

配用电与医疗双龙头，成长空间广阔

华泰研究

2024 年 10 月 18 日 | 中国内地

首次覆盖

电气设备

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

43.90

研究员

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

刘俊

karlliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570516120002
SFC No. BFI915

代雯

daiwen@htsc.com
+(86) 21 2897 2078

研究员

SAC No. S0570523120005
SFC No. BTM578

苗雨菲

miaoyufei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524080002

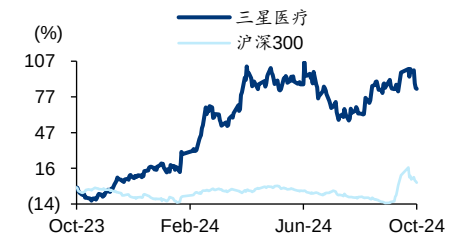
戚腾元

qitengyuan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	43.90
收盘价(人民币 截至 10 月 17 日)	32.44
市值(人民币百万)	45,776
6 个月平均日成交额(人民币百万)	344.08
52 周价格范围(人民币)	15.98-37.10
BVPS(人民币)	7.87

股价走势图



资料来源: Wind

智能配用电与医疗服务双龙头，成长空间广阔

公司立足智能配用电与医疗服务两大领域，均已做到国内行业龙头，我们认为公司双主业后续存在较大发展空间，电表业务海外市场仍存在广阔空间，智能配电业务有望借行业之风实现海内外共振，医疗板块有望实现稳健扩张。我们预测 24-26 年归母净利润分别为 23.37/29.21/36.38 亿元。我们预计公司 2025 年智能配用电及其他/医疗服务两块业务净利润分别为 24.2/5.0 亿元，截至 10 月 17 日，可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 PE 分别为 16/27X，考虑到公司在智能配用电领域多个细分市场位居龙头，我们给予两业务 25 年 20/27X PE，目标价 43.90 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

智能用电：海外电表份额有望提升驱动成长

公司海外新地区份额突破带来显著增长空间，国内处于替换周期高点。海外多地智能电表渗透率仍有较大提升空间，此外替换、升级贡献额外增量。23 年公司海外营收 19.6 亿元（用电为主），目前优势区域包括东欧北欧、中东、拉美等市场。公司持续加大辐射区域，我们预计未来在墨西哥、西欧、非洲等新市场的增量带动下，海外电表业务 24-26 年收入 CAGR 可达 20% 以上。国内市场当前处于替换周期，24 年国网前两轮招标 5969 万台，我们预计全年招标量有望超 9 千万只。公司份额稳居前列，收入有望随行业实现上行。

智能配电：借行业之风国内海外双共振

国内电网投资有望开启新一轮上行周期，且在结构上有望向配网倾斜。24 年 1-7 月国网配电变压器招标金额达到 71.5 亿，同增 27%。公司在配电变压器领域的中标份额长期稳居首位，同时公司积极拓展非电网侧客户，聚焦五大六小发电企业，打造配电第二增长曲线，24H1 份额取得明显提升。海外电力投资增长强劲，配电出口借势高增，24 年 1-8 月国内变压器出口额 39 亿美元，同增 26%，出口增速最高、绝对值贡献最大的下游区域是欧洲、中东及北非。公司出海路径清晰，借用用电出海渠道优势，配电业务在沙特、欧洲等地已经取得重大突破。

康复医疗布局深入，把握蓝海机遇

老龄人口数增长、疾病谱变化及医疗支付能力提升持续驱动康复医疗需求释放，我们认为民营康复医疗服务机构有望成为弥合行业供需缺口的中坚力量。公司 21 年开始加速扩张医疗业务，通过收购&自建进行康复专科连锁化复制，截至 1H24，下属医院已达 34 家（康复医院 28 家）。考虑公司明确的康复连锁发展规划，我们预计医疗板块收入 24-26 年 CAGR 超 25%。

风险提示：电网投资力度不及预期风险，海外智能电表渗透率增速不及预期风险，行业竞争加剧风险，原材料价格上涨风险，医疗业务不及预期风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	9,098	11,463	14,424	17,734	20,830
+/-%	29.55	25.99	25.83	22.95	17.46
归属母公司净利润(人民币百万)	948.12	1,904	2,337	2,921	3,638
+/-%	37.40	100.79	22.76	25.00	24.55
EPS(人民币，最新摊薄)	0.67	1.35	1.66	2.07	2.58
ROE(%)	10.32	18.56	19.95	21.52	22.45
PE(倍)	48.28	24.05	19.59	15.67	12.58
PB(倍)	4.82	4.16	3.68	3.11	2.59
EV EBITDA(倍)	29.73	16.28	13.47	10.41	8.02

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	5
主要推荐逻辑	5
区别于市场的观点	5
双主业深入布局，老牌电表龙头迎来新机遇	6
深耕配用电三十载，康复医疗迅速崛起	6
双主业布局，产品矩阵丰富	7
业绩高增，盈利能力持续提升	9
智能用电：海外电表份额提升驱动成长	11
海外市场稳步增长，国内处于替换周期	11
电表出海迎新周期，出海版图持续扩大	13
海外：新市场带来新增量，盈利能力有望提升	14
国内：电表正值替换周期，市场份额稳居前列	16
智能配电：借行业之风国内海外双共振	17
国内：配网投资有望提速，网内网外业务齐发力	17
电力需求维持高增，电网整体投资提速	17
政策提出高质量发展，投资有望向配网倾斜	17
网内：配网招标金额快速增长，公司中标额领跑行业	19
网外：锁定核心电力企业，开拓配电第二增长曲线	19
海外：电力投资增长强劲，配电出口借势高增	20
医疗服务：康复医疗布局深入，把握蓝海机遇	24
中国康复医疗服务市场：行业稳健增长，民营机构有望成为行业中坚	24
需求侧：老年人口规模较大、疾病谱特征变化及医疗支出增长驱动需求持续释放	24
供给侧：我国康复医疗服务能力持续强化但仍有提升空间	26
民营康复医疗服务机构有望成为弥合行业供需缺口的中坚力量	26
公司医疗服务业务稳健发力，看好持续向好发展	27
医院建设层面：服务网络布局持续拓展，核心医院发展日趋成熟	28
诊疗能力及学科建设层面：医教研平台行业领先，公司品牌影响力持续提升	29
人员团队建设层面：健全的人才梯队培养机制筑牢长期发展基础	29
盈利预测与估值	30
盈利预测拆分	30
估值与可比公司	32
风险提示	33

图表目录

图表 1: 三星医疗发展历程	6
图表 2: 三星医疗股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日)	6
图表 3: 公司第四次股权激励情况	7
图表 4: 公司第五次股权激励情况	7
图表 5: 公司最新核心团队持股计划	7
图表 6: 公司产品及种类	8
图表 7: 截至 24H1 公司下属医院已达 34 家, 其中康复医院 28 家	8
图表 8: 2019 -2024 年公司营业收入及其增速	9
图表 9: 2019 -2024 年公司归母净利润及其增速	9
图表 10: 2019-2024H1 公司经营性现金流净额	9
图表 11: 2019 -2023 年股息率和分红率	9
图表 12: 2019 年-2024H1 智能配用电和医疗业营业收入及其增速	10
图表 13: 2019 年-2023 年智能配用电和医疗业的毛利率情况	10
图表 16: 各地区主要市场具体渗透率情况	12
图表 17: 2011-2024 年国网电表招标数量统计	13
图表 18: 2021-2024 年前两批国网电表招标金额统计及拆分	13
图表 19: 中国电表出口情况	13
图表 20: 中国电表出口区域分布	13
图表 21: 中国电表分区域出口额与增速 (24M1-7)	14
图表 22: 中国电表出口增量部分按区域划分 (24M1-7)	14
图表 23: 公司海外布局总览	14
图表 24: 公司电表业务海外订单汇总	14
图表 25: Landis+Gyr 和 Itron 营收情况	15
图表 26: 国内龙头企业海外业务营收对比	15
图表 28: 2021-2023 年国网电表各公司中标份额	16
图表 29: 2011-2024 年前两批智能电表招标数量拆分	16
图表 30: 相关企业电表毛利率走势	16
图表 31: 中国全社会用电量及同比	17
图表 32: 中国电源/电网基本建设投资完成额	17
图表 33: 2018-2024 年 H1 中国分布式光伏新增装机量	18
图表 34: 2018-2024 年 H1 中国分布式光伏累计装机量	18
图表 35: 截至 24 年 8 月中国充电基础设施累计数量	18
图表 36: 充电桩的需求将推动配网侧扩容, 带来额外的配网投资需求	18
图表 38: 国网配电变压器招标金额	19
图表 39: 2024 年国网 1-7 月配电变压器中标企业份额排名	19
图表 40: 国网配电变压器产品企业中标金额占比	19
图表 43: EEI 美国电力投资预测 (2023 年 7 月)	21
图表 44: EEI 美国电力投资预测 (2024 年 9 月)	21
图表 45: 欧洲电网与储能投资持续增长	21

