

符合预期》

2023-10-26

内容目录

1.	老牌电表龙头，配用电&医疗双主业发展.....	6
2.	海外市场披荆斩棘，用电硕果初现，配电静待花开	10
	2.1. 电力设备需求全球“四分天下”，沙特电网建设如火如荼	10
	2.2. 智能电表全球千亿市场，渗透率提升&存量替代前景广阔	13
	2.3. 海外渠道&制造&客户优势显著，渠道复用进击配电市场	14
3.	国内用电基本盘稳固，配电乘新能源东风快速生长	17
	3.1. 国内智能电表量价齐升，行业集中度有望提升	17
	3.2. 新能源推动新型电力系统建设，配电网将迎来变革发展	18
	3.3. 深耕配用电三十载，新能源带来新增长极	20
4.	大力发展康复医疗业务，双轮驱动发展行稳致远	23
	4.1. 康复医疗目标人群不断拓展，政策持续出台推动行业发展	23
	4.2. 依托重症康复特色，实行康复专科连锁扩张模式	24
5.	盈利预测与投资评级	25
6.	风险提示	26

图表目录

图 1:	三星医疗发展历程	6
图 2:	三星医疗股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）	6
图 3:	公司股权激励方案梳理	7
图 4:	公司分红比例情况	7
图 5:	公司股息率情况	7
图 6:	公司营业收入情况（亿元）	8
图 7:	公司归母净利润情况（亿元）	8
图 8:	公司主营业务营收情况（亿元）	8
图 9:	公司主营业务毛利率情况（%）	8
图 10:	公司分地区营收情况（亿元）	9
图 11:	公司分地区毛利率情况（%）	9
图 12:	公司期间费用率情况（%）	9
图 13:	公司销售利润率情况（%）	9
图 14:	全球电网资本开支“四分天下”（亿美元）	10
图 15:	美国电力公司 CAPEX 结构（亿美元）	10
图 16:	2022 年欧洲五国电网 CAPEX 结构（亿美元）	10
图 17:	欧美等发达国家电网年限较长，进入替代周期	11
图 18:	电网已经成为可再生能源并网的重大瓶颈	11
图 19:	2022 年欧洲四国待并网新能源规模（GW）	11
图 20:	海外电力设备供货周期长、电网建设周期久（年）	12
图 21:	沙特阿拉伯电力市场规模（GW）	12
图 22:	全球智能电表投资情况	14
图 23:	分地区智能电表渗透率	14
图 24:	公司海外电表业务订单情况	15
图 25:	公司海外业务营收、增速及占比	16
图 26:	可比公司海外毛利率对比（%）	16
图 27:	公司在手订单情况（亿元）	16
图 28:	2009-2023 年中国智能电表招标数量	17
图 29:	2009-2023 年中国智能电表招标金额	17
图 30:	2020-2024 年中国智能电表招标单价（元/只）	17
图 31:	2020-2023 年物联表招标数量及渗透率情况	17
图 32:	2023 年国网智能电表市场格局（中标金额口径）	18
图 33:	国内光伏年度装机情况及预测（GW）	18
图 34:	国内光伏月度装机情况（GW）	18
图 35:	我国地面/分布式光储度电成本测算	19
图 36:	国内季度分布式光伏新增装机情况（GW，%）	19
图 37:	我国新能源利用率情况	19
图 38:	源网荷储多主体协同关系	19
图 39:	不同模式下最大电量渗透率	20
图 40:	智能配电网的价值层次	20
图 41:	2021-2023 三星医疗国网电表招标中标金额稳居前五	20
图 42:	2022 年国网电能表中标金额占比前十	21

