

国内配用电龙头，出海提振增长

投资要点

- **推荐逻辑：**1) **国内配用电：**24 年公司在国网三批电表中合计中标 7.6 亿元，市占率 6.2%，位居第 5；23 年配电变压器在国/南网市占率分别 5.4%/17.5%，位居第 1，龙头企业率先受益于国内电网智能化升级改造。2) **海外用电：**亚非拉 AMI 需求旺盛，欧洲智能电表 27 年渗透率有望提升至 74%，公司海外 5 个生产基地布局行业领先，德国、波兰工厂爬坡提升公司海外份额。3) **海外配电：**欧美配电变压器短期供需错配，公司 24 年配电合计接单 5.5 亿元，订单加速。
- **国内配用电市占稳固，受益于分布式新能源并网驱动电网智能化改造。**公司近年网内配用电中标份额稳定在行业前五名，在更高价值量的智能物联表渗透率提升的趋势下，公司有望率先受益。网外配电业务公司围绕光伏、核电、轨交等领域斩获多项目订单，2024 年中标大唐 8.4 亿元风光预装式变电站项目为近年订单金额最高，网外配电产品有望提振公司国内业务增长。
- **海外配用电需求旺盛，公司海外从用电向配电倾斜，本土化布局优势显著。**公司深耕海外多年，通过直销方式积累欧洲 e.on 集团、巴西 enel 电力公司等优质客户，客户壁垒深厚。2024 年公司海外接单 18 亿元，其中配电首次突破欧洲、墨西哥区域。公司已具备海外 5 个生产基地，有利于保障产品交付，稳定公司份额，2024H1 公司德国基地开始接受小批量订单，巴西工厂启动自动化升级项目，伴随新基地产能爬坡，海外业务有望实现量利双升。
- **紧抓重症康复战略，医疗业务稳定增长。**2020-2023 年国内康复医疗市场规模 CAGR 约为 25%，预计到 2025 年规模扩大至 2600 亿元。公司于 2015 年收购医疗业务，2024H1 新增 6 家医院，旗下医院总数增加至 34 家，2016-2023 年医疗收入 CAGR 达 24.4%，有望受益于行业发展实现稳步提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年营收分别为 147.6 亿元、179.8 亿元、213.1 亿元，未来三年归母净利润同比增速分别为 22.6%/25.4%/24.2%。公司为国内配用电龙头企业，海外实现从用电向配电突破，医疗业务稳定增长，我们预计公司 2025 年配用电/医疗业务归母净利润分别为 22/6 亿元，给予公司 2025 年配用电业务 18 倍 PE、医疗业务 30 倍 PE，对应目标市值 576 亿元，对应目标价 40.81 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**海外订单开拓不及预期的风险；国内电表招标低于预期的风险；生产基地产能爬坡低于预期的风险；原材料价格上涨的风险；汇率波动影响公司业绩的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11462.51	14762.85	17975.43	21310.79
增长率	25.99%	28.79%	21.76%	18.56%
归属母公司净利润（百万元）	1903.70	2334.04	2926.37	3633.82
增长率	100.79%	22.61%	25.38%	24.18%
每股收益 EPS（元）	1.35	1.65	2.07	2.58
净资产收益率 ROE	17.22%	18.13%	19.05%	19.73%
PE	24	20	16	13
PB	4.15	3.54	2.98	2.48

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

分析师：李昂
执业证号：S1250524050001
电话：021-58351923
邮箱：liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.11
流通 A 股(亿股)	14.03
52 周内股价区间(元)	19.55-37.1
总市值(亿元)	456.60
总资产(亿元)	213.09
每股净资产(元)	8.29

相关研究

目 录

1 公司概况：经营状况良好，“配用电+医疗”双轮驱动.....	1
2 国内电网投资加码，公司头部地位稳固	4
2.1 新能源发电占比提升，驱动配用电投资需求增长.....	4
2.2 公司为国内配用电龙头，份额持续领先.....	8
3 海外电网设备需求高景气，公司海外布局加速.....	11
3.1 海外智能电表渗透率存在提升空间，欧美变压器短期供需失衡	11
3.2 公司海外业务已实现从用电端向配电端突破.....	16
4 公司紧抓重症康复战略，医疗业务稳定增长	18
5 盈利预测与估值.....	19
5.1 盈利预测.....	19
5.2 相对估值.....	20
6 风险提示	21

图 目 录

图 1: 三星医疗历史沿革	1
图 2: 三星医疗股权架构 (截至 2024 年三季报)	2
图 3: 三星医疗核心产品	3
图 4: 公司 2020-2023 年营收 CAGR 为 14.2%	3
图 5: 公司 2020-2023 年归母净利润 CAGR 为 16.4%	3
图 6: 公司盈利能力趋稳向上	4
图 7: 公司期间费用管控较好	4
图 8: 2023 年国内电力消费结构	5
图 9: 2023 年全国新增发电装机容量情况	5
图 10: 分布式光伏累计并网规模	5
图 11: 我国电动车销量	5
图 12: 新型配电系统框架梳理	6
图 13: 新型配电系统形态	6
图 14: 2019-2024 国网电表招标金额及同比增速 (亿元)	8
图 15: 2020-2024 国网电表招标数量和价格	8
图 16: 公司配用电业务收入及同比增速情况	9
图 17: 公司配用电业务毛利率情况	9
图 18: 2023-2024 年国网电表/集中器中标情况	9
图 19: 2023 国网省网配电变压器招标竞争格局	10
图 20: 2023 南网配电变压器招标竞争格局	10
图 21: 不同情景下全球主要区域电力需求预测 (TWh)	11
图 22: 不同情境下全球输配电投资金额情况	11
图 23: 全球智能电表及其他设备投资额 (十亿美元)	12
图 24: 2022 年各国家地区智能电表渗透率	12
图 25: 我国智能电表出口情况	13
图 26: 2023 年我国智能电表出口分区域占比情况	13
图 27: 国内厂商对全球各区域出口电表金额 (亿元)	13
图 28: 全球变压器市场空间	14
图 29: 全球各地区变压器市场规模	14
图 30: 美国大型变压器存在长期供需缺口	14
图 31: 欧洲充电桩保有量及新能源车渗透率	15
图 32: 欧洲配电变压器市场规模及预测	15
图 33: 中国变压器月度出口金额及出口均价	15
图 34: 2023 年中国变压器出口分区域情况	15
图 35: 公司海外业务营收情况	16
图 36: 公司海外业务毛利率情况	16
图 37: 中国康复医疗行业市场规模及增速	18
图 38: 中国 2015-2021 年康复医院数量 (家)	18
图 39: 公司医疗板块营收情况	19
图 40: 公司医疗板块毛利率情况	19

表 目 录

表 1：三星医疗股权激励计划	1
表 2：国内智能配电网投资额市场空间测算	7
表 3：2020 标准智能电表与智能物联表规范内容对比	7
表 4：2022-2024 国网电表和终端等主要设备招标情况	8
表 5：公司近年网外中标情况	11
表 6：“一带一路”部分国家电网发展规划	12
表 7：可比公司海外布局情况对比	16
表 8：公司 2024 年海外中标情况	17
表 9：康复医疗相关政策整理	18
表 10：分业务收入及毛利率	20
表 11：可比公司估值（2024/12/24）	20
附表：财务预测与估值	22

1 公司概况：经营状况良好，“配用电+医疗”双轮驱动

公司业务主要包括智能配用电和医疗两大板块，国际化布局完善。公司成立于 1986 年，前身为宁波三星仪表有限公司，2007 年整体改制为宁波三星医疗电气股份有限公司，2011 年于上交所上市，2015 年收购宁波明州医院拓展医疗业务，现公司已实现“配用电+医疗”双主业格局。此外，公司在全球范围内拥有较强的生产和研发能力，海外在巴西、印尼、波兰、德国、墨西哥设有制造基地，截至 2023 年年报，公司海外收入占比为 17%。

图 1：三星医疗历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

员工激励充分，业绩考核指标彰显发展信心。近年来，随着公司产品布局持续拓宽，2014 年、2015 年、2018 年、2021 年、2022 年公司相继实施五次股权激励计划，2024 年 2 月实施核心团队持股计划。其中，公司两次针对净利润考核，两次针对智能配用电净利润考核，一次针对医疗服务业务考核。根据 2021、2022 两次股权激励目标，要实现 100% 归属，2024 年医疗营业收入需达 27.98 亿元，智能配用电扣非净利润需达 10 亿元；根据 2024 年核心团队持股计划，2024-2026 年智能配用电扣非净利润需分别达 17.9/23.2/30.2 亿元。

表 1：三星医疗股权激励计划

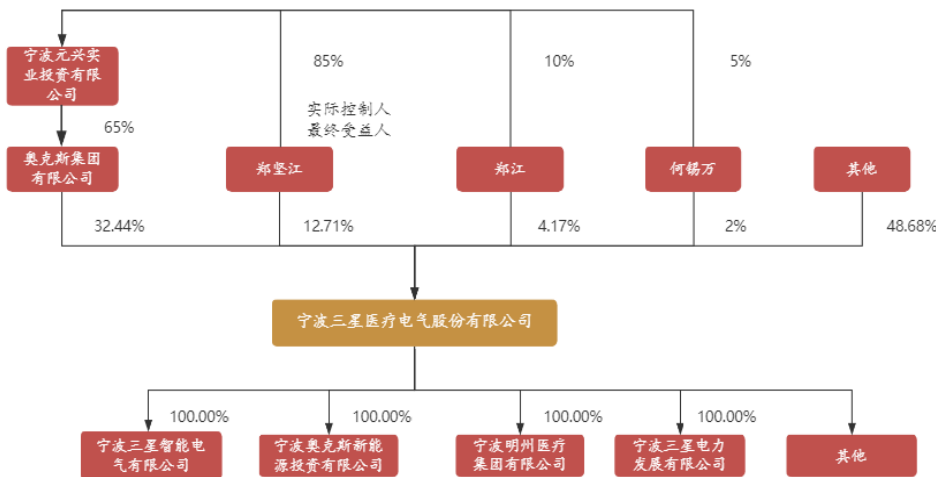
	激励对象	激励计划内容	业绩考核
2014	合计 125 人；其中公司董事、高级管理人员 4 人，中层管理人员、核心技术（业务）骨干 121 人。	授予 780 万份股票期权，占当时股本总额 40000 万股的 1.91%；授予价格 4.44 元/股。	（净利润）需要同时满足以下公司业绩条件：（1）以 2013 年为基准年，2014-2016 年净利润增长率分别不低于 15%、25%、35%。（2）以 2013 年为基准年，2014-2016 年营业收入增长率分别不低于 10%、20%、30%。（3）限制性股票锁定期内，各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。
2015	合计核心技术（业务）骨干 17 人。	授予 34.5 万份股票期权，占当时股本总额 119894.3 万股的 0.03%；授予价格 5.99 元/股。	（净利润）需要同时满足以下公司业绩条件：（1）以 2014 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润 3.67 亿元为基准，2015-2017 年净利润增长率分别不低于 30%、60%、100%。（2）公司下属子公司

