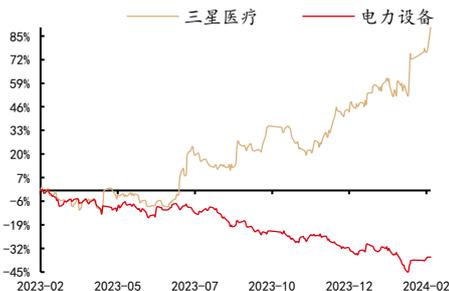


股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	25.39
总股本/流通股本(亿股)	14.11 / 13.95
总市值/流通市值(亿元)	358 / 354
52周内最高/最低价	25.39 / 11.95
资产负债率(%)	40.7%
市盈率	37.90
第一大股东	奥克斯集团有限公司

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
分析师:蔡明子
SAC 登记编号:S1340523110001
Email:caimingzi@cnpsec.com
分析师:贾佳宇
SAC 登记编号:S1340523070002
Email:jiajiayu@cnpsec.com

三星医疗(601567)

国内配用电龙头，受益电力设备出海大趋势

● 投资要点

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。公司前身为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。

(1) 电表业务：

国内：深耕30余年，市场份额领先。公司1991年创立“三星”品牌，自主研发生产电表，并在至今的三十多年时间始终保持电表行业领先地位，目前在电网的市占率中名列第一，约为4%。预期后续伴随智能电表新标准的推出，龙头份额有望进一步提升。

海外：营销渠道全球布局+落地海外制造基地，加速海外业务扩张。公司在巴西、印尼、波兰等设立生产基地，在瑞典、哥伦比亚、墨西哥、尼泊尔、秘鲁等设立销售公司，2015年以来，海外订单/收入持续高增，同时深耕高壁垒的欧洲市场，并成为在欧洲覆盖国家数量最多的中国厂家，未来有望进一步受益海外智能电表渗透率提升。

(2) 配电业务：

国内：电网中标领先，积极拓展网外市场。公司优势产品为配电变压器，在电网配电设备招标中，综合市占率排名榜首。此外，公司积极拓展网外客户，近年来逐步获得大唐、华电、中国绿发、广州发展、中广核等大型能源央企的订单，实现配电业务快速发展。

海外：公司积极布局配电产品出口，依托电表出海的成熟经验，以及复用电表海外销售渠道，公司配电产品出海进程有望加速；目前小型环网柜已中标中东市场项目，将实现大批量应用。

(3) 医疗业务：

我国康复医疗起步较晚，康复医疗资源供给相对滞后，从2021年开始，政策开始对于康复医疗进行护航，未来有望伴随医疗服务业的转型发展而实现快速增长。公司已摸索出行行之有效的单店模型，积累了丰富的连锁复制经验，目前已形成拓展准入、康复投资、人才招聘3大标准化模块，为后续医院经营成功提供保证。

● 盈利预测：我们预计2023-2025年公司营业总收入分别为116.12/145.48/181.29亿元，同比增27.63%/25.29%/24.61%；归母净利润分别为19.10/23.63/27.59亿元，同比增长101.44%/23.74%/16.73%；2023-2025年PE估值分别为18.77x/15.17x/13.00x，低于可比公司估值水平，首次覆盖，予以“增持”评级。

- **风险提示：**海外智能电表渗透率提升速度不及预期；配电业务海外拓展不及预期；行业竞争加剧风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9098	11612	14548	18129
增长率(%)	29.55	27.63	25.29	24.61
EBITDA（百万元）	1473.33	2510.09	3022.94	3474.07
归属母公司净利润（百万元）	948.12	1909.91	2363.36	2758.85
增长率(%)	37.40	101.44	23.74	16.73
EPS(元/股)	0.67	1.35	1.67	1.95
市盈率(P/E)	37.81	18.77	15.17	13.00
市净率(P/B)	3.77	3.14	2.65	2.20
EV/EBITDA	11.77	12.93	10.05	8.04

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 电表&配电行业龙头，积极拓展医疗业务	6
2 电表：国内进入替换周期，海外智能电表渗透率持续提升	9
2.1 国内：智能电表进入替换周期，后续需求预期稳定	9
2.2 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	12
2.3 三星医疗：国内电网中标领先，海外订单大幅增长	17
3 配电：变压器国内龙头，积极布局出海	20
3.1 国内：配电设备龙头，受益网外需求高增	20
3.2 海外：全球进入新一轮电网建设周期，电力设备出口持续高增	25
4 医疗业务：政策倾斜，康复医疗市场蓬勃发展	30
5 盈利预测与估值	32
6 风险提示	33

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构.....	6
图表 3: 公司智能配用电业务产品情况.....	7
图表 4: 公司收入拆分及增长情况 (亿元).....	8
图表 5: 公司营业收入情况及同比增长 (%).....	8
图表 6: 公司归母净利润情况及同比增长 (%).....	8
图表 7: 公司毛利率、净利率变动情况.....	9
图表 8: 公司费用率变动情况.....	9
图表 9: 我国电表发展四大阶段.....	10
图表 10: 2009 年以来过国内智能电表市场招标情况: 万只.....	10
图表 11: 2019-2023 国网电能表和用电信息采集项目招标情况: 亿元.....	11
图表 12: 各批次国网计量设备招标对比.....	11
图表 13: 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 14: 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 15: 北美地区智能电表 2021-2027 年累计安装量 (百万台).....	13
图表 16: 拉美地区智能电表 2022-2028 年累计安装量 (百万台).....	14
图表 17: 2015-2023 年国内电表出口额 (亿元).....	15
图表 18: 2023 年国内电表出口分布 (亿元).....	15
图表 19: 国内厂商对亚洲国家电表出口 (亿元).....	15
图表 20: 2023 年国内电表向亚洲出口分布 (亿元).....	15
图表 21: 国内厂商对欧洲国家电表出口 (亿元).....	16
图表 22: 2023 年国内电表向欧洲出口分布 (亿元).....	16
图表 23: 国内厂商对非洲国家电表出口 (亿元).....	16
图表 24: 2023 年国内电表向非洲出口分布 (亿元).....	16
图表 25: 2023 年国网电表中标数据及份额: 亿元.....	17
图表 26: 2022 年国网电表中标数据及份额: 亿元.....	18
图表 27: 2023 年南网电表中标数据及份额: 亿元.....	18
图表 28: 2022 年南网电表中标数据及份额: 亿元.....	19
图表 29: 公司海外收入及增长情况 (亿元).....	19
图表 30: 公司海外收入占比 (亿元).....	19
图表 31: 公司海外电表订单公告情况.....	20
图表 32: 近年来电网工程投资完成额情况: 亿元.....	21
图表 33: 国内累计新增光伏装机规模 单位: GW.....	21
图表 34: 国内月度新增光伏装机规模 单位: GW.....	21
图表 35: 国内累计新增风电装机规模 单位: GW.....	22

图表 36: 国内月度新增风电装机规模 单位: GW	22
图表 37: 奥克斯智能科技营销覆盖区域	22
图表 38: 2023 年国网配网变压器及台成套设备中标数据及份额: 亿元	23
图表 39: 2023 年南网配电产品中标数据及份额: 亿元	24
图表 40: 南网 2023 年配电物资招标占比	24
图表 41: 公司网外配电设备大单中标情况	25
图表 42: 2015-2023 年变压器 (16kVA~10MVA) 出口额 (亿元)	26
图表 43: 2023 年变压器 (16kVA~10MVA) 出口分布 (亿元)	26
图表 44: 2015-2023 年变压器 (16kVA~10MVA) 对亚洲出口额 (亿元)	26
图表 45: 2015-2023 年变压器 (16kVA~10MVA) 对欧洲出口额 (亿元)	27
图表 46: 2015-2023 年变压器 (16kVA~10MVA) 对非洲出口额 (亿元)	27
图表 47: 2015-2023 年变压器 (16kVA~10MVA) 对南美洲出口额 (亿元)	28
图表 48: 2015-2023 年变压器 (16kVA~10MVA) 对北美洲出口额 (亿元)	28
图表 49: 2015-2023 年变压器 (16kVA~10MVA) 对大洋洲出口额 (亿元)	29
图表 50: 其他配电设备 2015-2023 年出口情况 (亿元)	29
图表 51: 其他配电设备对亚洲出口情况 (亿元)	29
图表 52: 其他配电设备对非洲出口情况 (亿元)	30
图表 53: 其他配电设备对欧洲出口情况 (亿元)	30
图表 54: 其他配电设备对南美洲出口情况 (亿元)	30
图表 55: 其他配电设备对大洋洲出口情况 (亿元)	30
图表 56: 国内康复医疗政策情况	31
图表 57: 公司下属医院分布情况	31
图表 58: 公司营收和毛利预测 单位: 亿元	32
图表 59: 可比公司估值比较 (使用一致盈利预期, 收盘日 2024.02.26)	33

1 电表&配电行业龙头，积极拓展医疗业务

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。公司前身为 1986 年的龙观乡钟表零件厂，1991 年正式创立“三星”品牌，自主研发生产电能表，1993 年成为电表龙头并获得出口资格；2001 年奥克斯高科技成立，集团基于电表业务延伸，正式进军配电领域，2008 年整体改制为宁波三星电气股份有限公司，2011 年正式上市；2015 年，上市公司收购了控股股东旗下的宁波明州医院，拓展医疗服务业务，2021 年以来随着康复医疗政策的陆续出台，公司聚焦康复医疗业务。

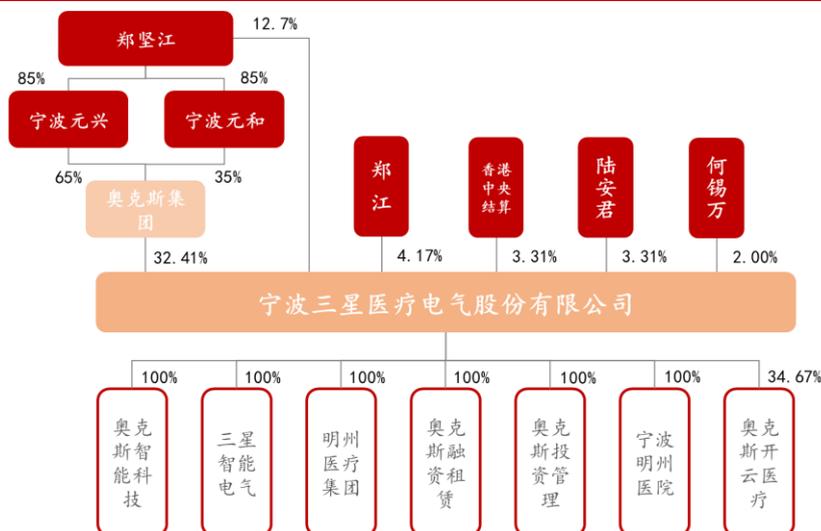
图表1：公司发展历程



资料来源：iFinD，公司官网，明州医疗集团官网，奥克斯智能科技官网，中邮证券研究所

实控人合计控制股权约 45%。公司实控人为郑坚江先生，曾任宁波三星仪表厂厂长、三星集团（三星医疗前身）总裁，目前为奥克斯集团有限公司董事长、党委书记，在三星医疗仍保留董事职务，公司日常管理则委托给职业经理人团队，相关管理层也主要是由奥克斯/三星集团内部培养选拔。