图表 46: ENTSO-E 规划的欧洲跨区输电项目持续增长	21
图表 47: 沙特电力公司资本支出高增长	21
图表 48: 韩国变压器出口指数数量价双升	22
图表 49: 中国变压器出口单位价值量持续提升	22
图表 50: 中国变压器出口额及同比	22
图表 51: 中国变压器分品种出口额与增速 (24M1-8)	22
图表 52: 中国变压器分区域出口额与增速 (24M1-8)	22
图表 53: 中国变压器出口增量部分各区域占比 (24M1-8)	22
图表 54: 公司配电业务营收情况	23
图表 55: 公司配电业务毛利率情况	23
图表 56: 中国康复医疗服务市场规模	24
图表 57: 全国 60 周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重 (2013-2023)	24
图表 58: 全国 65 周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重 (2013-2023)	24
图表 59: 影响我国人口 DALYs 的主要原因对比 (1990 vs 2017)	25
图表 60: 中国人均医疗支出	25
图表 61: 中国及部分发达国家人均医疗费用对比 (2019 年)	25
图表 62: 全国医院康复医学科床位数量 (2010-2020)	26
图表 63: 全国康复医院数量 (2010-2021)	26
图表 64: 中国部分康复医疗政策文件梳理	27
图表 65: 公司医疗服务板块收入及同比增速	27
图表 66: 公司医院按省份分布数量 (截至 1H24)	28
图表 67: 公司医院数量变化情况	28
图表 68: 宁波明州医院净利润及同比增速	28
图表 69: 杭州明州脑康康复医院环境介绍	29
图表 70: 公司收入与利润情况	30
图表 71: 公司分板块盈利预测情况	31
图表 72: 公司费用率情况	32
图表 73: 分业务净利润预测	32
图表 74: 可比公司估值表 (截至 2024 年 10 月 17 日收盘价)	32
图表 75: 三星医疗 PE-Bands	33
图表 76: 三星医疗 PB-Bands	33

核心观点

主要推荐逻辑

公司是国内智能配用电与医疗服务领域双龙头，具备突出的**管理力**（双主业运营架构清晰、激励制度完善）、**产品力**（公司电表、配电变压器在对于产品质量要求更为严苛的网内市场份额稳居前列）与**渠道力**（主要面向电力相关客户，海外版图持续扩大）。财务方面，公司经营现金流与净利润高度吻合，重视股东回报，维持高比例现金分红水平，2020-2023年均维持在47%以上。

我们认为公司作为智能配用电与医疗服务领域双龙头，成长空间依旧广阔，主要增量来自：

- 1) **海外用电**：公司电表业务在海外持续扩大辐射区域，新地区份额突破带来显著增长空间，我们预计未来在墨西哥、西欧、非洲等新市场的增量带动下，海外电表业务24-26年收入CAGR可达20%以上。
- 2) **国内配电**：我们看好国内配电市场发展，公司在配电变压器领域的中标份额长期稳居首位，有望乘配网需求增长之风，迎来网内配电业务营收快速增长。同时公司积极拓展非电网侧客户，聚焦五大六小发电央企，在更强的产品力和成本控制力下有望不断提升市场份额，打造配电第二增长曲线。
- 3) **海外配电**：公司高度复用海外已有的电力客户资源，推动配电业务出海，自23年以来接连在沙特、欧洲、墨西哥等地取得重大突破，逐步形成新的营收增长点。
- 4) **医疗板块**：公司21年开始加速扩张医疗业务，通过收购&自建进行康复专科连锁化复制，22年/23年/24H1医疗板块营收分别达到20.65/27.83/15.74亿元，增速达到50.74%/34.73%/24.81%。我们认为公司医疗板块后续有望实现稳健扩张。

区别于市场的观点

1) 市场担忧用电业务出海增速？

从在手订单和增量市场两个方面看，海外电表业务24-26年收入CAGR可达20%以上。截至24年上半年，公司海外累计在手订单62.20亿元（用电业务占比较高）。我们预计公司23年海外用电业务收入在16.6亿元，在手订单能够给予公司未来2-3年营收支撑。此外，公司逐步攻克墨西哥、西欧、非洲等新市场，参考国内同业在上述地区的收入体量，新市场有望为公司带来较大增量空间。

2) 市场担忧用电业务市场结构变化影响毛利率？

公司海外用电业务毛利率有望伴随AMI业务占比提升而提升。国内表企出海盈利能力存在差异，主要系目标市场和业务需求存在差异。在拉美、东南亚、非洲等电网基础设施薄弱的市场，通过给当地客户提供完整的AMI（Advanced Metering Infrastructure，高级计量系统）解决方案，可以获取较为丰厚的利润。三星医疗较多布局在中东、欧洲等电网体系成熟的市场，提供电表硬件和通讯模块产品，毛利率相较整体解决方案较低。随着三星出口地区结构发生变化，AMI业务占比提升，电表出海毛利率有望随之提升。

3) 市场担心国内配电网外市场开拓困难？

公司配电变压器在对于产品质量要求更为严苛的网内市场份额稳居前列，在产品力与成本控制力上具备较为明显的优势，有望进一步抢占非电网侧市场，我们预计24H1份额已经取得明显提升。

4) 市场担心配电海外市场后续的持续性？

我们认为公司海外配电业务有望迈入加速收获期。公司的用电业务渠道在海外市场布局深入，通过复用用电业务渠道获取配电业务市场接口。公司在海外市场同样主要面向电力相关客户，该类客户的特点是整体需求体量较大，但前期突破壁垒较高。公司自23年以来接连在沙特、欧洲、墨西哥等地取得重大突破，后期有望迈入收获加速期。

双主业深入布局，老牌电表龙头迎来新机遇

深耕配用电三十载，康复医疗迅速崛起

老牌电表龙头，深耕配用电三十载，持续扩大康复医疗连锁规模。公司前身为宁波三星仪表有限公司，2007 年整体改制为宁波三星电气股份有限公司，2011 年于上海证券交易所上市。公司深耕配用电领域，2015 年收购宁波明州医院，跨界布局康复医疗领域，更名为三星医疗。自此，公司“配用电+医疗”双主线业务布局正式成型。

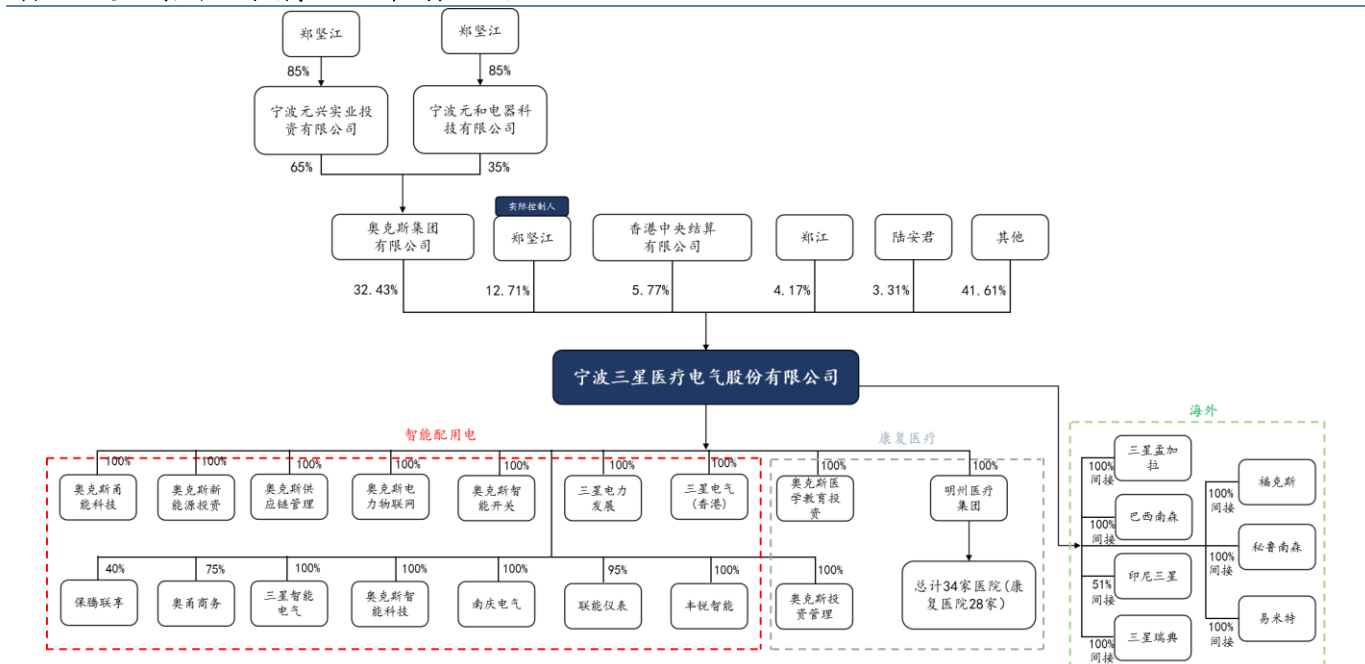
图表1：三星医疗发展历程



资料来源：公司公告，华泰研究

股权结构清晰，子公司分工明确。截至2024年6月30日，公司实际控制人郑坚江直接持股12.71%，通过奥克斯集团间接持股27.57%，合计持股40.28%。公司通过旗下的奥克斯智能科技股份有限公司等子公司，开展智能配用电业务，并结合7家海外子公司，实现国内外配用电业务的协同发展。此外，公司通过其子公司明州医疗集团控制了总计34家医院（其中28家为康复医院），以更有效地推动康复连锁的扩张，优化并完善连锁体系。