	激励对象	激励计划内容	业绩考核
			明州医院有限公司 2015-2017 年的净利润分别不低于 6,000 万元、7,500 万元和 9,375 万元。(3) 限制性股票锁定期内, 各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负
2018	合计 136 人; 其中公司董事、高级管理人员 3 人, 中层管理人员、核心技术(业务)骨干 133 人。	授予 1087 万份股票期权, 占当时股本总额 142683.5 万股的 0.77%; 授予价格 5.27 元/股。	(智能配用电业务的净利润) 2018 年-2020 年分别不低于 4.33 亿元、5.59 亿元、7.04 亿元
2021	合计 189 人; 其中董事、高级管理人员 2 人, 中层管理人员、核心技术(业务)骨干 187 人	授予 1800 万份股票期权, 占当时股本总额 138656.9 万股的 1.26%; 授予价格 7.8 元/股	(医疗服务营业收入)从 2022 年至 2024 年, 公司需逐年提高医疗服务营业收入的目标, 分别是以 2020 年的 13.99 亿元为基础增长 30%、60% 以及 100%, 对应最低完成标准分别为 14.55/17.9/22.38 亿元, 目标值分别为 18.19/22.38/27.98 亿元。同时, 在这三年中每年均需新增不少于 10 家医院, 或至少完成 80% 的目标, 即每年至少新增 8 家医院
2022	合计 146 人; 其中董事、高级管理人员 2 人, 中层管理人员、核心技术(业务)骨干 144 人	授予 990 万份股票期权, 占当时股本总额 140103.2 万股的 0.71%; 授予价格 6.64 元/股	(智能配用电扣非净利润) 目标值设定为以 2020 年的 4.54 亿元为基数, 2022-2024 年智能配用电扣非净利润触发值分别为 4.73/6.18/8 亿元, 目标值分别为 5.91/7.72/10 亿元。
2024	合计不超过 19 人; 其中董事、高级管理人员不超过 4 人, 其他员工不超过 15 人	拟认购份额不超过 4216 份, 认购价格为 1 元 1 份, 受让公司的回购价格为 20.58 元/股, 标的股票数量为 204.86 万股, 约占总股本的 0.15%	(智能配用电扣非净利润) 目标值设定为以 2022 年智能配用电扣非净利润 8.01 亿元为基准, 2024 至 2026 年智能配用电扣非净利润增长分别不低于 123%、190%、277%, 即 17.85、23.21、30.17 亿元。触发值为当年目标值的 80%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

股权结构较为集中, 股东架构稳定。公司实际控制人和最终受益人为董事郑坚江先生, 直接持有公司 12.71% 的股份并通过控股奥克斯集团间接持有公司 32.44% 股份, 合计持股 45.15%, 为公司实际控制人。

图 2: 三星医疗股权架构 (截至 2024 年三季报)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司电力设备产品种类齐全，应用领域广泛。公司是智能配用电解决方案提供商，主营业务涵盖智能用电和智能配电等领域。①**用电**：产品覆盖三相和单相电能表、国网 I 型集中器、60kW-720kW 智能充电桩、液冷终端等设备；②**配电**：提供风电、光伏和预装箱变、计量箱、JP 柜、10kV-35kV 干式和油浸式变压器、低压柜、环网柜和断路器等产品；③**新能源**：提供户用、工商业和储能逆变器。

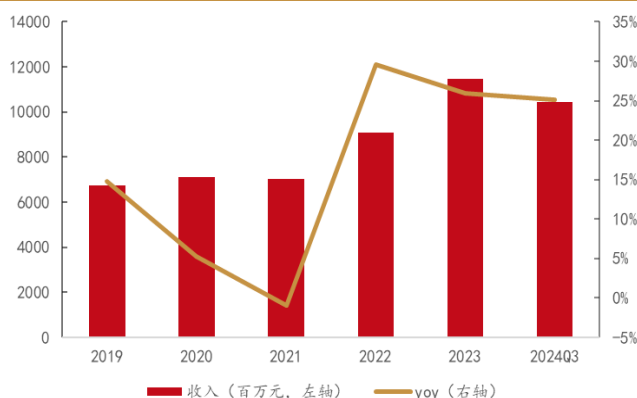
图 3：三星医疗核心产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

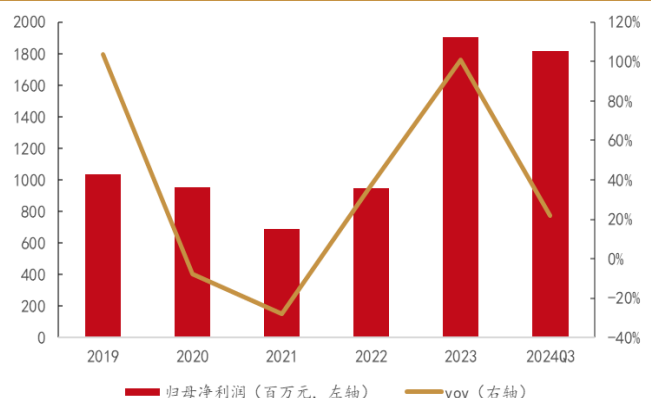
经营状况较好，利润提升显著。收入端：公司营收整体规模从 2019 年的 67.4 亿元增长至 2023 年 114.6 亿元，2020-2023 年 CAGR 为 14.2%，受益于国内配用电市占率稳固及海外电表持续开拓新客户，营收逐步提升。2024 前三季度公司营业收入为 104.3 亿元，同比增长 25.4%。利润端：公司归母净利润从 2019 年 10.4 亿元提升至 2023 年的 19 亿元，2020-2023 年 CAGR 为 16.4%，其中 2020、2021 年利润下滑主要系疫情影响国外内业务，2023 年归母净利润同比增长 100.8%，主要系当年非经常损益为 2.3 亿元，2023 年扣非归母净利润同比增长 58%。2024 年前三季度公司归母净利润为 18.2 亿元，同比增长 21.9%。

图 4：公司 2020-2023 年营收 CAGR 为 14.2%



数据来源：公司公告，西南证券整理

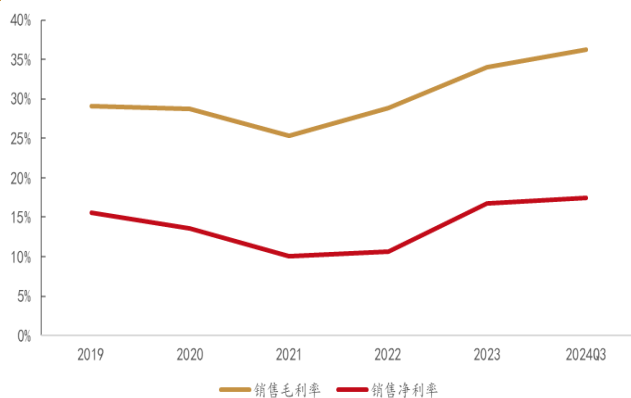
图 5：公司 2020-2023 年归母净利润 CAGR 为 16.4%



数据来源：公司公告，西南证券整理

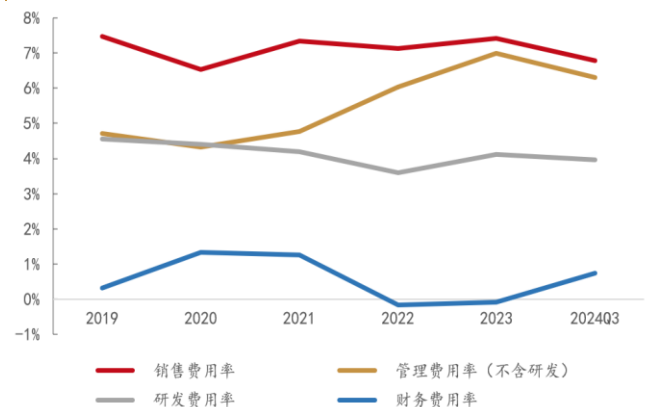
盈利能力趋稳向上，整体费用率管控较好。盈利端：2019-2023 年公司毛利率分别为 29.1%/28.7%/25.4%/28.9%/34%，毛利率在 2022 年后恢复向上，主要系公司规模效应降本增效以及原材料成本下降所致。2024 年前三季度公司毛利率进一步提升至 36.2%，同比增长 2.6pp。**费用端：**近年来，公司销售费用率、财务费用率较为稳定，2022、2023 年管理费用率上升主要系非同一控制下企业合并医院及职工薪酬增加所致。2024 年前三季度，公司销售费用率/管理费用率（不含研发）/财务费用率分别同比+0.7pp/+0.1pp/+1pp。研发投入方面，公司 2019-2023 年研发费用率 4.6%/4.4%/4.2%/3.6%/4.1%，整体维持稳定水平。

图 6：公司盈利能力趋稳向上



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司期间费用管控较好



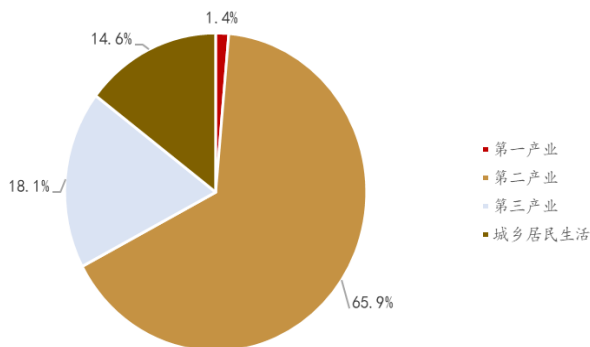
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 国内电网投资加码，公司头部地位稳固

2.1 新能源发电占比提升，驱动配用电投资需求增长

国内用电需求持续增长，风光发电占比提升。需求端：电气化带动用电需求高增。根据中电联 2024 电力行业年度发展报告，2023 年全社会用电量 92238 千瓦时，同比增长 6.7%。第二产业中，高技术及装备制造业用电量同比增长 11.2%。其中，光伏设备制造用电量同比增长 76%，新能源整车制造用电量同比增长 38.8%，充换电服务业用电量同比增长 78.1%。**供给端：风光装机占比进一步提升。**2023 年国内新增并网装机主要为太阳能和风电，新增容量分别同比增长 146.6%/97.4%，占比分别为 59%/20.6%，发电结构持续向绿色能源转型。

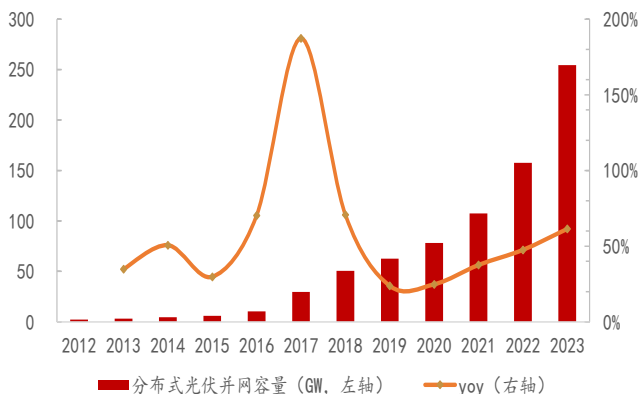
图 8：2023 年国内电力消费结构



数据来源：中电联，西南证券整理。注：第一产业：涉及直接从自然界获取资源的活动，主要包括农业（种植业）、林业、渔业以及采矿业等。第二产业：通常指加工制造类活动，包括制造业、建筑业、电力生产和供应等行业。第三产业：涉及为个人和企业提供各种服务的各种活动，包括批发零售贸易、交通运输、住宿餐饮等

