

三星医疗 (601567)

2024 年年报及 2025 年一季报点评: 海外配 电进展顺利, 业绩符合市场预期

买入 (维持)

2025 年 04 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008
ranshn@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书: S0600524120002
sixy@dwzq.com.cn

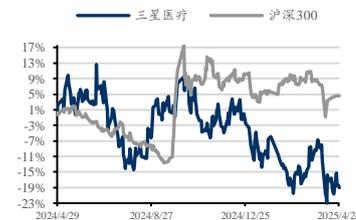
| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 11,463 | 14,600 | 18,315 | 21,699 | 25,017 |
| 同比 (%) | 25.99 | 27.38 | 25.44 | 18.48 | 15.29 |
| 归母净利润 (百万元) | 1,904 | 2,260 | 2,935 | 3,591 | 4,316 |
| 同比 (%) | 100.79 | 18.69 | 29.88 | 22.35 | 20.22 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 1.35 | 1.60 | 2.08 | 2.54 | 3.06 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 19.43 | 16.37 | 12.61 | 10.30 | 8.57 |

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 发布 24 年年报及 25 年一季报, 公司 24 年营收 146 亿元, 同比+27.4%, 归母净利润 22.6 亿元, 同比+18.7%, 24Q4/25Q1 营收分别为 41.7/36.3 亿元, 同比+33%/20%, 归母净利润分别为 4.4/4.9 亿元, 同比+7%/34%。24 年实现毛利率 34.7%, 同比+0.7pct, 归母净利率 15.5%, 同比-1.1pct, 24Q4/25Q1 实现毛利率分别为 31%/28.9%, 同比-4/-2.3pct, 归母净利率分别为 10.7%/13.5%, 同比-2.6/+1.4pct。汇兑损失+私募股权基金公允价值波动导致利润略承压, 业绩符合市场预期。
- **海外本土化战略步步为营、配电出海进入加速阶段。** 24 年公司海外市场营收 27.14 亿元, 同比+38%, 毛利率 35.45%, 同比+2.6pct, 24 年海外在手订单 57.48 亿元, 同比+27%, 其中海外配电产品不断实现突破, 截至 25Q1 在手海外配电订单 16.67 亿元, 同比+134%, 公司配电出海进入加速阶段。海外市场依托本土化产能+原有渠道复用的策略推进用电及配电业务, 24 年海外产能出货占海外收入占比约 50%。展望 25 年, **海外用电:** 发达国家市场提份额保增长、新兴市场 AMI 系统总包项目占比提高, 收入有望保持 20%+增长; **海外配电:** 迎来 1-10 加速阶段, 随着德国等欧洲各国电网基建的大规模投入, 收入&订单有望持续高增。
- **国内基本盘稳健增长、降本+新客户挖掘增长潜力。** 24 年公司国内配用电营收 84.07 亿元, 同比+30%, 毛利率 34.6%, 同比+0.1pct。国内基本盘稳固, 我们预计国内用电实现 10-15%的稳健增长, 通过降本和规模效应维持毛利率的稳中有升。24 年国内配用电在手订单 74.54 亿元, 同比+25%, 展望 25 年, 1) **智能用电:** 24 版新款智能电表推出+持续降本有望提高国内用电业务毛利率。2) **智能配电:** 网内受益于区域集采有望实现份额的进一步提升, 网外拓展风电、省级能源集团及央国企等市场提升增长持续性, 国内配电营收有望实现 20-25%的稳健增长。
- **连锁康复医院初具规模、聚焦特色康复打造独特竞争力。** 24 年公司康复医疗服务营收 32.58 亿元, 同比+17%, 毛利率 34.30%, 同比+2.57pct。截至 24 年末公司下属医院数量达到 38 家, 其中康复医院 32 家, 总床位数超万张, 实现在长三角和珠三角的全面布局; 在重症康复领域持续打造呼吸机脱机、昏迷促醒两大专病中心, 解决传统 ICU 或普通病房脱机困难、促醒手段不足的问题。展望 25 年, 随着公司聚集提升医院运营效率, 我们预计医疗服务业务收入稳增, 盈利能力有望持续提升。
- **控费效果显著、存货&合同负债有所增长。** 公司 24 年期间费用 26.1 亿元, 同比+23%, 费用率 17.9%, 同比-0.6pct, 控费效果显著; 24 年经营性净现金流 18.4 亿元, 同比-3.4%, 24 年末存货 40.8 亿元, 同比+25.2%, 合同负债 15.54 亿元, 同比+13%, 均有所增长。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到汇率波动具有不确定性, 我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 29.4/35.9 亿元 (前值为 30.2/37.7 亿元), 预计公司 27 年归母净利润为 43.2 亿元, 分别同比+30%/22%/20%, 现价对应 PE 分别为 13x/10x/9x, 我们认为海外配电市场空间大、公司布局多年竞争力强, 因此维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期, 海外市场拓展不及预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 26.22 |
| 一年最低/最高价 | 24.58/38.36 |
| 市净率(倍) | 2.94 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 36,786.81 |
| 总市值(百万元) | 36,996.59 |

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 8.92 |
| 资产负债率(% LF) | 47.79 |
| 总股本(百万股) | 1,411.01 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,403.01 |

