

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	6018.71
52周最高	9933.61
52周最低	5387.54

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:王磊  
SAC 登记编号:S1340523010001  
Email:wanglei03@cnpsec.com  
分析师:贾佳宇  
SAC 登记编号:S1340523070002  
Email:jiajiayu@cnpsec.com

近期研究报告

《福建+海南海风项目密集启动，宁德时代业绩超预期》 - 2024.02.04

智能电表渗透率加速提升，国内厂商乘势出海

● 投资要点

**国内电表：智能电表进入替换周期，后续需求预期稳定，新标准出台有望提升龙头份额。**我国智能电表发展周期始于2009年，并在2014-15年达到招标高峰，2024年国网将安排三批次电表采购，预期电网招标规模将有所提升，此外，考虑到国内已进入存量替换阶段，预期后续需求相对稳定。厂商份额角度看，电网招标格局相对稳固，随着后续电表新标准出台，龙头份额有望阶段性提升。

**海外电表：智能电表渗透快速提升，拉动海外电表出货需求，国内厂商出口规模持续增长。**当前除中国、日本、美国、欧洲部分国家外，智能电表渗透率相对较低，渗透率的持续提升将成为智能电表出货增长的重要动力，包括东南亚、拉美、非洲等地将贡献明显的需求增量，此外在能源转型背景下，用电侧节点增多同时场景更加多元化，将进一步推动需求增长。

国内厂商积极参与到全球的电表市场竞争中，方式包括：直接出口+海外建厂/收购海外表企+与海外龙头表厂建立深度合作。根据海关总署的数据，近年来国内电表出口规模持续高增，出口额由2015年的38亿增长至2023年的103亿，CAGR 13%，2023年对欧洲、亚洲、非洲出口额分别为36、33、24亿，国内表厂海外收入比重快速提升，贡献业绩增长的主要动力。

● 相关标的

建议关注海外渠道布局深入、海外订单/收入领先的国内电表龙头。**三星医疗**：近两年国内电表份额蝉联第一，电表营销渠道遍布全球，同时已在巴西、印尼、波兰等地设立生产基地，截至2023Q3末，海外在手订单同比大增46%至45亿元，配电业务领域，公司网内中标份额领先，同时积极拓展新能源等网外客户，此外近期成功中标中东市场环网柜项目，未来将依托电表出海的成熟经验，加速配电产品出海进程；**海兴电力**：国内电表头部厂商，在非洲、拉美、东南亚等地布局深入，2023H1海外营收12亿元(+30%)，占收入比重65%，海外营收规模及收入比重行业领先；**炬华科技**：国网电表份额排名前五，海外电表业务拓展至非洲、中亚、南美、东南亚、巴基斯坦等区域，2022年实现海外营收近3亿(+101%)，占比19%，未来有望加速海外业务扩张；**林洋能源**：电表头部厂商，与兰吉尔在西欧、亚太进行深度合作，控股立陶宛ELGAMA完善中东欧市场布局，并在中东市场保持份额领先，2023H1海外营收近4亿，占电表收入比重超30%，此外公司近年来拓展新能源电站开发运营、储能等业务。

● 风险提示：

海外智能电表渗透率提升速度不及预期；原材料价格超预期波动；行业竞争加剧风险。

### 重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
					2023E	2024E	2023E	2024E
601567.SH	三星医疗	未评级	23.05	325.48	1.20	1.50	19.24	15.42
603556.SH	海兴电力	未评级	32.01	156.43	1.69	2.06	18.95	15.55
300360.SZ	炬华科技	未评级	15.48	78.84	1.12	1.41	13.88	10.99
601222.SH	林洋能源	未评级	5.97	122.99	0.56	0.77	10.60	7.79

资料来源：iFinD，中邮证券研究所（注：未评级公司盈利预测来自 iFinD 机构的一致预测）

## 目录

1 国内：智能电表进入替换周期，龙头份额相对稳定.....	6
1.1 智能电表开启替换周期，后续需求预期稳定 .....	6
1.2 电网统一招标，龙头份额稳定 .....	9
2 海外：智能电表渗透率提升拉动出货，国内电表出口持续高增.....	11
2.1 智能电表渗透快速提升，拉动海外电表出货需求 .....	11
2.2 海外需求高增，国内电表出口持续增长 .....	14
3 相关标的.....	17
3.1 三星医疗.....	17
3.2 海兴电力.....	21
3.3 炬华科技.....	23
3.4 林洋能源.....	25
4 风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1: 我国电表发展四大阶段.....	7
图表 2: 2009 年以来过国内智能电表市场招标情况: 万只.....	8
图表 3: 2019-2023 国网电能表和用电信息采集项目招标情况: 亿元.....	8
图表 4: 2022 年国网电表中标数据及份额: 亿元.....	9
图表 5: 2023 年国网电表中标数据及份额: 亿元.....	10
图表 6: 2022 年南网电表中标数据及份额: 亿元.....	11
图表 7: 2023 年南网电表中标数据及份额: 亿元.....	11
图表 8: 欧洲地区智能电表(燃气表) 2021-2027 年累计安装量(百万台) .....	12
图表 9: 亚太地区智能电表(燃气表) 2021-2027 年累计安装量(百万台) .....	13
图表 10: 北美地区智能电表 2021-2027 年累计安装量(百万台) .....	13
图表 11: 拉美地区智能电表 2022-2028 年累计安装量(百万台) .....	14
图表 12: 2015-2023 年国内电表出口额(亿元) .....	15
图表 13: 2023 年国内电表出口分布(亿元) .....	15
图表 14: 国内厂商对亚洲国家电表出口(亿元) .....	15
图表 15: 2023 年国内电表向亚洲出口分布(亿元) .....	15
图表 16: 国内厂商对欧洲国家电表出口(亿元) .....	16
图表 17: 2023 年国内电表向欧洲出口分布(亿元) .....	16
图表 18: 国内厂商对非洲国家电表出口(亿元) .....	16
图表 19: 2023 年国内电表向非洲出口分布(亿元) .....	16
图表 20: 三星医疗收入拆分及增长情况(亿元) .....	18
图表 21: 三星医疗营业收入情况及同比增长(%) .....	18
图表 22: 三星医疗归母净利润情况及同比增长(%) .....	18
图表 23: 三星医疗海外收入及增长情况(亿元) .....	19
图表 24: 三星医疗海外收入占比(亿元) .....	19
图表 25: 2023 年国网配网变压器及台成套设备中标数据及份额: 亿元.....	20
图表 26: 海兴电力收入增长情况(亿元) .....	22
图表 27: 海兴电力收入结构拆分(亿元) .....	22
图表 28: 海兴电力盈利能力变化情况.....	22
图表 29: 海兴电力归母净利润变化情况(亿元) .....	22
图表 30: 海兴电力国内、海外收入情况(亿元) .....	23
图表 31: 炬华科技收入结构拆分(亿元) .....	23
图表 32: 炬华科技盈利能力变化情况.....	24
图表 33: 炬华科技归母净利润变化情况(亿元) .....	24
图表 34: 炬华科技国内、海外收入情况(亿元) .....	24
图表 35: 林洋能源收入结构拆分(亿元) .....	25

---

图表 36: 林洋能源盈利能力变化情况 .....	26
图表 37: 林洋能源归母净利润变化情况 (亿元) .....	26
图表 38: 林洋能源国内、海外收入情况 (亿元) .....	26

## 1 国内：智能电表进入替换周期，龙头份额相对稳定

### 1.1 智能电表开启替换周期，后续需求预期稳定

电表的发展历史从测量原理角度可以分为四个阶段，分别为感应式、机电一体化式、电子式、智能电能表，其中智能电能表基于电子式电表发展而来：

**阶段一：感应式电表：**我国最初在上世纪 50 年代开始生产感应式电表，该类型电表利用电磁感应原理，将电流、电压、相位转变为磁力矩，推动铝制圆盘转动，圆盘带动计数器走字，即为最初电表形式；

**阶段二：机电一体化电表：**80 年代末期开始电力电子技术快速发展，我国也正式进入电表发展的第二阶段，机电一体化电表以感应表的电磁系统为工作元件，通过光电传感器完成电能-脉冲的转换，然后经过脉冲信号处理，实现电能测量；

**阶段三：电子式电表：**前两个阶段，电能的计量仍主要依赖机械式的电磁感应，准确度及精度相对较差，而电子式电表基于电子电路测量方式，准确度高、功耗小、安全性好，1989 年 4 月，国家计量检定规程 JJG596--89《电子式电能表（试行）》发布，90 年代初国内电子式电表正式研制成功；

**阶段四：智能电表：**智能电表基于电子式电表的采集方式，但同时承担电能数据的传输、处理任务，主要功能包括：支持预付费和远程管理、支持远程负荷控制、支持双向通信、为未来家庭自动化网络提供数据网关；2009 年国网（2009 版）智能电表系列企业标准发布，智能电表正式推向市场，并在电网招标中开始放量，截止目前，智能电表的覆盖率接近 100%。