新能源、分布式电源及电动汽车等新型配网元件的出现对现网的承载和调配带来较大压力，对配电网自动化、智能化建设提出了更高要求。至 2023 年，我国分布式光伏并网容量达到 254GW，2024 年一季度累计并网容量已达到 280GW，根据中商产业研究院预测，2024 年中国分布式光伏累计并网容量将达到 410.73GW。大规模分布式发电接入系统后，将显著影响配电网的潮流分布、电能质量、短路电流大小，进而影响到传统保护元件的故障定位和供电恢复功能，需要加强对配电网的监测与控制，对配网数字化建设提出了更高的要求。

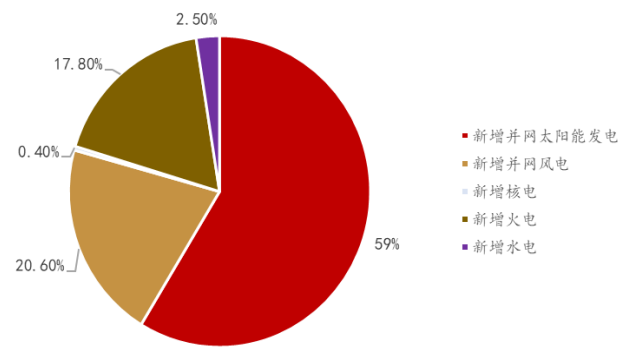
图 10：分布式光伏累计并网规模



数据来源：国家能源局，西南证券整理

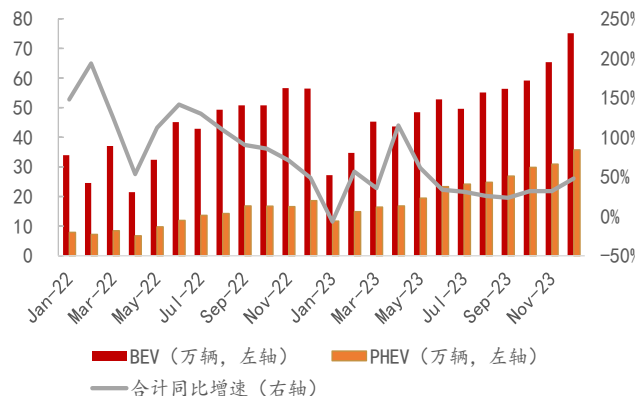
新型电力系统下传统配电网面临巨大挑战。分布式电源、分布式储能与新型负荷的大量接入使得配电系统出现供电多元化、用电互动化、电力电子化、装备智能化以及管理数字化等全新形态特征。传统配电网调度方式、运行控制策略、管理手段难以支撑低碳化的新型配电系统建设。

图 9：2023 年全国新增发电装机容量情况



数据来源：中电联，西南证券整理

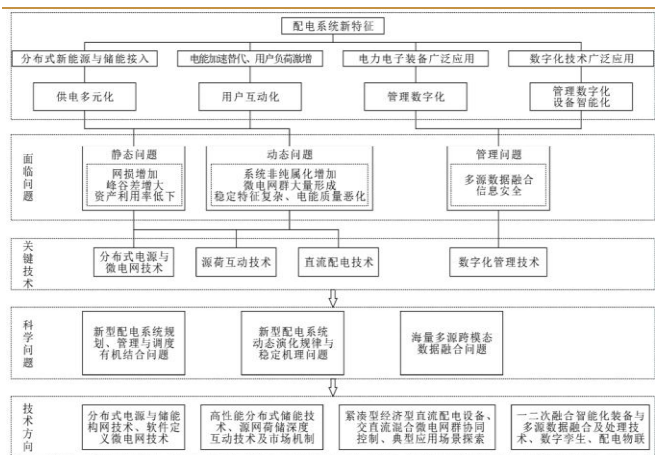
图 11：我国电动车销量



数据来源：乘联会，西南证券整理

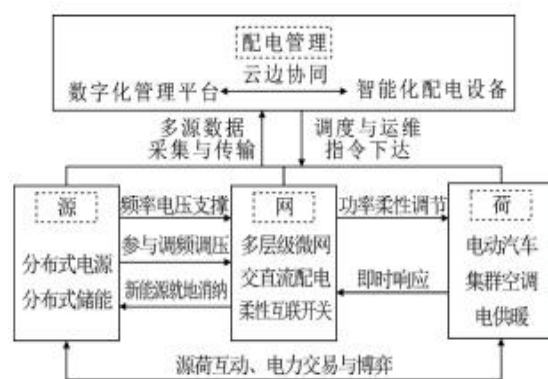
配电网建设改造是建设新型电力系统、推动“双碳”目标实现的重要环节。新型配电系统通过接入海量分布式新能源，降低电力生产环节碳排放；借助灵活网架、分布式储能、柔性电力电子设备及多元化的灵活互动方式，充分满足电动汽车等新型负荷用电需求，推动电能加速替代。提升配网、农网供电水平，增强电网服务清洁能源成未来趋势，未来配网占比有望逐步提升。

图 12：新型配电系统框架梳理



数据来源：《新型配电系统形态特征与技术展望》，西南证券整理

图 13：新型配电系统形态



数据来源：《新型配电系统形态特征与技术展望》，西南证券整理

电网投资重点从输电网走向配电网，重视配电网智能化产业链发展机会。电网投资结构性特征突出，配电网的自动化、智能化水平有更大提升空间。伴随配电网智能化水平的提高，二次设备以及一二次融合（环网柜、负荷开关等）投资比例提高有望成为趋势。

- 假设 1：**“十四五”期间国网计划完成约 2.4 万亿投资，观察前三年情况有望超预期，国家电网预计 2024 年电网投资额有望超 6000 亿元，假设 2024/2025 年国网投资额分别为 6000/7000 亿元。
- 假设 2：**“十四五”期间南网投资约 6700 亿元，对应到 2024-2025 年投资额同比增速分别约 10%/15%。
- 假设 3：**根据国网规划，“十四五”期间配电网投资额需达到 50%。由于“十四五”前期主干网特高压建设需求迫切，需解决新能源大基地消纳等问题，故配电侧投资比例较弱。伴随近年来特高压相关线路陆续核准开工投运，我们认为后续电网投资有望向配电网倾斜，预计 2024-2025 年配电网投资占比有望分别提升至 45%/50%。
- 假设 4：**配电网智能化占比从“十三五”的 10% 提升至 2021 年的 15%，伴随分布式新能源大规模接入，配用电智能化升价加快，预计 2024-2025 年智能电网规模占比分别为 25%/30%。

表 2：国内智能配电网投资额市场空间测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
国网投资额（亿元）	4747.8	4853.7	4889.6	4473.0	4605.0	4882.0	5094.0	5275	6000	7000
南网投资额（亿元）	775.0	817.0	874.0	1060.0	907.0	995.0	1094.5	1375	1513	1739
配电网投资占比	20%	20%	20%	20%	20%	30%	35%	40%	45%	50%
配电网投资额（亿元）	1104.6	1134.1	1152.7	1106.6	1102.4	1763.1	2166.0	2660	3381	4370
配电网智能化投资占比	10%	10%	10%	10%	10%	15%	17%	20%	25%	30%
智能配网投资额（亿元）	110.5	113.4	115.3	110.7	110.2	264.5	368.2	532	845	1311

数据来源：国家电网，南方电网，金冠股份公司公告，西南证券预测。注：南网23年投资额为预测数据

受益于 5G、物联网等概念，智能电表持续更新换代。智能电表作为智能电网及泛在电力物联网中高级测量体系的核心设施，主要承担着电能信息的收集、计算、传送和处理的任任务。除了提供预付费用电和远程管理服务外，它还能实现远程负荷控制。2012 年 OIML 发布 IR46 标准；2016 年国网推出针对 IR46 标准的方案要求；2020 年国网推出 2020 标准，开始智能物联表的试点招标。伴随分布式新能源装机、充电桩接入等对电网造成的冲击不断提升，电表计量技术要求随之提高，智能物联表渗透有望加速。

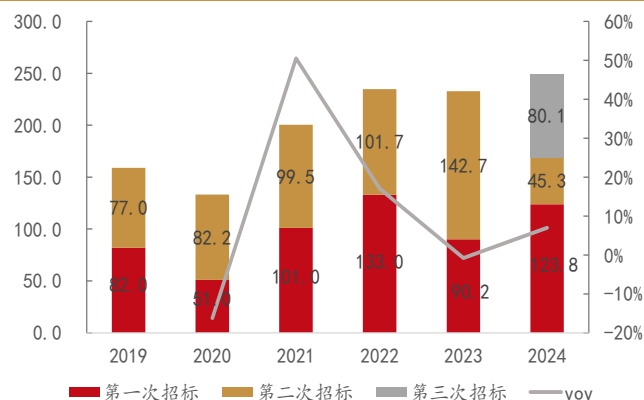
表 3：2020 标准智能电表与智能物联表规范内容对比

内容	下一代智能物联表	2020 版智能电能表
标称电压	三相表:3x57.7/100-100,自适应	三相表：3x57.7/100,3x100
准确度等级	单相有功要求 A 级、同时要求基波要求 A 级，谐波要求 5 级；三相有功分为 B、C、D、E 级，无功准确度等级:2 级、1 级、1S 级和 0.5S 级；基波有功准确度等级:B 级、C 级、D 级和 E 级;谐波有功准确度等级:5 级	单相只要求有功 A 级；三相有功分为 B、C、D 级
机械结构	应要求模块化设计要求，分计量模组、管理模组和扩展模组	电能表机械和结构仍旧要求符合《单相智能电能表型式规范》
电能量脉冲输出	增加多功能复用指示灯，用于指示正向谐波电能计量输出、反向谐波电能计量输出、秒脉冲输出	-
储能器件	增加充放电次数不低于 10000 次的要求	明确维持时钟正确计时至少 2 天
计量误差自监测	自监测误差偏差绝对值 4%	-
软件升级	出厂后计量模组内软件不允许升级，管理模组和扩展模组允许升级	表内软件出厂后不允许升级
软件系统	管理模组采用嵌入式操作系统支持 APP 化	无操作系统

数据来源：炬泉光电公告，西南证券整理

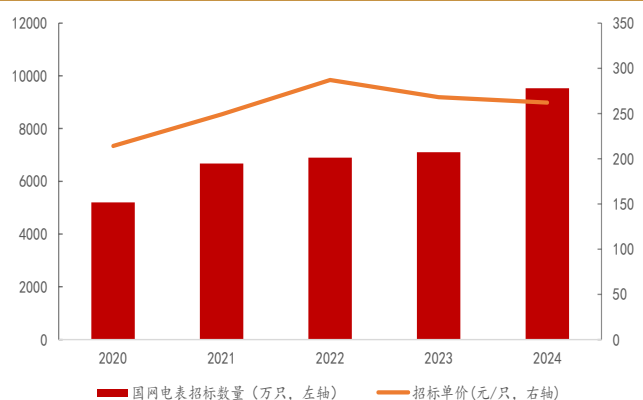
2024 年电表招标三个批次，招标金额同比增长 7%。2024 年为国内电表招标大年，从往年的两个批次招标增加为三批，合计招标金额达 249.2 亿元，批次招标金额分别为 123.8/45.3/80.1 亿元。2024 年电表招标数量为 9528 万只，招标量同比增长约 25%，其中电表及终端等主要设备合计 9198 万只（表 4），主要增量为 A 级单相智能电表，招标数量为 7568 万只，同比增长 31.1%，电表市场招标需求旺盛。我们认为，未来伴随智能物联表渗透率不断提升，电表单位价值量、行业市场集中度有望进一步提升，头部企业在盈利水平上存在进一步提升潜力。

