

三星医疗 (601567.SH)

业绩符合预期，双主业强劲驱动发展

公司发布2022年中报。2022H1公司实现收入43.98亿元，同比增长31.47%，实现归母净利润3.51亿元，同比减少29.76%，实现扣非后归母净利润4.91亿元，同比增长21.91%。2022Q2单季来看，实现收入24.16亿元，同比增长23.46%，实现归母净利润1.87亿元，同比减少43.42%，实现扣非后归母净利润2.89亿元，同比增长11.54%。

公司2022H1收入增长符合预期，扣非净利润稳步提升。2022H1公司实现收入43.98亿元，同比增长31.47%，在疫情扰动下符合预期，主要系智能配用电板块下游需求旺盛，收入大幅提高，以及康复医院并表稳步推进，医疗服务板块体量迅速增长。受铜价及汇率变动等影响，2022H1公司锁铜、锁汇及其他金融性投资确认了公允价值变动损失1.96亿元，归母净利润端短期承压。2022H1公司实现扣非后归母净利润4.91亿元，同比增长21.91%，主要系第四期、第五期限限制性股票激励股份支付增加0.45亿元，加回后扣非归母净利润同比增长约为30%，与收入增速相符合。

从业务板块来看：医疗服务超额完成进度目标，智能配用电持续稳健发展。

- **医疗服务：**2022H1公司医疗服务板块实现收入8.77亿元，同比增长36.99%，收入占比19.94%（+0.80pp），主要系2021Q4-2022H1公司新收购康复医院逐步进入稳定期，直接形成收入增量，推动医疗服务板块收入占比提升；实现净利润0.77亿元，同比增长17.34%，主要系针对医疗业务线的股权激励费用确认导致净利润增速较低。分医院来看，公司旗舰综合医院宁波明州医院2022H1实现净利润0.57亿元，同比增长19.80%；2021-2022H1新收购7家康复医院2022H1实现扣非净利润0.75亿元，全部超额完成协议进程目标（按每年平均测算）。
- **智能配用电：**2022H1公司智能配用电板块实现收入34.81亿元，同比增长33.31%，收入占比79.15%（+1.09pp）；实现净利润2.69亿元，同比减少24.26%，主要系锁铜、锁汇确认了1.08亿元的公允价值变动损失，以及针对智能配用电业务条线的股权激励费用增加。

从财务指标来看：2022H1公司毛利率、扣非归母净利率分别为26.49%、11.16%，较上年同期分别-1.17pp、-0.88pp，主要系医疗服务板块占比提升，毛利率较智能配用电板块稍低（2021年智能配用电板块毛利率24.06%，医疗服务板块毛利率20.74%），以及股权激励、医院收购导致费用增加。2022H1公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为5.62%、5.37%、3.32%、-0.13%，较上年同期分别-0.65pp、+1.11pp、-1.03pp、-0.94pp。其中，管理费用率提升主要系2022H1新增0.45亿元股权激励支付费用。2022H1公司经营性现金流量净额为-0.71亿元，较上年同期-4.04亿元承压有所缓解，主要受益于回款增加。

康复医院连锁进程加快，收入及利润增长模式逐步成型。根据公司收购康复医院的3年协议目标测算，7家新收购医院平均每年总计贡献约1.2亿元的净利润，从2021-2022H1业绩趋势来看，收购后的康复医院进入稳定盈利期，具备超额完成目标的潜能。此外，2022年1月公司完成第四期激励计划，要求每年新增的项目医院数不低于10家（自建+并购），基本在医院数量及单体医院业绩两个层面框定了康复医疗业务的发展底线。目前，公司体外还有20多家明州系康复医疗医院，未来逐步注入上市公司体内，后续增长具备强劲推动力。