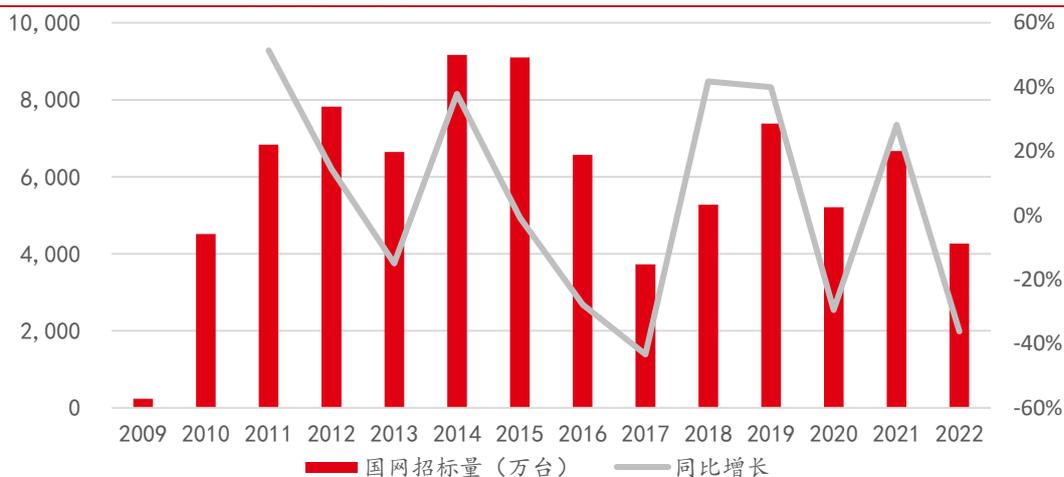
**图表1：我国电表发展四大阶段**

阶段	时间周期	特征	图示
阶段一：感应式电表	1950s~1980s	利用电磁感应原理，将电流、电压、相位转变为磁力矩，推动铝制圆盘转动，圆盘带动计数器走字	
阶段二：机电一体式电表	1980s~1990s	以感应表的电磁系统为工作元件，通过光电传感器完成电能-脉冲的转换，然后经过脉冲信号处理，实现电能测量	
阶段三：电子式电表	1990s~2009	电子式电表基于电子电路测量方式，准确度高、功耗小、安全性好，90年代初国内正式研制成功	
阶段四：智能电表	2009年至今	2009年国网（2009版）智能电表系列企业标准发布，智能电表正式推向市场，目前国内覆盖率接近100%	

资料来源：三星医疗，威瀚信息，中邮证券研究所

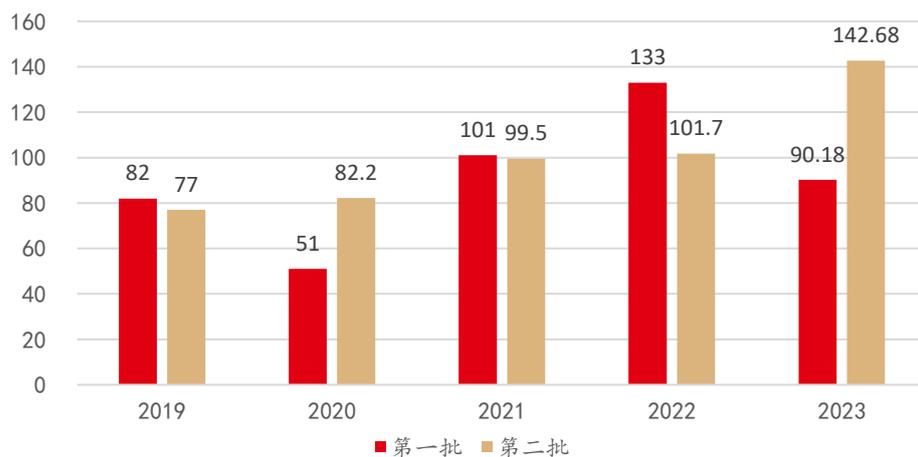
智能电表是新一代智能电网进行终端数据采集的重要设备，承担着原始电能数据采集、计量和传输的任务，是实现信息集成、分析优化和信息展现的基础，从分类角度看，主要分为单相表（A级）、三相表（B\C\D级）两大类，其中单相表主要用于家庭用户，需求量最大，三相表则主要应用于工商业用户。

我国智能电表的快速发展起始于2009年，当年英国首次将具有网络通信功能的电表应用到家庭用户，带来智能电表需求的释放，同年国家电网公布“坚强智能电网”计划，并在2009年下半年制定智能电表的统一标准，明确未来所有采购的电表均为智能电表，拉开国内智能电表发展的序幕。2009年当年智能电表招标超过200万只，2010年提升20倍至约4500万只。电表周期在2014-15年达到顶峰，国网年招标量超9000万台，后续阶段性回落，2020年由于各种因素导致电表施工安装困难，招标规模收缩。

**图表2：2009年以来国内智能电表市场招标情况：万只**


资料来源：共研网，中邮证券研究所

国内电表需求主要为电网集采，国网、南网在每年会进行分批次的采购，以国网为例，2011-16年采购批次分别为5、4、4、4、3、3，此后每年采购批次均在2次，采购额会随着电网预算及安装安排进行调整，除2020年第一批受影响外，其他年度单批次的招标规模通常在80-100亿，单批次规模的高点发生在2023年二批，总金额超140亿元。

**图表3：2019-2023 国网电能表和用电信息采集项目招标情况：亿元**


资料来源：中国仪器仪表行业协会，中邮证券研究所

**针对 24 年电表需求预判：**依据一：根据国网 2024 年度总部集中采购批次安排，预计全年将进行三批次的电表采购，招标总额有望在 23 年基础上实现进一步增长；依据二：电表替换周期在 8 年左右，14-15 年的高招标、安装量，有望维持近两年电表需求的高景气；依据三：目前国网供电区域运行的智能电表总量为 5.7 亿只，稳态下替换需求约为 7000-7500 万只/年（2023 年招标量为 7470 万只），此外考虑到分布式能源、充电桩等安装量的快速提升，增量需求有望推动电表招标规模进一步增长。

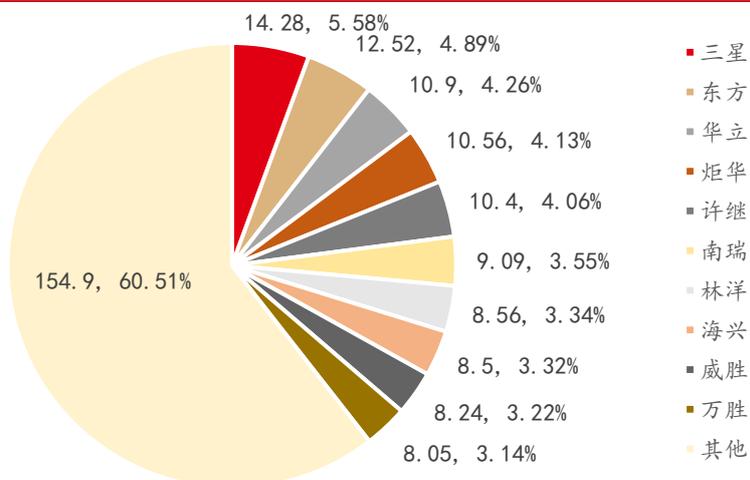
## 1.2 电网统一招标，龙头份额稳定

国内电表需求主要源于电网公司，主要通过电网框招的方式确实份额归属，格局相对稳固，同时也会对龙头厂商的份额进行限制，一般在电表新标准出台后，龙头凭借更强的产品开发优势和性能优势，会实现阶段性的份额提升。

### ➤ 国网电表招标

电表新标准下，2022 年 CR10 市占率达到 40%。2020 年国家电网基于 IR46 标准推出 2020 版智能电表企业标准，新一代电表采用计量功能芯片与管理功能芯片分离的“双芯”模组化设计，带动招标集中度的提升，2022 年 CR10 市占率达到 40%，三星作为头部厂商份额达到 5.6%，且头部厂商之间同样存在较大的份额差异。

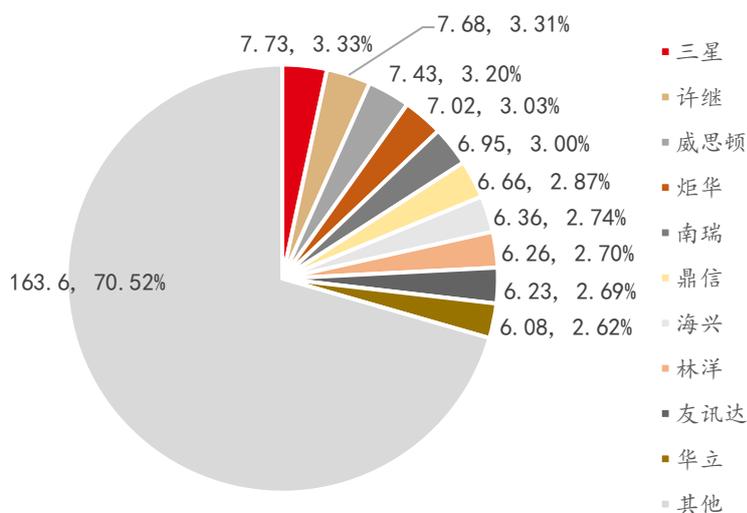
图表4：2022 年国网电表中标数据及份额：亿元



资料来源：中标之家，中邮证券研究所

**国网电表 2023 年 CR10 降至 30%：**在 2023 年的国网电表招标中，头部厂商份额优势有所收窄，CR10 市占率由 2022 年的 40% 降至 30%，同时头部厂商份额之间的差异也在缩小，三星继续领跑国网电表招标，中标金额为 7.73 亿元，份额为 3.33%。

