

三星医疗（601567）

2025 三季报点评：国内盈利承压，海外配电成长空间广阔

买入（维持）

2025 年 11 月 03 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 司鑫尧

执业证书：S0600524120002

sixy@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

ranshn@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	16,063	18,237	20,765
同比（%）	25.99	27.38	10.02	13.54	13.86
归母净利润（百万元）	1,904	2,260	1,842	2,438	3,092
同比（%）	100.79	18.69	(18.49)	32.37	26.83
EPS-最新摊薄（元/股）	1.35	1.61	1.31	1.73	2.20
P/E（现价&最新摊薄）	16.96	14.29	17.53	13.24	10.44

投资要点

■ **事件：**公司 25 年 Q1-3 营收 110.8 亿元，同比+6.2%，归母净利润 15.3 亿元，同比-15.9%，扣非净利润 12.8 亿元，同比-26.8%，毛利率 28.5%，同比-7.8pct，归母净利率 13.8%，同比-3.6pct；其中 25 年 Q3 营收 31.1 亿元，同比-9.6%，归母净利润 3 亿元，同比-55.2%，扣非净利润 1.4 亿元，同比-78.5%，毛利率 27.1%，同比-12.3pct，归母净利率 9.6%，同比-9.8pct。受降价电表+配电订单交付影响，业绩不及市场预期。

■ **国内配用电：20 版电表大幅降价拖累毛利率，26 年盈利能力有望修复。**国内配用电价格承压，国网 24 年第二批开始智能电表受换代预期影响价格大幅下降，到 25 年第二批中标价格同比 24 年第一批下降幅度高达 30%；25 年开始实行部分配电物资区域集采，变压器产品受集采影响价格有所下降，并在 Q3 开始兑现报表，配用电价格的大幅波动拖累公司综合毛利率下滑 12.3pct，展望明年，我们认为随着新版电表的招标放量和配电集采评分标准的改善，公司国内配用电盈利能力有望大幅改善。

■ **海外配用电及医院：海外配用电景气度持续兑现，医院受政策影响短期承压。**1)海外配用电业务进展顺利，25M1-9 我国电表出口金额同比-7%，其中欧洲市场同比+3%，需求整体偏弱，7 月设立肯尼亚生产基地，公司通过拓展非洲等新市场对单一市场需求波动带来的影响。海外配电需求旺盛，截至 9 月末海外配电在手订单 21.69 亿元，同比+125%，看好公司配电出海持续兑现。2)康复医院业务受医保政策影响，我们预计收入&利润短期将承压，对公司收入和毛利率均有一定影响，我们预计 26 年公司康复医院业务经营有望改善。

■ **控费效果良好，市场+研发不断加大投入。**公司 25 年 Q1-3 期间费用 17.5 亿元，同比-5.8%，费用率 15.8%，同比-2pct，其中 Q3 期间费用率 21.3%，同比+3.1pct，主要系销售费用和研发费用增长较多；25 年 Q1-3 经营性净现金流 4.6 亿元，同-55.5%，其中 Q3 经营性现金流 5.2 亿元，同环比-32.7%/480%；25 年 Q3 末存货 41.7 亿元，同比+5%。

■ **盈利预测与投资评级：**国内降价电表+降价配电交付导致国内盈利能力承压，海外收入占比较低无法对冲国内影响，因此我们下修公司 25-27 年归母净利润预测分别为 18.4/24.4/30.9 亿元（此前预测 25.1/30.6/37.8 亿元），同比-18.5%/+32.4%/26.8%，现价对应 PE 分别为 18x、13x、10x，考虑到公司国内配用电盈利有望改善，海外市场需求旺盛，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)	22.97
一年最低/最高价	20.96/34.10
市净率(倍)	2.60
流通 A 股市值(百万元)	32,277.66
总市值(百万元)	32,277.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.84
资产负债率(%，LF)	47.57
总股本(百万股)	1,405.21
流通 A 股(百万股)	1,405.21

相关研究

《三星医疗(601567)：2025 年中报点评：提质增效效果显著，业绩基本符合市场预期》

2025-08-22

《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》

2025-04-27

三星医疗三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,800	14,536	15,946	18,113	营业总收入	14,600	16,063	18,237	20,765
货币资金及交易性金融资产	5,369	4,967	5,719	7,217	营业成本(含金融类)	9,531	11,434	12,723	14,224
经营性应收款项	3,794	4,117	4,170	4,173	税金及附加	95	106	120	137
存货	4,077	4,861	5,423	6,035	销售费用	1,017	1,205	1,331	1,474
合同资产	165	182	206	235	管理费用	907	883	875	955
其他流动资产	394	408	429	453	研发费用	523	546	593	664
非流动资产	10,677	11,380	11,244	11,029	财务费用	159	91	72	34
长期股权投资	2,579	2,679	2,779	2,879	加:其他收益	248	161	182	208
固定资产及使用权资产	2,595	2,976	3,074	2,972	投资净收益	229	241	182	208
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)	(30)	(20)	(50)
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	2,169	2,867	3,641
其他非流动资产	2,541	2,451	2,361	2,321	营业外净收支	87	11	18	19
资产总计	24,476	25,916	27,190	29,142	利润总额	2,673	2,180	2,885	3,660
流动负债	7,810	9,182	10,089	11,115	减:所得税	399	327	433	549
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	1,853	2,453	3,111
经营性应付款项	3,304	3,799	4,053	4,337	减:少数股东损益	14	11	15	19
合同负债	1,554	1,864	2,074	2,319	归属母公司净利润	2,260	1,842	2,438	3,092
其他流动负债	2,803	3,370	3,812	4,310	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.61	1.31	1.73	2.20
非流动负债	4,392	4,107	3,822	3,637	EBIT	2,708	1,888	2,594	3,309
长期借款	3,184	2,884	2,584	2,384	EBITDA	3,183	2,715	3,460	4,154
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.72	28.82	30.23	31.50
租赁负债	1,017	1,032	1,047	1,062	归母净利率(%)	15.48	11.47	13.37	14.89
其他非流动负债	191	191	191	191	收入增长率(%)	27.38	10.02	13.54	13.86
负债合计	12,203	13,289	13,911	14,752	归母净利润增长率(%)	18.69	(18.49)	32.37	26.83
归属母公司股东权益	12,082	12,423	13,061	14,153					
少数股东权益	192	203	218	237					
所有者权益合计	12,274	12,627	13,279	14,390					
负债和股东权益	24,476	25,916	27,190	29,142					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,836	2,841	3,533	4,243	每股净资产(元)	8.56	8.80	9.26	10.03
投资活动现金流	(2,027)	(1,278)	(530)	(404)	最新发行在外股份(百万股)	1,405	1,405	1,405	1,405
筹资活动现金流	(629)	(1,965)	(2,252)	(2,341)	ROIC(%)	14.73	9.63	13.07	16.05
现金净增加额	(902)	(402)	751	1,498	ROE-摊薄(%)	18.70	14.82	18.66	21.85
折旧和摊销	475	827	866	845	资产负债率(%)	49.85	51.28	51.16	50.62
资本开支	(1,043)	(1,409)	(602)	(501)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.29	17.53	13.24	10.44
营运资本变动	(941)	204	228	308	P/B(现价)	2.68	2.61	2.48	2.29

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>