

电表业务稳定推进，康复连锁龙头乘势发展

2022 年 08 月 28 日

► **电表业务稳定发展，康复连锁快速扩张。**宁波三星集团成立于 1993 年，主营业务涉及智能配用电、医疗服务以及融资租赁，2021 年公司实现营收 70.23 亿元，其中智能配用电及医疗服务占比分别为 78% 及 20%。目前电表业务发展稳定；公司近两年相继收购了 7 家康复医院，扎根于康复发展道路，未来医疗服务板块有望成为公司增长新引擎。

► **人口老龄化叠加康复意识的提升推动康复市场扩容。**我们国家人口老龄化问题严峻，老龄化推动康复需求大幅提升：2018 年中国康复医疗市场约 583 亿人民币，2011 年-2018 年 CAGR 约为 26.9%，2025 年市场规模将有望达到 2207 亿元。康复资源整体供给不足，政策推进民办康复行业发展。参照政策要求，我国康复床位总数仍有 43 万的缺口；康复治疗师亦处于严重不足的状态。自 2010 年来，我国出台一系列政策推动康复行业发展，并进一步点明支持社会力量举办连锁化康复医疗中心，公司作为重症康复龙头有望更为受益于行业利好。

► **公司重点布局重症康复，单院模型成熟，加速连锁化进程。**公司重点布局重症康复领域，目前体内拥有 11 家康复医院。此外，公司参股子公司奥克斯开云医疗投资（34%）旗下拥有 18 家康复医院，预计未来体外医院成熟后将相继装入上市公司体内。目前宁波明州医院是公司医疗服务板块主要营收来源，具备丰富的多学科资源，未来将在公司“名校、名院、名医”的发展模式中承担重要的综合平台作用；浙江明州康复医院作为集团在康复医疗领域的首次尝试，首创 HDU 重症康复管理，并在省内率先开展了高压氧舱呼吸机支持技术，目前在公司内部成为了康复领域的模板医院以及新技术的试点中心。目前公司已形成成熟的单店模型，2022 年 1 月公司针对医疗服务板块推出了股权激励计划，要求公司 2022-2024 医疗服务板块营收增速参考 2020 年不低于 30%、60%、100%；此外，未来每年新开医院数量不少于 10 家。股权激励计划彰显公司发展信心，也为后续医疗服务板块发展奠基。

► **电表业务轮换时期到来，公司智能配用电业务迎来新风口。**国内电表行业量价齐升，公司作为主流企业份额有所提升；此外，公司自 2017 年开始布局海外市场持续发力。国内智能配用电板块业绩近年确定性较强，海外智能配电业务的推进长期看平滑了国内业务的周期性波动，海内外业务提供大量资金为公司在医疗板块发展奠定基础。

► **投资建议：**公司在康复医疗领域形成成熟的单店模型，异地扩张中表现出优异的管理能力。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.81 亿元、11.03 亿元以及 13.05 亿元，对应目前股价 PE 分别为 19/15/13，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 康复行业竞争加剧的风险；2) 公司业务有受新冠疫情影响风险；3) 医疗事故风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7023	9064	11731	14247
增长率 (%)	-1.0	29.1	29.4	21.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	690	881	1103	1305
增长率 (%)	-27.8	27.7	25.2	18.3
每股收益 (元)	0.49	0.63	0.78	0.93
PE	24	19	15	13
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.89 元


分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 乐妍希

执业证书：S0100121110047

邮箱：yueyanxi@mszq.com

相关研究

1.三星医疗 (601567.SH) 公司事件点评:三星医疗：股权激励超预期，康复业务快速拓展-2022/01/26

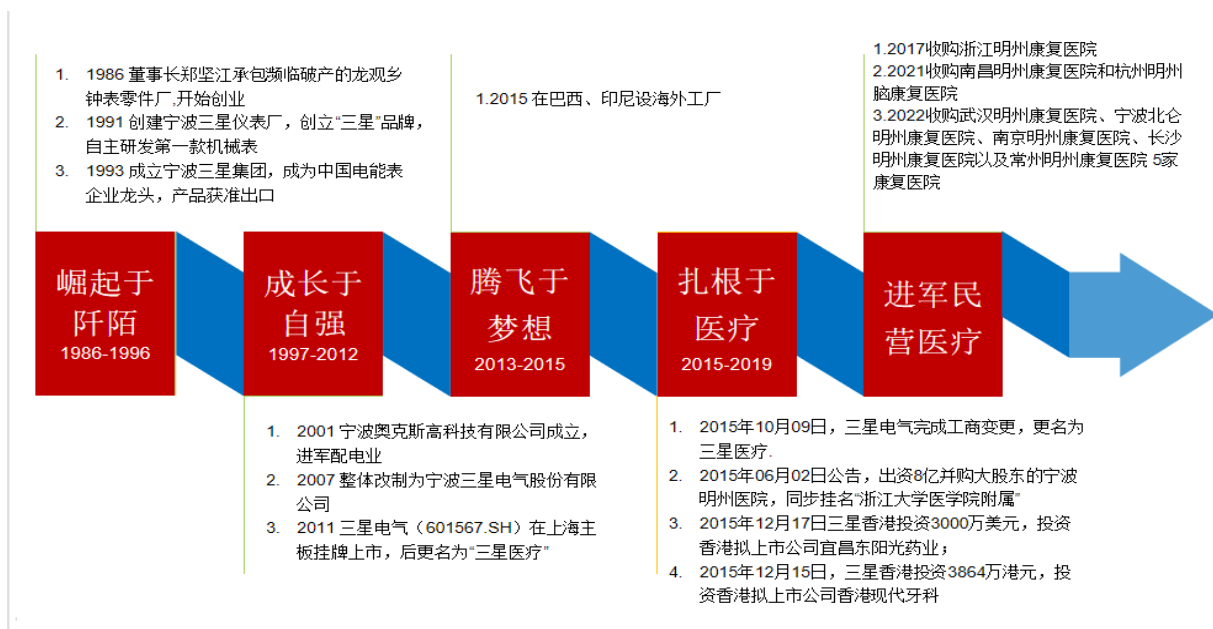
目录

1 三星医疗：电表业务稳定发展，康复连锁快速扩张	3
2 多方驱动康复行业发展，行业龙头三星医疗乘势发展	8
2.1 人口老龄化叠加康复意识的提升推动康复市场扩容	8
2.2 康复资源整体供给不足，政策推进民办康复行业的发展	10
2.3 医保支付加速推进康复领域，DRGs 支付模式进一步促康复行业繁荣发展	11
3 公司重点布局重症康复，单院模型成熟，加速连锁化进程	14
3.1 宁波明州医院：综合医院运营成熟，业绩处于稳定状态	15
3.2 浙江明州康复医院：布局重症康复，形成可复制的康复医院运营体系	17
3.3 相继并入 7 家医院，公司康复板块业绩进一步增厚	17
4 电表业务轮换时期到来，公司智能配用电业务迎来新风口	20
5 公司股价复盘	24
6 盈利预测与投资建议	25
6.1 盈利预测与业务拆分	25
6.2 估值分析	26
6.3 投资建议	27
7 风险提示	28
插图目录	30
表格目录	30

1 三星医疗：电表业务稳定发展，康复连锁快速扩张

智能电表龙头转身，进军“康复医疗连锁”市场。宁波三星集团成立于 1993 年，公司于 2011 年以“三星电气”上市，公司上市时主营智能配用电业务。2015 年公司开始开拓海外市场，同时收购宁波明州医院，开始转型进入医疗服务，证券简称变更为“三星医疗”，此后开始注重康复医疗服务板块的布局。公司于 2017 年收购浙江明州康复医院，2021 年收购杭州明州脑康复医院 84%股份和南昌明州康复医院 85%股份，2022 年收购武汉明州康复医院、宁波北仑明州康复医院、南京明州康复医院、长沙明州康复医院以及常州明州康复医院 5 家康复医院，扎根于康复发展道路。

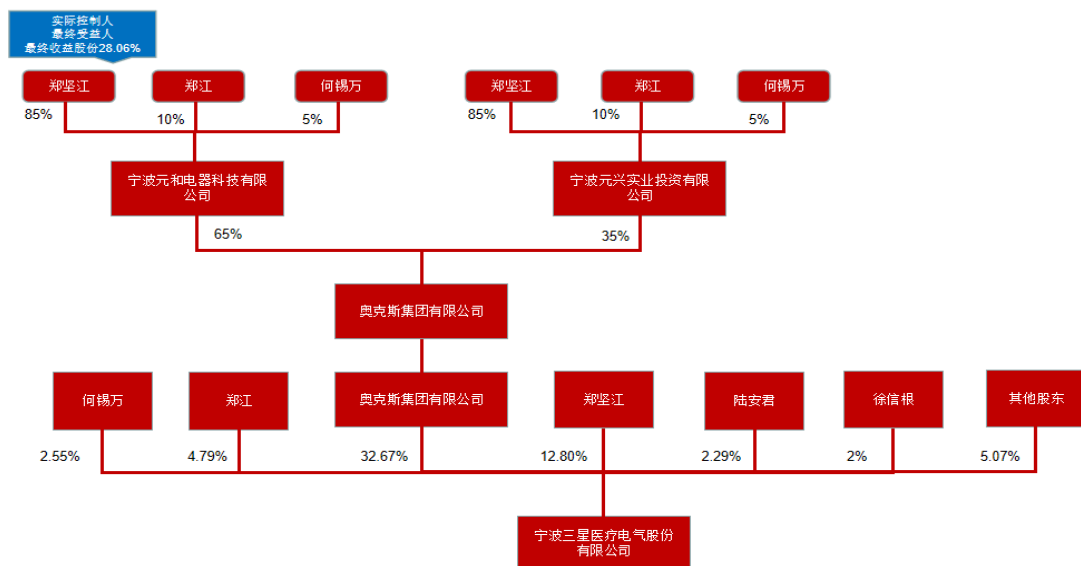
图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司股权架构清晰，为公司高速发展奠基。公司最大的股东为奥克斯集团有限公司，持有公司 33.01%的股本。公司实际控制人为郑坚江总，直接持有公司 12.80%股份，并通过奥克斯集团有限公司间接持有 28.06%股权，合计约为 40.86%。公司控制权相对集中稳定。

