



三星医疗 (601567.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

突破西欧高端配网市场，海外配电网订单有望加速释放

事件简评

3月5日，公司公告子公司签订荷兰 Enexis 电力局变压器框架合同，合同金额总计 1.17 亿欧元，首次突破西欧高端市场配电业务。

经营分析

欧洲配电网投资核心受①电气化发展、②老化升级替换、③发电侧新能源接入三重因素驱动。①电气化：在电动汽车、热泵、数据中心等新兴产业的推动下，欧洲对电力需求有望在 2025 年起逐步实现温和复苏，预计 2024-2027 年用电需求 CAGR 为 1.3%，2027-2030 年 CAGR 加速至 2.0%。②老旧升级替换：欧洲配电网约 30% 的设备运行已超过 40 年，更新换代是硬性需求。③新能源接入：2024 年欧洲可再生能源发电占比从 2019 年的 34% 升至 2024 年的 47%，弃核弃煤、拥抱绿电，使得电网结构从“中心化”向“分布式”转型，对配网提出更高要求。

Enexis 大额投入电网改造&扩建、人员培训。根据 Enexis 2025 年年报，更新投资计划包括未来三年创纪录的 70 亿欧元投资，用于升级燃气网络和电网，项目将建设 42 座新高压变电站，扩建 130 座现有变电站，并安装数千公里的额外电缆。此外，为了应对行业范围内约 3 万名技术人员短缺的问题，Enexis 与其他电网运营商、承包商及政府合作，制定 2030 年扩展计划，重点培训和部署额外 5000 名技术人员。

长年布局+产品力突出助力订单突破，海外配电网有望进入收获期。公司 23 年起布局海外配电网市场，持续加大研发投入，深耕自主创新与技术攻坚，围绕客户需求提供高品质产品，高性能、高可靠性、低碳化产品特征精准契合欧洲市场严苛标准与低碳需求。此外，Enexis 作为荷兰三大电网运营商之一，其对准入资质和产品可靠性要求极高，公司以综合排名第 1 的成绩成功中标，标志着公司产品已具备全球一线竞争力。公司海外渠道先发优势明显，看好后续海外配电网订单加速释放。

盈利预测、估值与评级

考虑到①公司配电板块在海外/网外市场规模增长明显；②电表标准换新后国内招标价格有望修复、利润弹性可期。我们预计公司 25-27 年实现归母净利润 17.8/24.0/30.8 亿元，同比 -21%/+35%/+28%，股票现价对应 PE 为 21/16/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

电网投资不及预期、海外业务拓展不及预期、医院扩张不及预期、医疗事故纠纷风险、商誉减值、医疗政策变动、汇率波动

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人：范晓鹏

fanxiaopeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.74 元

相关报告：

- 《三星医疗公司点评：Q3 业绩短期承压，海外配电网订单持续高增》，2025.10.29
- 《三星医疗公司点评：海外业务快速增长，在手订单充裕》，2025.8.21
- 《三星医疗公司点评：配用电业务快速增长，国内外在手订单充沛》，2025.4.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,463	14,600	14,995	18,628	22,548
营业收入增长率	25.99%	27.38%	2.70%	24.23%	21.04%
归母净利润(百万元)	1,904	2,260	1,781	2,404	3,082
归母净利润增长率	100.79%	18.69%	-21.18%	35.00%	28.20%
摊薄每股收益(元)	1.348	1.601	1.267	1.711	2.194
每股经营性现金流净额	1.35	1.30	1.95	2.04	2.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.30%	18.70%	13.32%	15.80%	17.45%
P/E	15.21	19.21	21.10	15.63	12.19
P/B	2.63	3.59	2.81	2.47	2.13

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	9,098	11,463	14,600	14,995	18,628	22,548
增长率		26.0%	27.4%	2.7%	24.2%	21.0%
主营业务成本	-6,470	-7,566	-9,531	-10,470	-12,820	-15,445
%销售收入	71.1%	66.0%	65.3%	69.8%	68.8%	68.5%
毛利	2,628	3,896	5,070	4,524	5,808	7,103
%销售收入	28.9%	34.0%	34.7%	30.2%	31.2%	31.5%
营业税金及附加	-65	-84	-95	-97	-121	-147
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-648	-851	-1,017	-1,095	-1,276	-1,443
%销售收入	7.1%	7.4%	7.0%	7.3%	6.9%	6.4%
管理费用	-550	-801	-907	-825	-1,006	-1,172
%销售收入	6.0%	7.0%	6.2%	5.5%	5.4%	5.2%
研发费用	-327	-471	-523	-570	-680	-812
%销售收入	3.6%	4.1%	3.6%	3.8%	3.7%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	1,038	1,691	2,527	1,938	2,725	3,529
%销售收入	11.4%	14.7%	17.3%	12.9%	14.6%	15.7%
财务费用	15	9	-159	-192	-145	-96
%销售收入	-0.2%	-0.1%	1.1%	1.3%	0.8%	0.4%
资产减值损失	2	-25	-88	-62	-91	-125
公允价值变动收益	-107	117	-173	-30	-80	-100
投资收益	85	296	229	120	100	100
%税前利润	7.4%	13.1%	8.6%	5.7%	3.5%	2.7%
营业利润	1,152	2,270	2,585	2,023	2,759	3,559
营业利润率	12.7%	19.8%	17.7%	13.5%	14.8%	15.8%
营业外收支	0	-8	87	90	90	90
税前利润	1,152	2,262	2,673	2,113	2,849	3,649
利润率	12.7%	19.7%	18.3%	14.1%	15.3%	16.2%
所得税	-187	-341	-399	-317	-427	-547
所得税率	16.2%	15.1%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	965	1,921	2,273	1,796	2,421	3,101
少数股东损益	17	17	14	15	17	19
归属于母公司的净利润	948	1,904	2,260	1,781	2,404	3,082
净利率	10.4%	16.6%	15.5%	11.9%	12.9%	13.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	965	1,921	2,273	1,796	2,421	3,101
少数股东损益	17	17	14	15	17	19
非现金支出	302	415	563	436	492	554
非经营收益	63	-381	-59	287	135	143
营运资金变动	-107	-54	-941	221	-176	-182
经营活动现金净流	1,223	1,901	1,836	2,739	2,872	3,616
资本开支	-404	-553	-1,043	-244	-395	-405
投资	149	-77	-1,083	-30	-80	-100
其他	84	67	99	120	100	100
投资活动现金净流	-171	-563	-2,027	-154	-375	-405
股权募资	126	51	125	0	0	0
债权募资	-878	1,837	550	-64	0	0
其他	-471	-714	-1,304	-774	-827	-885
筹资活动现金净流	-1,223	1,175	-629	-837	-827	-885
现金净流量	-173	2,512	-902	1,748	1,670	2,326

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,933	5,453	4,539	6,009	7,477	9,656
应收款项	2,742	2,687	3,736	3,472	4,279	5,137
存货	1,802	3,257	4,077	3,408	4,130	4,925
其他流动资产	768	808	1,448	1,669	1,799	1,942
流动资产	8,245	12,205	13,800	14,558	17,686	21,661
%总资产	50.8%	56.7%	56.4%	58.2%	62.6%	67.1%
长期投资	3,605	4,113	4,272	4,272	4,272	4,272
固定资产	1,740	1,636	1,930	1,968	1,994	2,010
%总资产	10.7%	7.6%	7.9%	7.9%	7.1%	6.2%
无形资产	1,808	2,283	2,585	2,691	2,788	2,876
非流动资产	7,983	9,308	10,677	10,440	10,544	10,630
%总资产	49.2%	43.3%	43.6%	41.8%	37.4%	32.9%
资产总计	16,228	21,513	24,476	24,998	28,229	32,290
短期借款	713	270	149	250	250	250
应付款项	3,764	4,127	4,803	5,157	6,303	7,577
其他流动负债	1,228	2,440	2,858	1,883	2,293	2,738
流动负债	5,705	6,838	7,810	7,290	8,846	10,565
长期贷款	150	2,466	3,184	3,184	3,184	3,184
其他长期负债	751	1,056	1,208	945	761	634
负债	6,606	10,360	12,203	11,419	12,792	14,384
普通股股东权益	9,506	11,006	12,082	13,371	15,213	17,663
其中：股本	1,413	1,412	1,411	1,405	1,405	1,405
未分配利润	4,391	5,586	6,874	8,163	10,005	12,455
少数股东权益	116	148	192	207	224	243
负债股东权益合计	16,228	21,513	24,476	24,998	28,229	32,290

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.673	1.348	1.601	1.267	1.711	2.194
每股净资产	6.751	7.794	8.562	9.515	10.826	12.570
每股经营现金净流	0.868	1.346	1.301	1.949	2.044	2.573
每股股利	0.350	0.320	0.350	0.350	0.400	0.450
回报率						
净资产收益率	9.97%	17.30%	18.70%	13.32%	15.80%	17.45%
总资产收益率	5.84%	8.85%	9.23%	7.12%	8.52%	9.55%
投入资本收益率	8.22%	10.25%	13.76%	9.61%	12.19%	13.97%
增长率						
主营业务收入增长率	29.55%	25.99%	27.38%	2.70%	24.23%	21.04%
EBIT 增长率	75.67%	62.84%	49.48%	-23.33%	40.65%	29.49%
净利润增长率	37.40%	100.79%	18.69%	-21.18%	35.00%	28.20%
总资产增长率	9.16%	32.57%	13.78%	2.13%	12.93%	14.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.9	68.6	66.0	68.0	68.0	68.0
存货周转天数	83.3	122.0	140.4	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	110.8	99.6	98.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	55.3	45.5	38.8	35.1	25.8	19.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.79%	-24.86%	-16.58%	-25.07%	-31.56%	-39.38%
EBIT 利息保障倍数	-69.9	-191.3	15.9	10.1	18.7	36.9
资产负债率	40.71%	48.16%	49.85%	45.68%	45.31%	44.54%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	6	9	30
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究