图 43: 2023 年国网电能表中标金额占比前十..... 21

图 44: 2023 国网配电变压器产品中标企业金额占比..... 21

图 45: 2023 南网配电变压器产品中标企业金额占比..... 21

图 46: 公司新能源领域产品 22

图 47: 2022-2024 公司新能源侧重要中标情况 22

图 48: 中国康复医疗市场规模预测 23

图 49: 我国康复医疗政策梳理 23

图 50: 奥克斯医疗旗下康复医院情况 24

图 51: 宁波明州医院利润情况 24

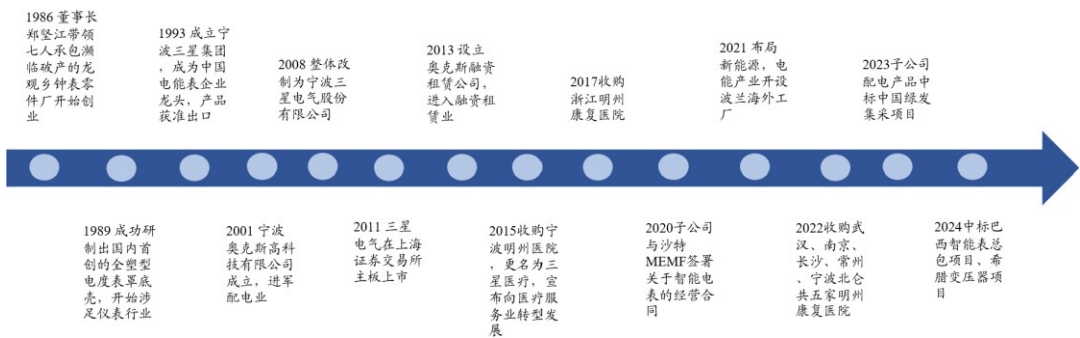
图 52: 三星医疗收入分拆 25

图 53: 可比公司估值表（截至 2024 年 5 月 23 日） 26

1. 老牌电表龙头，配用电&医疗双主业发展

国内电表龙头企业，配用电&医疗双主业发展。三星医疗前身为宁波三星仪表有限公司，于 2007 年整体改制为宁波三星电气股份有限公司，并于 2011 年上市。公司是智能配用电整体解决方案提供商，产品涵盖智能电表、变压器、箱式变电站、开关柜、充电桩、光伏逆变器等电能设备，成为国内电表龙头企业并加快全球化布局，推动配电业务出海。2015 年起，公司收购宁波明州医院，向医疗服务业转型发展，后续陆续收购及自建十余家康复医院，持续巩固公司在康复医疗领域的领先优势。

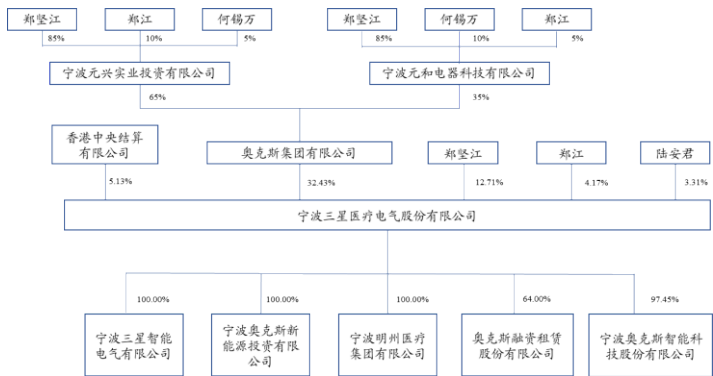
图1：三星医疗发展历程



数据来源：公司官网，

股权结构集中稳定，子公司各司其职。截至 2024 年 3 月 31 日，郑坚江分别通过直接持有三星医疗 12.71%股份以及通过奥克斯集团间接持股 27.57%，合计持股 40.28%，为公司实际控制人。公司最大的股东为奥克斯集团，共持有公司 32.43%的股份，公司股权相对集中稳定。公司依托宁波明州医疗集团有限公司，实现康复医疗专科连锁的医院布局和连锁扩张。

图2：三星医疗股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，

股权激励计划提振员工信心，助力公司长远发展。公司上市以来先后推出 5 期股权激励，并对医疗服务业务、智能配用电业务分别设立 2022-2024 年的增长目标，彰显公司发展信心。根据最新持股计划，公司以 2022 年为基准，设定 2024 年、2025 年、2026 年智能配用电扣非净利润增长率不低于 123%、190%、277%，充分激励核心人员。