图 14：2019-2024 国网电表招标金额及同比增速（亿元）



数据来源：国家电网，西南证券整理

图 15：2020-2024 国网电表招标数量和价格



数据来源：国家电网，西南证券整理

表 4：2022-2024 国网电表和终端等主要设备招标情况

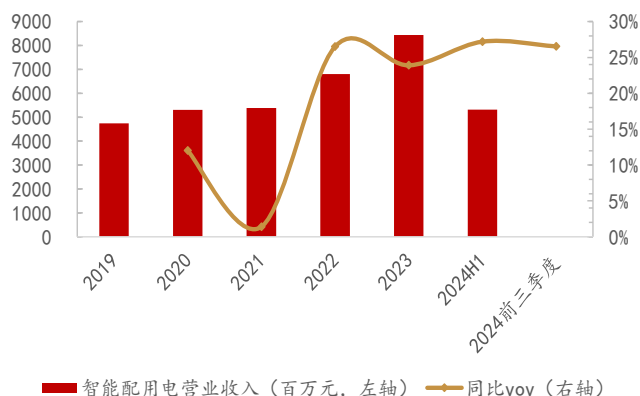
分标名称	2022		2023		2024	
	标包数量	总数量 (万只)	标包数量	总数量 (万只)	标包数量	总数量 (万只)
A 级单相智能电能表	295	5712.24	289	5773.13	333	7567.51
B 级三相智能电能表	162	1166.25	179	1264.4	271	1238.24
C 级三相智能电能表	30	130.51	37	97.11	62	122.55
D 级三相智能电能表	12	5.03	4	2.32	9	3.43
高端智能电能表	0	0	0	0	7	1.6
集中器及采集器	137	347.9	122	208.75	174	143.68
专变采集终端	105	291.9	97	278.74	128	121.04

数据来源：国家电网，西南证券整理

2.2 公司为国内配用电龙头，份额持续领先

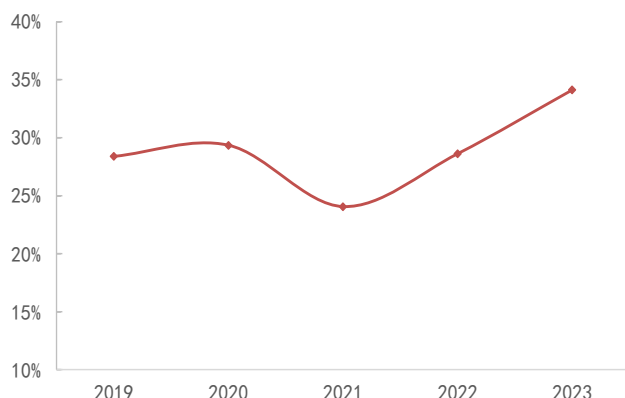
公司智能配用电营收持续增长，毛利率水平恢复向上。2019-2023 年，公司配用电端的收入稳步提升，从 47.4 亿元增长至 84.4 亿元，2017-2023 年 CAGR 达 15.5%。2024 年上半年智能配用电营收为 53.2 亿元，同比增长 27.2%，实现净利润 9.71 亿元，同比增长 29.4%（数据来源：2024 年半年报）。前三季度营业收入同比增长 26.5%，维持快速增长。毛利率方面，受 2021 年原材料价格上涨因素，毛利率于 2021 年触底，伴随电表出货量增长带动的规模效应降本以及近年原材料价格趋稳，毛利率于 2023 年回升至 34.1%。

图 16：公司配用电业务收入及同比增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理 注：三季报仅披露配用电收入增速

图 17：公司配用电业务毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：2024H1 未披露配用电毛利率情况，仅披露净利润

公司用电业务龙头份额稳固，率先受益于智能物联表渗透率提升。根据国网总部中标数据，智能电表产品公司 2023/2024 年分别中标 5.3/5.1 亿元，市占率分别为 2.8%/2.5%，分别位居第 1/5 位；集中器和集采器公司 2023/2024 年分别中标 2.4/2.1 亿元，市占率分别为 6.2%/4.7%，分别位居第 2/4 位。2024 年国网三批次招标中，公司合计中标 7.6 亿元，市占率 6.2%，位居第 5 位。此外，2024 年第三批电表招标除 ABCD 电能表外新增高端表产品，公司与威胜中标，金额分别位 386/406 万元。公司电表业务头部份额稳固，在更高价值量的智能物联表渗透率提升的趋势下，公司有望率先受益。

图 18：2023-2024 年国网电表/集中器中标情况

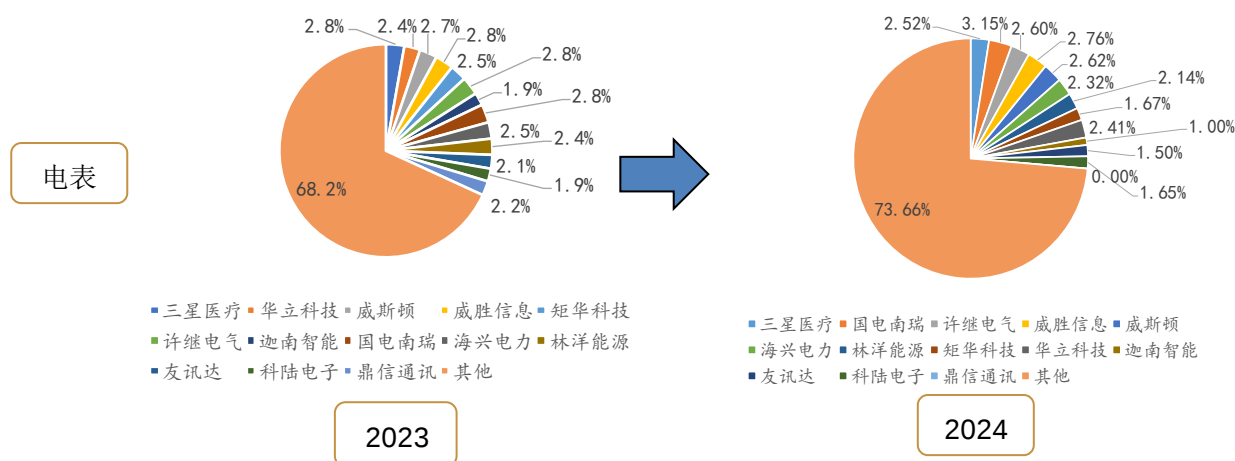
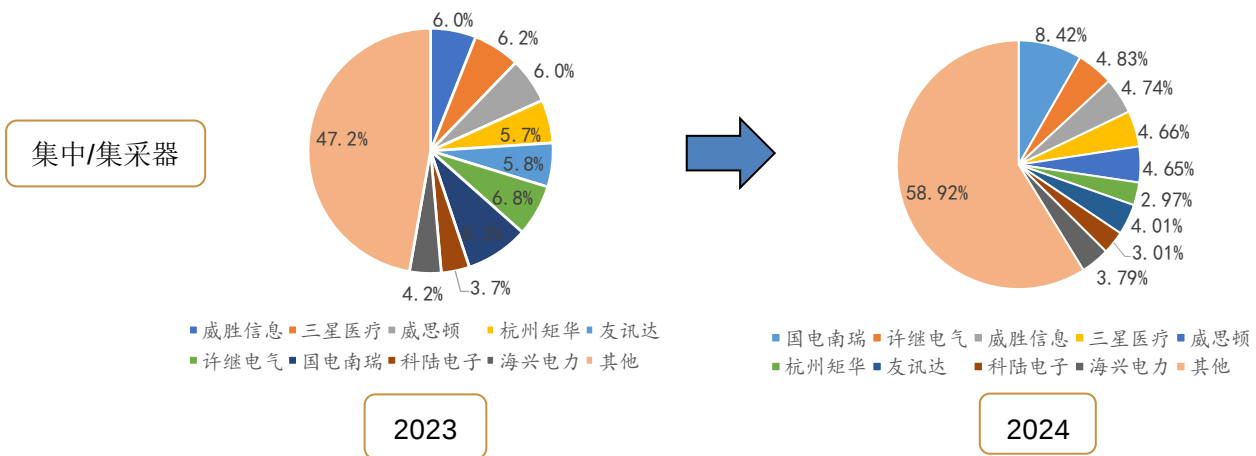


图 18：2023-2024 年国网电表/集中器中标情况

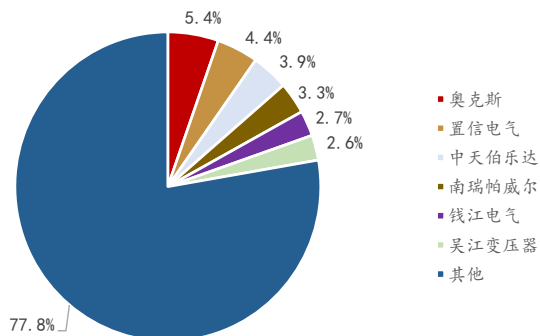


数据来源：国家电网，西南证券整理

配电业务网内网外齐发力，受益于国内配电投资增长。

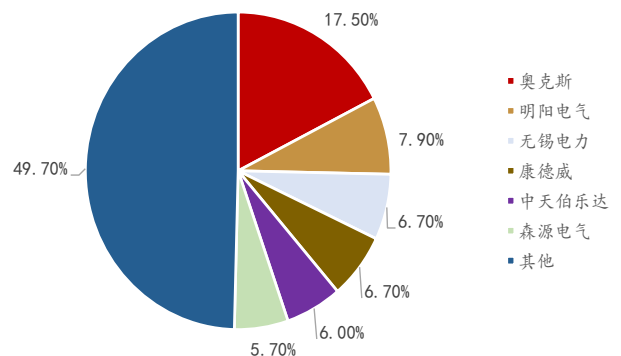
- **网内：国南网配电变压器中标居首位。**公司配电业务主要由控股子公司宁波奥克斯智能科技有限公司经营，该公司成立于 2001 年，主营产品包括各类配电变压器、箱式变电站、高低压开关柜、智能电力计量箱、配电自动化设备等。2023 年国网省网配电变压器招标中，奥克斯中标 7.1 亿元，市占率 5.4%；2023 年南网配电变压器招标中，奥克斯中标 3.6 亿元，市占率 17.5%，国南网配电变压器中标均位于第一位。

图 19：2023 国网省网配电变压器招标竞争格局



数据来源：中标之家 online，西南证券整理

图 20：2023 南网配电变压器招标竞争格局



数据来源：电能革新公众号，西南证券整理

- **网外：公司围绕光伏、核电、轨交等领域斩获多项目订单。**网外配电产品对于优化电力资源配置、推动能源转型具有重要意义。近年来，公司深入挖掘省级公司的招标需求，以五大六小发电集团客户为核心，同时加大对地方国资和其他行业大客户的开拓。2024 年上半年，公司中标大唐集团 8.4 亿元的风电光伏预装式变电站项目、中广核 1.8 亿元的箱变设备项目等，网外配电业务有望持续增长。

