%	27.2%	29.2%	31.1%
净利率（%）	9.8%	10.3%	10.6%	10.7%
ROE（%）	7.8%	9.3%	10.6%	11.8%
ROIC（%）	5.0%	5.8%	7.3%	8.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	39.9%	35.1%	36.5%	37.5%
净负债比率（%）	66.3%	54.1%	57.5%	60.0%
流动比率	1.63	1.83	1.80	1.81
速动比率	1.17	1.31	1.31	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.58	0.63	0.68
应收账款周转率	3.54	3.71	3.68	3.67
应付账款周转率	2.66	3.04	2.98	2.94
每股指标（元）				
每股收益	0.50	0.65	0.84	1.05
每股经营现金流	0.14	0.73	0.77	0.99
每股净资产	6.40	7.05	7.89	8.94
估值比率				
P/E	32.62	14.27	11.14	8.84
P/B	2.55	1.32	1.18	1.04
EV/EBITDA	24.60	10.28	7.48	5.35

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：陈珈蔚，研究助理，主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。