图表2：三星医疗股权结构（截至2024年6月30日）



资料来源：公司公告，华泰研究

股权激励计划连续开展，赋能公司长远发展。公司于 2022 年 1 月和 3 月先后发布了第四、第五期股权激励方案，为医疗服务和智能配用电分别设立 2022-2024 年的发展目标。22-23 年均已达成。2024 年 3 月公司发布最新的核心团队持股计划，并以 2022 年为基准，为 2024-2026 年智能配用电扣非净利润制定了增长不低于 123%/190%/277%（25-26 年同比增速不低于 30%）的目标指引，充分激励核心成员。

图表3：公司第四次股权激励情况

授予对象	激励总额	考核年度	医疗服务营收			新增项目医院数量	
			基准	目标值	触发值	目标值	触发值
董事长沈国英、董事会秘书郭秉及医疗集团管理人员、核心骨干人员（合计 189 人）	1746.35 万股 （首次 1446.35 万股 + 预留 300 万股）	2022	2020 年医疗服务营收 13.99 亿元	不低于 18.19 亿元 （较基准增长不低于 30%）	不低于 14.55 亿元 （目标值 80%）	不低于 10 家	不低于 8 家 （目标值 80%）
		2023		不低于 22.38 亿元 （较基准增长不低于 60%）	不低于 17.90 亿元 （目标值 80%）	不低于 10 家	不低于 8 家 （目标值 80%）
		2024		不低于 27.98 亿元 （较基准增长不低于 100%）	不低于 22.38 亿元 （目标值 80%）	不低于 10 家	不低于 8 家 （目标值 80%）

资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司第五次股权激励情况

授予对象	激励总额	考核年度	智能配用电业务净利润		
			基准	目标值	触发值
公司及智能配用电相关业务所涉下属于子公司的部分高管及核心骨干人员（合计 159 人）	952.2 万股 （首次 762.2 万股 + 预留 190 万股）	2022	2020 年智能配用电扣非净利润 4.54 亿元	不低于 5.91 亿元（较基准增长不低于 30%）	不低于 4.73 亿元（目标值 80%）
		2023		不低于 7.72 亿元（较基准增长不低于 70%）	不低于 6.18 亿元（目标值 80%）
		2024		不低于 10 亿元（较基准增长不低于 120%）	不低于 8.00 亿元（目标值 80%）

资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：公司最新核心团队持股计划

授予对象	激励总额	考核年度	智能配用电扣非净利润		
			基准	目标值	触发值
董事长、高管及核心骨干（总计不超过 19 人）	资金总额为 4216 万元， 受让价格为 20.58 元/股， 共受让 204.86 万股，约占 公司现有股本的 0.15%	2024	2022 年智能配用电扣非净利润 8.01 亿元	不低于 17.85 亿元（较基准增长不低于 123%）	不低于 14.28 亿元（目标值 80%）
		2025		不低于 23.21 亿元（较基准增长不低于 190%）	不低于 18.57 亿元（目标值 80%）
		2026		不低于 30.17 亿元（较基准增长不低于 277%）	不低于 24.14 亿元（目标值 80%）

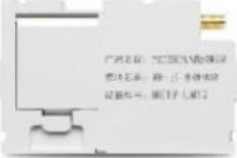
资料来源：公司公告，华泰研究

双主业布局，产品矩阵丰富

公司立足智能配用电与医疗服务双主业：

- 1、智能配用电板块产品矩阵丰富，积极布局配电出海。智能配用电板块产品可细分为配电、用电和新能源三大类，公司拥有较为完整的产品矩阵，已形成一体化的整体解决方案。公司在国内电网中标金额保持行业领先，网外行业大客户覆盖率不断提升；同时不断深化海外市场本地化，加大海外配电的拓展。公司搭建全球化的营销平台，主要面向各国电力客户，聚焦欧洲、中东、亚太、美洲、非洲五大区域市场。

图表6：公司产品及种类

智能用电产品及解决方案		智能配电产品及系统		新能源产品	
智能电表		一二次融合成套设备		光伏箱变	
高端关口表		智能配电终端		风电箱变	
智能终端		环网柜		光伏预制舱	
电力箱		环保气体柜		逆变器	
通信模块		智能化预装式变电站		充电桩	
AMI/MDM等系统集成解决方案和总包服务		高低压开关成套设备		储能	

资料来源：公司公告，华泰研究

2、康复医疗是公司医疗板块战略发展的重要方向。公司围绕实体医疗机构的建设、运营、投资并购，重点打造以重症康复为特色，神经康复与功能康复为核心，老年康复为基础的高品质康复连锁专科。截至 24H1，公司下属医院已达 34 家，其中康复医院 28 家，总床位数已超万张。

图表7：截至 24H1 公司下属医院已达 34 家，其中康复医院 28 家

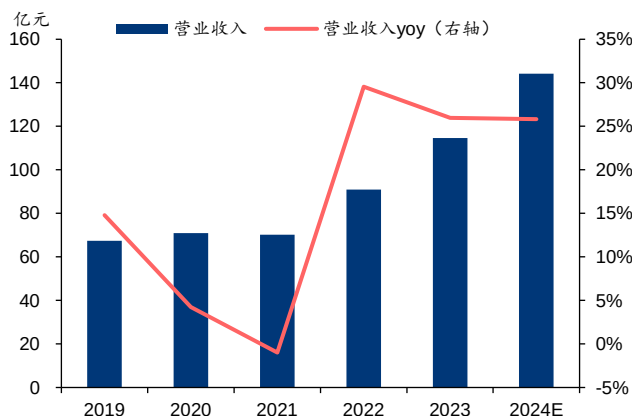


资料来源：公司公告，华泰研究

业绩高增，盈利能力持续提升

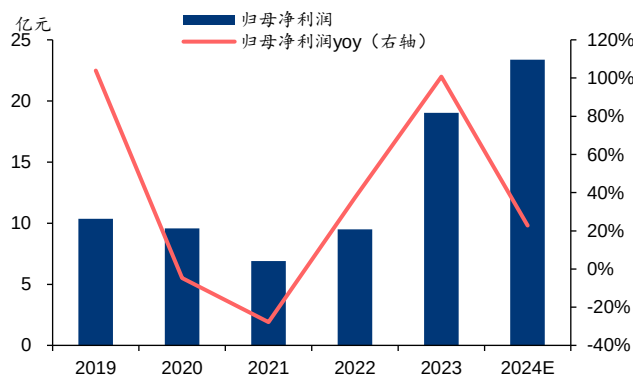
配用电出海放量叠加医疗服务业务持续扩张，公司业绩快速增长。2020-2021 年受全球疫情反复、供应链紧缺和原材料成本上涨压力等影响，公司营收增速放缓，利润承压。23 年配用电出海放量叠加医疗服务业务持续扩张，带动公司业绩快速增长，23 年公司实现营收 114.63 亿元，同比+25.99%，归母净利润 19.04 亿元，同比+100.79%；24H1 公司实现营收 69.97 亿元，同比+26.11%，归母净利润 11.50 亿元，同比+32.23%，维持高增态势。公司经营性现金流与净利润高度吻合，公司重视股东回报，维持高比例现金分红水平，2020-2023 年均维持在 47%以上。

图表8：2019-2024 年公司营业收入及其增速



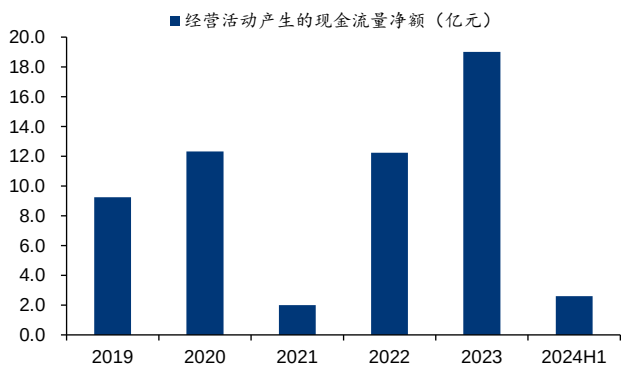
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表9：2019-2024 年公司归母净利润及其增速