图表2：公司股权结构



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

配用电业务：用电业务板块，主要产品包括智能电表、电箱、通信模块及系统软件等，目前在国南网招标中份额保持领先，同时积极推动出口；配电业务板块，业务主体为奥克斯智能科技，主要产品包括变压器、环网柜、开关柜、变电站等，目前在国南网配电网产品招标中份额同样领先；此外，基于配电变压器业务延伸，公司也布局光伏、风电箱变，积极开拓国内能源央企客户，实现订单、收入的快速增长，此外延伸至逆变器、充电桩等环节，进一步拓展产品体系与营销渠道。

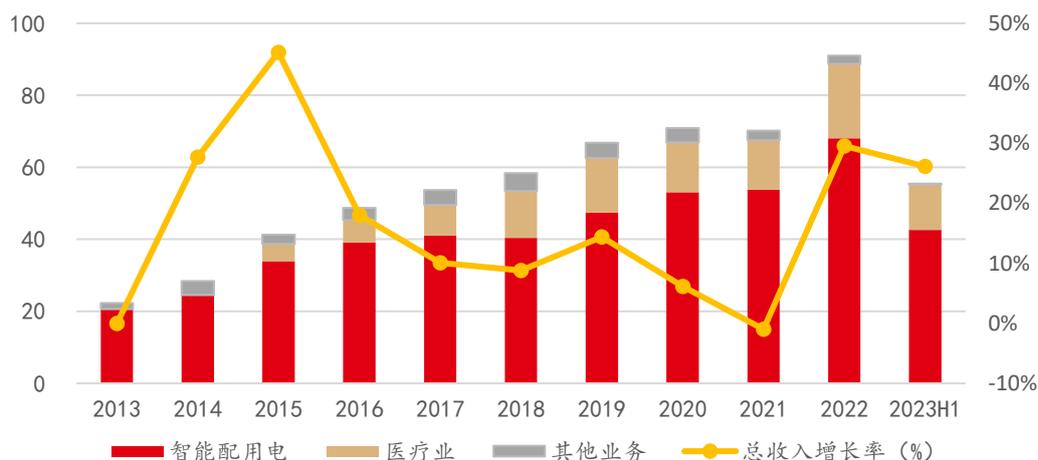
图表3：公司智能配用电业务产品情况

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：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

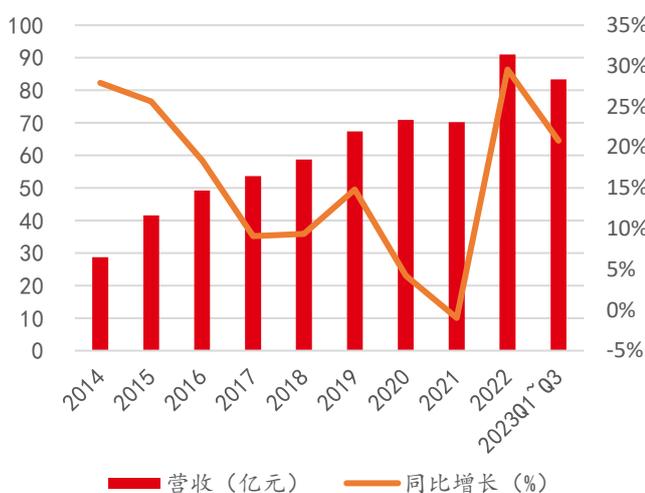
医疗业务围绕康复医疗，进入扩张周期：深耕医疗领域 20 年+，专业打造连锁康复机构。明州医疗集团 2002 年开始涉足医疗产业，2006 年宁波明州医院正式营业，2014 年成立医疗集团，开展医疗投资、医院运营等业务，2015 年聚焦在康复医疗领域，内部积极打造标准化运营体系，布局连锁品牌建设，随着内部管理流程的固化以及效率的提升，2021 年开始进入到快速扩张周期，持续推动新城市、新医院的建设、开业。

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4：公司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5：公司营业收入情况及同比增长 (%)


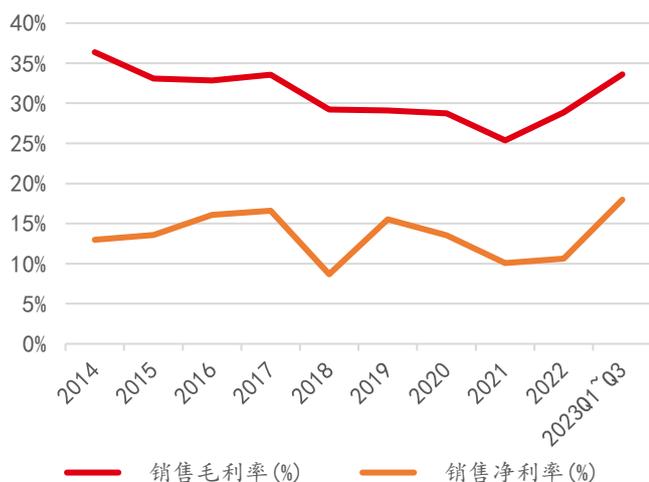
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：公司归母净利润情况及同比增长 (%)


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

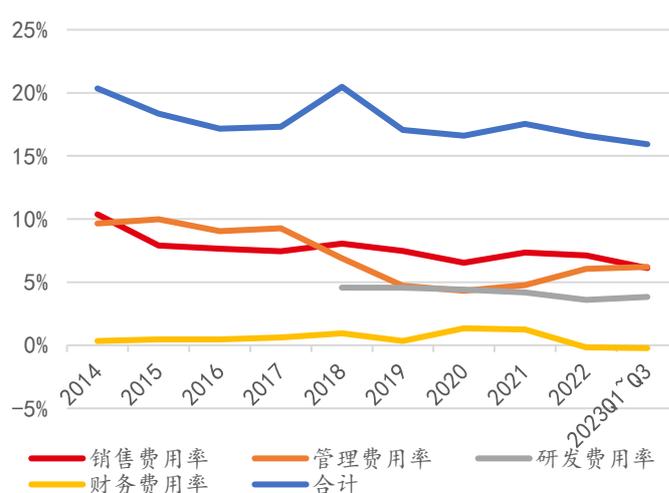
产品结构优化，叠加公司内部积极推进降本增效，带动公司毛利率近两年持续回升；费用端，随着出货规模的增长，对各项费用的摊薄较为明显，带动整体费用率持续下降，进一步提升净利率改善空间。

图表7：公司毛利率、净利率变动情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：公司费用率变动情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 电表：国内进入替换周期，海外智能电表渗透率持续提升

2.1 国内：智能电表进入替换周期，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：机电一体式电表：**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，机电一体式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%。

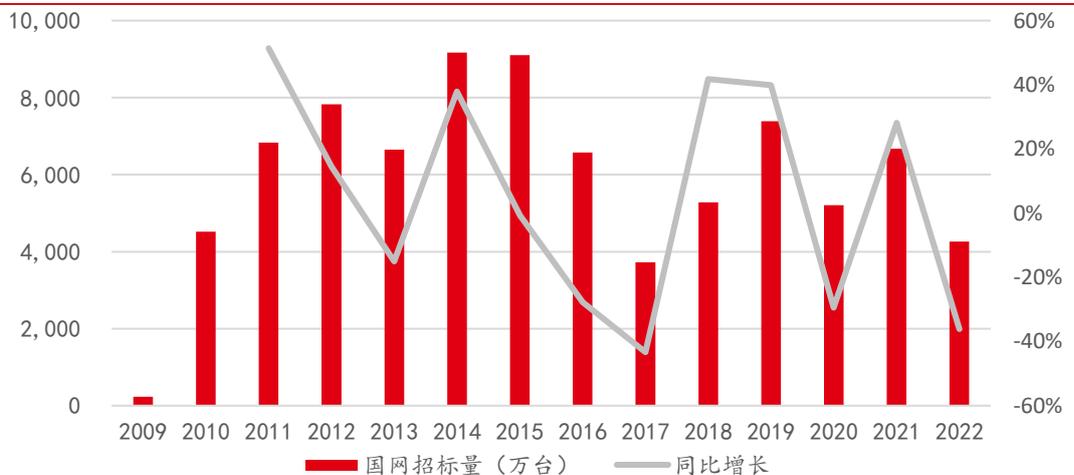
图表9：我国电表发展四大阶段

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。

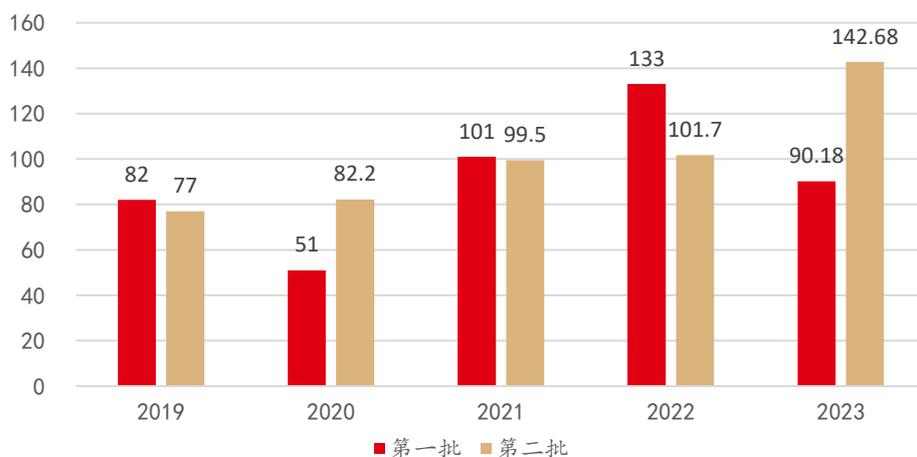
图表10：2009年以来过国内智能电表市场招标情况：万只


资料来源：共研网，中邮证券研究所

从电表周期来看，2009 年启动的智能电表周期，规模在 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，招标规模回落。

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11：2019-2023 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

2024 年：国网发布第一批次计量设备招标，招标体量超预期。根据国网电子商务平台，2 月 23 日国网发布《2024 年第十五批采购（营销项目第一次计量设备招标采购）》，主要针对电表及采集器等进行招标，合计招标数量为 4653 万只，规模超出预期，其中针对单相智能表、三相智能表、采集器、采集终端招标规模分别为 3828、587、109、129 万个。同比来看，总量相较 2023 年一批次的 2650 万只大幅提升 76%，其中单相智能表提升最多，由 1851 万只翻倍提升至 3828 万只，三相智能表由 547 万提升至 587 万只。

图表12：各批次国网计量设备招标对比

分标名称	2023 一批次		2023 二批次		2024 二批次	
	标包数量	总数量 (万只)	标包数量	总数量 (万只)	标包数量	总数量 (万只)
A 级单相智能电能表	131	1851	158	3922	140	3828
三相智能电能表合计	99	547	121	817	114	587
B 级三相智能电能表	80	502	99	762	92	543
C 级三相智能电能表	17	43	20	54	20	43
D 级三相智能电能表	2	1	2	1	2	1
高端智能电能表	-	-	-	-	3	1
集中器及采集器	56	95	66	114	66	109