相关研究

《三星医疗(601567): 2024 年三季报点评: 海外&国内双轮驱动, 扣非略超市场预期》

2024-10-25

《三星医疗(601567): 2024 年半年报点评: 业绩超市场预期, 海外配用电业务持续加速【勘误版】》

2024-08-23

三星医疗三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 13,800 | 16,048 | 19,270 | 23,066 | 营业总收入 | 14,600 | 18,315 | 21,699 | 25,017 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 5,369 | 5,731 | 7,620 | 10,389 | 营业成本(含金融类) | 9,531 | 11,940 | 14,126 | 16,205 |
| 经营性应收款项 | 3,794 | 4,622 | 4,921 | 4,989 | 税金及附加 | 95 | 121 | 143 | 165 |
| 存货 | 4,077 | 5,058 | 6,023 | 6,912 | 销售费用 | 1,017 | 1,255 | 1,454 | 1,651 |
| 合同资产 | 165 | 207 | 245 | 283 | 管理费用 | 907 | 1,117 | 1,302 | 1,476 |
| 其他流动资产 | 394 | 429 | 461 | 493 | 研发费用 | 523 | 641 | 716 | 801 |
| 非流动资产 | 10,677 | 11,380 | 11,244 | 11,029 | 财务费用 | 159 | 133 | 116 | 86 |
| 长期股权投资 | 2,579 | 2,679 | 2,779 | 2,879 | 加:其他收益 | 248 | 183 | 217 | 250 |
| 固定资产及使用权资产 | 2,595 | 2,976 | 3,074 | 2,972 | 投资净收益 | 229 | 275 | 217 | 250 |
| 在建工程 | 376 | 688 | 444 | 272 | 公允价值变动 | (173) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 463 | 463 | 463 | 463 | 减值损失 | (88) | (100) | (40) | (40) |
| 商誉 | 1,560 | 1,560 | 1,560 | 1,560 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 562 | 562 | 562 | 562 | 营业利润 | 2,585 | 3,466 | 4,236 | 5,094 |
| 其他非流动资产 | 2,541 | 2,451 | 2,361 | 2,321 | 营业外净收支 | 87 | 7 | 14 | 15 |
| 资产总计 | 24,476 | 27,428 | 30,514 | 34,095 | 利润总额 | 2,673 | 3,474 | 4,250 | 5,109 |
| 流动负债 | 7,810 | 9,594 | 11,153 | 12,577 | 减:所得税 | 399 | 521 | 637 | 766 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 149 | 149 | 149 | 149 | 净利润 | 2,273 | 2,953 | 3,612 | 4,343 |
| 经营性应付款项 | 3,304 | 3,968 | 4,501 | 4,942 | 减:少数股东损益 | 14 | 18 | 22 | 26 |
| 合同负债 | 1,554 | 1,946 | 2,303 | 2,642 | 归属母公司净利润 | 2,260 | 2,935 | 3,591 | 4,316 |
| 其他流动负债 | 2,803 | 3,530 | 4,200 | 4,844 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.60 | 2.08 | 2.54 | 3.06 |
| 非流动负债 | 4,392 | 4,107 | 3,822 | 3,637 | EBIT | 2,708 | 3,241 | 3,958 | 4,719 |
| 长期借款 | 3,184 | 2,884 | 2,584 | 2,384 | EBITDA | 3,183 | 4,068 | 4,824 | 5,564 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 34.72 | 34.81 | 34.90 | 35.22 |
| 租赁负债 | 1,017 | 1,032 | 1,047 | 1,062 | 归母净利率(%) | 15.48 | 16.02 | 16.55 | 17.25 |
| 其他非流动负债 | 191 | 191 | 191 | 191 | 收入增长率(%) | 27.38 | 25.44 | 18.48 | 15.29 |
| 负债合计 | 12,203 | 13,701 | 14,976 | 16,214 | 归母净利润增长率(%) | 18.69 | 29.88 | 22.35 | 20.22 |
| 归属母公司股东权益 | 12,082 | 13,516 | 15,307 | 17,623 | | | | | |
| 少数股东权益 | 192 | 210 | 232 | 258 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 12,274 | 13,726 | 15,539 | 17,881 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 24,476 | 27,428 | 30,514 | 34,095 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 1,836 | 3,576 | 4,640 | 5,475 | 每股净资产(元) | 8.56 | 9.58 | 10.85 | 12.49 |
| 投资活动现金流 | (2,027) | (1,248) | (499) | (364) | 最新发行在外股份(百万股) | 1,411 | 1,411 | 1,411 | 1,411 |
| 筹资活动现金流 | (629) | (1,965) | (2,252) | (2,341) | ROIC(%) | 14.73 | 16.01 | 18.13 | 19.67 |
| 现金净增加额 | (902) | 363 | 1,889 | 2,769 | ROE-摊薄(%) | 18.70 | 21.71 | 23.46 | 24.49 |
| 折旧和摊销 | 475 | 827 | 866 | 845 | 资产负债率(%) | 49.85 | 49.95 | 49.08 | 47.55 |
| 资本开支 | (1,043) | (1,413) | (606) | (505) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 16.37 | 12.61 | 10.30 | 8.57 |
| 营运资本变动 | (941) | (202) | 185 | 357 | P/B(现价) | 3.06 | 2.74 | 2.42 | 2.10 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>