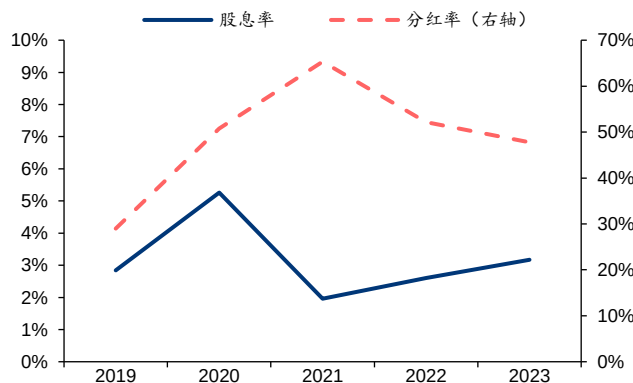
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表10：2019-2024H1 公司经营性现金流净额



资料来源：Wind，华泰研究

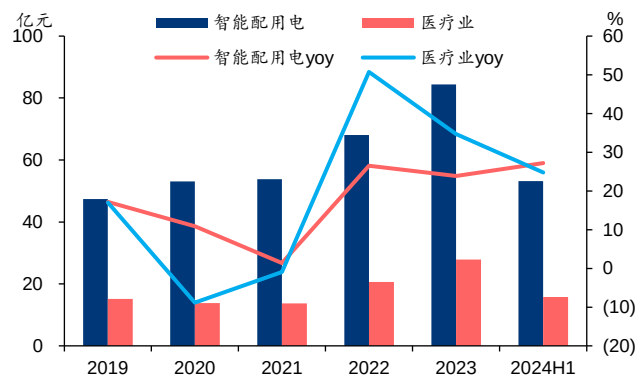
图表11：2019-2023 年股息率和分红率



资料来源：Wind，华泰研究

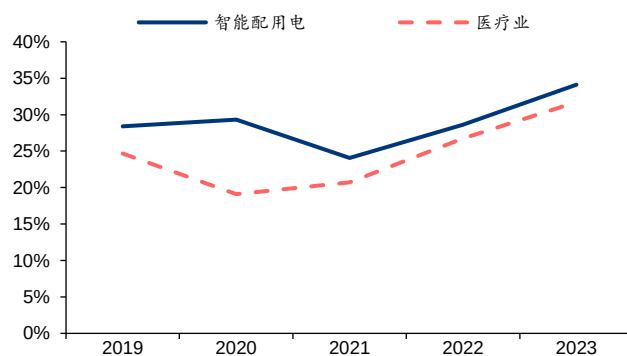
双主业共同驱动盈利能力提升。分业务看，23 年智能配用电业务实现营收 84.36 亿元，同比+23.9%，毛利率 34.12%，同比+5.50pct，主要系海外市场的拓展叠加原材料价格下降。23 年医疗服务业务实现营收 27.83 亿元，同比+34.73%；毛利率 31.73%，同比+5.01 pct，主要系规模扩大带来的规模效应进一步释放。24H1 公司智能配用电业务实现营收 53.16 亿元，同增 27.20%，实现净利润 9.71 亿元，同增 29.37%。公司医疗服务业务实现营业收入 15.74 亿元，同比增长 24.81%。双主业均保持快速增长态势，共同驱动盈利能力持续提升。

图表12: 2019年-2024H1 智能配用电和医疗业营业收入及其增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 2019年-2023年智能配用电和医疗业的毛利率情况



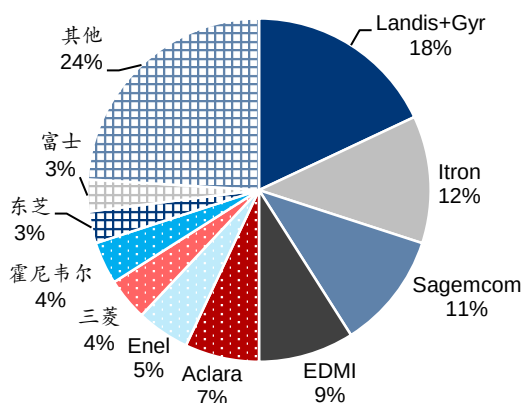
资料来源: Wind, 华泰研究

智能用电：海外电表份额提升驱动成长

海外市场稳步增长，国内处于替换周期

我们预测 23 年海外市场电表设备市场规模约 53.62-70.92 亿美元，中值 62.27 亿美元。利用公司市场份额和收入推算全球市场规模，即全球市场的总市场规模≈公司相关业务收入/公司市场份额。根据公司财报，我们计算出全球电表龙头企业 Landis+Gyr 在 23 财年电表设备收入为 10.99 亿美元。根据 Frost & Sullivan 测算，2018 年 Landis+Gyr 的市场份额为 18%，全球第一。考虑到近年来全球电表市场格局无明显变化，Landis+Gyr 仍为市场龙头，我们合理假设 23 年 Landis+Gyr 市场份额上下浮动 2.5pct。

图表14：2018 年全球电表市场各公司市场份额（不含中国）



资料来源：Frost & Sullivan，华泰研究

全球各地区智能电表渗透率有较大提升空间，表计替换、升级贡献额外增量。据 IOT Analytics 数据，我们发现即使是欧洲发达国家，也存在智能电表渗透率较低的情况，如德国等。此外，智能电表渗透率较高的地区，存在替换、升级（即二次换表）的需求。