专变采集终端	49	158	48	121	55	129
总计	335	2650	393	4974	378	4653

资料来源：国网电子商务平台，Data 电力，中邮证券研究所

电表从招标到交付平均看有半年左右的周期，而 2023 年二批次、2024 年一批次均是近年来的招标高峰，这也就意味着 2024 年全年电表企业的交付都将维持高景气度，国内电表交付业绩有望同比明显提升。此外，根据国网公开的采购安排，2024 年将安排 3 批次智能电表招标，分别在 2、7、10 月，相较 2023 年两批次提升明显，电表行业高景气度有望维持。

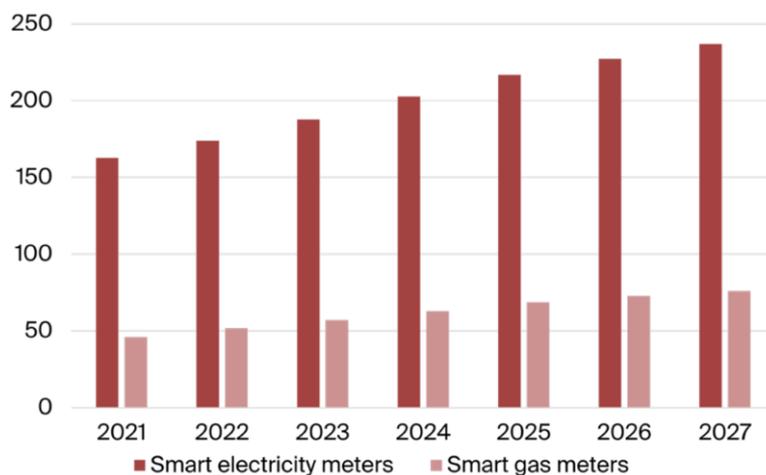
2.2 海外：智能电表渗透率提升拉动出货，国内电表出口持续高增

2.2.1 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13：欧洲地区智能电表（燃气表）2021-2027 年累计安装量（百万台）

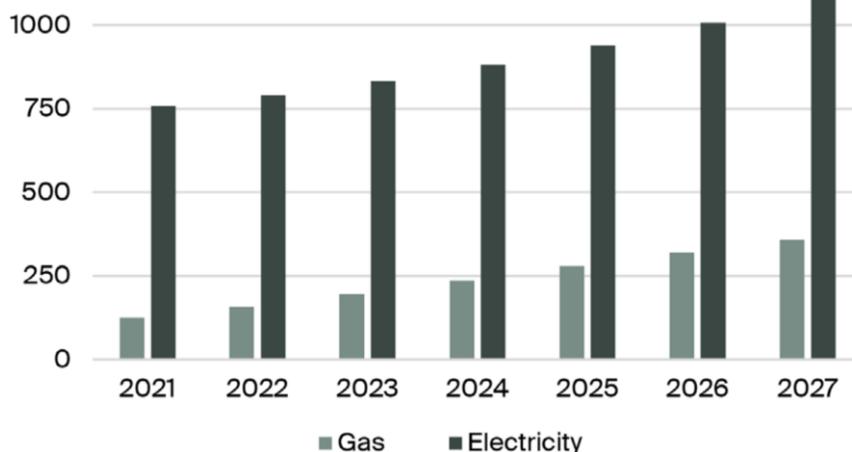


资料来源：Berg Insight，中邮证券研究所

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。

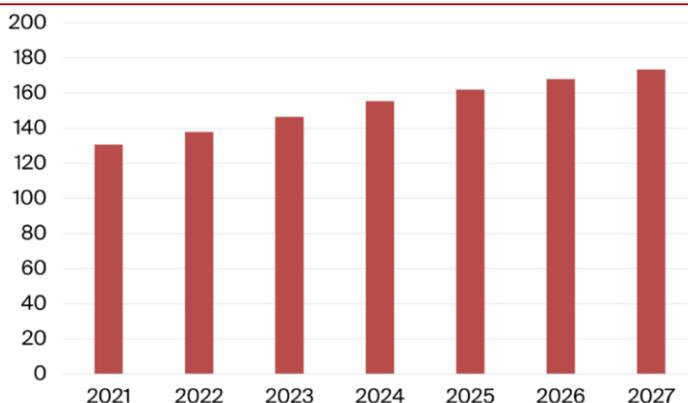
图表14：亚太地区智能电表（燃气表）2021-2027 年累计安装量（百万台）



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15：北美地区智能电表 2021-2027 年累计安装量（百万台）



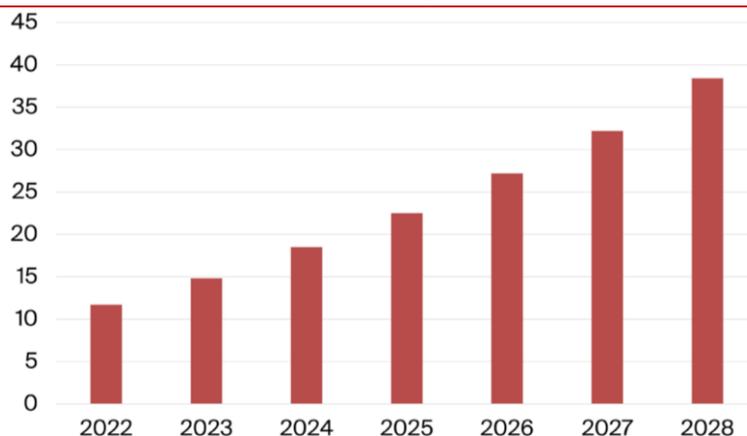
资料来源：Berg Insight，中邮证券研究所

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16：拉美地区智能电表 2022-2028 年累计安装量（百万台）



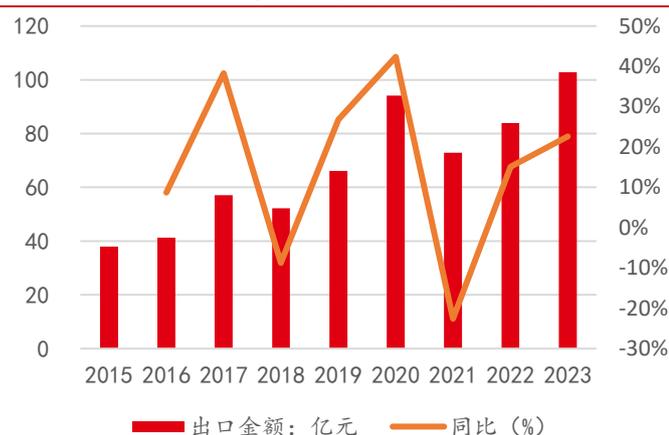
资料来源：Berg Insight，中邮证券研究所

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。

2.2.2 海外需求高增，国内电表出口持续增长

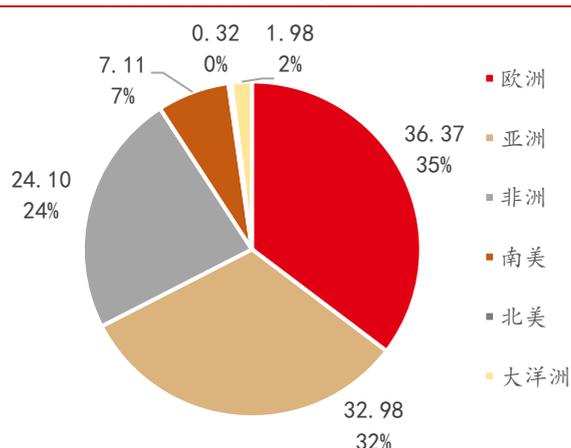
国内电表出口额快速增长，2015 年以来 cagr 13%。2015 年以来，国内电表出口快速增长，由 15 年的 38 亿增长至 23 年的 103 亿，CAGR 13%，其中 2020 年由于沙特电表更新集中采购，当年国内向沙特电表出口规模超 30 亿（常规年份出口额约为 1 亿），带动全年电表出口同比增长 42% 至 94 亿元，达到电表出口的第一个高峰，23 年伴随全球智能电表渗透率的快速提升，出口额同比增长 23%，首次超过 100 亿元。从出口区域分布来看，亚、非、欧三分天下，合计占总出口额的 90%。

图表17: 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

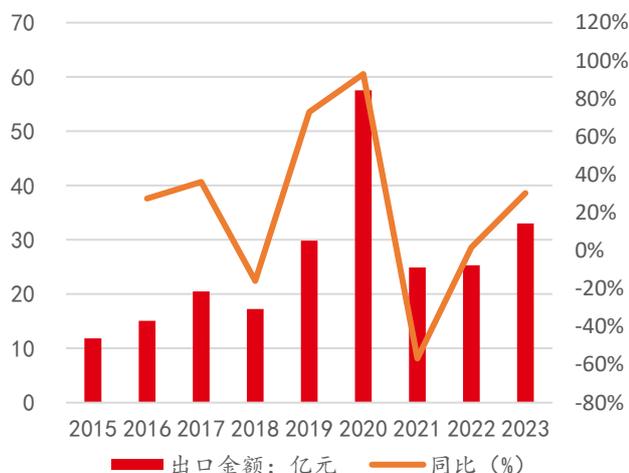
图表18: 2023年国内电表出口分布(亿元)



资料来源: 海关总署, 中邮证券研究所

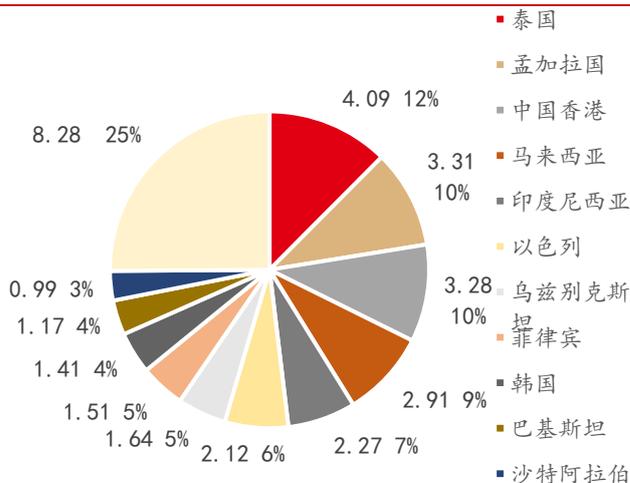
亚洲: 23年电表出口33亿元(+30%), 15-23年CAGR 14%。过往几年, 国内厂商对亚洲国家电表出口快速增长, 下游需求国主要集中在东南亚, 2020年则由于沙特集中进行电表改造导致出口规模骤增, 其余年份增长相对平稳, 预期依托东南亚智能电表渗透率提升趋势, 出口规模有望持续提升。

