



三星医疗 (601567.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

配用电和医疗双主业并驾齐驱 看好出

口及配网改造战略布局

投资逻辑

智能配用电和医疗服务双主业驱动，2023H1 业绩超预期。公司深耕配用电领域 30 余年，2015 年收购宁波明州医院进入医疗服务行业，目前已形成智能配用电和医疗服务双主业格局。2023H1 实现营收 55.5 亿元，同增 26%，其中配用电业务实现营收 20.5 亿元，占比 75%，同增 38%；归母净利润实现 8.7 亿元，同比高增 148%。

海外智能电网改造增长动能强劲，公司海外战略成效逐步兑现。

2023 年 1-7 月我国电表出口金额同增 34%，海外高景气度主要系智能电网建设与改造整体存在较大需求。公司 2015 年起加速中东、欧洲、南美等区域布局，成效逐步兑现，2022 年海外营收实现 16.4 亿元，同增 52%，2023H1 海外累计在手订单 44.3 亿元，同增 59%。

国内用电龙头地位稳固，配电智能化改造需求释放。公司用电侧龙头地位稳固，连续三年国网电表招标份额第一。虽然 2023 年电表第一批招标量整体有所调整，但公司配电业务持续发力网外客户，仍带动板块整体快速增长，2023H1 公司配用电国内累计在手订单达 74.2 亿元，同增 26%，未来随着新能源高比例广泛接入，配电网逐步演化为有源供电网络，智能化改造需求将持续释放。

需求与政策共振，持续扩容康复医疗蓝海市场。2021 年我国康复医疗市场规模约 1011 亿元，康复医院仅占全国专科医院总数的 8.4%，随着人口老龄化加速、国民康复意识逐步觉醒、叠加政策持续强力推动，25 年规模有望达到 2686 亿元，3 年 CAGR 为 38.5%。

康复医院国内异地多点复制、连锁扩张模式已跑通。根据股权激励，2023-24 年每年目标新增 10 家医院。2023H1 公司持续发挥连锁化规模效应，通过外延并购和体内自建，下属医院增加 7 家至 25 家，其中 19 家为康复医院，总床位数增加 2000 张至 7300 张，出院人次 2.7 万，同增 25%，康复医疗板块已进入稳步扩张阶段。

盈利预测、估值和评级

预计 2023-25 年公司实现营收 116.6 亿/150.2 亿/189.2 亿元，同增 28%/29%/26%，归母净利润 16.0 亿/21.2 亿/27.4 亿元，同增 69%/32%/29%，对应 EPS 为 1.14/1.50/1.94 元。选用分部估值法（市盈率），目标价 23.40 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

电网智能化投资不及预期、医院扩张不及预期、医疗安全性事故纠纷风险、限售股解禁、商誉减值、医疗政策变动、汇率波动。

国金证券研究所

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

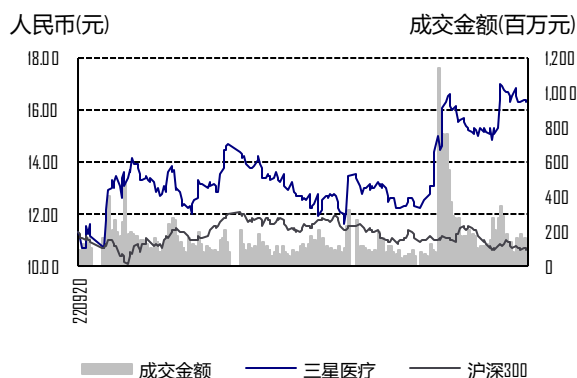
yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师：徐雨涵 (执业 S1130522060002)

xuyuhan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.30 元

目标价 (人民币)：23.40 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,023	9,098	11,660	15,024	18,916
营业收入增长率	-0.98%	29.55%	28.16%	28.85%	25.90%
归母净利润(百万元)	690	948	1,603	2,117	2,737
归母净利润增长率	-27.83%	37.40%	69.11%	32.06%	29.25%
摊薄每股收益(元)	0.498	0.673	1.135	1.500	1.938
每股经营性现金流净额	0.14	0.87	1.05	1.71	2.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.78%	9.97%	14.84%	17.04%	18.66%
P/E	32.77	20.02	14.35	10.87	8.41
P/B	2.55	2.00	2.13	1.85	1.57

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、智能配用电和医疗服务双主业驱动，股权激励计划彰显公司发展信心.....	5
二、智能配用电：继续夯实国内配用电龙头地位，电网改造海外增长动能强劲.....	9
2.1 业务持续向智慧能源综合管理转型，网内网外客户结构多元化发展.....	9
2.2 用电：电表行业处于旧表替换周期，公司中标份额连续三年排名第一.....	11
2.3 配电：配电自动化深度赋能新型电力系统，公司持续夯实第一梯队地位.....	15
2.4 出海：全球电网智能化改造建设高景气，公司海外在手订单大幅增长.....	18
三、医疗服务：多方驱动康复医疗景气度向上，立足旗舰医院加速连锁扩张.....	21
3.1 千亿康复医疗市场供需仍存在较大缺口，康复医疗体系建设利好文件频频出台.....	21
3.2 立足于宁波明州旗舰医院，打造浙江明州重症康复样本.....	24
3.3 康复连锁加速扩张，体内体外共同培育.....	26
四、盈利预测与投资建议.....	29
4.1 盈利预测.....	29
4.2 投资建议与估值.....	30
五、风险提示.....	31

图表目录

图表 1： 历史沿革:1993 年成立宁波三星集团、2011 年主板上市、2015 年进入医疗产业.....	5
图表 2： 股权相对集中，董事长郑坚江先生通过直接和间接控股持有公司 40.23%的股权.....	5
图表 3： 公司主业主要包括智能配用电和医疗服务板块.....	6
图表 4： 2013 年以来公司营收规模稳步增长，归母净利润进一步提升.....	6
图表 5： 医疗服务营收增速高于智能配用电板块（亿元）.....	7
图表 6： 智能配用电板块贡献大部分营收（亿元）.....	7
图表 7： 2022 年后毛利率与净利率提升明显.....	7
图表 8： 2022 年后智能配用电与医疗板块毛利率均回升.....	7
图表 9： 公司期间费用管控良好，明显进入下行通道.....	8
图表 10： 2021 年和 2022 年，公司两次分别为医疗服务和智能配用电板块设置股权激励方案.....	8
图表 11： 公司产品矩阵完备：涵盖智能用电产品、智能配电产品、新能源产品及配套解决方案.....	9
图表 12： 2022 年公司在国网和南网市场分别中标 28 亿元和 7 亿元，分别占总金额的 80%和 20%.....	10
图表 13： 2022 年公司电能表及用电信息采集设备共中标 19.2 亿元，占比达 55%.....	10
图表 14： 公司大力发展新能源产品等网外业务.....	10
图表 15： “一带一路”贸易在对外贸易中占比持续提升.....	10
图表 16： 公司国内市场渠道成熟，共拥有 31 个办事处.....	11
图表 17： 智能电表是新型电力系统数据采集的基本设备.....	11



图表 18: 国网智能电表发展历程: 2009 规范—2013 规范—2020 规范—智能物联电表.....	12
图表 19: 2009-2022 国网智能电表年度招标情况: 主要经历高速、调整、回暖三大阶段.....	13
图表 20: 2023 年第一批次招标金额同比调整, 电表及用电采集设备单价逐年提升.....	13
图表 21: 2023 年国网智能电表和采集终端招标金额有望达到 240 亿元.....	14
图表 22: 公司在国网智能电表招标中常年稳居前三甲, 近三年市占率均排名第一.....	14
图表 23: 2022 年公司在国网智能电表招标中金额排名第一, 占比 5.6%.....	15
图表 24: 公司在可比公司中营收最高(亿元).....	15
图表 25: 2022 年公司营收同比增速在可比公司中最高.....	15
图表 26: 配电网一般对应电压等级为 110 千伏及以下.....	15
图表 27: 配电网包含一次和二次配电设备.....	15
图表 28: 新型电力系统框架下, 配电网电力电子化和网络结构复杂度大幅增加.....	16
图表 29: 配网自动化设备包含: 环网箱/柜、环网箱/柜、DTU、FTU 等.....	16
图表 30: 2022 年环网箱、柱上断路器、柱上负荷开关一二次融合成套采购比例分别为 95.8%、92.5%、98.3%.....	17
图表 31: 成套设备形式变压器招标占比 48%.....	17
图表 32: 配电变压器中非晶占比 18%、硅钢片占比 82%.....	17
图表 33: 2022 年公司国网配网变压器中标金额排名第一.....	18
图表 34: 2022 年公司国网配网变压器中标金额排名第六.....	18
图表 35: 2022 年全球电网智能化投资金额 497 亿美元, 2027 年有望达到 1109 亿美元.....	18
图表 36: 2022 年全球智能电表市场规模约为 118 亿美元, 以 CAGR 为 6.3% 的增长率增长.....	19
图表 37: 2023 年电能表出口金额为 57.6 亿元, 同比高增 34%.....	19
图表 38: 2015-2022 年亚洲、欧洲、非洲累计电能表出口金额分别为 201/140/110 亿元, 分别占比 40%/28%/22%.....	20
图表 39: 2022 年欧洲和南美洲出口电能表同比增速较高.....	20
图表 40: 2022 年后海外营收重回上行通道.....	20
图表 41: 2023H1 公司海外累计在手订单同比增长 59%.....	20
图表 42: 康复医学为四大医学之一, 具有医学价值、经济价值和社会价值.....	21
图表 43: 我国康复医疗服务行业 2021 年已突破千亿市场, 2022-2025 年 CAGR 约为 38.5%.....	21
图表 44: 我国 60 岁及 65 岁以上人口数量和占比持续提升, 对康复医疗发展起到需求端推动作用.....	22
图表 45: 2022 我国得到基本康复服务的残疾人数量仅有 857 万人.....	22
图表 46: 2021 年公立私立康复医院共增长至 810 家.....	23
图表 47: 2021 年专科医院中, 康复医院占比仅为 8.4%.....	23
图表 48: 2021-2023 年促进康复医疗行业相关利好政策频频出台.....	24
图表 49: 医院核定床位 900 张, 拥有 40 余个医技学科.....	25
图表 50: 医院拥有 PET-CT、3.0T 磁共振等高端设备.....	25



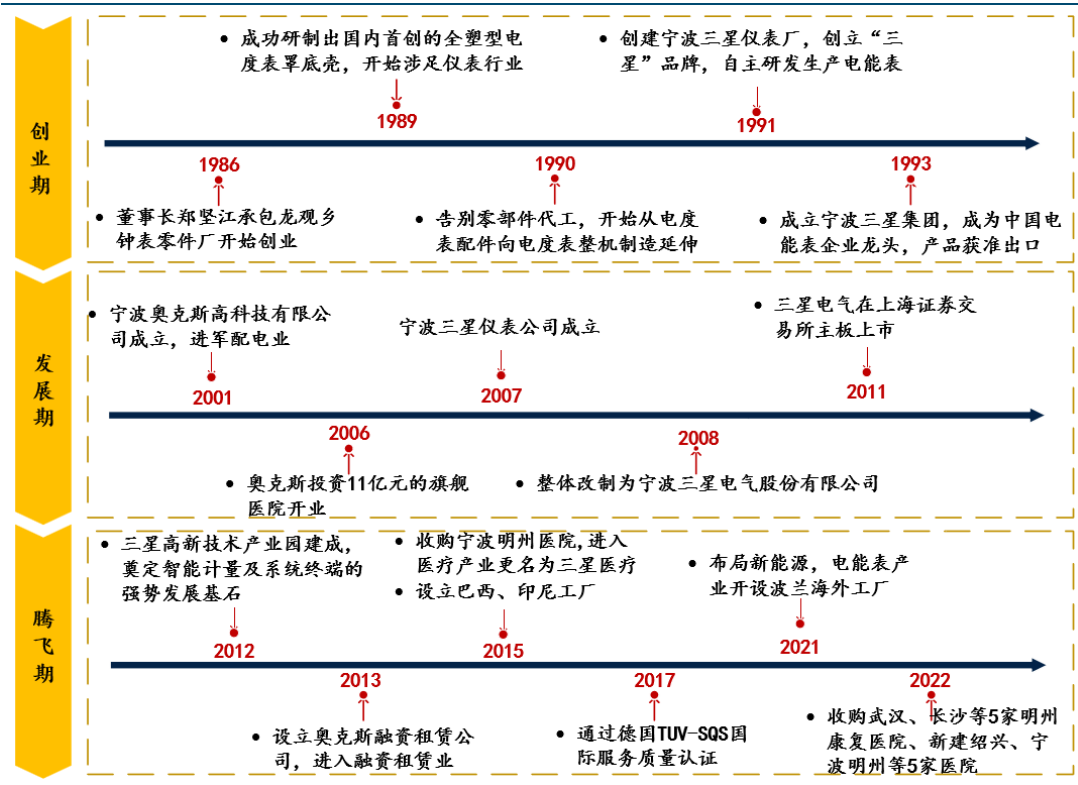
图表 51:	2022 年宁波明州医院实现营收 11.6 亿元.....	25
图表 52:	2022 年宁波明州医院实现净利润 0.62 亿元.....	25
图表 53:	2022 年浙江明州康复医院业绩修复至 0.2 亿元.....	26
图表 54:	被并购以来, 浙江明州康复医院净利率持续为正.....	26
图表 55:	公司下属已有 25 家医院: 3 家综合医院、19 家康复医院、3 家其他医院.....	26
图表 56:	2021 年后公司通过新设和收购纳入体内 19 家医院.....	26
图表 57:	公司体外培育储备充足, 为后续扩张提供支持.....	27
图表 58:	以浙江明州康复为样本, 公司建立起一批以重症康复为特色的康复医院.....	28
图表 59:	公司发展思路清晰, 多数医院被收购前已实现盈利。.....	29
图表 60:	公司业务预测总览 (亿元)	30
图表 61:	可比公司估值比较 (PE 估值法)	30



一、智能配用电和医疗服务双主业驱动，股权激励计划彰显公司发展信心

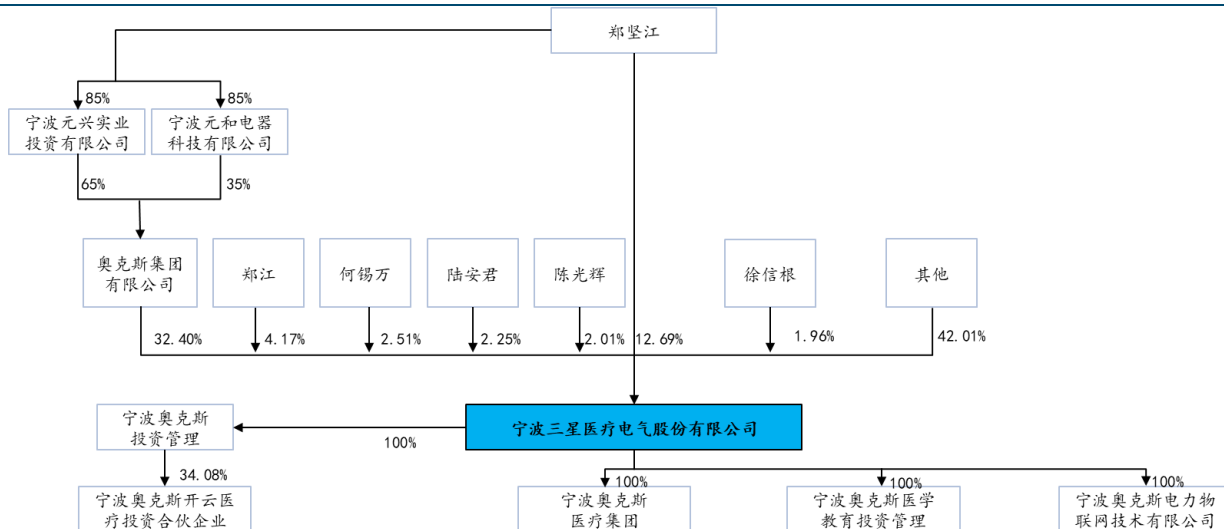
智能配用电和医疗服务双主业并驾齐驱。宁波三星集团成立于1993年，自主研发生产电能表并获准产品出口，2001年进军配电业，并于2008年改制为宁波三星电气股份有限公司，2011年在上交所主板上市。2015年公司通过收购宁波明州医院进入医疗服务行业，由三星电气更名为三星医疗。目前公司已形成配用电和医疗服务双线并行的主营业务格局，其中智能配用电板块为一直以来的支柱业务，国内龙头地位稳固，同时出海动能强劲，贡献了大部分营收和业绩；医疗服务板块则重点打造以重症康复为特色，神经康复与功能康复为核心，老年康复为基础的高品质康复连锁专科，当前公司下属已有康复医院19家、综合医院3家、其他医院3家。