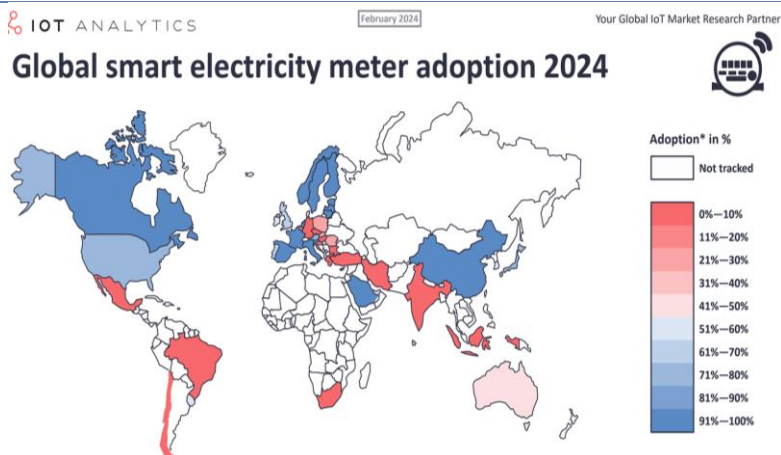
亚洲：日本、中国智能电表渗透率较高近 100%，中亚地区渗透率较低。

北美：智能电表市场成熟，当前渗透率在 80% 左右。

南美、非洲：渗透率较低，小于 10%，电网基础设施建设加快有望提升渗透率。

欧洲：各国渗透率差异较大。较高的地区如意大利、西班牙、丹麦等地基本实现全覆盖，较低的地区如德国、希腊等地渗透率仅在 10% 左右。

图表15：全球各地区智能电表使用率（2024 年 2 月统计）



资料来源：IOT Analytics，华泰研究

图表16：各地区主要市场具体渗透率情况

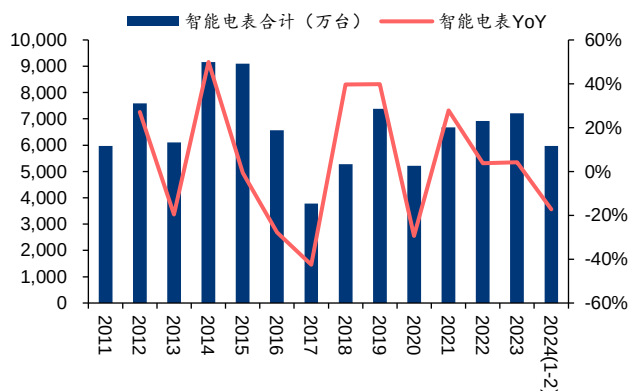
地区	国家	当前智能电表渗透率	相较 2022 年变化	预计将于以下年份实现 80%渗透率
欧洲 2023 年	奥地利	47%	+18 pct	2024
	比利时	<10%	2022 年无数据	无明确指示
	保加利亚	<10%	2022 年无数据	当前成本效益分析结果为负
	塞浦路斯	0%	2022 年无数据	2024 年之后
	克罗地亚	<20%	-	无明确指示
	捷克共和国	仅有试点	-	当前成本效益分析结果为负
	丹麦	100%	+10~20 pct	2020
	爱沙尼亚	100%	-	2017
	芬兰	100%	-	2017
	法国	92%	+2~12 pct	2020
	德国	14%	-	预计 2030 年实现居民电表实现 95%全面替代
	希腊	4%	-	无明确指示
	匈牙利	8%	+7 pct	无明确指示
	爱尔兰	38%	2022 年无数据	2024 年达到 5 亿个智能电表
	意大利	100%	-	2017
	拉脱维亚	90%	+40 pct	2022
	立陶宛	88%	+80 pct	无明确指示
	卢森堡	98%	+8~18 pct	2019
	马耳他	93%	+3~13 pct	2024 年之后
	荷兰	88%	+3 pct	无明确指示
	挪威	100%	2022 年无数据	2018
	波兰	15%	+7 pct	2024 年之后
	葡萄牙	52%	-	2025
	罗马尼亚	18%	+4~6 pct	2024 年之后
	斯洛伐克	<20%	-	2020
	斯洛文尼亚	90%	+5~10 pct	2020
	西班牙	100%	+7 pct	2017
	瑞典	100%	-	2019
	英国	49%	2022 年无数据	2024
北美 2023 年	美国	80%	-	2029 年预计渗透率将达 94%
	加拿大		-	2029 年预计渗透率将达 96%
南美 2022 年	巴西	6%	-	2028 年预计渗透率将达 21.5%
	墨西哥	8%	-	2028 年预计渗透率将达 18%
中东	沙特	19 年时仍处于试点阶段，到 2022 年- 已经安装了 0.11 亿智能电表		2027 年预计渗透率将达 98.4%
	阿联酋	2023 年已安装了 160 万智能电表	-	2029 年预计渗透率将达 100%

资料来源：JRC analysis, Berg Insight, IOT analysis, Juniper Research, 华泰研究

以中国市场为例，分析全球成熟智能电表市场增长的逻辑。中国目前智能电表市场较为成熟，我们可以此为例测算智能电表在一个区域内的稳态体量。据中国第七次人口普查公报，截至 20 年底，我国家庭户有 4.94 亿户，集体户 0.29 亿户，共计约 5.23 亿户，按每户配备一个电表，共计约 5.23 亿只智能电表。智能电表强制替换周期在 7-8 年，即每年替换约 7000 万只电表。根据国网历年智能电表招标数据，2011-2023 期间年均智能电表招标数约 6750 万只，叠加南网及网外份额较小的智能电表招标量，验证出我们测算逻辑的合理性。

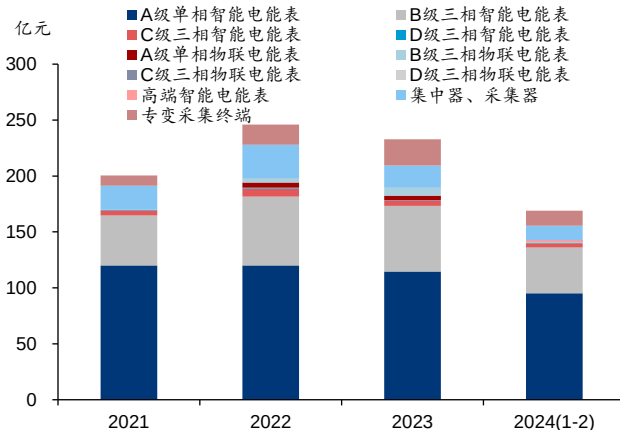
中国电表市场当前处于替换周期，24 年全年处于周期内招标量高点。国内智能电表上一轮周期的高点位于 2014-2015 年，国网单年度招标量均超过 9 千万只。智能电表强制替换周期在 7-8 年，我们认为当前正处于新一轮周期高点，24 年国网前两轮招标总量为 5969 万台，招标总金额为 169.1 亿元。2024 年，我们预计国网智能电表招标三轮，单年度招标量有望再次超过 9 千万只。

图表17: 2011-2024 年国网电表招标数量统计



资料来源: 国家电网新一代电子商务平台, 华泰研究

图表18: 2021-2024 年前两批国网电表招标金额统计及拆分



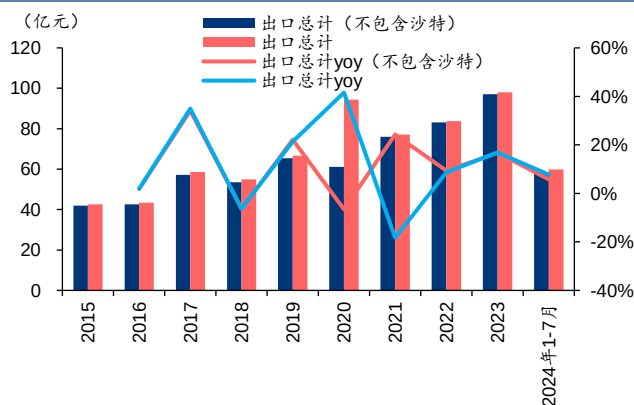
资料来源: 国家电网新一代电子商务平台, 华泰研究

电表出海迎新周期，出海版图持续扩大

中国电表出口维持稳定增长。根据中国海关总署的出口数据，23/24 年 1-7 月出口额分别为 98/59.9 亿元，同比+16.9%/+7.8%。回顾历史数据，2017 年与 2020 年增速较为突出，其中，2017 年出口增速高达 35.0%，主要系全球智能电网建设的推动和新兴市场智能电表需求提升；2020 年出口增速高达 41.6%，主要系沙特政府大力推动智能电表项目的实施。若剔除沙特地区影响，我国电表出口增速在 2020 年后表现得较为稳定。

中东北非核心区域、亚洲其他区域增长强劲，欧洲地区有所下滑。从出口额绝对值来看，24 年 1-7 月，亚洲其他区域（剔除中东）、欧洲为中国电表主要出口地区，占比分别达到 31%/28%。从增速及增量贡献来看，中国实际出口增速最高、绝对值贡献最大的区域为中东北非核心区域、亚洲其他区域，欧洲市场有所下滑。24 年 1-7 月出口至中东北非核心区域/亚洲其他区域/南美/北美/欧洲地区金额增速分别为 113.4%/19.5%/11.6%/7.7%/-19.4%，相比 23 年 1-7 月带来的变化额分别为 2.99/2.99/0.28/0.03/-4.03 亿元。

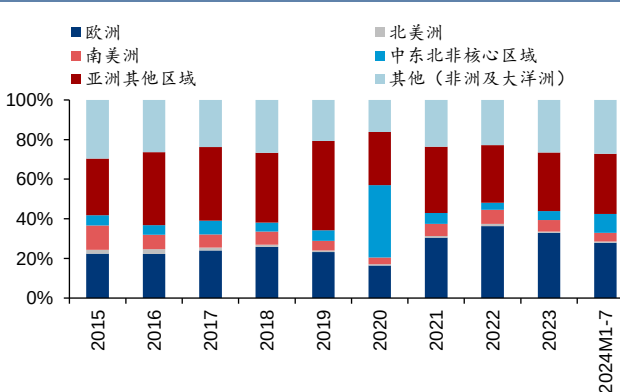
图表19: 中国电表出口情况



注: 2020 年沙特政府大力推动智能电表项目致出口增速较高

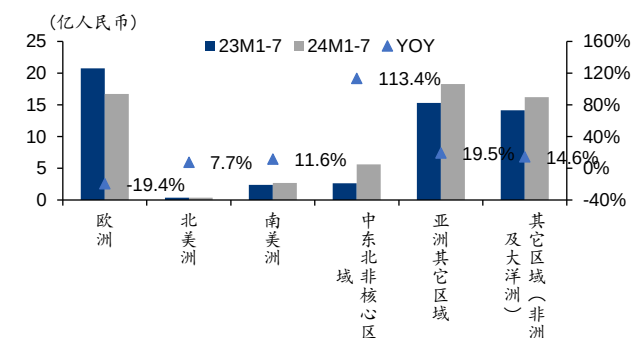
资料来源: 中国海关总署, 华泰研究

图表20: 中国电表出口区域分布



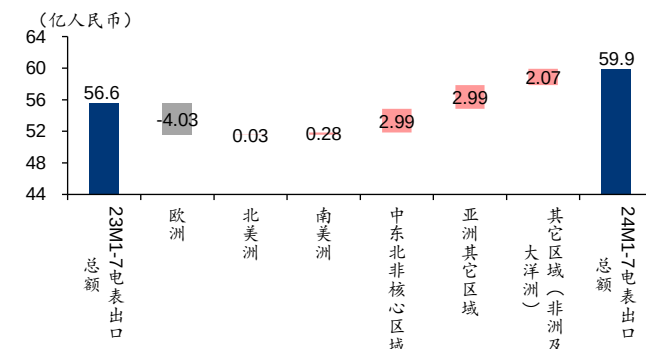
资料来源: 中国海关总署, 华泰研究

图表21：中国电表分区域出口额与增速（24M1-7）



资料来源：海关总署，华泰研究

图表22：中国电表出口增量部分按区域划分（24M1-7）



资料来源：海关总署，华泰研究

海外：新市场带来新增量，盈利能力有望提升

海外产销一体化深入，辐射 70 多个国家和地区。自公司 1993 年获得电表出口资格后，经过多年海外市场的布局，现已覆盖除北美外的全球大部分地区，目前优势区域包括欧洲、中东、拉美等市场。在已有巴西（2015 年建）、印尼（2015 年建）、波兰（2021 年建）生产基地的基础上，2023 年新增德国、墨西哥生产基地的建设。销售中心方面，在瑞典、哥伦比亚、墨西哥、尼泊尔和秘鲁的基础上，2023 年新增孟加拉，组成五大销售中心。