图表19: 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

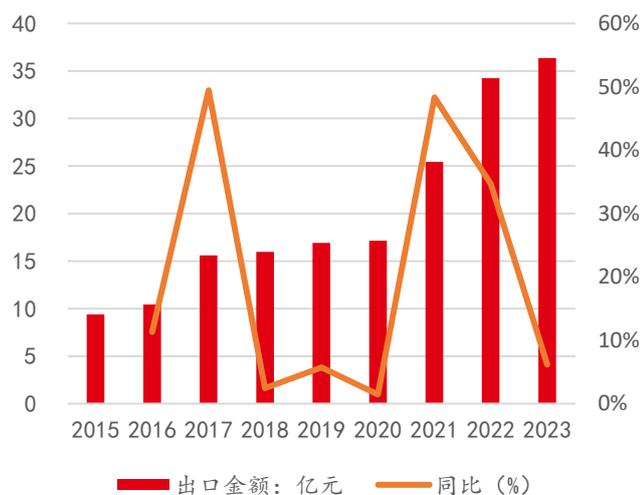
图表20: 2023年国内电表向亚洲出口分布(亿元)



资料来源: 海关总署, 中邮证券研究所

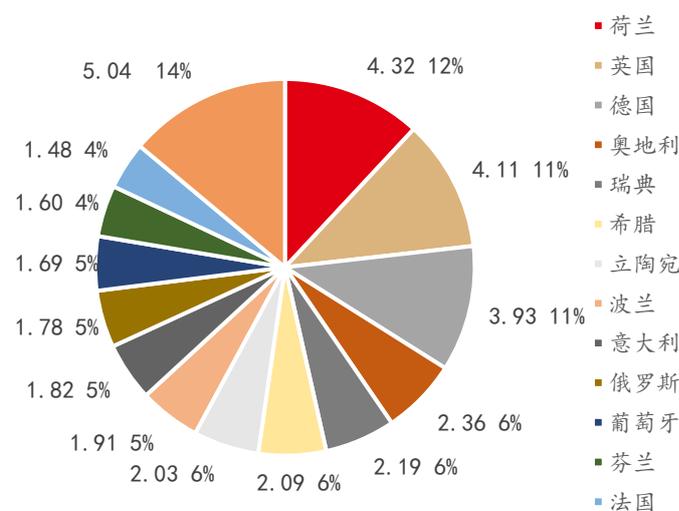
欧洲: 23年电表出口36亿元(+6%), 15-23年CAGR 18%。欧洲电表需求在过去几年也迎来快速增长, 叠加欧洲加速新能源装机, 尤其是分布式装机规模持续快速提升, 电网面临升级压力, 有望进一步拉动对于智能电表的需求。从国家分布来看, 区域性特征不如亚洲国家明显, 其中荷兰、英国、德国、奥地利、瑞典位列前五。

图表21：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22：2023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

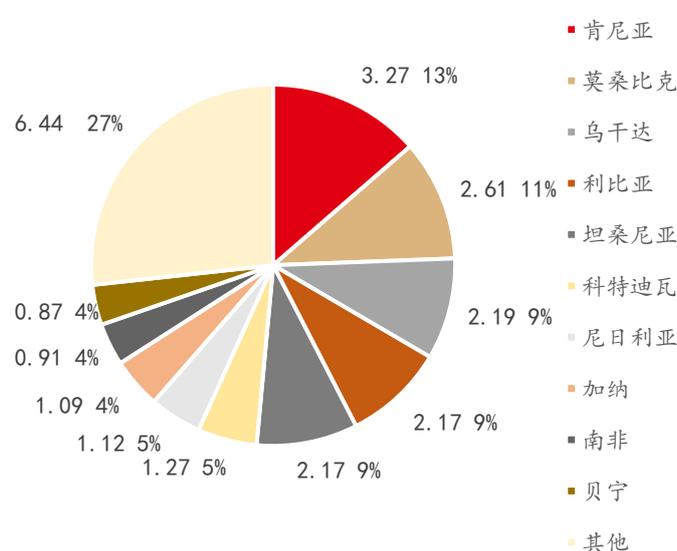
非洲：23年电表出口24亿元(+60%)，15-23年CAGR 11%。非洲电表需求在23年迎来快速增长，其中增量主要源于肯尼亚、莫桑比克、乌干达、利比亚等，非洲各国电网建设潜力较大，终端电表需求有望持续提升。

图表23：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24：2023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。

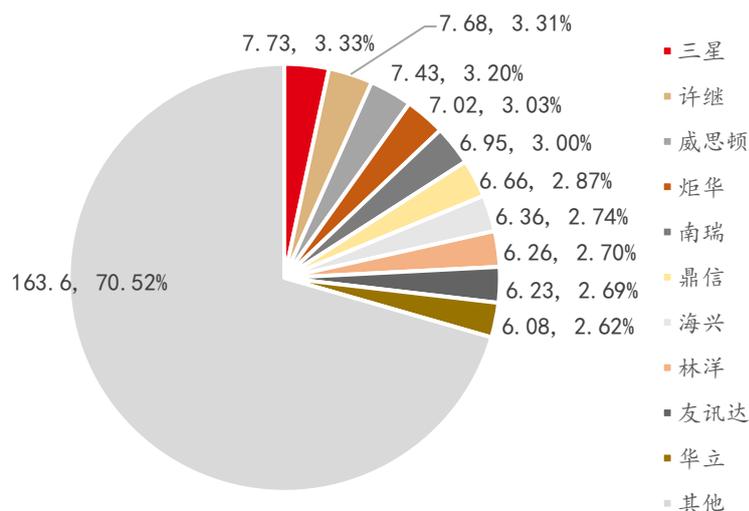
2.3 三星医疗：国内电网中标领先，海外订单大幅增长

2.3.1 国内电表业务：深耕行业 30 年，国南网中标份额领先

深耕电表行业 30 余年，市场份额国内领先。公司 1989 年开始涉足电表罩底壳制造，1990 年正式向电度表整机制造延伸，并在 1991 年创立“三星”品牌，自主研发生产电表，两年后即成长为国内电表龙头，产品获准出口，并在至今的三十多年时间始终保持电表行业领先地位，目前在国内电网的电表市占率中名列第一，约为 4%。预期后续智能电表将以替换需求为主，年招标量将维持相对稳定。

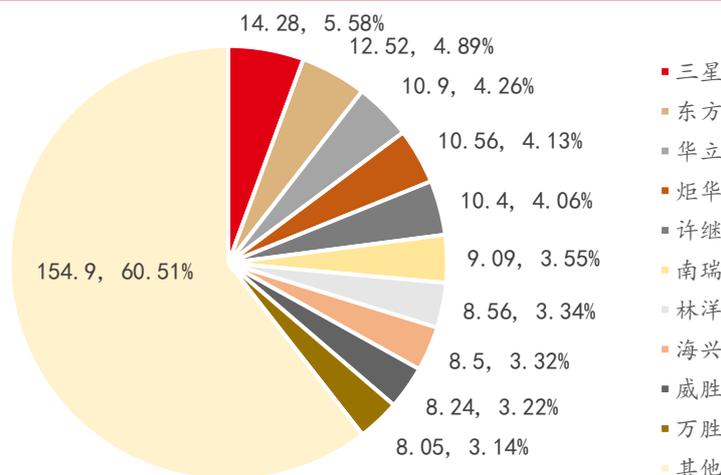
- **国网份额：**三星连续多年领跑国网电表招标，22 年在国网招标中合计中标 14.28 亿，份额 5.58%，23 年合计中标 7.73 亿，份额为 3.33%；CR10 市占率由 22 年接近 40% 降至 23 年的 30%，头部厂商份额优势有所收窄。

图表25：2023 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

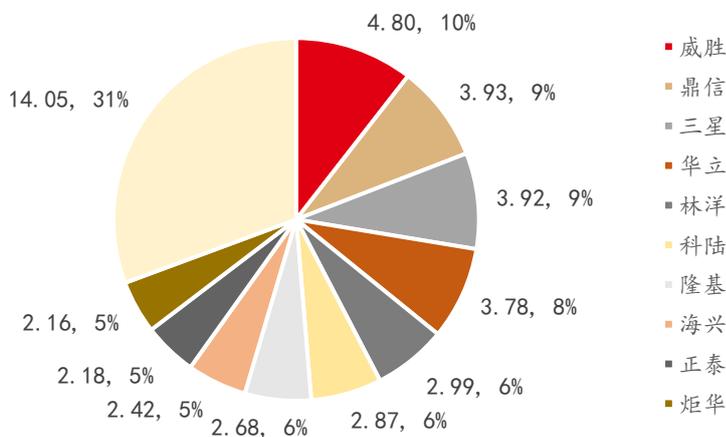
图表26：2022年国网电表中标数据及份额：亿元



资料来源：中标之家，中邮证券研究所

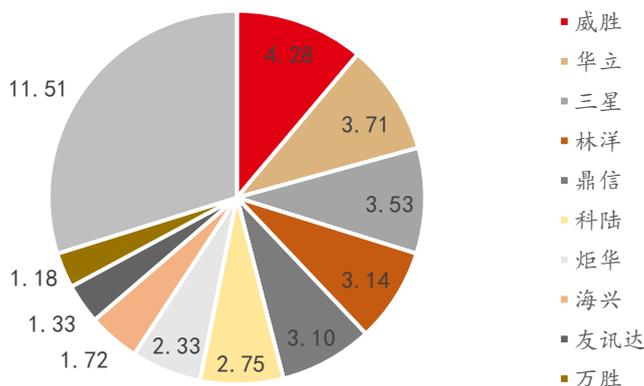
- **南网份额：**以南网计量产品招标测算，由于总体招标规模小于国网，厂商集中度相较国网更高，近两年CR10占比保持在70%，头部厂商份额约为8%~10%。2023年合计实施两批次招标，总金额45.76亿元，其中三星合计中标3.92亿元，占比8.6%，2022年中标约为3.53亿元，占比9.1%。综合国南网招标数据来看，三星近两年均为电表份额第一。

图表27：2023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

图表28：2022 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

2.3.2 海外电表业务：拓展全球客户，海外订单/收入高增

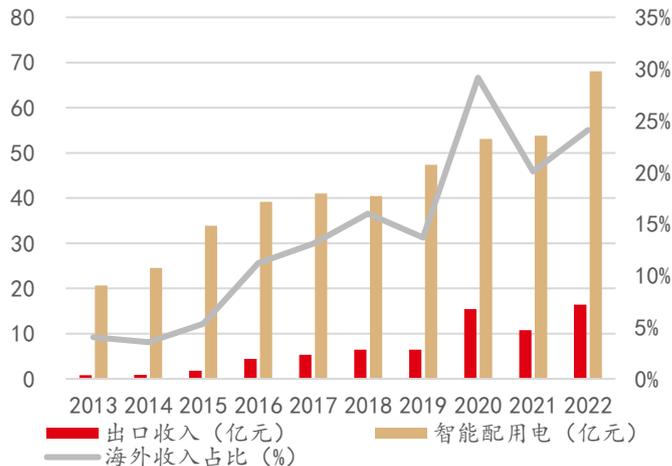
海外营收快速增长，占比达到 24%。公司 1993 年即获得电表出口许可，在国内智能电表招标在 2015 年达到顶峰时，公司也积极布局海外出口业务，出口额在 2016 年同比大幅增长 143%，出口战略进一步深化。2022 年公司出口业务实现收入 16.4 亿元，其中预计主要由电表业务贡献，同比增长 52%，占智能配用电业务营收的 24%，未来海外业务将贡献显著增量。

图表29：公司海外收入及增长情况（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表30：公司海外收入占比（亿元）