投资逻辑再梳理：智能配用电+连锁康复双主业驱动。

- **智能配用电业务：**海内外智能电网改造需求旺盛，公司作为行业龙头优先受益。1) 国内市场：国家电网改造迎来新周期，公司作为智能配用电行业龙头，在国内网统招的中标量持续领先，省招及自购渠道稳步发展。2) 海外市场：公司已在巴西、印尼、波兰、孟加拉4个国家建立海外工厂，海外制造、海外销售策略下公司连续签约重要项目，后续拓展具备有效经验支撑。
- **连锁康复业务：**行业已经进入产业、政策的双重拐点，公司作为重症康复龙头潜力巨大。从产业层面看，中国已经跳跃式进入老龄化社会，随着1962年第一波婴儿潮开始进入60岁，叠加近年新生儿人口数据，市场对于中国老龄化会有更进一步的认识，而康复是老龄化下的纯增量行业；从政策层面看，2021年6月初的康复顶层设计方案以及10月底的康复试点方案已经奠定了政策大力支持的基调。在公司层面，以重症康复为特色的连锁模式已走通，后续体外医院并表将持续贡献业绩增量，加之医疗服务价格改革利好服务技术类项目，康复业务存在拔估值潜能。

预计公司2022-2024年归母净利润为8.01、11.91、15.52亿元，同比增长16.0%、48.8%、30.3%，对应PE为21x、14x、11x，维持“买入”评级。

风险提示：公司规模扩张引发的管理风险；电力系统用户依赖的风险；医疗运营风险；市场竞争风险等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,093	7,023	9,196	11,422	15,468
增长率 yoy (%)	5.2	-1.0	30.9	24.2	35.4
归母净利润(百万元)	956	690	801	1,191	1,552
增长率 yoy (%)	-7.7	-27.8	16.0	48.8	30.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.68	0.49	0.57	0.85	1.10
净资产收益率(%)	10.9	7.9	8.7	12.0	14.0
P/E(倍)	14.7	20.4	17.6	11.8	9.1
P/B(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2022年8月19日收盘价

股票信息

行业	电网设备
前次评级	买入
8月19日收盘价(元)	12.11
总市值(百万元)	17,058.81
总股本(百万股)	1,408.65
其中自由流通股(%)	98.43
30日日均成交量(百万股)	16.65

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gsczq.com

分析师 缪牧一

执业证书编号：S0680519010004

邮箱：miaomuyi@gsczq.com

相关研究

1、《三星医疗(601567.SH)：重症康复龙头潜力巨大，电表业务中长期向好为稳定基石》2022-06-06

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7121	7892	8485	9147	11840	营业收入	7093	7023	9196	11422	15468
现金	2562	3044	2735	2288	2399	营业成本	5055	5241	6806	8353	11270
应收票据及应收账款	1805	2311	3079	3616	5451	营业税金及附加	48	47	58	72	100
其他应收款	133	104	206	179	343	营业费用	463	515	598	734	1005
预付账款	116	208	216	311	403	管理费用	306	335	536	577	699
存货	640	1150	1174	1678	2171	研发费用	313	294	407	502	674
其他流动资产	1865	1074	1074	1074	1074	财务费用	95	88	64	100	151
非流动资产	6575	6974	7741	8476	9506	资产减值损失	-16	-13	0	0	0
长期投资	1750	2045	2476	2932	3364	其他收益	71	47	0	0	0
固定资产	1384	1392	1752	2071	2702	公允价值变动收益	65	104	-55	22	42
无形资产	388	373	364	342	321	投资净收益	338	204	317	357	304
其他非流动资产	3052	3164	3149	3131	3119	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	13696	14865	16226	17623	21346	营业利润	1193	851	989	1463	1915
流动负债	4454	4832	5904	6621	9274	营业外收入	13	18	15	15	15
短期借款	893	1001	1001	1001	1240	营业外支出	17	22	21	21	20
应付票据及应付账款	2026	2372	3339	3670	5787	利润总额	1189	847	983	1458	1910
其他流动负债	1535	1459	1564	1950	2247	所得税	228	139	174	251	337
非流动负债	457	1094	1014	903	814	净利润	961	708	809	1206	1573
长期借款	218	690	610	499	410	少数股东损益	5	18	9	15	21
其他非流动负债	239	404	404	404	404	归属母公司净利润	956	690	801	1191	1552
负债合计	4911	5926	6919	7524	10088	EBITDA	1392	1079	1168	1698	2223
少数股东权益	164	66	74	90	111	EPS (元)	0.68	0.49	0.57	0.85	1.10
股本	1387	1401	1409	1409	1409						
资本公积	3060	3206	3206	3206	3206						
留存收益	4156	4336	4684	5285	5982						
归属母公司股东权益	8621	8873	9233	10009	11147						
负债和股东权益	13696	14865	16226	17623	21346						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1231	199	837	762	1492
净利润	961	708	809	1206	1573
折旧摊销	212	217	189	237	301
财务费用	95	88	64	100	151
投资损失	-338	-204	-317	-357	-304
营运资金变动	123	-557	36	-402	-187
其他经营现金流	178	-53	55	-22	-42
投资活动现金流	741	772	-695	-593	-984
资本支出	206	295	336	279	597
长期投资	695	1132	-432	-456	-432
其他投资现金流	1642	2200	-791	-769	-819
筹资活动现金流	-1546	-364	-451	-617	-635
短期借款	325	108	0	0	0
长期借款	-135	472	-80	-111	-89
普通股增加	0	14	8	0	0
资本公积增加	2	146	0	0	0
其他筹资现金流	-1738	-1105	-379	-506	-546
现金净增加额	416	585	-309	-447	-127

