三星医疗（601567.SH）

海外配电高歌猛进，提质增效静待盈利修复

优于大市

核心观点

上半年业绩稳健增长，毛利率阶段性下降。2025年上半年公司实现营收79.72亿元，同比+13.93%；归母净利润12.30亿元，同比+6.93%；扣非净利润11.36亿元，同比+5.34%。上半年公司毛利率28.97%，同比-5.64pct.；净利率15.24%，同比-1.25pct.。我们估计，毛利率下滑主要受海外配电处于开拓期和国内配用电产品价格阶段性下滑引起。

二季度业绩小幅下滑，医疗业务暂时承压。二季度公司实现营收43.41亿元，同比+9.28%，环比+19.57%；归母净利润7.40亿元，同比-5.77%，环比+51.32%；扣非净利润6.76亿元，同比-3.89%，环比+46.82%。二季度公司毛利率29.03%，同比-8.18pct.，环比+0.13pct.；净利率16.92%，同比-2.96pct.，环比+3.69pct.。

配用电业务收入订单稳健增长，海外配电订单持续高增。上半年公司智能配用电收入63.54亿元，同比+19.53%，其中海外收入14.95亿元，同比+50.9%，占比达到24%；医疗业收入15.27亿元，同比-3.02%。2025年二季度末公司智能配用电业务在手订单176.32亿元，同比+18.39%，其中海外配电在手订单21.82亿元，同比+123.96%。

配电出海持续实现首单突破，智能电表进入美国市场。公司海外配电重点突破欧洲、中东、拉美优势市场，继前期在沙特、墨西哥、希腊、巴西取得首单后，2025年上半年又在匈牙利、罗马尼亚、吉尔吉斯斯坦取得首单突破；海外用电深耕高端、发力新兴，加强布局北美、非洲潜力市场。公司智能电表已取得北美UL认证，并于7月取得美国智能电表首单突破。

国内市场积极开拓头部客户，多行业实现突破。国内市场，公司积极开拓行业头部客户，聚焦新能源央国企平台大客户，重点发力地方国企、省级公司需求。上半年，公司风电领域快速突破，取单4.8亿元，同比+52%；同时积极储备石油化工、数据中心等新场景客户，已陆续获千万级订单。

风险提示：海外市场开拓不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持 “优于大市”评级。

考虑到国内配用电产品价格变动情况和公司部分新建医院尚处于孵化期，我们下调盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润为25.24/31.82/39.98亿元（25-26年原预测为28.76/35.65亿元），同比+12%/+26%/+2%，动态PE为13.0/10.3/8.2倍。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,463	14,600	17,008	19,860	23,000
(+/-%)	26.0%	27.4%	16.5%	16.8%	15.8%
净利润(百万元)	1904	2260	2524	3182	3998
(+/-%)	100.8%	18.7%	11.7%	26.1%	25.7%
每股收益（元）	1.35	1.60	1.80	2.26	2.85
EBIT Margin	14.7%	17.3%	15.0%	16.9%	18.5%
净资产收益率（ROE）	18.6%	19.6%	19.8%	22.2%	24.3%
市盈率（PE）	17.4	14.6	13.0	10.3	8.2
EV/EBITDA	22.3	16.1	16.4	12.8	10.4
市净率（PB）	2.96	2.69	2.43	2.12	1.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺
010-88005313
wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003

证券分析师：王晓声
010-88005231
wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.41元
总市值/流通市值	32897/32896百万元
52周最高价/最低价	38.36/20.96元
近3个月日均成交额	418.12百万元

市场走势

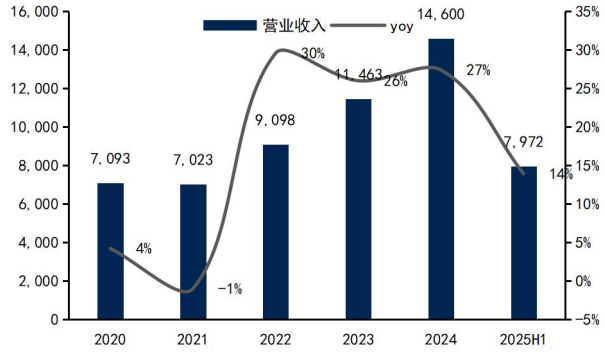
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三星医疗（601567.SH）-在手订单再创新高，配电龙头出海加速》——2024-10-29
《三星医疗（601567.SH）-配电出海接连突破，盈利能力持续提升》——2024-08-23
《三星医疗（601567.SH）-海外在手订单再创新高，欧洲市场优势进一步夯实》——2024-04-30
《三星医疗（601567.SH）-盈利能力持续提升，在手订单快速增长》——2023-11-02
《三星医疗（601567.SH）-配用电与医疗服务双轮驱动，海外与新能源业务快速增长》——2023-10-09