图表5：2023 年国网电表中标数据及份额：亿元

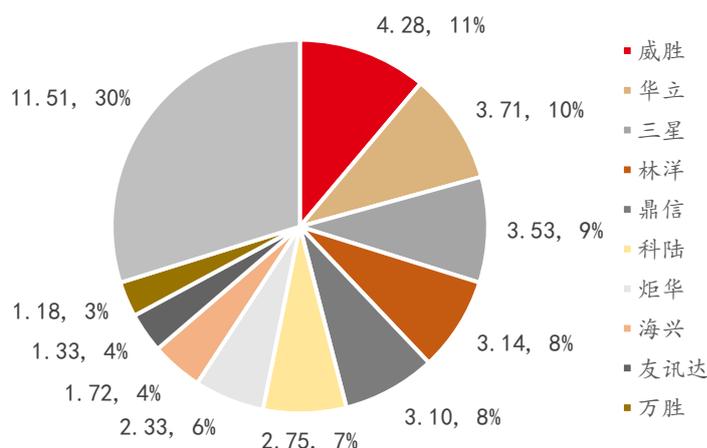


资料来源：中标之家，中邮证券研究所

### ➤ 南网电表招标

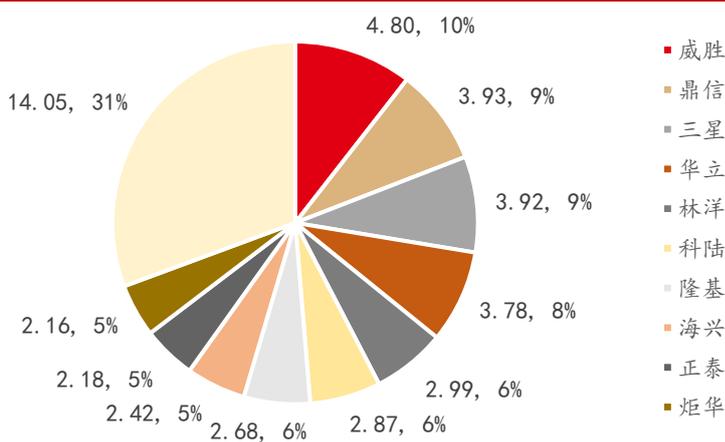
**南网电表中标份额相对稳定，集中度高高于国网招标。**以南网计量产品招标测算，总体招标规模小于国网，但厂商集中度相较国网更高，近两年 CR10 占比保持在 70%，头部厂商份额约为 8%~10%。近两年，威胜始终领跑南网电表招标，份额分别为 10%、11%，华立、三星、鼎信、林洋保持南网中标前五名的位置。综合国网南网招标数据来看，三星近两年均为电表份额第一。

图表6：2022 年南网电表中标数据及份额：亿元



资料来源：Data 电力，中邮证券研究所

图表7：2023 年南网电表中标数据及份额：亿元



资料来源：Data 电力，中邮证券研究所

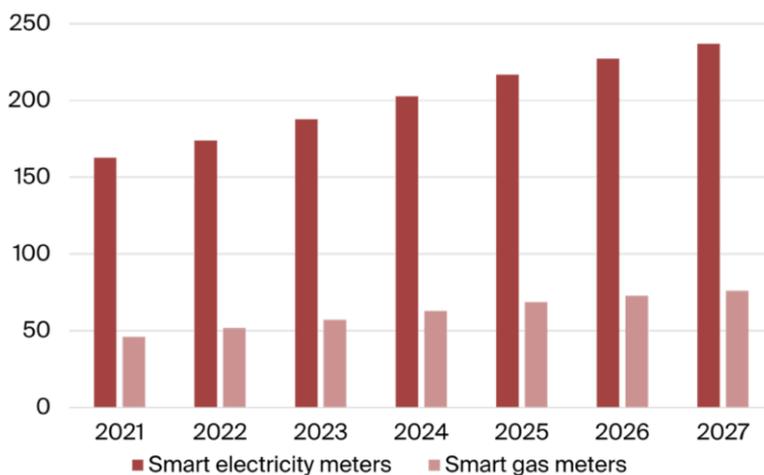
## 2 海外：智能电表渗透率提升拉动出货，国内电表出口持续高增

### 2.1 智能电表渗透快速提升，拉动海外电表出货需求

欧洲：智能电表渗透率快速提升，带动需求增长。根据 Berg Insight 的数据，截止 2022 年底，欧盟国家智能电表渗透率为 56%，相较 2021 年底的 53% 实现明显增长。预计 2022-2027 年欧盟将合计部署 1.06 亿个智能电表，到 2027 年渗透率将提升至 74%。

各国家未来几年智能电表的需求也将出现分化，英国、法国、德国、波兰等国处在第一代智能电表的安装周期中，而意大利、西班牙、瑞典等国已经进入第二代智能电表的安装进程，相关需求有望在 2024-25 年迎来明显增长。针对第一代智能电表的替代需求约占欧洲总体出货的 30-35%。

**图表8：欧洲地区智能电表（燃气表）2021-2027 年累计安装量（百万台）**

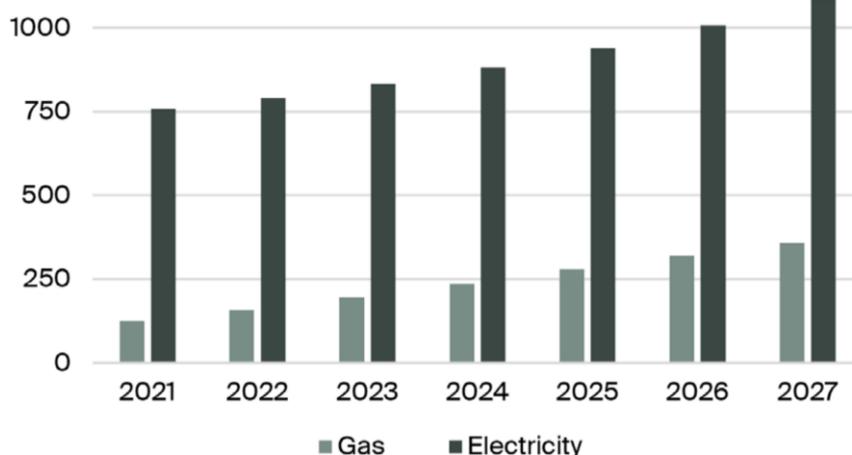


资料来源：Berg Insight，中邮证券研究所

**亚太（含中国）：**中国、日本进入替换周期，东南亚渗透率将迎来快速提升。根据 Berg Insight 预测，亚太地区（含中国）智能电表安装总量将由 2021 年的 7.58 亿台提升至 2027 年的 11 亿台，渗透率也将由 59% 提升至 74%。2021-2027 年，亚太地区的智能电表出货量将达到 9 亿台（包含新增+替换）。

从需求结构上看也会出现明显分化，中国、日本等作为成熟的智能电表市场，未来几年会进入一轮电表替换周期，预计将占到未来几年累计出货量的 60%；而南亚、东南亚等国将迎来智能电表渗透率的快速增长，尤其是印度，目标到 2026 年实现安装 2.5 亿个智能电表，此外泰国、印尼、菲律宾等国也将迎来快速发展，预计年需求量将实现 65-80% 的复合增速。

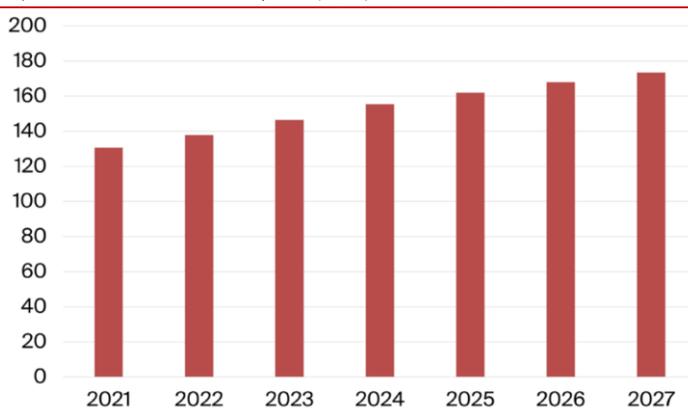
图表9：亚太地区智能电表（燃气表）2021-2027年累计安装量（百万台）



资料来源：Berg Insight，中邮证券研究所

**北美：渗透率仍有提升空间，需求温和增长。**根据 Berg Insight 的数据，2021 年北美智能电表的渗透率为 74%，预计到 2027 年渗透率将到 93~94%，智能电表的年出货量也将由 2021 年的 1070 万台快速成长至 2027 年的 1730 万台，CAGR 8%，其中 2024 年预计达到出货量的峰值 1840 万台，此外随着电动汽车、分布式能源的蓬勃发展，智能电表功能进一步扩展，产品技术也开始迭代，替换需求也在持续增长，替换需求占智能电表总出货量的比重将从 2021 年的 12% 提升至 2027 年的 75%。

