

收入略超预期，康复医疗板块加速扩张

三星医疗 (601567)

事件

公司发布 2022 年半年报

2022 年 8 月 19 日，公司发布 2022 年半年报，上半年分别实现营收、归母净利润和扣非归母净利润 43.98 亿元、3.51 亿元和 4.91 亿元，同比增速分别为+31.47%、-29.76%和+21.91%，EPS 为 0.25 元/股。上半年收入略超预期。

简评

上半年收入增速略超预期

2022 年上半年，公司实现营收 43.98 亿元，同比+31.47%，分业务来看，医疗服务业务实现收入 8.77 亿元，同比+36.99%；智能配用电业务实现收入 34.81 亿元，同比+33.31%；融资租赁、保理及咨询服务业务实现收入 3996 万元，同比-57.36%。上半年公司归母净利润和扣非归母净利润分别为 3.51 亿元、4.91 亿元，分别同比-29.76%、+21.91%。上半年毛利率为 26.49%，同比下降 1.17 个百分点，主要是融资租赁、保理及咨询服务业务收缩，影响整体毛利 1.1 个百分点。单季度来看，22Q2 公司营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 24.16 亿元、1.87 亿元、2.89 亿元，分别同比+23.46%、-43.42%、+11.54%。

上半年公司扣非净利润与归母净利润增速差异较大，主要是因为今年 6 月份的铜期货价格大幅波动，公司锁铜造成对净利润影响 9083 万元，公司锁铜是用于智能配用电业务原材料的套期保值，预计不会对公司发展造成影响。

费用整体控制良好，股权激励费用影响扣非增速 11 个百分点

公司费用控制良好，22H1 期间费用率为 14.18%，同比降低 1.52 个百分点。其中管理费用率 5.37%，同比+1.11%，主要系股权激励费用增加 4485 万元，若加回股权激励费用，公司上半年扣非归母净利润同比增速为 33%；销售费用率 5.62%，同比-0.66%；研发费用率 3.32%，同比-1.03%；财务费用率-0.13%，同比-0.94%，主要是因为子公司巴西南森雷亚尔兑美元升值，导致汇兑收益增加及贷款减少、利息费用减少。

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 执证编号：S1440517050001

SFC 中央编号：ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 执证编号：S1440521070003

发布日期：2022 年 08 月 21 日

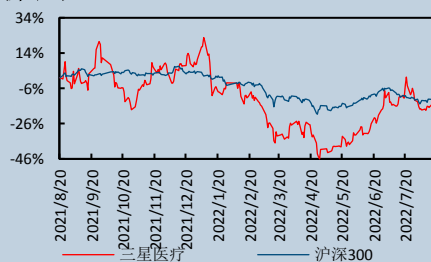
当前股价：12.11 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.27/-1.5	39.33/35.54	-15.92/-1.29
12 月最高/最低价 (元)		18.85/7.78
总股本 (万股)		140,865.46
流通 A 股 (万股)		138,656.91
总市值 (亿元)		170.59
流通市值 (亿元)		167.91
近 3 月日均成交量 (万股)		1,893.71
主要股东		
奥克斯集团有限公司		32.49%

股价表现



相关研究报告

名校、名院、名医合作模式护航，康复医疗板块加速扩张

政策持续鼓励康复行业发展，民营医院大有可为。根据毕马威研究报告，中国康复医疗市场服务总消费在 2014-2018 年期间复合增长率达到 20.9%，并预计市场规模将从 2021 年的 1032 亿元发展到 2025 年的 2207 亿元，年复合增长率约为 20%。政策持续鼓励康复行业发展，2010 年医保首次将康复项目纳入报销范围，包括 9 个治疗性康复项目；并于 2016 年又新增了 20 个康复医保报销项目；2021 年 10 月，国家卫健委发布《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》，选取 15 个省作为试点地区，探索形成较完善的康复医疗服务体系，并明确表示支持社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心等，增加康复医院和康复医疗中心的数量。乘政策东风，民营康复医院快速发展，医院数量从 2014 年的 230 家增长到 2020 年的 573 家，年复合增长率为 16.4%。相比公立康复医院，民营康复医院床位扩张受限更小、管理机制更灵活，在政策鼓励行业发展的背景下，有望迎来快速发展机遇。