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。针对不同的市场，公司也采取不同的销售策略，巴西、中东市场对本地化要求较高，需要建立本土化团队；欧洲市场品牌粘性、进入壁垒高，标杆项目的示范作用会对业务开展产生积极作用，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。

海外客户方面，公司长期服务瑞典 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，已建立深厚的合作。2019 年以来，公司陆续公布海外电表中标大单，包括印度、巴西、印尼、沙特、瑞典等，其中瑞典项目中标额 5.4 亿，也是至今公司拿到的金额最大的单一订单。

图表31：公司海外电表订单公告情况

公告时间	客户	中标项目	金额（亿元）	中标主体
2020/6/20	沙特 MEMF ELECTRICAL INDUSTRIES	智能电表项目的经营合同	1.61	三星智能
2020/5/22	国家电网	中国电力技术装备沙特智能电表项目国内第二批设备	1.5	三星医疗
2020/4/16	巴西 NEOENERGIA 股份集团公司	2020-2022 年度电能表项目	0.78	巴西南森
2020/4/16	哥伦比亚 UT	哥伦比亚 ELECTRICARIBE 计量系统(AMI)项目	1.01	巴西南森
2020/3/6	沙特 MEMF ELECTRICAL INDUSTRIES	两项关于智能电表项目的经营合同	3.248	三星智能
2020/2/29	瑞典 Vattenfall Eldistribution AB	日常经营合同（第二代智能电表项目总包方）	5.4	三星智能
2020/2/29	印尼 PT Perusahaan Listrik Negara(Persero)	2020 年度单相预付费表供货合同	0.84	三星印尼
2020/1/18	巴西 Companhia Energ é tica De Minas Gerais (Cemig)	米纳斯吉拉斯州普通电能表框架招标项目	0.71	巴西南森
2020/1/18	巴西 Companhia Energ é tica De Minas Gerais (Cemig)	米纳斯吉拉斯州工业电能表框架招标项目	0.37	巴西南森
2020/1/7	国家电网	中国电力技术装备沙特智能电表项目国内第一批设备	0.3	三星医疗
2019/11/29	印度 JNJ Powercom Systems Limited	JNJ 将其从 ITI 有限公司获得的智能电表订单，由三星医疗生产并向 JNJ 供应	1.84	三星医疗

资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

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。在全球电网改造、智能电表渗透率提升的大背景下，电表出口有望持续保持高增。根据公司发布的 2024 年核心团队持股计划（草案），2024-26 年智能配用电业务扣非净利润的目标值分别为 17.85、23.21、30.17 亿元，年化增速高达 30%。

3 配电：变压器国内龙头，积极布局出海

3.1 国内：配电设备龙头，受益网外需求高增

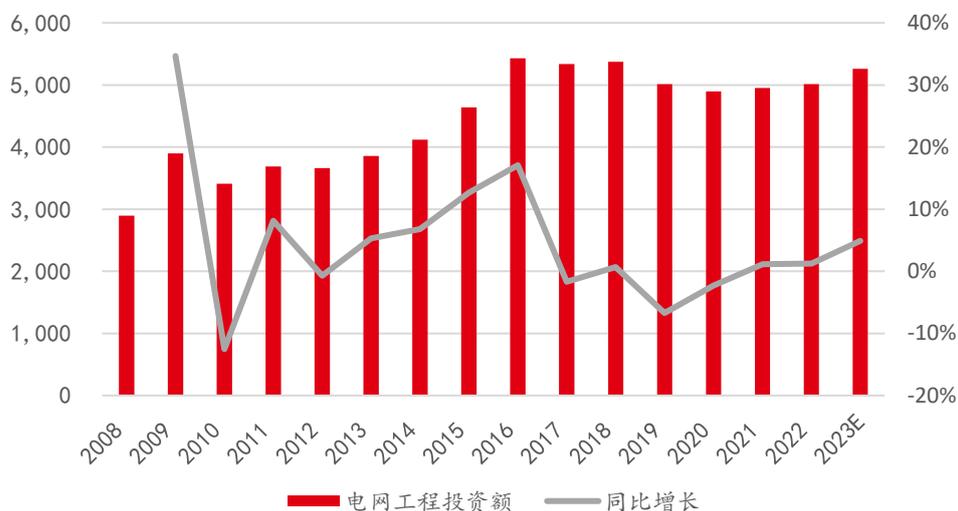
3.1.1 电网投资稳步增长，网外需求高增

配电业务从需求分类角度看，可以分为网内和网外两部分，网内主要与输变电线路建设相关，按照电压等级进一步分为 10kv 以下的低压配电侧，以及 35kv 及以上的高压输电侧，网内配电业务市场主要与电网的工程投资相关；网外可进一步细分为工业用户、发电侧用户、轨道交通用户等，其中发电侧用户由于近年来新能源及储能装机需求快速增长，明显拉动对于变压器等配电产品的需求。

➤ 网内配电业务：电网工程投资稳定增长

电网工程投资近年来稳定在 5000 亿/年的规模。2023 年 1-11 月，电网工程累计投资额为 4458 亿元，同比增长约 6%，按此增速推算，预计 2023 年电网工程投资额将达到 5300 亿元，2024 年随着特高压建设工程的进一步推进，有望进一步加大电网投资。

图表32：近年来电网工程投资完成额情况：亿元

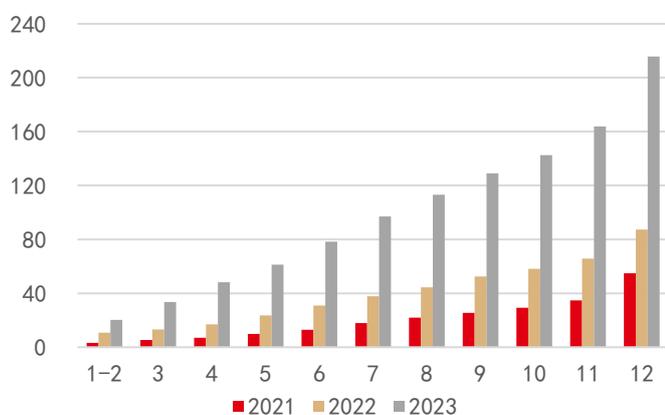


资料来源：中国电力企业联合会，iFinD，中邮证券研究所

➤ 网外配电业务：新能源装机高增贡献主要增量

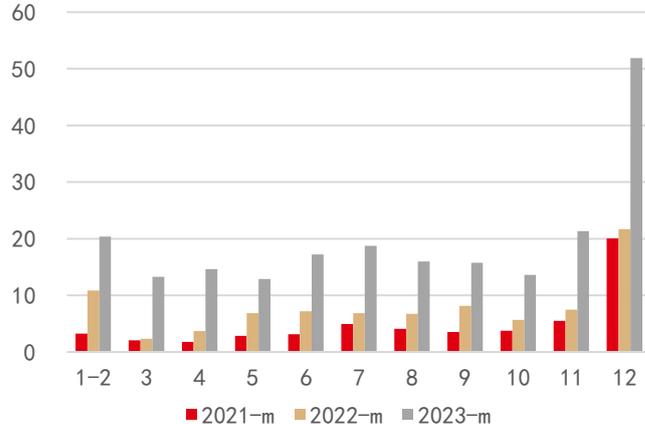
2023 年国内新增光伏装机 215.8GW (+147%)，装机增速大超预期。2023 年 12 月单月新增装机 51.87GW，同比增长 139%，12 月单月装机规模接近 2021 年全年装机水平，大超预期。国内全年约 216GW 光伏装机量占全球总需求的一半以上，是 2023 年全球光伏装机需求增长的主要贡献者。展望 2024 年，考虑到 2023 年下半年以来，产业链价格加速下跌，当前组件价格已跌至 0.9 元/w，24 年装机需求仍有望保持高景气。

图表33：国内累计新增光伏装机规模 单位：GW



资料来源：国家能源局，中邮证券研究所

图表34：国内月度新增光伏装机规模 单位：GW

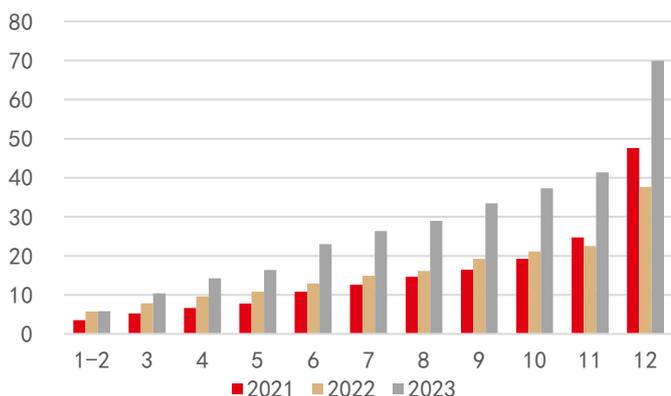


资料来源：国家能源局，中邮证券研究所

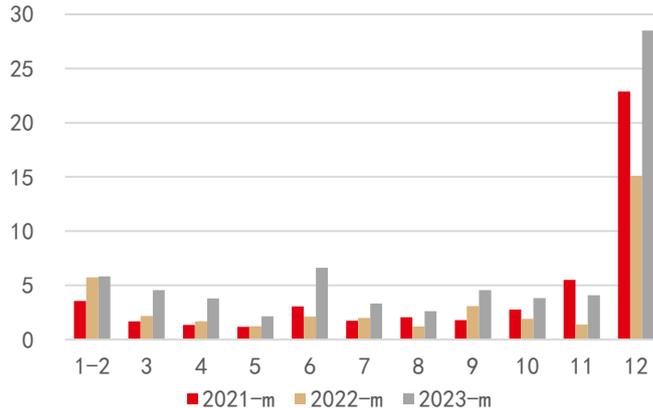
2023 年国内新增风电装机 70GW (+86%)，单月新增装机近 29GW (+89%)。2023 年下半年以来，风电项目集中开工，12 月迎来集中并网，全年风电装机约 70GW，12 月并网近 29GW，大超预期。展望 2024 年，陆风装机在经济性驱动下有望迎来进一步增长，海风方面项目将迎来集中启动，全年装机规模预计提升至 8-10GW。

注：国家能源局仅给出 2023 年底风电累计装机数据 441.34GW，据此减去 2023 年 11 月底累计装机数据 412.83GW，得出 12 月份新增装机为 28.51GW；

图表35：国内累计新增风电装机规模 单位：GW



图表36：国内月度新增风电装机规模 单位：GW



资料来源：国家能源局，中邮证券研究所

资料来源：国家能源局，中邮证券研究所

3.1.2 奥克斯：网内中标领先，网外业务加速扩张

公司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。目前已在全国范围内建立 26 个营销中心，服务网络覆盖全国 31 个省、市、自治区，实现 24 小时市场服务响应。

图表37：奥克斯智能科技营销覆盖区域



资料来源：奥克斯智能科技官网，中邮证券研究所 注：蓝色为核心区域，紫色为重点区域

在智能配电方面，奥克斯聚焦“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，其中光伏箱变获国内首台套认定，小型化环网柜已走向国门，在中东市场大批量应用。新能源领域，除直流充电桩产品（覆盖 60-480kW）外，2023 年上半年还推出户用逆变器、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。

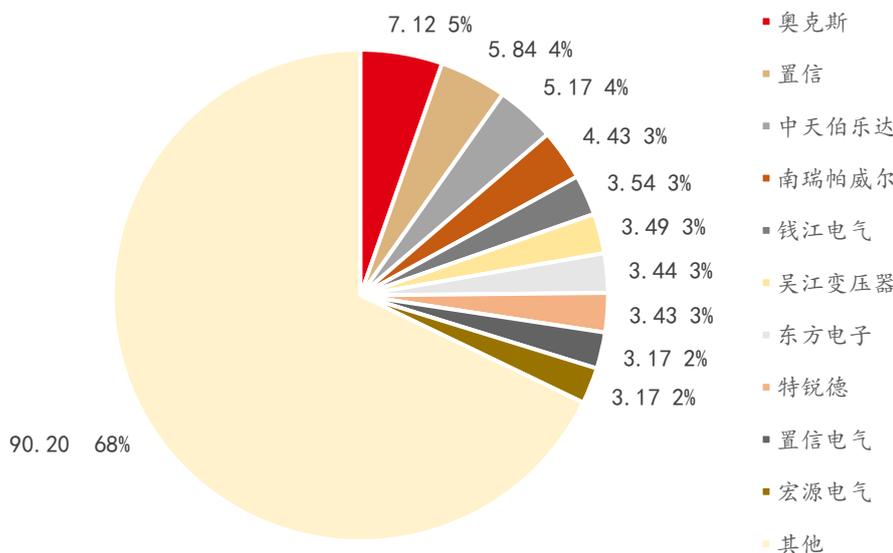
2023 年上半年，公司智能配电业务实现营业收入 20.45 亿元，同比增长 38.18%。随着公司产品线的延展，持续加大对新能源领域机会开拓，报告期内，新能源业务实现营业收入 3.75 亿元，同比增长 187.75%。截至 2023 年三季度末，公司累计在手订单 114 亿元，同比增长 29.74%，其中国内累计在手订单 69 亿元，同比增长 20.73%，网外业务（尤其是新能源相关）预计贡献主要增长。

➤ **网内业务：综合市占率已提升至第一**

国网：公司物资协议库存（配网为主）中标近 13 亿，设备企业中名列第一。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，合计中标近 13 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。

公司优势领域在于配网变压器及成套设备，2023 年中标 7.12 亿元，份额占比 5.4%。2023 年国网省公司配网变压器及台成套设备合计招标 133 亿元，其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，公司在配电侧低压变压器领域优势稳固。

图表38：2023 年国网配网变压器及台成套设备中标数据及份额：亿元

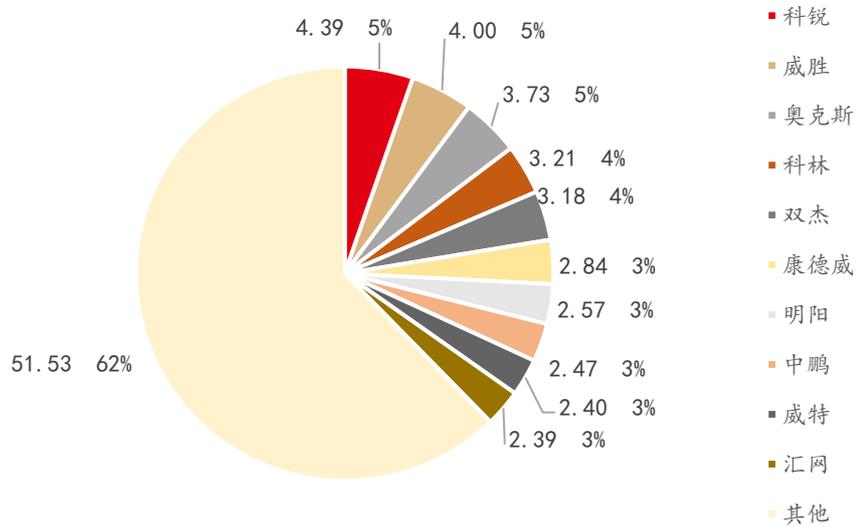


资料来源：中标之家 online，中邮证券研究所

南网：公司配网设备中标 3.73 亿，总体份额约为 4.5%，排名第三。2023 年南网合计发布两批次的配网设备招标，合计金额 82 亿元，其中奥克斯智能中标金额为 3.73 亿元，排名第

三，份额为 4.5%；从中标产品角度看，主要为变电站与变压器，而占据招标需求大头的环网柜中标规模则相对较少。

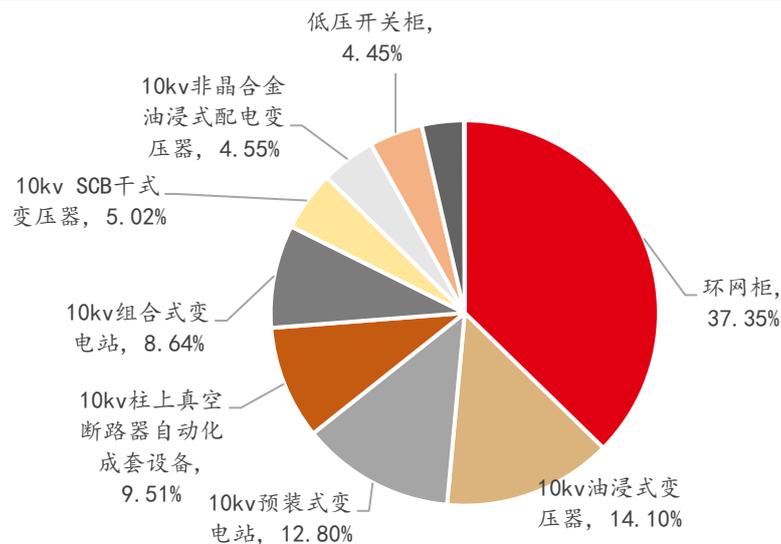
图表39：2023 年南网配电产品中标数据及份额：亿元



资料来源：中标之家 online，中邮证券研究所

拆分产品角度看，奥克斯在南网的招标中，在变压器、变电站、开关柜环节市占率保持绝对领先，在油浸式变压器、预装式变电站份额约为 6~7%，在组合式变电站、SCB 干式变压器、非晶合金变压器的市占率维持在 9~12%，在低压开关柜市占率达到 10%。而在环网柜环节，虽然在设备中招标占比最高，但奥克斯份额较低，2023 年仅为 1%。

图表40：南网 2023 年配电物资招标占比



资料来源：电能革新，中邮证券研究所

➤ **网外业务：新能源装机高增驱动需求增长**

拓展国内央企国企客户，新能源变压器/变电站订单持续高增。公司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、风电电站对于配电设备的需求，2022 年以来，公司加速拓展能源央企国企客户，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 年年初，公司中标大唐 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。

图表41：公司网外配电设备大单中标情况

公告时间	客户	中标项目	产品	金额（亿元）	中标主体
2024/2/6	中广核	2023-2024 年箱变设备框架采购	箱变	1.76	奥克斯智能科技
2024/1/10	中国大唐	2024-2025 年度框架采购风电光伏预装式变电站（华式，油变）	预装式变电站	8.36	奥克斯智能科技
2023/9/7	中国绿发投资	中国绿发投资集团有限公司集中招标采购项目	预装式变电站	3.68	奥克斯智能科技
2023/7/22	广州发展	2023 年光伏箱变设备集中采购	箱变	1.32	奥克斯智能科技
2023/6/22	华电	2023 年新能源 35kV 箱式变压器框架采购项目	箱变	4.77	奥克斯智能科技
2022/9/2	中国大唐	2022-2023 年度框架采购风光伏预装式变电站	预装式变电站	3.3	奥克斯智能科技
2022/5/18	华电	2022 年新能源 35kV 箱式变压器框架采购招标	变压器	4.62	奥克斯智能科技
2021/10/16	郑州地铁	郑州市轨道交通 8 号线一期工程 400V 开关柜及相关设备采购	开关柜	0.77	奥克斯智能科技
2021/10/16	郑州地铁	郑州市轨道交通 7 号线一期、12 号线一期工程 40.5kV GIS 开关柜设备采购项目 01 标段	开关柜	0.42	奥克斯智能科技

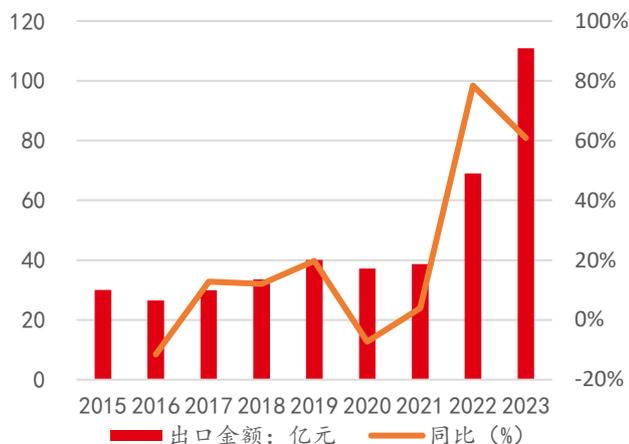
资料来源：iFind，各客户中标公示网站，中邮证券研究所

3.2 海外：全球进入新一轮电网建设周期，电力设备出口持续高增

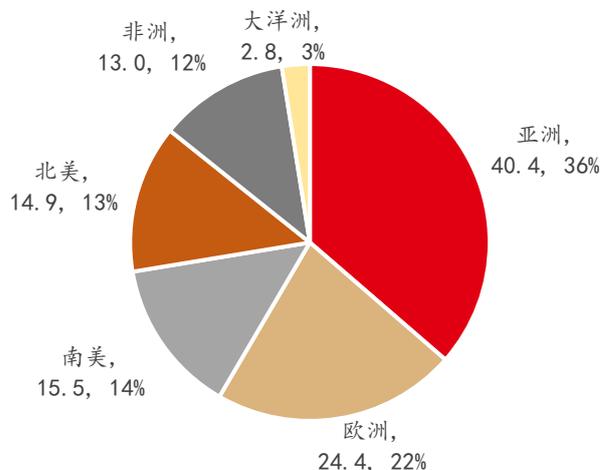
根据 BNEF 统计，2022 年全球电网投资总额达 2738 亿美元，2023 年全球电网投资有望增加 10% 以上。而当前全球电网投资仍滞后于电源侧及用电侧的发展，根据 IEA 的测算，为支撑 2050 年净零排放的目标，全球电网投资要在 2030 年达到 7500 亿美元水平，若以此推测，未来电网将面临较大投资缺口。

➤ **配电变压器出口：**

2022 年以来，配电变压器出口迎来快速增长，同比增速保持在 60% 以上。根据海关总署的统计，针对容量在 16kVA~10MVA 的变压器产品（主要应用在配电以及网外场景），2022、2023 年出口额为 69、111 亿元，同比增长 78%、61%。按照出口规模，亚洲、欧洲位列前两位，2023 年分别为 40.4、24.4 亿，增速在 31%、77%，南美、北美、非洲其次，出口规模在 15 亿左右，其中南美、北美变压器进口均实现翻倍以上增长。