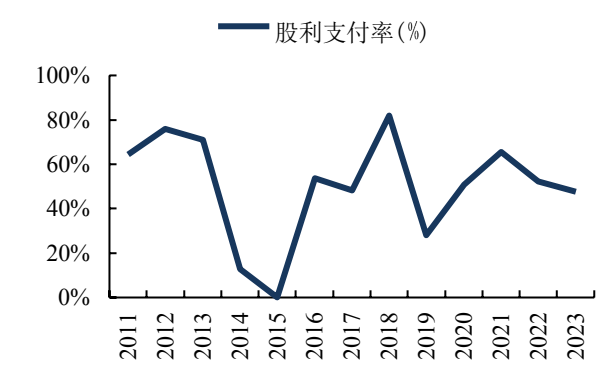
图3：公司股权激励方案梳理

		解锁业绩条件（亿元）												
	授予时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
第一期 (净利润) 增速	2014.8	3.11 15%	3.38 9%	3.65 8%										
第二期 (净利润) 增速	2015.6		4.81 30%	5.92 23%	7.4 25%									
第三期 (智能配用电业务净利润) 增速	2018.1					4.33	5.59 29%	7.04 26%						
第四期 (医疗服务业务营业收入) 增速	2022.1									14.55	17.9 23%	27.98 56%		
第五期 (智能配用电业务净利润) 增速	2022.3									4.73	6.18 31%	8 29%		
核心团队持股计划 (智能配用电业务净利润) 增速	2024.3											14.28	18.57 30%	24.14 30%
实际归母净利润		3.72	5.64	7.94	8.91	5.08	10.36	9.56	6.9	9.48	19.04			

数据来源：公司公告，

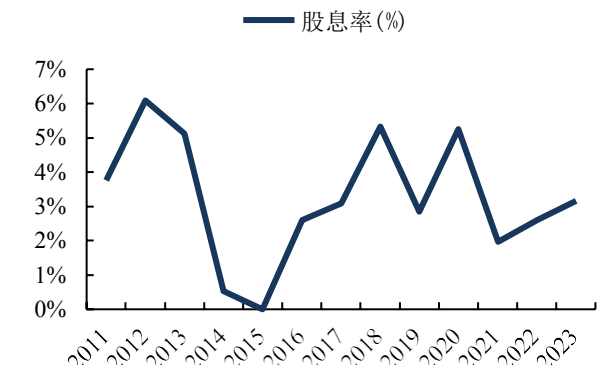
充分重视股东回报，长期稳定派息。上市以来，三星医疗长期稳定派息，近年来股利支付率基本维持在 50%以上，2020-2023 年股息率分别为 5.26%、1.96%、2.60%、3.17%。公司上市以来现金分红 11 次，累计现金分红 35.73 亿元，现金分红比例维持较高水平，充分重视股东回报。

图4：公司分红比例情况



数据来源： ，

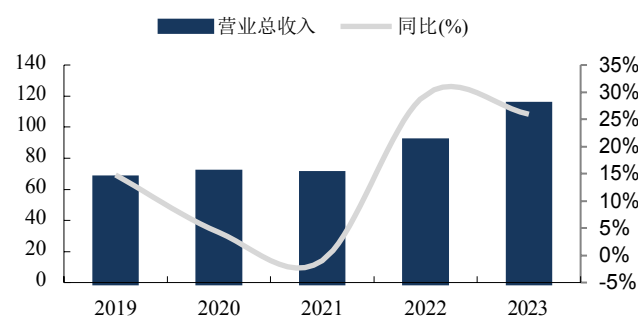
图5：公司股息率情况



数据来源： ， 注：股息率为
每年 12 月 31 日

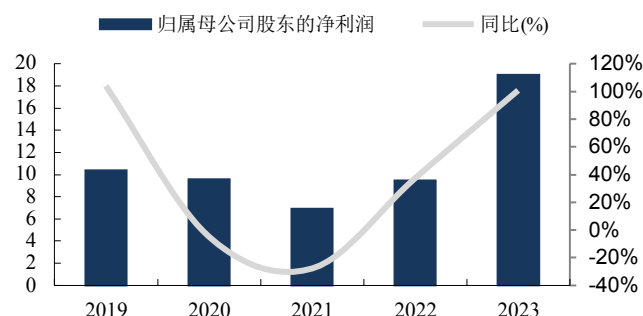
营收稳健增长，盈利能力持续提升。2020-2021 年受疫情影响，营收增速有所下滑，利润承压；2022 年电表海外市场扩大，康复医疗通过自建并购协同，营收/利润增速恢复至同增 30%/37%。2023 年随着智能配用电业务海外出口进一步放量叠加医疗服务整体经营管理持续提升，实现营收/利润同增 26%/101%。