图表1：历史沿革：1993年成立宁波三星集团、2011年主板上市、2015年进入医疗产业



来源：公司官网、国金证券研究所

图表2：股权相对集中，董事长郑坚江先生通过直接和间接控股持有公司40.23%的股权



来源：wind、国金证券研究所



公司主业聚焦新型电力系统建设和智慧能源综合管理转型,同时致力成为中国领先的医疗服务管理集团。1) 智能配用电: 围绕新型电力系统、能源体系建设, 聚焦国内外客户智慧能源管理需求, 形成一体化整体解决方案, 包括箱式变电站、智能电表、智能终端、通信模块、系统软件、变压器、开关柜、电力箱等产品及服务。2) 医疗板块: 围绕实体医疗机构的建设、运营、投资并购, 专注于为社会大众提供优质的医疗服务, 致力成为中国领先的医疗服务管理集团。

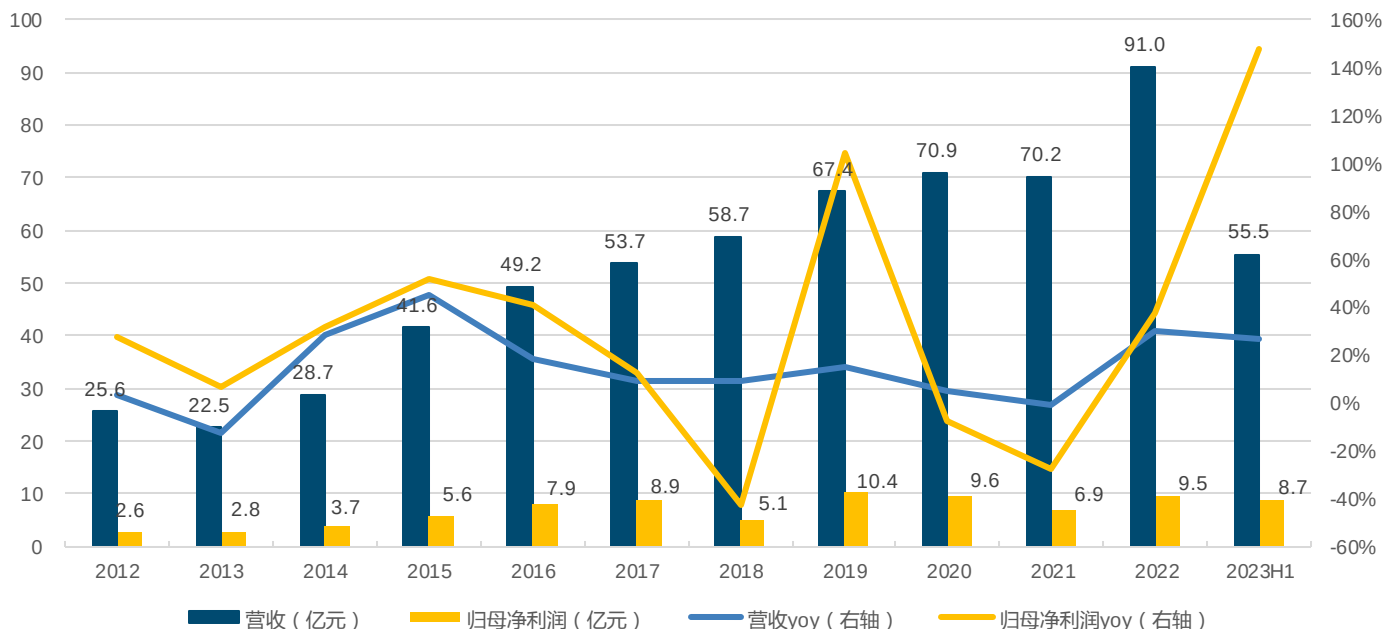
图表3: 公司主业主要包括智能配用电和医疗服务板块

业务	分类	主要产品/解决方案/医院名称	2022 年营收占比
智能配用电	用电	智能电表、智能终端、通信模块、电力箱、系统软件等	75%
	配电	一二次融合设备、智能配电终端、环网柜、环保气体柜、开关成套设备等	
	新能源	光伏和风电箱变、光伏预制舱、逆变器、充电桩等	
医疗服务	康复医院	浙江明州康复、杭州明州康复、南京明州康复 (19 家)	23%
	综合医院	宁波明州医院、浙北明州医院、抚州明州医院 (3 家)	
	其他医院	新浙北门诊部、明州人门诊部、温州深蓝 (3 家)	

来源: 公司公告、国金证券研究所

公司营收规模稳步增长, 归母净利润进一步提升。2013 以来公司营收整体保持平稳增长, 2015 年公司拓展医疗服务初期, 营收和利润大幅增长, 2018 年营收持续增长, 但利润下降较多, 主要由于汇率波动、原材料上涨、以及部分产品投标价格下降, 随后 2019 年利润明显回升, 2020-2021 年主要受宏观因素影响, 营收与业绩承压。2022 年公司完成了对 5 家康复医院的收购, 连锁品牌的规模效应逐步显现, 同时加速配用电业务海外出口战略布局。2022 年实现营收 91.0 亿元, 同增 29.6%, 归母净利润 9.5 亿元, 同增 37.4%。2023H1, 公司新增医院 7 家, 新增床位数约 2000 张, 持续巩固康复医疗领域优势地位, 同时持续开拓海外配用电市场, 积极拓展新能源领域, 实现营收 55.5 亿元, 同增 26.2%, 实现归母净利润 8.7 亿元, 同比高增 147.6%, 主要系海外业务高速增长, 叠加产品升级与降本增效带来的盈利能力大幅提升。

图表4: 2013 年以来公司营收规模稳步增长, 归母净利润进一步提升

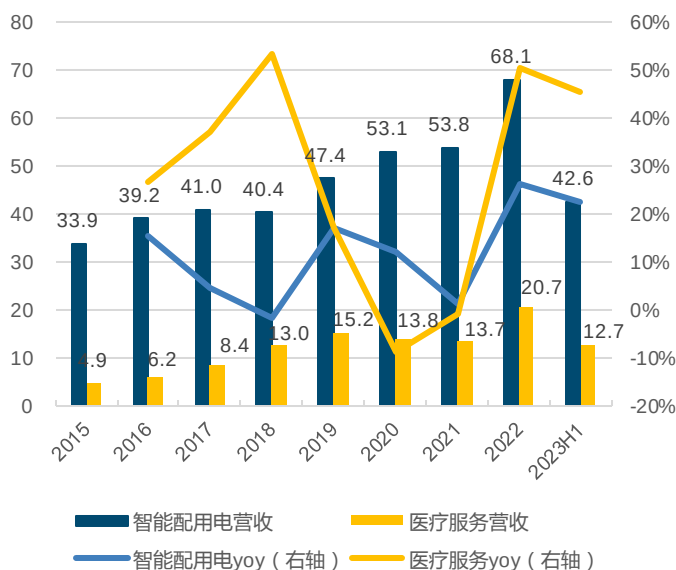


来源: wind、国金证券研究所

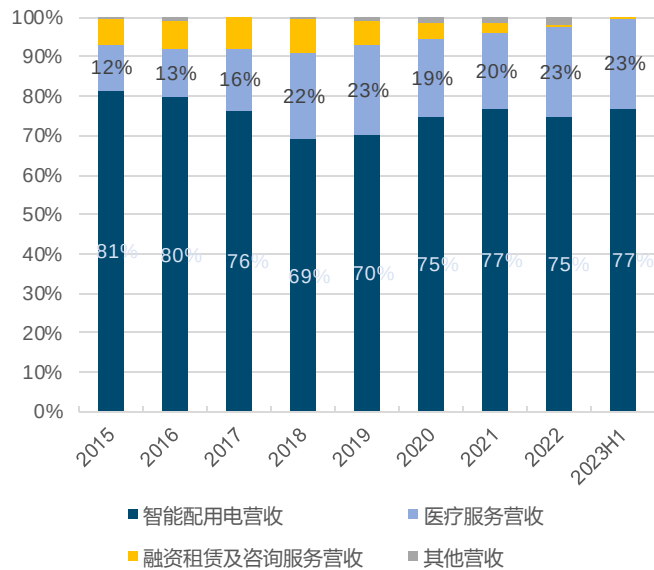
智能配用电板块贡献大部分营收, 医疗服务板块营收增速高于智能配用电板块营收增速。2015 年公司初步拓展康复医疗, 医疗服务营收为 4.9 亿元, 营收占比为 11.7%, 经多年发展, 2023H1 年医疗服务营收 12.8 亿元, 同比增长 45.4%, 营收占比达到 23%, 净利润为 1.1 亿元, 同比增长 47.8%。配用电板块实现营收 42.6 亿元, 同比增长 22.4%, 营收占比为 77%, 贡献了公司主要的收入。



图表5: 医疗服务营收增速高于智能配用电板块 (亿元)



图表6: 智能配用电板块贡献大部分营收 (亿元)

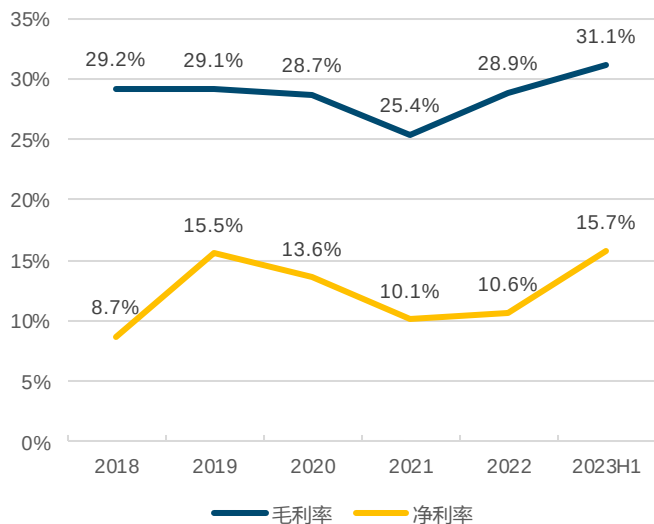


来源: wind、国金证券研究所

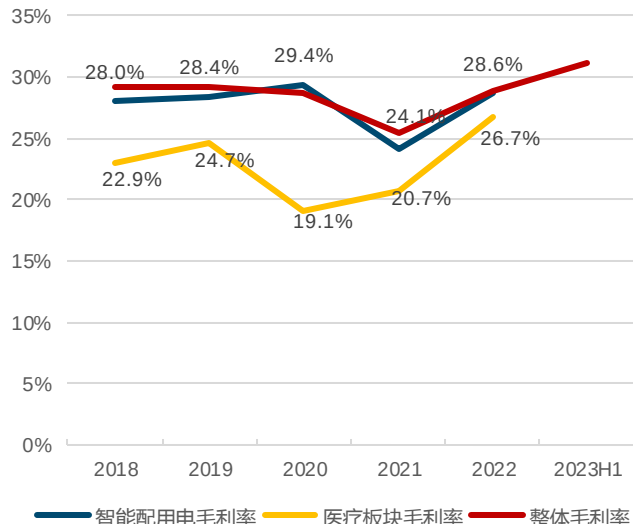
来源: wind、国金证券研究所

2022 年后公司毛利率与净利率提升显著, 公司技术创新、内部降本增效成果显现。2022 年公司毛利率和净利率分别为 28.9%、10.6%, 同比+3.5pct、+0.5pct, 其中智能配用电和医疗服务两板块毛利率为 28.6%、26.7%, 同比+4.5pct、+5.0pct。2023H1 公司毛利率和净利率分别为 31.1%、15.7%, 同比+1.2pct、+5.1pct, 较 2022 年再度提升, 公司不断进行技术创新、推进精细化管理, 降本增效, 通过管理赋能, 进一步提升公司盈利能力。

图表7: 2022 年后毛利率与净利率提升明显



图表8: 2022 年后智能配用电与医疗板块毛利率均回升



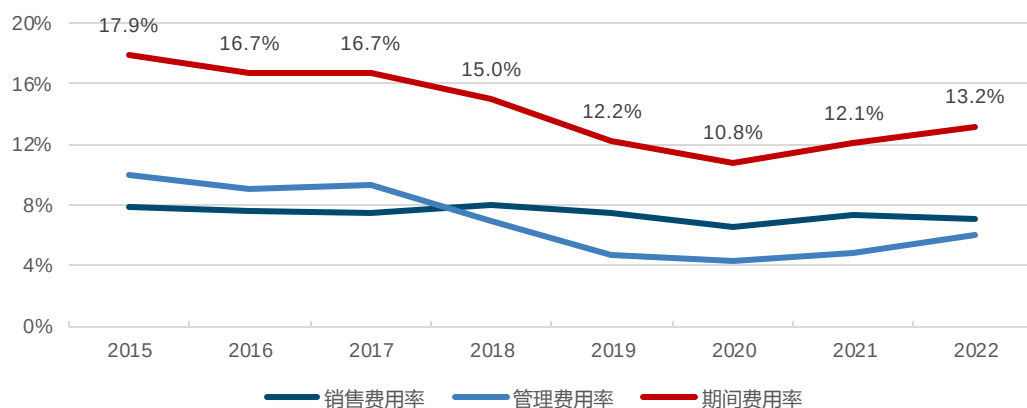
来源: wind、国金证券研究所

来源: 国金证券研究所

公司期间费用管控良好, 明显进入下行通道。2015 年以后公司期间费用率稳步下降, 费用管控效果良好, 2022 年公司期间费用率为 13.0%, 同比下降 0.4pct, 其中销售/管理费用率/财务费用率分别为 7.1%、6.1%、-0.2%, 同比变动-0.2pct/+1.3pct/-1.5pct。



图表9：公司期间费用管控良好，明显进入下行通道



来源：wind、国金证券研究所

公司 2021 年和 2022 年两次设置股权激励方案，彰显公司发展信心。1) 公司在 2021 年 11 月发布第四期限制性股票激励计划，对医疗服务设定目标，包括营收和新增医院数量两方面。营收方面，以 2020 年医疗服务营收 13.99 亿元为基准，目标在 2022/2023/2024 年较基准分别增长不低于 30%/60%/100%；在新增医院方面，目标值为 2022-2024 年每年新增医院不低于 10 家。2) 2022 年 1 月发布第五期限制性股票激励计划(草案)，对智能配用电业务未来的扣非净利润设定目标。以 2020 年智能配用电业务 4.54 亿元的扣非净利润为基准，目标在 2022/2023/2024 年较基准分别增长不低于 30%/70%/120%，即扣非净利润绝对值分别不低于 5.91/7.72/10.00 亿元。

图表10：2021 年和 2022 年，公司两次分别为医疗服务和智能配用电板块设置股权激励方案

解除限售期	考核年度	医疗服务营业收入			新增项目医院数量	
		基准值	目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值(Bm)	触发值(Bn)
首次授予限制性股票第一次解除限售	2022	2020 年医疗服务营业收入 13.99 亿元	较基准增长不低于 30%，即不低于 18.19 亿元	不低于 14.55 亿元 (目标值的 80%)	不低于 10 家	不低于 8 家
首次授予限制性股票第二次解除限售/预留限制性股票第一次解除限售	2023		较基准增长不低于 60%，即不低于 22.38 亿元	不低于 17.90 亿元 (目标值的 80%)	不低于 10 家	不低于 8 家
首次授予限制性股票第三次解除限售/预留限制性股票第二次解除限售	2024		较基准增长不低于 100%，即不低于 27.98 亿元	不低于 22.38 亿元 (目标值的 80%)	不低于 10 家	不低于 8 家
解除限售期	考核年度	智能配用电扣非净利润				
		基准值	目标值 (Am)	触发值 (An)		
首次授予限制性股票第一次解除限售	2022	2020 年智能配用电扣非净利润 4.54 亿元	较基准增长不低于 30%，即不低于 5.91 亿元	不低于 4.73 亿元 (目标值的 80%)		
首次授予限制性股票第二次解除限售/预留限制性股票第一次解除限售	2023		较基准增长不低于 70%，即不低于 7.72 亿元	不低于 6.18 亿元 (目标值的 80%)		
首次授予限制性股票第三次解除限售/预留限制性股票第二次解除限售	2024		较基准增长不低于 120%，即不低于 10.00 亿元	不低于 8.00 亿元 (目标值的 80%)		

来源：公司公告、国金证券研究所



二、智能配用电：继续夯实国内配用电龙头地位，电网改造海外增长动能强劲

2.1 业务持续向智慧能源综合管理转型，网内网外客户结构多元化发展

公司业务持续向智慧能源综合管理转型，产品涵盖智能用电、智能配电、新能源领域。包括箱式变电站、智能电表、智能终端、通信模块、系统软件、变压器、开关柜、电力箱等产品服务，形成了打造优质电网的一体化解决方案。

- 1) 智能配电：聚焦绿色用电和碳计量需求，自主研发新能效节能变压器、小型化环网柜、环保气体柜和核心部件，前置布局大容量箱变、大电流中置柜、低压柜等。
- 2) 智能用电：国内推出了物联表、能源控制器、智能量测终端等产品；海外光伏电表持续助力节能减排，欧洲低碳表已取得产品碳足迹和生命周期评估（LCA）证书。
- 3) 新能源：直流充电桩已全覆盖 60-480kW，近年来中标业绩网内领先，2023 年推出户用逆变器、小型工商业组串逆变器、户用储能逆变器等新产品，并陆续实现销售。

图表11：公司产品矩阵完备：涵盖智能用电产品、智能配电产品、新能源产品及配套解决方案



来源：公司官网、国金证券研究所

网内：公司持续巩固电网客户优势，2022 年国网和南网市场累计中标金额 34.6 亿元。

1) 中标金额方面：根据国网电子商务平台数据，2022 年公司在国网市场中标 28.3 亿元，南网市场中标 6.9 亿元，分别占总金额的 80%和 20%。2022 年度国网市场和南网市场总的物资招标规模约为 3769 亿元，公司中标金额占比约 0.92%。

2) 中标主体方面：公司主体中标金额 19.5 亿元，占比约 56%，子公司宁波奥克斯智能科技股份有限公司中标金额 14.2 亿元，占比约 41%，子公司宁波三星智能电气有限公司中标金额 0.9 亿元，占比约 3%。

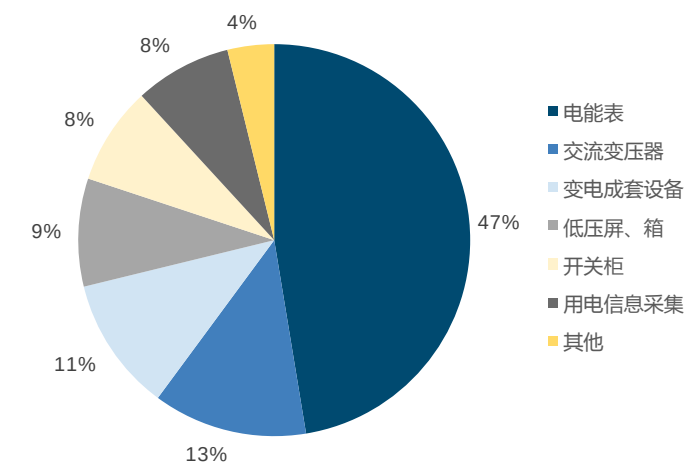
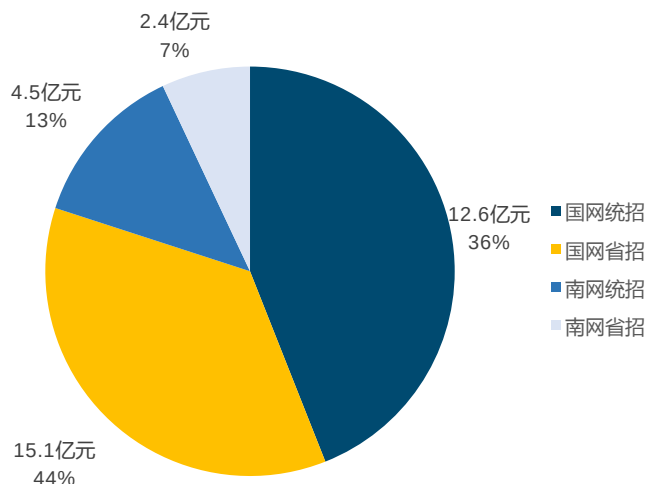
3) 中标产品种类方面：主要包含电能表、交流变压器、变电成套设备、低压屏（柜）、箱、开关柜（箱）、用电信息采集 6 类物资，其中电能表和用电信息设备中标金额 19.2 亿元，中标金额占比共约 55%。

4) 中标地区方面：公司在国网、南网所有省级电力公司均有中标，区域覆盖率为 100%。



图表12：2022 年公司在国网和南网市场分别中标 28 亿元和 7 亿元，分别占总金额的 80%和 20%

图表13：2022 年公司电能表及用电信息采集设备共中标 19.2 亿元，占比达 55%



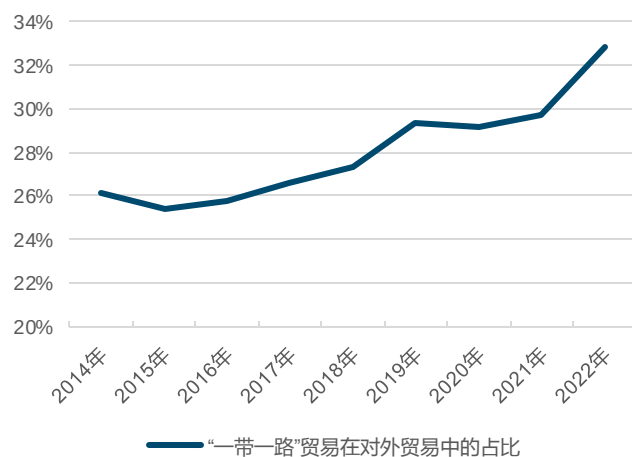
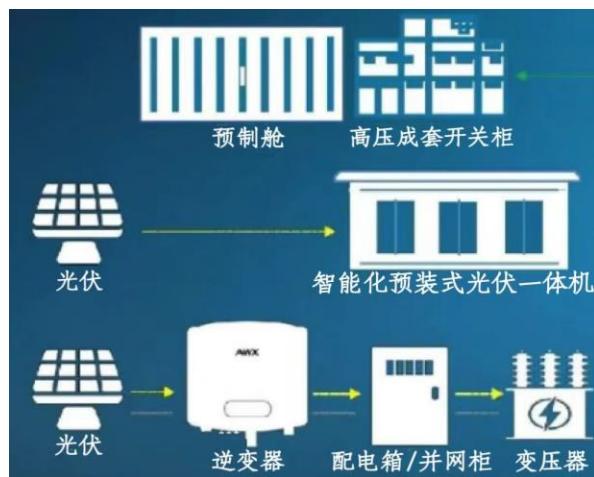
来源：国网电子商务平台、国金证券研究所

来源：国网电子商务平台、国金证券研究所

网外：公司加速开发非电网、行业大客户、海外市场，实现客户结构多样化。公司利用品牌优势驱动，非电网和行业大客户齐头并进，其中非电网市场聚焦新能源上下游产业、大总包、电网三产客群；行业大客户则注重与新能源五大六小央企的深度合作。2023 年上半年公司新能源业务实现营收 3.75 亿元，同比增长 188%。海外智能配用电方面，公司积极响应“一带一路”倡议，持续参与全球智能电网建设，深耕欧洲、中东、拉美等区域。截至 2023 年上半年，公司海外累计在手订单 44.3 亿元，同比高增 59%。

图表14：公司大力发展新能源产品等网外业务

图表15：“一带一路”贸易在对外贸易中占比持续提升



来源：公司官网、国金证券研究所

来源：海关总署、国金证券研究所

公司国内市场渠道成熟，拥有 31 个办事处，海外销售网络已覆盖全球 70 多个国家地区。

1) 国内：公司在国内拥有广州、上海、浙江、西北、华北等 31 个办事处，实现电网及用户市场全面覆盖，形成全周期“铁三角”模式 24 小时响应，客户满意度业内领先。

2) 海外：公司依托巴西、印尼、波兰 3 大制造基地，以及瑞典、哥伦比亚、墨西哥、尼泊尔、秘鲁 5 个销售中心，辐射欧洲、东南亚、美洲等 70 多个国家和地区。其中在欧洲高端市场，公司持续深耕 15 年，成为在欧洲市场覆盖国家数量最多的中国厂家。



图表16: 公司国内市场渠道成熟, 共拥有 31 个办事处

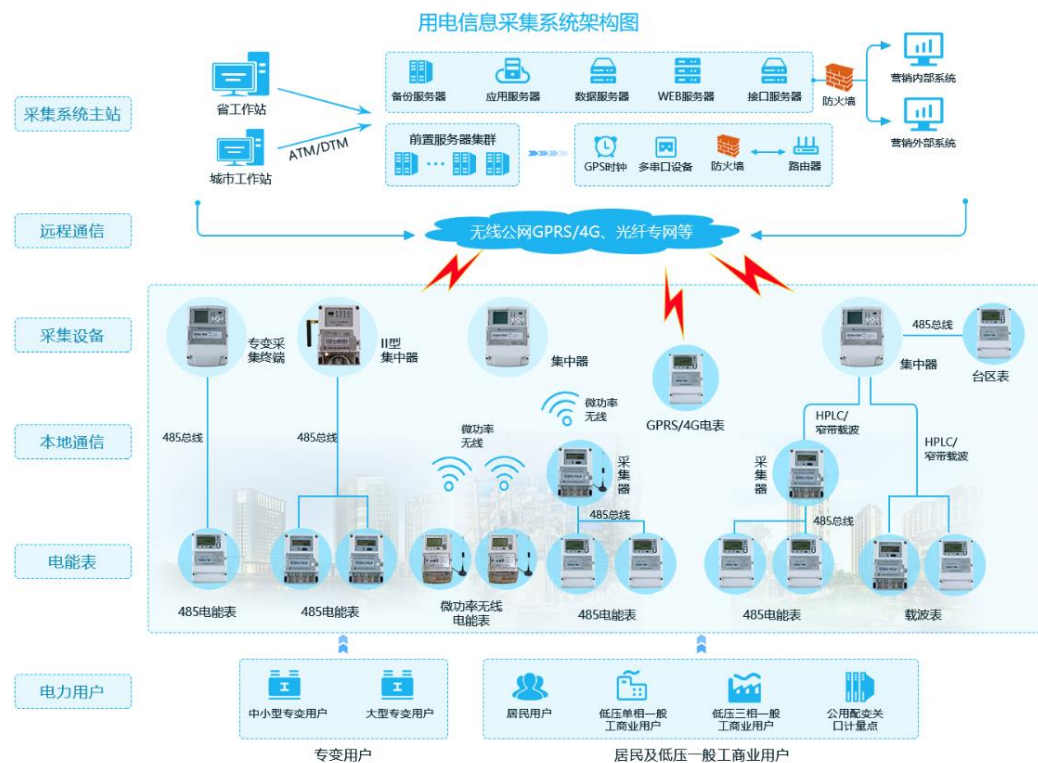


来源: 国土资源部、公司官网、国金证券研究所

2.2 用电: 电表行业处于旧表替换周期, 公司中标份额连续三年排名第一

智能电表是新型电力系统数据采集的基本设备, 承担电能数据采集、计量和传输任务。同时是实现信息集成、分析优化和信息展现的基础。(1) 智能电表的功能: 具有双向多种费率计量功能、用户端控制功能、多种数据传输模式的双向数据通信功能、防窥电功能等智能化功能以适应智能电网和新能源的使用; (2) 智能电表的相数与级别: 可划分为 A 级单相智能电表、B/C/D 级三相智能电表四个级别; (3) 与传统电表的区别: 满足最基本的用电计量功能的基础上, 同时满足双向计量、阶梯电价、分时电价、峰谷电价、防窥电、信息储存和处理等功能需求。全球性大规模的智能电网建设旨在提高能源使用效率、推动绿色经济、应对环境变化, 同时也为智能电表产品带来了广阔的市场空间。

图表17: 智能电表是新型电力系统数据采集的基本设备



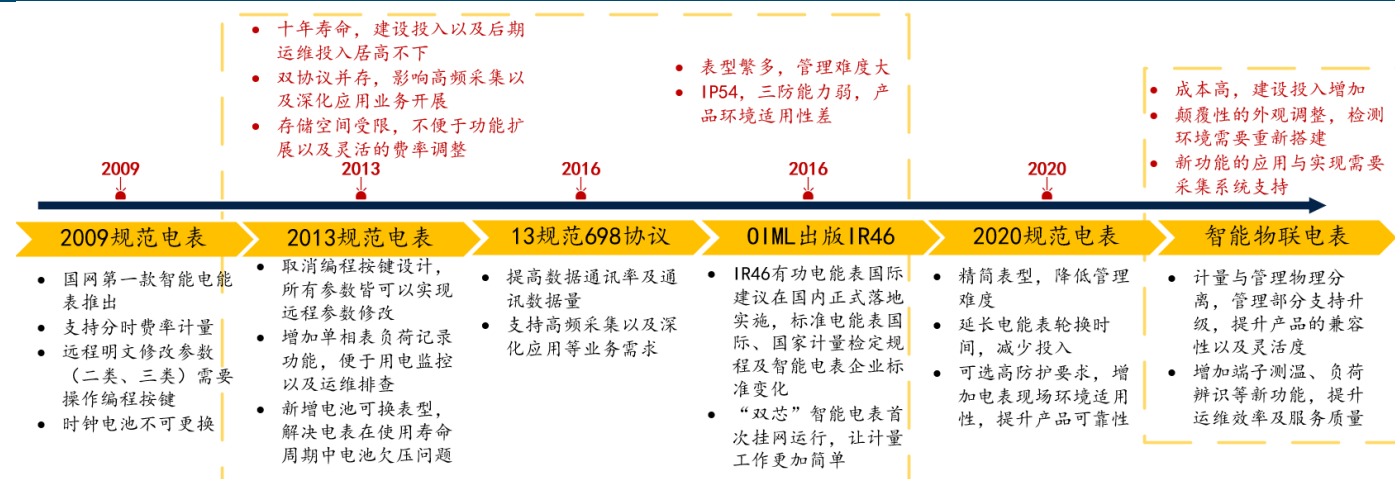
来源: 炬华科技官网、国金证券研究所



国网智能电表规范发展历程：2009 规范—2013 规范—2020 规范—智能物联电表：

- 1) 2009 规范——国网第一款智能电表：初步规范国网支持了分时费率计量，规定了远程明文修改参数（二类、三类）需要操作编程按键，并规定了时钟电池不可更换。
- 2) 2013 规范——满足多场景业务需求：①取消编程按键设计，所有参数皆可实现远程参数修改，增加单相表负荷记录功能，便于用电监控以及运维排查；②2016 年新增电池可换表型，解决使用寿命周期中电池欠压问题；③2016 年提出 698 协议，提高了数据通讯率及通讯数据量，并支持高频采集以及深化应用等业务需求；④2016 年《IR46 有功电能表国际建议》在国内正式落地实施：引发一系列电能表国际、国家计量检定规程及智能电表企业的标准变化，2018 年国网浙江负责研制的“双芯”智能电表首次挂网运行，“双芯”方案让计量工作更加简单。
- 3) 2020 规范电表——更加适应市场需求：①精简表型，响应并满足最新国际要求，降低管理难度，迎合了市场需要；②全面推行《698 协议》，支撑系统深化应用建设；③外形尺寸不变的同时可选高防护要求，兼容现有检测环境的同时增加了电表环境适用性，提升了产品可靠性；④16 年长寿命，延长电能表轮换时间，减少投入。
- 4) 智能物联电表——更简单的控制，更大的功能：①区别传统智能电表，智能物联电表由无线通信控制，计量与管理物理分离，提升产品的兼容性以及灵活度；②增加端子测温、漏电流监测、负荷辨识、电能质量等新功能，有助于提升电能表异常状态的检测与主动上报，提升运维效率和服务质量。

图表18：国网智能电表发展历程：2009 规范—2013 规范—2020 规范—智能物联电表



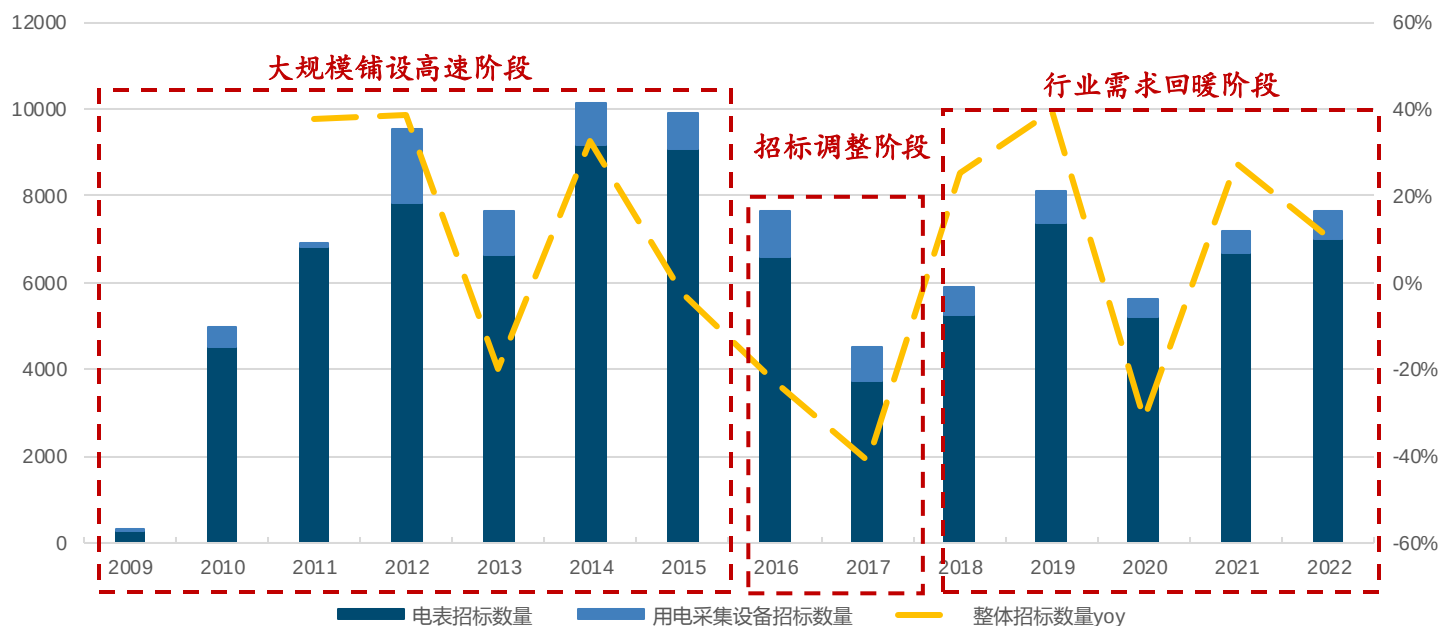
来源：威胜信息、全国标准信息公布平台、国网电子商务平台、国金证券研究所

自 2009 年起的国网开始部署智能电表招标，发展经历了三个主要阶段。

- 1) 智能电表大规模铺设高速阶段（2010-2015）：智能电网规划开始实施，国家电网智能电表招标金额逐年上涨，智能电表行业进入快速发展期。电表及用电采集设备平均招标数量 7300 万只/年，平均招标金额 170 亿元/年，整体维持在较高水平。
- 2) 智能电表全覆盖目标基本完成，招标量调整阶段（2016-2017）：2016 年国家电网累计实现用户采集 4.1 亿户，采集覆盖率达到 95%，智能电表招标量开始下滑；2017 年国家电网智能电表覆盖率达 99.03%，招标量调整至 3700 万只/年。
- 3) 旧表更换周期启动，行业需求回暖（2018-至今）：智能电表工作周期一般为 8-10 年，2018 年起在 2010 年开始大规模铺设的电表产品陆续进入集中更换期，国家电网智能电表招标量显著回暖。此外，随着 2020 年 8 月电表新标准落地，叠加新型电力系统建设，智能物联表的全面推行和替换已成为必然趋势，新一代智能电表招标有望迎来新一轮上行周期，2022 年电表和用电采集设备招标量已回升至 7654 万只。



图表19：2009-2022 国网智能电表年度招标情况：主要经历高速、调整、回暖三大阶段



来源：国网电子商务平台、国金证券研究所

电表及用电采集设备单价逐年提升，2023 年第一批次招标金额同比调整。2022 年国网智能电表及用电采集设备招标数量 7654 万只，同增 6%，招标总金额 256 亿元，同增 27%。2023 年第一批次电表及用电采集设备招标数量 2650 万只，同比调整 33%，招标总金额 90 亿元，同比调整 29%。智能电表新标准下单价提升幅度较大，每台电表和用电采集设备单价分别同比提升 14 元和 71 元。考虑到 1) 上一轮铺设的智能电表陆续进入更换期、2) 新型电力系统背景下新一代电表渗透加速、3) 当前招标数量距离 2014-2015 年的高峰仍有较大差距，我们预计今年下半年第二批招标将保持较高增长，假设全年电表和用电采集设备单价提升至 310 元和 890 元，则 2023 年招标金额有望达到 240 亿元。

图表20：2023 年第一批次招标金额同比调整，电表及用电采集设备单价逐年提升

批次	电表			用电采集设备			合计 (万台)	
	数量 (万台)	金额 (亿元)	单价 (元/台)	数量 (万台)	金额 (亿元)	单价 (元/台)	数量 (万台)	金额 (亿元)
2019 第一批	3816	67	177	424	15	364	4240	83
2019 第二批	3564	65	181	295	12	416	3860	77
2019 年合计	7380	132	179	720	28	385	8100	160
2020 第一批	2529	43	170	177	9	503	2706	52
2020 第二批	2731	56	204	254	13	524	2985	69
2020 年合计	5261	99	188	431	22	515	5691	121
2021 第一批	3634	87	239	241	14	588	3875	101
2021 第二批	3040	83	272	274	17	608	3315	99
2021 年合计	6674	170	254	515	31	599	7189	201
2022 新增批次	666	18	275	50	4	700	716	22
2022 第一批	3649	99	272	334	26	787	3983	126
2022 第二批	2700	80	296	256	28	1096	2956	108
2022 年合计	7014	198	282	640	58	904	7654	256
2023 年第一批	2397	69	286	253	22	858	2650	90

来源：国网电子商务平台、国金证券研究所


图表21：2023 年国网智能电表和采集终端招标金额有望达到 240 亿元

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
智能电表招标量（万只）	7386	5211	6674	7014	6000	6800	7500
采集终端招标量（万只）	720	431	515	640	610	650	740
国网智能电表+采集终端合计招标量（万只）	8106	5642	7189	7654	6610	7450	8240
智能电表单价（元）	179	187	256	281	310	340	370
采集终端单价（元）	390	513	598	865	890	950	1000
国网智能电表招标金额（亿元）	132	99	170	198	186	231	278
国网采集终端招标金额（亿元）	28	22	31	58	54	62	74
国网智能电表+采集终端合计招标金额（亿元）	160	121	201	256	240	293	352
yoy		-24%	66%	32%	-6%	22%	20%

来源：国网电子商务平台、国金证券研究所

公司在国网智能电表招标中常年稳居前三甲，近三年市占率均排名第一。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，各家公司的市占率基本保持稳定，同时处于相对分散的状态。2017-2022 年公司在国网智能电表招标中标份额稳定在前三名，2020 年后连续三年中标金额排名第一，份额均为 4.5% 以上。2022 年国网 3 次招标中标总金额 256 亿元，公司年度累计中标金额达到 14.3 亿元，占比 5.6%，金额与中标份额均为 6 年来新高。智能电表新标准实行后，行业门槛进一步提升，公司作为头部企业市场份额有望持续增加。

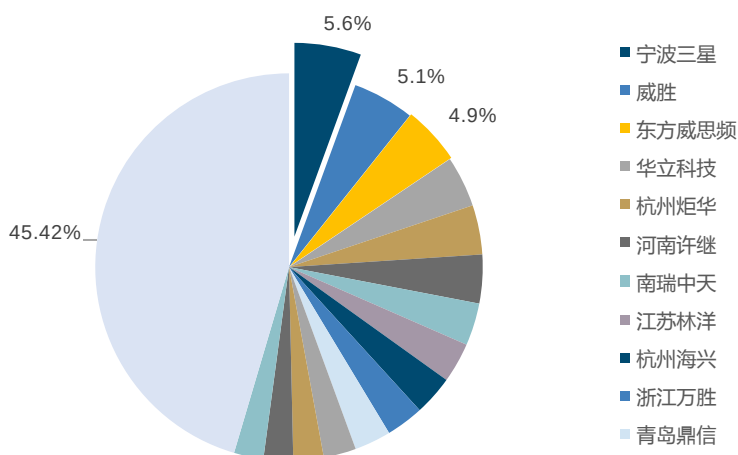
图表22：公司在国网智能电表招标中常年稳居前三甲，近三年市占率均排名第一

公司	2017		2018		2019	
	市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名
三星医疗	5.2%	1	4.0%	3	3.6%	3
威胜信息	4.4%	2	4.3%	1	4.0%	1
东方威思顿	4.3%	4	4.1%	2	3.9%	2
华立科技	3.0%	10	3.0%	10	3.0%	4
炬华科技	3.8%	5	3.4%	6	3.1%	6
公司	2020		2021		2022	
	市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名
三星医疗	4.6%	1	4.7%	1	5.6%	1
威胜信息	4.3%	2	3.2%	7	5.1%	2
东方威思顿	4.2%	3	3.9%	3	4.9%	3
华立科技	3.0%	5	4.0%	2	4.3%	4
炬华科技	3.8%	4	3.6%	5	4.1%	5

来源：data 电力、国家电网、国金证券研究所

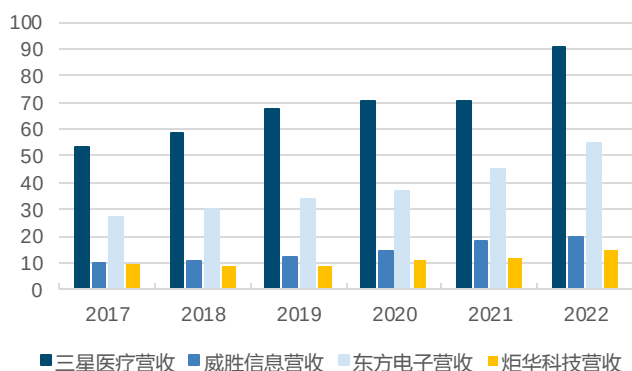


图表23：2022 年公司在国网智能电表招标中金额排名第一，占比 5.6%



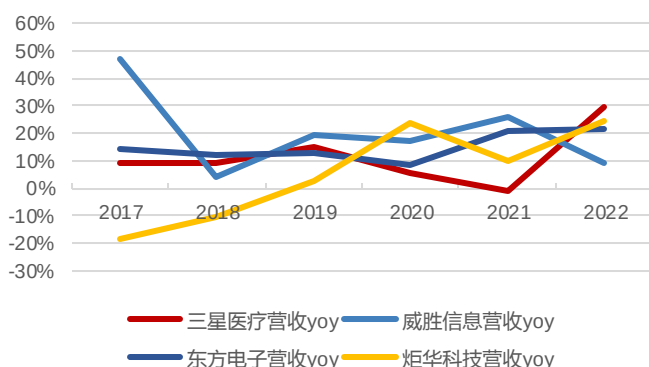
来源：data 电力、国家电网、国金证券研究所

图表24：公司在可比公司中营收最高（亿元）



来源：wind、国金证券研究所

图表25：2022 年公司营收同比增速在可比公司中最高



来源：wind、国金证券研究所

2.3 配电：配电自动化深度赋能新型电力系统，公司持续夯实第一梯队地位

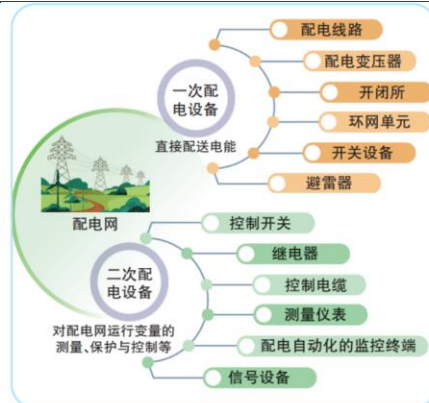
配电网从电源侧（输电网、发电设施、分布式电源等）接受电能，并通过配电设施就地或逐级分配给各类用户的电力网络，承担电能分配的作用，一般对应电压等级为 110 千伏及以下。配电网资产规模大，不仅要与上一级电网协调优化，更要满足用户接入及供电需求，是新型电力系统发展的重要环节，是分布式电源与多元负荷接入、微电网与综合能源利用、智能化与信息化建设的主要平台，其单个工程小，建设周期短，用户需求变化快，改造频繁，并且工程实施受所在地区市政条件和政策法规影响大，不可控因素较多。

图表26：配电网一般对应电压等级为 110 千伏及以下



来源：国家电网、国金证券研究所

图表27：配电网包含一次和二次配电设备



来源：国家电网、国金证券研究所



构建新型电力系统的过程是一次配电网的革命，智能配电网行业增速有望进一步提升。传统电力系统通常骨干电网最为坚强，电网末端系统相对脆弱，随着新型电力系统加速构建，越来越多的新能源接入配电网就地消纳，配电网将承担绝大部分系统平衡和安全稳定的责任，同时逐步演化为有源供电网络，大量交易也将在配电网内完成，这也使得电力电子化和网络结构复杂度大幅提升，进而加大了配电网运行控制的难度。同时，电动汽车、清洁供暖、分布式光伏、家用储能、智能家居以及电能替代的广泛应用，使配电网电源及负荷多元化发展。新型电力系统框架下的配电网，将向高比例分布式新能源广泛接入、高弹性电网灵活可靠配置资源、高度电气化的终端负荷多元互动、基础设施多网融合数字赋能等方向发展，智能配网增速预计将高于电网智能化整体投资增速，较高景气度有望持续。

图28：新型电力系统框架下，配电网电力电子化和网络结构复杂度大幅增加



来源：国家电网、国金证券研究所

配电自动化线路覆盖率达 94.7%，但饱和度仅为 34%，仍有较大增长空间。根据电力喵及国家电网数据，截至 2022 年，国网 337 个地市单位主站覆盖率达 100%，同期建设配电自动化线路 30 万余条，配电自动化线路覆盖率 94.7%，建设一二次融合设备及各类自动化开关 138 万余套。国网现有 6-20 千伏配电线路 369 万公里，其中架空线路 308 万公里，电缆线路 61 万公里。配网自动化涉及到的物资主要包含：（一二次融合成套）环网箱/柜、（一二次融合成套）断路器、（一二次融合成套）柱上负荷开关、站所终端、馈线终端等。

图29：配网自动化设备包含：环网箱/柜、环网箱/柜、DTU、FTU 等

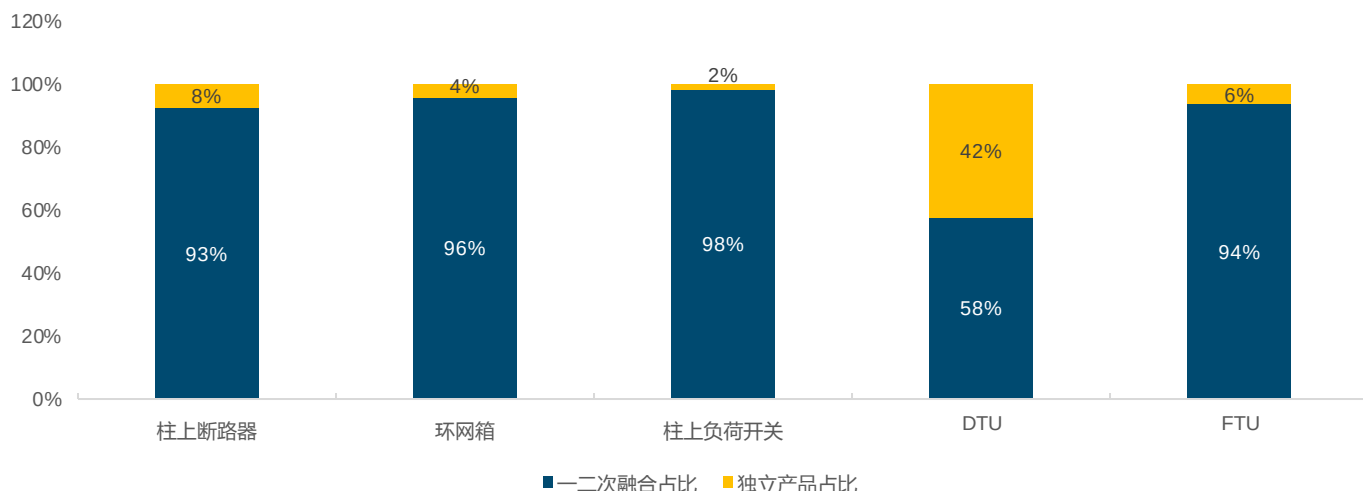
物资名称	数量（套）	2022 年国网中标金额（亿元）
一二次融合环网箱	25037	61.3
一二次融合柱上断路器	166913	56.0
DTU	18256	3.5
FTU	11691	0.6
柱上断路器	13604	3.1
环网柜	39187	18.1
环网箱	1094	3.1
合计		145.8

来源：国网电子商务平台、国金证券研究所

2022 年一二次设备融合设备招标量超过传统设备招标量。自 2016 年提出一二次融合技术方案以来，配网自动化装备主要应用了三类产品，分别是：一二次融合成套环网箱、一二次融合成套柱上断路器、一二次融合成套柱上负荷开关。其中环网箱、柱上断路器、柱上负荷开关的一二次融合成套采购比例分别为 95.8%、92.5%、98.3%。



图表30：2022年环网箱、柱上断路器、柱上负荷开关一二次融合成套采购比例分别为95.8%、92.5%、98.3%

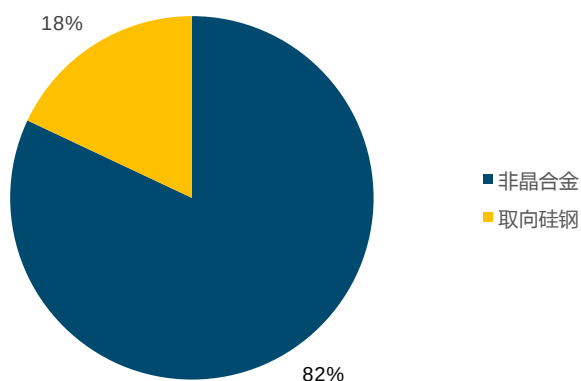
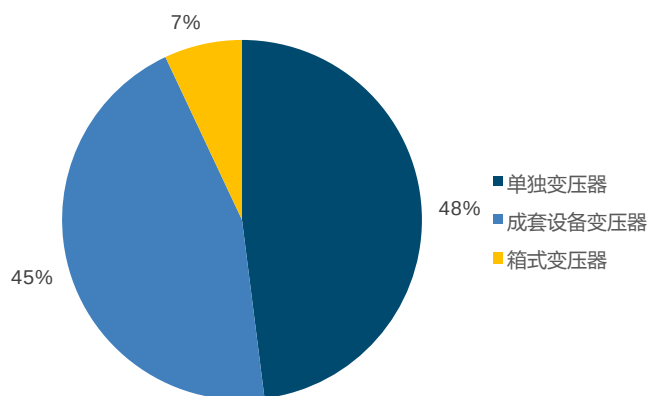


来源：国网电子商务平台、国金证券研究所

配网变压器方面，2022年国网完成16.3万台招标，招标金额约158亿元。2022年国网范围全部27个省电力公司有安排变压器产品招标，产生了16.3万台配电变压器需求。从配网变压器形式要求来看，成套设备形式变压器招标的占比约为48%，箱式变电站形式招标的占比约7%。从产品铁芯材质来看，非晶合金占比约18%，取向硅钢占比约82%。

图表31：成套设备形式变压器招标占比48%

图表32：配电变压器中非晶占比18%、硅钢片占比82%



来源：国网电子商务平台、国金证券研究所

来源：国网电子商务平台、国金证券研究所

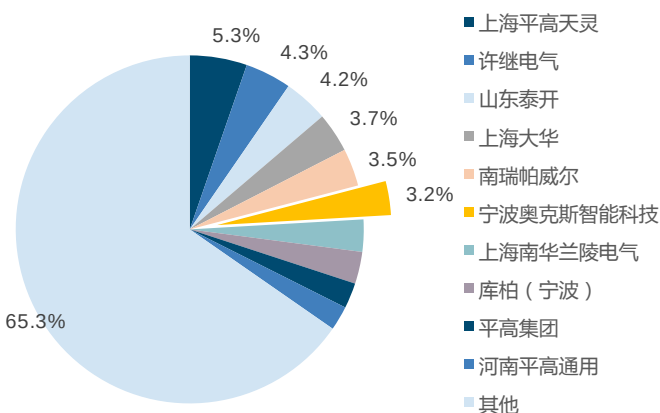
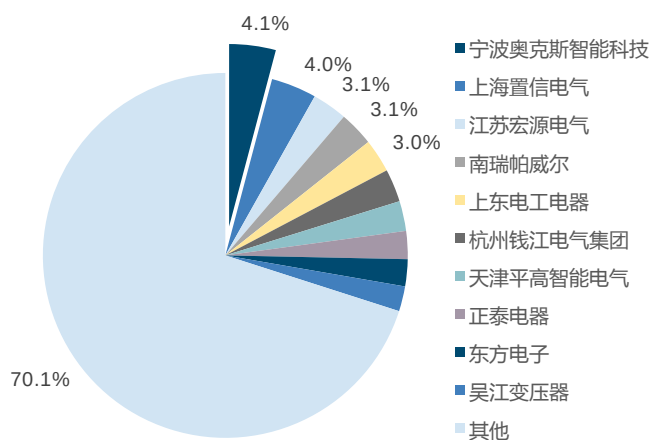
2022年国网配网变压器和开关柜（箱）招标中，公司中标金额排名分别为第一和第六。

- 1) 配网变压器方面：配电变压器产品市场的供应商非常分散，国网范围共有258家企业中标国网配电变压器产品，中标金额超过1亿元的企业共有39家，占比15%，其中宁波奥克斯智能科技股份有限公司中标金额6.52亿元，排名第一，占比为4.1%。
- 2) 开关柜（箱）方面：国网范围共有173家企业中标国网开关柜（箱）产品，中标金额超过5,000万元的企业共有39家，占比23%，其中宁波奥克斯智能科技股份有限公司中标金额1.91亿元，排名第六，占比为3.15%。



图表33：2022年公司国网配网变压器中标金额排名第一

图表34：2022年公司国网配网变压器中标金额排名第六



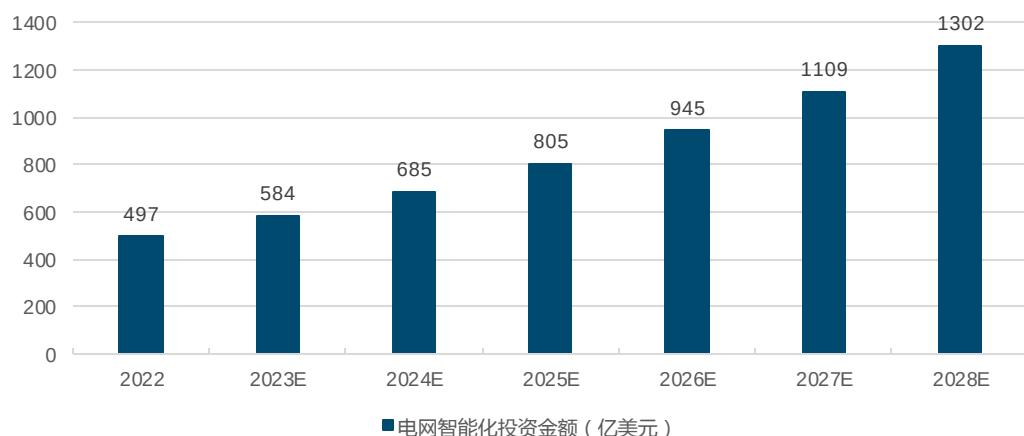
来源：国网电子商务平台、国金证券研究所

来源：国网电子商务平台、国金证券研究所

2.4 出海：全球电网智能化改造建设高景气，公司海外在手订单大幅增长

2022 年全球电网总投资约 2740 亿美元，电网智能化投资金额约 497 亿美元。根据 BloombergNEF 数据，2022 年全球电网投资总额约为 2740 亿美元，2023 年全球电网投资有望增加 10% 以上。在电网智能化投资方面，根据 KBV Research、Statista 数据，2022 年全球智能电网规模约为 431 亿美元，预计 2026 年将达到 1109 亿美元，海外智能电网数字化建设与改造，整体存在较大需求。欧、亚及拉美部分较发达国家处于智能电网改造大规模投资建设期，多个国家已发布以智能计量为核心的智能电网数字化建设规划，拉美及非洲大多数国家仍处于智能电网建设初期，随着经济增长和社会工商业用电需求持续增长，对电力基础设施建设的需求愈加旺盛。

图表35：2022 年全球电网智能化投资金额 497 亿美元，2027 年有望达到 1109 亿美元

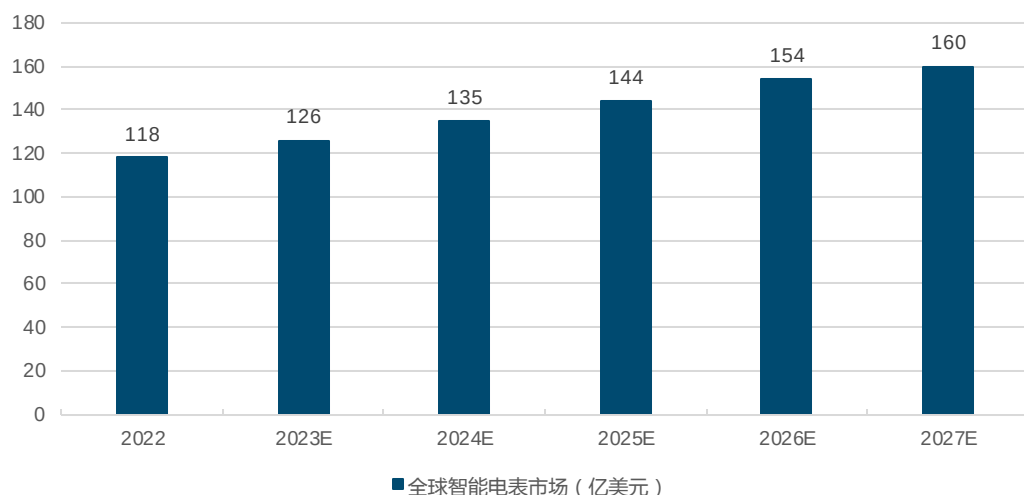


来源：KBV Research、Statista、国金证券研究所

2022 年全球智能电表市场约为 118 亿美元，预计到 2027 年将达到 160 亿美元。智能电网是各国提高能源使用效率、推动绿色经济、应对环境气候变化重要举措，全球性大规模的智能电网建设为智能电表产品带来广阔的市场空间。根据 Research and Markets 和 Statista 数据，2022 年全球智能电表市场约为 118 亿美元，预计到 2027 年将达到 160 亿美元，年复合增长率为 6.3%。



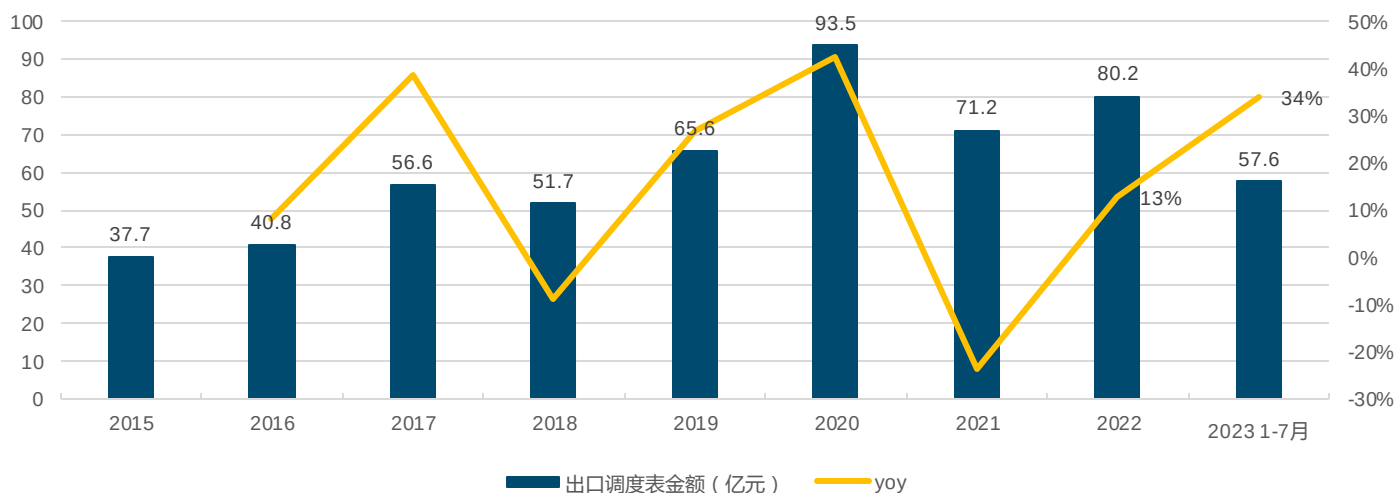
图表36: 2022 年全球智能电表市场规模约为 118 亿美元, 以 CAGR 为 6.3% 的增长率增长



来源: Research and Markets、国金证券研究所

2023 年 1-7 月电能表出口同比高增 34%, 海外电力设备需求景气度高。根据海关总署数据, 2015 年至 2022 年出口电能表总数量为 3.5 亿只, 累计金额为 498 亿元。2023 年 1-7 月电表出口金额达到 57.6 亿元, 同比去年的 43.0 亿元高增 34%, 我们预计 2023 年的出口金额将超过 2020 年的历史最高水平。

图表37: 2023 年电能表出口金额为 57.6 亿元, 同比高增 34%

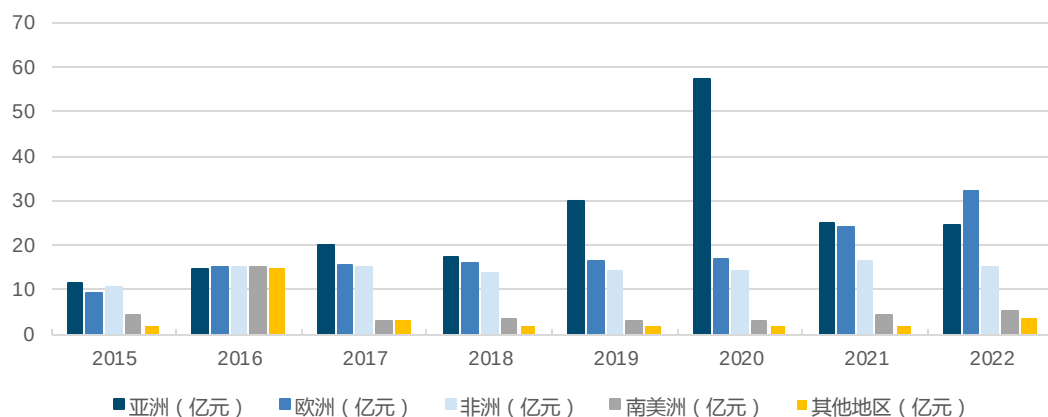


来源: 海关总署、国金证券研究所

亚洲、欧洲、非洲为电能表主要出口地区, 2015-2022 年累计金额占比分别为 40%/28%/22%。根据海关总署数据, 国内出口电能表主要的区域为亚洲、欧洲和非洲, 2015-2022 年亚洲、欧洲、非洲累计出口金额分别为 201/140/110 亿元, 分别占比 40%/28%/22%。2022 年出口欧洲的金額为 32 亿元, 同比高增 33%, 其中增量明显的国家有英国、荷兰、德国、瑞典, 出口金额分别为 3.8/2.5/3.2/2.7 亿元, 同增 53%/296%/79%/98%。

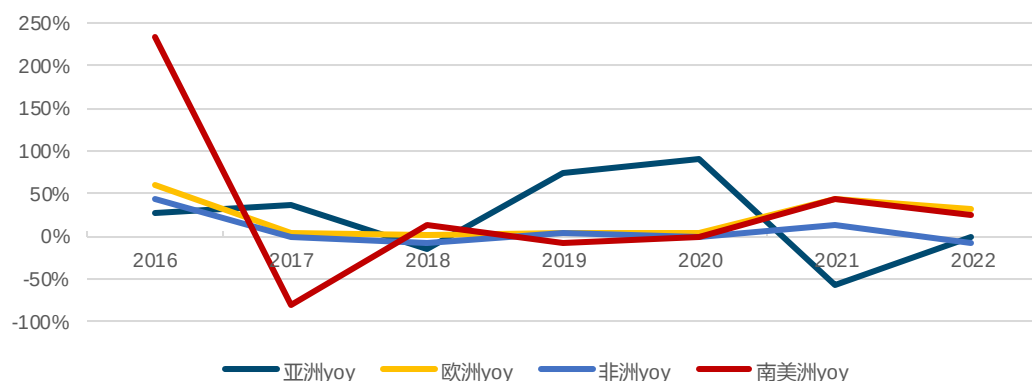


图表38：2015-2022年亚洲、欧洲、非洲累计电能表出口金额分别为201/140/110亿元，分别占比40%/28%/22%



来源：海关总署、国金证券研究所

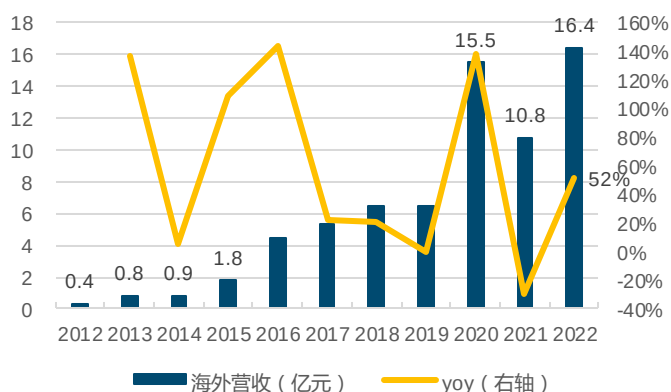
图表39：2022年欧洲和南美洲出口电能表同比增速较高



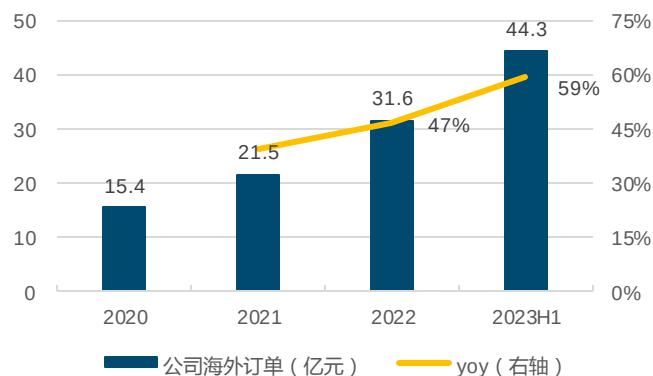
来源：海关总署、国金证券研究所

2022年后公司海外营收重回上行通道,2023H1公司海外累计在手订单同比增长59%。2022年公司海外业务实现营收16.4亿元,同增52%。继前期在瑞典和沙特项目中标近15亿元智能电表订单后,公司持续深耕中东、欧洲、非洲、拉美等区域,成功交付多个智慧能源集成项目;同时公司在中东、亚太等市场配电业务取得重大突破,中标沙特国家电力公司配网智能化改造项目。截至2023H1,公司累计在手订单118.5亿元,同增37%。其中国内累计在手订单74.2亿元,同比增长26%;海外累计在手订单44.3亿元,同增59%。

图表40：2022年后海外营收重回上行通道



图表41：2023H1公司海外累计在手订单同比增长59%



来源：公司官网、wind、国金证券研究所

来源：公司官网、国金证券研究所

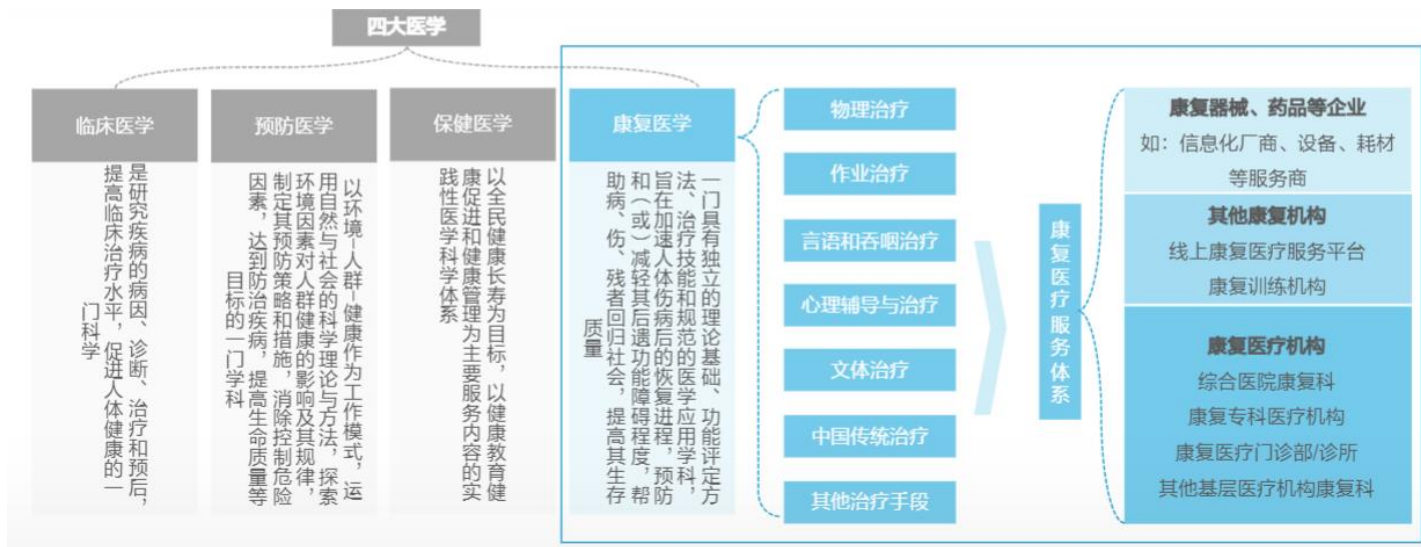


三、医疗服务：多方驱动康复医疗景气度向上，立足旗舰医院加速连锁扩张

3.1 千亿康复医疗市场供需仍存在较大缺口，康复医疗体系建设利好文件频频出台

康复医学是与医学、心理学、社会学、工程学等相互渗透形成的新兴学科，是促进病、伤、残者康复的医学分支。它的任务是利用医学手段和工程技术，研究有关功能障碍的预防、评定和处理（治疗、训练）等问题。在医学价值方面，康复医学解决了临床医学难以解决的问题，包括长期功能障碍或功能丧失。在经济价值和社会价值方面，康复治疗能加快身体机能恢复、降低复发率、减少并发症，节约总体治疗费用。由于康复医疗行业终端受益者主要涵盖了老年人、慢性疾病患者、残疾人等群体，潜在需求巨大。

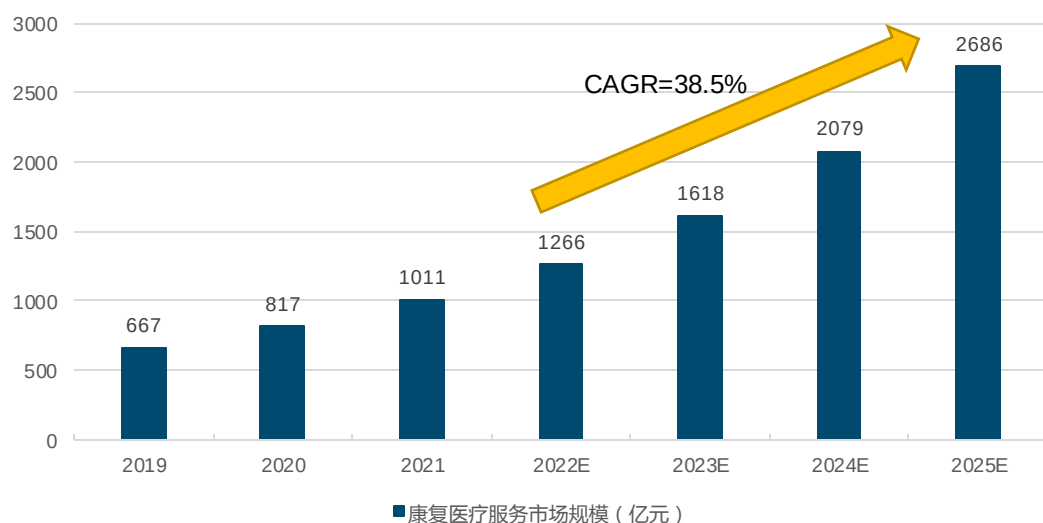
图表42：康复医学为四大医学之一，具有医学价值、经济价值和社会价值



来源：亿欧智库、国金证券研究所

2021 年已突破千亿市场规模，康复医疗行业迎来高速发展。2021 年我国康复医疗服务行业市场规模约 1011 亿元，疫后随着人口老龄化的加速、国民康复意识逐步觉醒、叠加国家政策的持续强力推动，康复医疗服务行业市场规模将持续增长，有望于 2024 年突破 2000 亿元，预计 2025 年中国康复医疗服务市场规模达 2686 亿元，2022 年至 2025 年 CAGR 约为 38.5%，整体市场未来成长空间广阔

图表43：我国康复医疗服务行业 2021 年已突破千亿市场，2022-2025 年 CAGR 约为 38.5%



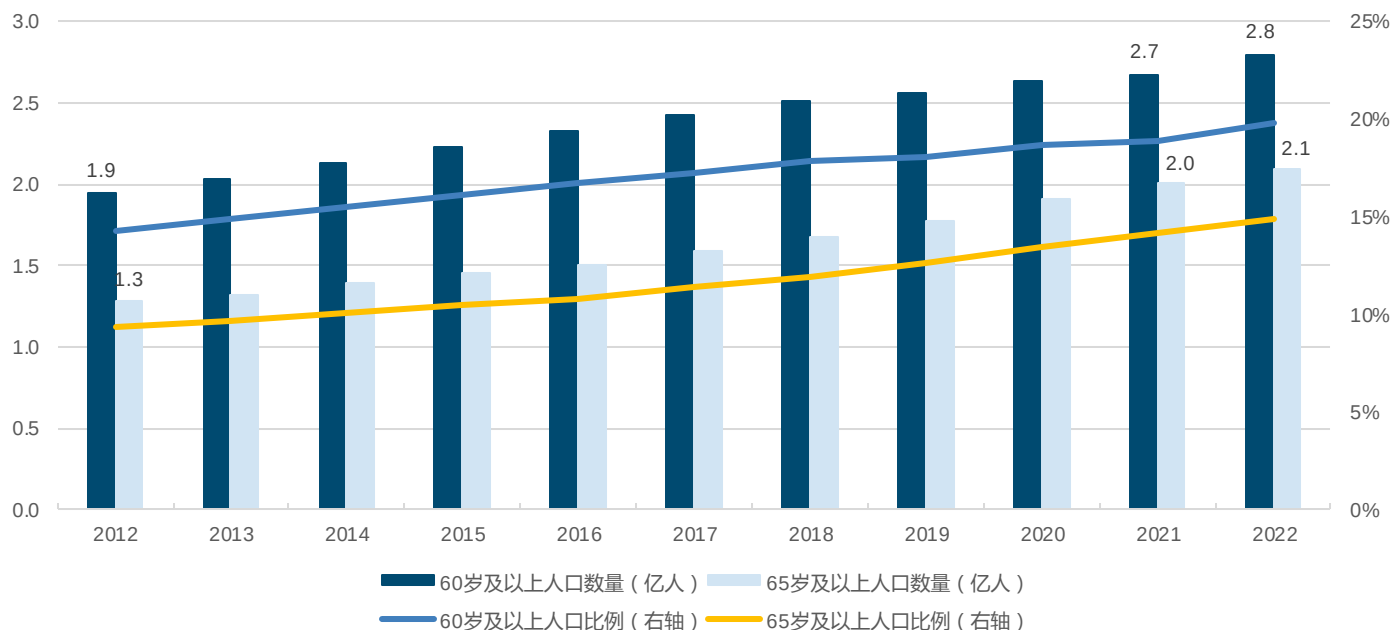
来源：艾瑞咨询、国金证券研究所



需求端：老年人、慢性病患者、残疾人三类群体数量持续提升，需求迫切。

老年人与慢性病患者数量庞大，对国内康复医疗市场发展起到重要的需求端推动作用。据《2021 年度国家老龄事业发展公报》及统计局数据显示，2022 年，我国 60 岁及以上人口为 2.8 亿人，占总人口的 19.8%；65 岁及以上人口为 2.1 亿人，占总人口的 14.9%，呈现数量和占比持续提升的趋势。此外，老龄化的不断加剧导致生活自理能力缺失的失能老人群体持续扩大，截至 2021 年底，我国失能和部分失能老年人超过 4000 万人，约有 1.9 亿老年人有慢性病。人口老龄化叠加庞大的慢性病患者数量，对康复医疗提出迫切需求。

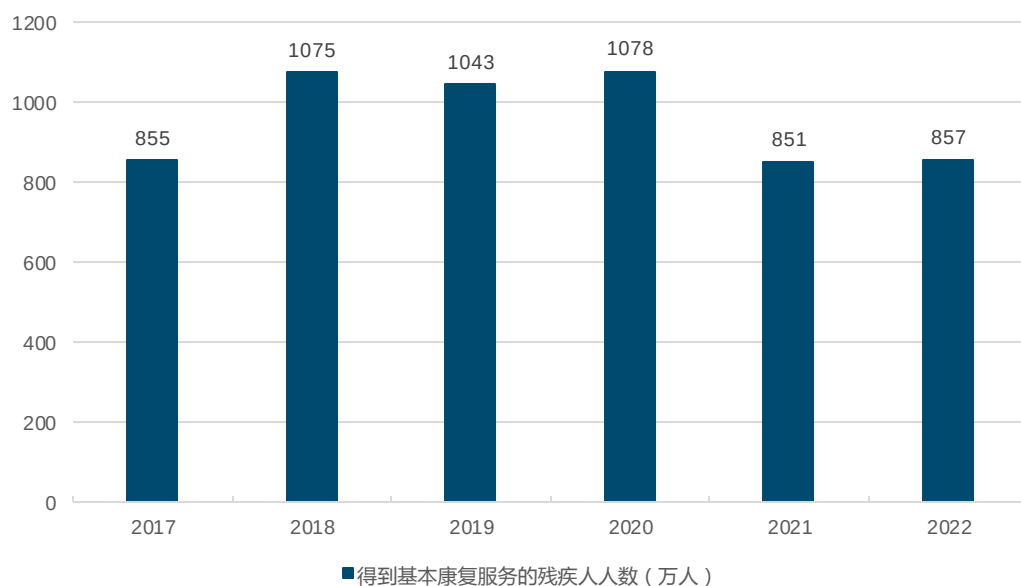
图表44：我国 60 岁及 65 岁以上人口数量和占比持续提升，对康复医疗发展起到需求端推动作用



来源：《2021 年度国家老龄事业发展公报》，国家统计局、国金证券研究所

2022 年享受基本康复服务的残疾人数量为 857 万人，仅占总残疾人口的十分之一。根据《2022 年中国残疾人事业发展统计公报》，2022 年我国仅有 856.7 万残疾人得到基本康复服务，相对于全国约 8500 万的残疾人口总数，占比为 10.1%，目前仍有 7000 多万残疾人口尚未享受到基本康复服务。

图表45：2022 我国得到基本康复服务的残疾人数量仅有 857 万人



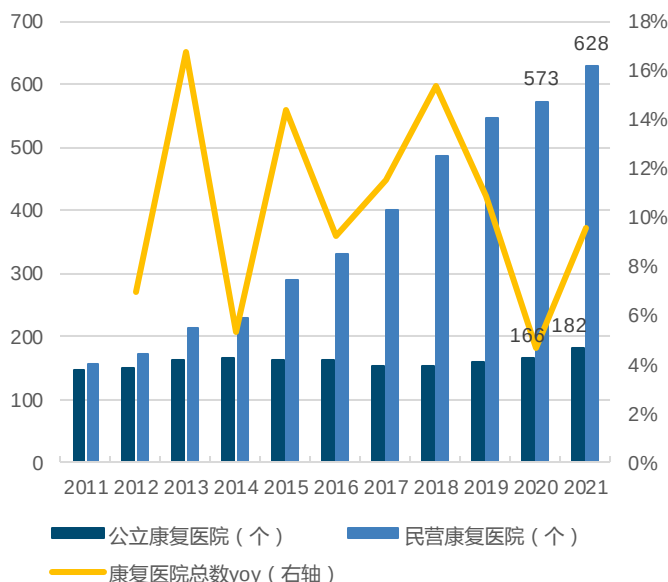
来源：中国残疾人联合会、国金证券研究所



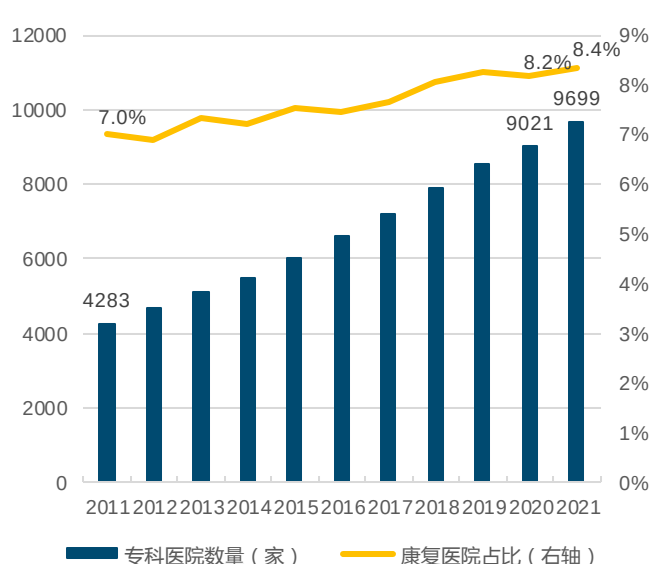
供给端：我国康复医疗建设仍存在较大缺口，康复医院及床位处于较低水平。

康复医疗机构建设仍然存在较大发展空间。根据《中国卫生健康统计年鉴》，我国康复医院数量已从 2011 年的 301 家增至 2021 年的 810 家，已经有较快增长，但仍仅占全国专科医院总数的 8.4%。2021 年全国各类医疗卫生机构康复医学科合计设置床位约 32.8 万张，仅占各类医疗卫生机构设置床位总数的 3.5%，根据《综合医院康复医学科基本标准（试行）》，康复科室设置床位数预期达到 5% 的水平，现有床位距离该水平尚有较大缺口。

图表46：2021 年公立私立康复医院共增长至 810 家



图表47：2021 年专科医院中，康复医院占比仅为 8.4%



来源：《中国卫生健康统计年鉴》、国金证券研究所

来源：《中国卫生健康统计年鉴》、国金证券研究所

政策端：2021 年以来利好文件频频出台，康复医疗行业有望迎来快速发展。

我国三级康复医疗体系建设正在逐步发展完善。过去，中国医疗体系一向是重急救、重治疗、轻预防、轻康复，导致国内康复资源总量不足且分布不均。随着居民生活水平的不断上升，国家逐渐重视康复医疗行业水平，逐步出台各项政策促进康复医疗领域发展。

2012 年，原卫生部制定了《“十二五”时期康复医疗工作指导意见》，指出要明确不同层级康复医疗机构的功能定位，探索建立分层级、分阶段康复的有效模式，将全国康复医疗分为三个层次：一是急性期，康复在三级综合医院；二是稳定期，康复在康复医院或者以康复为主的二级综合医院；三是恢复期，康复进入社区、基层医疗机构。

2021 年以来国家接连出台政策文件，支持康复医疗行业发展。2021 年 6 月，国家卫健委等 8 部委发布《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》，定下 2025 年每 10 万人口康复医师达到 8 人、康复治疗师达到 12 人的目标；2023 年 3 月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》，支持社会办医、增加康复等专科医疗机构的数量。随着国家对康复医疗给予的重视程度越来越高，行业未来有望迎来快速发展。


图表48：2021-2023 年促进康复医疗行业相关利好政策频频出台

时间	相关机构/会议	政策文件	相关内容
2021 年 3 月	十三届全国人大四次会议	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	建成康复大学，促进康复服务市场化发展，提高康复辅助器具适配率，提升康复服务质量
2021 年 6 月	国家卫健委、发改委等 8 部委	《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》	到 2025 年每 10 万人口康复医师达到 8 人、康复治疗师达到 12 人
2021 年 8 月	国家卫健委、国家医保局等 6 部委	《关于印发“十四五”残疾人康复服务实施方案的通知》	到 2025 年，有需求的持证残疾人和残疾儿童接受基本康复服务的比例达 85% 以上，残疾人普遍享有安全、有效的的基本康复服务
2021 年 10 月	国家卫健委	《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》	确定北京市等 15 个省份开展康复医疗服务试点工作，试点时间为 2022 年全年，任务包括：增加提供康复医疗服务的医疗机构和床位数量、加强康复医疗学科能力建设、加强康复医疗专业人员培养培训、创新开展康复医疗多学科合作模式等
2022 年 1 月	国家卫健委	《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）》	支持康复医院、护理院、护理站发展，鼓励医疗资源丰富地区的部分二级医院转型为接续性医疗机构，加大区域内服务协同，扩大康复、护理、安宁疗护等接续性服务供给
2023 年 3 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	通过支持医疗资源丰富的地区将部分公立医疗机构转型为护理院和康复医院、支持社会力量举办等方式，增加康复、护理等专科医疗机构数量，完善接续性服务体系，扩大康复医疗、老年护理、残疾人护理、母婴护理、社区护理、安宁疗护及营养支持等服务供给

来源：国家卫健委、国家医保局、中国政府网、国金证券研究所

3.2 立足于宁波明州旗舰医院，打造浙江明州重症康复样本

作为公司向医疗服务业转型的起点，宁波明州医院综合实力强大。自 2006 年成立以来，经过多年发展，宁波明州医院在 2023 年 3 月被评为三级乙等综合医院，是目前浙江省内规模最大、标准最高的大型综合性医院之一。医院占地面积 140 亩，建筑面积 17 万平方米，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。医院拥有 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。



图表49：医院核定床位 900 张，拥有 40 余个医技学科



40余个 医技学科
140亩 占地面积
900张 核定床位

来源：公司官网、国金证券研究所

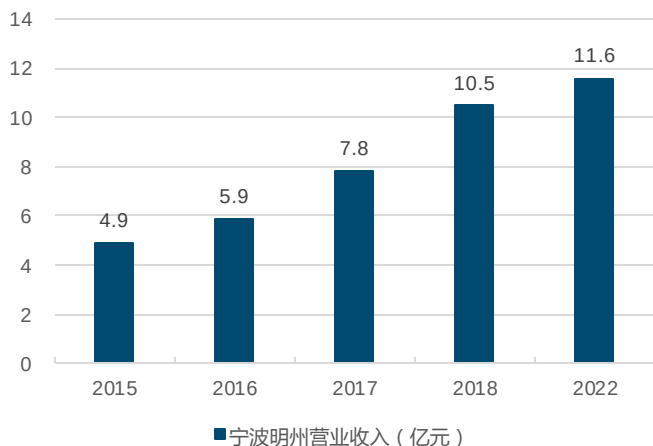
图表50：医院拥有 PET-CT、3.0T 磁共振等高端设备



来源：公司官网、国金证券研究所

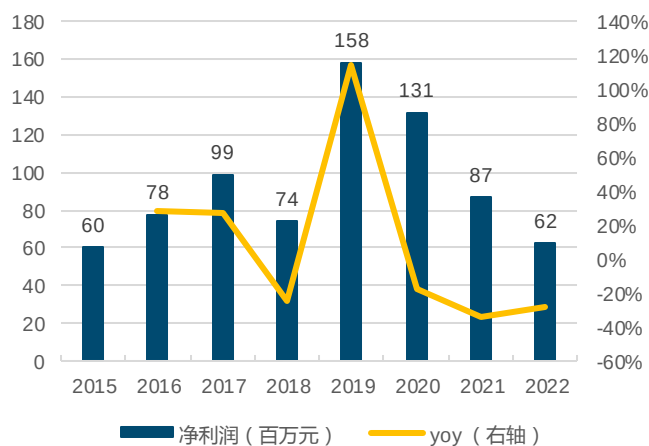
宁波明州医院单体营收已超过 10 亿元，为公司医疗服务基本盘。2015 年宁波明州被公司收购后，营收为 4.9 亿元，在 2018 年增至 10.5 亿元。2022 年，宁波明州医院营收实现 11.6 亿元，净利润为 0.6 亿元，对公司医疗服务整体 20.7 亿元的营收、1.6 亿元的净利润作出主要贡献。同时，宁波明州医院在运营管理、人才培养等方面具有丰富的经验积累，可为公司后续医疗产业拓展提供管理经验。

图表51：2022 年宁波明州医院实现营收 11.6 亿元



来源：公司公告、国金证券研究所

图表52：2022 年宁波明州医院实现净利润 0.62 亿元



来源：公司公告、国金证券研究所

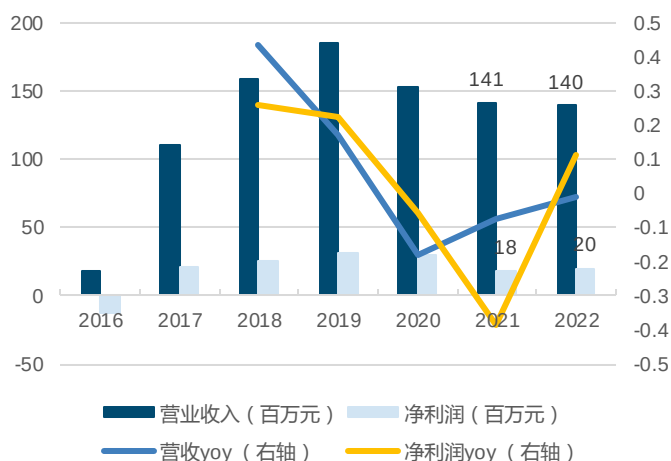
浙江明州康复医院于 2017 年被公司收购，是公司第一家康复医院。浙江明州康复以重症康复为特色，通过了国际 CARF 三年期认证。多学科合作的重症康复、儿童重症康复是浙江明州康复医院重点建设学科，包括心肺复苏术后脑复苏、颅脑损伤、脑卒中、呼吸衰竭长期使用呼吸机、慢性心力衰竭、高位脊髓损伤康复、G—BS 脱机困难患者、急性脊髓炎患者等。特色专科有神经康复、脑促醒中心、骨与关节康复、老年康复、中医康复和压疮中心等，并于 2022 年新组建心肺一体化康复和呼吸机脱机中心。

自 2017 年被并购以来，浙江明州康复医院即成为公司医疗服务体系中的重要一环。2017 年浙江明州康复医院实现收入 1.1 亿元，并于当年扭亏为盈，实现净利润 0.2 亿元。2020 年，浙江明州康复医院实现收入 1.5 亿元，净利润 0.3 亿元，净利率升至 19.6%。浙江明州康复医院成为公司的样本医院，一方面是以重症康复为特色，另一方面则是在被纳入公司体内后能快速扭亏为盈，为公司业绩增厚助力。

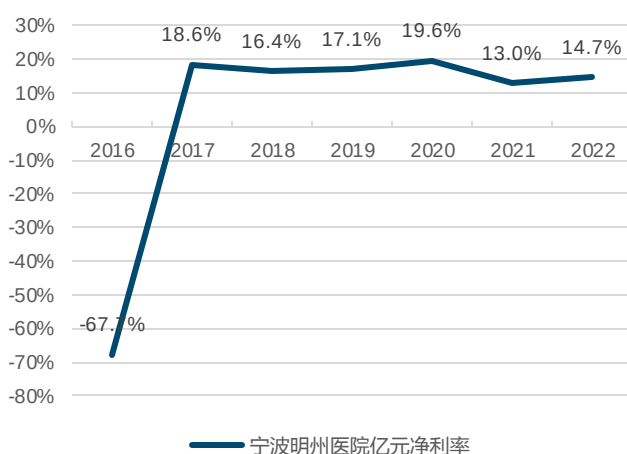
杭州医保政策从 2020 年开始正式执行 DRG 结算模式，浙江明州康复医院成立时间较早，业务较为成熟，床位使用率较高，业务结构调整需要一定时间，故 2021 年收入和利润有所下滑。2022 年，浙江明州康复实现收入 1.4 亿元（-1.2%），净利润 0.2 亿元（+11%），净利率回升至 14.7%，业绩表现已回暖。



图表53: 2022 年浙江明州康复医院业绩修复至 0.2 亿元



图表54: 被并购以来, 浙江明州康复医院净利率持续为正



来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 公司公告、国金证券研究所

3.3 康复连锁加速扩张, 体内体外共同培育

2021 年以来, 公司康复领域扩张按下加速键。公司于 2015 年进行战略转型时, 即参与投资成立医疗投资基金“宁波开云”, 将其作为体外孵化医院的平台, 同时公司旗下拥有宁波奥克斯康复医疗投资管理有限公司和宁波奥克斯医院投资管理有限公司两大进行医院投资管理的体内平台。在成功打造浙江明州康复医院的样本后, 自 2021 年起, 公司在康复医院领域布局加速, 体内现有 25 家医院, 有 19 家是在 2021 年及以后纳入体内, 其中从体外平台收购 12 家, 体内平台新设 7 家。在医院类型方面, 公司现有 3 家综合医院, 19 家康复医院, 3 家其他医院 (门诊部等)。

图表55: 公司下属已有 25 家医院: 3 家综合医院、19 家康复医院、3 家其他医院



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表56: 2021 年后公司通过新设和收购纳入体内 19 家医院

序号	名称	新设/收购	新设/收购时间	权益比例	所处地区
1	宁波明州医院有限公司	收购	2015	100%	浙江宁波
2	宁波鄞州明州人门诊部有限公司	新设	2015	100%	浙江宁波
3	抚州明州医院有限公司	新设	2015	100%	江西抚州
4	湖州新浙北综合门诊部有限公司	收购	2016	80%	浙江湖州
5	温州市深蓝医院有限公司	收购	2017	100%	浙江温州
6	浙江明州康复医院有限公司	收购	2017. 11	100%	浙江杭州
7	杭州明州脑康康复医院有限公司	收购	2021. 10	84%	浙江杭州



8	南昌明州康复医院有限公司	收购	2021. 10	85%	江西南昌
9	南京明州康复医院有限公司	收购	2022. 05	100%	江苏南京
10	武汉明州康复医院有限公司	收购	2022. 05	100%	湖北武汉
11	长沙明州康复医院有限公司	收购	2022. 05	100%	湖南长沙
12	常州明州康复医院有限公司	收购	2022. 05	100%	江苏常州
13	宁波北仑明州康复医院有限公司	收购	2022. 05	100%	浙江宁波
14	绍兴明州康复医院有限公司	设立	2022	70%	浙江绍兴
15	宁波明州东部康复医院有限公司	设立	2022	65%	浙江宁波
16	武汉明州汉口康复医院有限公司	设立	2022	65%	湖北武汉
17	温州明州康复医院有限公司	设立	2022	65%	浙江温州
18	常州中吴明州康复医院有限公司	设立	2022	65%	江苏常州
19	嘉兴明州护理院有限公司	收购	2023. 05	100%	浙江嘉兴
20	衢州明州医院有限公司	收购	2023. 05	100%	浙江衢州
21	余姚明州康复医院有限公司	收购	2023. 05	100%	浙江余姚
22	泉州明州康复医院有限公司	收购	2023. 05	100%	福建泉州
23	湖州浙北明州医院有限公司	收购	2023. 05	100%	浙江湖州
24	苏州明州康复医院有限公司	设立	2023	65%	江苏苏州
25	金华明州康复医院有限公司	设立	2023	65%	浙江金华

来源：wind、企查查、公司公告、国金证券研究所

公司体外培育储备充足，为后续扩张提供支持。在公司参股的医疗投资基金“宁波开云”体系内，现有重庆明州、泰州明州、南通明州等 16 家医院。从体内和体外的区域布局来看，目前重点集中在江浙一带发达省份，并向沿海的上海、福建、广东以及内陆的河南、湖北、重庆、湖南、江西等地延伸，区域覆盖范围逐渐扩大。

图表57：公司体外培育储备充足，为后续扩张提供支持

子公司	权益比例	孙公司	权益比例	设立时间	所处地区
重庆明州康复医院	100%	-	-	2017. 10	重庆
开云华利	99%	泰州明州康复医院有限公司	70%	2017. 12	江苏泰州
开云华威	99%	南通明州康复医院有限公司	80%	2018. 05	江苏南通
开云华惠	99%	深圳明州康复医院有限公司	70%	2020. 03	广东深圳
开云华鑫	99%	南京瑞霞明州康复医院有限公司	70%	2020. 03	江苏南京
开云华途	99%	台州明州护理院有限公司	70%	2020. 04	浙江台州
开云华恒	99%	扬州明州康复医院有限公司	70%	2020. 05	江苏扬州
开云华泉	99%	郑州明州康复医院有限公司	70%	2020. 06	河南郑州
开云华昱	99%	杭州明州姑娘桥康复医院有限公司	70%	2020. 08	浙江杭州
开云华玺	99%	上海明州甬嘉康复医院有限公司	51%	2020. 10	上海
开云华旭	99%	南昌明州脑康康复医院有限公司	70%	2020. 11	江西南昌
开云华旭	99%	南昌明州赣北康复医院有限公司	70%	2020. 12	江西南昌
开云华炬	99%	常熟明州康复医院有限公司	70%	2020. 12	江苏常熟
开云华狮	99%	杭州明州萧南护理院有限公司	70%	2021. 04	浙江杭州
开云华帆	99%	瑞安明州康复医院有限公司	70%	2021. 07	浙江温州
杭州明州医院	99%	-	-	2022. 08	浙江杭州

来源：公司公告、国金证券研究所



在专科领域方面，公司定位差异化重症康复路线。观察 2017 年及以后公司新设和收购的医院，其业务特色中，“重症康复”是关键词。公司致力于创新康复医疗模式，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，以显著提高重症患者愈后康复情况。基于浙江明州康复的样本，公司不断复制推广，连锁化特点已有所彰显。

图表58：以浙江明州康复为样本，公司建立起一批以重症康复为特色的康复医院

序号	名称	新设/收购	业务特色
1	浙江明州康复医院	2017 年收购	以重症康复为特色的通过国际 CARF 三年期认证的康复专科医院
2	杭州明州脑康康复医院	2021 年收购	以脑科重症、早期治疗和康复、昏迷促醒、脊髓损伤及骨科康复、神经科疑难杂症为特色
3	南昌明州康复医院	2021 年收购	以重症康复、脑康复、脊髓功能（截瘫）康复、心肺功能康复、运动系统康复、小儿康复、老年康复、疼痛治疗、中西医结合为特色
4	南京明州康复医院	2022 年收购	以重症患者住院康复为主，门诊为辅
5	武汉明州康复医院	2022 年收购	以重症患者住院康复为主，门诊为辅
6	长沙明州康复医院	2022 年收购	以重症康复为特色
7	常州明州康复医院	2022 年收购	以重症患者住院康复为主，门诊为辅
8	宁波北仑明州康复医院	2022 年收购	以康复和护理为特色
9	绍兴明州康复医院	2022 年设立	以脑科重症、早期治疗和康复、昏迷促醒、脊髓损伤及骨科康复、疼痛康复、神经科疑难杂症为特色
10	宁波明州东部康复医院	2022 年设立	以重症康复、神经康复、外科康复，骨科康复，呼吸康复，老年康复及传统中医为特色
11	武汉明州汉口康复医院	2022 年设立	-
12	温州明州康复医院	2022 年设立	-
13	常州中吴明州康复医院	2022 年设立	以重症康复、神经康复、外科康复，骨科康复，呼吸康复，老年康复及传统中医为特色
14	嘉兴明州护理院	2023 年收购	以普通患者住院康复为主，门诊为辅
15	衢州明州医院	2023 年收购	以重症患者住院康复为主，门诊为辅
16	余姚明州康复医院	2023 年收购	以重症患者住院康复为主，门诊为辅
17	泉州明州康复医院	2023 年收购	以重症患者住院康复为主，门诊为辅
18	湖州浙北明州医院	2023 年收购	综合医院
19	苏州明州康复医院	2023 年设立	-
20	金华明州康复医院	2023 年设立	-

来源：公司公告，公司官网、国金证券研究所

公司发展思路清晰，多数医院被收购前已实现盈利。2021 年及之后收购的 12 家医院，被收购前其收入端总体呈上升趋势。例如杭州明州康复 2021 年被公司收购，2018-2020 年收入分别为 295 万元、0.95 亿元、1.92 亿元（2018 年 9 月开业，因此当年收入较低）。盈利情况方面，12 家医院中有 8 家在被收购的前一年已实现盈利，8 家已实现盈利的医院中，杭州明州康复与南京明州康复在被收购前已连续实现盈利，其余 6 家均刚扭亏为盈，如武汉明州康复 2022 年被收购，2020 年净利润为-1014 万元，2021 年为 1072 万元。剩余 4 家亏损的医院近期均已实现扭亏为盈，其中，2022 年收购的宁波北仑明州康复医院已于当年实现扣除非净利润 1020 万元；2023 年收购的嘉兴明州护理院、余姚明州康复医院和泉州明州康复医院于 2022 年跨过盈亏平衡点。



图表59：公司发展思路清晰，多数医院被收购前已实现盈利。

医院	项目（百万元）	2018	2019	2020	2021	2022	收购时间
杭州明州康复	营收	3.0	95.3	192.5	213.4	252.5	2021
	净利润	-12.9	0.7	31.4	38.8	37.1	
南昌明州康复	营收	0.4	13.0	43.9	64.2	80.5	2021
	净利润	-12.8	-11.8	7.1	10.6	15.8	
南京明州康复	营收	0.1	46.8	127.4	109.1	138.1	2022
	净利润	-14.6	-9.2	19.2	11.1	23.0	
武汉明州康复	营收	-	-	29.5	88.8	133.2	2022
	净利润	-	-	-10.1	10.7	23.6	
长沙明州康复	营收	-	-	22.9	53.4	74.9	2022
	净利润	-	-	-6.3	1.9	8.9	
常州明州康复	营收	-	-	52.2	82.9	152.9	2022
	净利润	-	-	-3.1	0.2	34.5	
宁波北仑明州康复	营收	-	-	0.3	24.2	58.1	2022
	净利润	-	-	-2.8	-2.7	9.3	
嘉兴明州护理院	营收	-	-	-	0.3	6.8	2023
	净利润	-	-	-2.6	-3.6	-2.3	
余姚明州康复	营收	-	-	-	0.3	21.2	2023
	净利润	-	-	-0.6	-10.8	-2.2	
泉州明州康复	营收	-	-	-	5.6	28.6	2023
	净利润	-	-	1.0	-12.1	-4.2	
衢州明州医院	营收	-	-	0.0	27.8	41.2	2023
	净利润	-	-	0.0	-1.0	3.7	
湖州浙北明州医院	营收	-	-	172.0	168.5	196.8	2023
	净利润	-	-	4.1	-14.1	22.3	

来源：公司公告、国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 智能配用电业务：**随着国内电表更换进入旧表替换升级的周期，以及新型电力系统中配电网持续改造升级，叠加海外亚非拉等市场景气度上行、新能源业务的高速发展，公司国内国外在手订单充足。考虑到公司配用电业务国内的龙头地位，以及海外出口战略的战略规划，预计公司智能配用电业务2023-2025年收入分别为86.3亿元、111.2亿元、141.8亿元，收入增速分别为27%/29%/27%。上半年大宗原材料价格同比下降，全球化布局的加快，考虑到内部不断降本增效、具备较高盈利能力的，公司配用电板块毛利率有望提升，预计2023-2025年毛利率分别为31.0%/31.5%/32.0%。
- 医疗服务业务：**随着公司2023年和2024年医院新建或并购计划的进行，预计公司医疗服务业务收入有望继续高速增长，其2023-2025年收入分别为27.9亿元、36.0亿元、43.3亿元，收入增速分别为34%/28%/21%。公司综合医院及体检基本处于稳定期，毛利基本无较大波动；随着收购进行，公司康复医院数量增加，且大部分康复医院都处于发展阶段，收入规模增长较快，毛利率处于上升阶段。后续来看，康复医院收入占比有望提升，进而有望继续带动医疗服务业务毛利率上升，预计公司医疗服务业务2023-2025年毛利率分别为31.0%/32.0%/33.0%。
- 融资租赁业务：**公司融资租赁业务近年来处于收缩状态，预计2023-2025年公司融资租赁收入增速分别为-60%/-50%/-40%，毛利率分别为90.0%/90.0%/90.0%。



- 综上所述，我们预计 2023-2025 年公司实现营收 116.6 亿/150.2 亿/189.2 亿元，同增 28%/29%/26%，毛利率为 31.0%/31.6%/32.2%，归母净利润 16.0 亿/21.2 亿/27.4 亿元，同增 69%/32%/29%。

图表60：公司业务预测总览（亿元）

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
智能配用电	营收	53.83	68.09	86.31	111.24	141.76
	yoy	1%	26%	27%	29%	27%
	毛利率	24.1%	28.6%	31.0%	31.5%	32.0%
医疗服务	营收	13.70	20.65	27.87	35.93	43.32
	yoy	-1%	51%	34%	28%	21%
	毛利率	20.7%	26.7%	30.0%	31.0%	32.0%
融资租赁及咨询服务	营收	1.58	0.65	0.26	0.13	0.08
	yoy	-48%	-59%	-60%	-50%	-40%
	毛利率	93.7%	100.0%	90.0%	90.0%	90.0%
其他	营收	1.17	1.59	2.16	2.94	4.00
	yoy	19%	36%	36%	36%	36%
	毛利率	48.2%	38.9%	38.9%	38.9%	38.9%
合计	营收	70.28	90.98	116.60	150.24	189.16
	yoy	-1%	29%	28%	29%	26%
	毛利率	25.4%	28.9%	31.0%	31.6%	32.2%

来源：wind、国金证券研究所

- 费用率假设：预计 2023-2025 年公司销售费用率分别为 6.4%/6.5%/6.6%，管理费用率分别为 5.1%/5.1%/5.1%，研发费用率分别为 3.6%/3.7%/3.8%。

4.2 投资建议与估值

智能配电业务：预计该业务 2023 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 8.0%/4.0%/4.5%，归母净利润为 13.5 亿元，我们选取威胜信息、炬华科技、海兴电力作为可比公司，给予其 18 倍的 PE，对应目标市值为 243 亿元。

医疗服务业务：预计该业务 2023 年销售费用率/管理费用率分别为 5.2%/15.4%，预计该业务 2023 年归母净利润为 2.5 亿元，我们选取眼科龙头爱尔眼科、口腔医疗服务龙头通策医疗、以肿瘤医疗服务为特色的盈康生命作为可比公司，给予其 35 倍的 PE，对应目标市值为 88 亿元。

综上所述，预计公司 2023 年市值为 331 亿元，对应目标价 23.4 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表61：可比公司估值比较（PE 估值法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
智能配用电												
688100.SH	威胜信息	26.96	0.68	0.80	1.03	1.33	1.68	50	29	25	19	15
000682.SZ	东方电子	8.69	0.26	0.33	0.41	0.51	0.64	33	25	21	17	13
603556.SH	海兴电力	25.63	0.64	1.36	1.67	2.01	2.42	21	13	15	12	10
平均值								35	22	20	16	13
医疗服务												
300015.SZ	爱尔眼科	18.34	0.43	0.35	0.37	0.49	0.64	98	88	50	37	28
600763.SH	通策医疗	92.87	2.19	1.71	2.09	2.66	3.35	91	89	43	33	25



300143.SZ	盈康生命	9.89	-0.57	-0.93	0.20	0.27	0.35	N/A	N/A	50	37	28
平均值								95	89	47	35	27
601567.SH	三星医疗	16.54	0.50	0.67	1.14	1.50	1.94	33	20	14	11	8

来源：wind，国金证券研究所，注：股价为 2023 年 9 月 20 日收盘数据，爱尔眼科、通策医疗、东方电子为国金证券研究所预测数据，其余可比公司数据为 wind 一致预测

五、风险提示

电网智能化投资不及预期风险。公司大量业务收入来自于国网南网客户，因此营收与电网投资强相关，如果电网智能化改造进展缓慢、投资金额不及预期、智能电表和配网设备招标量下行，则会影响多项业务经营。

医院扩张不及预期风险。公司处于业务规模快速扩张阶段，2022 年新开 5 家医院，收购 5 家医院，根据股权激励计划，2023 年和 2024 年期望每年继续再增 10 家医院。若医院新建或并购的速度、开业节奏不及预期，以及自建医院盈利爬坡速度较慢，可能会影响公司整体的业绩表现。

医疗安全性事故纠纷风险。由于患者个体对象差异、医疗环境条件差异、医生执业素质差异等各种原因，医疗服务经常会面临发生医疗事故的风险。一旦发生上述风险，医疗赔付将对公司产生直接经济损失，同时也会影响公司品牌和声誉，对公司的经营带来不利影响。

限售股解禁风险：2023 年 5 月 16 日，公司解禁 834.42 万股流通股，若届时上述股东进行减持，公司股价面临波动风险。

商誉减值风险。随着公司并购的进行，截至 2023H1，公司商誉为 16 亿元，且公司未来仍可能继续通过并购进行医院扩张，商誉可能继续加大，后续存在减值风险。

政策环境变化风险。医疗行业发展受政策影响较大，若未来行业发展出现变化，监管进一步加强，可能会提高民营医疗服务机构的经营难度。

人民币汇率波动风险。公司营收中超过两成为海外业务，同时海外法律、政策体系、商业环境与内地存在较大区别，若汇率出现较大波动会影响到公司整体盈利水平。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	7,093	7,023	9,098	11,660	15,024	18,916
增长率		-1.0%	29.6%	28.2%	28.8%	25.9%
主营业务成本	-5,055	-5,241	-6,470	-8,041	-10,280	-12,831
%销售收入	71.3%	74.6%	71.1%	69.0%	68.4%	67.8%
毛利	2,038	1,782	2,628	3,619	4,744	6,085
%销售收入	28.7%	25.4%	28.9%	31.0%	31.6%	32.2%
营业税金及附加	-48	-47	-65	-84	-108	-136
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-463	-515	-648	-746	-977	-1,248
%销售收入	6.5%	7.3%	7.1%	6.4%	6.5%	6.6%
管理费用	-306	-335	-550	-595	-766	-965
%销售收入	4.3%	4.8%	6.0%	5.1%	5.1%	5.1%
研发费用	-313	-294	-327	-420	-556	-719
%销售收入	4.4%	4.2%	3.6%	3.6%	3.7%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	908	591	1,038	1,775	2,337	3,017
%销售收入	12.8%	8.4%	11.4%	15.2%	15.6%	15.9%
财务费用	-95	-88	15	-13	23	77
%销售收入	1.3%	1.3%	-0.2%	0.1%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	-95	-6	2	0	0	0
公允价值变动收益	65	104	-107	-30	-35	-40
投资收益	338	204	85	130	140	140
%税前利润	28.4%	24.1%	7.4%	6.7%	5.5%	4.3%
营业利润	1,193	851	1,152	1,941	2,555	3,294
营业利润率	16.8%	12.1%	12.7%	16.6%	17.0%	17.4%
营业外收支	-4	-4	0	-10	-10	-10
税前利润	1,189	847	1,152	1,931	2,545	3,284
利润率	16.8%	12.1%	12.7%	16.6%	16.9%	17.4%
所得税	-228	-139	-187	-313	-412	-532
所得税率	19.2%	16.4%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
净利润	961	708	965	1,618	2,132	2,752
少数股东损益	5	18	17	15	15	15
归属于母公司的净利润	956	690	948	1,603	2,117	2,737
净利率	13.5%	9.8%	10.4%	13.8%	14.1%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	961	708	965	1,618	2,132	2,752
少数股东损益	5	18	17	15	15	15
非现金支出	307	237	302	248	262	275
非经营收益	-335	-187	63	-43	-53	-66
营运资金变动	298	-559	-107	-338	69	189
经营活动现金净流	1,231	199	1,223	1,485	2,411	3,150
资本开支	-168	-294	-404	-74	-310	-360
投资	695	920	149	-30	-35	-40
其他	214	146	84	130	140	140
投资活动现金净流	741	772	-171	26	-205	-260
股权募资	266	113	126	189	0	0
债权募资	-68	43	-878	-470	-387	0
其他	-1,744	-520	-471	-554	-537	-519
筹资活动现金净流	-1,546	-364	-1,223	-835	-924	-519
现金净流量	416	585	-173	676	1,282	2,372

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,562	3,044	2,933	3,490	4,686	6,995
应收款项	2,138	2,483	2,742	3,249	4,145	5,167
存货	640	1,150	1,802	1,829	2,253	2,636
其他流动资产	1,781	1,214	768	586	701	834
流动资产	7,121	7,892	8,245	9,153	11,785	15,631
%总资产	52.0%	53.1%	50.8%	53.3%	59.3%	65.7%
长期投资	4,104	3,761	3,605	3,605	3,605	3,605
固定资产	1,404	1,556	1,740	1,819	1,838	1,899
%总资产	10.3%	10.5%	10.7%	10.6%	9.3%	8.0%
无形资产	776	1,159	1,808	1,853	1,891	1,924
非流动资产	6,575	6,974	7,983	8,035	8,072	8,147
%总资产	48.0%	46.9%	49.2%	46.7%	40.7%	34.3%
资产总计	13,696	14,865	16,228	17,188	19,858	23,778
短期借款	1,426	1,020	713	387	0	0
应付款项	2,418	3,139	3,764	4,243	5,430	6,785
其他流动负债	610	673	1,228	1,027	1,328	1,680
流动负债	4,454	4,832	5,705	5,657	6,758	8,465
长期贷款	218	690	150	150	150	150
其他长期负债	239	404	751	446	376	333
负债	4,911	5,926	6,606	6,253	7,284	8,948
普通股股东权益	8,621	8,873	9,506	10,804	12,427	14,669
其中：股本	1,387	1,401	1,413	1,413	1,413	1,413
未分配利润	3,809	3,977	4,391	5,500	7,123	9,366
少数股东权益	164	66	116	131	146	161
负债股东权益合计	13,696	14,865	16,228	17,188	19,858	23,778

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.690	0.498	0.673	1.135	1.500	1.938
每股净资产	6.217	6.399	6.751	7.651	8.801	10.389
每股经营现金净流	0.887	0.143	0.868	1.051	1.707	2.230
每股股利	0.350	0.320	0.350	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	11.09%	7.78%	9.97%	14.84%	17.04%	18.66%
总资产收益率	6.98%	4.64%	5.84%	9.33%	10.66%	11.51%
投入资本收益率	6.99%	4.60%	8.22%	12.88%	15.31%	16.80%
增长率						
主营业务收入增长率	5.25%	-0.98%	29.55%	28.16%	28.85%	25.90%
EBIT 增长率	13.73%	-34.93%	75.67%	70.92%	31.70%	29.09%
净利润增长率	-7.71%	-27.83%	37.40%	69.11%	32.06%	29.25%
总资产增长率	0.63%	8.54%	9.16%	5.92%	15.53%	19.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.2	98.5	81.9	81.0	80.0	79.0
存货周转天数	47.5	62.3	83.3	83.0	80.0	75.0
应付账款周转天数	100.3	117.6	110.8	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	71.2	72.4	55.3	40.9	28.6	21.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.91%	-15.32%	-21.79%	-27.25%	-36.29%	-46.33%
EBIT 利息保障倍数	9.6	6.7	-69.9	133.0	-103.7	-39.3
资产负债率	35.86%	39.87%	40.71%	36.38%	36.68%	37.63%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究