表 5：公司近年网外中标情况

中标日期	招标公司	项目名称	金额（亿元）
2024.2	中广核	2023-2024 年箱变设备框架采购	1.76
2024.1	大唐集团	2024-2025 年度框架采购风电光伏预装式变电站	8.36
2023.9	中国绿发	中国绿发集中招标采购项目（预装式变电站）	3.68
2023.7	广州发展	2023 年光伏箱变集中采购	1.32
2023.6	华电集团	2023 年新能源 35kV 箱变框架采购	4.77
2022.9	大唐集团	2022-2023 年度框架采购风电光伏预装式变电站	3.3
2022.5	华电集团	2023 年新能源 35kV 箱变框架采购	4.62
2021.1	郑州地铁	郑州市轨交 7、8 号线开关柜设备采购项目	1.19

数据来源：choice，公司公告，西南证券整理

3 海外电网设备需求高景气，公司海外布局加速

3.1 海外智能电表渗透率存在提升空间，欧美变压器短期供需失衡

在全球各地净零目标下，预计全球电力需求将以每年 3% 的速度增长。根据 IEA 数据，2021 年全球电力需求约为 25 万亿千瓦时，其中，中国/北美/欧洲用电占比约 31%/20%/15%。

- 1) 在 STEPS 情景下，IEA 预计 2050 年全球用电需求上升到 44 万亿千瓦时
- 2) 在 APS 情景下，IEA 预计 2050 年全球用电需求上升到在 54 万亿千瓦时，增幅较 2021 年超过一倍，发展中区域增速更快

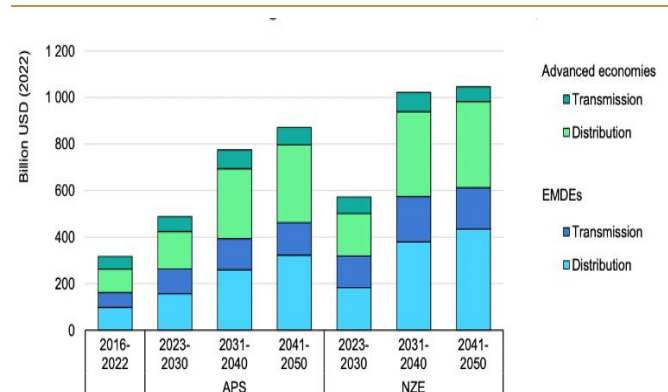
可再生能源占比持续增加，对全球电网投资发展提出更高要求。根据 IEA 数据，2016-2022 年全球电网年均投资额约 3200 亿美元，相较于 2006-2015 年区间内，年投资额同比增长约 10%，因可再生能源装机等因素导致电网强度需求提升，IEA 预测，在 APS 情景下，2023-2030 年全球的电网年均投资额有望提升至约 5000 亿美元；2031-2040 年年均投资额有望达 7750 亿美元；2041-2050 年年均投资额有望提升至达 8700 亿美元。此外，在 NZE 情景下，2030 年后全球的电网年均投资额可超 10000 亿美元。

图 21：不同情景下全球主要区域电力需求预测（TWh）

	2010	2021	STEPS		APS	
			2030	2050	2030	2050
North America	4 632	4 852	5 266	6 830	5 544	8 786
United States	3 880	4 004	4 281	5 482	4 529	7 187
Central and South America	932	1 097	1 308	2 168	1 447	2 940
Brazil	451	541	622	985	637	1 138
Europe	3 567	3 645	4 182	5 060	4 639	6 561
European Union	2 574	2 608	2 922	3 327	3 271	4 348
Africa	570	707	994	2 041	1 128	3 355
South Africa	214	194	229	365	248	494
Middle East	709	1 064	1 372	2 430	1 343	2 878
Eurasia	985	1 181	1 291	1 669	1 280	1 652
Asia Pacific	7 154	12 164	16 208	23 475	16 371	27 638
China	3 659	7 556	9 969	12 868	9 940	14 504
India	717	1 273	2 117	4 293	2 107	5 314
Japan	1 071	934	893	922	952	1 153
Southeast Asia	607	1 037	1 537	2 848	1 580	3 214
Global electricity demand	18 548	24 700	30 621	43 672	31 752	53 810

数据来源：IEA，西南证券整理。注：STEPS 为既定政策情景，APS 为已宣布承诺情景，NZE 为实现到 2050 年净零排放情景

图 22：不同情境下全球输配电投资金额情况



数据来源：IEA，西南证券整理

“一带一路”国家电网建设需求旺盛，推动中国企业出海。“一带一路”自提出以来不断稳步推进，在此背景下，中国电力设备出口加速。设备端，我国电网设备技术领先，覆盖发-输-变-配-用电全系列。通过 EPC 出口、海外投资建厂本土化生产等方式，以“一带一路”沿线国家为海外基本盘，推动电网出海快速发展。技术标准角度，“一带一路”沿线多国家电网发展滞后，当地电力信息化标准匮乏，中国企业利用自身技术优势可为当地实施定制化电力标准，进而推动设备端深度绑定。

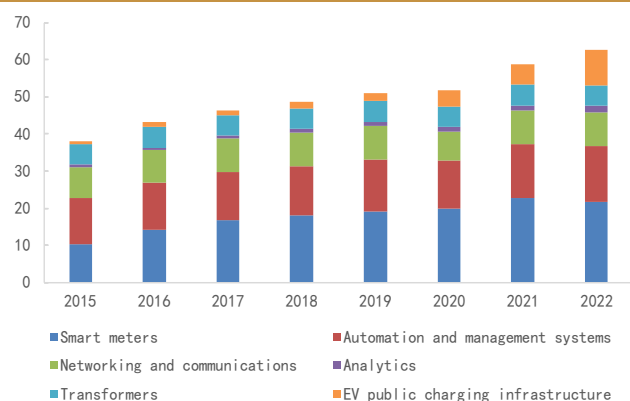
表 6：“一带一路”部分国家电网发展规划

国家	当前输电线路规模	电网建设规划
印尼	截至 2021 年底，印尼输电网络长度约 63130 千米的交流线路。这些输电线路的长度在 2017 年至 2021 年间的复合年增长率为 7.7%	印尼还计划大幅扩建输电线路，目标是到 2027 年将输电线路长度增加到 71876 千米。
土耳其	截止 2024 年，土耳其输电网络持续增长，高压输电线路达到约 75500 千米	该国希望到 2027 年，达到 85041 千米的输电线路规模。
沙特阿拉伯	截至 2022 年底，沙特输电网络长度约 9.3 万 km，预计 24 年完成设备招标	2023-2025 年，沙特电网计划增加超过 3,600 公里的输电网络，总投资约 54 亿沙特里亚尔（约 15 亿美元），在 2030 年前投资 4,000 亿-5,000 亿沙特里亚尔（约 1,000 亿-1.350 亿美元）
南非	截至 2022 年底，南非电力公司输电线路达 4347 公里，电容量 19GVA	2023-2027 年输电网发展规划（TDP）资本支出为 37.76 亿美元。

数据来源：《“一带一路”电力综合资源规划研究》，沙特电力公司，Power Technology，西南证券整理

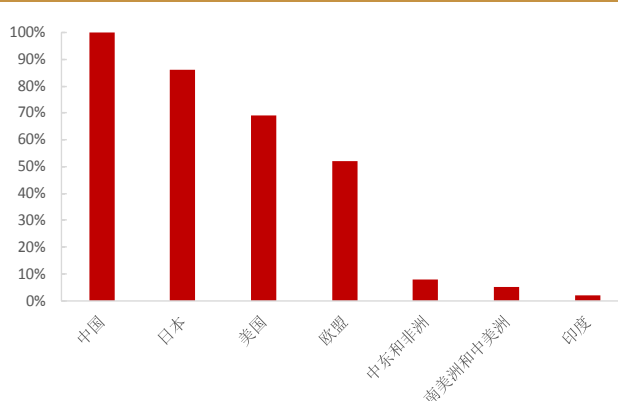
全球智能电表增长有望提速，发达国家渗透率较高。根据 IEA 数据，全球智能电表投资额从 2015 年的 102 亿美元增长至 2022 年的 217 亿美元，根据《全球智能电表市场报告 2023-2029》显示，预计 2023-2029 年全球智能电表市场规模 CAGR 为 6%-8%。目前海外多数发展中国家智能表渗透率较低，发达国家也正经历智能电网改造阶段，存在第二次换表的需求。2022 年中国智能电表渗透率接近 100%，日本（86%）、美国（69%）、欧洲（52%），中东、非洲、南美、印度等渗透率不足 10%。

图 23：全球智能电表及其他设备投资额（十亿美元）



数据来源：《全球智能电表市场报告 2023-2029》，西南证券整理

图 24：2022 年各国家地区智能电表渗透率

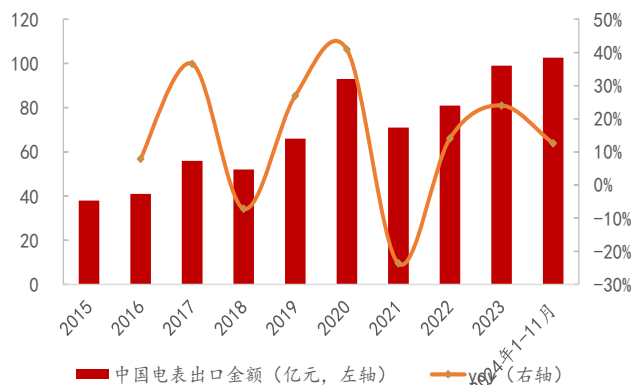


数据来源：IEA，西南证券整理

中国智能电表出口加速，欧洲为我国智能电表出口第一大区域。2022 年中国智能电表出口总额为 81 亿元，同比增长 14.1%；2023 年出口总额为 99.3 亿元，同比增长 24%；2024 年 1-11 月出口总额为 102.6 亿元，同比增长 12.6%。分区域来看，亚洲、非洲、南美洲增速最快。2023 年我国电表出口亚洲、非洲、欧洲、北美洲、南美洲、大洋洲的金额分别为

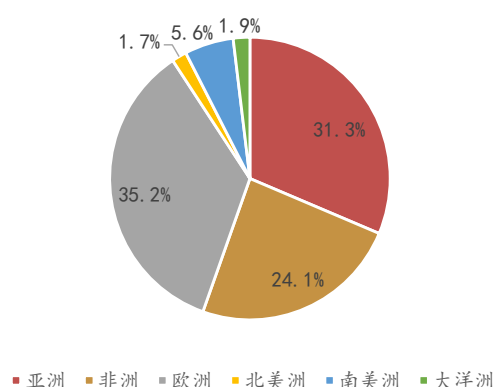
31.1、23.9、35.1、1.7、5.6、1.9 亿元，同比增速分别约 23%、53%、6%、2%、3%、-5%，收入占比分别为 31%、24%、35%、2%、6%、2%。