公司深耕康复医疗赛道，名校、名院、名医合作模式护航。公司深耕康复医疗赛道，确立了名校、名院、名医合作模式，护航康复医疗服务业务长期发展。名校方面，公司于 2020 年 5 月获得南昌大学“抚州医学院”的举办权，建成后有望持续为公司和行业输送人才。名院方面，公司旗下最大的宁波明州医院自 2006 年运营至今已 16 年，单体医院年营收已超过 10 亿元，规模、口碑均位于浙江省民营医院前列。名医方面，公司以合伙人机制与当地名医合作，引进以名医为核心的医生团队，充分发挥双方优势，促进资源分享、作业整合。

康复医疗板块加速扩张，股权激励彰显发展信心。截止 2022 年 6 月，公司旗下共有 14 家医院（其中已开业 10 家，在建 4 家）、2 家门诊部，未来公司将会持续加强现有医院经营管理，同时加快并购步伐，重点发力康复护理等专科医院。继 2021 年 11 月收购杭州明州脑康康复医院、南昌明州康复医院后，公司又于 2022 年 3 月公告收购南京明州康复医院等 5 家康复医院 100% 股权，并于 6 月 1 日完成工商登记变更。在第四次股权激励方案中，公司对医疗服务板块设置了明确的业绩考核要求，2022-2024 年医疗服务营业收入不低于 18.19 亿元、22.38 亿元、27.98 亿元，同比增速分别为+33%、+23%、+25%，且每年新增医院数量不低于 10 家，彰显出公司对医疗服务业务的发展信心。今年上半年公司已新建 3 家医院、并购 5 家医院，按照股权激励目标，预计下半年还要新增 2 家医院。

注重提升重症康复治疗水平，打造长期竞争优势。重症康复具备临床和经济学意义，提升治疗水平有望打造核心竞争力。公司成立重症康复专业委员会，积极推进重症康复学科建设，依托专业力量促进学科规范化、专业化发展；公司注重提升医院重症康复内涵，筹建呼吸机脱机中心，为呼吸机脱机困难患者提供更加专业的治疗；引入共享轮椅、康复机器人等设备，进一步提升医院重症康复治疗水平。

持续引进、留住各类人才，激发员工工作热情。公司持续引进学科负责人，带动学科发展，并通过合伙人计划、股权激励计划等方式，更好地选育、留用各类人才、激发员工工作热情。公司在 2021 年 12 月通过第四期股权激励计划，向 189 名的医疗集团管理人员、核心骨干人员等授予 1746 多万股限制性股票。

智能配用电业务收入加速，海外市场订单快速增长

替换周期叠加新标准开始推广，电表产业将迎来快速发展期，优势企业份额有望得到提升。旧表更换周期到来，产品替换需求增加。智能电表轮换周期一般为 8 年左右，我国从 2008 年到 2010 年期间大规模铺设的智能电表，现已陆续进入集中更换期，需逐年进行轮换。电表新标准开始推广，行业门槛提升，优势企业份额获得提升。我国在 2020 年 8 月出台新的电表标准，并于次年 8 月份发布规范。新标准下的电表除自动计量功能外，还将具备双向计量、在线监测、负荷管理等功能。新标准推广有利于优势企业份额提升，电表 CR10 企业的电

网招标份额从 2020 第一批的 31.36% 提升至 2022 年第一批的 41.44%。

22H1 公司智能配用电业务实现收入 34.81 亿元，同比+33.31%。订单方面，22H1 公司智能配用电累计在手订单 86.5 亿元，同比+29%，其中新增订单 55.7 亿元，同比+34%。智能配用电业务订单的 68% 来自国内，22H1 国内累计在手订单 58.7 亿元，同比+24%；国内新增订单 37.8 亿元，同比+22%。公司在国南网统招中标量持续领先，省招业务实现全覆盖，35kV 以下配电产品市场优势明显，整体销售额位居行业前列。