图表42：2015-2023年变压器（16kVA~10MVA）出口额（亿元）


资料来源：海关总署，中邮证券研究所

图表43：2023年变压器（16kVA~10MVA）出口分布（亿元）


资料来源：海关总署，中邮证券研究所

亚洲：2023年出口40.39亿元，同比增长31%，2015年以来cagr 12%。亚洲为国内配电变压器第一大出口区域，近两年以来保持30%以上增速，从国别来看包括菲律宾、马来西亚、印度、乌兹别克斯坦、卡塔尔等国是需求增长的贡献主体，五个国家23年进口规模的增长占据亚洲整体增长的85%。

图表44：2015-2023年变压器（16kVA~10MVA）对亚洲出口额（亿元）


资料来源：海关总署，中邮证券研究所

欧洲：2023年出口24.40亿元，同比增长77%，21年以来增长超三倍。欧洲为国内配电变压器第二大出口区域，近两年贡献需求端的最大增量，每年需求增长约10亿元；从国别来看，2020年以前，除德国、西班牙、俄罗斯等国家外，其余欧洲国家对国内变压器依赖度很小，2022年开始进口需求快速膨胀，此前很少进口国内变压器的丹麦、荷兰、斯洛文尼亚、英国、意大利等国需求快速释放，进口需求实现10倍以上增长，西班牙仍然也是需求增长主力。

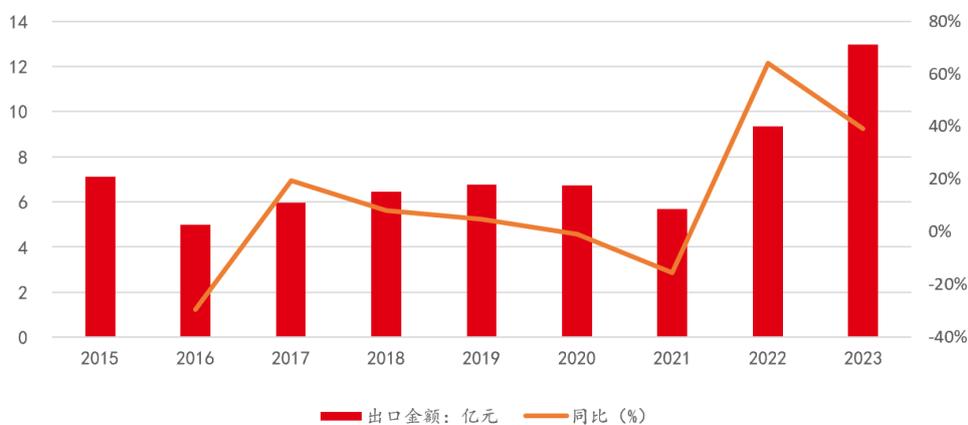
图表45：2015-2023年变压器（16kVA~10MVA）对欧洲出口额（亿元）



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

非洲：2023年出口12.98亿元，同比增长39%，22年以来同样呈现快速增长。非洲各国需求节奏呈现明显的阶段性，虽然整体保持较快增长，但增长分化较为明显；从国别来看，2023年贡献增长的主要为南非、坦桑尼亚、阿尔及利亚、肯尼亚、尼日利亚、科特迪瓦等国。

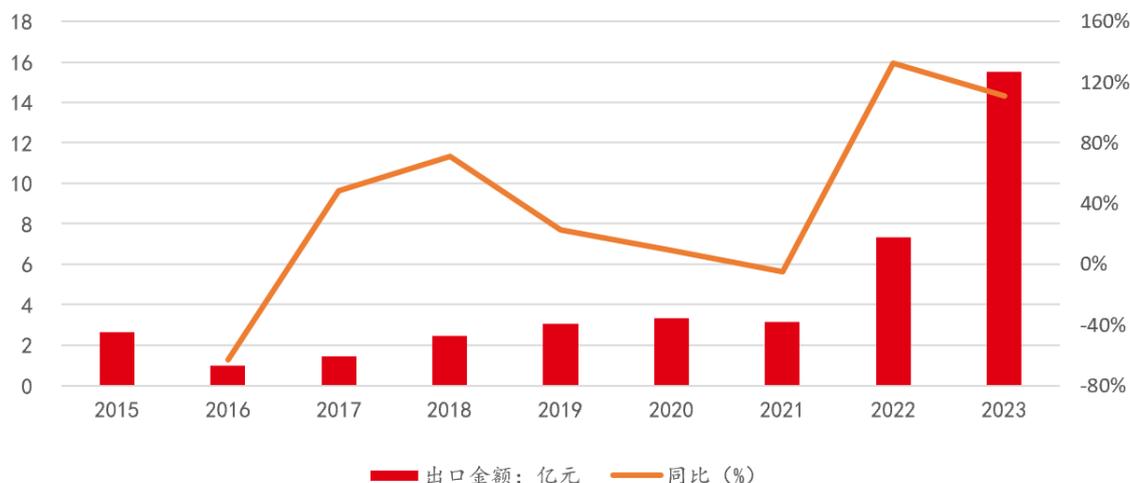
图表46：2015-2023年变压器（16kVA~10MVA）对非洲出口额（亿元）



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

南美洲：2023年出口15.51亿元，同比增长111%，近两年增速始终保持在100%以上。南美洲主要各国近两年变压器进口均呈现快速增长。从国别来看，需求相对集中，其中巴西占比在四成，需求增幅占比约一半，其余主要增长国家为墨西哥、哥伦比亚、智利、阿根廷等。

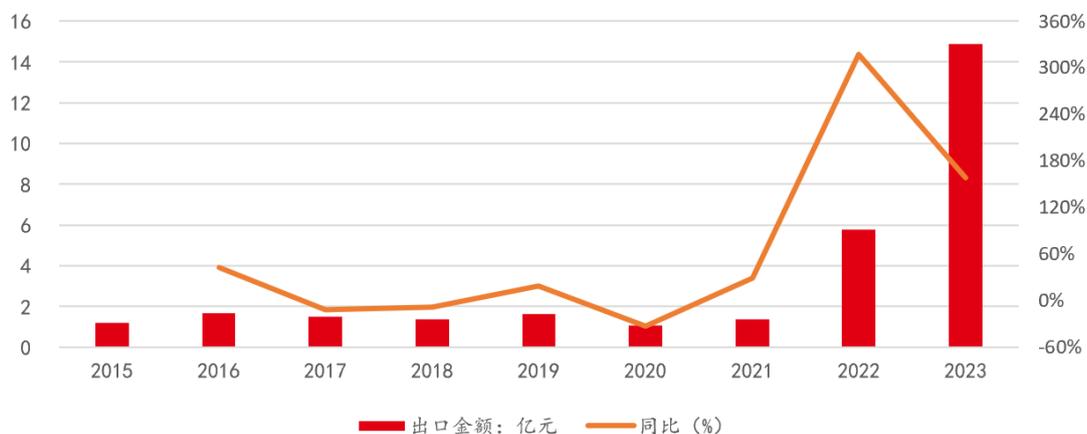
图表47：2015-2023年变压器（16kVA~10MVA）对南美洲出口额（亿元）



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

北美洲：2023年出口14.88亿元，同比增长158%，近两年实现约十倍增长。北美洲主要出口地为美国，近两年需求实现10倍增长，由2021年的1.2亿增长至2022年的5.1亿，再到2023年的14亿，美国已进入新一轮电网建设周期，本土变压器产能的缺失，导致需求转向进口，带动国内出口额的快速增长。

图表48：2015-2023年变压器（16kVA~10MVA）对北美洲出口额（亿元）



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

大洋洲：2023年出口2.78亿元，同比增长50%，近两年增速均在50%以上。大洋洲主要出口地为澳大利亚，占大洋洲需求总量的8-9成，2022年以来需求快速增长。

图表49：2015-2023年变压器（16kVA~10MVA）对大洋洲出口额（亿元）

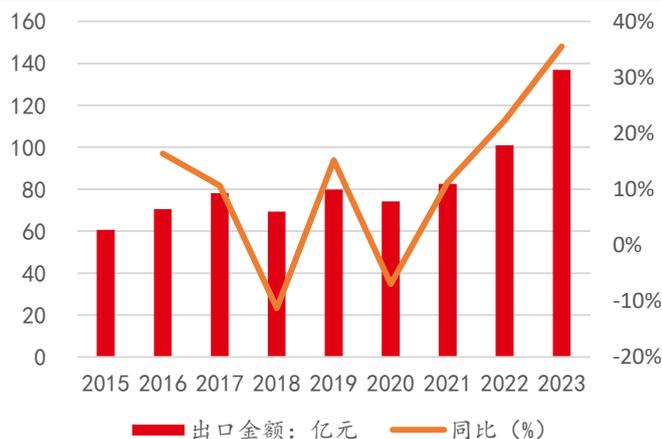


资料来源：海关总署，中邮证券研究所

➤ 其他配电产品出口：

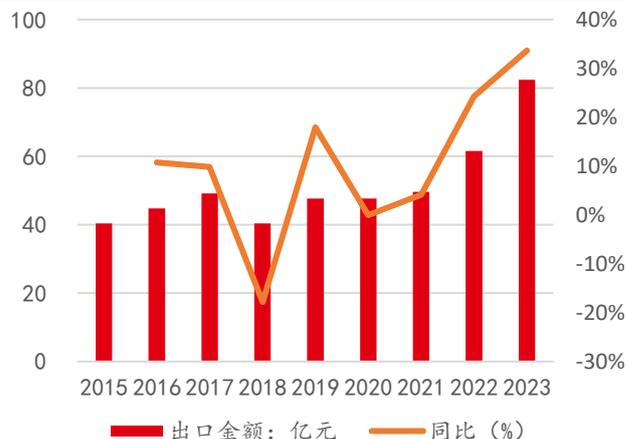
2023年国内其他配电产品出口额137亿元(+36%)，2015年以来cagr 11%。根据海关总署的统计，针对海关编码为8537.20.9000的产品（对应配电柜、开关柜、环网柜等），从出口区域角度看，亚洲占比最高，2023年合计出口82亿(+34%)，占总体出口比重的60%，直接影响整体出口规模的走势。