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	5.2	-1.0	30.9	24.2	35.4
营业利润(%)	-4.5	-28.6	16.2	47.9	30.9
归属于母公司净利润(%)	-7.7	-27.8	16.0	48.8	30.3
获利能力					
毛利率(%)	28.7	25.4	26.0	26.9	27.1
净利率(%)	13.5	9.8	8.7	10.4	10.0
ROE(%)	10.9	7.9	8.7	12.0	14.0
ROIC(%)	9.2	6.6	7.1	10.1	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	35.9	39.9	42.6	42.7	47.3
净负债比率(%)	-8.7	-11.8	-7.4	-3.4	-2.6
流动比率	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3
速动比率	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	4.0	3.4	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.49	0.57	0.85	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.14	0.59	0.54	1.06
每股净资产(最新摊薄)	6.12	6.30	6.55	7.10	7.91
估值比率					
P/E	14.7	20.4	17.6	11.8	9.1
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.6	12.1	11.5	8.1	6.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

内容目录

一、事件：公司发布 2022 年中报	4
二、观点：收入端符合预期，连锁康复稳步推进	4
2.1 收入增长符合预期，扣非净利润稳步提升	4
2.2 医疗服务：明州医院并表加快，连锁康复推动营收增长	5
2.3 智能配用电：订单高增长，国内外市场需求旺盛	7
2.4 投资逻辑再梳理：智能配用电+连锁康复双主业驱动	8
三、盈利预测	8
四、风险提示	8

图表目录

图表 1: 2021-2022H1 收购医院业绩情况及协议目标	4
图表 2: 公司体内康复专科医疗机构概况	5
图表 3: 公司体外康复医院情况	6
图表 4: 2022H1 公司智能配用电板块国内中标项目	7
图表 5: 公司智能配用电板块累计在手订单（亿元）	7
图表 6: 公司智能配用电板块新增在手订单（亿元）	7

一、事件：公司发布 2022 年中报

公司发布 2022 年中报。

2022H1 公司实现收入 43.98 亿元，同比增长 31.47%，实现归母净利润 3.51 亿元，同比减少 29.76%，实现扣非后归母净利润 4.91 亿元，同比增长 21.91%。

2022Q2 单季来看，实现收入 24.16 亿元，同比增长 23.46%，实现归母净利润 1.87 亿元，同比减少 43.42%，实现扣非后归母净利润 2.89 亿元，同比增长 11.54%。

二、观点：收入端符合预期，连锁康复稳步推进

2.1 收入增长符合预期，扣非净利润稳步提升

公司 2022H1 收入端增长符合预期，归母净利润端受铜期货、锁汇、其他金融性投资等影响短期承压。2022H1 公司实现收入 43.98 亿元，同比增长 31.47%，在疫情扰动下符合预期，主要系智能配用电板块下游需求旺盛，收入大幅提高，以及康复医院并表稳步推进，医疗服务板块体量迅速增长。受铜价及汇率变动等影响，2022H1 公司锁铜、锁汇及其他金融性投资确认了公允价值变动损失 1.96 亿元，归母净利润端短期承压。2022H1 公司实现扣非后归母净利润 4.91 亿元，同比增长 21.91%，主要系第四期、第五期限制性股票激励股份支付增加 0.45 亿元，加回后扣非归母净利润同比增长约为 30%，与收入增速相符合。