图 25：我国智能电表出口情况



数据来源：海关总署，西南证券整理

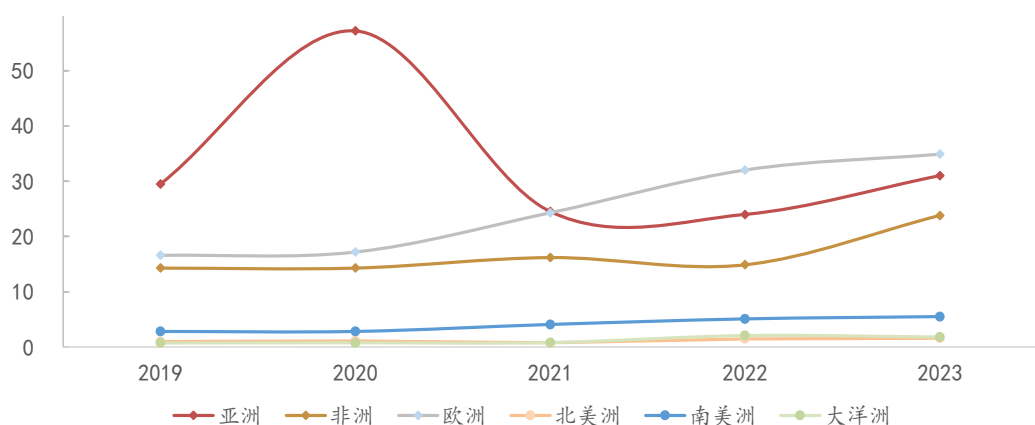
图 26：2023 年我国智能电表出口分区域占比情况



数据来源：海关总署，西南证券整理

- **亚洲**：23 年国内电表出口 31 亿元（同比+23%），20-23 年 CAGR1.2%。国内厂商对亚洲国家电表出口主要集中在东南亚国家，2020 年由于沙特集中进行电表改造导致国内出口规模骤增，其余年份增长相对平稳。除沙特外，印尼等国家存在智慧城市改造需求，电表规模有望持续增长。
- **非洲**：23 年国内电表出口 24 亿元（同比+53%），20-23 年 CAGR14%。非洲电表需求在 23 年迎来快速增长，主要源于肯尼亚、莫桑比克、乌干达、利比亚等，非洲各国电力基础设施相对落后，电网建设潜力大。
- **欧洲**：23 年国内电表出口 35 亿元（同比+6%），20-23 年 CAGR20%。近年来，欧洲分布式新能源装机规模快速提升，对电网造成较大冲击，电网设备存在升级改造需求，但市场区域性不显著，荷兰、英国、德国、奥地利、瑞典位列国内电表出口规模前五。

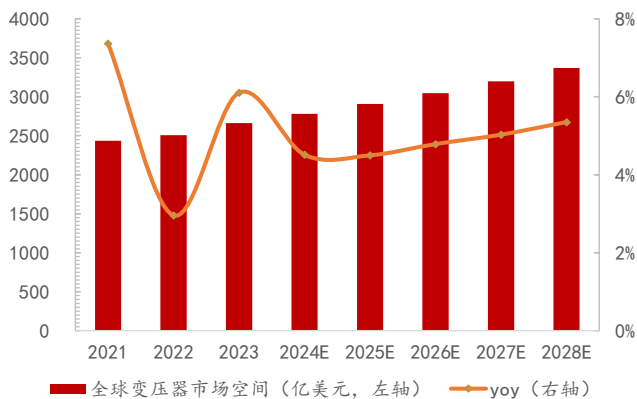
图 27：国内厂商对全球各区域出口电表金额（亿元）



数据来源：海关总署，西南证券整理

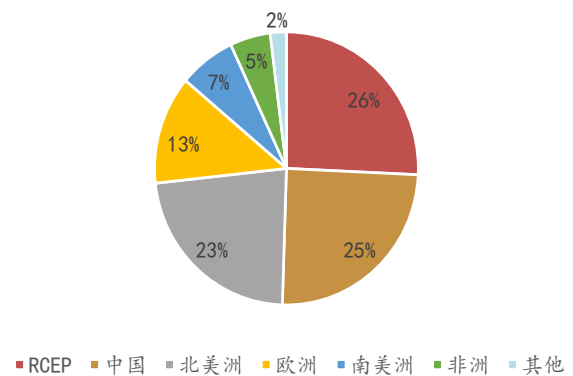
北美变压器市场规模约为 601 亿元，占全球比重 23%。根据制造业排名数据库数据，预计全球变压器市场规模从 2023 年的 2661 亿元，提升至 2028 年的 3369 亿元，2024-2028 年的 CAGR 约为 4.8%。2023 年 RCEP/中国/北美/欧洲/南美洲/非洲/其他地区变压器占比分别为 26%/25%/23%/13%/7%/5%/2%，预计各区域 2024-2028 年的 CAGR 分别约为 5.6%/5.1%/5.2%/2.9%/4.3%/4.6%/2.6%。

图 28：全球变压器市场空间



数据来源：制造业排名数据库，西南证券整理

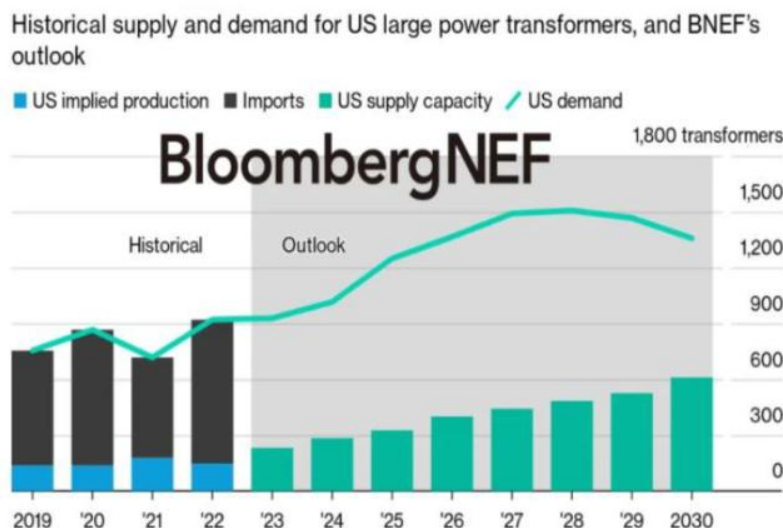
图 29：全球各地区变压器市场规模



数据来源：制造业排名数据库，西南证券整理

海外供需差有望中长期持续，欧美变压器进口额持续提升。由于全球新能源装机占比增加、数据中心加速建设、电气化渗透率逐步提升等因素，海外尤其欧美配电变压器需求旺盛，根据 BNEF，2030 年美国对变压器需求有望较 2023 年增长近 50%。由于海外本土变压器厂商扩产存在多方面压力（原材料供应、人工效率低等），因此供需紧张关系有望持续。海外变压器需求旺盛，外资扩产能力有限，中国变压器技术成熟，产品性价比高，有望迎来出海新机遇。

图 30：美国大型变压器存在长期供需缺口

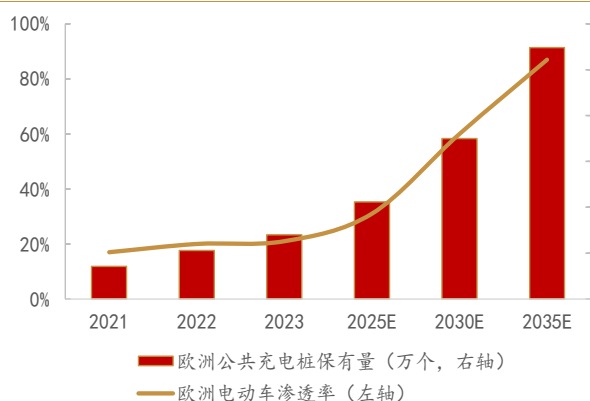


数据来源：BNEF，西南证券整理

欧洲电车销量渗透率低，发展空间广，配套充电桩数量有望持续提升。根据 IEA 预测，2025、2030、2035 年，欧洲电动车渗透率有望分别上升至 31%、60%、87%，电动车销量分别达 480、920、1362 万辆。但与此同时，欧洲 EV 销量与充电桩数量不匹配，欧洲 EV 销量占比全球超过 30%，但充电桩数量只占全球不到 18%，车桩比有望趋于合理水平，IEA 预测 2025、2030、2035 年欧洲充电桩数量分别达 106、175、274 万个。

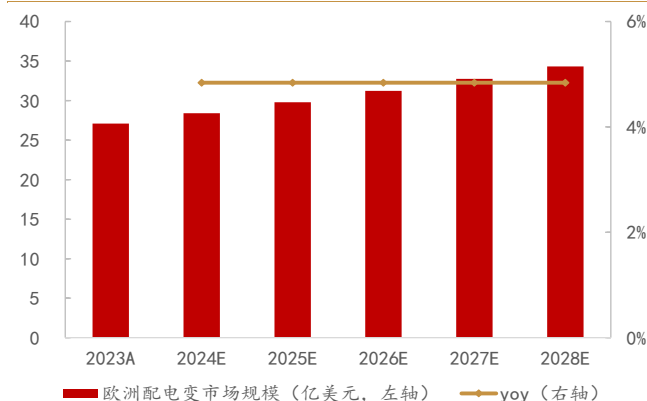
伴随欧洲新能源并网容量增加，配电变压器需求快速提升。叠加电车渗透率提升带动充电桩安装数量增长，驱动电网升级改造，配电变压器存在增量需求。根据 Mordor Intelligence 数据，2023 年欧洲配电变压器市场空间约 27.1 亿美元，预计 2028 年收入有望增长至 34.3 亿美元，2024-2028 年 CAGR 约为 4.8%。

图 31：欧洲充电桩保有量及新能源车渗透率



数据来源：IEA，西南证券整理

图 32：欧洲配电变压器市场规模及预测

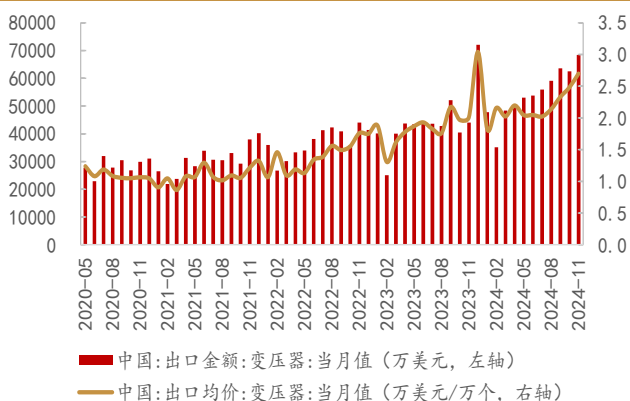


数据来源：Mordor Intelligence，西南证券整理

中国变压器出口呈量价齐升趋势。2023 年 1-12 月，中国变压器累计出口金额已经达 52.9 亿美元，比去年同期增长了 19.9%，其中 12 月中国变压器出口金额达到历史性新高的 7.2 亿美元，同比增长 75.3%。2024 年 1-11 月变压器出口金额合计 59.8 亿元，同比增长 30%，变压器强劲的出口势头仍在延续。

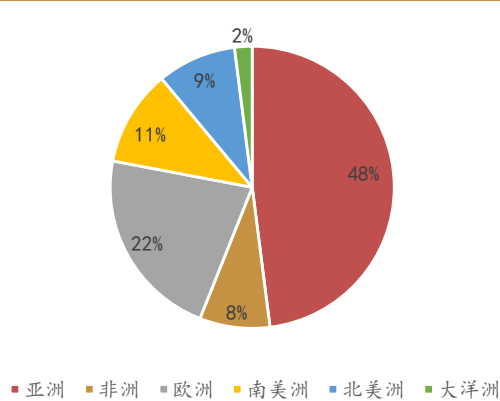
中国变压器出口地区稳定，主要为亚非拉和欧洲地区。根据中国海关总署数据，中国 2023 年向亚洲/非洲/欧洲/南美地区出口变压器占比分别为 48%/8%/22%/11%，主要出口地区为亚非拉以及欧洲地区。