图表10：北美地区智能电表 2021-2027 年累计安装量（百万台）



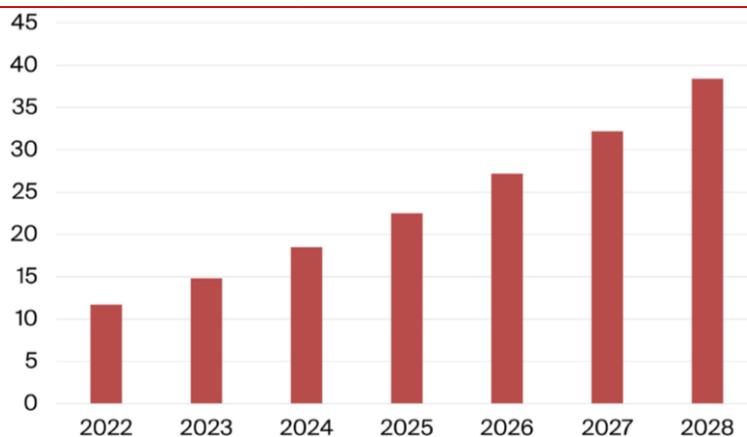
资料来源：Berg Insight，中邮证券研究所

**拉美：渗透率快速增长，预计出货将翻两倍。**根据 Berg Insight 的数据，2022 年拉丁美洲智能电表的渗透率仅为 6.2%，预计未来几年智能电表的安装规

模将增加两倍，从 2022 年的约 1170 万台提升至 3840 万台，其中巴西和墨西哥将是最重要的市场，占据智能电表出货量的 80%。

巴西的部分电力/电网运营商已经开始提升在 AMI 设施领域的投资，尤其是 Enel 提出到 2030 年实现 100% 的智能电表覆盖，巴西的智能电表渗透率也有望从 2022 年的 5.7% 提升至 2028 年的 21.5%。从年新增出货角度看，拉丁美洲智能电表的年出货量将从 2022 年的 190 万台提升至 2028 年的 610 万台以上，CAGR 21%。

**图表11：拉美地区智能电表 2022-2028 年累计安装量（百万台）**



资料来源：Berg Insight，中邮证券研究所

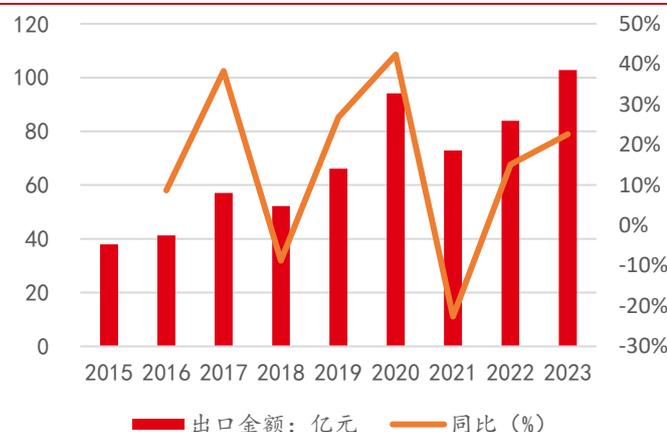
**非洲：**用电需求快速增长+提升电网配电端管理效率，拉动智能电表需求快速提升。从用电需求角度看，非洲持续快速增长，拉动对于电能计量设备的需求，此外，目前已建成的配电网络，由于缺乏良好的监测与控制，导致电力损失严重，也要求当地电网运营企业加快智能电表的部署力度，降低非技术性损失。

## 2.2 海外需求高增，国内电表出口持续增长

**国内电表出口额快速增长，2015 年以来 cagr 13%。**2015 年以来，国内电表出口快速增长，由 15 年的 38 亿增长至 23 年的 103 亿，CAGR 13%，其中 2020 年由于沙特电表更新集中采购，当年国内向沙特电表出口规模超 30 亿（常规年份约为 1 亿），带动全年电表出口同比增长 42% 至 94 亿元，达到电表出口的第一个

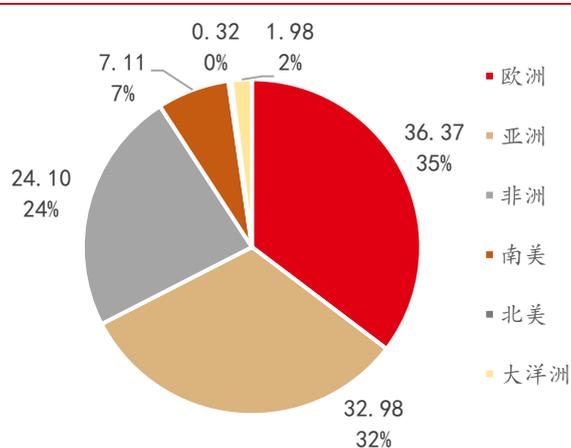
高峰，23 年伴随全球智能电表渗透率的快速提升，出口额同比增长 23%，首次超过 100 亿元。从出口区域分布来看，亚、非、欧三分天下，合计占总出口额的 90%。

图表12：2015-2023 年国内电表出口额（亿元）



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

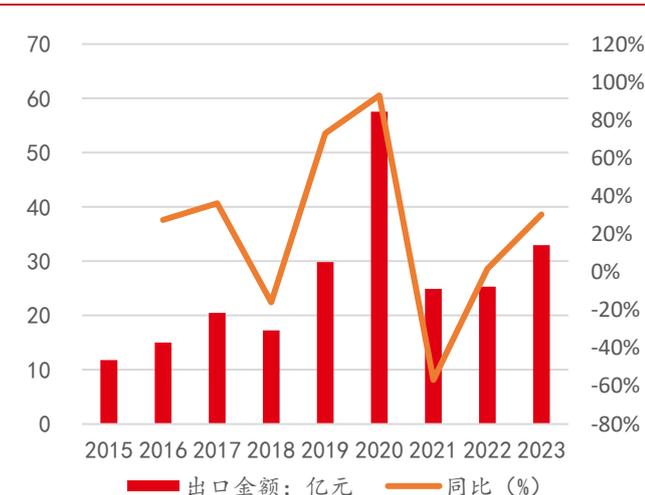
图表13：2023 年国内电表出口分布（亿元）



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

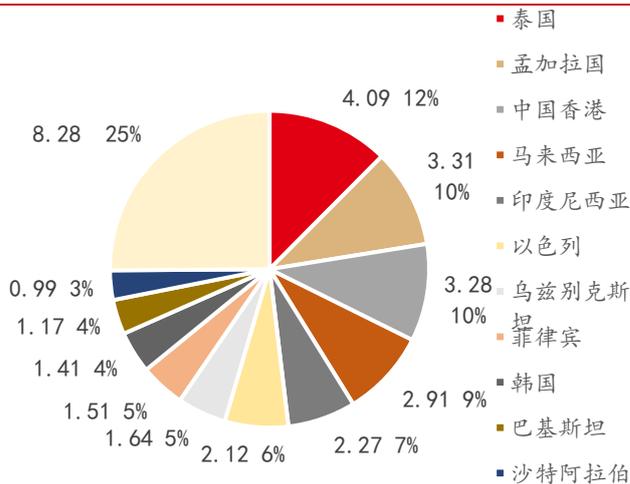
**亚洲：23 年电表出口 33 亿元 (+30%)，15-23 年 CAGR 14%。**过往几年，国内厂商对亚洲国家电表出口快速增长，下游需求国主要集中在东南亚，2020 年则由于沙特集中进行电表改造导致出口规模骤增，其余年份增长相对平稳，预期依托东南亚智能电表渗透率提升趋势，出口规模有望持续提升。

图表14：国内厂商对亚洲国家电表出口（亿元）



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

图表15：2023 年国内电表向亚洲出口分布（亿元）

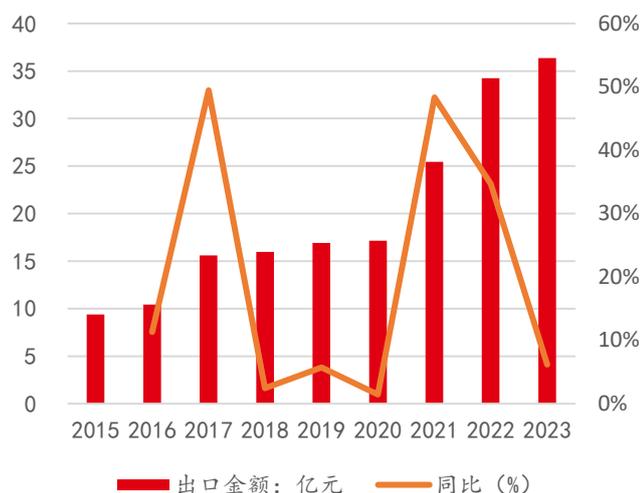


资料来源：海关总署，中邮证券研究所

**欧洲：23 年电表出口 36 亿元 (+6%)，15-23 年 CAGR 18%。**欧洲电表需求在过去几年也迎来快速增长，叠加欧洲加速新能源装机，尤其是分布式装机规模持

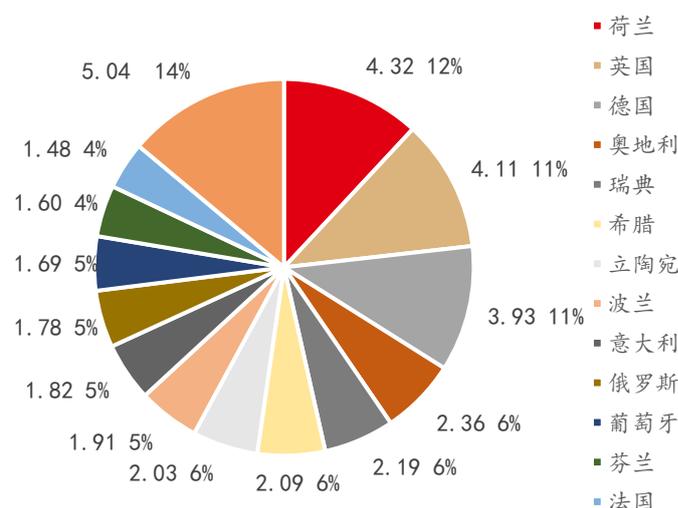
续快速提升，电网面临升级压力，有望进一步拉动对于智能电表的需求。从国家分布来看，区域性特征不如亚洲国家明显，其中荷兰、英国、德国、奥地利、瑞典位列前五。

图表16: 国内厂商对欧洲国家电表出口 (亿元)



资料来源: 海关总署, 中邮证券研究所

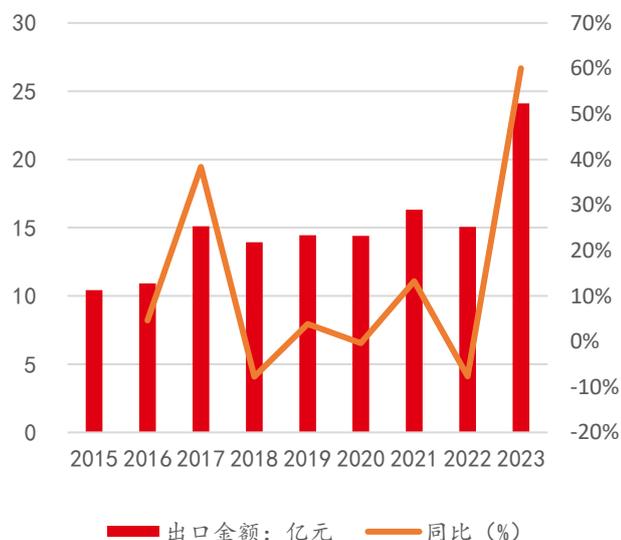
图表17: 2023年国内电表向欧洲出口分布 (亿元)



资料来源: 海关总署, 中邮证券研究所

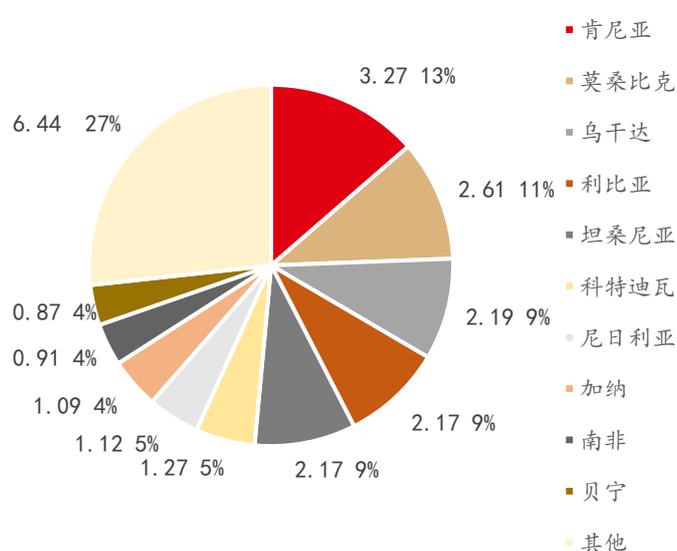
**非洲: 23年电表出口24亿元(+60%), 15-23年CAGR 11%。**非洲电表需求在23年迎来快速增长, 其中增量主要源于肯尼亚、莫桑比克、乌干达、利比亚等, 非洲各国电网建设潜力较大, 终端电表需求有望持续提升。

图表18: 国内厂商对非洲国家电表出口 (亿元)



资料来源: 海关总署, 中邮证券研究所

图表19: 2023年国内电表向非洲出口分布 (亿元)



资料来源: 海关总署, 中邮证券研究所

北美（美国+加拿大）主要由海外厂商占据市场份额，出口规模较小；大洋洲（澳大利亚）一方面市场容量较小，另一方面海外厂商份额较高，因而出口占比也相对较低；南美洲近年来加速智能电表部署，需求增速较快，当地业主也倾向于性价比优势突出的国产品牌，部分国内厂商已实现在当地设厂供应，海关出口数据增幅有限。

### 3 相关标的

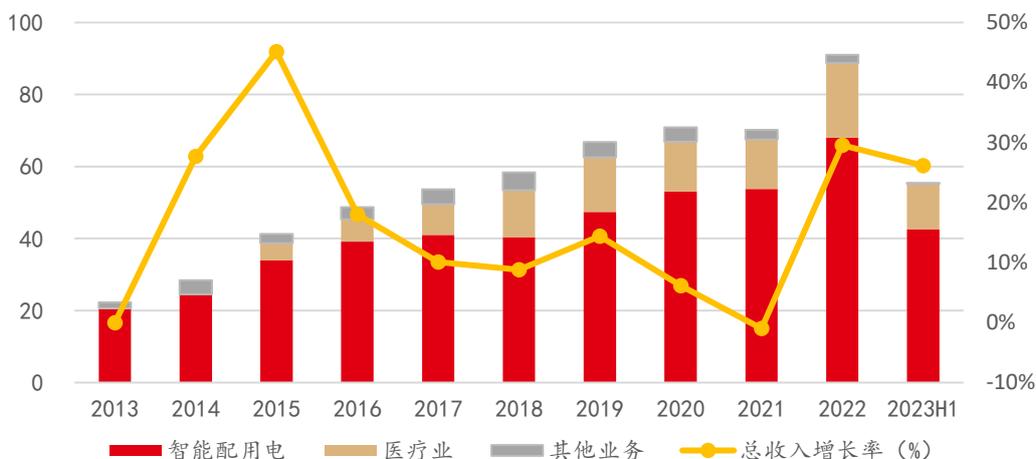
#### 3.1 三星医疗

##### ➤ 电表业务

国内电表龙头，积极布局配电业务，同时拓展医疗服务作为第二主业。三星医疗前身为 1986 年的龙观乡钟表零件厂，1993 年成为电表龙头并获得出口资格，2001 年成立奥克斯高科技进军配电领域，2015 年收购了控股股东旗下的宁波明州医院，拓展医疗服务业务。目前公司在国内电表、网内配电产品等领域份额领先，医疗业务聚焦康复医疗，已打造成为知名民营医院品牌。

**智能配用电和医疗业务近两年均保持较快增长。**2015 年随着医疗业务的并表以及配用电业务的增长，公司收入迎来第一个增长高峰，2022 年电表出口放量+配电业务增长+康复医院并表数量提升，带动收入端大幅增长 30%，2023 年上半年海外出口进一步放量，且配电业务伴随国内新能源装机高增实现快速增长，带动收入端同比提升 26%。

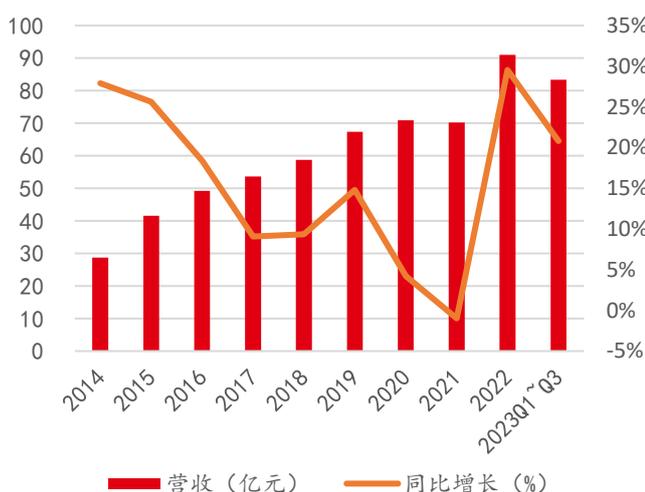
图表20：三星医疗收入拆分及增长情况（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

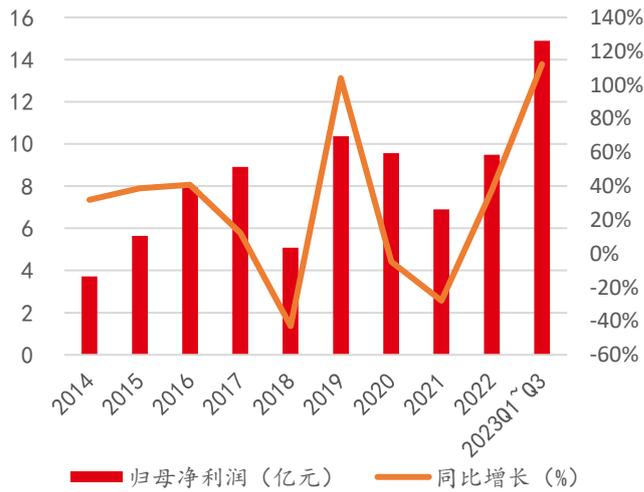
伴随收入增长，业绩迎来快速扩张。过去几年各项业务收入大幅提升，而业绩端则是贡献了更高的增速，根据公司发布的2023年年度业绩预告，23年归母净利润中枢为19.1亿元，同比实现翻倍增长，2015年以来归母净利润年化增速达到16%，实现跨越式增长。

图表21：三星医疗营业收入情况及同比增长 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表22：三星医疗归母净利润情况及同比增长 (%)

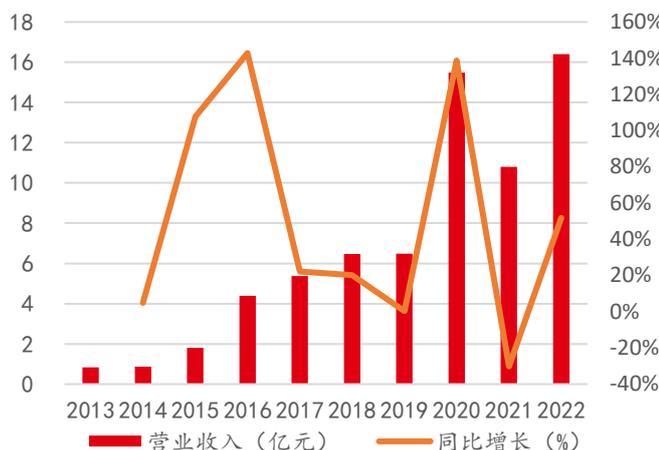


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

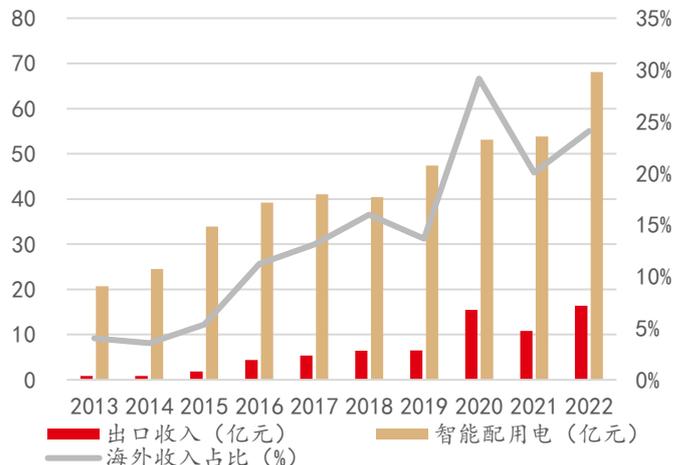
海外电表业务：拓展全球客户，海外订单/收入高增。公司1993年即获得电表出口许可，在国内智能电表招标在2015年达到顶峰时，公司也积极布局海外

出口业务，出口额在 2016 年同比大幅增长 143%，出口战略进一步深化。2022 年公司出口业务实现收入 16.4 亿元，其中预计主要由电表业务贡献，同比增长 52%，占智能配用电业务营收的 24%，未来海外业务将贡献显著增量。

图表23：三星医疗海外收入及增长情况（亿元）



图表24：三星医疗海外收入占比（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

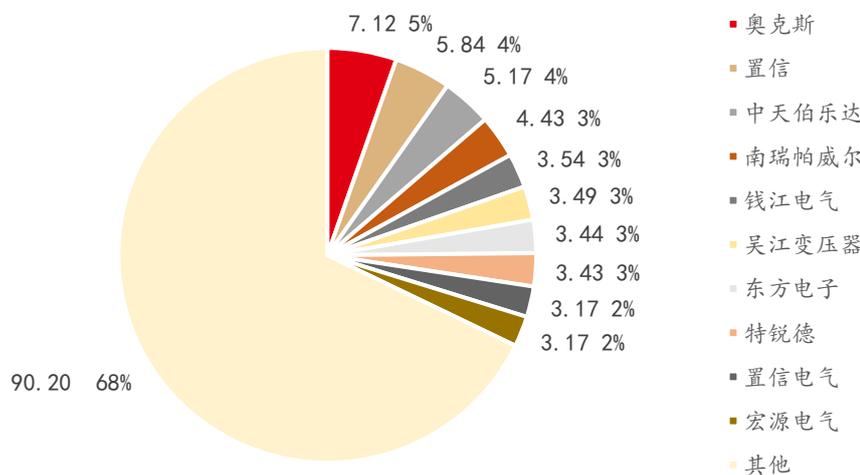
**营销渠道全球布局+落地海外制造基地，加速海外业务扩张。**目前公司拥有欧洲、中东、亚太、非洲、美洲五大营销渠道，在巴西、印尼、波兰等地设立生产基地，在瑞典、哥伦比亚、墨西哥、尼泊尔、秘鲁等国设立销售公司，搭建完善国际化营销网络平台。在欧洲高端市场，公司持续深耕 15 年，成为在欧洲市场覆盖国家数量最多的中国厂家。2023 年上半年，公司用电业务实现营业收入 22.16 亿，同比增长 10.73%，截至 2023 年三季度末，公司海外在手订单同比大增 46%至 45 亿元，其中海外电表业务预计贡献主要增长。

### ➤ 配电业务

**网内中标领先，网外业务加速扩张。**三星医疗配电业务主体为奥克斯智能科技，成立于 2001 年，专业生产各类配电变压器、箱式变电站、高低压开关柜、智能电力计量箱、配电自动化设备等产品。2023 年上半年，三星医疗智能配电业务实现营业收入 20.45 亿元，同比增长 38.18%。截至 2023 年三季度末累计在手订单 114 亿元，同比增长 30%，其中国内累计在手订单 69 亿元，同比增长 21%，网外业务（尤其是新能源相关）预计贡献主要增长。

国网物资协议库存（配网为主）中标 12.73 亿，设备企业中名列第一，在配网变压器及成套设备优势显著。根据配网观点的统计，奥克斯智能科技在国网省公司 2023 年度物资协议库存招标中，合计中标 12.73 亿元，在设备企业中排名第一，且是唯一一家中标金额突破 10 亿的设备厂商。在 2023 年配网变压器及台成套设备招标中，奥克斯智能科技中标 7.12 亿元，份额 5.4%，且明显领先于其他竞争对手，配电侧低压变压器领域优势稳固。在南网配网设备招标中，奥克斯中标份额也名列前茅。

图表25：2023 年国网配网变压器及台成套设备中标数据及份额：亿元



资料来源：中标之家 online，中邮证券研究所

**拓展国内央国企客户，新能源变压器/变电站订单持续高增。**奥克斯目前已经推出光伏箱变、风电箱变、预装式变电站等产品满足光伏、风电对于配电设备的需求，2022 年以来加速拓展能源央国企客户，2022 年即中标大唐、华电的变电站、变压器大单，2023 年进一步拓展中国绿发、广州发展等客户，2024 年初，奥克斯中标大唐 24-25 年风电光伏预装式变电站框采，订单规模达到 8.36 亿元，创下规模新高。

依托电表出海的成熟经验，以及复用电表海外销售渠道，奥克斯配电产品出海进程有望加速；目前小型化环网柜已走出国门，中标中东市场项目，将实现大批量应用。

### ➤ 医疗服务业务

政策倾斜，康复医疗市场蓬勃发展，公司成功探索单店模型，加速推动业务扩张。我国康复医疗起步较晚，康复医疗资源供给相对滞后，2021年以来相关政策文件陆续发布推动康复医疗市场增长。三星医疗2015年收购明州医院后正式进军医疗服务业，2021年以来经营重心转向康复医疗领域，基于高效的管理经验，摸索出行之有效的单店模型，积累了丰富的连锁复制经验，根据三星医疗第四期股权激励计划的目标值，要求23-24年每年新增项目医院数量不低于10家，同时23-24年医疗服务收入不低于22.38、27.98亿元，彰显公司对医疗业务增长的信心。

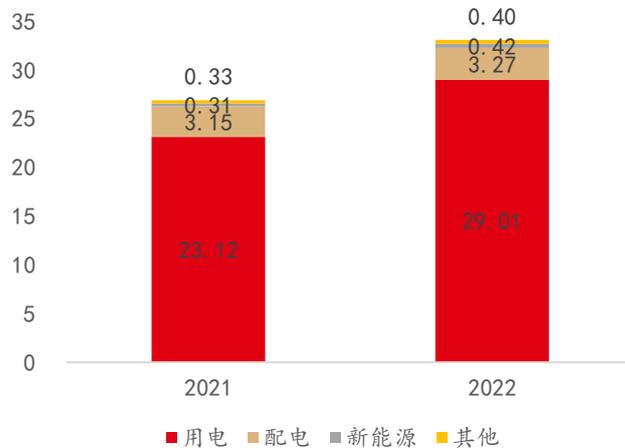
## 3.2 海兴电力

公司成立于1992年，主要产品包括智能用电产品及系统（电表）、智能配电产品及系统（配电设备）、新能源产品及解决方案（逆变器、储能等）。公司坚持国际化发展道路，形成了全球化营销平台、以及全球化生产布局，以亚洲、非洲、拉美、欧洲、中东五大区域为核心，尤其在非洲、拉美、东南亚等地布局深入，目前为海外市场营销及售后服务网络最广的国内厂商之一。基于电表业务在海外的深入布局，公司也积极推进配电设备以及新能源产品的海外销售。

公司收入结构中，智能用电业务占收入的主体，2021、2022年收入分别为23、29亿，占总收入的86%、88%。此外，配电业务收入分别为3.2、3.3亿，占收入比例为12%、10%，新能源业务目前体量仍然较小，规模在0.5亿以下，收入占比在1%左右。

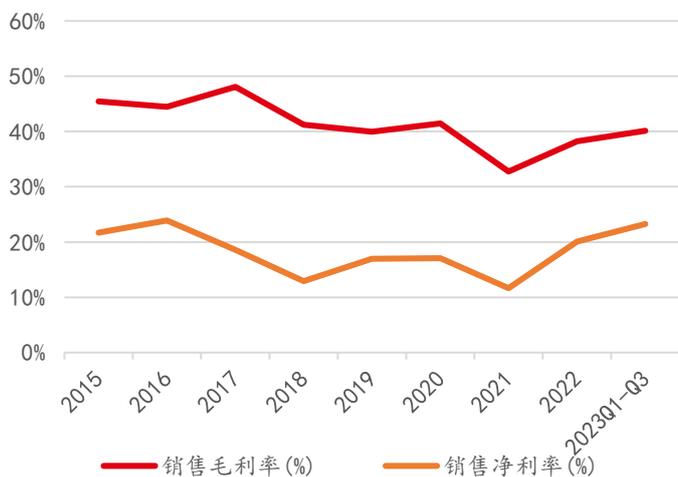
**图表26: 海兴电力收入增长情况 (亿元)**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

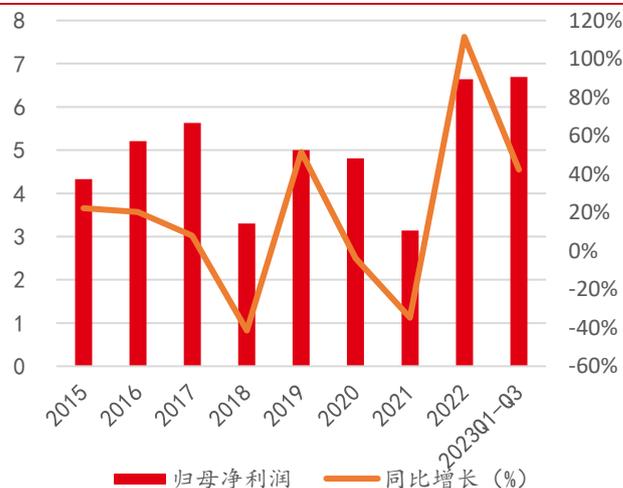
**图表27: 海兴电力收入结构拆分 (亿元)**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2023 年受益供应链降本以及原材料价格下降, 公司整体毛利率水平有所提升, 2023 年前三季度公司实现毛利率、净利率分别为 40%、23%, 其中净利率水平接近历史高点, 实现归母净利润 6.69 亿元, 同比增长 42%。

**图表28: 海兴电力盈利能力变化情况**


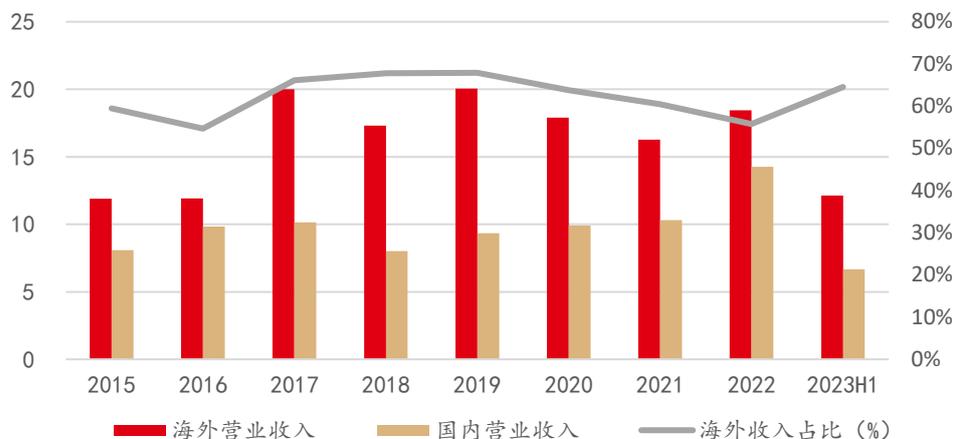
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**图表29: 海兴电力归母净利润变化情况 (亿元)**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

海外业务方面, 2023 年上半年, 公司实现海外营收 12.12 亿元, 同比增长 30.13%, 占收入比重达到 65%, 也是国内海外收入体量、占比最高的电表厂商之一。公司电表业务在巴西市场占有率保持排名第一, 2022 年在印尼市场份额排名第一, 并在欧洲市场中标金额创历史新高, 同时非洲也是公司传统优势海外市场。

图表30：海兴电力国内、海外收入情况（亿元）

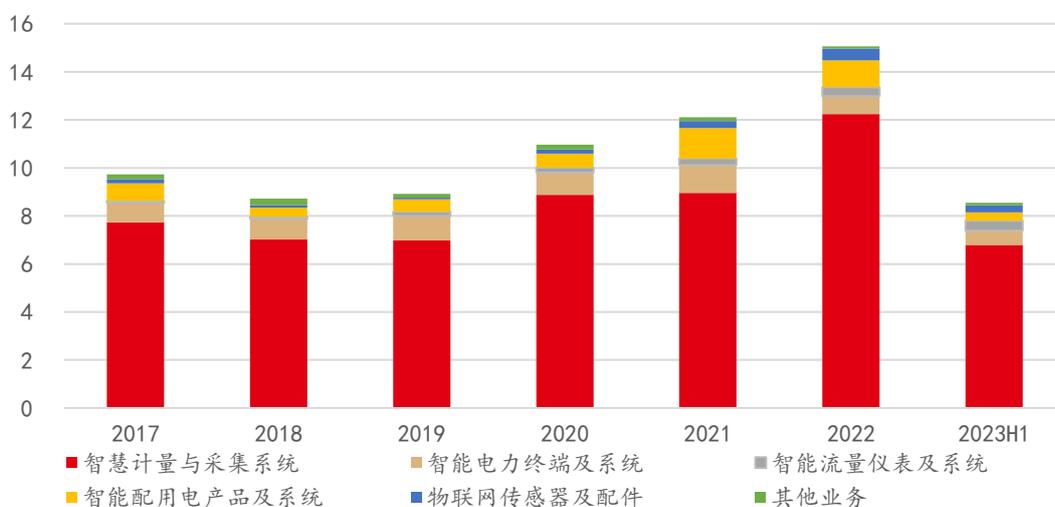


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 3.3 炬华科技

公司主要业务涵盖智慧计量与采集系统、智能电力终端及系统、智能流量仪表及系统、智能配用电产品及系统、物联网传感器及配件等泛在物联网产品及解决方案，其中核心产品为智能电表及相关解决办法，近几年来在国网招标中份额排名均在前五。从公司收入结构来看，智慧计量与采集系统（电表为主）占比在80%左右，是公司的收入主体。

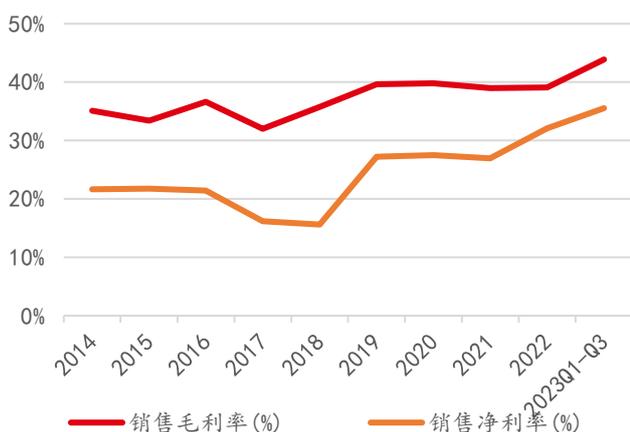
图表31：炬华科技收入结构拆分（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

近年来,公司毛利率、净利率持续修复,主要源于电表业务盈利能力的提升。2023年前三季度受益原材料价格下降,整体盈利能力进一步改善,毛利率、净利率达到44%、36%,前三季度实现归母净利润4.42亿元,同比增长50%。

图表32: 炬华科技盈利能力变化情况



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

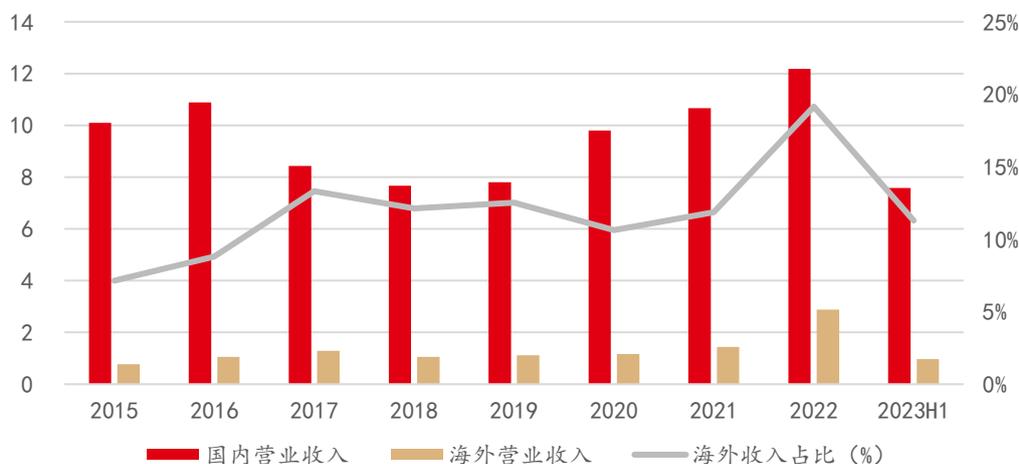
图表33: 炬华科技归母净利润变化情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

公司近年来加大海外市场投入,目前业务已经拓展到非洲(卢旺达、埃及)、中亚(吉尔吉斯、哈萨克)、南美(哥伦比亚、厄瓜多尔)、东南亚(印尼、菲律宾)、巴基斯坦等,同时在捷克设有子公司,业务覆盖捷克、德国、波兰、匈牙利、保加利亚、乌克兰等。2022年实现海外营收2.88亿元,同比翻倍增长,海外收入占比达到19%。

图表34: 炬华科技国内、海外收入情况 (亿元)



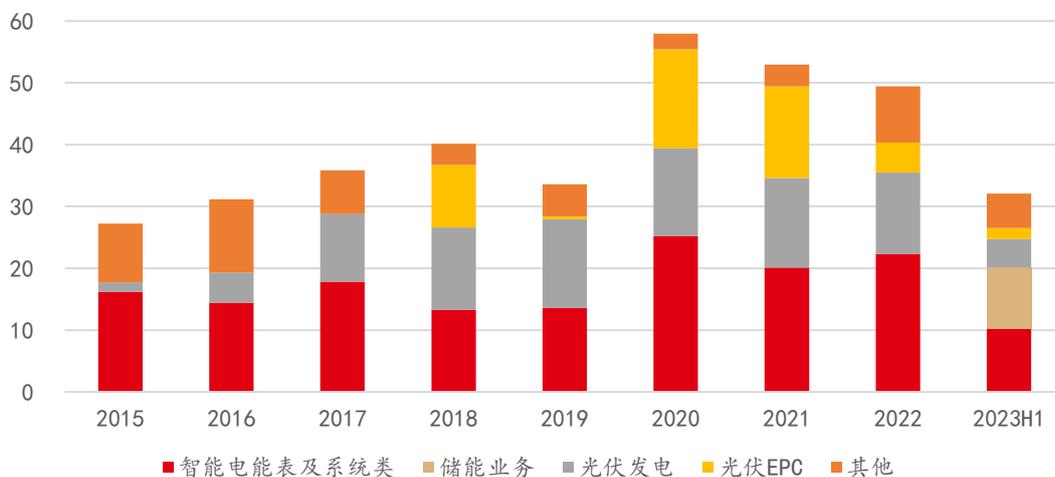
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

### 3.4 林洋能源

公司 1995 年成立，2004 年电表首次出口南美走向国际市场，2015 年开始陆续与兰吉尔集团、法国 ENGIE 集团、沙特 ECC 公司签订合作协议，同时控股立陶宛 ELGAMA 公司完善海外布局。在推动电表主业快速发展的同时，公司积极拓展能源相关业务领域，2004 年投产第一条光伏电池产线，2015 年开始加快光伏电站及 EPC 业务布局，2021 年与亿纬锂能合作进入储能领域，2022 年投资建设 20GW TOPCon 生产基地。

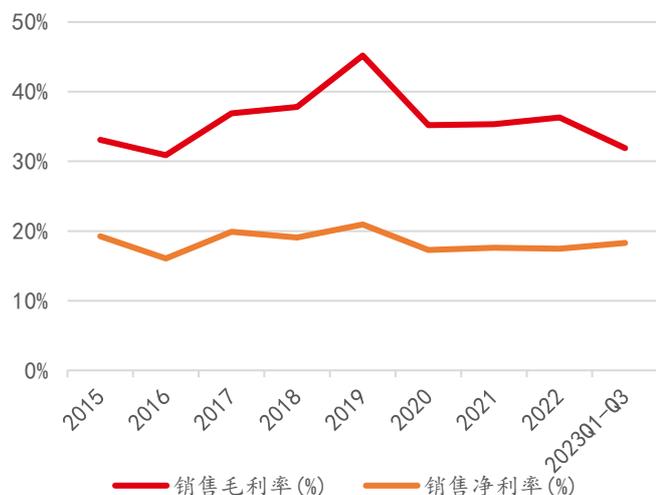
公司业务主要分为智能电网、新能源、储能三个板块，智能电表业务以电表为主，新能源涵盖电站的开发、建设、运营。2023 年上半年，公司实现营业收入 32.11 亿元，同比增长 38%，其中智能电表业务收入 10.29 亿元，同比增长 7%，占比为 32%，第二大业务为储能业务，收入 9.87 亿元，占比为 31%。

图表35：林洋能源收入结构拆分（亿元）

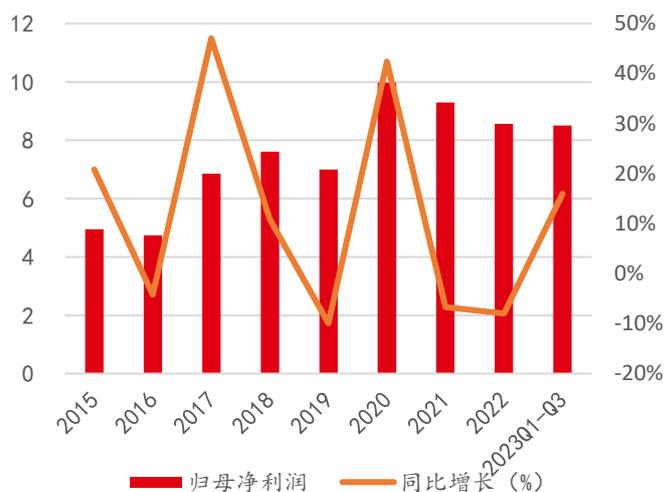


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

近年来伴随业务结构的变化，公司表观毛利率有所波动，但净利率始终维持在较高水平。2023 年前三季度，公司实现归母净利润 8.51 亿，同比增长 16%，销售毛利率、净利率分别为 32%、18%。

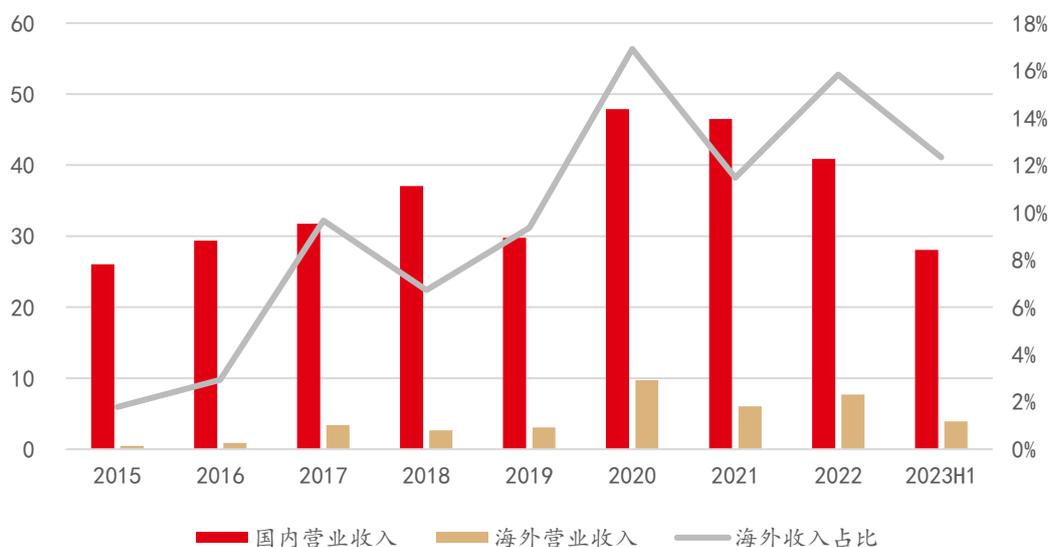
**图表36：林洋能源盈利能力变化情况**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表37：林洋能源归母净利润变化情况（亿元）**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

目前公司已实现全球电表业务的布局，在西欧与亚太市场与兰吉尔集团进行深度合作，在中东市场保持市占率的领先，在亚洲市场与合作伙伴深度合作累计交付智能电表约 100 万台，在中东欧市场，通过子公司 ELGAMA 深化本地化战略，获得波兰最大电力局 PGE 单一合同 3.68 亿的智能电表项目。公司海外收入以电表为主，2023 年上半年实现海外营收 3.95 亿元，占总收入比重约为 12%，占电表业务比重超 30%，海外市场将成为公司电表业务重要的增长极。

**图表38：林洋能源国内、海外收入情况（亿元）**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 4 风险提示

**海外智能电表渗透率提升速度不及预期：**当前国内电表需求偏稳定，后续以替换为主，需求增量主要源于海外市场，若智能电表渗透率提升速度不及预期，或将导致电表出口竞争加剧。

**原材料价格超预期波动。**电表产品原材料成本占比较高，尤其是芯片、电子元器件等，若上述原材料价格剧烈波动，将影响对于盈利能力的判断。

**行业竞争加剧风险：**行业可能存在新进入者增加的情况，导致行业竞争加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048