➤ 从业务板块来看：医疗服务超额完成进度目标，智能配用电持续稳健发展。

1) 医疗服务：2022H1 公司医疗服务板块实现收入 8.77 亿元，同比增长 36.99%，收入占比 19.94% (+0.80pp)，主要系 2021Q4-2022H1 公司新收购康复医院逐步进入稳定期，直接形成收入增量，推动医疗服务板块收入占比提升；实现净利润 0.77 亿元，同比增长 17.34%，主要系针对医疗业务线的股权激励费用确认导致净利润增速较低。分医院来看，公司旗舰综合医院宁波明州医院 2022H1 实现净利润 0.57 亿元，同比增长 19.80%；2021-2022H1 新收购 7 家康复医院 2022H1 实现扣非净利润 0.75 亿元，全部超额完成协议进程目标（按每年平均测算）。

图表 1：2021-2022H1 收购医院业绩情况及协议目标

收购医院	收购时间	收购价格(百万元)	股权比例 (%)	收购至 2022H1 末收入 (百万元)	收购至 2022H1 末净利润 (百万元)	2022H1 扣非净利润 (百万元)	承诺累计扣非净利润 (百万元)	时间区间
常州明州康复	2022 年 5 月	182.00	100%	10.61	2.19	9.48	45.14	2022-2024 年
宁波北仑明州康复	2022 年 5 月	112.00	100%	4.56	0.04	7.16	24.60	2022-2024 年
南京明州康复	2022 年 5 月	210.00	100%	10.24	2.30	12.21	52.09	2022-2024 年
武汉明州康复	2022 年 5 月	180.00	100%	10.99	3.28	11.28	52.09	2022-2024 年
长沙明州康复	2022 年 5 月	160.00	100%	6.53	0.78	6.46	34.73	2022-2024 年
杭州明州康复	2021 年 10 月	397.32	84%			20.35	104.18	2021-2023 年
南昌明州康复	2021 年 10 月	119.00	85%			7.73	34.73	2021-2023 年
合计						74.67		

资料来源：公司 2022 年中报，国盛证券研究所

2)智能配用电:2022H1公司智能配用电板块实现收入34.81亿元,同比增长33.31%,收入占比79.15%(+1.09pp);实现净利润2.69亿元,同比减少24.26%,主要系锁铜、锁汇确认了1.08亿元的公允价值变动损失,以及针对智能配用电业务条线的股权激励费用增加。

- **从财务指标来看:**2022H1公司毛利率、扣非归母净利率分别为26.49%、11.16%,较上年同期分别-1.17pp、-0.88pp,主要系医疗服务板块占比提升,毛利率较智能配用电板块稍低(2021年智能配用电板块毛利率24.06%,医疗服务板块毛利率20.74%),以及股权激励、医院收购导致费用增加。2022H1公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为5.62%、5.37%、3.32%、-0.13%,较上年同期分别-0.65pp、+1.11pp、-1.03pp、-0.94pp。其中,管理费用率提升主要系2022H1新增0.45亿元股权支付费用。2022H1公司经营性现金流量净额为-0.71亿元,较上年同期-4.04亿元承压有所缓解,主要受益于回款增加。

2.2 医疗服务: 明州医院并表加快, 连锁康复推动营收增长

康复医院连锁进程加快,增收模式逐步成型。2022年上半年,公司收购了南京明州康复、武汉明州康复、长沙明州康复、常州明州康复以及宁波北仑明州康复5家康复医院,同时新设宁波明州康复、绍兴明州康复及湖北明州康复3家康复医院。继2021年收购杭州明州脑康和南昌明州康复两家康复医院84%、85%的股权,公司体内已有11家康复医院。