图 33：中国变压器月度出口金额及出口均价



数据来源：wind，西南证券整理

图 34：2023 年中国变压器出口分区域情况

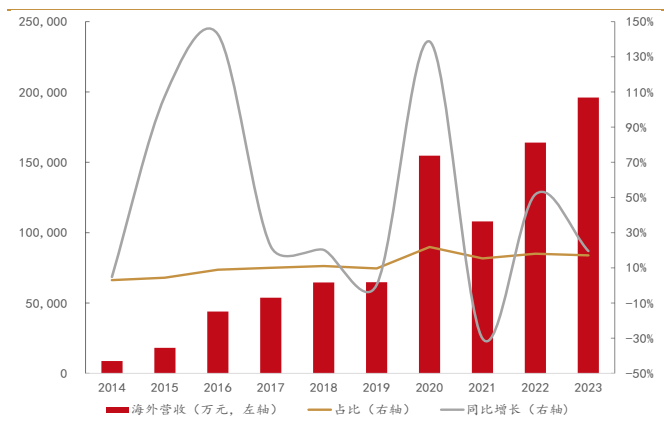


数据来源：海关总署，西南证券整理

3.2 公司海外业务已实现从用电端向配电端突破

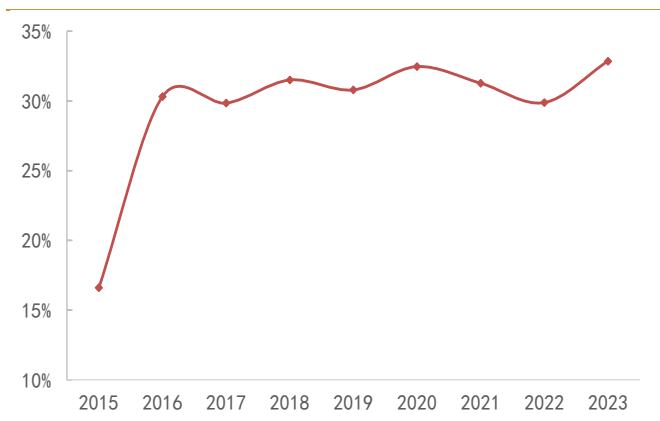
2023 年公司海外业务收入占比为 17%，海外业务毛利率稳中有升。公司目前出海业务以用电为主，并加速配电业务接单。2014-2023 年，公司海外业务从 0.9 亿元增长至 19.6 亿元，2015-2023 年 CAGR 达 41.3%。2021 年营收和毛利均有所下滑，主要原因系受疫情影响，海外业务推动进度变慢，后伴随出货量增长盈利有所修复，2023 年海外业务毛利率为 32.9%，同比增长 3pp。此外，公司海外营收占比稳步提升，从 2014 年的 3% 提升至 2023 年 17%。

图 35：公司海外业务营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：公司海外业务毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司逐步扩大本土化经营，布局海外产能。公司海外业务经营多年，目前已扩展全球超过 70 个国家和地区。公司在巴西、印度尼西亚、波兰、德国和墨西哥设立了五个主要生产基地，海外生产基地的生产能力占公司总生产能力约 50%，充分体现公司在本地化经营上的显著成效。2024 年上半年，公司在德国生产基地的整合工作顺利进行，德国市场的开拓取得初步成效，开始接收小批量的订单。巴西工厂启动了自动化升级项目，旨在提高效率并降低成本。同时公司在尼泊尔、孟加拉、瑞典、墨西哥、秘鲁等地区设立销售公司，尼泊尔 2023 年总包价值超过 1 亿，与瑞典 Vattenfall 电力公司、欧洲 E.ON 集团均有合作关系。

表 7：可比公司海外布局情况对比

公司	2023 年海外收入（亿元） 及收入占比	2023 年海外业务 毛利率	海外布局
海兴电力	28（66%）	42%	巴西、印尼、南非 3 个独资工厂，巴基斯坦、孟加拉、肯尼亚 3 个合资工厂，公司拥有全球员工 2300 余人，其中外籍员工占比超过 43%。覆盖亚欧、拉美、非洲等
威胜控股	16（22%）	-	已经在亚洲、非洲和美洲等主流市场建立了稳定的业务渠道
三星医疗	20（17%）	33%	巴西、印尼、波兰、德国和墨西哥 5 个海外工厂，以及瑞典、哥伦比亚、墨西哥、尼泊尔、秘鲁 5 个销售中心。覆盖欧洲、中东、拉美、非洲、东南亚

数据来源：各公司公告、官网，西南证券整理

海外 AMI 一体化解决方案需求更盛，公司海外配电接单加速。公司凭借多年技术和渠道积累，产品和服务已经在瑞典 PUMA 智能电表改造和巴西 CEMIG 电力等项目中得到市场广泛认可，多 AMI 项目实现中标。此外，公司已实现从海外用电向海外配电的突破。继 2023 年公司配电首次突破中东市场后，2024 年 4 月公司在欧洲市场取得配电首单，成功中标希腊 4.7 亿元变压器项目，8 月中标墨西哥 7931.6 万元变压器项目，海外配电业务有望持续贡献新增量。

表 8：公司 2024 年海外中标情况

日期	中标项目	金额（亿元）
2024/11/15	吉尔吉斯斯坦能源部 AMI 智能电表总包项目	1.02
2024/11/6	巴西 ENEL 智能电表招标项目	2.07
2024/10/15	巴西 CEMIGAMI3 期智能电表总包招标项目	1.37
2024/9/3	尼日利亚 TCN（尼日利亚输电公司）智能电表总包项目	4.93
2024/8/21	墨西哥 Distribution Transformers Deserted Items 变压器项目	0.8
2024/4/12	希腊电力局 HEDNO 三相油浸式铜绕组变压器项目	4.66
2024/1/31	巴西 COPEL 智能电表总包项目	3.1

数据来源：公司公告，西南证券整理

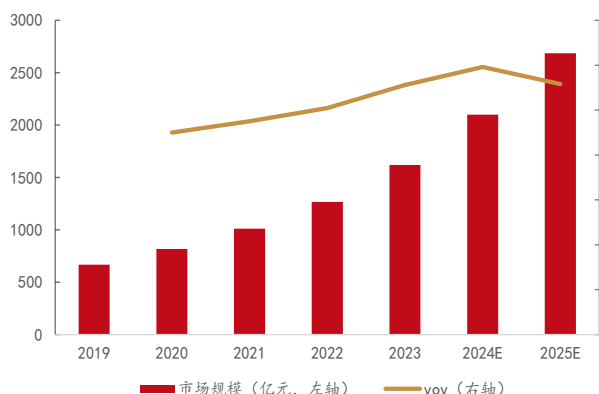
我们认为，在全球贸易存在波动风险的背景下，公司具备海外本土化生产能力在更稳定的满足客户需求的同时，形成一定的供应壁垒，出口市场集中度有望提升，保障公司海外业务持续发展。

- **海外用电：**根据 BergInsight 的数据，到 2027 年，欧盟的智能电表渗透率将从 2022 年的 56% 提升至 74%，期间将部署约 1.1 亿个智能电表，欧洲电表市场潜力巨大。公司为行业内少有的在欧洲当地具备生产能力的企业，欧洲电表盈利性较亚非拉区域更好，公司加速实现从单出售电表向整套解决方案转型，有望凭借本土化生产、产品高性价比优势，持续提升欧洲市场份额。
- **海外配电：**欧美配电变压器需求旺盛，且短期存在供需失衡情况。公司为国内配电变压器龙头，海外配用电业务客户存在重叠，如瑞典 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，销售模式多为直销，客户资源较海外经销商更为优质，且准入壁垒更深。公司有望凭借海外用电多年客户资源积累，实现海外配电业务快速放量。

4 公司紧抓重症康复战略，医疗业务稳定增长

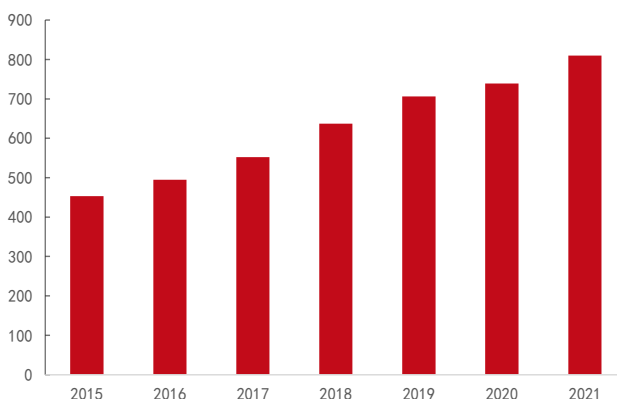
康复医疗市场规模稳步提升，发展前景好。国内康复医疗市场规模从 2019 年的 667 亿元提升至 2023 年的 1618 亿元，2020-2023 年 CAGR 达 24.8%。预计到 2025 年，市场规模将进一步扩大至超过 2600 亿元。同时国内康复医疗机构的数量也在不断增加，截至 2021 年，全国已有 810 家康复医院。随着人口老龄化的加剧，居民对医疗保健产品和服务的需求日益增长，康复医疗行业的发展前景广阔。

图 37：中国康复医疗行业市场规模及增速



数据来源：共研网，西南证券整理

图 38：中国 2015-2021 年康复医院数量（家）



数据来源：卫健委，西南证券整理

康复医疗政策频出，推动行业快速发展。国家近年来发布多项政策用于支持康复医疗行业的发展，包括但不限于对于康复医疗服务和器械方面的支持，尤其注重老龄化和农村人群，旨在加强基层人民的医疗体系以及可负担性。

表 9：康复医疗相关政策整理

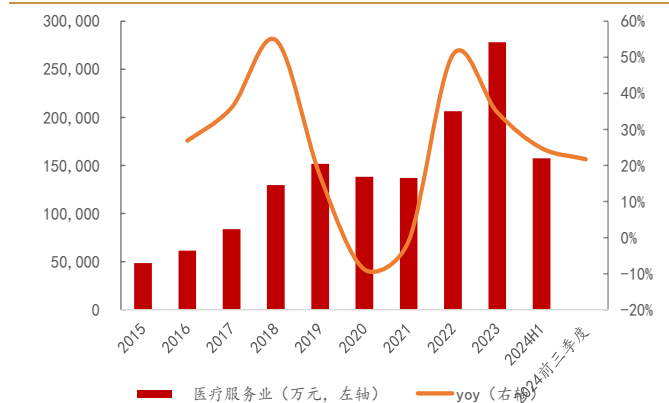
发布时间	政策内容
2024 年 10 月	中国发布了针对 31 个省市的康复医疗行业政策，旨在提升康复服务的可及性和质量
2023 年 12 月	民政部更新发布了《康复辅助器具目录》，强调面向老年人和残障群体的辅助技术进展
2023 年 9 月	国家卫生健康委员会发布了关于推进康复医院发展的通知，鼓励加强基础设施建设并提升康复设备支持
2023 年 6 月	《康复医疗服务支持方案》扩大了公共医疗保险中的康复服务项目，提高患者保障
2023 年 4 月	发布了康复器械生产和销售的税收优惠政策，旨在降低成本并刺激市场增长
2023 年 3 月	发布了关于将康复医疗服务纳入基层医疗体系的指南，特别强调在农村地区的覆盖
2023 年 1 月	国务院发布了提升老龄化群体康复服务可及性和可负担性的计划，特别注重农村地区
2023 年 1 月	发布了关于加强康复医疗专业人员培训和认证的政策文件，以提高行业服务标准