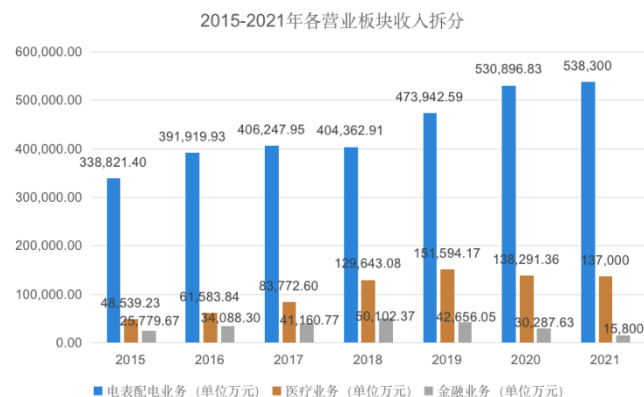
图2：公司股权架构



资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：截至 2021 年 12 月 31 日

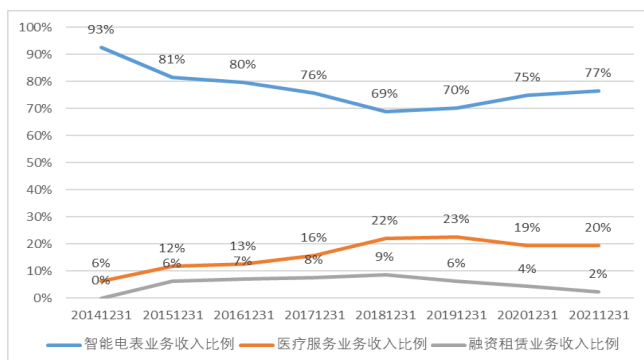
电表业务提供稳定现金流，支撑民营康复医疗连锁品牌的铸成。公司自 2015 年至 2021 年营收增速明显，公司主营业务收入总量从 2015 年的 41.58 亿元增长到 2021 年的 70.23 亿元，复合年均增长率 9.13%。公司业务收入来自以下三块：智能电表业、医疗服务业、融资租赁业，2021 年营收占比分别为 77.89%、19.82%、2.29%。其中智能配用电收入占比最高，营收预期稳定。**医疗服务收入占比逐年增长，有望成为公司未来发展新引擎。**受疫情影响 2020 年医疗服务业务增速放缓，但公司扎根于康复发展道路，公司于 2021 年及 2022 年分别新收购 2 家及 5 家康复医院，随着战略转型逐步落实以及康复医疗连锁品牌规模效应的产生，医疗服务业务有望成为拉动三星医疗业绩高速增长的新引擎。

图3：2015-2021 年各营业板块收入拆分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

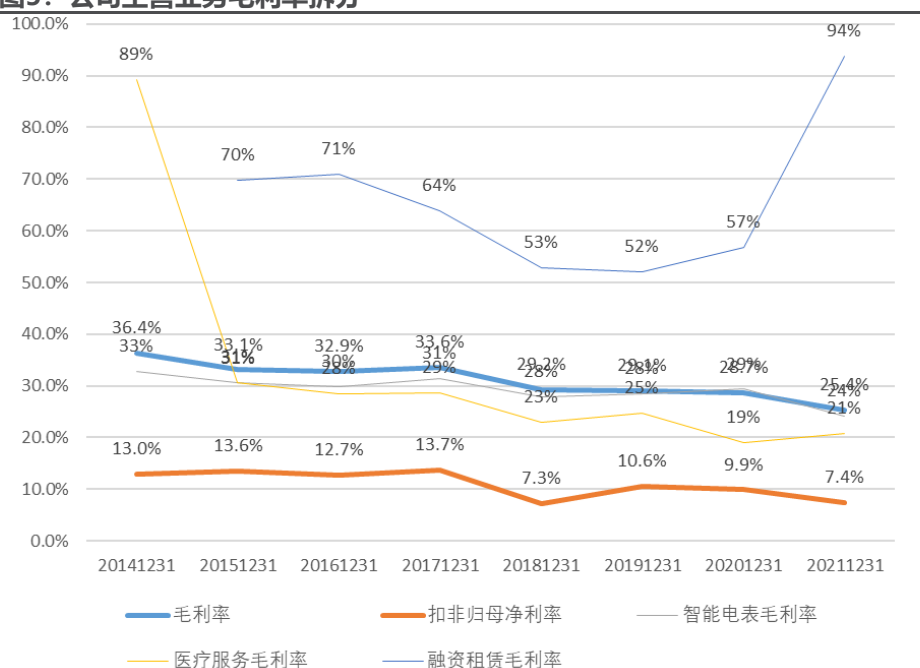
图4：2015-2021 年各营业板块占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

目前公司毛利率整体处于平稳态势。三项主营业务中，融资租赁业务毛利率最高，但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，目前公司正在主动缩减融资租赁板块业务规模。公司整体毛利率于 2018 年首次出现下降，导致其下降的主要原因是融资租赁成本的递增。在 2019-2020 年，毛利率处于平稳状态，基本维持在 29% 左右。2021 年毛利率下降至 25.40%，主要原因为智能配用电板块受大宗、芯片等原材料价格上涨所致，排除相关偶发因素影响，公司整体毛利率处于稳定状态。

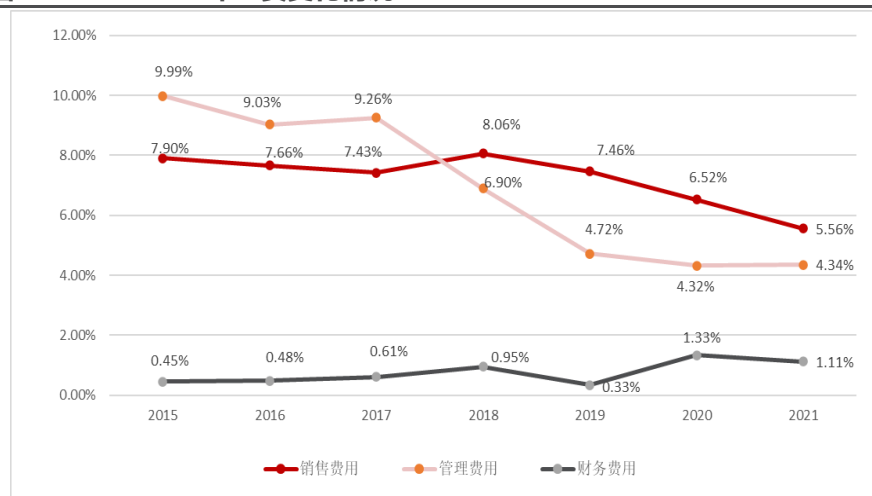
图5：公司主营业务毛利率拆分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司三费总体呈下降趋势。公司医疗服务端规模效应逐步形成，自 2015 至 2021 年公司销售费用率逐步压缩，由 9.99% 降低至 5.56%；管理费用由 2015 年下降至 2019 年的 4.72%，近三年管理费用率处于较为平稳状态；财务费用率维持在 1% 左右，表现较为稳健。

图6：2015-2021 年三费变化情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

双主业股权激励，彰显公司发展信心。公司历年推出了 5 次股权激励计划，其中，2022 年 1 月及 3 月分别针对医疗服务板块以及智能配用电板块推出第四次及第五次股权激励计划，覆盖了相关板块的集团骨干人员，进一步彰显了公司对于主营业务板块发展的信心与决心。

表1：公司历年股权激励计划梳理

	首次股权激励计划	第二次股权激励计划	第三次股权激励计划	第四次股权激励计划	第五次股权激励计划
授予时间	2014.8	2015.6	2018.1	2022.1	2022.3
涉及标的股票数	800 万股	325 万股	893 万股	1446.35 万股	952.2 万股
授予价格	4.94 元/股	8.55 元/股	5.27 元/股	7.80 元/股	7.56 元/股
激励对象	高级管理人员、中层管理人员及公司认定的核心技术（业务）人员	核心技术（业务）人员	部分董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及其他骨干员工	覆盖了董事长沈总、董秘郭总以及医疗集团骨干人员共 189 人	覆盖了智能配用电板块管理、核心骨干人员共 159 人
授予人数	130 人	469 人	136 人	189 人	159 人
解锁条件	(1) 以 2013 年为基准年，2014-2016 年净利润增长率分别不低于 15%、25%、35%。(2) 以 2013 年为基准年，2014-2016 年营业收入增长率分别不低于 10%、20%、30%。(3) 限制性股票锁定期内，各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。	(1) 2015-2017 年净利润增长率分别不低于 30%、60%、100%。(2) 公司下属子公司明州医院有限公司 2015-2017 年的净利润分别不低于 6000 万元、7500 万元和 9375 万元。(3) 限制性股票锁定期内，各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。	(1) 公司层面：激励计划在 2018 年-2020 年会计年度中，净利润分别不得低于 4.33 亿、5.59 亿和 7.04 亿元。(2) 个人层面：激励对象个人绩效考核等级依考核结果按正态分布分为以下五类，类别及定义如下： A：杰出；B：优秀；C：良好；D：合格；E：不合格。 激励对象只有在上一年度内考核结果在 D-合格及以上时，才可具备获授限制性股票本年度的解锁资格。	(1) 医疗服务收入目标值 18.19 亿元（较 20 年增长不低于 30%）；新增项目（自建+并购）医院数不低于 10 家；(2) 2023 年：医疗服务收入目标值 22.38 亿元（较 20 年增长不低于 60%）；新增项目医院数不低于 10 家；(3) 2024 年：医疗服务收入目标值 27.98 亿元（较 20 年增长不低于 100%）；新增项目医院数不低于 10 家。	(1) 2022 年：智能配用电扣非净利润目标值 5.91 亿元（较 20 年增长不低于 30%）、触发值 4.73 亿元（较 20 年增长不低于 24%）。(2) 2023 年：智能配用电扣非净利润目标值 7.72 亿元（较 20 年增长不低于 70%）；触发值 6.18 亿元（较 20 年增长不低于 56%）。(3) 2024 年：智能配用电扣非净利润目标值 10.00 亿元（较 20 年增长不低于 120%）；触发值 8.00 亿元（较 20 年增长不低于 96%）。