图表2: 公司体内康复专科医疗机构概况

医疗机构名称	收购/设立情况	位置	收入(百万元)	简介
浙江明州康复医院	2017年收购	杭州市下城区	153.11 (2020年)	建筑面积1.6万方,设计床位430张,2016年3月正式开业,集重症医学科、重症康复、功能性康复及门诊为一体的康复专科医院。医院特设重症康复科、神经康复科、骨关节康复科、老年康复科、疼痛康复科及六大康复病区和远程会诊中心、脑促醒中心等。
杭州明州脑康康复医院	2021年11月收购	杭州市萧山区	195.94 (2020年)	医院是一家以脑及神经康复为特色的专科医院,占地面积9856平方米,医疗用房面积约2万平方米,可容纳床位近500张,ICU及HDU床位56张,集医疗、康复、科研为一体,立志成为浙江省脑科康复特色品牌
南昌明州康复医院	2021年11月收购	南昌市青山湖区	43.31 (2020年)	医院集医疗、康复、科研为一体,可容纳床位近300张,开设有重症医学科(ICU/HDU)、康复医学科、神经内科等专业科室,并拥有全省一流的高压氧中心,全力打造重症康复医疗模式。
南京明州康复医院	2022年6月收购	南京市栖霞区	109.13 (2021年)	医院设置重症医学病房(ICU、HDU)、康复医学科、内科、外科、口腔科、耳鼻喉科、妇科、中医科、健康体检中心、慢病管理中心、医学影像科、检验科及颐养中心等专业科室,设置床位480余张,设施设备先进,是一家以重症康复为特色的现代化康、养、体检、慢病管理一体化的专科医院,也是华东地区较早使用云系统的康复专科医院。
武汉明州康复医院	2022年6月收购	武汉市硚口区	88.76 (2021年)	医院建筑面积1.67万平方米,床位420张,设有重症医学病房(ICU、HDU)、神经康复病房、普通康复病房、36座大型高压氧舱群,800平方米康复治疗大厅等,荟聚区域华科大同济医学院与武大医学部所属医院神经外科、神经内科、重症监护学科、康复医学科、高压氧科及其他临床学科知名专家资源,致力打造湖北省重症康复学科优质品牌。
长沙明州康复医院	2022年6月收购	长沙市天心区	53.44 (2021年)	医院是一家以重症康复为特色的二级专科医院,总建筑面积15000多平方米,规划床位350余张,拥有36座可带呼吸机高压氧舱群、800平方米康复训练大厅等,汇集全国康复、重症、神经、心脏、呼吸、骨科、医院管理等多学科一线专家,致力成为湖南地区医疗重症康复专科优质品牌。
常州明州康复	2022年6月收购	常州市武进区	82.93 (2021年)	医院是以重症康复为特色,神经、心肺、骨关节、少儿心身康复为重点的医、康、养一体化现代康复医院,设置重症医学病房(ICU、HDU)、神

					经康复科、骨与关节康复科、疼痛康复科以及内科、外科、妇科、眼耳鼻喉、中医等专业科室，建有体检中心、血透中心、慢病管理中心、老年医养中心，设定床位 520 余张。
宁波北仑明州康复医院	2022 年 6 月收购	宁波市北仑区	24.22 (2021 年)		医院建筑面积近 1 万平方米，设计床位 300 余张，是一家以脑科重症、综合康复和老年护理为特色的康复专科医院。医院致力于打造北仑康复标杆，突出医、康、养、护四位一体的医养结合新模式。
宁波明州康复	2022 年 4 月设立	宁波市高新区	-	-	
绍兴明州康复	2022 年 3 月设立	绍兴市柯桥区	-	-	
湖北明州康复	2022 年 4 月设立	武汉市东西湖区	-	-	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

新收购医院贡献收入及利润增量，连锁康复模式给予积极正反馈。根据公司收购康复医院的 3 年协议目标测算，7 家新收购医院平均每年总计贡献约 1.2 亿元的净利润，从 2021-2022H1 业绩趋势来看，收购后的康复医院基本进入稳定盈利期，具备超额完成目标的潜能。此外，2022 年 1 月公司完成第四期激励计划，要求每年新增的项目医院数不低于 10 家（自建+并购），基本在医院数量及单体医院业绩两个层面框定了康复医疗业务的发展底线。目前，公司体外还有 20 多家明州系康复医疗医院，未来逐步注入上市公司体内，增长具备强确定性。

图表 3：公司体外康复医院情况

序号	位置	名称	注册时间
1	浙江省嘉兴市	嘉兴明州护理院	2014/5/30
2	浙江省杭州市	杭州明州医院	2015/9/29
3	浙江省湖州市	湖州浙北明州医院	2016/2/5
4	浙江省衢州市	衢州明州医院	2019/12/30
5	浙江省台州市	台州明州护理院	2020/4/28
6	浙江省余姚市	余姚明州康复医院	2020/6/23
7	浙江省乐清市	乐清明州康复医院	2020/8/5
8	浙江省杭州市	杭州明州姑娘桥康复医院	2020/8/11
9	浙江省温州市	温州明州康复医院	2020/9/28
10	浙江省杭州市	杭州明州萧南护理院	2021/4/27
11	浙江省瑞安市	瑞安明州康复医院	2021/7/23
12	江苏省泰州市	泰州明州康复医院	2017/12/14
13	江苏省南通市	南通明州康复医院	2018/5/9
14	江苏省南京市	南京瑞霞明州康复医院	2020/3/11
15	江苏省扬州市	扬州明州康复医院	2020/5/7
16	江苏省常熟市	常熟明州康复医院	2020/12/9
17	上海市嘉定区	上海明州甬嘉康复医院	2020/10/10
18	上海市松江区	上海明州中南康复医院	2021/4/26
19	福建省泉州市	泉州明州康复医院	2016/3/4
20	重庆市经开区	重庆明州康复医院	2017/10/23
21	深圳市龙华区	深圳明州康复医院	2020/3/13
22	河南省郑州市	郑州明州康复医院	2020/6/3
23	江西省南昌市	南昌明州赣北康复医院	2020/12/28

资料来源：公司公告，天眼查，国盛证券研究所

2.3 智能配用电：订单高增长，国内外市场需求旺盛

国内外智能配用电需求旺盛，行业景气度高，公司作为龙头将持续受益。

1) 国内市场：在用电端，国家电力投资力度在用电需求的拉动下持续加大，智能电表随着中国电网的建设与改造迎来广阔的市场需求。2022年上半年，国家电网在常规的2批次招标外新增1批次，招标总金额同比增长约36%；南方电网方面，2022年1批电表招标总金额约10.7亿，同比增长约60%。在配电端，国务院办公厅公布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》明确提到要加快推进跨省跨区输电，优化完善各省份电网主网架构；南方电网公司于2021年11月印发《南方电网“十四五”电网发展规划》，提出十四五期间南方电网电网建设将规划投资约6700亿元。作为智能配用电行业龙头，2022H1公司在国南网统招的中标量继续领先，省招及自购渠道稳步发展，国内整体销售持续位居行业前列。

图表4：2022H1公司智能配用电板块国内中标项目

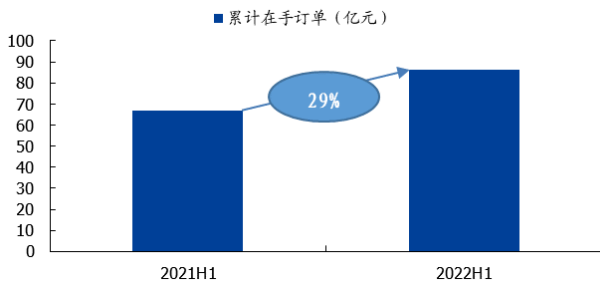
时间	中标项目	金额(万元)
2022年1月	国网上海市电力公司2021年第三次配网物资协议库存	7,168.82
2022年1月	南方电网公司2021年配网设备第二批框架	11,249.51
2022年1月	南方电网公司2021年计量产品第二批框架	20,735.90
2022年3月	国家电网有限公司2022年新增第三批采购(营销新增批次电能表(含用电信息采集)招标采购)	13,307.52
2022年5月	中国华电集团有限公司2022年新能源35kV箱式变压器框架	46,176.21
2022年5月	国网浙江省电力有限公司2022年第一次配网物资协议库存	7,923.54
2022年6月	国家电网有限公司2022年第三十批采购(营销项目第一次电能表(含用电信息采集)招标采购)、 国家电网有限公司2022年第三十一批采购(营销项目第一次充换电设备协议库存招标采购)	68,701.93
2022年6月	南方电网公司2022年计量产品第一批框架	18,004.47
2022年6月	国网安徽省电力有限公司2022年第一次物资协议库存	6,945.63
总计		200213.53

资料来源：公司2022年中报，国盛证券研究所

2) 海外市场：全球智能电网建设与改造，整体存在较大需求。欧洲、中东、拉美、东南亚等地区经过多年的经济增长，社会用电需求持续增长，对电力基础设施建设的需求也愈加旺盛，多个国家均发布以智能计量为核心的智能电网建设规划，智能电网建设具有良好的发展前景和广阔的市场空间。

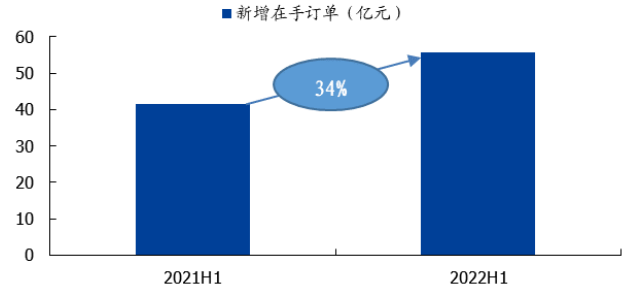
公司在手订单充足，收入增长具备强确定性。在下游需求旺盛，行业景气度高的情况下，公司具备品牌及规模优势，拿单实力强劲。根据公司2022年中报，2022H1公司累计在手订单86.5亿元，同比增长29%，其中国内累计在手订单58.7亿元，同比增长24%，海外累计在手订单27.8亿元，同比增长41%。公司新增订单55.7亿元，同比增长34%，其中国内新增订单37.8亿元，同比增长22%，海外新增订单17.9亿元，同比增长66%。

图表5：公司智能配用电板块累计在手订单(亿元)



资料来源：公司2022年中报，国盛证券研究所

图表6：公司智能配用电板块新增在手订单(亿元)



资料来源：公司2022年中报，国盛证券研究所

2.4 投资逻辑再梳理：智能配用电+连锁康复双主业驱动

- **智能配用电业务：海内外智能电网改造需求旺盛，公司作为行业龙头优先受益。** **1)** 国内市场：国家电网改造迎来新周期，公司作为智能配用电行业龙头，在国南网统招的中标量持续领先，省招及自购渠道稳步发展。 **2)** 海外市场：公司已在巴西、印尼、波兰、孟加拉 4 个国家建立海外工厂，海外制造、海外销售策略下公司连续签约重要项目，后续拓展具备有效经验支撑。
- **连锁康复业务：行业已经进入产业、政策的双重拐点，公司作为重症康复龙头潜力巨大。** 从产业层面看，中国已经跳跃式进入老龄化社会，随着 1962 年第一波婴儿潮开始进入 60 岁，叠加近年新生儿人口数据，市场对于中国老龄化会有更进一步的认知，而康复是老龄化下的纯增量行业；从政策层面看，2021 年 6 月初的康复顶层设计方案以及 10 月底的康复试点方案已经奠定了政策大力支持的基调。在公司层面，以重症康复为特色的连锁模式已走通，后续体外医院并表将持续贡献业绩增量，加之医疗服务价格改革利好服务技术类项目，康复业务存在拔估值潜能。

三、盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 8.01、11.91、15.52 亿元，同比增长 16.0%、48.8%、30.3%，对应 PE 为 21x、14x、11x，维持“买入”评级。

四、风险提示

公司规模扩张引发的管理风险；电力系统用户依赖的风险；医疗运营风险；市场竞争风险等。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com