图表50：其他配电设备2015-2023年出口情况（亿元）



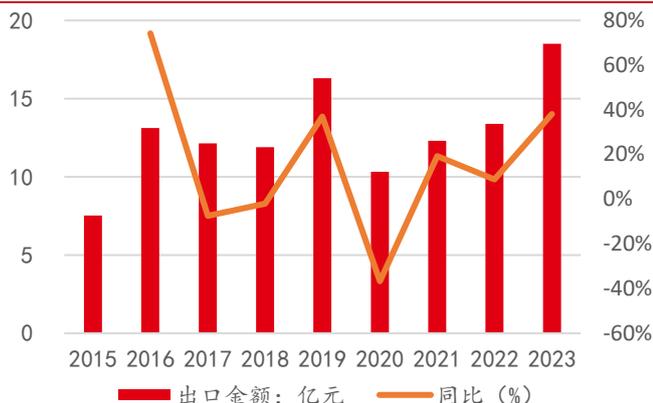
资料来源：海关总署，中邮证券研究所

图表51：其他配电设备对亚洲出口情况（亿元）

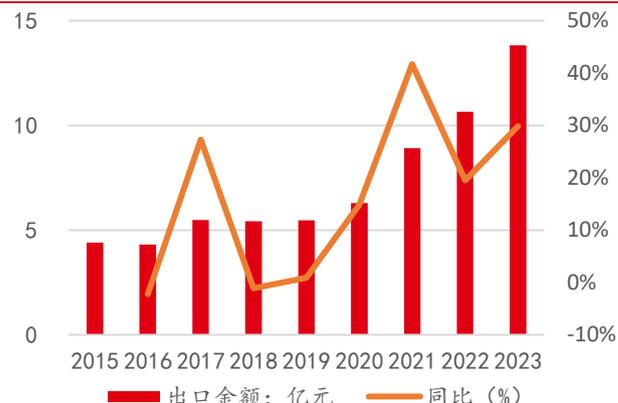


资料来源：海关总署，中邮证券研究所

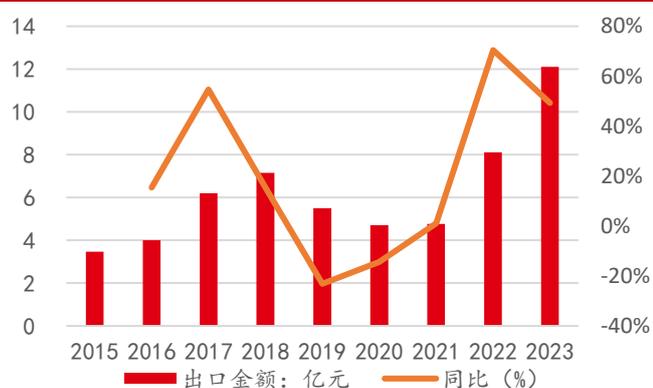
23年对非洲出口18.5亿(+38%)、对欧洲出口13.8亿(+30%)、对南美洲出口12.1亿(+49%)、对大洋洲出口6.5亿(+40%)。2021年以来，全球各地均进入新一轮的电网建设周期中，其他配电产品的出口额均是实现较快增长。

图表52：其他配电设备对非洲出口情况（亿元）


资料来源：海关总署，中邮证券研究所

图表53：其他配电设备对欧洲出口情况（亿元）


资料来源：海关总署，中邮证券研究所

图表54：其他配电设备对南美洲出口情况（亿元）


资料来源：海关总署，中邮证券研究所

图表55：其他配电设备对大洋洲出口情况（亿元）


资料来源：海关总署，中邮证券研究所

公司积极布局配电业务出口，依托电表出海的成熟经验，以及复用电表海外销售渠道，公司配电产品出海进程有望加速；目前公司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。

4 医疗业务：政策倾斜，康复医疗市场蓬勃发展

我国康复医疗起步较晚，康复医疗资源供给相对滞后。目前康复服务机构数量有限，床位与人员储备均存在较大供给缺口。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，康复医疗服务 2025 年市场规模将达到 2207 亿元。且从 2021 年开始，政策开始对于康复医疗进行护航，未来有望伴随医疗服务业的转型发展而实现快速增长。

图表56：国内康复医疗政策情况

政策名称	发布时间	发布机构	主要内容
《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》	2021年6月	国家卫健委、国家发改委、国家医保局等八部门	提出到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。
《深化医疗服务价格改革试点方案》	2021年8月	国家医保局、国家卫健委、国家发改委等八部门	提出规范管理医疗服务价格项目，建立符合价格规律的计价单元体系。
《国家卫生健康委办公厅关于开展康复医疗服务试点工作的通知》	2021年10月	国家卫生健康委	2022年在北京、天津、上海、浙江等15个省份建立康复医疗服务试点
《“十四五”国民健康规划》	2022年4月	国务院办公厅	全面提升康复专科服务能力，建成康复大学，加快培养高素质、专业化康复人才。
《关于加强和推进老龄工作进展情况的报告》	2022年8月	国务院	推动医疗资源丰富地区的部分一级、二级医院转型为护理院、康复医院。
《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	2023年3月	国家中央办公厅、国务院	到2025年，医疗卫生服务体系进一步健全，资源配置和服务均衡性逐步提高
《关于进一步推进加速康复外科有关工作的通知》	2023年4月	国家卫健委	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，加强对加速康复外科相关工作的组织领导。

资料来源：iFinD，国务院，国家卫健委，国家发改委，国家医保局等，中邮证券研究所

公司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，2023年上半年，公司收购医院5家，新设医院2家，公司下属医院已达25家，其中康复医院19家。此外，公司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，目前已形成拓展准入、康复投资、人才招聘3大标准化模块，为后续医院经营成功提供保证。

图表57：公司下属医院分布情况



资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

公司后续的医院扩张将主要围绕康复医院，将依托成熟的管理运营经验，持续推动新医院的投建、运营。根据公司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。

5 盈利预测与估值

(1) 智能配用电业务

用电（电表）业务方面，公司在国内电网招标市占率领先，后续随着智能电表新标准的落地，龙头份额有望进一步提升；海外业务方面，各区域加速推动智能电表渗透，存量市场也进入新一轮智能电表替换周期，公司凭借在海外的深入布局有望充分受益。

配电业务方面，国内网内业务仍为公司的基本盘，近年来加速拓展新能源、轨道交通等客户，实现网外业务订单、收入的大幅提升；此外，公司加速推动配电产品出海，有望依托电表出海的成熟经验和渠道优势，快速打开市场，贡献新增长极。

综合考虑公司在配用电业务的扩张情况，预计 2023-2025 年公司配用电业务实现收入 91.0、115.6、146.1 亿元，毛利率分别为 34%、32%、32%。

(2) 医疗业务

公司医疗服务业务聚焦康复医疗赛道，目前已摸索出行之有效的单店模型，积累了丰富的连锁复制经验，根据股权激励设定的业绩目标，要求 23-24 年每年新增项目医院数量不低于 10 家，预计 2023-2025 年医疗业务实现收入 24.6、29.4、34.7 亿元，毛利率方面保持稳定。

图表58：公司营收和毛利预测 单位：亿元

	2022	2023E	2024E	2025E
智能配用电				
营业收入	68.1	91.0	115.6	146.1
毛利率	29%	34%	32%	32%
其中：国内业务				
营业收入	51.7	67.0	82.6	99.1
毛利率	28%	33%	32%	32%
其中：海外业务				
营业收入	16.4	24.0	33.0	47.0
毛利率	30%	35%	33%	32%
医疗业				
营业收入（亿元）	20.7	24.6	29.4	34.7
毛利率	27%	27%	27%	27%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

我们预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 116.12/145.48/181.29 亿元，同比增长 27.63%/25.29%/24.61%；归母净利润分别为 19.10/23.63/27.59 亿元，同比增长 101.44%/23.74%/16.73%。

首次覆盖，予以“增持”评级。公司所处行业为电力设备及医疗服务环节，我们选取爱尔眼科、通策医疗、海兴电力、思源电气作为可比公司，三星医疗 2023-2025 年 PE 估值分别为 18.77x/15.17x/13.00x，低于可比公司估值水平，首次覆盖，予以“增持”评级。

图表59：可比公司估值比较（使用一致盈利预期，收盘日 2024.02.26）

证券代码	证券名称	2023 PE	2024PE	2025 PE
002028.SZ	思源电气	25.60	20.52	16.74
603556.SH	海兴电力	19.51	15.99	13.20
600763.SH	通策医疗	34.06	27.24	22.05
300015.SZ	爱尔眼科	39.01	30.08	23.55
平均值		29.55	23.46	18.89
601567.SH	三星医疗	18.77	15.17	13.00

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

6 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，海外业务进展不及预期。

配电业务海外拓展不及预期。公司近年来发力配电产品的出口，依托电表出口的成熟经验和已有渠道，有望打造公司新的成长极，若海外电网建设节奏或公司配电海外订单获取进度不及预期，将影响对于公司业务扩张节奏的判断。

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。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	9098	11612	14548	18129	营业收入	29.6%	27.6%	25.3%	24.6%
营业成本	6470	7854	9987	12481	营业利润	35.4%	97.3%	22.3%	16.7%
税金及附加	65	81	87	109	归属于母公司净利润	37.4%	101.4%	23.7%	16.7%
销售费用	648	766	946	1178	获利能力				
管理费用	550	639	727	906	毛利率	28.9%	32.4%	31.4%	31.2%
研发费用	327	383	480	598	净利率	10.4%	16.4%	16.2%	15.2%
财务费用	-15	-2	-23	-54	ROE	10.0%	16.7%	17.5%	17.0%
资产减值损失	-12	0	0	0	ROIC	9.0%	15.3%	16.1%	15.6%
营业利润	1152	2274	2780	3246	偿债能力				
营业外收入	14	0	0	0	资产负债率	40.7%	38.5%	39.1%	38.3%
营业外支出	14	0	0	0	流动比率	1.45	1.68	1.81	2.00
利润总额	1152	2274	2780	3246	营运能力				
所得税	187	364	417	487	应收账款周转率	4.46	4.96	5.01	4.99
净利润	965	1910	2363	2759	存货周转率	6.16	6.17	6.52	6.46
归母净利润	948	1910	2363	2759	总资产周转率	0.59	0.66	0.71	0.74
每股收益(元)	0.67	1.35	1.67	1.95	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.67	1.35	1.67	1.95
货币资金	2933	4360	6434	8878	每股净资产	6.73	8.08	9.57	11.52
交易性金融资产	27	27	27	27	估值比率				
应收票据及应收账款	2460	3032	3799	4734	PE	37.81	18.77	15.17	13.00
预付款项	206	236	300	374	PB	3.77	3.14	2.65	2.20
存货	1802	1963	2497	3120	现金流量表				
流动资产合计	8245	10510	14092	18344	净利润	965	1910	2363	2759
固定资产	1378	1509	1591	1542	折旧和摊销	304	238	266	283
在建工程	362	393	345	312	营运资本变动	-107	-5	12	-398
无形资产	373	373	373	373	其他	61	-202	-220	-148
非流动资产合计	7983	8253	8287	8205	经营活动现金流净额	1223	1941	2421	2496
资产总计	16228	18763	22379	26549	资本开支	-404	-400	-300	-200
短期借款	323	323	323	323	其他	233	235	262	190
应付票据及应付账款	2561	3054	3884	4854	投资活动现金流净额	-171	-165	-38	-10
其他流动负债	2821	2886	3576	4017	股权融资	126	22	-267	0
流动负债合计	5705	6263	7783	9193	债务融资	-878	-341	0	0
其他	901	968	968	968	其他	-471	-5	-42	-42
非流动负债合计	901	968	968	968	筹资活动现金流净额	-1223	-325	-309	-42
负债合计	6606	7231	8750	10161	现金及现金等价物净增加额	-173	1427	2074	2444
股本	1413	1412	1412	1412					
资本公积金	3415	3456	3456	3456					
未分配利润	4391	5990	7999	10344					
少数股东权益	116	116	116	116					
其他	287	557	645	1059					
所有者权益合计	9622	11532	13629	16388					
负债和所有者权益总计	16228	18763	22379	26549					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

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