数据来源：民政部，卫健委，国务院，西南证券整理

紧抓老龄化社会增长机遇，巩固康复行业领先地位，公司医疗业务实现量利双升。公司深耕医疗服务领域多年，医疗业务营收从 2015 年的 4.9 亿增长至 2023 年的 27.8 亿，2016-2023 年 CAGR 达 24.4%，2024 年前三季度医疗服务营业收入同比增长 21.7%。毛利率方面，公司 2023 年医疗业务毛利率为 31.2%，同比增长 5pp，连续三年实现毛利率增长。公司致力于打造具有重症康复特色的康复医疗服务连锁网络，截至 2024 年上半年，公司旗下医院总数已增至 34 家，其中包括 28 家康复医院，总床位数超过一万张。2024 年上半年，

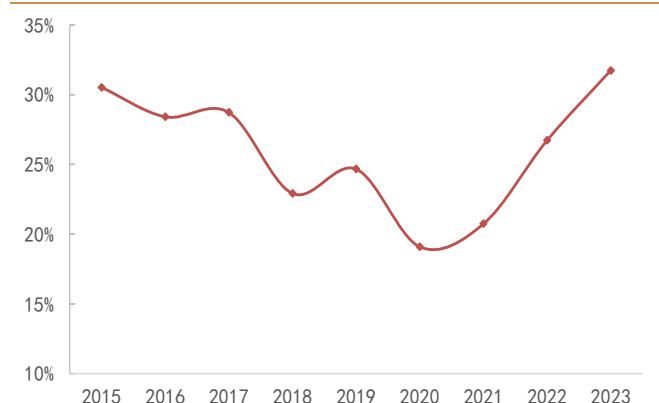
公司新增了 6 家医院，包括收购了广州岭南养生谷中医院 65% 的股权，以及自主建设温州瓯海明州康复医院、宁波江北明州康复医院等 5 家新机构，持续完善连锁康复医疗体系。

图 39：公司医疗板块营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：三季报仅披露医疗收入增速

图 40：公司医疗板块毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

针对医疗业务出台股权激励，加强医疗业务战略发展地位。公司于 2021 年 12 月 3 日召开了 2021 年度第二次临时股东大会，审议通过了《第四期限制性股票激励计划（草案）及其摘要》。根据该激励计划设定的目标，以 2020 年医疗服务收入 14 亿元为基数，到 2024 年医疗服务收入的增长率需达到或超过 100%，即 2024 年的医疗服务收入目标为 28 亿元，同时要求新增的项目医院数量不少于 10 家，彰显业务发展信心。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司智能配用电板块包括用电产品、配电产品。1) **用电**：国内电表稳步增长，公司份额靠前，欧洲智能电表渗透率存在进一步提升空间，公司已实现本土化布局，预计 2024-2026 年公司用电产品销量增速分别为 20%/10%/7%，平均单价维持稳定。2) **配电**：国内分布式新能源并网带动配电需求提升，海外欧美配电变压器供需失衡，公司接单速度加快，预计 2024-2026 年公司配电产品销量增速分别为 70%/50%/40%，平均单价维持稳定。

假设 2：公司医疗业务稳定发展，医院数量有望持续提升，预计 2024-2026 年公司医疗业务经营增速分别为 25%/25%/20%。

假设 3：受智能配用电板块通过持续技术创新、内部降本增效，医疗板块康复医疗服务占比提升等因素，公司 2024 年前三季度毛利率提升至 36.2%。受益于规模效应降本，毛利率有望稳步提升。

表 10：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
智能配用电业务	收入	8436.3	11016.7	13332.9	15769.3
	增速	23.9%	30.6%	21.0%	18.3%
	毛利率	34.1%	37.0%	37.2%	37.5%
医疗业务	收入	2782.5	3478.2	4347.7	5217.2
	增速	34.7%	25.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	31.7%	32.0%	32.0%	33.0%
售后回租	收入	41.9	46.1	50.7	55.8
	增速	-35.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
其他业务	收入	201.7	221.9	244.1	268.5
	增速	27.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	47.1%	47.1%	47.1%	47.1%
合计	收入	11462.5	14762.9	17975.4	21310.8
	增速	26.0%	28.8%	21.8%	18.6%
	毛利率	34.0%	36.2%	36.2%	36.7%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

我们选取配用电设备行业内 3 家可比公司，2024 年-2026 年可比公司平均 PE 分别为 22、18、14 倍；2 家医疗行业可比公司，2024 年-2026 年可比公司平均 PE 分别为 36、32、28 倍。公司为国内配用电龙头企业，深耕海外业务多年，海外实现从用电向配电突破，全球化布局充分受益于海外电网设备需求增长，医疗业务稳定发展。我们预计公司 2025 年归母净利润为 29.3 亿元，参考表 10 中配用电/医疗业务的 2025 年毛利率假设，配用电/医疗业务毛利润占比分别为 76%/21%，假设各业务费用率、其他业务成本比重相同，则对应 2025 年配用电/医疗业务归母净利润分别为 22/6 亿元，给予公司 2025 年配用电业务 18 倍 PE、医疗业务 30 倍 PE，对应目标市值 576 亿元，对应目标价 40.81 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值 (2024/12/24)

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
603556.SH	海兴电力	37.17	2.01	2.45	2.97	3.59	18.49	15.15	12.52	10.35
688100.SH	威胜信息	37.16	1.05	1.32	1.63	2.01	35.37	28.20	22.77	18.45
000400.SZ	许继电气	28.79	0.99	1.22	1.60	1.99	29.18	23.62	17.97	14.48
平均值							27.68	22.32	17.75	14.43
600763.SH	通策医疗	47.13	1.56	1.23	1.40	1.61	30.19	38.38	33.63	29.26
300015.SZ	爱尔眼科	13.99	0.36	0.41	0.47	0.54	38.85	34.54	29.75	25.82
平均值							34.52	36.46	31.69	27.54

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

- 1) 海外订单开拓不及预期的风险;
- 2) 国内电表招标低于预期的风险;
- 3) 生产基地产能爬坡低于预期的风险;
- 4) 原材料价格上涨的风险;
- 5) 汇率波动影响公司业绩的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11462.51	14762.85	17975.43	21310.79	净利润	1920.80	2368.20	2965.20	3681.09
营业成本	7566.26	9425.31	11461.12	13496.11	折旧与摊销	307.20	342.52	342.52	342.52
营业税金及附加	83.51	105.38	129.28	147.04	财务费用	-8.84	73.81	53.93	42.62
销售费用	850.51	930.06	1114.48	1299.96	资产减值损失	-12.99	-12.52	-12.51	-12.59
管理费用	800.73	1476.29	1761.59	2045.84	经营营运资本变动	-68.39	-356.60	-71.82	-118.02
财务费用	-8.84	73.81	53.93	42.62	其他	-236.49	-14.72	3.01	-17.87
资产减值损失	-12.99	-12.52	-12.51	-12.59	经营活动现金流净额	1901.31	2400.70	3280.32	3917.75
投资收益	296.14	9.64	9.28	18.83	资本支出	-283.09	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	116.97	39.94	41.05	53.34	其他	-279.65	199.02	50.33	72.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-562.74	99.02	-49.67	-27.83
营业利润	2270.45	2814.11	3517.88	4363.98	短期借款	-323.08	100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.38	-5.03	-5.36	-5.75	长期借款	2316.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2262.07	2809.08	3512.52	4358.23	股权融资	38.04	0.00	0.00	0.00
所得税	341.26	440.88	547.33	677.14	支付股利	-494.43	-380.74	-466.81	-585.27
净利润	1920.80	2368.20	2965.20	3681.09	其他	-362.00	-420.03	-53.93	-42.62
少数股东损益	17.10	34.16	38.83	47.27	筹资活动现金流净额	1174.53	-700.77	-520.73	-627.89
归属母公司股东净利润	1903.70	2334.04	2926.37	3633.82	现金流量净额	2511.93	1798.95	2709.92	3262.02
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5452.94	7251.89	9961.80	13223.83	成长能力				
应收和预付款项	2778.32	3989.72	4721.72	5571.72	销售收入增长率	25.99%	28.79%	21.76%	18.56%
存货	3256.64	4061.09	4949.59	5824.08	营业利润增长率	97.03%	23.94%	25.01%	24.05%
其他流动资产	716.92	263.33	308.95	356.30	净利润增长率	99.05%	23.29%	25.21%	24.14%
长期股权投资	2428.83	2428.83	2428.83	2428.83	EBITDA 增长率	83.48%	25.76%	21.17%	21.33%
投资性房地产	705.20	705.20	705.20	705.20	获利能力				
固定资产和在建工程	1636.45	1478.73	1321.02	1163.30	毛利率	33.99%	36.16%	36.24%	36.67%
无形资产和开发支出	1939.44	1889.01	1838.58	1788.15	三费率	14.33%	16.80%	16.30%	15.90%
其他非流动资产	2598.29	2563.92	2529.54	2495.17	净利率	16.76%	16.04%	16.50%	17.27%
资产总计	21513.02	24631.72	28765.23	33556.58	ROE	17.22%	18.13%	19.05%	19.73%
短期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	ROA	8.93%	9.61%	10.31%	10.97%
应付和预收款项	3531.76	4646.14	5568.72	6552.01	ROIC	49.58%	57.70%	66.72%	79.32%
长期借款	2466.00	2466.00	2466.00	2466.00	EBITDA/销售收入	22.41%	21.88%	21.78%	22.29%
其他负债	4361.96	4354.68	5067.22	5779.46	营运能力				
负债合计	10359.71	11566.82	13201.94	14897.48	总资产周转率	0.61	0.64	0.67	0.68
股本	1412.07	1411.09	1411.09	1411.09	固定资产周转率	8.17	11.37	17.26	27.20
资本公积	3453.47	3454.45	3454.45	3454.45	应收账款周转率	5.04	5.15	4.85	4.86
留存收益	6231.03	8184.33	10643.89	13692.44	存货周转率	2.98	2.57	2.54	2.50
归属母公司股东权益	11005.53	12882.97	15342.52	18391.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.35%	—	—	—
少数股东权益	147.78	181.93	220.77	268.03	资本结构				
股东权益合计	11153.31	13064.90	15563.29	18659.10	资产负债率	48.16%	46.96%	45.90%	44.40%
负债和股东权益合计	21513.02	24631.72	28765.23	33556.58	带息债务/总负债	23.80%	22.18%	19.44%	17.22%
					流动比率	1.78	1.93	2.06	2.20
					速动比率	1.31	1.43	1.55	1.68
					股利支付率	25.97%	16.31%	15.95%	16.11%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	2568.82	3230.44	3914.33	4749.12	每股收益	1.35	1.65	2.07	2.58
PE	23.99	19.56	15.60	12.57	每股净资产	7.80	9.13	10.87	13.03
PB	4.15	3.54	2.98	2.48	每股经营现金	1.35	1.70	2.32	2.78
PS	3.98	3.09	2.54	2.14	每股股利	0.35	0.27	0.33	0.41
EV/EBITDA	15.01	11.32	8.65	6.44					
股息率	1.08%	0.83%	1.02%	1.28%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
广深	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn