

# 三星医疗 (601567)

证券研究报告

2022年08月21日

## 业绩整体符合预期，单体康复医院经营好于预期

### 事件

2022年8月20日，公司发布2022年半年度报告，2022H1收入43.98亿元(+31.47%)，归母净利润3.51亿元(-29.76%)，扣非归母净利润4.91亿元(+21.91%)，非经常性损益主要因为保障原材料稳定而进行的铜期货及锁汇公允价值变动损失1.08亿元。22Q2单季度收入24.16亿元(+23.46%)，扣非归母净利润2.89亿元(+11.54%)。业绩符合预期。

### 单体康复医院经营好于预期

2022H1医疗服务板块收入8.67亿元，同比增长37.3%。2022H1综合医院宁波明州医院利润5653.63万元(+19.8%)，2022H1杭州明州脑康复利润2035万元(+42.5%)，南昌明州康复利润773万元(+17.6%)，2022H1新收购5家康复医院南京/武汉/长沙/常州/宁波北仑明州康复上半年利润分别为1221.23/1127.99/645.90/948.34/715.66万元，占收购公告披露的22年业绩预测1494.54/1494.71/1083.86/1297.45/689.62万元的比例分别为82%/75%/60%/73%/104%，经营爬坡好于预期。

### 连锁康复业务持续推进，扩大连锁化规模效应

2022年上半年，公司收购了南京/武汉/长沙/常州/宁波北仑明州康复5家康复医院，同时新设宁波/绍兴/湖北明州康复3家康复医院，目前上市公司体内共2家综合医院和11家康复医院，公司在医疗服务领域康复业务的布局进一步强化，更有利于发挥公司过往在医院经营领域积累的经验、扩大连锁化规模效应。根据医疗股权激励目标2022-2024年上市公司层面每年新增10家医院，有望进一步扩大领先优势。

### 电力业务经营稳健，22H1收入同比增长33%，累计在手订单同比增长24%

2022H1电力板块收入34.18亿元，同比增长33.0%。2022H1公司累计在手订单86.5亿元(同比+29%)，其中国内累计在手订单58.7亿元(同比+24%)，海外累计在手订单27.8亿元(同比+41%)。公司新增订单55.7亿元(同比+34%)，其中国内新增订单37.8亿元(同比+22%)，海外新增订单17.9亿元，同比增长66%。根据电力股权激励目标，2022-2024年扣非净利润不低于5.9/7.7/10亿，奠定业绩基石。

### 盈利预测与投资评级

考虑到电力业绩放量以及2022H1铜期货等非经常性损益，我们调整公司2022-2024年营业收入预测至90.73/115.40/147.70亿元(前值88.14/111.92/141.49亿元)，预测归母净利润8.37/12.06/15.09亿元，扣非归母净利润为9.34/12.06/15.09亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**医疗服务业绩不及预期的风险，并购新建不及预期的风险，电力业务不及预期风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,092.71	7,022.90	9,072.69	11,539.89	14,769.70
增长率(%)	5.25	(0.98)	29.19	27.19	27.99
EBITDA(百万元)	1,826.99	1,401.37	1,373.95	1,891.27	2,276.76
归属母公司净利润(百万元)	956.12	690.04	836.82	1,206.05	1,509.36
增长率(%)	(7.71)	(27.83)	21.27	44.12	25.15
EPS(元/股)	0.68	0.49	0.59	0.86	1.07
市盈率(P/E)	17.84	24.72	20.39	14.14	11.30
市净率(P/B)	1.98	1.92	1.73	1.54	1.36
市销率(P/S)	2.41	2.43	1.88	1.48	1.15
EV/EBITDA	2.35	13.17	8.18	5.27	3.85

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	电力设备/电网设备
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	12.11元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,408.65
流通A股股本(百万股)	1,401.03
A股总市值(百万元)	17,058.81
流通A股市值(百万元)	16,966.50
每股净资产(元)	6.27
资产负债率(%)	42.14
一年内最高/最低(元)	18.85/7.78

### 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: 聚源数据

### 相关报告

- 《三星医疗-年报点评报告:智能配用电业务在手订单充足，康复扩张持续推进》2022-05-01
- 《三星医疗-公司点评:股权激励方案彰显公司发展信心，连锁康复大有可为》2021-11-17
- 《三星医疗-公司点评:康复医院收购落地，连锁康复大有可为》2021-11-07

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,561.67	3,044.15	3,648.04	5,153.65	6,574.85	营业收入	7,092.71	7,022.90	9,072.69	11,539.89	14,769.70
应收票据及应收账款	1,805.41	2,311.29	2,546.21	3,070.75	4,118.30	营业成本	5,054.57	5,241.36	6,653.62	8,432.08	10,801.85
预付账款	116.00	208.03	35.71	327.06	182.35	营业税金及附加	48.06	46.64	56.96	72.45	92.73
存货	640.11	1,150.03	783.18	1,725.02	1,428.38	销售费用	462.72	514.64	635.09	727.01	915.72
其他	1,909.57	1,088.68	1,652.85	1,772.46	1,659.07	管理费用	306.35	335.21	417.34	519.30	657.25
<b>流动资产合计</b>	<b>7,032.76</b>	<b>7,802.18</b>	<b>8,665.99</b>	<b>12,048.94</b>	<b>13,962.95</b>	研发费用	312.78	294.03	390.13	473.14	605.56
长期股权投资	1,750.47	2,044.60	2,044.60	2,044.60	2,044.60	财务费用	94.54	88.30	125.00	171.53	178.63
固定资产	1,384.25	1,392.08	1,304.08	1,207.89	1,093.78	资产/信用减值损失	(94.66)	(6.06)	(27.41)	(34.99)	(35.36)
在建工程	19.63	164.42	134.65	128.79	107.28	公允价值变动收益	65.38	103.70	(109.84)	(0.76)	0.12
无形资产	388.24	373.25	351.27	329.28	307.29	投资净收益	337.62	204.33	362.14	362.14	362.14
其他	3,032.56	2,999.29	3,528.15	3,264.93	3,206.23	其他	(687.17)	(650.47)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,575.14</b>	<b>6,973.64</b>	<b>7,362.75</b>	<b>6,975.48</b>	<b>6,759.17</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,192.53</b>	<b>851.23</b>	<b>1,019.43</b>	<b>1,470.78</b>	<b>1,844.85</b>
<b>资产总计</b>	<b>13,696.28</b>	<b>14,865.32</b>	<b>16,028.74</b>	<b>19,024.42</b>	<b>20,722.11</b>	营业外收入	13.49	17.72	14.63	14.63	14.63
短期借款	892.84	1,001.01	820.52	904.79	908.77	营业外支出	17.49	22.13	28.02	35.47	44.90
应付票据及应付账款	2,026.29	2,371.98	2,663.54	3,899.93	4,321.65	<b>利润总额</b>	<b>1,188.53</b>	<b>846.81</b>	<b>1,006.05</b>	<b>1,449.94</b>	<b>1,814.59</b>
其他	1,431.25	1,298.25	1,746.23	2,258.89	1,900.32	所得税	227.65	139.20	158.20	228.01	285.35
<b>流动负债合计</b>	<b>4,350.38</b>	<b>4,671.24</b>	<b>5,230.30</b>	<b>7,063.62</b>	<b>7,130.74</b>	<b>净利润</b>	<b>960.88</b>	<b>707.61</b>	<b>847.84</b>	<b>1,221.94</b>	<b>1,529.24</b>
长期借款	218.34	690.00	420.57	442.97	517.85	少数股东损益	4.76	17.57	11.02	15.89	19.88
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>956.12</b>	<b>690.04</b>	<b>836.82</b>	<b>1,206.05</b>	<b>1,509.36</b>
其他	239.13	403.97	421.84	354.98	393.60	每股收益(元)	0.68	0.49	0.59	0.86	1.07
<b>非流动负债合计</b>	<b>457.47</b>	<b>1,093.97</b>	<b>842.42</b>	<b>797.95</b>	<b>911.45</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,911.34</b>	<b>5,926.28</b>	<b>6,072.71</b>	<b>7,861.57</b>	<b>8,042.18</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	164.22	65.81	76.83	92.72	112.60	<b>成长能力</b>					
股本	1,386.57	1,401.03	1,408.65	1,408.65	1,408.65	营业收入	5.25%	-0.98%	29.19%	27.19%	27.99%
资本公积	3,060.24	3,206.44	3,301.23	3,301.23	3,301.23	营业利润	-4.48%	-28.62%	19.76%	44.27%	25.43%
留存收益	4,155.54	4,335.53	5,172.35	6,378.40	7,887.77	归属于母公司净利润	-7.71%	-27.83%	21.27%	44.12%	25.15%
其他	18.37	(69.77)	(3.04)	(18.15)	(30.32)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,784.94</b>	<b>8,939.04</b>	<b>9,956.03</b>	<b>11,162.86</b>	<b>12,679.93</b>	毛利率	28.74%	25.37%	26.66%	26.93%	26.86%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,696.28</b>	<b>14,865.32</b>	<b>16,028.74</b>	<b>19,024.42</b>	<b>20,722.11</b>	净利率	13.48%	9.83%	9.22%	10.45%	10.22%
						ROE	11.09%	7.78%	8.47%	10.89%	12.01%
						ROIC	28.31%	21.22%	21.55%	34.11%	42.81%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	35.86%	39.87%	37.89%	41.32%	38.81%
						净负债率	-10.44%	-14.92%	-17.78%	-30.54%	-37.83%
						流动比率	1.60	1.63	1.66	1.71	1.96
						速动比率	1.46	1.40	1.51	1.46	1.76
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.96	3.41	3.74	4.11	4.11
						存货周转率	10.78	7.85	9.39	9.20	9.37
						总资产周转率	0.52	0.49	0.59	0.66	0.74
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.68	0.49	0.59	0.86	1.07
						每股经营现金流	0.87	0.14	0.32	1.03	0.83
						每股净资产	6.12	6.30	7.01	7.86	8.92
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	17.84	24.72	20.39	14.14	11.30
						市净率	1.98	1.92	1.73	1.54	1.36
						EV/EBITDA	2.35	13.17	8.18	5.27	3.85
						EV/EBIT	2.62	15.30	9.57	5.91	4.23

  

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	960.88	707.61	836.82	1,206.05	1,509.36
折旧摊销	212.09	216.86	199.75	204.04	207.62
财务费用	38.97	104.95	125.00	171.53	178.63
投资损失	(337.62)	(204.33)	(362.14)	(362.14)	(362.14)
营运资金变动	767.00	153.34	(246.67)	213.04	(381.08)
其它	(410.78)	(779.48)	(98.82)	15.13	20.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,230.54</b>	<b>198.94</b>	<b>453.95</b>	<b>1,447.65</b>	<b>1,172.39</b>
资本支出	544.90	811.79	42.13	146.86	11.38
长期投资	59.72	294.13	0.00	0.00	0.00
其他	136.75	(334.01)	(103.83)	231.39	394.96
<b>投资活动现金流</b>	<b>741.37</b>	<b>771.90</b>	<b>(61.70)</b>	<b>378.25</b>	<b>406.34</b>
债权融资	(728.95)	(22.33)	42.48	(305.18)	(145.36)
股权融资	(507.41)	(378.25)	169.15	(15.11)	(12.17)
其他	(309.29)	36.37	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,545.64)</b>	<b>(364.21)</b>	<b>211.63</b>	<b>(320.29)</b>	<b>(157.53)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>426.27</b>	<b>606.64</b>	<b>603.89</b>	<b>1,505.61</b>	<b>1,421.20</b>

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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