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理；

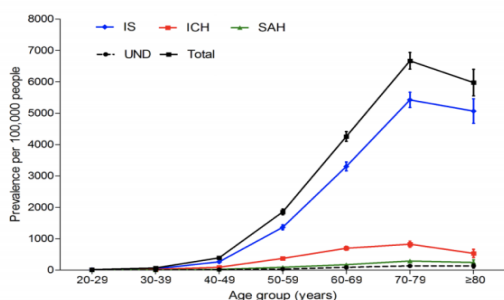
2 多方驱动康复行业发展，行业龙头三星医疗乘势发展

2.1 人口老龄化叠加康复意识的提升推动康复市场扩容

目前国内人口老龄化问题严峻。新中国成立之后,我国迎来了第二波婴儿潮,在1962年至1973年,10年间全国出生人口2.6亿人。至今这一批婴儿出生的人口已步入50岁。根据第7次人口普查数据统计,2010年-2020年,60岁以上全国占比达到18.70%,同比上升5.44%,显示了目前我们国家人口老龄化问题严峻;此外,我国平均寿命延长至75岁,寿命的提升进一步加剧我国人口老龄化的进程。

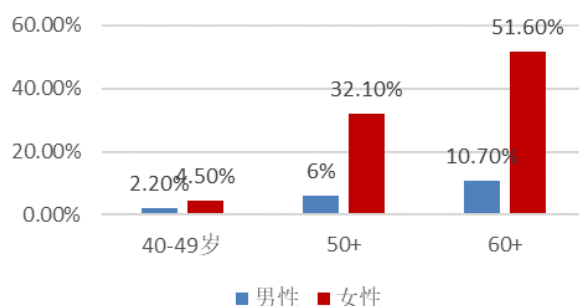
社会老龄化推动康复需求大幅提升。在康复需求的总体量中老年人占比53%,其中从神经内外科和骨科为主要的术后康复疾病来看,老年人患疾病风险在50岁以上人群中明显上升。例如,根据《中国脑卒中流行病学调查》,50岁开始脑卒发病率快速上升;而根据骨质疏松患病率分析40岁以上年龄段的患病率为3.2%,至50岁以上年龄段患病率攀升至19.2%。

图7：中国成人大于20岁卒中发病率(%)



资料来源：《中国脑卒中的患病率、发病率和死亡率：基于480,687名成年人的全国人群调查结果》，民生证券研究院

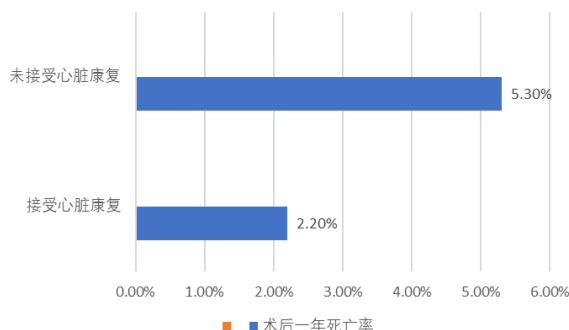
图8：中国不同年龄段骨质疏松患病率(%)



资料来源：立鼎产业研究，民生证券研究院

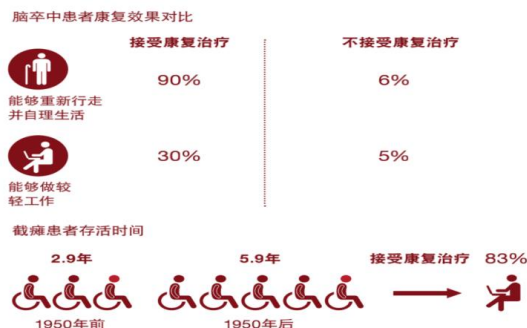
康复增加功能障碍人群重返社会创造价值的机会，具备较高的社会价值。术后一年接受了心脏康复治疗死亡率比术后一年没有接受术后心脏康复死亡率降低百分之50%；脑卒中患者中接受康复治疗的人群中90%能够重新走路并自理生活，而不接受康复治疗仅有6%能够重新走路并自理生活；83%截瘫患者在接受康复治疗并能重返工作和学习岗位。康复医疗可以大幅度的降低术后死亡率,帮助患者重回生活,康复行业的社会价值重大。

图9：心脏术后一年死亡率



资料来源：《2020 年中国康复市场发展趋势分析》，民生证券研究院

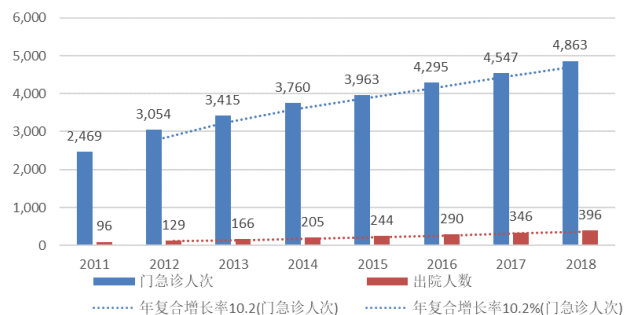
图10：康复治疗对于脑卒中及截瘫患者的益处



资料来源：毕马威，民生证券研究院

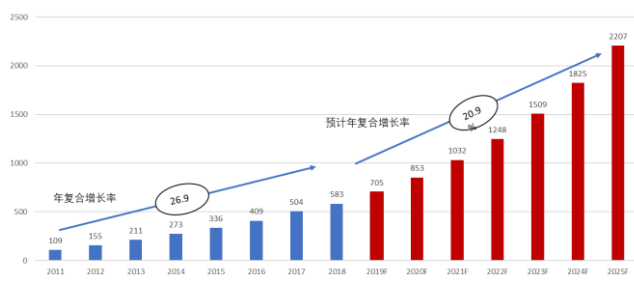
市场教育的不断加强，康复的社会价值逐步被发现。根据《中国卫生健康统计年鉴》显示，2011年至2018年中国康复医疗诊疗人次和出院人数年复合增长率分别为10.2%和22.5%，诊疗人次的高速增长体现出居民康复意识的持续提升。诊疗人次的增长进而推动康复医疗市场扩张。2018年中国康复医疗市场总消费约为583亿人民币，2011年至2018年复合增长率为26.9%。以2014年至2018年的20.9%复合增长率推算，2025年市场规模将达到2207亿元。

图11：2011年至2018年中国康复医疗诊疗人次（万人次）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，民生证券研究院

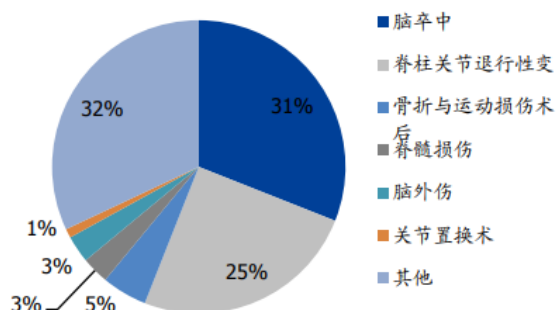
图12：中国康复医疗市场规模（亿元）



资料来源：毕马威，民生证券研究院

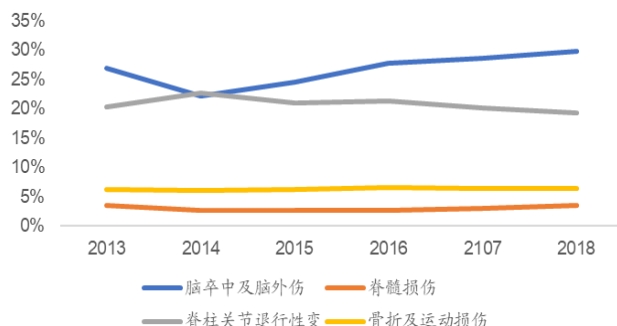
在康复治疗的各细分领域中，脑卒中康复潜在需求强且具备刚需性。除骨折与运动损伤后患者外，脑卒中患者占康复住院患者最高比重。根据《国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告》，在1897家样本医院的康复医学科主要收治病种中，脑卒中出院人群占比仅次于骨折康复患者，达到31%。脑卒中发病率逐年提升，收治率却处于低位。据弗若斯特沙利文，2018年我国脑卒中患病人数达1600万人以上，并呈现发病率逐年提高、且具备年轻化趋势，然收治率却不足30%。脑卒中康复潜在需求强且具备刚需性，未来具备广阔发展空间。

图13：2011年至2018年中国康复医疗诊疗人次



资料来源：《国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告(2019年)》，民生证券研究院

图14：中国康复医疗市场规模

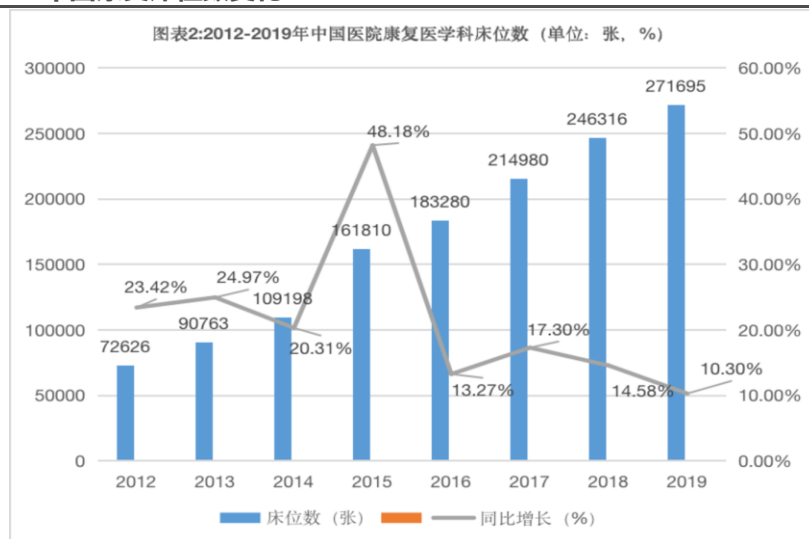


资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

2.2 康复资源整体供给不足,政策推进民办康复行业的发展

我国康复床位资源有所增长,但仍处于紧缺状态。2012年至2019年,康复床位从7.3万张增长至27.2万张,年复合增长率为16.6%,康复床位紧张得到一定改善。但目前我国每千人口康复床位仅0.18张,远低于《北京市医疗卫生服务体系规划(2016—2020年)》要求的每千人0.5张床位的水平,依此测算2030年全国康复床位总目标约为72万张,2021年中国康复医疗行业床位预计达到342867张,那么缺口将达37万张。