22H1 公司智能配用电业务的海外累计在手订单 27.8 亿元，同比+41%，其中新增订单 17.9 亿元，同比+66%。海外市场上，公司紧抓全球智能电网改造机会，持续深耕欧洲、中东、拉美等区域，连续签约重要项目；同时，在南亚、中东等市场突破配电业务，支撑业务快速增长。公司在瑞典和沙特项目中标近 15 亿元智能电表订单后，又在巴西、印尼、波兰、孟加拉等 4 个国家建立了海外工厂。

今年上半年公司实施第五期股权激励计划，激励对象为 159 位公司及智能配用电相关业务所涉下属子公司的管理人员、核心技术人员，业绩考核目标为 2022-2024 年智能配用电扣非净利润分别不低于 5.91 亿元、7.72 亿元、10.00 亿元，分别同比增长 30%、30%、30%，彰显公司对业务发展的信心。

盈利预测与估值

预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 90.46 亿元、110.93 亿元、135.89 亿元，分别同比增长 28.80%、22.63% 和 22.50%，归母净利润分别为 7.82 亿元、10.49 亿元和 14.02 亿元，分别同比增长 13.30%、34.19% 和 33.67%，以 2022 年 8 月 19 日收盘价（12.11 元）计算，2022-2024 年 PE 分别为 22、16、12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

市场竞争风险，疫情反复风险，行业政策变化风险，并购、新建医院进度不及预期，汇兑波动风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6739.13	7092.71	7022.90	9045.84	11093.31	13588.81
增长率(%)	14.80%	5.25%	-0.98%	28.80%	22.63%	22.50%
归属母公司股东净利润	1036.05	956.12	690.04	781.80	1049.07	1402.30
增长率(%)	103.91%	-7.71%	-27.83%	13.30%	34.19%	33.67%
每股收益(EPS)	0.74	0.68	0.49	0.55	0.74	1.00
市盈率(P/E)	16	18	25	22	16	12

资料来源: Wind, 中信建投

图表2： 2020-2024E 三星医疗分业务收入预测

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E

请参阅最后一页的重要声明

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,093	7,023	9,046	11,093	13,589
增长率(%)	5.25%	-0.99%	28.80%	22.63%	22.50%
营业成本	5,055	5,241	6,778	8,235	9,965
毛利率	28.73%	25.37%	25.07%	25.77%	26.67%
医疗服务行业	1,383	1,370	1,889	2,260	2,798
增长率(%)	-8.83%	-0.94%	37.88%	19.66%	23.78%
营业成本	1,119	1,086	1,482	1,753	2,145
毛利率	19.09%	20.73%	21.57%	22.43%	23.33%
金融业	303	158	67	34	17
增长率(%)	-29.04%	-47.85%	-57.59%	-50.00%	-50.00%
营业成本	131	10	17	13	9
毛利率	56.77%	93.67%	74.99%	59.99%	47.99%
智能配用电	5,309	5,383	6,946	8,641	10,600
增长率(%)	12.03%	1.39%	29.04%	24.41%	22.67%
营业成本	3,751	4,087	5,208	6,392	7,731
毛利率	29.35%	24.08%	25.02%	26.02%	27.06%
其他	98	112	144	158	174
增长率(%)	75.00%	14.29%	28.57%	10.00%	10.00%
营业成本	54	58	72	76	80
毛利率	44.90%	48.21%	50.09%	52.09%	54.17%

资料来源: Wind, 中信建投

图表3： 财务预测

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7023	9046	11093	13589	净利润	708	802	1076	1438
营业成本	5241	6778	8235	9965	折旧与摊销	217	161	161	161
营业税金及附加	47	59	73	89	财务费用	88	104	96	106
销售费用	515	615	749	910	资产减值损失	-13	-17	-16	-17
管理费用	335	452	538	639	经营营运资本变动	-214	-141	-78	-140
财务费用	88	104	96	106	其他	-587	-191	-171	-146
资产减值损失	-13	-17	-16	-17	经营活动现金流净额	199	719	1068	1403
投资收益	204	204	184	166	资本支出	-468	0	0	0
公允价值变动损益	104	0	0	0	其他	1240	989	184	166
其他经营损益	0	0	0	0	投资活动现金流净额	772	989	184	166
营业利润	851	973	1318	1780	短期借款	108	-1001	0	0
其他非经营损益	-4	-4	-4	-4	长期借款	472	0	0	0
利润总额	847	969	1314	1776	股权融资	161	0	0	0
所得税	139	167	238	338	支付股利	-485	-138	-156	-210
净利润	708	802	1076	1438	其他	-619	-167	-96	-106
少数股东损益	18	20	27	36	筹资活动现金流净额	-364	-1306	-252	-316
归属母公司股东净利润	690	782	1049	1402	现金流量净额	585	403	999	1252
资产负债表（百万元）					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3044	3447	4446	5698	成长能力				
应收和预付款项	2624	3241	4005	4910	销售收入增长率	-0.98%	28.80%	22.63%	22.50%
存货	1150	1493	1818	2198	营业利润增长率	-28.62%	14.35%	35.44%	35.05%
其他流动资产	1074	159	187	222	净利润增长率	-26.36%	13.30%	34.19%	33.67%
长期股权投资	2045	2045	2045	2045	EBITDA 增长率	-22.86%	7.14%	27.18%	29.98%
投资性房地产	453	453	453	453	获利能力				
固定资产和在建工程	1556	1451	1345	1239	毛利率	25.37%	25.07%	25.77%	26.67%
无形资产和开发支出	1064	1018	972	926	三费率	13.36%	12.95%	12.47%	12.18%
其他非流动资产	1855	1845	1836	1826	净利率	10.08%	8.86%	9.70%	10.58%
资产总计	14865	15152	17108	19518	ROE	7.92%	8.39%	10.27%	12.28%
短期借款	1001	0	0	0	ROA	4.76%	5.29%	6.29%	7.37%
应付和预收款项	2874	3494	4314	5240	ROIC	26.46%	27.08%	33.86%	42.90%
长期借款	690	690	690	690	EBITDA/销售收入	16.47%	13.70%	14.20%	15.07%
其他负债	1361	1408	1624	1881	营运能力				
负债合计	5926	5593	6629	7810	总资产周转率	0.49	0.60	0.69	0.74
股本	1401	1401	1401	1401	固定资产周转率	5.06	6.75	8.99	12.05
资本公积	3206	3206	3206	3206	应收账款周转率	3.71	4.09	4.07	4.04
留存收益	4336	4979	5872	7065	存货周转率	5.82	5.10	4.96	4.95
归属母公司股东权益	8873	9474	10367	11559	收现比	82.90%	—	—	—
少数股东权益	66	86	112	148	资本结构				
股东权益合计	8939	9560	10479	11707	资产负债率	39.87%	36.91%	38.75%	40.02%
负债和股东权益合计	14865	15152	17108	19518	带息债务/总负债	28.53%	12.34%	10.41%	8.83%
					流动比率	1.63	1.85	1.89	1.94
					速动比率	1.40	1.52	1.56	1.61
					股利支付率	70.33%	17.65%	14.90%	14.96%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1156	1239	1576	2048	每股收益	0.49	0.55	0.74	1.00
PE	25	22	16	12	每股净资产	6.30	6.73	7.36	8.21
PB	1.92	1.80	1.65	1.48	每股经营现金	0.14	0.51	0.76	1.00
PS	2.43	1.89	1.54	1.26	每股股利	0.34	0.10	0.11	0.15
EV/EBITDA	10.79	8.92	6.38	4.30					
股息率	2.84%	0.81%	0.92%	1.23%					

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖：中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存：北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk