

三星医疗（601567.SH）

配用电与医疗服务双轮驱动，海外与新能源业务快速增长

买入

核心观点

上半年两大主业均实现业绩高增，智能配用电在手订单快速增长。上半年公司实现营收 55.49 亿元（+26.17%），归母净利润 8.70 亿元（+147.60%），扣非净利润 8.16 亿元（+66.29%），销售毛利率 31.12%（+4.63pct.）。上半年智能配用电业务实现净利润 7.51 亿元（+178.6%），医疗服务板块实现净利润 1.14 亿元（+47.8%）。截至上半年，公司智能配用电在手订单 118.46 亿元（+36.95%），其中海外在手订单 44.28 亿元（+59.18%）。

配用电设备老牌企业，14 年布局康复医疗板块。公司成立于 2007 年，是配用电设备老牌企业，2011 年上市，2014 年增加医疗服务业务。公司业务包括智能配用电设备和医疗服务两大板块，智能配用电设备以智能电表产品为核心，拓展至一二次融合设备、成套设备、箱变、充电桩等产品，医疗服务业务聚焦康复医疗，下属医院达 25 家，位列社会办医医院集团 10 强。公司已分别面向智能配用电和医疗服务业务板块实施股权激励。

国内智能电表龙头，深耕海外多年订单快速增长。公司是国内智能电表龙头企业，2020 年以来我国推动新一代物联表应用，单表价值量和技术要求均有提高，公司市场份额和盈利能力有望稳中有增。随着防窃电、降低人工成本等要求的提高，海外智能电表需求快速增长，22-26 年新增安装量 CAGR 为 6.3%；公司深耕欧洲、中东、拉美等市场，客户覆盖海外大型电力集团，并复用智能电表渠道带动解决方案和配电设备出海。截至上半年，公司智能配用电在手订单中海外占比高达 37.4%。

公司康复医院版图快速扩张，25 年全国市场空间有望超 2000 亿元。公司将康复医疗作为医疗板块发展主要方向，采用外延并购和体内自建并行策略，连锁化复制经验，积极拓展康复医院版图。截至上半年，公司下属医院达 25 家，其中康复医院 19 家。根据公司股权激励方案，2022-2024 年医疗服务营收较 2020 年增长率分别不低于 30%/60%/90%，每年新增医院数量不低于 10 家，公司医疗服务业务进入快速发展期。

风险提示：国内智能电表升级换代需求不及预期；海外市场开拓进度不及预期；医院数量扩张速度不及预期。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。

我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 14.89/18.80/23.16 亿元，同比增长 57.0%/26.3%/23.2%，当前股价对应 PE 分别为 17/14/11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,023	9,098	10,558	12,941	15,673
(+/-%)	-1.0%	29.6%	16.0%	22.6%	21.1%
净利润(百万元)	690	948	1489	1880	2316
(+/-%)	-27.8%	37.4%	57.0%	26.3%	23.2%
每股收益(元)	0.50	0.67	1.05	1.33	1.64
EBIT Margin	8.4%	11.4%	13.3%	14.4%	15.1%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	10.3%	14.9%	17.1%	19.2%
市盈率 (PE)	36.4	26.9	17.2	13.6	11.0
EV/EBITDA	39.5	25.4	20.0	16.0	13.2
市净率 (PB)	2.81	2.65	2.41	2.20	1.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003
证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

基础数据

投资评级 买入(首次评级)
合理估值 21.30 - 22.87 元
收盘价 18.12 元
总市值/流通市值 25587/25276 百万元
52 周最高价/最低价 18.38/10.60 元
近 3 个月日均成交额 231.27 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

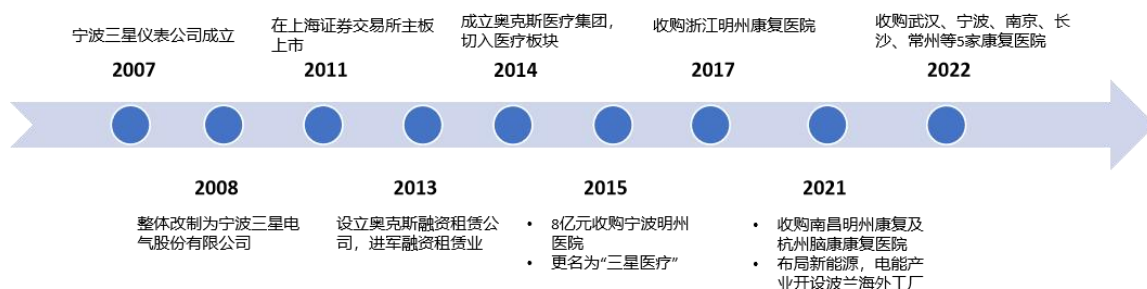
配用电设备老牌企业，2014 年增加康复医疗业务

1、发展历程

宁波三星医疗电气股份有限公司前身是成立于 2007 年的宁波三星仪表公司，主营智能配用电业务，2008 年实行股份制改革，2011 年 6 月 15 日在上海证券交易所主板成功上市，证券简称为“三星电气”。2013 年公司设立奥克斯融资租赁公司，公司进入融资租赁业。2014 年公司成立奥克斯医疗集团，切入医疗板块。2015 年公司收购宁波明州医院，正式开始布局康复医疗服务业务，并将证券简称变更为“三星医疗”。

公司在康复医疗领域快速扩张，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和南昌明州康复医院，2022 年收购武汉明州康复医院、南京明州康复医院、长沙明州康复医院、常州明州康复医院及宁波北仑明州康复医院等 5 家康复医院。

图1：公司历史沿革

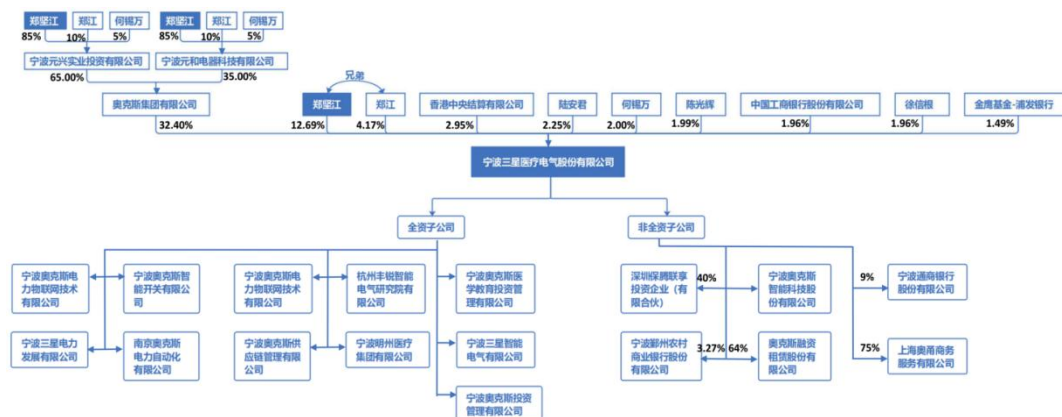


资料来源：公司公告、公司官方网站，国信证券经济研究所整理

2、股权结构

截至 2023 年中报，公司控股股东为奥克斯集团有限公司（32.40%）。公司实际控制人为郑坚江，直接持有公司 12.69% 的股份，通过奥克斯集团有限公司间接持有公司 27.54% 股权，合计约持有 40.23% 公司股权。郑坚江先生现任奥克斯集团有限公司董事长、党委书记，奥克斯集团业务涵盖家电、电能设备、医疗、地产、投资等领域。

图2：公司股权结构（截至 2023 年中报）



资料来源：公司公告，iFind，国信证券经济研究所整理

3、股权激励

2014-2022 年期间，公司共进行了 5 次股权激励。2022 年公司发布第五次股权激励计划公告，拟向 217 名激励对象授予公司限制性股票 952.2 万股，占公司总股本 0.68%，其中首次授予限制性股票 762.2 万股，授予价格为 7.56 元/股；预留部分限制性股票 190 万股，授予价格 6.64 元/股。

表1：公司历年股权激励方案概况

序号	授予日	授予对象	授予人数	授予股票数量	占激励计划公告日总股本比例
第一期	2014.08.19	总经理、副总、董秘、财务总监、中层管理人员、核心技术（业务）人员	152 人	780 万股	1.95%
第二期	2015.06.30	公司及子公司核心技术（业务）人员	486 人	360.825 万股	0.30%
第三期	2018.01.05	总裁忻宁、财务负责人梁嵩峦、董秘缪锡雷、中层管理人员、核心技术（业务）人员	136 人	1087 万股	0.77%
第四期	2021.12.21	董事长沈国英、董秘郭粟、医疗集团管理人员、核心骨干人员	220 人	1746.35 万股	1.26%
第五期	2022.03.03	财务负责人梁嵩峦、智能配用电相关管理人员、核心骨干人员	217 人	952.2 万股	0.68%

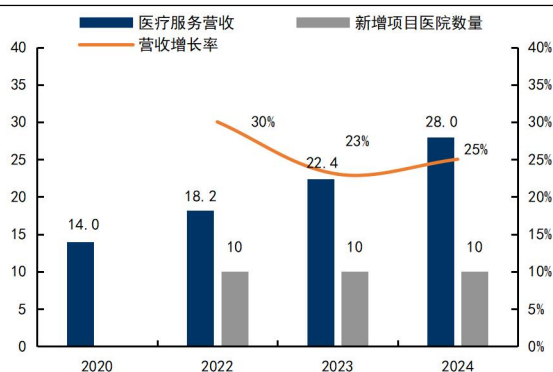
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

第四期与第五期激励计划的授予对象分别为医疗板块和智能配用电相关管理人员，考核年度均为 2022-2024 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，公司层面业绩考核目标需满足：

第四期：以 2020 年为基准年，公司 2022-2024 年医疗服务营业收入增长率不低于 30%/60%/100%；每年公司新增项目医院数量不低于 10 家。

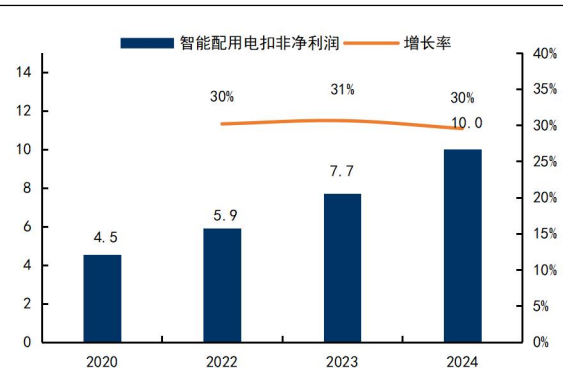
第五期：以 2020 年为基准年，公司 2022-2024 年智能配用电扣非净利润增长率不低于 30%/70%/120%。

图3：第四期股权激励业绩考核目标（单位：亿元，家，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：第五期股权激励业绩考核目标（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4、分红

2011-2022 年公司实现现金分红 11 次，累计现金分红数额为 35.73 亿元，分红率为 42.61%。2022 年公司现金分红 4.94 亿元，现金分红率 52.15%，远高于 2022 年上交所主板平均分红率 33.38%。

图5：公司历年分红统计（单位：亿元、%）

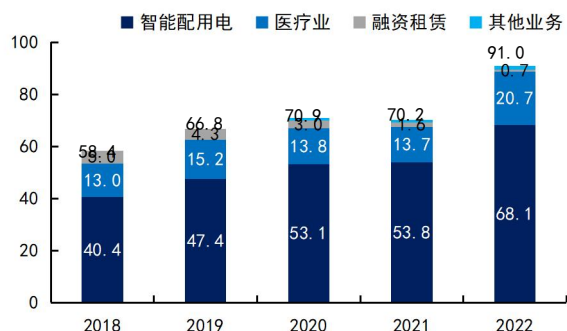


资料来源：公司公告，iFind，国信证券经济研究所整理

双主业协同发展，海外市场表现亮眼

公司主营业务包括智能配用电、医疗服务两大板块。2022 年公司智能配用电营收 68.1 亿元，营收占比为 74.8%；医疗服务营收 20.7 亿元，营收占比为 22.7%。公司业务主要集中在国内市场，2022 年国内营收 73 亿元。随着海外智能配用电需求的增加，2022 年公司海外业务营收达到 16.4 亿元，营收占比 18.0%。公司持续专注于主营业务，融资租赁业务不断收缩，营收由 2018 年的 5.0 亿元降至 2022 年的 0.7 亿元。

图6：公司按产品营业收入结构（单位：亿元）



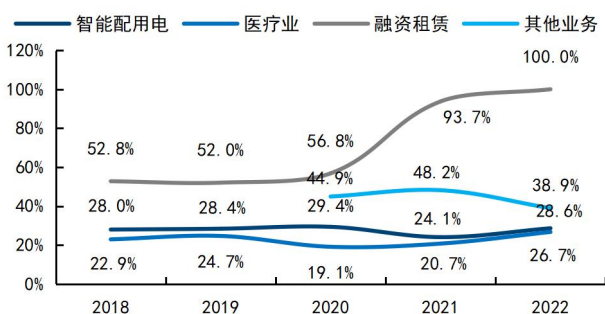
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图7：公司按地区营业收入结构（单位：亿元）



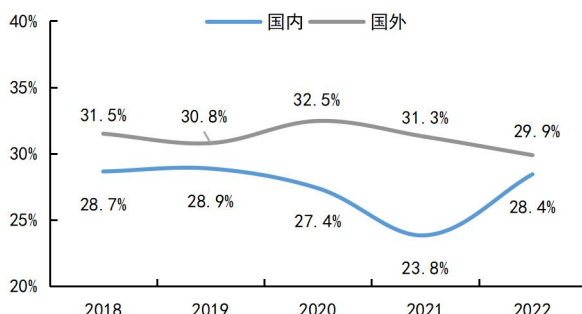
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图8：公司主要产品毛利率（单位：%）



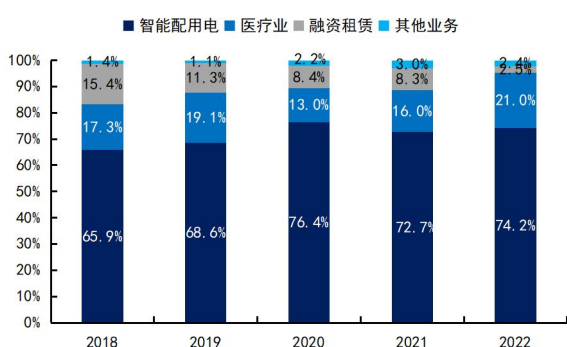
资料来源：公司公告，iFind，国信证券经济研究所整理

图9：公司分地区毛利率（单位：%）



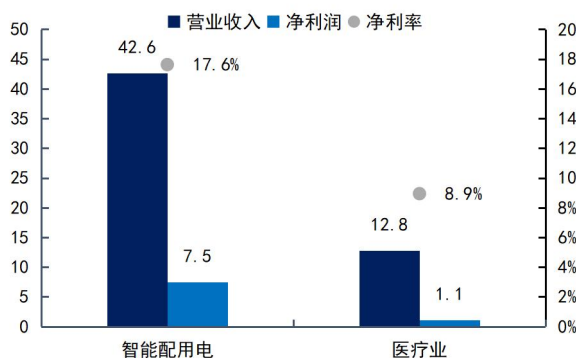
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图10：公司按产品毛利贡献结构（单位：%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图11：公司 2023 上半年分板块收入润情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上半年配用电与医疗服务业绩实现双高增。2023 年上半年公司智能配用电板块实

现营收 42.6 亿元，实现净利润 7.5 亿元，同比增长 179%，销售净利率 17.6%；医疗服务板块实现营收 12.8 亿元，实现净利润 1.1 亿元，同比增长 48%，销售净利率 8.9%。

智能配用电业务：

智能配用电业务布局丰富，聚焦智能电表外延广阔。公司深耕智能配用电板块，主要从事电能计量及信息采集产品、配电设备的研发、生产和销售，是我国领先的智能配用电整体解决方案提供商。公司产品布局多元，涵盖智能电表、一二次融合成套设备、配电终端、环网柜、变压器、箱变、逆变器、充电桩等，广泛应用于智能配电、用电和新能源发电等领域。

图12：公司智能配用电板块主要产品

智能用电产品及解决方案		智能配电产品及系统		新能源产品	
智能电表		一二次融合成套设备		光伏箱变	
智能终端		智能配电终端		风电箱变	
电力箱		环网柜		光伏预制舱	
通信模块		环保气体柜		逆变器	
系统软件等产品及配套的全生命周期服务		智能化预装式变电站		充电桩	
		高低压开关成套设备			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司持续深耕国内市场，海外业务快速拓展。在国内，公司利用差异化销售与品牌优势，驱动电网、非电网、行业大客户齐头并进，与新能源五大六小央企深度合作，中标量与销售额均持续位居行业前列。在海外，继 2020 年在瑞典和沙特项目中中标近 15 亿元智能电表订单后，公司紧抓全球智能电网改造机会，开拓配用电整体解决方案，持续深耕中东、欧洲、非洲、拉美等区域，连续签约一批重要项目；同时在南亚、中东等市场配电业务取得重大突破，业务快速增长。

深耕欧洲市场十五年，客户覆盖海外大型电力集团。公司在海外依托巴西、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，销售网络已覆盖 70 多个国家和地区，其中欧洲市场公司已覆盖 13 个国家。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。公司国外客户包括瑞典 Vattenfall 电力公司、欧洲 E. on 集团、巴西 Enel 电力公司、沙特 SEC 电力公司等。

复用智能用电销售体系，推动智能配电业务出海。在海外智能配电业务领域，公司紧抓全球智能电网改造机会，在现有海外智能用电业务的销售体系中逐步导入智能配电业务，进一步提升公司向海外客户提供智慧能源整体解决方案的能力。公司已在中东、亚太市场取得突破，成功中标沙特国家电力公司配网智能化改造项目。

表2: 公司 2023 年中标情况 (截至 2023 年 9 月 10 日)

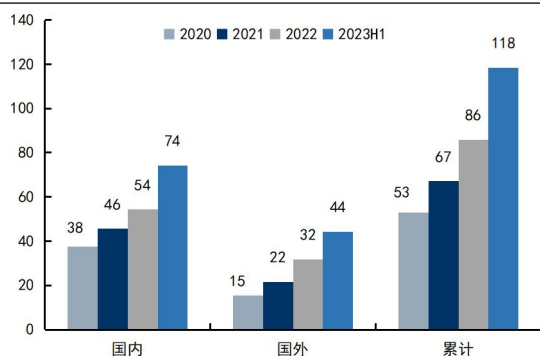
公告时间	中标项目	中标候选人 (公司/子公司)	中标金额 (万元)
2023. 2. 6	南方电网公司 2022 年配网设备第二批框架招标项目	奥克斯智能科技	10821. 22
2023. 3. 30	国网上海市电力公司 2023 年第二次配网物资协议库存招标采购项目	三星医疗、奥克斯智能科技	7084. 52
2023. 5. 18	国网上海市电力公司 2023 年第三次配网物资协议库存招标采购项目	奥克斯智能科技	7223. 39
2023. 5. 23	国网浙江省电力有限公司 2023 年第一次配网物资协议库存招标采购项目	奥克斯智能科技	9138. 19
2023. 5. 24	国网江苏省电力有限公司 2023 年第一次配网物资协议库存公开招标采购项目	奥克斯智能科技	9411. 71
2023. 6. 5	国家电网有限公司 2023 年第三十五批采购 (营销项目第一次电能表 (含用电信息采集) 招标采购)	三星医疗	30504. 51
	国家电网有限公司 2023 年第三十六批采购 (营销项目第一次充换电设备协议库存招标采购)	三星智能	866. 26
	南方电网公司 2023 年计量产品第一批框架招标项目	三星医疗	18267. 03
	南方电网公司 2023 年数字变电站和智能配电系列传感终端物资第一批框架招标项目	奥克斯智能科技	3598. 69
2023. 6. 7	国家电网有限公司 2023 年第三十五/三十六批采购 (营销项目第一次电能表 (含用电信息采集) 招标采购)	三星医疗、三星智能	31370. 77
2023. 6. 12	国网安徽省电力有限公司 2023 年第一次配网物资协议库存公开招标采购项目	奥克斯智能科技	11433. 57
2023. 6. 22	中国华电集团有限公司 2023 年新能源 35kV 箱式变压器框架采购项目	奥克斯智能科技	47696. 70
2023. 7. 22	广州发展 2023 年光伏箱变设备集中采购项目	奥克斯智能科技	13200
2023. 8. 5	南方电网公司 2023 年配网设备第一批框架招标项目	奥克斯智能科技	17836. 55
2023. 9. 7	中国绿发投资集团有限公司集中招标采购项目	奥克斯智能科技	36800

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新能源产品包括充电桩逆变器等, 上半年收入大幅增长。新能源领域, 公司直流充电桩已全覆盖 60-480kW 功率等级, 近年来中标业绩网内领先。2023 年上半年, 公司打造新的产品矩阵, 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, 并陆续在国内外市场实现销售。上半年公司实现新能源业务收入 3.75 亿元, 同比增长 187.8%。

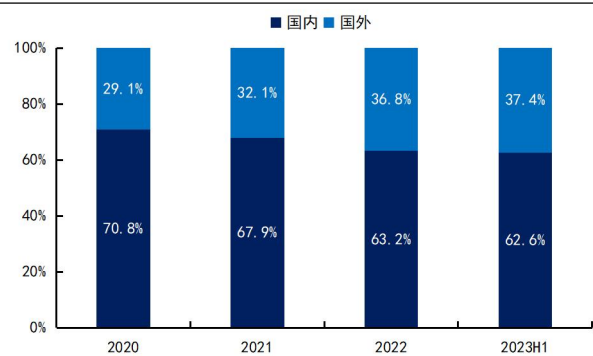
智能配用电订单快速增长, 在手订单中海外占比超 35%。截至 2023 年上半年, 公司累计在手订单 118.46 亿元, 同比增长 36.95%, 其中国内累计在手订单 74.18 亿元, 同比增长 26.42%; 海外累计在手订单 44.28 亿元, 同比增长 59.18%。2020 年以来, 受海外订单增长快于国内影响, 公司海外在手订单占比稳步增长, 2023 年上半年海外在手订单占比达到 37.4%。

图13: 2020-2023H1 公司在手订单情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司国内外在手订单结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

医疗服务业务：

公司医疗服务业务主要围绕实体医疗机构的建设、运营、投资并购，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。

公司坚持康复医疗作为医疗板块战略发展的重要方向，通过外延并购和体内自建并行的策略，积累并发挥连锁化复制经验，积极拓展康复医院版图。目前公司下属医院达 25 家，总床位数约 7300 张，位列社会办医医院集团 10 强及上市医服医疗服务企业 15 强，为业内领先的连锁康复医疗机构。

图15：公司下属医院情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3：南京明州康复利润表预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027 至永续年
占床数量（张）	231.18	296.25	301.85	321.85	321.85	321.85	321.85
床日均费用（元）	1294.41	1207.18	1267.98	1313.89	1353.31	1393.91	1393.91
病床有效使用率	65%	84%	86%	84%	84%	84%	84%
住院收入（万元）	10647.38	12009.16	12852.38	14200.18	14626.18	15064.97	15064.97
增长率	-	13%	7%	10%	3%	3%	-
营业收入（万元）	10912.69	12271.16	13125.68	14485.14	14923.49	15375.24	15375.24
营业成本（万元）	7121.51	8259.57	8759.58	9625.03	9992.28	10368.61	10368.61
毛利率	35%	33%	33%	34%	33%	33%	33%
销售费用（万元）	699.44	804.90	855.30	935.47	961.36	988.05	988.05
销售费率	6%	7%	7%	6%	6%	6%	6%
管理费用（万元）	1477.02	1187.63	1225.55	1277.20	1313.82	1352.12	1352.12
管理费费率	14%	10%	9%	9%	9%	9%	9%
财务费用（万元）	146.49	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
税金及附加（万元）	5.30	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
营业利润（万元）	1506.07	2004.72	2270.80	2633.10	2641.69	2652.12	2652.12
减：所得税费用（万元）	376.13	510.18	576.70	667.27	669.42	672.03	672.03
净利润（万元）	1114.87	1494.54	1694.10	1965.82	1972.27	1980.09	1980.09

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

创新康复医疗模式与综合医院相协同。公司已建立起“大综合托底，强专科连锁”的医疗体系，坚持走差异化、连锁化、品牌化发展道路。公司首家医院宁波明州医院完成三乙评审工作，并于 2023 年 3 月顺利通过综合评定，正式确定为三级乙

等综合医院；浙江明州康复通过 CARF 国际认证（三年期），引入第三方机构，按国际康复标准提高医院服务品质建设。

表4: 武汉明州康复利润表预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027 至永续年
占床数量（张）	210.47	244.00	272.00	285.00	291.00	300.00	300.00
床日均费用（元）	1228.17	1236.31	1271.85	1335.38	1379.16	1425.17	1425.17
病床有效使用率	62%	72%	74%	78%	79%	82%	82%
住院收入（万元）	8805.78	10250.86	11780.93	12960.56	13667.26	14560.04	14560.04
增长率	-	16%	15%	10%	5%	7%	-
营业收入（万元）	8875.95	10320.89	11851.97	13032.65	13740.45	14634.38	14634.38
营业成本（万元）	4605.76	5716.77	6555.97	7135.03	7547.48	8152.98	8152.98
毛利率	48%	45%	45%	45%	45%	44%	44%
销售费用（万元）	799.83	913.14	1050.85	1155.13	1225.65	1309.45	1309.45
销售费率	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
管理费用（万元）	1752.79	1652.45	1893.22	2056.06	2230.43	2407.12	2407.12
管理费率	20%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
财务费用（万元）	269.01	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
税金及附加（万元）	1.22	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12
营业利润（万元）	1448.59	2012.41	2325.81	2660.31	2710.77	2738.70	2738.70
减：所得税费用（万元）	376.66	517.70	601.64	688.79	705.52	716.38	716.38
净利润（万元）	1071.93	1494.71	1724.17	1971.52	2005.25	2022.32	2022.32

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：收入利润保持较强韧性，上半年利润同比高增

营业收入稳步增长，净利润迎来拐点。2018年以来公司营业收入实现稳健增长，2018-2022年公司营收复合增速为11.6%；2022年公司实现营收90.98亿元，同比增长+30%，实现归母净利9.48亿元，同比增长+37%。2023年上半年公司实现营收55.49亿元，同比增长+26%；实现归母净利润8.7亿元，同比增长+148%。

2022年以来收入利润快速增长。2022年公司营收与归母净利齐增，主要系：1）全球电网改造，推动公司智能用电板块渠道与产品布局多元化。国内非电网及行业大客户增速较快，且智能配电产品出海加速。2）医疗服务板块非同一控制下企业合并，康复医院经营规模增加。

图16：公司年度营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图17：公司年度归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图18：公司年度扣非净利润及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图19：公司季度扣非净利润及同比增速（单位：亿元、%）

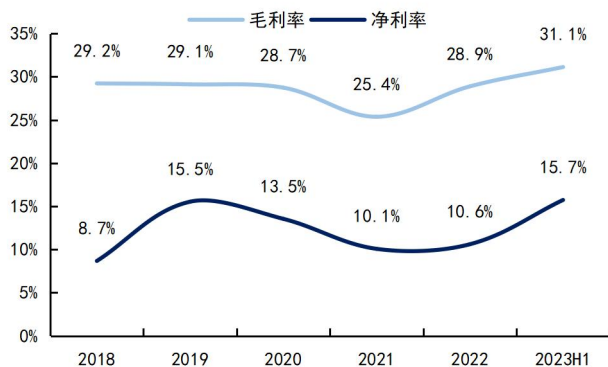


资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

多重因素拖累 20-21 年业绩，公司业绩呈现较强季节性。2020-2021 年利润端出现短暂下滑，主要是受全球疫情反复、供应链紧缺和原材料成本上涨等多因素影响。分季度看，公司扣非净利润高峰一般出现在第二至第三季度，第四季度受较多销售费用计提影响净利润一般环比有所下降。

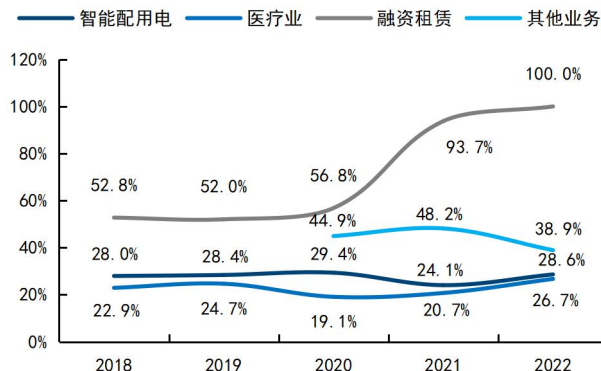
公司毛利率持续改善。受到芯片、大宗等原材料价格上涨影响，公司销售毛利被压缩，2021 年毛利率将至 25.4%，同期减少 3.3pct；净利率为 10.1%，同期减少 3.4pct。2021 年后原材料成本有所下降，毛利率有所上升，2023 年 H1，公司毛利率为 31.1%，同比+2.2pct；净利率为 15.7%，同比+5.1pct。

图20: 公司年度销售毛利率/净利率情况 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

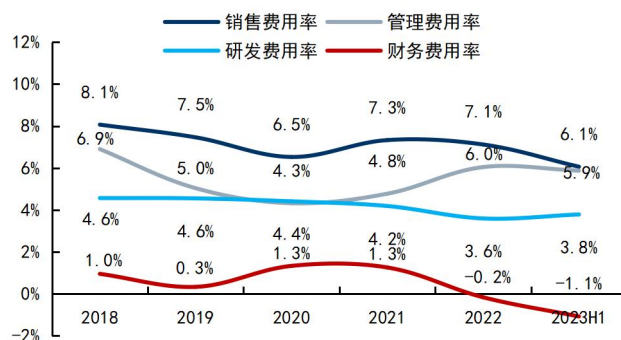
图21: 公司主要产品毛利率 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

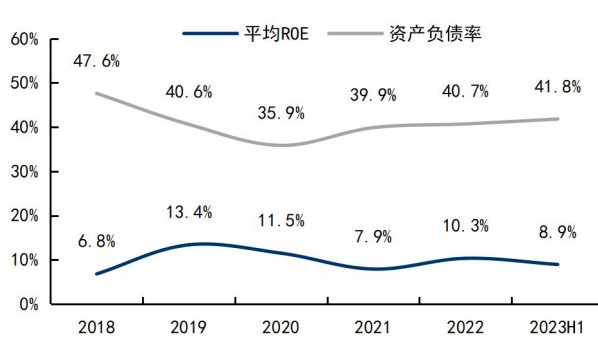
公司期间费用率整体保持下降趋势。上半年公司期间费用率为 14.6%，其中销售费用率为 6.1%，同比+0.4pct，主要系营收增长所致；管理费用率为 5.9%，同比+0.5pct，主要系非同一控制下企业合并 7 家医院及职工薪酬增加所致；研发费用率为 3.8%，同比+0.5pct，主要系研发投入、职工薪酬及产品研发材料费投入增加所致；财务费用率为-1.1%，同比-0.9pct，主要系人民币较美元、欧元贬值汇兑收益增加所致。

图22: 公司年度费用率情况 (单位: %)



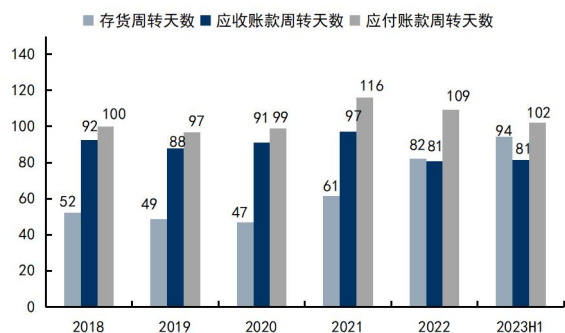
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司资产负债率/ROE 情况 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图24: 公司营运能力指标变化情况 (单位: 天)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图25: 公司经营现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

资产负债率保持低位，盈利能力稳步提升。2023 年上半年公司资产负债率为

41.8%，同比增长 0.9pct，总体保持稳定；上半年公司平均 ROE 为 8.9%，同比增长 5.0pct.，盈利能力大幅提升。

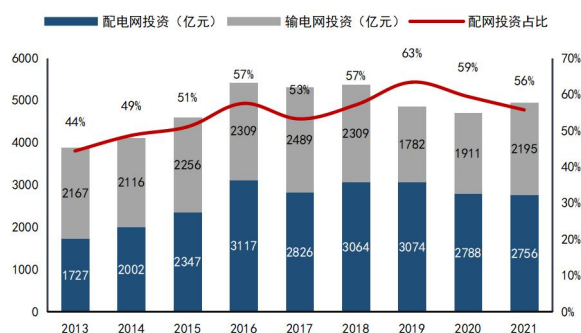
存货周转天数有所上升，现金流情况良好。2018-2023 年上半年，公司应付账款与应收账款周转天数保持稳定，存货周转天数呈上升趋势，主要系公司业务规模增长，为满足订单交付对长周期物料进行备料及产品备货所致。2021 年公司经营性净现金流同比显著下降，主要系原材料价格上涨，备货、备料导致货款支付增加。2022 年经营性净现金流恢复至 12.23 亿元，2023 年上半年经营性净现金流延续良好态势。

配用电改造需求迫切，龙头企业海外业务成长可期

配电侧：

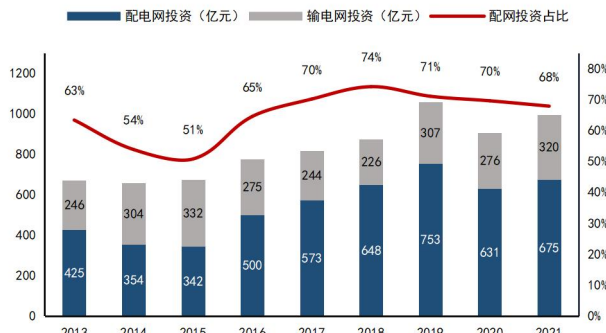
配电网是未来电网投资两大重心之一。未来电网投资的两大方向包括以特高压、超高压为代表的输电网投资和可适应大量分布式能源接入、能量/信息双向传输的配电网投资。“十三五”期间由于特高压建设节奏放缓、配电网接入用户与电源特性发生显著变化，电网投资重心向配电网倾斜；“十四五”期间随着风光大基地建设和虚拟电厂、需求侧响应、分布式智能电网等新需求和模式的出现，我们预计输电网与配电网投资将呈现景气共振态势。

图26: 全国电网投资结构历史情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家能源局，中电联，国信证券经济研究所整理

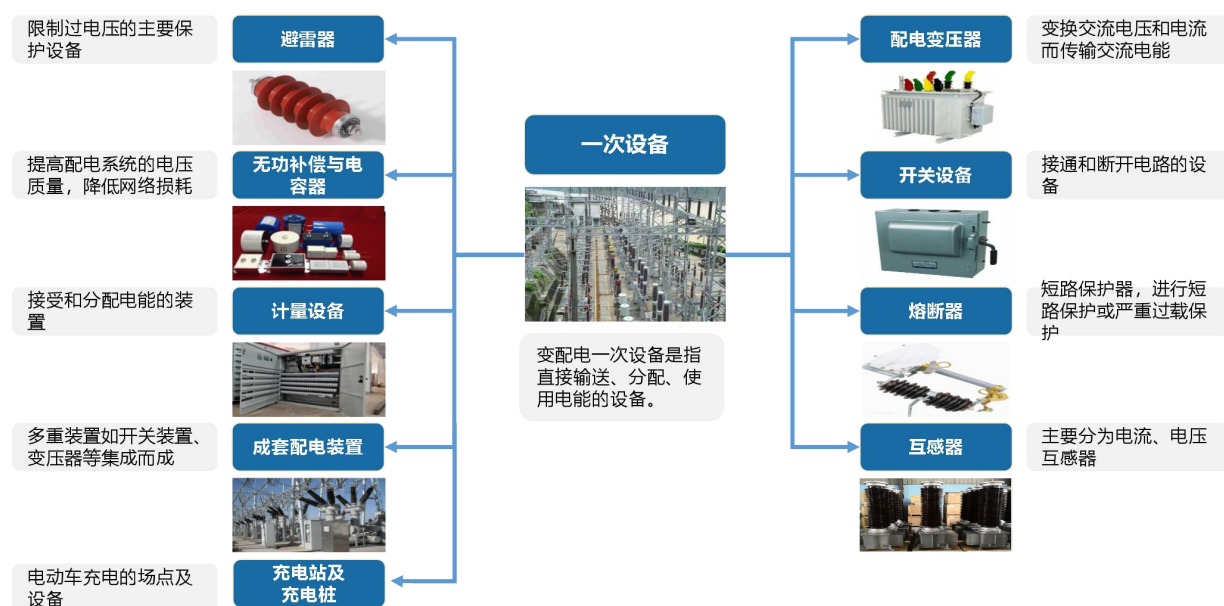
图27: 南方电网投资结构历史情况（单位：亿元，%）



资料来源：南方电网，国信证券经济研究所整理

配网一次设备品种繁多，市场格局较为分散。配电网一次设备包括配电变压器、开关柜、柱上开关、智能电表、无功补偿装置等，二次设备包括配电自动化系统、监控系统等。配电网一次设备电压等级较低，市场格局较为分散，且具有较强的区域属性。配电网二次设备涉及电网调度、控制、监控等关键功能，市场格局较为集中，优势企业基本同时从事输电网二次设备业务。

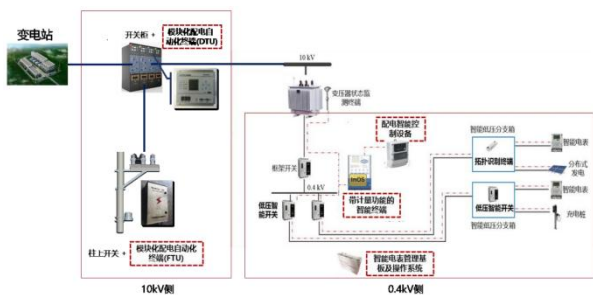
图28: 配电网主要一次设备



资料来源：中电联，国信证券经济研究所整理

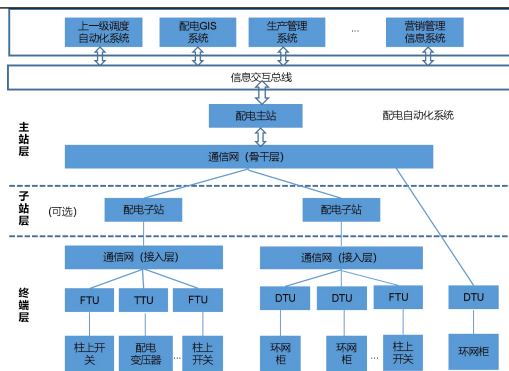
配电自动化系统是配网安全运行的重要保障。配电自动化系统由配电主站、配电子站、配电终端和通信网络组成，可以实现配电网的运行监视和控制，具备配电SCADA、故障处理、分析应用及与相关应用系统互连等功能。配电终端相当于配电自动化系统的“神经末梢”与“触手”，是安装在配电网的各种远方监测、控制单元的总称，完成数据采集、控制、通信等功能。配电终端主要包括馈线终端（FTU）、站所终端（DTU）、配变终端（TTU）和故障指示器（FLD）。

图29：配电网主要一二次设备示意图



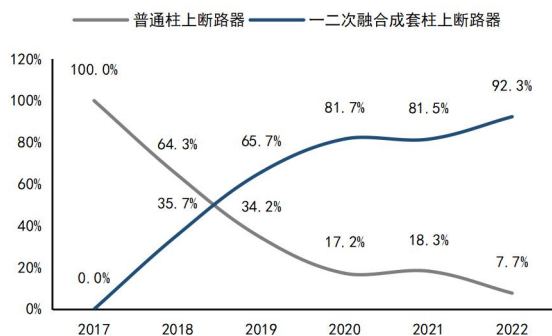
资料来源：南网科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

图30：配电自动化系统典型结构图



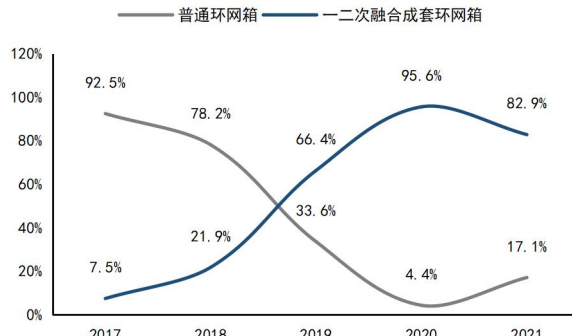
资料来源：李群，《配电自动化建设与应用新技术》，中国电力出版社，2020，国信证券经济研究所整理

图31：国网历年一二次融合柱上断路器招标占比（单位：%）



资料来源：EPTC，国家电网，国信证券经济研究所整理

图32：国网历年一二次融合环网箱招标占比（单位：%）



资料来源：EPTC，国家电网，国信证券经济研究所整理

表5：传统自动化开关与一二次融合开关对比

功能对比	传统自动化开关	一二次融合智能开关
短路故障	需整条线路不同开关多次配合跳闸才能隔离故障	自动隔离出最小故障区域，防止越级跳闸
线损采集	无	有
一二次设备接口	一二次设备线缆繁多，可靠性低	只需一条控制线缆，可靠性高
调试与维护	需要专业人员调试维护	免调试维护
重量	约150kg	约80kg
机械寿命	10000次以上	20000次以上

资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

配电自动化率已达90%以上，一二次融合开关提供发展新契机。配电自动化覆盖率对于供电可靠性、电能质量有重要意义。根据国家电网数据，2012年国网配电自动化覆盖率仅为10%，2015年开始两网加大配电自动化改造力度，2020年覆盖率达到90%。2016年以来，国家电网推动配网一二次融合设备应用，一二次融合柱上断路器和环网柜逐步取代传统的FTU+柱上断路器、DTU+环网柜，在反应速度、

诊断准确率及智能化水平等方面具有明显优势，根据国网招标数据，2017-2022 年一二次融合设备在柱上断路器和环网箱招标占比快速提升。

用电侧：

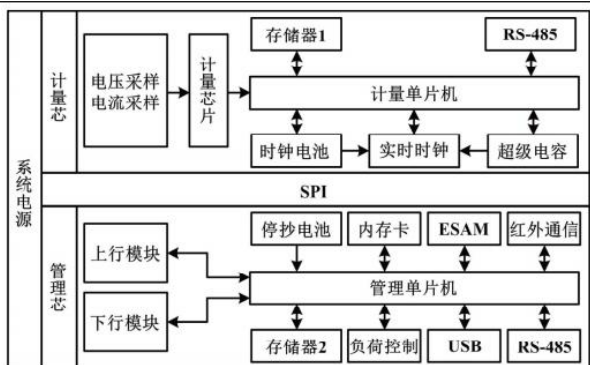
2020 年以来我国开展物联表研发工作，两网陆续启动招标。2010-2020 年，我国电表产品以智能电表为主，与预付费电表的主要区别在于增加了通讯模块，可实现双向费率计量和数据传输，截至 2020 年底智能电表在全国基本完成普及。2020 年以来，随着泛在物联网的发展，国家电网和南方电网均加大了 IR46 新标准体系下新一代智能电表的研发工作。

表6：我国电表发展主要历程

发展阶段	电表类型	主要特征
1990-2005	普通电子式电表	产品主要为普通电子式电表，主要功能是计量有功电能及其他参数
2005-2010	预付费电表	在普通电子式电表的功能之上，增加了预付费控制功能，可以实现有条件供电控制
2010-2020	智能电表	除了具备传统电表基本用电量的计量功能以外，为了适应智能电网和新能源的使用它还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、防窃电功能等智能化的功能
2020 至今	基于 IR46 标准的新一代智能电表	采用“双芯”设计，计量功能芯片与管理功能芯片分离，管理功能可实现在线软件升级且不影 响计量功能的准确性和稳定性

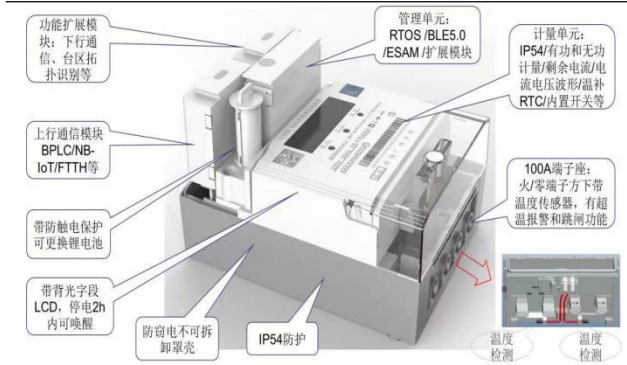
资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

图33：新一代智能电表“双芯”设计原理示意图



资料来源：王立洲等，《基于 IR 46 标准的新型智能双芯电表设计》，自动化仪表，2018，39（5）：20-24，国信证券经济研究所整理

图34：新一代智能电表主要模块与功能



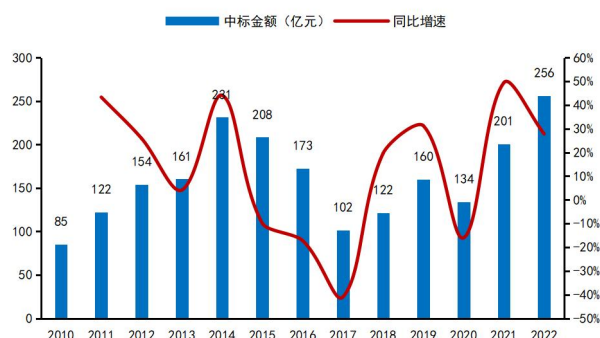
资料来源：环球表计，国信证券经济研究所整理

图35：国家电网智能电表历年招标数量（单位：万台，%）



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

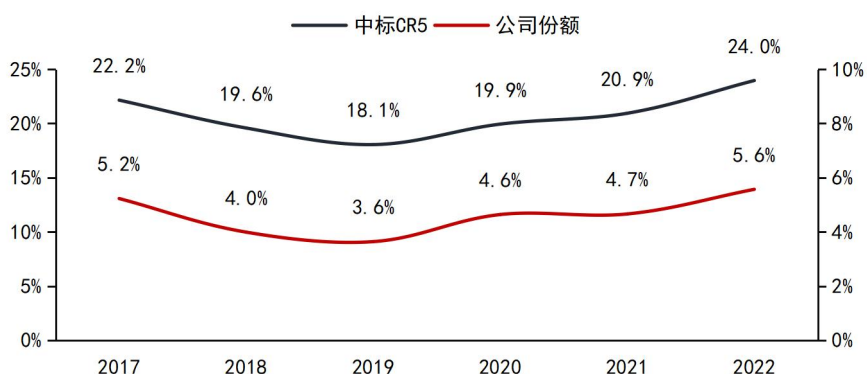
图36：国家电网智能电表历年中标金额（单位：亿元，%）



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

智能电表有望迎来替换周期，物联表推动单表价值量提升。我国智能电表上一轮替换高峰在 2014-2015 年，目前版本智能电表的使用寿命一般为 8-10 年，2022 年我国国家电网智能电表招标金额达到 256 亿元，同比增长 28%，创造 2014 年以来的最高值，我国有望迎来智能电表替换高峰。随着物联表渗透率的提升，智能电表均价从 2020 年的 250 元/台增长至 2022 年的 370 元/台，我们预计未来 2-3 年单表价值量整体将呈现上行走势，招标金额有望稳中有增，但根据国家电网 2020 年发布的智能电表通用技术规范，新一代智能电表使用寿命要求大于等于 16 年，未来表计的更换周期也将相应延长。

图37：国家电网智能电表中标集中度与公司份额（单位：%）



资料来源：国家电网，数识电力，煜邦电力招股说明书，国信证券经济研究所整理

智能电表市场格局分散，物联表有望推动集中度提升。根据统计数据，每年参与国家电网智能用电产品（包括智能电表和用电信息采集系统）统招的企业数量超过 90 家，第一名中标金额占比一般不超过 5%；参与南方电网统招的企业数量超过 20 家，第一名中标金额占比一般不超过 15%。物联表由于功能复杂、寿命更长，技术门槛相应更高，对于企业的综合实力提出了更高要求。2019 年以来，随着物联表的逐步推广应用，国家电网智能电表统招中标 CR5 从 18.1% 提升至 24.0%。

公司是智能电表龙头企业，中标份额稳中有升。2020 年以来，公司在国家电网智能电表统招中标排名稳居第一，市场份额从 2019 年的 3.6% 提升至 5.6%。我们预计随着物联表渗透率的持续提升，公司份额有望稳中有增。

表7：2017-2019 年国网智能电表中标情况统计（单位：亿元，%）

企业简称	2017			2018			2019		
	中标金额	市占率 (%)	排名	中标金额	市占率 (%)	排名	中标金额	市占率 (%)	排名
三星医疗	5.35	5.23%	1	4.85	3.99%	3	5.81	3.64%	3
华立科技	3.07	3.00%	10	3.38	2.78%	10	5.24	3.28%	4
东方威思顿	4.40	4.30%	4	4.95	4.07%	2	6.31	3.94%	2
许继仪表	3.86	3.78%	6	4.51	3.71%	4	5.08	3.18%	5
炬华科技	3.89	3.80%	5	4.13	3.39%	6	4.88	3.05%	6
威胜集团	4.52	4.42%	2	5.26	4.33%	1	6.41	4.01%	1

资料来源：国家电网，数识电力，煜邦电力招股说明书，国信证券经济研究所整理

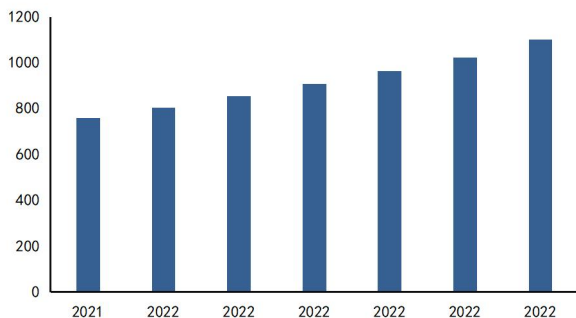
表8: 2020-2022 年国网智能电表中标情况统计 (单位: 亿元, %)

企业简称	2020			2021			2022		
	中标金额	市占率 (%)	排名	中标金额	市占率 (%)	排名	中标金额	市占率 (%)	排名
三星医疗	6.23	4.64%	1	9.35	4.66%	1	14.28	5.57%	1
华立科技	4.10	3.06%	5	7.97	3.97%	3	10.9	4.25%	4
东方威思顿	5.68	4.23%	3	7.90	3.94%	4	12.52	4.88%	3
许继仪表	3.61	2.69%	11	7.60	3.79%	5	10.4	4.06%	6
炬华科技	5.04	3.75%	4	7.24	3.61%	6	10.56	4.12%	5
威胜集团	5.72	4.26%	2	9.18	4.58%	2	13.19	5.14%	2

资料来源: 国家电网, 数识电力, 煜邦电力招股说明书, 国信证券经济研究所整理

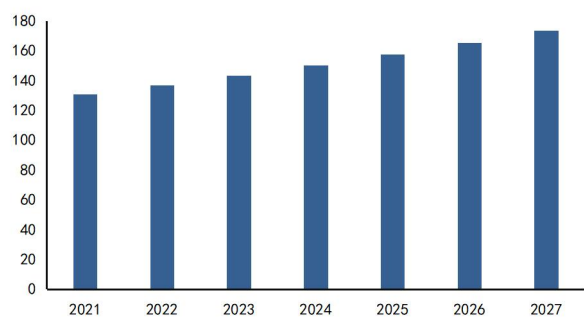
欧洲与拉美智能电表市场前景广阔。根据 Berg Insight 数据, 亚太地区是世界上最大的智能电表市场, 从 2021 年到 2027 年, 智能电表累计装机数量预计将从 2021 年的 758 百万台增长至 2027 年的 1100 百万台。欧洲是全球第二大智能电表区域市场, 2021 年底智能电表渗透率为 53%, 预计到 2027 年将增至 74%。拉美市场智能电表渗透率提升空间巨大, 2022 年底智能电表渗透率为 6.2%, 预计到 2028 年将提升至 19.1%。此外, 在非洲、中东、东南亚等地区, 随着防窃电、降低人工抄表成本等需求的日益提升, 智能电表需求有望迎来较快增长。

图38: 亚太地区智能电表累计装机规模 (单位: 百万台)



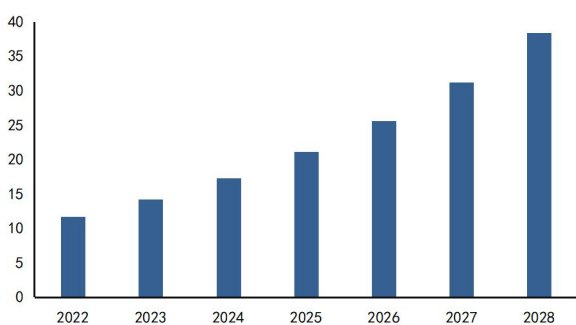
资料来源: Berg Insight, 国信证券经济研究所整理

图39: 北美地区智能电表累计装机规模 (单位: 百万台)



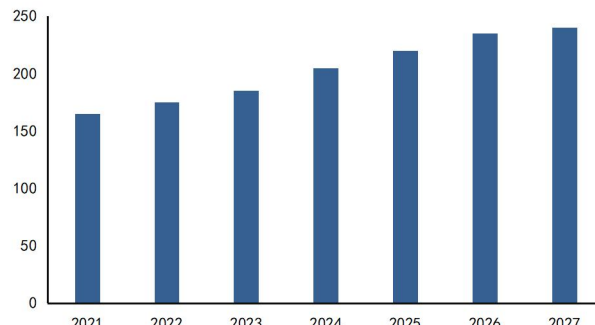
资料来源: Berg Insight, 国信证券经济研究所整理

图40: 拉美地区智能电表累计装机规模 (单位: 百万台)



资料来源: Berg Insight, 国信证券经济研究所整理

图41: 欧洲地区智能电表累计装机规模 (单位: 百万台)

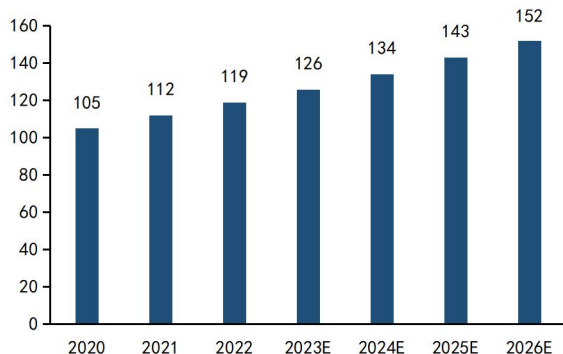


资料来源: Berg Insight, 国信证券经济研究所整理

22-26 年全球智能电表需求 CAGR 为 6%, 中国智能电表出口快速增长。智能电表是分布式能源发展、用户侧商业模式拓展的基石, 随着新能源在全球的快速发展,

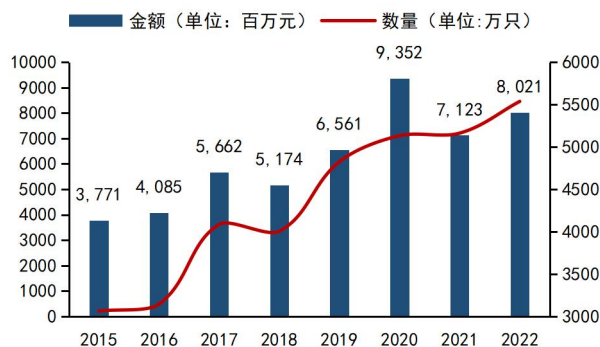
智能电表升级换代需求迫切。根据艾媒咨询预测，全球智能电表市场空间将从2022年的119亿美元增长至2026年的152亿美元，CAGR为6.3%。根据中国海关数据，2020年以来我国智能电表出口金额与数量快速增长，2022年出口金额达到80.21亿元，出口数量超过5500万只。

图42: 全球智能电表市场空间 (单位: 亿美元)



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

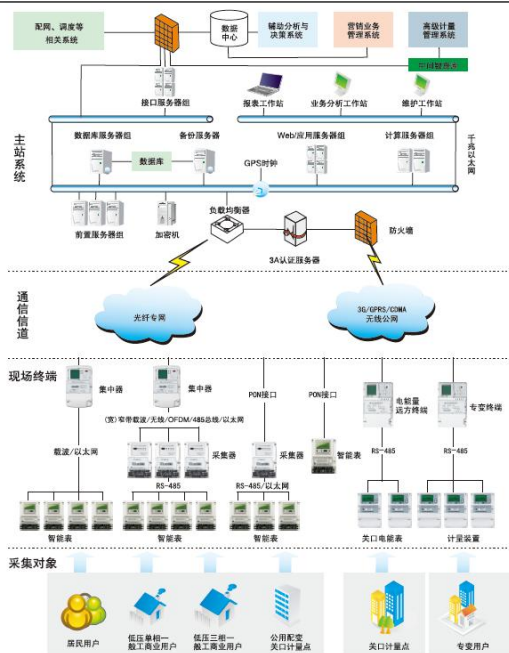
图43: 中国智能电表出口金额与数量 (单位: 百万元, 万只)



资料来源: 中国海关, 国信证券经济研究所整理

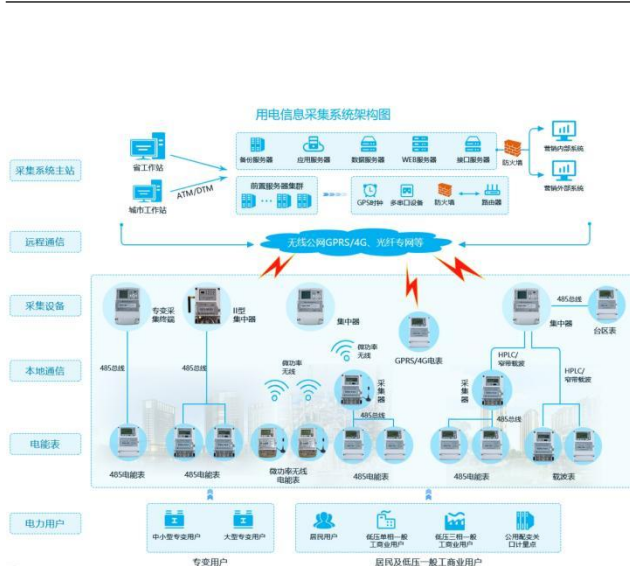
头部企业陆续形成海外高端市场突破, 复用渠道进入解决方案与配电市场。以海兴电力、三星医疗、威胜集团等企业为代表的国内智能电表企业已经在海外形成稳定的供货关系并建有产能。AMI 即高级量测体系 (Advanced Metering Infrastructure), 是智能电网的重要组成部分, 是涵盖包括表计、通信、数据处理、应用在内的软硬件整体解决方案, 较智能电表单一产品价值量大幅提升。国内头部企业通过复用智能电表销售渠道, 已经形成 AMI 解决方案供货能力, 并实现开关等配电设备的出口。

图44: 电能计量采集系统解决方案



资料来源: 三星医疗官方网站, 国信证券经济研究所整理

图45: 用电信息采集系统架构图



资料来源: 炬华科技官方网站, 国信证券经济研究所整理

表9: 智能电表相关公司海外业务简介

公司名称	海外业务简介
海兴电力	1995 年出口机械表到厄瓜多尔、英国、伊拉克、巴基斯坦、埃及等地；2008 年电能表测试设备出口美国和加拿大；2009 年成立印尼工厂，全面布局印尼市场；2010 年巴西子公司 ELETRA 成立，秘鲁区域总部成立；2011 年自主品牌进入欧洲智能电表市场。目前，公司为全球 90 多个国家提供智能产品和创新解决方案。
三星医疗	2015 年开始探索海外市场，目前已成功在巴西、印尼、孟加拉、波兰等多地设厂，开展本地化业务合作。营销渠道和战略合作项目遍布 70 多个国家和地区。
威胜集团	2001 年协助埃及组建了电子式电能表生产基地；2011 年与西门子股份公司签订表计硬件供货协议，全面参与国际智能计量业务。一直以来，威胜深耕国内电能计量领域，同时大力开拓海外市场，产品已出口至 50 多个国家和地区，并在坦桑尼亚、巴西设立本地化工厂向客户提供更贴近的服务。
林洋能源	公司成立于 1995 年，2004 年林洋电表首次出口南美，开始走向国际市场。目前公司产品已经销往全国各个省市，并远销欧洲、中东、东亚、东南亚、非洲、南美洲等 30 多个国家和地区。
炬华科技	公司成立于 2006 年，产品出口欧盟、南美、非洲等地区，为德国 EON 公司长期战略合作供应商。

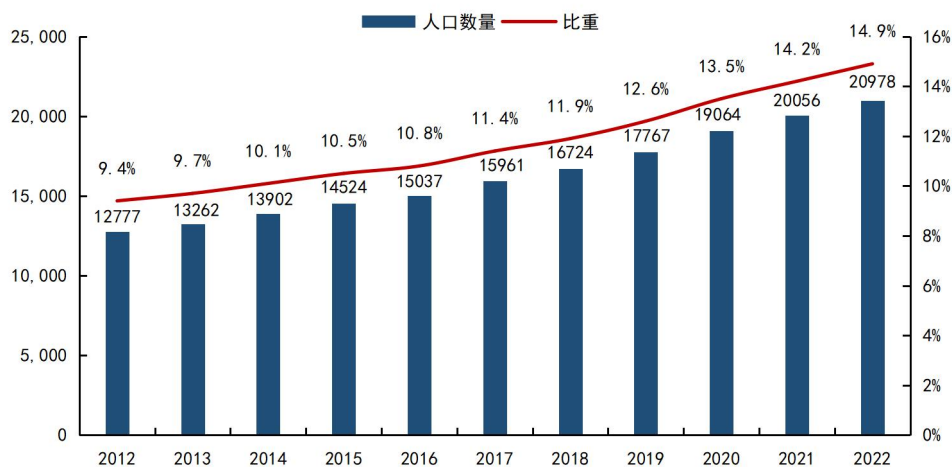
资料来源：海兴电力官网，三星医疗官网及年报，威胜集团官网，林洋能源官网及年报，炬华科技官网，国信证券经济研究所整理

多重因素助推康复医疗发展，25 年市场空间有望超 2000 亿元

需求端：

我国人口老龄化加速，人口占比持续上升。根据联合国卫生机构组织定义，65 岁及以上的老年人口占全国人口比例大于 7% 社会进入老龄化，比例超过 14% 时称为老龄社会。截至 2022 年底，我国 65 周岁及以上老年人口数量达 2.1 亿人，占全国人口的 14.9%，同比增长 0.7pct。此外，目前我国居民平均寿命为 78.2 岁，据《“十四五”国民健康规划》，2035 年人均预期寿命将达到 80 岁以上，预计未来我国社会人口老龄化进程将持续加快。

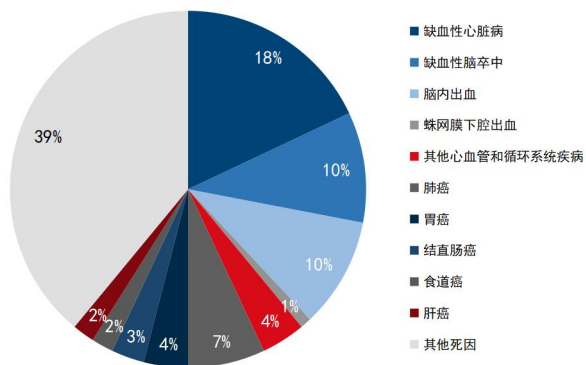
图46：2012-2022 年全国 65 周岁及以上老年人口数量及比重（单位：万人，%）



资料来源：国家卫健委，国家统计局，国信证券经济研究所整理

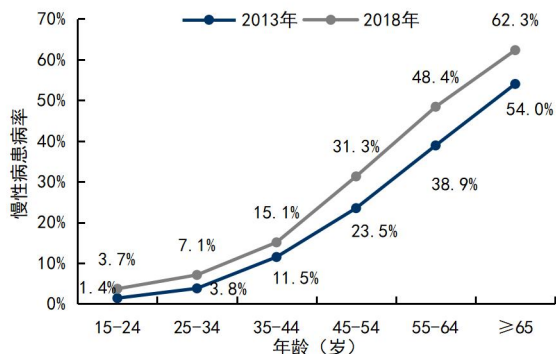
慢性病人规模增长，心脑血管病康复治疗效果显著。慢性病主要包括高血压、糖尿病、心脑血管疾病（冠心病、脑卒中）、恶性肿瘤慢性病等疾病。慢性病具有发病率、死亡率高、疾病经济负担重等特点，已成为威胁我国人民生命健康的主要疾病。全球疾病负担数据库统计，心脑血管疾病占 2019 年中国死亡患者比例超 40%。毕马威研究结果表明，脑卒中、心脏疾病等心脑血管疾病患者接受康复治疗后可效果显著，康复需求强劲。

图47：2019 年中国癌症及心血管死亡合计占比 61%



资料来源：IHME-GBD（全球疾病负担数据库），国信证券经济研究所整理

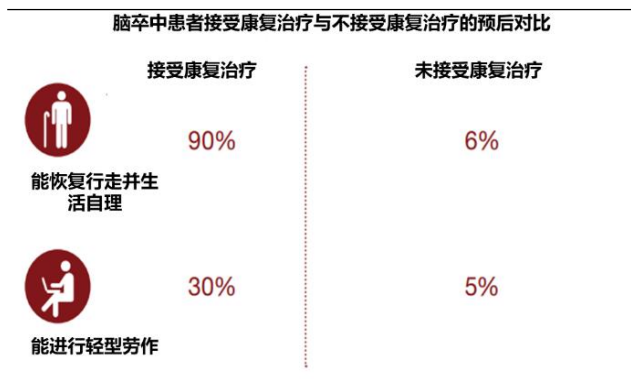
图48：不同年龄群体慢性病患病率情况



资料来源：《全国第六次卫生服务统计调查报告》，国信证券经济研究所整理

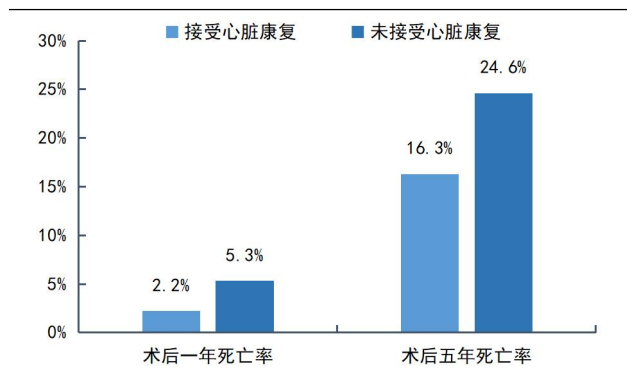
慢性病患病率与年龄呈现明显正相关性。根据《健康管理蓝皮书》数据，我国慢性病群体规模约 3 亿人，且呈现明显的年龄分布。《全国第六次卫生服务统计调查专题报告》显示，慢性病人群众多以老年患者为主，55 岁至 64 岁人群慢性病患者率达 48.4%，65 岁及以上老年人发病率达 62.3%。中国老年慢性病群体将成为康复医疗市场的主流群体之一。

图49：脑卒中患者康复治疗前后对比



资料来源：毕马威，国信证券经济研究所整理

图50：心脏康复效果显著



资料来源：毕马威，国信证券经济研究所整理

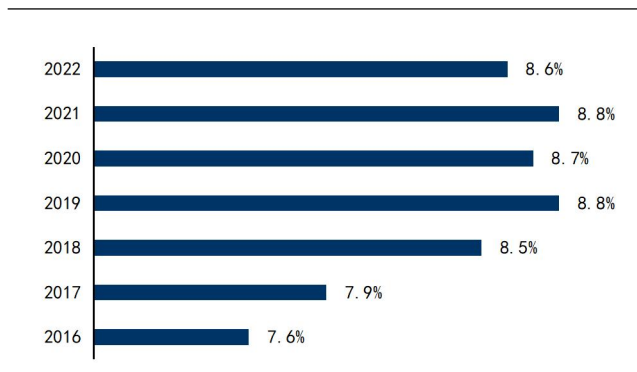
健康消费需求不断升级，居民人均消费金额稳步提升。近年来，国民健康意识不断提升，健康消费升级趋势明显。国家统计局公布的数据显示，2022 年我国人均医疗保健消费支出 2120 元，同比增长 0.2%，占总支出比重的 8.6%，排名第五。未来，随着健康生活理念被更多人接受，健康消费市场需求将迎来进一步释放。

图51：2016-2022 中国居民医疗保健人均支出（单位：元）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图52：2016-2022 年中国居民医疗保健人均支出占总支出比重

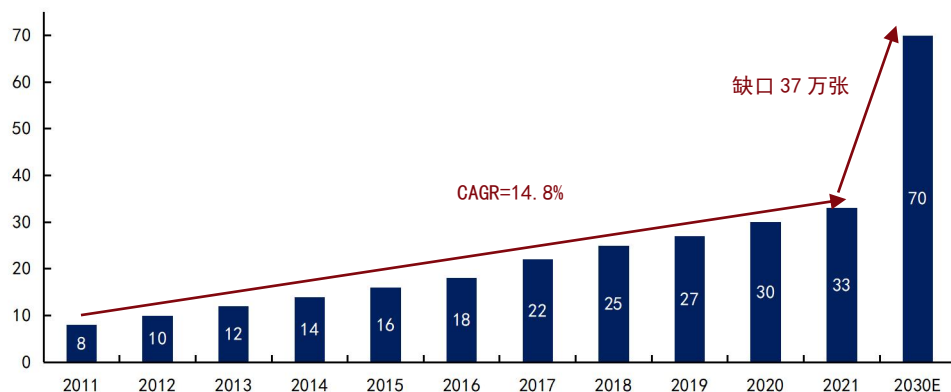


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

供给端：

康复床位数存在较大缺口。根据《中国卫生健康统计年鉴》，2011 年至 2021 年，康复床位从 2011 年的 8 万张增加到 2021 年的 33 万张，年复合增长率为 14.8%，康复床位增长速度客观。但按人均床位目标 0.5 张/千人估算 2030 年全国康复床位总目标为 77 万张，目前床位缺口达 37 万张。我国在康复医疗供给不足问题较为突出。

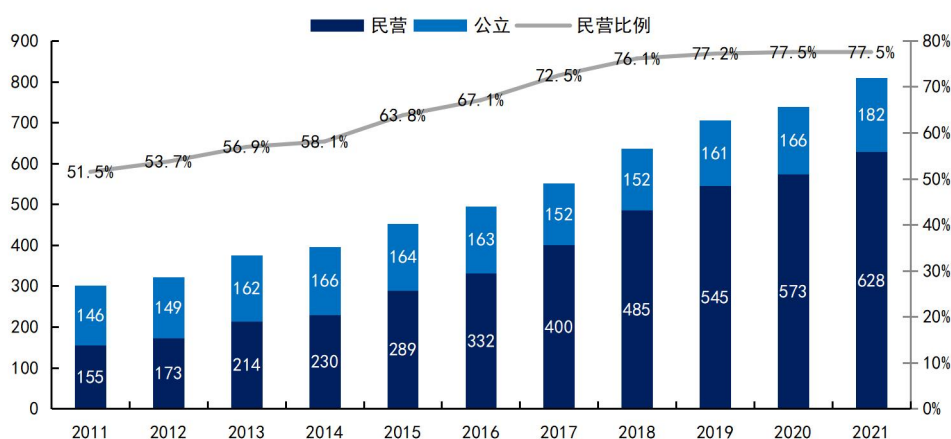
图53: 2011-2021 年中国医疗卫生机构康复医学科床位数（单位：万张）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，国信证券经济研究所整理

民营医院是康复医疗行业主力军。目前我国康复机构数量仍较为有限，公立医院增长乏力。民营医院在康复专科医院中占据主导地位，民营医院数量从 2011 年的 155 家增长至 2021 年的 628 家，年复合增长率为 15.0%。民营医院的占比也从 51.5% 扩大至 75% 以上。

图54: 2011-2021 年中国民营康复医院数量及比例（单位：家，%）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，国信证券经济研究所整理

政策端：

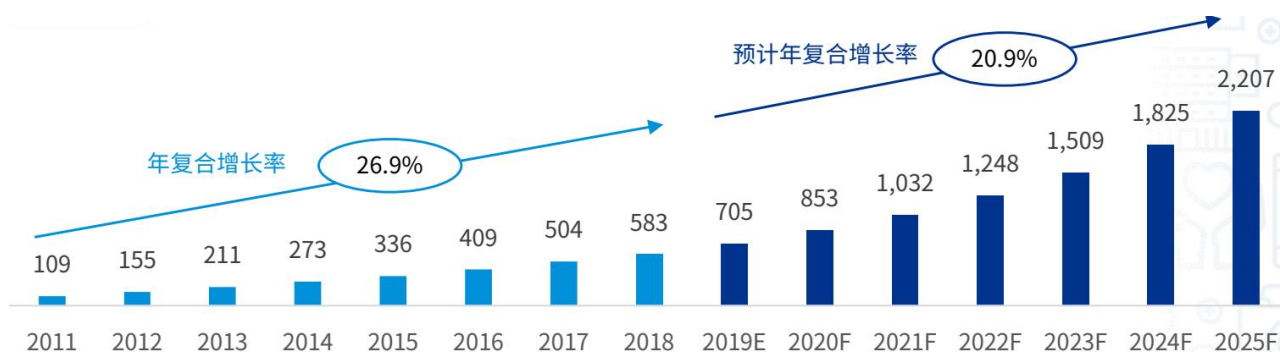
政策频出推动康复医疗行业快速发展。康复医疗是卫生健康事业的重要组成部分。国家密集出台了康复医疗产业相关政策，鼓励、支持康复医院、老年医院等专科医院建设，加强康复人才培养，增加康复医疗服务供给，建立三级康复医疗分级诊疗体系等。

表10: 我国康复医疗领域相关政策整理

政策	发布单位	发布时间	核心内容
《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》	国务院办公厅	2015年3月	鼓励社会办医院提供康复、老年护理等紧缺服务，对公立医院形成补充。
《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	国务院办公厅	2015年9月	明确指出将健全的康复体系作为中国医疗的一部分，通过分级诊疗提高康复医疗的地位。
《关于新增部分康复项目纳入基本医疗保险支付范围的通知》	人社部、国家卫生计生委、民政部、财政部、中国残联	2016年3月	新增20项康复项目与原支付范围内的9项康复项目，提高参保人员康复医疗保障水平。
《关于印发国家残疾预防行动计划（2016-2020年）的通知》	国务院办公厅	2016年9月	将残疾人健康管理和社区康复纳入国家基本公共服务清单；支持社会力量举办医疗、康复、辅助器具等相关服务机构。
《“十三五”卫生与健康规划》	国务院	2016年12月	推进医师多点执业，解决民营医院人才短缺问题；落实多方面公立非公立医疗机构同等对待的政策。
《残疾预防和残疾人康复条例》	国务院	2017年2月	社会力量举办的康复机构和政府举办的康复机构在准入、执业、专业技术人员职称评定等方面执行相同政策。
《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	国务院	2017年2月	加强老年康复医院、护理院、临终关怀机构和综合医院老年病科建设；加强康复领域人才培养。
《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	国务院办公厅	2017年5月	鼓励护理院、专业康复机构等加入医联体。
《康复医疗中心基本标准（试行）》	国家卫生计生委	2017年10月	鼓励康复医疗中心集团化、连锁化经营；并对申请举办集团化、连锁化康复医疗中心有限设置审批。
《关于开展加速康复外科试点工作的通知》	国家卫健委	2019年11月	在全国选取195家试点医院，确定关节外科、脊柱外科等作为试点病种，加强宣教，将康复理念融入相关疾病的诊疗。
《关于深化医疗保障制度改革的意见》	国务院	2020年2月	补齐护理、老年科等紧缺医疗服务短板；推进医疗康复等长期住院按床日付费。
《“十四五”国民健康规划》	国务院办公厅	2022年4月	明确指出要统筹预防、诊疗、康复，优化生命全周期服务，全面提升康复专科服务能力。
《关于加强和推进老龄工作进展情况的报告》	国务院	2022年8月	加快康复医院、护理院建设。支持医疗资源丰富地区二级及以下医疗机构转型，开展康复、护理以及医养结合服务。
《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	国家中央办公厅、国务院	2023年3月	到2025年，医疗卫生服务体系进一步健全；2035年形成与基本实现社会主义现代化相适应的整合型医疗卫生服务体系。
《国家卫生健康委办公厅关于进一步推进加速康复外科有关工作的通知》	国家卫健委	2023年4月	鼓励二级以上综合医院、相关专科医院成立加速康复外科管理委员会；加速康复外科理念和模式融入日常诊疗工作。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

图55: 2025年中国医疗卫生机构康复服务总收入将突破2200亿元



资料来源：毕马威，国信证券经济研究所整理

康复医疗市场快速发展，2025年市场规模有望超2000亿元。伴随着人口老龄化

加剧、慢性病人群的增加、健康意识增强与国家政策和财政支持，康复医疗行业需求持续扩容。根据毕马威研究报告，中国康复医疗市场服务总消费 2011 年为 109 亿元 2018 年为 583 亿元，期间年复合增长率达到 26.9%。以 2014-2018 年 20.9% 的年复合增长率估计，2025 年康复医疗服务的市场规模将达到 2207 亿元。

盈利预测及估值

◆ 盈利预测

1、智能配用电

国内方面，公司在智能电表及用电信息采集系统领域保持行业领先地位，未来几年在物联表升级换代的带动下国内电表需求有望保持稳健增长。公司新能源业务收入快速增长，有望带动公司开关柜、箱变等配电类产品销售实现较快增长。

海外方面，公司依托在欧洲、中东、拉美等地区的优势，智能电表销售有望实现较快增长，公司复用电表业务渠道优势，解决方案和配电类产品销售有望实现突破。

2023-2025 年，我们预计智能配用电实现营业收入分别为 76.98/88.41/103.07 亿元，毛利率分别为 29.3%/29.3%/28.9%。

2、医疗服务

康复医院方面，按照公司股权激励考核目标，23-24 年新增医院数量分别按照 10 家估计，且随着收购、并表后占床率的逐步提升，单院年收入有望小幅提升。公司旗下康复医院均为控股模式，平均持股比例假设为 70%-80%。

综合医院方面，公司目前在运医院主要为宁波明州医院，运营稳定；浙北和抚州医院处于在建状态，随着浙北和抚州医院的逐步投运有望逐年贡献增量收入。

2023-2025 年，我们预计医疗服务实现营业收入分别为 26.50/38.80/51.35 亿元，毛利率分别为 27.2%/28.5%/29.5%。

表11：公司主营业务收入及毛利预测（单位：百万元）

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
智能配用电	营业收入	5309	5383	6809	7698	8841	10307
	yoy	12.0%	1.4%	26.5%	13.1%	14.9%	16.6%
	毛利润	1558	1295	1949	2258	2587	2982
	毛利率	29.4%	24.1%	28.6%	29.3%	29.3%	28.9%
医疗服务	营业收入	1383	1370	2065	2650	3880	5135
	yoy	-8.8%	-0.9%	50.7%	28.3%	46.4%	32.3%
	毛利润	264	284	552	722	1107	1515
	毛利率	19.1%	20.7%	26.7%	27.2%	28.5%	29.5%
融资租赁	营业收入	303	158	65	20	10	0
	yoy	-29.0%	-47.9%	-58.7%	-70.0%	-50.0%	-100.0%
	毛利润	172	148	65	19	9	0
	毛利率	56.8%	93.7%	100.0%	95.0%	95.0%	95.0%
其他	营业收入	98	112	159	191	210	231
	yoy	74.3%	14.7%	41.4%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利润	44	54	62	76	84	92
	毛利率	44.9%	48.2%	38.9%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	营业收入	7093	7023	9098	10558	12941	15673
	yoy	5.2%	-1.0%	29.6%	16.0%	22.6%	21.1%
	毛利润	2038	1782	2628	3075	3787	4589
	毛利率	28.7%	25.4%	28.9%	29.1%	29.3%	29.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

3、融资租赁

2021 年以来公司逐步收缩融资租赁业务规模。2023-2025 年，我们预计融资租赁实现营业收入分别为 0.20/0.10/0.00 亿元，毛利率分别为 95.0%/95.0%/95.0%。

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下。随着公司业务规模的快到，管理和研发费用率有望实现较快下降，销售费用率受新市场、新产品开拓影响下降速度较慢。

表12: 公司盈利预测核心假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	-1.0%	29.6%	16.0%	22.6%	21.1%
营业成本/营业收入	74.6%	71.1%	70.9%	70.7%	70.7%
销售费用/销售收入	7.3%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%
管理费用/营业收入	4.8%	6.0%	4.5%	4.0%	3.5%
研发费用/销售收入	4.2%	3.6%	3.6%	3.3%	3.2%
营业税及附加/营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
所得税税率	16.4%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%
股利分配比率	65.3%	52.1%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

综上，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 105.58/129.41/156.73 亿元，同比增长 16.0%/22.6%/21.1%；实现归母净利润 14.89/18.80/23.16 亿元，同比增长 57.0%/26.3%/23.2%，当前股价对应 PE 分别为 17/14/11 倍。

表13: 公司盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,023	9,098	10,558	12,941	15,673
(+/-%)	-1.0%	29.6%	16.0%	22.6%	21.1%
净利润(百万元)	690	948	1489	1880	2316
(+/-%)	-27.8%	37.4%	57.0%	26.3%	23.2%
每股收益(元)	0.50	0.67	1.05	1.33	1.64
EBIT Margin	8.4%	11.4%	13.3%	14.4%	15.1%
净资产收益率(ROE)	7.9%	10.3%	14.9%	17.1%	19.2%
市盈率(PE)	36.4	26.9	17.2	13.6	11.0
EV/EBITDA	39.5	25.4	20.0	16.0	13.2
市净率(PB)	2.81	2.65	2.41	2.20	1.99

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

◆ 绝对估值：21.30-22.87 元

根据以下主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得出公司合理价值区间为 21.30-22.87 元。

表14: 资本成本假设（百万元）

无杠杆 Beta	1.46	T	15.00%
无风险利率	2.70%	Ka	12.19%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.51
公司股价(元)	18.12	Ke	12.49%
发行在外股数	1412	E/(D+E)	96.00%
股票市值(E)	25587	D/(D+E)	4.00%
债务总额(D)	950	WACC	12.16%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 Ke 和永续增长率较为敏感，下表为绝对估值的敏感性分析。

表15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		Ke 变化				
		12.1%	12.3%	12.5%	12.7%	12.9%
永续 增长 率变 化	22.06					
	2.6%	24.05	23.43	22.83	22.26	21.72
	2.4%	23.75	23.14	22.56	22.01	21.48
	2.2%	23.46	22.87	22.31	21.76	21.24
	2.0%	23.18	22.61	22.06	21.53	21.02
	1.8%	22.91	22.35	21.82	21.30	20.80
	1.6%	22.65	22.11	21.58	21.08	20.60
	1.4%	22.41	21.87	21.36	20.87	20.39

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：21.00-23.10 元

公司主营业务包括智能配用电和医疗服务两大板块。

智能配用电方面公司聚焦智能电表产品，配电和新能源业务快速增长，公司海外业务规模快速增长，复用电表业务渠道实现解决方案类和配电产品出海。可比公司包括海兴电力、炬华科技、许继电气等。

医疗服务方面公司聚焦康复医院业务，已形成成熟稳定的业务模式，旗下康复医院数量快速增长，收入与利润规模有望实现较快增长。可比公司包括通策医疗、爱尔眼科、海吉亚医疗等。

通过对比可以看出，电力设备类可比公司 2023 年平均 PE 水平为 16.8，略低于公司当前估值；医疗服务类可比公司 2023 年平均 PE 水平为 42.7，远高于公司当前估值。我们认为，公司是国内智能电表龙头企业，海外业务快速增长，配电与新能源产品实现销售突破，2023 年合理 PE 水平为 20 倍；公司医疗服务业务处于快速成长期，全国康复医疗需求快速增长，2023 年合理 PE 水平为 30 倍。

根据公司 2023 年半年报，上半年公司智能配用电板块实现净利润 7.51 亿元，医疗服务板块实现净利润 1.14 亿元；假设 2023 年公司全年净利润结构与上半年一致，则预计 2023 年全年公司智能配用电板块实现净利润 12.93 亿元，医疗服务板块实现净利润 1.96 亿元。

综上所述，可得公司 2023 年合理 PE 水平为 20-22x，得出公司合理相对估值股价区间为 21.00-23.10 元。

表16: 电力设备类可比公司估值比较（2023 年 9 月 28 日收盘价）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS		PE		R0E
					2023E	2024E	2023E	2024E	2022A
603556.SH	海兴电力	-	26.67	130	1.67	2.01	16.0	13.3	11.1
300360.SZ	炬华科技	-	15.29	78	1.12	1.46	13.7	10.5	15.4
000400.SZ	许继电气	买入	19.39	198	0.93	1.21	20.8	16.0	7.5
均值					1.24	1.56	16.8	13.3	11.3
601126.SH	三星医疗	买入	18.12	256	1.05	1.33	17.2	13.6	10.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：海兴电力、炬华科技采用 wind 一致预测

表17: 医疗服务类可比公司估值比较 (2023 年 9 月 28 日收盘价)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		ROE
					2023E	2024E	2023E	2024E	2022A
600763. SH	通策医疗	-	88.2	283	2.08	2.64	42.4	33.4	16.6
300015. SZ	爱尔眼科	-	17.97	1,676	0.37	0.48	48.6	37.4	15.1
6078. HK	海吉亚医疗	-	43.7	276	1.18	1.57	37.0	27.8	9.7
均值					1.21	1.56	42.7	32.9	13.8
601126. SH	三星医疗	买入	18.12	256	1.05	1.33	17.2	13.6	10.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测 注: 可比公司均采用 wind 一致预测

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理价值在 21.30-22.87 元之间, 对应 23 年动态 PE 为 20-22 倍, 相对于公司目前股价有 18%-26%溢价空间。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 14.89/18.80/23.16 亿元, 同比增长 57.0%/26.3%/23.2%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 21.30-22.87 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 K_e 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险。

绝对估值方面：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、股权资金成本 K_e 对公司的估值影响较大，我们在计算 K_e 时采用的无风险利率 2.7%、股票风险溢价 6.5% 的取值都有可能偏低，导致 K_e 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处的主要行业为电网和新能源发电，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：

我们主要关注公司 2023 年估值，分别选取电力设备类和医疗服务类可比公司 2023 年平均 PE 作为参考，最终判断公司 23 年合理 PE 为 20-22 倍。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

电网投资增速不及预期：国内智能电表销售与电网投资密切相关，若后续电网投资增速不及预期，则相关收入存在高估的风险。

智能电表换代进度不及预期：物联表更新换代有助于单表价值量的提升和行业格局的集中，若国内物联表换代进度不及预期，则存在收入和毛利率高估的风险。

新能源建设增速不及预期：公司新能源相关产品与风电、光伏下游建设需求密切相关，若新能源下游建设增速不及预期，则相关收入存在高估的风险。

宏观经济增速不及预期：公司配用电产品下游需求有赖于宏观经济增速，若经济增速不及预期，则相关收入存在高估的风险。

海外市场开拓进度不及预期：公司智能配用电业务增长对于海外业务的依赖程度较高，若海外市场开拓进度不及预期，则存在收入和毛利率高估的风险。

政策风险

电网建设和改造需求源于新型电力系统建设，若后续政策支持力度不及预期，则存在行业需求低于预期的风险。

国内新能源开发建设力度与“双碳”目标和“大基地”建设存在较高的相关性，若政策对于新能源发展支持力度下降，则发电侧需求存在高估的风险。

目前公司智能配用电产品出口未受到贸易保护政策的限制，未来若海外市场限制中国相关产品进口或提高关税，公司出口业务收入存在高估的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3044	2933	3050	3019	3247	营业收入	7023	9098	10558	12941	15673
应收款项	2311	2460	2314	2836	3435	营业成本	5241	6470	7483	9154	11084
存货净额	1150	1802	1640	2006	2429	营业税金及附加	47	65	72	88	107
其他流动资产	1053	677	748	915	1108	销售费用	515	648	739	893	1066
流动资产合计	7892	8245	8194	9342	10921	管理费用	335	550	475	518	549
固定资产	1556	1740	1651	1559	1465	研发费用	294	327	380	427	502
无形资产及其他	373	373	348	324	299	财务费用	88	(15)	(13)	(11)	(12)
其他长期资产	2999	3656	4012	4788	5485	投资收益	204	85	200	220	240
长期股权投资	2045	2213	2363	2513	2663	资产减值及公允价值变动	(6)	2	(10)	(10)	(10)
资产总计	14865	16228	16569	18526	20833	其他收入	156	11	190	190	190
短期借款及交易性金融负债	1020	713	800	800	800	营业利润	851	1152	1792	2262	2789
应付款项	2372	2561	2255	2759	3340	营业外净收支	(4)	(0)	2	2	2
其他流动负债	1268	2107	1739	2113	2540	利润总额	847	1152	1794	2264	2791
流动负债合计	4832	5705	5111	6060	7150	所得税费用	139	187	287	362	447
长期借款及应付债券	690	150	150	150	150	少数股东损益	18	17	18	23	28
其他长期负债	404	751	673	673	673	归属于母公司净利润	690	948	1489	1880	2316
长期负债合计	1094	901	823	823	823	现金流量表（百万元）					
负债合计	5926	6606	5934	6882	7973	净利润	690	948	1489	1880	2316
少数股东权益	66	116	131	154	182	资产减值准备	(13)	(12)	(10)	(10)	(10)
股东权益	8873	9506	10504	11490	12679	折旧摊销	195	229	164	167	169
负债和股东权益总计	14865	16228	16569	18526	20833	公允价值变动损失	(104)	107	(40)	(40)	(40)
关键财务与估值指标						财务费用	88	(15)	(13)	(11)	(12)
每股收益	0.50	0.67	1.05	1.33	1.64	营运资本变动	491	707	(473)	(191)	(221)
每股红利	0.33	0.35	0.63	0.80	0.98	其它	(1061)	(757)	(223)	(158)	(174)
每股净资产	6.45	6.83	7.53	8.25	9.11	经营活动现金流	199	1223	907	1647	2040
ROIC	9%	11%	17%	20%	22%	资本开支	(295)	(404)	(50)	(50)	(50)
ROE	8%	10%	15%	17%	19%	其它投资现金流	1067	233	(346)	(746)	(647)
毛利率	25%	29%	29%	29%	29%	投资活动现金流	772	(171)	(396)	(796)	(697)
EBIT Margin	8%	11%	13%	14%	15%	权益性融资	73	146	4	0	0
EBITDA Margin	11%	14%	15%	16%	16%	负债净变化	139	(931)	87	0	0
收入增长	-1%	30%	16%	23%	21%	支付股利、利息	(488)	(453)	(498)	(893)	(1128)
净利润增长率	-28%	37%	57%	26%	23%	其它融资现金流	(332)	(391)	87	0	0
资产负债率	40%	41%	36%	37%	38%	融资活动现金流	(364)	(1223)	(394)	(882)	(1115)
股息率	1.8%	1.9%	3.5%	4.4%	5.4%	现金净变动	607	(171)	117	(31)	228
P/E	36.4	26.9	17.2	13.6	11.0	货币资金的期初余额	2562	3044	2933	3050	3019
P/B	2.8	2.7	2.4	2.2	2.0	货币资金的期末余额	3044	2933	3050	3019	3247
EV/EBITDA	39.5	25.4	20.0	16.0	13.2	企业自由现金流	885	1402	825	1490	1886
						权益自由现金流	950	483	923	1499	1897

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032