

## 三星电气 (601567.SH)

增持 (维持)

### 业绩短期承压，海外配电成长潜力大

中游制造/电力设备及新能源  
目标估值: NA  
当前股价: 20.06 元

公司 25 年营收 143.61 亿元, 同降 1.64%; 归母净利 12.74 亿元, 同降 43.62%, 其中 Q4 归母净利亏损 2.54 亿; 扣非归母净利 9.30 亿元, 同降 57.75%。26Q1 营收 32.37 亿元, 同降 10.84%; 归母净利 1.67 亿元, 同降 65.80%; 扣非归母净利 1.42 亿元, 同降 69.13%。

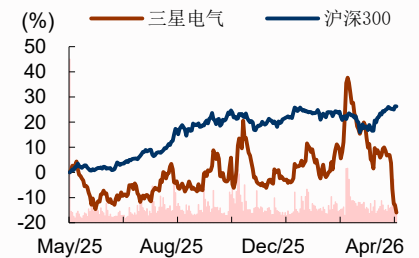
#### 基础数据

总股本 (百万股)	1405
已上市流通股 (百万股)	1405
总市值 (十亿元)	28.2
流通市值 (十亿元)	28.2
每股净资产 (MRQ)	8.3
ROE (TTM)	8.1
资产负债率	52.9%
主要股东	奥克斯集团有限公司
主要股东持股比例	32.57%

□ 国内配用电降价及医保改革致公司收入、毛利率承压。公司 25 年智能配用电业务收入同比没有增长、医疗服务收入同比-8.67%。25 年毛利率 27.96%, 同比-6.76pct, 其中智能配用电同比-7.73pct, 医疗服务同比-5.46pct。26Q1 毛利率环比继续下降 1.25pct, 我们预计 Q2 仍有压力, 主要系国内电网招标价格下滑在报表端尚需时间反应。

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-26	-12	-20
相对表现	-34	-15	-48



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 医疗板块商誉减值、费用率维持高位放大短期利润压力。25 年公司加大市场开拓与研发投入, 销售费用同比+10.46%、研发费用同比+16.04%, 期间费用率 17.53%, 维持高位。26Q1 期间费用率 19.79%, 同比+5.14pct。25 年资产减值 4.43 亿, 其中医疗板块商誉减值 3.56 亿元、存货跌价 0.77 亿元。

□ 海外配电是未来核心增长动力, 订单增长明显。公司海外配电业务重点聚焦欧洲、中东、拉美核心市场, 25 年以来在匈牙利、罗马尼亚、吉尔吉斯斯坦、斯洛伐克等多个国家实现首单突破, 并在沙特、希腊、巴西、墨西哥等国家取得续单。截至 26Q1 末, 海外配电订单 22.95 亿元 (占比 14.6%), 同比增长 37.66%, 较 25 年底增长 35.48%。海外面临电网老旧及新能源接入压力, 配电网改造需求迫切, 配电出海空间极大。公司出口欧洲领先优势显著, 且在其他市场布局也具有先发优势。

□ 海外用电未来依然是重要增长极。24 年亚非拉用电订单占比提升, 导致 25 年海外用电业务收入、毛利率有所下滑。公司是全球智能电表龙头 (连续 5 年销量第一), 深耕欧洲、中东市场多年, 渠道与客户资源积累深厚。欧洲及新兴市场智能电表渗透率整体仍处低位, 在政策支持下, 有较大提升空间。此外, 公司持续拓宽电表出海, 25 年智能电表取得北美 UL 认证, 并于 7 月取得美国智能电表 2.12 亿元首单突破, 9 月取得埃及 4.2 亿元智能电表订单。

#### 相关报告

胡佳怡 S1090525080002  
hujiayi1@cmschina.com.cn

□ 投资建议: 公司业绩受电网招标降价和医保改革扰动短期仍有压力, 本次下调短期盈利预测, 但行业层面正在改善, 且海外配用电拓展顺利, 成长逻辑清晰, 维持“增持”评级。

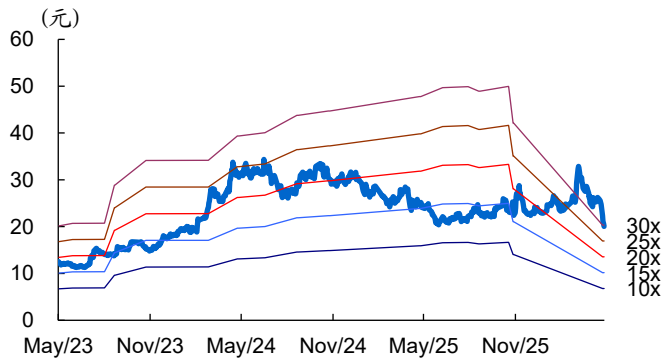
□ 风险提示: 国内配用电投资不及预期、海外配用电拓展不及预期、竞争加剧等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	14600	14361	16052	19116	23412
同比增长	27%	-2%	12%	19%	22%
营业利润(百万元)	2585	1584	1633	2096	2867
同比增长	14%	-39%	3%	28%	37%
归母净利润(百万元)	2260	1274	1443	1840	2508
同比增长	19%	-44%	13%	27%	36%
每股收益(元)	1.61	0.91	1.03	1.31	1.79
PE	12.5	22.1	19.5	15.3	11.2
PB	2.3	2.4	2.2	2.1	1.9

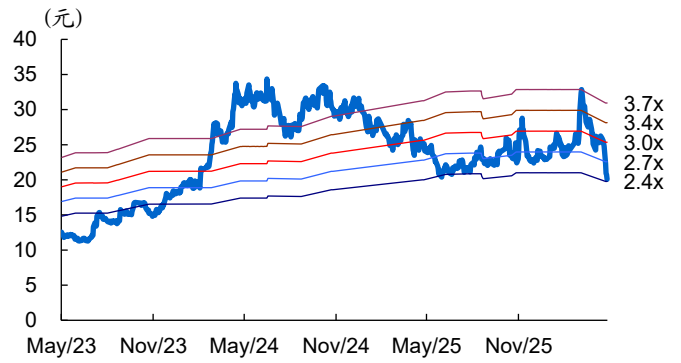
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 三星电气历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 三星电气历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

风险提示

- 1、国内电网投资不及预期。公司聚焦智能配用电行业，需求与国、南网公司的投资力度高度相关，也受国家行业政策变化的影响。
- 2、海外智能电表渗透率及配电业务拓展不及预期。公司加速海外市场开拓，若海外需求不及预期，对公司收入和盈利会产生较大影响。
- 3、行业竞争加剧及原材料价格上涨风险。
- 4、医疗业务不及预期。康复医疗需求增长存在一定不确定性，以及医院自身经营管理可能会影响医疗业务盈利。

参考报告

三星医疗：双主业经营稳健，智能配用电加速出海，2026.03.06

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	13800	14628	17609	19446	23142
现金	4539	5425	7240	7257	8432
交易性投资	830	564	564	564	564
应收票据	309	278	311	370	453
应收款项	3070	3016	3371	4014	4916
其它应收款	138	147	165	196	240
存货	4077	4303	4953	5849	7075
其他	837	894	1006	1196	1460
<b>非流动资产</b>	10677	11159	11530	11818	12040
长期股权投资	2579	2665	2665	2665	2665
固定资产	1554	2341	2976	3492	3912
无形资产商誉	2023	1658	1492	1343	1209
其他	4521	4495	4397	4318	4256
<b>资产总计</b>	<b>24476</b>	<b>25787</b>	<b>29139</b>	<b>31264</b>	<b>35182</b>
<b>流动负债</b>	7810	7777	9918	11106	13668
短期借款	0	28	1477	1501	2471
应付账款	3290	3652	4204	4964	6005
预收账款	1568	1572	1809	2137	2585
其他	2952	2525	2428	2504	2607
<b>长期负债</b>	4392	6234	6234	6234	6234
长期借款	3184	5072	5072	5072	5072
其他	1208	1162	1162	1162	1162
<b>负债合计</b>	<b>12203</b>	<b>14011</b>	<b>16152</b>	<b>17339</b>	<b>19902</b>
股本	1411	1405	1405	1405	1405
资本公积金	3016	3134	3134	3134	3134
留存收益	7655	6987	8227	9201	10605
少数股东权益	192	249	220	184	135
归属于母公司所有者权益	12082	11527	12767	13741	15145
<b>负债及权益合计</b>	<b>24476</b>	<b>25787</b>	<b>29139</b>	<b>31264</b>	<b>35182</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1836	561	1323	1511	1961
净利润	2273	1249	1415	1804	2459
折旧摊销	348	294	706	790	857
财务费用	177	(34)	0	0	0
投资收益	(229)	(668)	(480)	(430)	(430)
营运资金变动	(550)	(271)	(326)	(662)	(936)
其它	(184)	(9)	8	10	11
<b>投资活动现金流</b>	(2027)	(181)	(602)	(652)	(652)
资本支出	(1045)	(893)	(1082)	(1082)	(1082)
其他投资	(982)	712	480	430	430
<b>筹资活动现金流</b>	(629)	1983	(384)	(842)	(134)
借款变动	468	1891	(180)	24	970
普通股增加	(1)	(6)	0	0	0
资本公积增加	(271)	118	0	0	0
股利分配	(918)	0	(204)	(866)	(1104)
其他	92	(20)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>(820)</b>	<b>2363</b>	<b>337</b>	<b>17</b>	<b>1175</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	14600	14361	16052	19116	23412
营业成本	9531	10346	11908	14062	17009
营业税金及附加	95	100	100	105	110
营业费用	1017	1123	1204	1395	1639
管理费用	907	822	883	1013	1217
研发费用	523	607	674	765	890
财务费用	159	(34)	0	0	0
资产减值损失	(88)	(482)	(130)	(110)	(110)
公允价值变动收益	(173)	204	100	80	80
其他收益	248	249	200	200	200
投资收益	229	215	180	150	150
<b>营业利润</b>	2585	1584	1633	2096	2867
营业外收入	122	39	0	0	0
营业外支出	35	44	0	0	0
<b>利润总额</b>	2673	1579	1633	2096	2867
所得税	399	330	218	292	408
少数股东损益	14	(25)	(28)	(36)	(49)
<b>归属于母公司净利润</b>	2260	1274	1443	1840	2508

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	27%	-2%	12%	19%	22%
营业利润	14%	-39%	3%	28%	37%
归母净利润	19%	-44%	13%	27%	36%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.7%	28.0%	25.8%	26.4%	27.3%
净利率	15.5%	8.9%	9.0%	9.6%	10.7%
ROE	19.6%	10.8%	11.9%	13.9%	17.4%
ROIC	15.6%	7.2%	7.6%	8.9%	11.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.9%	54.3%	55.4%	55.5%	56.6%
净负债比率	13.6%	20.4%	22.5%	21.0%	21.4%
流动比率	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6
应收账款周转率	5.0	4.3	4.6	4.7	4.8
应付账款周转率	3.2	3.0	3.0	3.1	3.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.61	0.91	1.03	1.31	1.79
每股经营净现金	1.31	0.40	0.94	1.08	1.40
每股净资产	8.60	8.20	9.09	9.78	10.78
每股股利	0.89	0.63	0.62	0.79	1.07
<b>估值比率</b>					
PE	12.5	22.1	19.5	15.3	11.2
PB	2.3	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.4	20.1	15.8	12.8	9.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。