图6：公司营业收入情况（亿元）



数据来源：，

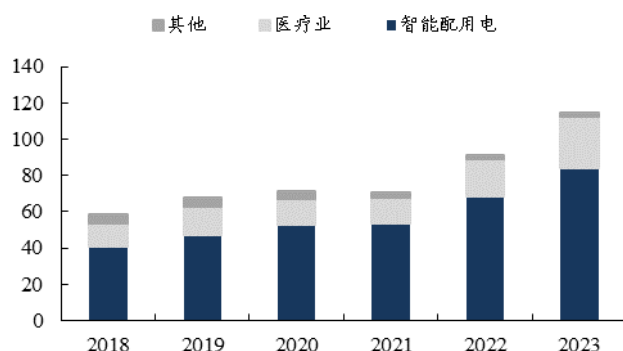
图7：公司归母净利润情况（亿元）



数据来源：，

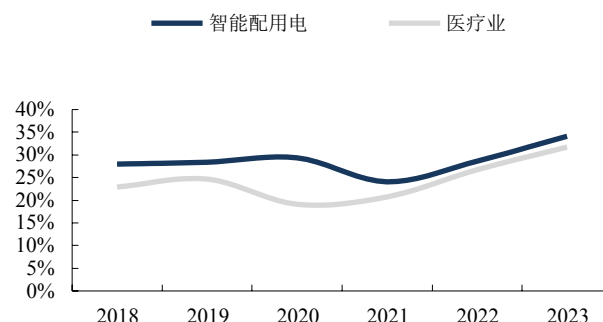
公司主营业务主要由智能配用电板块及医疗业板块组成，双主业共同驱动。1) 智能配用电板块：公司电表业务起家，深耕行业三十年，配用电业务占比维持在 70%以上。2021 年受原材料涨价影响，电表业务毛利率有所下降，2022 年随着国内外需求同步提升及原料价格回归，营收及毛利率同比提升显著。2) 医疗业板块：明州医疗集团 2002 年便涉足医疗产业，至今已深耕 20 余载。随着内部管理流程优化及效率提升，2021 年医疗板块进入快速扩张期，新城市、新医院的建设及开业加速。

图8：公司主营业务营收情况（亿元）



数据来源：，

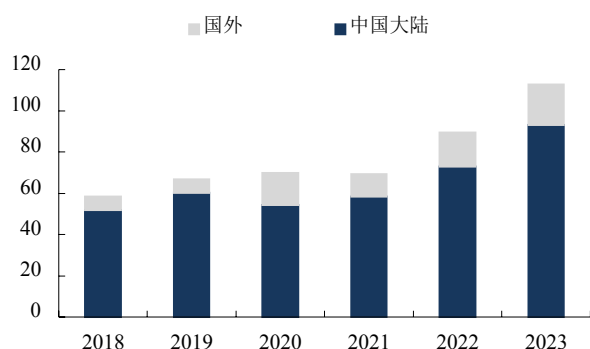
图9：公司主营业务毛利率情况（%）



数据来源：，

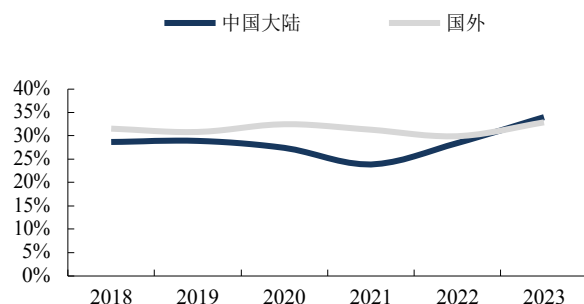
海外持续高景气，毛利率高位稳定。公司海外主要为电表业务，自 1993 年获得电表出口许可后持续布局海外业务，近年乘全球智能电网改造需求东风，业绩实现大幅增长。2021 年受疫情影响，交付受阻，短期承压。但 2022 年海外收入同比+52%，同时 2023 年海外累计订单 45.25 亿元，同比+42.93%，高景气度延续。公司海外毛利率整体稳定在 30%左右，略高于国内，预计随着外资竞争对手供给持续紧张，毛利率维稳。

图10：公司分地区营收情况（亿元）



数据来源： ，

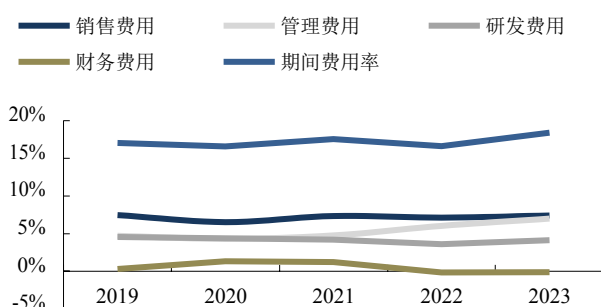
图11：公司分地区毛利率情况（%）



数据来源： ，

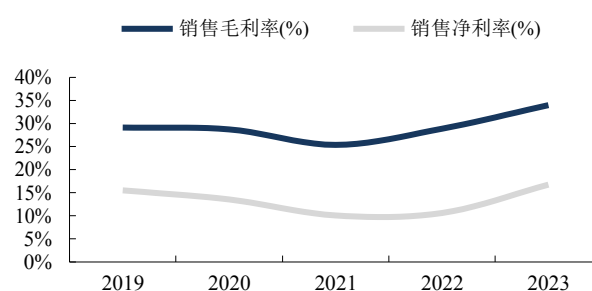
费用率稳定微降，规模增长带动利润释放。2021年后公司期间费用率维持下降趋势，同时利润率提升显著，主要系：1）海内外配用电业务快速增长叠加康复医院并表增加带动规模效应进一步显现，费用逐渐摊薄；2）原材料价格及海运运费回落带动利润率回升。

图12：公司期间费用率情况（%）



数据来源： ，

图13：公司销售利润率情况（%）



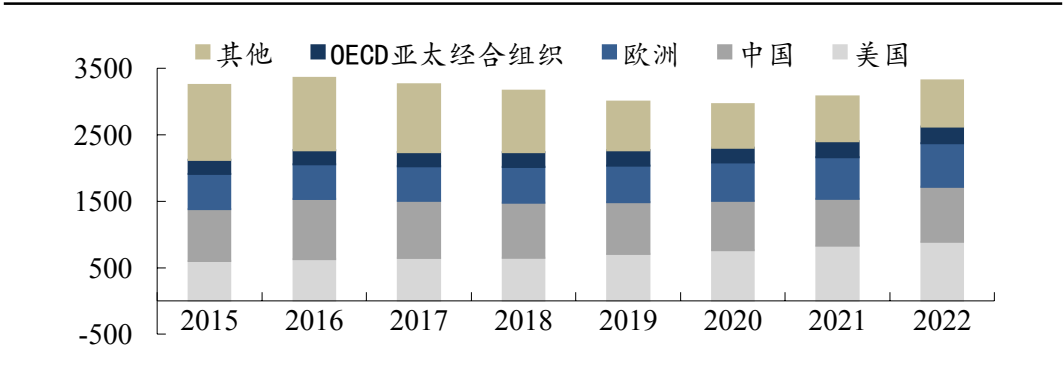
数据来源： ，

2. 海外市场披荆斩棘，用电硕果初现，配电静待花开

1 电力设备需求全球“四分天下”，沙特电网建设如火如荼

全球电网资本开支 3000 亿美元，美欧升级替换需求带动增速。根据 IEA 数据，2015-2022 年全球电网的资本开支总量稳定在 3000 亿美元左右，结构上中国、美国、欧洲和其他区域“四分天下”。中国/美国/欧洲/其他区域（新兴经济体为主）电网投资额 15-22 年 CAGR 分别为 1%/6%/3%/-5%。中国投资增长用于增量扩张（应对可再生能源转型），而美欧更多用于升级和替换，发展中国家表现存在差异，公用事业的财政预算、高昂的资本成本等是阻碍。

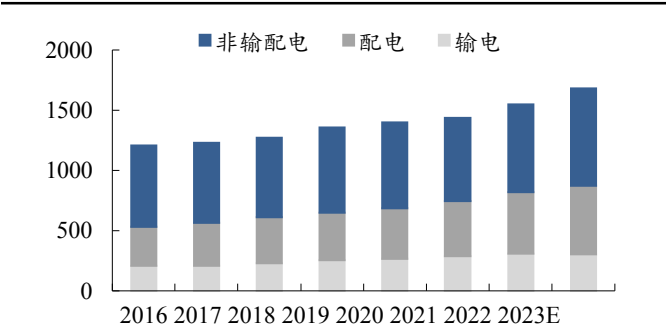
图14：全球电网资本开支“四分天下”（亿美元）



数据来源：IEA，

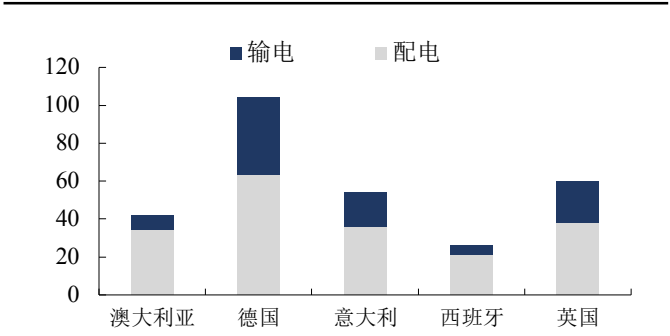
海外通常“重配电、轻输电”，欧洲配电偏好更强（分布式能源多），根据 eurelectric，欧洲电力系统由 60%低压+37%中压+3%高压线路组成（中压在 1-36kV）。从美国电力公司 CAPEX 合计的投向来看，输电/配电投资分别 34%/38%用于强化电网柔性和技术升级的一些投资，29%/27%用于电网扩容，34%/30%用于存量设备替代。

图15：美国电力公司 CAPEX 结构（亿美元）



数据来源：美国EEI，

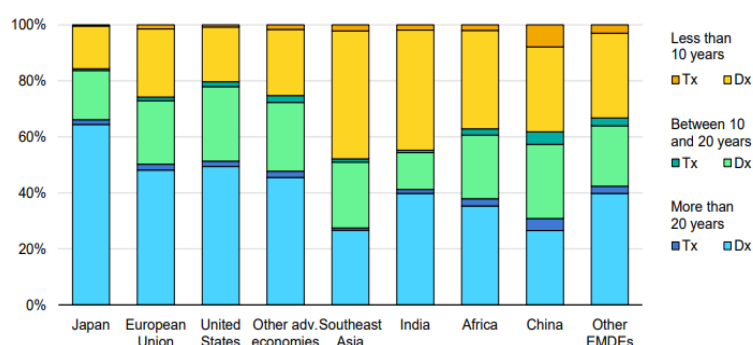
图16：2022 年欧洲五国电网 CAPEX 结构（亿美元）



数据来源：IEA，

部分发达国家电网年限较久，进入替换周期。1）美国大部分电网建于 20 世纪 60-70 年代，70%以上的输电系统已经超 25 年；2）根据欧盟电网行动计划，欧洲 40%的配电网使用年限已超过 40 年，随着智能化需求以及设备老化问题加剧，发达国家已进入替换周期。

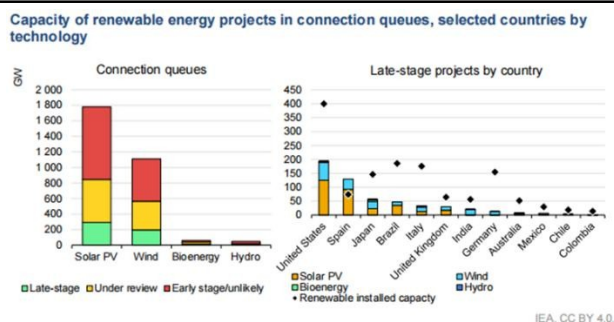
图17：欧美等发达国家电网年限较久，进入替代周期



数据来源：IEA，

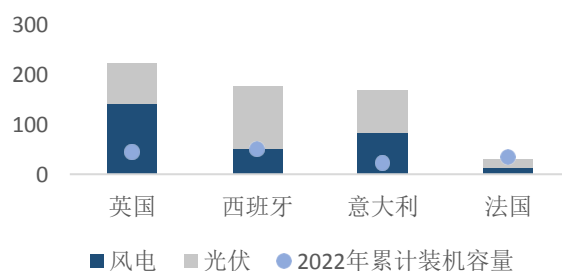
电网目前或已成为全球新能源并网的最大瓶颈。并网前：对电网容量和老旧程度的担忧影响后续审核容量。根据 IEA，截至 22 年底至少有 3000GW 的可再生能源项目排队申请并网，其中 1500GW 处于后期阶段，其中 500GW 已签订并网协议、1000GW 处于审查阶段。根据 BloombergNEF 数据显示，截至 2022 年底，英国、西班牙、意大利、法国四国排队并网的风电和光伏项目容量高达 596GW，这相当于现有光伏和风电装机容量的两倍，以及其 2030 年目标的 85%。并网后：电网拥塞增加系统成本，海外电力运营商投资收益率下降，或削减后续可再生能源项目（限于多数发达国家，其电力公司非纵向一体化且垄断运行，而是靠市场化运作）。且许多发电项目或因为拥堵而导致商业模式恶化，开发商可能取消申报计划（通常是其最后选项）。随着新能源并网需求增加，全球电网建设有望加速。

图18：电网已经成为可再生能源并网的重度瓶颈



数据来源：IEA，

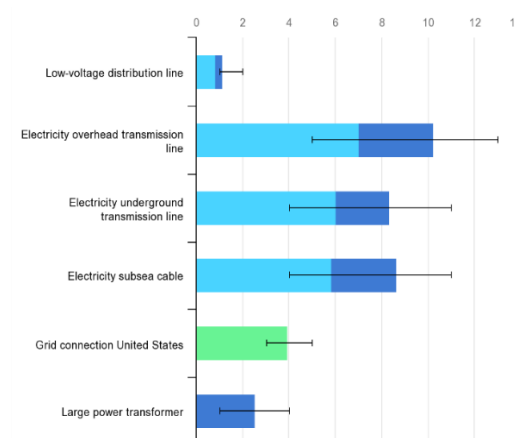
图19：2022 年欧洲四国待并网新能源规模（GW）



数据来源：IEA，

海外电网建设周期长、电力设备产能严重不足。根据 IEA 数据，海外低压配电线路建设周期平均需要 2 年，大容量的输电网络建设周期也要 10 年以上，建设周期持续性强。变压器作为电网建设的核心装备，大容量变压器的平均供货周期也长达 4 年，因此我们认为，海外电力设备的产能面临严重不足的问题。供需紧张的环境下订单外溢，中国企业有望受益。

图20：海外电力设备供货周期长、电网建设周期久（年）

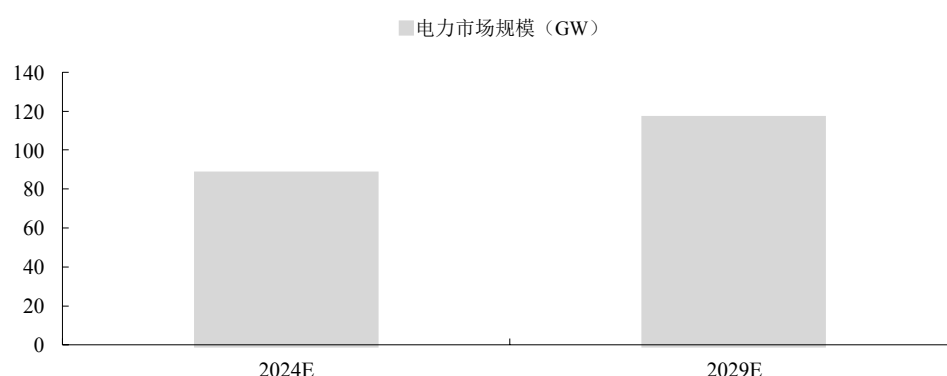


数据来源：IEA、FRED，

沙特努力成为区域电力互联枢纽，力争打造中东地区最先进的输变电网络。2011年，沙特与阿联酋之间实现电网互联，并与埃及研究两国间架设 3GW 输电线路，以利用用电高峰错峰用电。自 2000 年以来，沙特电网长度拓展约 8.4 万千米，连接了 1.3 万余个城市和乡村。截至 2019 年，沙特境内共有 1093 个输电站和 3465 个变压器，装机容量达 42.4 万 MVA。为更好应对城市和经济活动增长对电力的需求，沙特电力公司正采取五年发展计划增强输电容量，未来拟继续增加 2.3 万千米输电线和 259 个输电站，并积极研发智能电网，力争打造中东地区最先进的输变电网络。

沙特近年来电力市场规模稳步增长。预计到 2024 年将达到 87.81GW，2029 年将达到 116.41GW，CAGR 为 5.80%。从中期来看，能源来源日益多样化（从石油和天然气到太阳能、风能和生物能源等清洁能源）和政府的支持性政策等因素将推动沙特阿拉伯电力市场的发展。

图21：沙特阿拉伯电力市场规模（GW）



数据来源：Mordor Intelligence，

沙特积极推动传统能源向清洁能源转型，制定发展目标并推出多项政策。2016 年沙特发布“2030 愿景”，计划提高新能源在沙特整体能源结构的占比。2017 年沙特启动国家可再生能源计划（NREP），目标是到 2030 年实现新能源发电装机 58.7GW，构成发电装机总量的 50%，其中光伏发电装机量占新能源之首达 40GW。2021 年沙特先后提出“绿色沙特倡议”和“绿色中东倡议”，承诺到 2030 年实现每年减少 2.78 亿吨碳排放，到 2060 年实现温室气体“净零排放”。目前沙特正在公共和私营部门实施 80 多项举措，投资额超过 1880 亿美元，以建设更加可持续的未来。

国网中标沙特智能电表项目，带动中国企业出海。2019 年国网所属中电装备中标沙特智能电表项目 11 亿美元，疫情期间国网多次派遣技术支援队伍援建项目，项目 2021 年竣工，是世界上单次部署规模最大的智能电表项目。威胜信息于 2022 年与沙特签署智能仪表生产项目合作备忘录，并于 2023 年与沙特投资部签署战略合作备忘录，全面参与沙特智慧能源和智慧城市建设及投资；中国能建承建沙特阿尔舒巴赫 2.6GW 光伏电站和拉比格 300MW 光伏电站；山东电建三公司承建沙特红海新城 406MW 光伏电站，隆基绿能供应全部光伏组件；三星医疗成功中标沙特国家电力公司配网智能化改造项目，提供一系列智能配电业务相关产品及方案，目前公司小型化环网柜已走出国门，在中东市场大批量应用。

2 智能电表全球千亿市场，渗透率提升&存量替代前景广阔

智能电表全球市场规模超千亿元，海外多数发展中国家智能表渗透率较低，发达国家存在第二次换表的需求。根据 IEA 数据，全球智能电表投资额稳健增长，2022 年为 217 亿美元。从渗透率来看—截至 2021 年，中国渗透率接近 100%，日美欧其次，中东、非洲、南美、印度等渗透率不到 10%。

发达国家智能电表渗透率高，逐步实现全面覆盖。北美 2021 年智能电表渗透率达到 73.5%，预计 2027 年增长至 93.2%。欧洲各国渗透率差异巨大，截至 2021 年，意大利几乎已实现全面覆盖，而德国市场规模刚刚凸显/土耳其渗透率不到 10%。

新兴国家智能电表需求旺盛，有望大规模放量。拉美普遍存在的能源盗窃导致高能源损失，成为智能电表投资的主动动力；亚太地区整体处于起步阶段，静待放量，渗透率预计从 2021 年的 4%高速增长至 2027 年的 32%，南亚和东南亚等新兴市场将贡献高增。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/098122002032006075>