上半年业绩稳健增长，毛利率阶段性下降。2025 年上半年公司实现营收 79.72 亿元，同比+13.93%；归母净利润 12.30 亿元，同比+6.93%；扣非净利润 11.36 亿元，同比+5.34%。上半年公司毛利率 28.97%，同比-5.64pct.；净利率 15.24%，同比-1.25pct.。我们估计，毛利率下滑主要受海外配电处于开拓期和国内配用电产品价格阶段性下滑引起。上半年公司三项费用率为 13.65%，同比-3.92pct.，较大程度对冲毛利率下滑影响。

图1：公司营业收入及增速（单位：百万元、%）

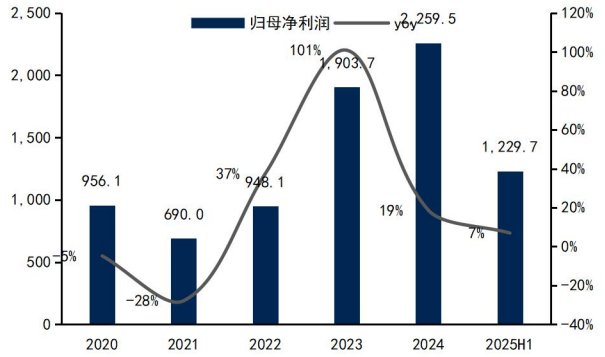


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：百万元、%）

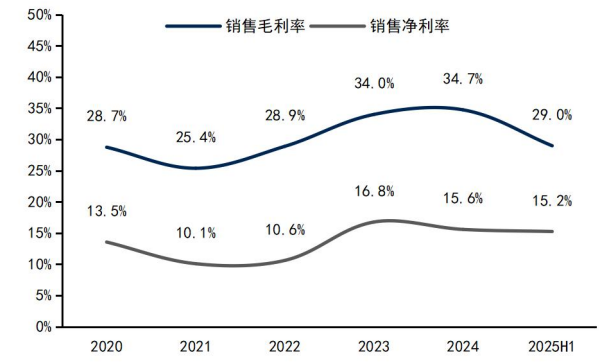


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）

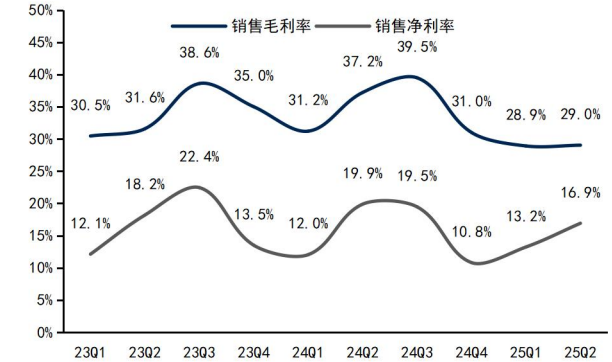
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度业绩小幅下滑，医疗业务暂时承压。二季度公司实现营收 43.41 亿元，同比+9.28%，环比+19.57%；归母净利润 7.40 亿元，同比-5.77%，环比+51.32%；扣非净利润 6.76 亿元，同比-3.89%，环比+46.82%。二季度公司毛利率 29.03%，同比-8.18pct.，环比+0.13pct.；净利率 16.92%，同比-2.96pct.，环比+3.69pct.。

配用电业务收入订单稳健增长，海外配电订单持续高增。上半年公司智能配用电收入 63.54 亿元，同比+19.53%，其中海外收入 14.95 亿元，同比+50.9%，占比达到 24%；医疗业收入 15.27 亿元，同比-3.02%。2025 年二季度末公司智能配用电业务在手订单 176.32 亿元，同比+18.39%，其中海外配电在手订单 21.82 亿元，同比+123.96%。

配电出海持续实现首单突破，智能电表进入美国市场。公司海外配电重点突破欧洲、中东、拉美优势市场，继前期在沙特、墨西哥、希腊、巴西取得首单后，2025 年上半年又在匈牙利、罗马尼亚、吉尔吉斯斯坦取得首单突破；海外用电深耕高端、发力新兴，加强布局北美、非洲潜力市场。公司智能电表已取得北美 UL 认证，并于 7 月取得美国智能电表首单突破。

国内市场积极开拓头部客户，多行业实现突破。国内市场，公司积极开拓行业头部客户，聚焦新能源央国企平台大客户，重点发力地方国企、省级公司需求。上半年，公司风电领域快速突破，取单 4.8 亿元，同比+52%；同时积极储备石油化工、数据中心等新场景客户，已陆续获千万级订单。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到国内配用电产品价格变动情况和公司部分新建医院尚处于孵化期，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 25.24/31.82/39.98 亿元（25-26 年原预测为 28.76/35.65 亿元），同比+12%/+26%/+2%，动态 PE 为 13.0/10.3/8.2 倍。

表1：可比公司估值表（2025 年 8 月 22 日收盘价）

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			ROE（%）	投资评级
			亿元	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	（2024A）	
601567.SH	三星医疗	23.41	329	1.60	1.80	2.26	14.6	13.0	10.3	18.7	优于大市
603556.SH	海兴电力	28.2	137	2.05	2.20	2.56	13.8	12.8	11.0	14.1	-
688676.SH	金盘科技	52.12	239	1.26	1.72	2.26	41.4	30.3	23.1	12.9	-
000400.SZ	许继电气	23.64	241	1.10	1.40	1.74	21.5	16.9	13.6	9.9	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理　　注：可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5453	4539	4500	4500	5477
应收款项	2409	3379	3262	3809	4411
存货净额	3257	4077	3871	4483	5135
其他流动资产	589	613	1177	1364	1562
流动资产合计	**12205**	**13800**	**14269**	**15727**	**18275**
固定资产	1636	1930	1823	1714	1602
无形资产及其他	373	463	432	402	371
其他长期资产	4870	5704	6463	7348	8050
长期股权投资	2429	2579	2679	2779	2879
资产总计	**21513**	**24476**	**25667**	**27970**	**31177**
短期借款及交易性金融负债	270	149	1229	594	300
应付款项	2650	3290	3226	3736	4279
其他流动负债	2534	2803	2760	3164	3597
流动负债合计	**6838**	**7810**	**7725**	**8091**	**8866**
长期借款及应付债券	2466	3184	3184	3184	3184
其他长期负债	1056	1208	1199	1199	1199
长期负债合计	**3522**	**4392**	**4383**	**4383**	**4383**
负债合计	**10360**	**12203**	**12108**	**12474**	**13249**
少数股东权益	148	192	204	223	247
股东权益	11006	12082	13354	15274	17681
负债和股东权益总计	**21513**	**24476**	**25667**	**27970**	**31177**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	1.35	1.60	1.80	2.26	2.85
每股红利	0.64	0.88	0.90	1.13	1.42
每股净资产	7.90	8.70	9.65	11.03	12.76
ROIC	19%	20%	18%	21%	23%
ROE	19%	20%	20%	22%	24%
毛利率	34%	35%	31%	31%	32%
EBIT Margin	15%	17%	15%	17%	19%
EBITDA Margin	17%	19%	16%	18%	19%
收入增长	26%	27%	16%	17%	16%
净利润增长率	101%	19%	12%	26%	26%
资产负债率	48%	50%	47%	45%	42%
股息率	2.8%	3.8%	3.8%	4.8%	6.1%
P/E	17.4	14.6	13.0	10.3	8.2
P/B	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	22.3	16.1	16.4	12.8	10.4

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**11463**	**14600**	**17008**	**19860**	**23000**
营业成本	7566	9531	11775	13637	15618
营业税金及附加	84	95	111	129	149
销售费用	851	1017	1105	1192	1265
管理费用	801	907	918	993	1104
研发费用	471	523	544	556	598
财务费用	(9)	159	47	78	54
投资收益	296	229	230	240	250
资产减值及公允价值变动	(25)	(88)	(100)	(100)	(100)
其他收入	324	163	420	420	440
营业利润	2270	2585	2957	3735	4702
营业外净收支	(8)	87	30	30	30
利润总额	**2262**	**2673**	**2987**	**3765**	**4732**
所得税费用	341	399	448	565	710
少数股东损益	17	14	15	19	24
归属于母公司净利润	**1904**	**2260**	**2524**	**3182**	**3998**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1904	2260	2524	3182	3998
资产减值准备	(13)	(56)	(50)	(50)	(50)
折旧摊销	253	276	188	190	193
公允价值变动损失	(117)	173	(40)	(20)	(20)
财务费用	(9)	159	47	78	54
营运资本变动	164	(641)	(1633)	(438)	(481)
其它	(290)	(175)	(87)	(73)	(103)
经营活动现金流	**1901**	**1836**	**901**	**2790**	**3538**
资本开支	(556)	(1045)	(50)	(50)	(50)
其它投资现金流	(7)	(982)	(669)	(765)	(572)
投资活动现金流	**(563)**	**(2027)**	**(719)**	**(815)**	**(622)**
权益性融资	91	(274)	(6)	0	0
负债净变化	1573	729	1080	(635)	(294)
支付股利、利息	(498)	(926)	(1249)	(1262)	(1591)
其它融资现金流	(743)	11	1080	(635)	(294)
融资活动现金流	**1175**	**(629)**	**(222)**	**(1975)**	**(1939)**
现金净变动	**2513**	**(820)**	**(39)**	**0**	**977**
货币资金的期初余额	2933	5453	4539	4500	4500
货币资金的期末余额	5453	4539	4500	4500	5477
企业自由现金流	1297	740	675	2552	3288
权益自由现金流	2877	1334	1715	1851	2948

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032