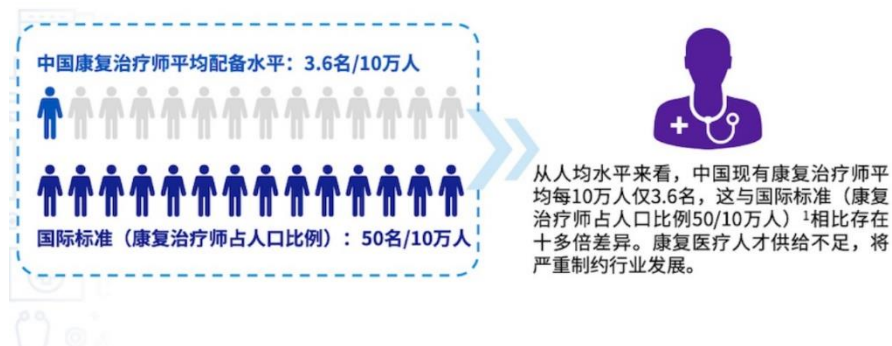
图15：中国康复床位数变化



资料来源：《卫生统计年鉴2020》，民生证券研究院

加速康复医师的培养,为康复行业发展提供基础保障。2018年,中国康复医学执业医师(包括执业医师及执业助理医师)约为3.61万名,占基本人群的比例约3.6:10万;而发达国家则达到50:10万,两者相差10多倍,我国康复治疗师处于严重不足的状态。

图16：2018 年康复人员相关状况

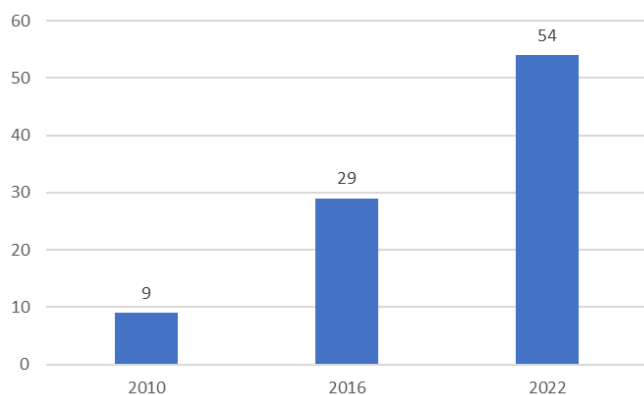


资料来源：毕马威，民生证券研究院

2.3 医保支付加速推进康复领域, DRGs 支付模式进一步促康复行业繁荣发展

医保支付加速推进康复领域发展，纳入康复项目医保数量持续提升。为了满足群众需求的多样化，国家层面纳入医保的康复项目数量从 2010 年的 9 项增加至 2022 年的 54 项；而各省市也相继新增了与自身情况相适应的康复医保报销项目，其中，2021 年西安市新增 16 项；2022 年四川省及上海市分别新增 25 项及 48 项。医保报销数量的增加进一步减缓了患者在经费方面的压力，推动康复领域发展。**考虑到康复行业有助于节省医保资金，预计未来医保支持力度进一步增强。**三甲医院 ICU 日均费用近万元，医保报销比例约为 40-50%，患者面临较大的经济压力。然而接受康复医疗一方面可以减少术后重症病的复发概率；另一方面，对医保的结余有正面的反馈，因此我们预计未来医保对康复医疗项目的支持进一步扩大。

图17：2010~2022H1 年全国康复领域医保数量（单位：个）



资料来源：毕马威，民生证券研究院

图18：医保 ICU 报销情况

治疗类型	报销比例
各类器官或组织移植的器官源或组织源或组织源（烧伤病人皮肤移植除外）	不报销
血液透析、腹膜透析	最高90%
安装各种人造器官和体内置放材料（如：心脏起搏器、人工晶体、人工关节、人工喉、人头股骨头、人工心脏瓣膜、血管支架等）	最高50%
肾脏、心脏瓣膜、角膜、皮肤、血管、骨、骨髓移植	最高70%

资料来源：广东省诊疗目录，民生证券研究院

DRGs 支付模式加速三级医院床位周转，进一步促康复行业繁荣发展。2015 年以来,我国三级医院平均住院天数呈下降趋势,从 2015 年的 10.4 天下降到 2020 年的 9.3 天;康复专科医院作为综合医院的补充,其发展可以满足公立医院提升周转率的相关诉求。参考 1982 年美国实施 DRGs 支付方式,促使医院转诊机制快速发展,将患者转入非急性病或专科医疗机构;以此,1985~1995 年,Medicare 支付的康复医疗费用以每年 20%的速度递增,到 1995 年超过 4.3 亿美元。美国康复医疗机构获得了更多的费用补偿,大力扩充康复床位或新建康复医疗机构。DRGs 支付模式带来了几十年美国康复医学发展的黄金时期,康复专业医疗、长期护理机构数量快速增长。对比美国,在 DRGs 的推动下,我国有望迎来康复学发展的黄金期。

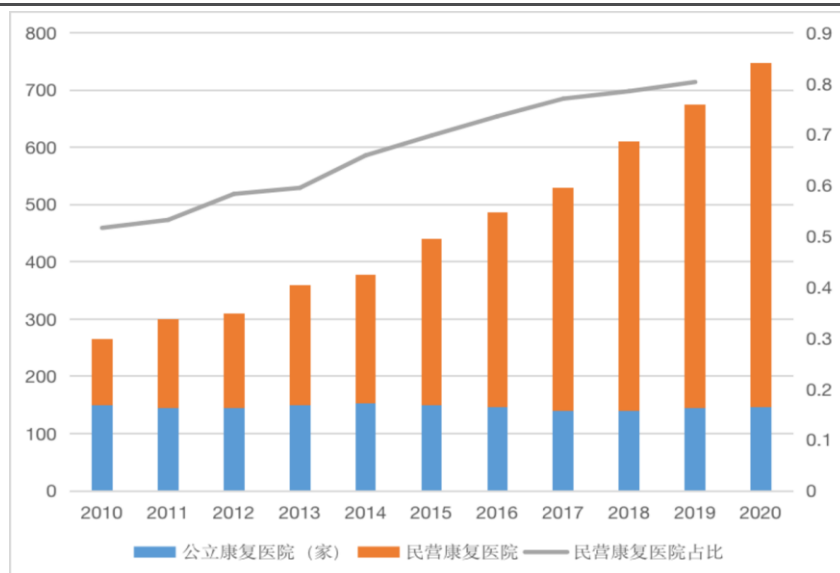
图19：各类医院平均住院日(天)


资料来源：datavrap 数据统计，民生证券研究院

政策利好推进民办康复行业的发展。自 2010 年来,我国出台一系列政策推动康复行业发展,并进一步点明支持社会力量举办规模化、连锁化康复医疗中心,相关政策的出台大力推动了民营康复行业的发展。根据《中国健康统计年鉴》,2011 年全国康复专科医院 301 家,2019 年数据增长至 706 家,年复合增长率为 12.3%。其中,民营康复医疗医院占比逐年增长,2019 年民营康复医院已占总康复医院比

重的 77.2%，其主要原因在于：a) 相关政策倡导社会资本对公立医院缺口领域关注；b) 康复专科医院对比公立综合医院投入成本小,医疗风险小,对医生依赖性低,社会资本更易得到投资回报。

图20：中国康复医院数量及民营康复医院占比



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，民生证券研究院

3 公司重点布局重症康复, 单院模型成熟, 加速连锁化进程

公司重点布局重症康复领域, 打造自身专业服务优势及价格优势。重症康复早期介入具备必要性及经济性: 1) 重症患者早期介入康复, 能减少 ICU 获得性衰弱综合征, 降低肺部感染的发生, 预防深静脉血栓以及各种并发症的发生, 并且能改善功能性活动能力和生活质量, 避免由残损向残疾或残疾向残障的进展; 2) 缩短 ICU 停留时间和住院时间, 减轻医保及患者负担。**公司打造多学科会诊模式充分利用早期治疗“黄金时间”:**公司以重症康复为特色, 针对公立医院较为薄弱的多学科会诊模式, 公司积极探索 ICU、康复、高压氧深度融合之路, 充分利用早期治疗的“黄金时间”, 率先开展氧舱内呼吸机支持技术与带呼吸机康复训练, 显著提高重症患者愈后康复, 重建患者品质生活。**通过控本增效制定较综合医院更为明显的价格优势。**

公司不断累积康复医院管理经验, 体内、体外持续布局推进连锁化进程。公司旗下奥克斯医疗集团成立于 2014 年, 旗下奥克斯医院投资及奥克斯康复医疗投资作为体内投资平台, 旗下拥有 2 家综合性医院 (抚州明州医院仍处于建设中, 预计 2023 年 4 月建成) 以及 11 家康复医院 (其中 3 家新成立于 2022 年, 目前尚未营业)。其中, 宁波明州医院旗下拥有三家体检中心 (深蓝体检中心、浙江大学明州医院国际医疗保健中心以及大浙北健康管理中心)。此外, 公司旗下 100% 控股子公司奥克斯投资, 其参股子公司奥克斯开云医疗投资 (34%) 作为公司体外孵化平台旗下拥有 18 家康复医院、3 家护理院及 2 家综合医院, 预计未来体外医院成熟后将相继装入上市公司体内。

表2: 公司体内外医疗机构梳理

序号	医院名称	二级全资子公司	二级持股比例	三级子公司	三级持股比例	四级子公司	四级持股比例
1	并表 宁波明州医院 (浙江大学明州医院)	宁波奥克斯医疗	100%	宁波奥克斯医院投资	100%		
2	并表 抚州明州医院	宁波奥克斯医疗	100%	宁波奥克斯医院投资	100%		
3	杭州明州医院 (浙医二院国际医学中心)	宁波奥克斯投资	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	100%		
4	湖州浙江明州医院	宁波奥克斯投资	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99.5%		
1	并表 宁波鄞州明州人门诊部有限公司	宁波奥克斯医疗	100%	宁波奥克斯医院投资	100%	宁波明州医院	100%
2	并表 温州深蓝医院	宁波奥克斯医疗	100%	宁波奥克斯医院投资	100%	宁波明州医院	100%
3	并表 湖州新浙北综合门诊部有限公司	宁波奥克斯医疗	100%	宁波奥克斯医院投资	100%	宁波明州医院	100%
1	并表 浙江明州康复医院	宁波奥克斯医疗	100%	宁波奥克斯医院投资	100%	宁波明州医院	100%
2	并表 常州明州康复医院	宁波奥克斯电力物联网	100%	宁波奥克斯康复医疗	100%		
3	并表 长沙明州康复医院	宁波奥克斯电力物联网	100%	宁波奥克斯康复医疗	100%		
4	并表 宁波北仑明州康复医院	宁波奥克斯电力物联网	100%	宁波奥克斯康复医疗	100%		
5	并表 南昌明州康复医院	宁波奥克斯电力物联网	100%	宁波奥克斯康复医疗	85%		
6	并表 武汉明州康复医院	宁波奥克斯电力物联网	100%	宁波奥克斯康复医疗	100%		
7	并表 杭州明州脑康康复医院	宁波奥克斯电力物联网	100%	宁波奥克斯康复医疗	84%		
8	并表 南京明州康复医院	宁波奥克斯电力物联网	100%	宁波奥克斯康复医疗	100%		
9	并表 宁波明州康复医院	宁波奥克斯电力物联网	100%	宁波奥克斯康复医疗	100%		

10	并表	绍兴明州康复医院	宁波奥克斯电力物联网	100%	宁波奥克斯康复医疗	100%		
11	并表	湖北明州脑康康复医院	宁波奥克斯电力物联网	100%	宁波奥克斯康复医疗	100%		
序号		医院名称	二级全资子公司	二级持股比例	三级子公司	三级持股比例	四级子公司	四级持股比例
1	未并表	泰州明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华利	70%
2	未并表	泉州明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华顺	未知
3	未并表	重庆明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	100%	重庆明州康复	—
4	未并表	南通明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华威	80%
5	未并表	衢州明州医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华歌	70%
6	未并表	南京瑞霞明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华鑫	70%
7	未并表	深圳明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华惠	未知
8	未并表	扬州明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华恒	未知
9	未并表	郑州明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华泉	70%
10	未并表	余姚明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华慈	70%
11	未并表	乐清明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华杉	70%
12	未并表	杭州明州姑娘桥康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华昱	70%
13	未并表	温州明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华耀	70%
14	未并表	上海明州甬嘉康医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华玺	51%
15	未并表	常熟明州康复医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华炬	未知
16	未并表	南昌明州赣北康医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华旭	70%
17	未并表	上海明州申南康医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华越	70%
18	未并表	瑞安明州康医院	宁波奥克斯投资管理	34.08%	宁波奥克斯开云医疗	99%	宁波开云华帆	70%

资料来源：wind，民生证券研究院；

3.1 宁波明州医院：综合医院运营成熟，业绩处于稳定状态

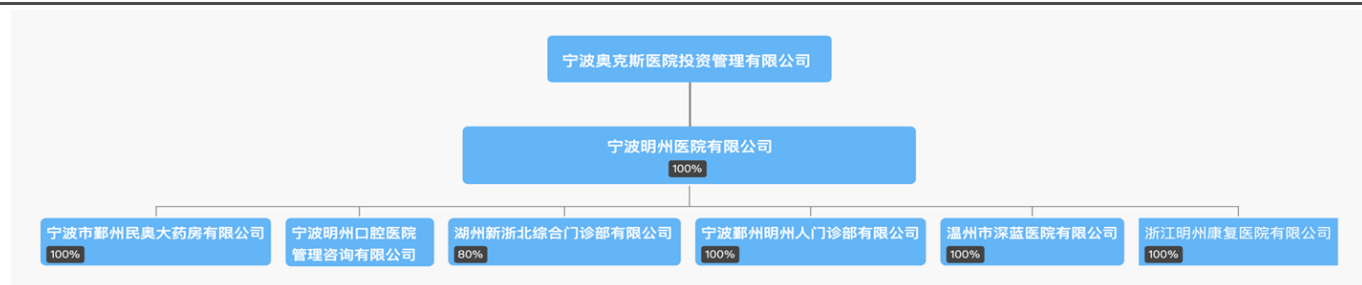
宁波明州医院是公司于 2015 年收购的第一家医院，是按三级甲等医院标准投资建设，集医疗、科研、教学、预防、康复为一体的大型综合性医院，目前浙江省内规模最大、标准最高的大型综合性医院之一。医院自 2006 年 5 月投入运营；2015 年挂牌浙江大学明州医院，2017 年增挂鄞州妇女儿童医院；是宁波市医保定点机构。医院开设临床学科及医技学科 40 余个，其中骨科、妇产科、普外科、围产医学是浙江省非公特色学科。医院具备丰富的多学科资源，未来将在公司“名校、名院、名医”的发展模式中承担重要的综合平台作用。

表3：公司体内外医疗机构梳理
宁波明州医院概况

评级	• 三类乙等评定中
规模	• 医院占地面积 140 亩，建筑面积 17 万平方米，核定床位 1050 张，现有职工 1800 余人。
科室建设	• 医院开设临床学科及医技学科 40 余个，其中骨科、妇产科、普外科、围产医学是浙江省非公特色学科，同时围产医学也是宁波市县共建重点学科，妇产科为浙江省住院医师规范化培训基地。
医疗设备	• 拥有 PET-CT、后 64 排 CT、3.0T 磁共振、DSA、数字胃肠机、骨密度仪、高档彩超、直线加速器、回旋加速器、数字钼靶机等高端大型设备； • 配置 44 座的超大规模高压氧舱群。
荣誉	• “中国最具价值民营医院” • “全国改革创新企业医院” • 2018 年非公立医院 100 强第 22 位

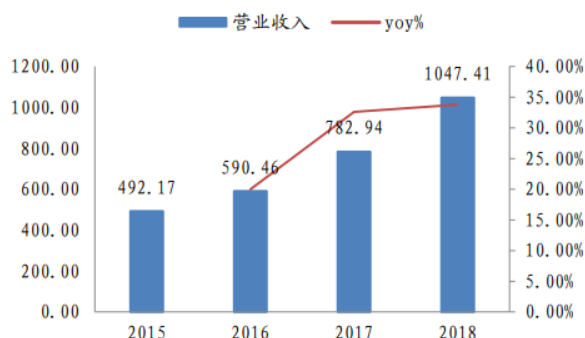
资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院；

宁波明州医院控股 6 家医疗机构，其中有 3 家体检医院（温州市深蓝医院、宁波鄞州明州人门诊部以及湖州新浙北综合门诊部）与 1 家康复医院（浙江明州康复医院），经过前期在医疗服务领域的探索后，公司计划专注康复医院的连锁建设。

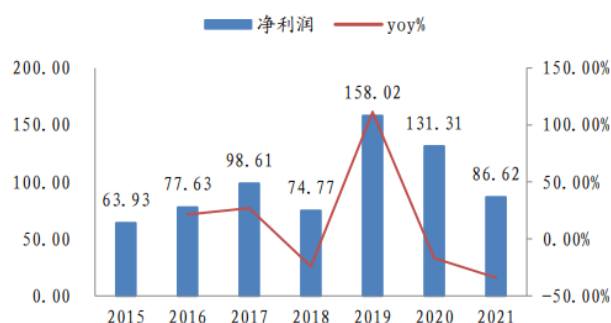
图21：宁波明州医院旗下子公司梳理


资料来源：wind，民生证券研究院

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同比都实现超过 20%以上的增长。2018 年医院二期全面投入进行使用，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 0.866 亿元净利润（-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所致，医院实际经营并未出现问题。

图22：宁波明州医院营收（2015-2018 年）（百万元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：宁波明州医院净利润（2015-2021 年）（百万元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 浙江明州康复医院：布局重症康复，形成可复制的康复

医院运营体系

浙江明州康复医院成立于 2016 年，对接公立三甲医院的 ICU 及神经内科等科室，以重症康复及儿童重症康复为重点建设学科，首创 HDU 重症康复管理，并在省内率先开展了高压氧舱呼吸机支持技术。2017 年被宁波明州医院收购，并入上市公司体内。作为集团在康复医疗领域的首次尝试，目前宁波明州康复医院在公司内部成为了康复领域的模板医院以及新技术的试点中心。

表4：浙江明州康复医院经营数据

	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入 (万元)	1877	11061	15870	18634	15311
YoY	-	489%	43%	17%	-18%
毛利率	-1%	32%	35%	-	-
净利润 (万元)	-1270.69	2059	2600	3170	2992
YOY	-	-262%	26%	22%	-6%
净利率	-68%	19%	16%	17%	20%
单床营收 (万元)	15	51	46	48	36
YoY	-	254%	-10%	4%	-25%
总床位数	430	430	430	430	430
开放床位数	129	215	344	387	422
开放床位数占比	0.3	0.5	0.8	0.9	1.0
床位周转率 (次)	0.38	1.45	2.3	-	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

3.3 相继并入 7 家医院，公司康复板块业绩进一步增厚

公司相继由体外并购基金并入 7 家康复专科医院。其中，2021 年原计划并入三家康复医院，分别为杭州明州脑康、南昌明州康复以及南京明州康复，后由于南京疫情突发，审计难以入组，导致南京明州康复的并购计划延迟至 2022 年，2021 年 11 月仅将杭州明州脑康及南昌明州康复并入到上市公司体内。此外，公司于

2022 年 6 月正式并入 5 家康复医院，分别位于长沙、南京、宁波、武汉以及常州，收购对价对应 2022 年 PE 均处于 12-16 倍区间内，且各家医院均存在业绩对赌。

表5：并入康复医院情况梳理

	2021 年 11 月 6 日并入上市公司			2022 年 6 月 1 日并入上市公司			
	杭州明州康复	南昌明州康复	长沙明州康复	南京明州康复	宁波北仑明州康复	武汉明州康复	常州明州康复
设立时间	2017 年 9 月 29 日	2017 年 6 月 22 日	2018 年 2 月 5 日	2017 年 11 月 20 日		2018 年建成	
开业时间	2018 年 9 月 6 日	2018 年 9 月 19 日	2019 年 8 月	2018 年 10 月 08 日	2020 年 10 月		2018 年 7 月
医保开通时间	2019 年 2 月 21 日	2019 年 7 月 3 日		2018 年 11 月 26 日	2021 年 1 月	2020 年	2019 年 7 月
医院等级	二级康复专科	二级康复专科	二级康复专科	二级康复专科	二级康复专科	二级康复专科	二级康复专科
业务范围	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机行高压氧与康复训练，同时提供颅骨修补等外科手术	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机行高压氧与康复训练，及老年病及晚期肿瘤的康复治疗	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机行高压氧与康复训练	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机行高压氧与康复训练，及老年病及晚期肿瘤的康复治疗	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机行高压氧与康复训练	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机行高压氧与康复训练	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机行高压氧与康复训练
经营模式	以重症患者住院康复为主，门诊为辅	以重症患者住院康复为主，门诊为辅	以重症患者住院康复为主，门诊为辅	以重症患者住院康复为主，门诊为辅	以重症患者住院康复为主，门诊为辅	以重症患者住院康复为主，门诊为辅	以重症患者住院康复为主，门诊为辅

资料来源：三星医疗公司公告，民生证券研究院；

表6：三星医疗 2022 年并入医院情况梳理

	南京明州康复	宁波北仑明州康复	武汉明州康复医院	常州明州康复医院	长沙明州康复医院
重要时间点	2018 年 02 月 05 日成立，2019 年 8 月实现首例住院收诊	2018 年 10 月开业，2018 年 11 月纳入医保支付体系	2020 年 10 月正式开设；于 2021 年 1 月拿到医保支付资质；2021 年 4 月达成于北仑区人民医院的双向转诊协议	2018 年建成，2020 年纳入省、市医保定点医院	2018 年 7 月正式投入运营，2019 年 7 月纳入医保支付体系
总床位	274	353	270	337	287
占床率	42%	65%	27%	62%	80%
营业收入	5344 万元	1.09 亿元	2422 万元	8876 万元	8293 万元
住院收入	5316 万元	1.06 亿	2169 万元	8806 万元	8187 万元
床日均费用	1332 元	1294 元	1000 元	1228 元	1234 元
毛利率	40%	35%	23%	48%	31%
净利润	195 万元	1115 万元	-270 万元	1072 万元	20.76 万元
净利率	3.65%	10.22%	-11.14%	12.08%	0.25%
承诺三年扣非净利润	3,473 万元	5,209 万元	2,460 万元	5,209 万元	4,514 万元
收购对价	1.6 亿元	2.1 亿元	1.12 亿元	1.8 亿元	1.82 亿元
2021 年 PE	82	19	/	17	/
2022 年 PE	15	12	16	12	14

本次收购采取分期付款安排，交易对价的 30%尾款，合计 2.53 亿元，将在三年业绩承诺到期后支付。

资料来源：三星医疗公司公告，民生证券研究院；

注：以上业绩收入均为 2021 年数据

目前公司已形成成熟的单店模型。据此，我们搭建了公司的单店模型如下：

假设：

- 1) 每家医院 300-500 张床位数;
- 2) 单床产出每年 30-50 万水平
- 3) 净利率成熟后约为 15%
- 4) 初始资金投入: 首次投入 4000 万, 盈利前每年需要 1000 万资金, 现金打平前需要 6000-7000 万 (包括设备、房租、开业后现金流成本等)
- 5) 产能利用率达到 40%时盈亏平衡

表7: 公司单店模型

单位: 万元	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年	永续年
总床位数	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
占床率	30%	45%	55%	55%	60%	65%	70%	77%	80%	85%
占床数	105	157.5	192.5	192.5	210	227.5	245	269.5	280	297.5
床日均费用	600	1000	1317	1356	1383	1410.526	1439.062	1467.599	1496.951	1526.89
yoy		67%	32%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
住院收入	2174	5434	8747	9009	10020	11071	12164	13645	14461	15672
yoy		150%	61%	3%	11%	10%	10%	12%	6%	8%
门诊收入	22	55	88	91	101	112	123	138	146	158
yoy		150%	61%	3%	11%	10%	10%	12%	6%	8%
营业总收入	2195	5489	8835	9100	10121	11183	12287	13783	14607	15830
单床产出 (万元)	6	16	25	26	29	32	35	39	42	45
毛利率	15%	31%	33%	35%	35%	36%	37%	37%	37%	37%
毛利润	329	1701	2916	3185	3542	4026	4485	5100	5404	5857
销售费用率	16%	13%	12%	12%	11%	11%	10%	9%	9%	9%
管理费用率	18%	17%	15%	15%	14%	12%	10%	9%	9%	9%
销售费用	348	706	1050	1081	1102	1218	1216	1228	1301	1410
管理费用	391	924	1312	1351	1403	1329	1216	1228	1301	1410
营业利润	-410	71	554	753	1037	1479	2052	2644	2802	3036
加: 营业外收入										
减: 营业外支出										
利润总额	-410	71	554	753	1037	1479	2052	2644	2802	3036
减: 所得税费	0	18	138	188	259	370	513	661	700	759
净利润	-410	54	415	564	778	1110	1539	1983	2101	2277
净利率	-19%	1%	5%	6%	8%	10%	13%	15%	15%	15%

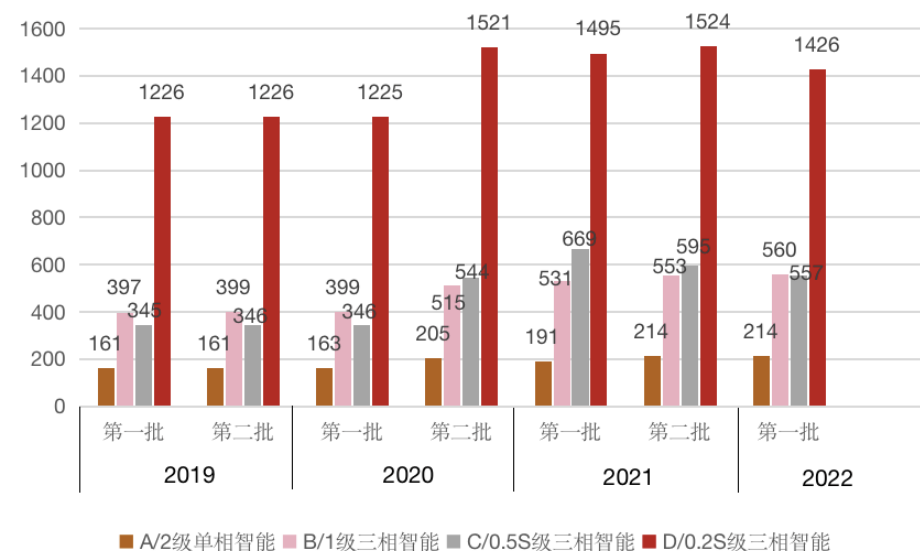
资料来源: 三星医疗公司公告, 民生证券研究院预测;

注: 以上业绩收入均为 2021 年数据

4 电表业务轮换时期到来，公司智能配用电业务迎来新风口

国内电表标准提升，智能电表价格逐步提高。政策导向带动价升：根据我国在 2020 年 8 月新出台的电表标准，智能电表除原有的性能之外，还需增加负荷管理、双向计量等新的功能。在政策出台后，智能电表的价格都受到相应提升，2022 年新增批次的 A/2 级单相智能、B/1 级三相智能、C/0.5S 级三星智能、D/0.2S 级三相智能电表均价分别提升至 214、553、595、1524。相较于 2020 年第一批次分别增长了 31.3%、40.35%、61%、16.4%。

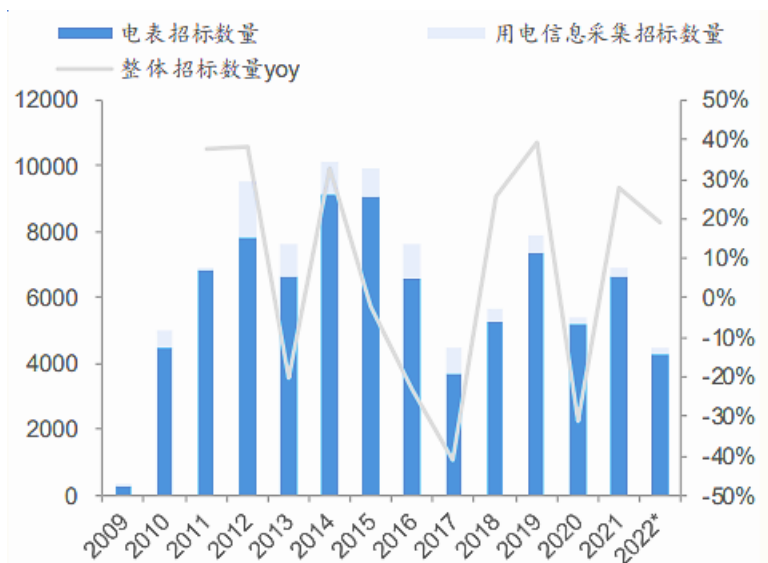
图24：2019-2022 国网智能电表价格（元）



资料来源：国家电网，民生证券研究院

国网电表上涨趋势再现，周期性高峰即将到来。根据《中华人民共和国国家计量检定规程》规定，智能电表的检定周期一般不超过 8 年。因而国家电网于 2009 年首次集中招标的智能电表产品进入更换的高峰期。2020 年由于疫情爆发，导致电表招标量下降，随着 2020 年 8 月电表新标准落地，叠加双碳大背景下电网开启新型电力系统建设，新一代智能电表招标有望迎来新一轮上行周期。其中，即使在缺芯等因素的影响下，2021 年招标量已回升至 6700 万只左右，同比增长 29%。

图25：国网智能电表招标数量回顾

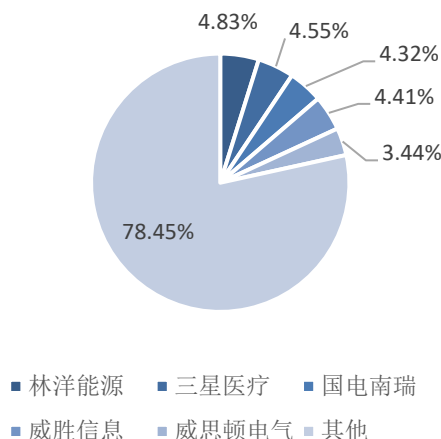


资料来源：国网电子商务平台，民生证券研究院

注：2022 年为第一批+新增批次

行业门槛提升，公司作为行业主流企业份额有望获得提升。智能电表行业的市场需求主要来自国家电网、南方电网等电力系统用户。目前主要通过招投标方式选定供应商，供应商根据电网用户要求进行投标，并在中标后组织生产。目前，各家公司的市占率基本保持稳定，处于相对分散的状态。公司在电表行业排第三，目前处于市场第一梯队，常年占据市场份额的 3%-5%左右。**智能电表新标准实行后，行业门槛提升，公司作为头部企业市场份额有望获得提升。**新一代智能电表的功能模块更多，技术难度更高，具备相关能力、资质的企业数量将会有所下降，公司有望因此获得更高的市场份额。从趋势上来看，电表 CR10 企业的份额从 2020 年第一批的 31.36%提升至 2022 年第一批的 41.44%，公司份额也由 4-5%提升至 5-6%。

图26：：2013-2020 年国网智能电表市占率情况（累计值）

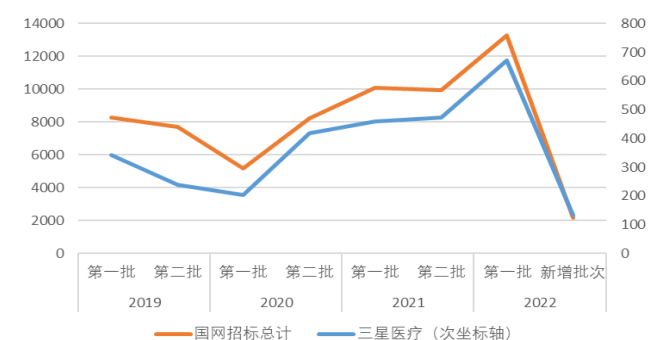


资料来源：国网电子商务平台，民生证券研究院

随着国网订单的增加，2021 年及 2022 年公司订单实现大幅提升。三星医疗

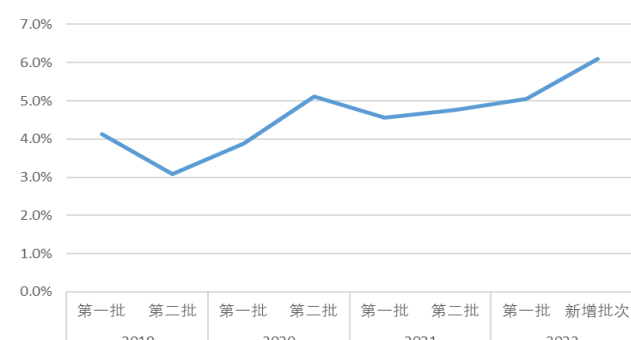
作为主流企业之一，2021 年国网第一批与第二批招标项目合计中标金额分别为 4.67/4.74 亿元，分别增长 214%/11%；而 2022 年国网第一批及新增批次合计中标金额分别为 6.7/1.3 亿元，相比 2021 年实现显著提升。**考虑电表招标项目存在滞后性，电表交付周期平均在半年到一年，三星医疗 2022 年订单交付有望突破新高，电表企业业绩支撑性较强，给三星医疗在医疗板块的强势并购与收购奠定基础。**

图27：2019-2022 年 7 月国网采购情况及三星医疗中标情况（金额：百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

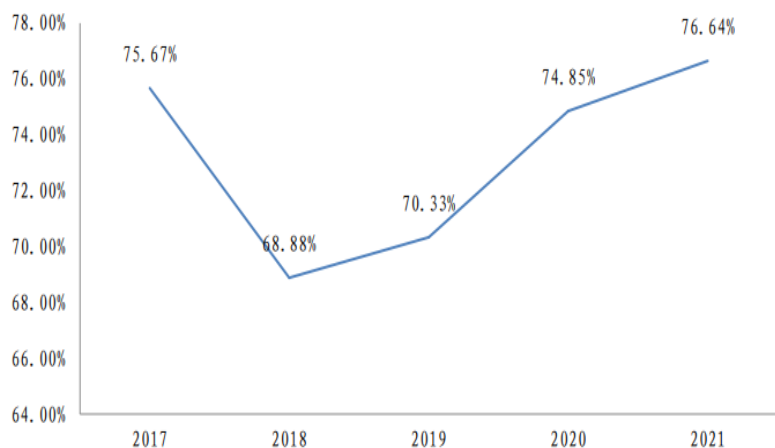
图28：2019-目前三星医疗在国网采购中中标金额占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司积极拓展海外市场，传统智能配用电业务增长强劲。公司智能配用电业务分为智能配电和智能用电两大领域，主营产品包括智能计量、智能开关、智能配电系统、智能充电设备等。智能配用电业务为公司主要营收来源之一，2021 年收入贡献占比达到 77%。在智能配电领域，公司自 2017 年开始布局及推广海外市场，目前海外有 4 个合资或全资表厂，分别位于南美的巴西，东南亚的印尼、孟加拉，包括欧洲的波兰。**海外智能配电业务的推进平滑了公司智能配用电业务业绩的周期性波动。**目前，海外部分国家仍处在智能化建设阶段，基础设施成熟度不及国内，此类区域具备较高的智能化建设需求。因此海外业务的拓展有助于公司平滑国内电表更换周期所带来的业绩波动。

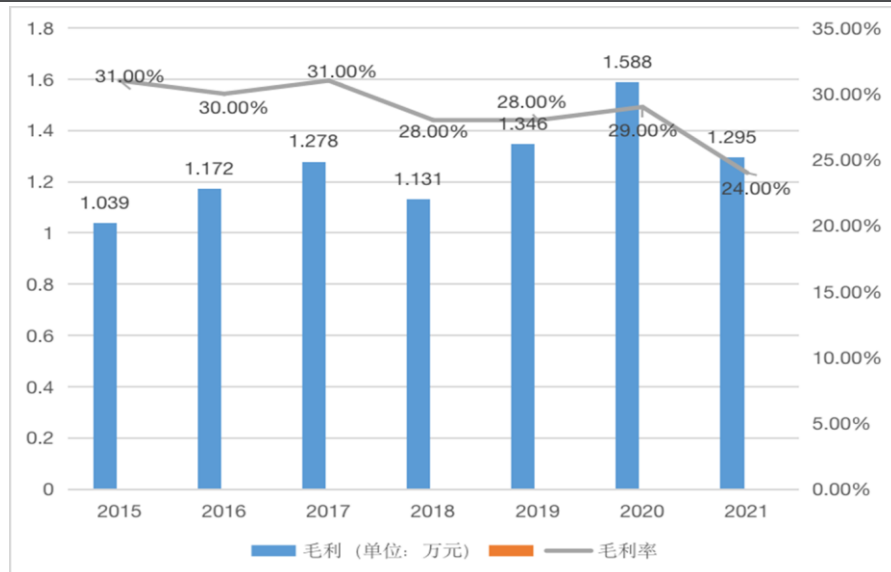
图29：智能配用电业务收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院；

智能配用电业务为公司带来稳步增长的业绩贡献。智能配用电业务的毛利润由 2015 年的 1039 万元，增长至 2021 年的 1295 万元。自 2015 年起，智能配用电业务的毛利率在 30% 上下浮动。2021 年毛利率下降至 24%，这一变动主要来自于大宗、芯片等原材料价格上涨以及疫情的影响。长期来看，随着国内智能电表需求量的不断增加、海外业务的不断推进以及疫情影响的边际减弱，公司作为头部智能电表企业，该部分业务有望实现长期的稳健增长。

图30：2015-2021 公司智能电表业务毛利（万元）及毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院；

5 公司股价复盘

图31：公司股价复盘



资料来源：公司公告，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测与业务拆分

医疗服务板块：依据公司第四次股权激励方案，公司预计未来 3 年每年并入医院 10 家，其中 5 家自建、5 家收购，将持续贡献营收及利润新的增长点，我们预计公司 2022-2024 年医疗服务板块收入增速分别为 37%、34%、31%。考虑到并入及新建医院处于成长期，我们预计净利率将低于成熟期的 15%，预计 2022-2024 年净利率分别为 12%、11%、10%，对应医疗服务板块净利润为 2.2 亿元、2.7 亿元以及 3.2 亿元。

智能电表业务：考虑到智能电表轮换周期的到来，新一代智能电表的价格预计会进一步增加，公司作为行业龙头将更为受益于行业利好，我们预计公司 2022-2024 年智能电表业务增速分别为 31%、29%、19%，预计 2022-2024 年净利率分别为 8.7%、8.8%、8.8%，对应智能配用电板块净利润为 6.2 亿元、8.0 亿元以及 9.5 亿元。

融资租赁业务：公司计划专注医疗服务及电表两大主营业务，我们预计融资租赁业务占比将持续走低，预计 2022-2024 年该业务增速分别为-23%、-22%、-12%，对应 2022-2024 年净利润分别为 0.43 亿元、0.33 亿元以及 0.29 亿元。

表8：盈利预测

单位 (百万)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6739	7093	7023	9064	11731	14247
yoy	14.8%	5.2%	-1.0%	29%	29%	21%
营业成本	4777	5055	5241	6765	8733	10574
毛利	1962	2038	1782	2299	2998	3673
毛利率	29.1%	28.7%	25.4%	25%	26%	26%
归母净利润	1036	956	690	881	1103	1305
yoy	103.9%	-7.7%	-27.8%	28%	25%	18%
智能配用电	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	4,739	5,309	5,383	7072	9125	10873
YoY	17%	12%	1%	31%	29%	19%
成本	3,394	3,751	4,087	5233	6707	7937
毛利	1346	1558	1295	1839	2418	2936
毛利率(%)	28%	29%	24%	26%	27%	27%
净利率				8.7%	8.8%	8.8%
净利润				615	798	951
医疗服务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	1,517	1,383	1,370	1871	2512	3291
YoY	17%	-9%	-1%	37%	34%	31%
成本	1,143	1,119	1,086	1478	1985	2600
毛利	374	264	284	393	528	691
毛利率(%)	25%	19%	21%	21%	21%	21%

净利润率				12%	11%	10%
净利润				222	271	324
融资租赁	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	427	303	158	121	94	83
YoY	-15%	-29%	-48%	-23%	-22%	-12%
成本	205	131	10	53	41	37
毛利	222	172	148	68	53	46
毛利率(%)	52%	57%	94%	56%	56%	56%
净利润率				36%	36%	36%
净利润				43	33	29

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

6.2 估值分析

我们, 选取通策医疗、爱尔眼科等布局医疗服务板块的公司作为可比公司, 同时也选取了电表行业市占份额靠前的安科瑞、林洋能源、炬华科技以及许继电气作为可比公司, 选取同样具有具备金融租赁业务的江苏租赁以及宁波银行作为可比公司。

为了进行分部估值, 我们将公司的业务分为医疗服务、智能配用电、金融租赁业务三个板块。

医疗服务板块: 公司 2015 年通过收购宁波明州医院开始进入医疗服务业务板块, 又于 2017 年收购浙江明州康复医院开始布局康复医疗赛道, 2021 年及 2022 年分别收购 2 家和 5 家康复医院, 2021 年公司医疗服务板块实现收入 13.7 亿元, 我们预计公司 2022-2024 年医疗服务板块将实现收入 18.7 亿元、25.1 亿元以及 32.9 亿元, 对应归母净利润 2.22 亿元、2.71 亿元以及 3.24 亿元, 参照可比公司, 我们给予医疗服务板块 2023 年 43 倍 PE, 对应 2023 年医疗服务板块估值 117 亿元。

表9: 可比公司 PE 数据对比

	股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
医疗服务	600763.SH	通策医疗	117.34	2.19	2.57	3.27	54	46	36
	300015.SZ	爱尔眼科	29.20	0.43	0.43	0.56	67	68	52
平均							60	57	44

资料来源: wind, 民生证券研究院;

注: 股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价; 可比公司采用 wind 一致预期;

智能配用电业务: 智能配用电业务作为公司主要的业绩来源, 处于平稳发展的态势。公司 2021 年智能配用电业务实现营收 53.83 亿元, 我们预计公司 2022-2024 年公司智能配用电业务将实现收入 70.72 亿元、91.25 亿元以及 108.73 亿元, 分别对应归母净利润 6.15 亿元、7.98 亿元以及 9.51 亿元。参照可比公司, 我们给予智能配用电板块 2023 年 13 倍 PE, 对应 2023 年智能配用电板块估值 104 亿元。

表10：智能配用电可比公司 PE 数据对比

	股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
智能配用电	300286.SZ	安科瑞	32.51	0.84	1.07	1.42	39	30	23
	601222.SH	林洋能源	8.73	0.51	0.63	0.81	17	14	11
	300360.SZ	炬华科技	13.35	0.63	0.82	1.12	21	16	12
	000400.SZ	许继电气	22.32	0.72	0.86	1.05	31	26	21
平均							27	22	17

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价；可比公司采用 wind 一致预期；

金融租赁业务：公司金融租赁业务处于收缩阶段，2021 年公司金融租赁业务带来营收 1.58 亿元，我们预计公司 2022-2024 年金融租赁业务板块将带来营收 1.21 亿元、0.94 亿元以及 0.83 亿元，对应归母净利润 0.43 亿元、0.33 亿元以及 0.29 亿元。考虑到宁波银行将融资租赁作为重点发展方向之一，我们选取宁波银行、江苏租赁作为可比公司，我们给予金融租赁板块 2023 年 6 倍 PE，对应 2023 年金融租赁板块估值 2 亿元。

表11：可比公司 PE 数据对比

	股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
金融租赁	600901.SH	江苏租赁	5.08	0.70	0.79	0.92	7	6	6
	002142.SZ	宁波银行	28.77	3.13	3.53	4.26	9	8	7
平均							8	7	6

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价；可比公司采用 wind 一致预期；

公司主营业务分为智能配用电、康复医疗服务以及金融租赁板块，参考各板块对应的可比公司估值，对应公司 2023 年医疗服务板块、智能配用电板块以及金融租赁板块估值分别为 117 亿元、104 亿元以及 2 亿元，对应 2023 年公司合理估值约为 224 亿元。

6.3 投资建议

公司在康复医疗领域形成了成熟的单店运营模型，在异地扩张的过程中表现出较为优异的运营管理能力，目前已深入布局江浙沪、华中以及华南省会城市，未来预计在相关城市进行加密扩张，随着相关城市的品牌效应逐步形成，已有城市的加密扩张成熟周期及相应人才招聘难度均会有所下降。此外，未来智能配用电行业有望在国内市场迎来量价齐升，而国外市场的加速布局有望平滑国内市场的周期波动影响，促使公司智能配用电板块稳步发展。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.81 亿元、11.03 亿元以及 13.05 亿元，对应目前股价 PE 分别为 19/15/13，维持“推荐”评级。

7 风险提示

- 1) **康复行业竞争加剧的风险。**在各家机构纷纷布局康复医疗机构的情况下，市场竞争将更为激烈，影响公司进一步新院的拓展。
- 2) **公司业务有受新冠疫情影响风险。**公司智能配用电业务生产、运送等受到疫情影响较大；医疗服务业务受到一定疫情封控影响。如果区域性疫情较为严重，发生面积较广，将对公司主营业务造成较大影响。
- 3) **医疗事故风险。**随着公司规模扩大，公司管理能力存在能力边际，如果相关医院发生医疗事故，将对整个公司带来品牌风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7023	9064	11731	14247
营业成本	5241	6765	8733	10574
营业税金及附加	47	59	78	94
销售费用	515	642	819	1016
管理费用	335	427	540	669
研发费用	294	404	510	617
EBIT	639	840	1127	1456
财务费用	88	25	20	28
资产减值损失	-13	-12	-12	-12
投资收益	204	295	285	207
营业利润	851	1076	1357	1600
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	847	1076	1357	1600
所得税	139	183	238	272
净利润	708	893	1119	1328
归属于母公司净利润	690	881	1103	1305
EBITDA	871	1110	1441	1813

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3044	3261	3142	4290
应收账款及票据	2311	2874	3878	4306
预付款项	208	231	314	374
存货	1150	972	1838	1537
其他流动资产	1178	1472	1516	1685
流动资产合计	7892	8809	10689	12191
长期股权投资	2045	2252	2439	2669
固定资产	1392	1504	1599	1674
无形资产	373	366	362	353
非流动资产合计	6974	7436	7896	8367
资产合计	14865	16245	18585	20559
短期借款	1001	1181	1338	1502
应付账款及票据	2372	3084	4054	4551
其他流动负债	1459	1794	2356	2797
流动负债合计	4832	6060	7748	8851
长期借款	690	190	190	190
其他长期负债	404	604	604	604
非流动负债合计	1094	794	794	794
负债合计	5926	6854	8542	9645
股本	1401	1408	1408	1408
少数股东权益	66	78	94	117
股东权益合计	8939	9391	10043	10914
负债和股东权益合计	14865	16245	18585	20559

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.98	29.07	29.42	21.45
EBIT 增长率	-28.80	31.35	34.26	29.19
净利润增长率	-27.83	27.66	25.16	18.34
盈利能力 (%)				
毛利率	25.37	25.37	25.56	25.78
净利率	9.83	9.72	9.40	9.16
总资产收益率 ROA	4.64	5.42	5.93	6.35
净资产收益率 ROE	7.78	9.46	11.08	12.09
偿债能力				
流动比率	1.63	1.45	1.38	1.38
速动比率	1.15	1.07	0.96	1.03
现金比率	0.63	0.54	0.41	0.48
资产负债率 (%)	39.87	42.19	45.96	46.91
经营效率				
应收账款周转天数	97.13	95.07	95.76	95.53
存货周转天数	61.48	56.69	58.29	57.76
总资产周转率	0.49	0.58	0.67	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.49	0.63	0.78	0.93
每股净资产	6.30	6.61	7.06	7.66
每股经营现金流	0.14	0.84	0.53	1.52
每股股利	0.32	0.35	0.45	0.90
估值分析				
PE	24	19	15	13
PB	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	17.86	13.71	10.75	8.00
股息收益率 (%)	2.69	2.94	3.78	7.57

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	708	893	1119	1328
折旧和摊销	231	270	314	357
营运资金变动	-559	227	-486	564
经营活动现金流	199	1183	750	2136
资本开支	-294	-327	-371	-422
投资	920	-275	-405	-407
投资活动现金流	772	-437	-491	-623
股权募资	113	7	0	0
债务募资	43	-20	156	164
筹资活动现金流	-364	-529	-378	-366
现金净流量	585	217	-119	1147

插图目录

图 1: 公司历史沿革	3
图 2: 公司股权架构	4
图 3: 2015-2021 年各营业板块收入拆分	4
图 4: 2015-2021 年各营业板块占比	4
图 5: 公司主营业务毛利率拆分	5
图 6: 2015-2020 年三费变化情况	6
图 7: 中国成人大于 20 岁卒中发病率	8
图 8: 中国不同年龄段骨质疏松患病率(%)	8
图 9: 心脏术后一年死亡率	9
图 10: 康复治疗对于脑卒中及截瘫患者的益处	9
图 11: 2011 年至 2018 年中国康复医疗诊疗人次 (万人次)	9
图 12: 中国康复医疗市场规模 (亿元)	9
图 13: 2011 年至 2018 年中国康复医疗诊疗人次	10
图 14: 中国康复医疗市场规模	10
图 15: 中国康复床位数变化	10
图 16: 2018 年康复人员相关状况	11
图 17: 2013~2022 年全国康复领域医保数量 (单位: 个)	11
图 18: 医保 ICU 报销情况	12
图 19: 各类医院平均住院日(天)	12
图 20: 中国康复医院数量及民营康复医院占比	13
图 21: 宁波明州医院旗下子公司梳理	16
图 22: 宁波明州医院营收 (2015-2018 年) (百万元)	17
图 23: 宁波明州医院净利润 (2015-2021 年) (百万元)	17
图 24: 2019-2022 国网智能电表价格 (元)	20
图 25: 国网智能电表招标数量回顾	21
图 26: 2013-2020 年国网智能电表市占率情况 (累计值)	21
图 27: 2019-2022 年 7 月国网采购情况及三星医疗中标情况 (金额: 百万元)	22
图 28: 2019-目前三星医疗在国网采购中中标金额占比	22
图 29: 智能配用电业务收入占比	22
图 30: 2015-2021 公司智能电表业务毛利 (万元) 及毛利率情况	23
图 31: 公司股价复盘	24

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司历年股权激励计划梳理	7
表 2: 公司体内外医疗机构梳理	14
公司体内外医疗机构梳理	14
表 3: 公司体内外医疗机构梳理	16
表 4: 浙江明州康复医院经营数据	17
表 5: 三星医疗旗下浙江明州康复医院经营数据	错误!未定义书签。
表 6: 三星医疗 2022 年并入医院情况梳理	18
表 7: 公司单店模型	19
表 8: 盈利预测	25
表 9: 可比公司 PE 数据对比	26
表 10: 智能配用电可比公司 PE 数据对比	27
表 11: 可比公司 PE 数据对比	27
公司财务报表数据预测汇总	29

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026