公司开拓新区域，墨西哥、西欧、非洲份额突破有望带来新市场增量。虽然欧洲已经成为公司的优势领域，但公司此前主要聚焦北欧及东欧，西欧地区因倾向本土化品牌壁垒更高，此番公司通过收购本土子公司的契机进入德国市场，可以此为支点，打开西欧核心市场，预计在欧洲地区的市场份额也将迎来新一轮提升。此外，公司的墨西哥工厂或于 25 年初落地，同时开始发力非洲市场，9 月最新中标尼日利亚智能表总包项目，金额达 4.93 亿元。凭借公司在海外的良好口碑和一体化销售布局，我们预计未来在墨西哥、西欧、非洲等新市场的增量带动下，海外电表业务 24-26 年收入 CAGR 可达 20% 以上。

图表23：公司海外布局总览



资料来源：公司公告，华泰研究

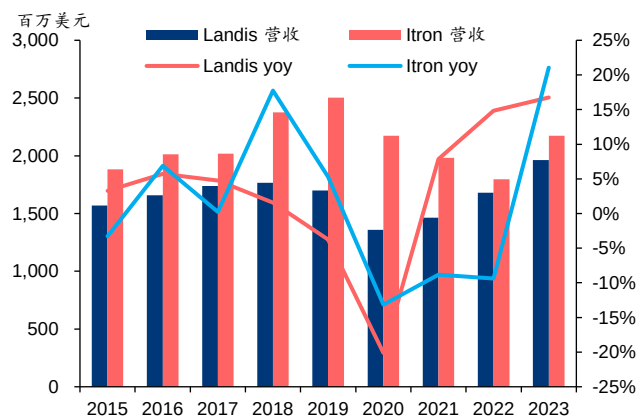
图表24：公司电表业务海外订单汇总

公告时间	客户	中标项目	金额
2024年10月	巴西 CEMIG	AMI 3期智能表总包	1.37亿元
2024年9月	尼日利亚 ICN	智能表总包项目	4.93亿元
2024年2月	巴西 COPEL	智能表总包项目	3.1亿元
2020年6月	沙特 MEMF ELECTRICAL INDUSTRIES	智能电表项目	1.61亿元
2020年5月	国网	中国电力技术装备沙特智能电表项目	1.5亿元
2020年4月	巴西 NEOENERGIA	智能电表项目	1.79亿元
2020年3月	哥伦比亚 ELECTRICARIBE	智能电表项目	1.79亿元
2020年3月	沙特 MEMF ELECTRICAL INDUSTRIES	两项智能电表项目	3.25亿元
2020年2月	瑞典 Vattenfall	第二代智能电表项目	5.4亿元
2020年2月	印尼 PT Perusahaan Listrik	2020年度单相预付费表供货合同	0.84亿元
2020年1月	巴西 Cemig	纳斯卡拉斯州普通/工业电表框架	1.08亿元
2020年1月	国网	中国电力技术装备沙特智能电表项目	0.21亿元
2019年11月	印度 JNJ	智能电表订单	1.84亿元

资料来源：公司公告，华泰研究

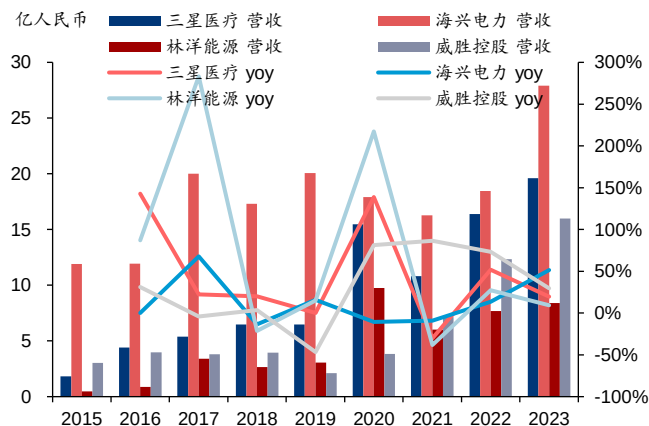
对比海外龙头的体量，公司成长空间广阔。23 年公司海外营收 19.6 亿元，同比+19.6%，仅次于海兴电力；但对比海外龙头，公司成长空间广阔。23 年 Landis+Gyr 营收 19.6 亿美金，同比+17%；分地区看，美国/EMEA/APAC 的营收占比分别为 58.6%/34%/8.3%。23 年 Itron 营收 21.7 亿美金，同比+21%；分地区看，美国及加拿大/EMEA/拉丁及 APAC 的营收占比分别为 79.8%/15.7%/4.6%。考虑到海外存量市场份额提升，叠加新进入市场带来的较大潜在增量，公司海外业务或具备持久的发展动力。

图表25: Landis+Gyr 和 Itron 营收情况



资料来源:公司公告, 华泰研究

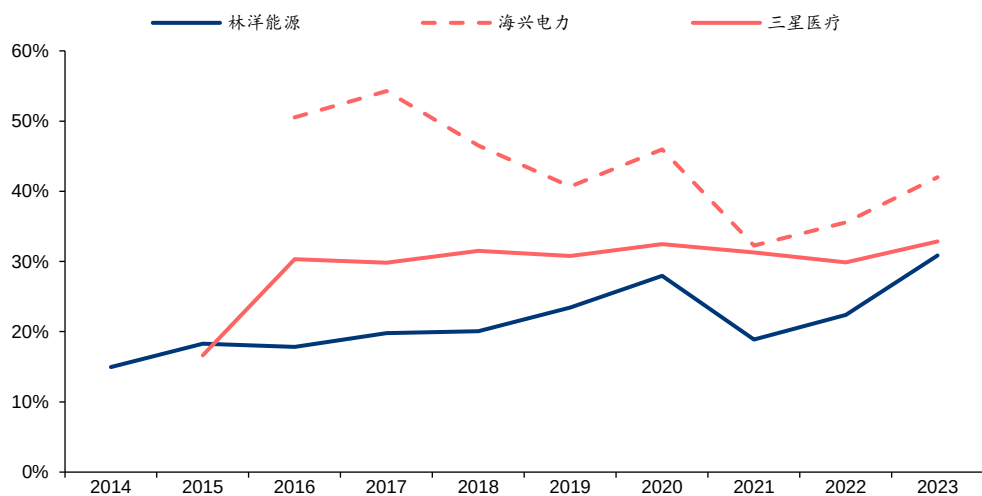
图表26: 国内龙头企业海外业务营收对比



资料来源:公司公告, 华泰研究

国内表企出海盈利能力存在差异, 公司电表出海毛利率有望随 AMI 占比同比实现提升。国内表企出海盈利能力存在差异, 主要系目标市场和业务需求存在差异。在拉美、东南亚、非洲等电网基础设施薄弱的市场, 通过给当地客户提供完整的 AMI 解决方案, 可以获取较为丰厚的利润。三星医疗较多布局在中东、欧洲等电网体系成熟的市场, 提供电表硬件和通讯模块产品, 毛利率相较整体解决方案较低。随着三星出口地区结构发生变化, AMI 业务占比提升, 电表出海毛利率有望随之得到提升。

图表27: 国内龙头企业海外市场毛利率对比

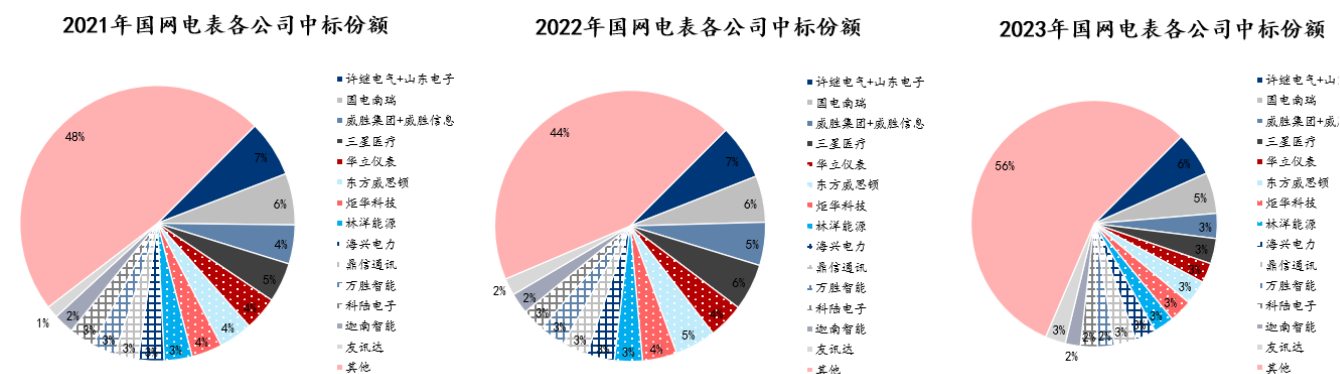


资料来源:公司公告, 华泰研究

国内：电表正值替换周期，市场份额稳居前列

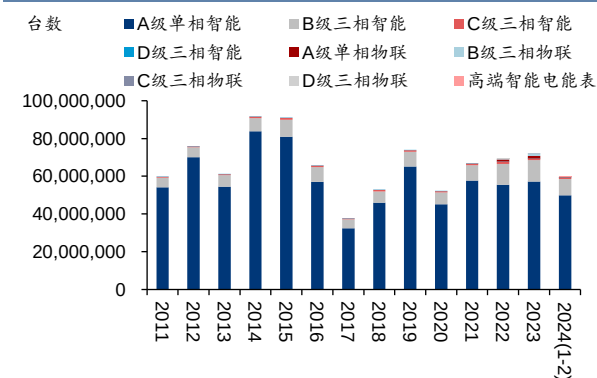
中国电表市场当前处于替换周期，公司智能电表业务稳居前列。前文我们已经提到，我们认为当前正处于新一轮周期高点，24 年国网前两轮招标总量为 5969 万台，招标总金额为 169.1 亿元。2024 年，我们预计国网智能电表招标三轮，单年度招标量有望再次超过 9 千万只。国内智能电表市场较为分散，公司份额稳居前列，22/23 年公司在国网招标中份额分别位居第二/第三，占比 5.6%/3.3%；最新 24 年前两批中标份额仍位居前列，占比 3.2%。我们认为公司份额能够稳居前列，随着智能电表新标准的实施，行业集中度或将有望提高。

图表28：2021-2023 年国网电表各公司中标份额



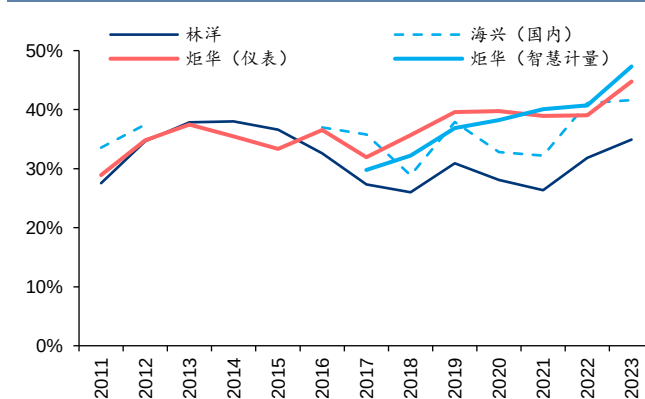
国内电表迭代更新伴随着行业毛利率的显著提升，头部企业提升空间更大。2009 年第一代智能电表的推出，标志着普通电子电表进入替换升级周期，带动相关企业毛利率上行。2013 年第二代智能电表问世，推动了 14-15 年电表招标量的高峰，并在 17-18 年完成大规模替换。2020 年物联表的推出开启了新一轮替换周期。头部企业制造和成本控制能力更强，在更新迭代过程中具备更大的毛利率提升空间，截至 2023 年末，国内专注电表的企业，如炬华的智能电表毛利率高达 47.31%，进一步印证了智能电表行业毛利率进入新一轮上升通道。

图表29：2011-2024 年前两批智能电表招标数量拆分



资料来源：国家电网，华泰研究

图表30：相关企业电表毛利率走势



资料来源：公司公告，华泰研究

智能配电：借行业之风国内海外双共振

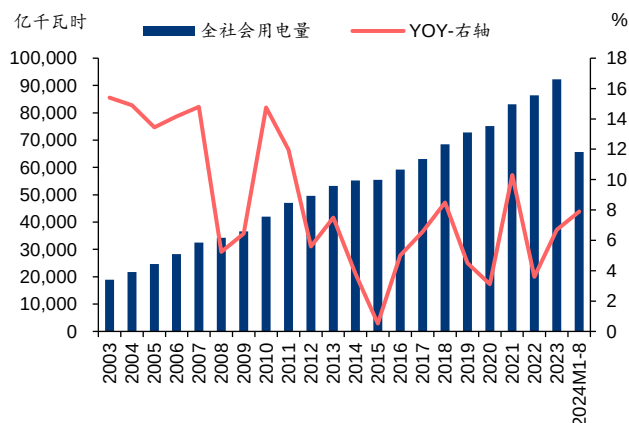
国内：配网投资有望提速，网内网外业务齐发力

电力需求维持高增，电网整体投资提速

电力需求维持高增长，带动电网投资需求提升。国内用电量近二十余年持续攀升，2023 年全年用电量 9.2 万亿度电，相比 2003 年的 1.9 万亿度电增长近 4 倍。24 年 1-8 月中国用电量累计 6.6 万亿度电，同增 7.9%，用电量持续攀升带动电网投资需求随之提升。

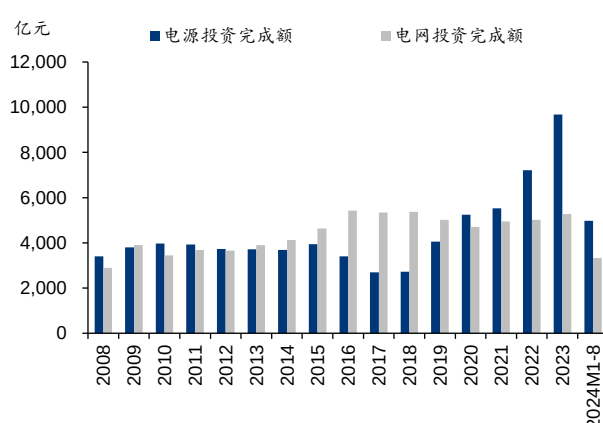
电网投资滞后于电源投资，新一轮电网投资上升期开启。历史数据来看，电网投资相较于电源投资往往存在一定的周期滞后性。电源投资在 2010 年达到周期内峰值，在随后的 8 年内均处于相对低位，2019 年开始伴随新能源装机增长开启新一轮高增周期。而电网投资是在 2016 年达到周期内峰值，随后在 17-23 年内投资额均低于 16 年。24 年 1-8 月中国整体电网投资增速高于电源投资。1-8 月中国电网总投资 3330 亿元，同增 23%，电源投资 4976 亿元，同增 6%。电源投资本轮周期开启已经五年有余，我们认为新一轮电网投资上升期开启。结合考虑去年主/配网设备招标的高增长，我们预计 2024 年全年电网工程建设投资完成额（能源局口径）约 6000 亿元，同比增速 10%+。

图表31：中国全社会用电量及同比



资料来源：能源局，华泰研究

图表32：中国电源/电网基本建设投资完成额



资料来源：Wind，华泰研究

政策提出高质量发展，投资有望向配网倾斜

国家能源局年内针对配电网两次发文，看好配电网高质量发展与投资提速。2024 年 3 月 1 日，国家发改委与能源局发布关于新形势下配电网高质量发展的指导意见。意见提到：配电网逐步由单纯的单向电能分配，转向源网荷储融合互动的电力网络，在促进分布式电源就近消纳、承载新型负荷等方面的功能日益显著。配电网从形态上将从“无源”单向网络向“有源”双向网络系统转变，从承载力与灵活性上至 2025 年将具备 500GW 分布式新能源与 1200 万台充电桩的接入能力。2024 年 8 月 13 日，国家能源局印发《配电网高质量发展行动方案（2024~2027 年）》，我们认为该方案对于深入推进配电网高质量发展任务的落地与提速具有重要意义。

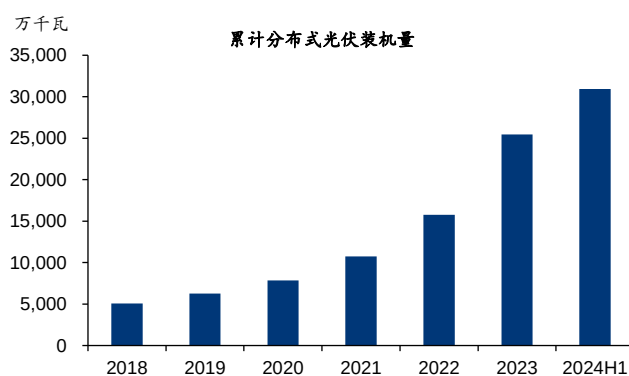
全国多地分布式能源接入配网受阻，政策要求下配网投资有望明显提速。2023 年/24H1 分布式光伏新增装机量分别达到 96.3/52.9GW，同比增速分别达到 88.4%/29.1%。但当前多地已经发布分布式光伏接网预警，山东、河北、广东、福建、黑龙江等多地已经开始限制分布式光伏接网。其原因在于 1) 容量受限：分布式能源大规模接入，传统配网将因为双向电力流动而引发“堵塞”，叠加变压器容量不足进一步导致负荷过载。2) 智能化限制：配网侧缺乏智能调度与实时监控，影响电能质量、调峰难度等。截至 2024 年 6 月底，我国分布式光伏累计装机量达到 309.5GW，而关于新形势下配电网高质量发展的指导意见要求，从承载力与灵活性上至 2025 年将具备 500GW 分布式新能源的接入能力，配网投资有望明显提速。

图表33：2018-2024年H1中国分布式光伏新增装机量



资料来源：国家能源局，华泰研究

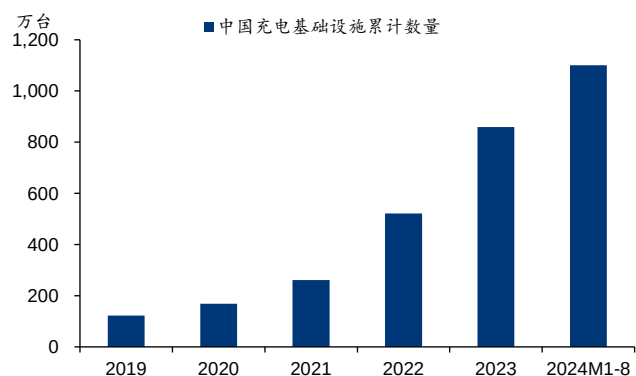
图表34：2018-2024年H1中国分布式光伏累计装机量



资料来源：国家能源局，华泰研究

考虑中国新能源车渗透率与保有量发展的领先性，我们认为新能源车配套充电设施的高速扩张，将带动配网扩容的提速。截至24年8月，中国充电基础设施累计数量达到1099.9万台，同比增加52.6%。我们预期新能源车用电至2030年或占全社会用电量的3%，同时带来560-700GW的充电桩累计投资需求，并带动超500亿/年规模的配网新增投资需求，至2035年将带来超1000亿/年的配网新增投资需求。配网投资的增长又同时可加速分布式电源的接入。

图表35：截至24年8月中国充电基础设施累计数量



资料来源：中国充电联盟，华泰研究

图表36：充电桩的需求将推动配网侧扩容，带来额外的配网投资需求

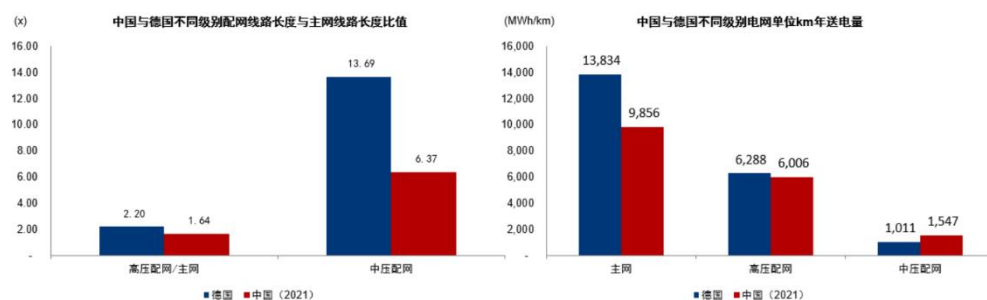


注：发布于《能源转型系列报告-但问路在何方》20231201

资料来源：华泰研究预测

与海外相比，中国配网投资结构占比较低。历史上中国配网投资占比相对偏低，2019-2022我国配网投资占比逐步下降，2022-2023年仅55%。美国2016-2022年投资结构中，配网占比62%，年度间比例基本稳定，配网持续占据60%以上总投资。从线路统计来看，欧盟与美国配网/主网的线路长度比值在17-18，中国则只有5，存在较大的提升空间。

图表37：与德国对比，中国中压配网线路长度相对不足，单位输电量压力较大



注1：德国高压配网为60-220kV，中压为6-60kV；中国高压配网为35-110kV，中压为10kV，用电量采用2022年数据
 注2：中国的配网长度统计截至2021年

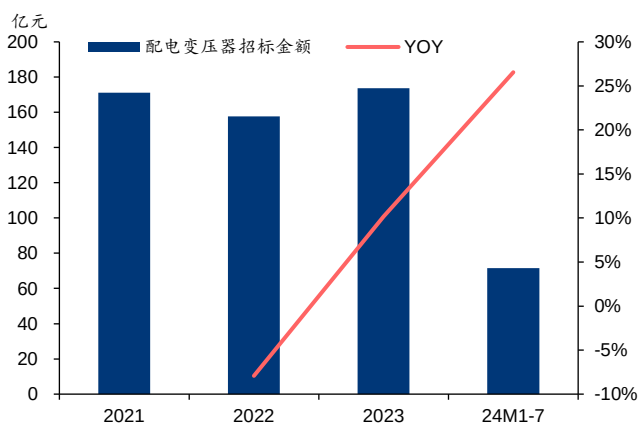
资料来源：中国电力统计年鉴，BMWK，中电联，华泰研究

我们认为国内电网投资有望向配网倾斜，配网在电网整体投资中的占比有望提升，配网投资增速有望高于电网整体投资增速。

网内：配网招标金额快速增长，公司中标额领跑行业

24 年以来配网变压器招标金额快速增长，公司在配电变压器领域的中标份额长期稳居首位。2021-2023 年国网配电变压器招标金额分别是 171.2/157.6/173.6 亿元，24 年 1-7 月合计金额达到 71.5 亿，同比增长 27%，增速明显提升。从历史中标情况来看，公司在 2020-2023 年国网配电变压器产品中标份额稳居榜首，2024 年 1-7 月合计中标金额达到 3.09 亿元，份额为 4.33%，保持稳定。我们看好公司在网内市场份额稳居高位，有望乘配网需求增长之风，迎来网内配电业务营收快速增长。

图表38：国网配电变压器招标金额



资料来源：Data 电力，华泰研究

图表39：2024 年国网 1-7 月配电变压器中标企业份额排名

2024年国网27省物资招标中标数据月报（1月-7月）

10kV变压器

中标人	金额排名	总金额	金额占比
宁波奥克斯智能科技有限公司	1	16582	6.75%
吴江变压器有限公司	2	11408	4.65%
天津置信电气有限责任公司	3	10623	4.33%
上海置信电气非晶有限公司	4	10394	4.23%
江苏南瑞帕威尔电气有限公司	5	10155	4.14%

10kV柱上变压器台成套设备

中标人	金额排名	总金额	金额占比
江苏南瑞帕威尔电气有限公司	1	25346	5.40%
上海置信电气非晶有限公司	2	20082	4.28%
天津平高智能电气有限公司	3	19057	4.06%
宁波奥克斯智能科技有限公司	4	14365	3.06%
江苏中天伯乐达变压器有限公司	5	13888	2.96%

资料来源：Data 电力，华泰研究

图表40：国网配电变压器产品企业中标金额占比

份额排名	2023		2022		2021		2020	
1	奥克斯	5.42%	奥克斯	4.14%	奥克斯	4.40%	奥克斯	6.80%
2	置信电气	4.01%	置信电气	4.03%	置信电气	4.24%	置信电气	3.90%
3	中天伯乐达	2.91%	宏源电气	3.12%	电工电气	3.26%	吴江	3.20%
4	南瑞帕威尔	2.88%	南瑞帕威尔	3.08%	南瑞帕威尔	3.01%	电工电气	2.90%
5	特锐德	2.63%	电工电气	2.96%	北京科锐	2.47%	南瑞帕威尔	2.30%
6	宏源电气	2.46%	钱江电气	2.92%	吴江	2.74%	钱江电气	2.00%
7	平高电气	2.41%	天津平高电气	2.66%	正泰电气	2.84%	宏源电气	1.90%
8	钱江电气	2.31%	正泰电气	2.49%	钱江电气	2.26%	置信非晶	1.90%
9	东方电子	2.28%	东方电子	2.40%	山东电力	2.30%	平高集团电气	1.80%
10	科锐配电	2.13%	吴江	2.22%	宏源电气	2.26%	特锐德	1.70%
	其他	70.56%	其他	69.98%	其他	70.22%	其他	71.60%

资料来源：Data 电力，华泰研究

网外：锁定核心电力企业，开拓配电第二增长曲线

公司积极拓展非电网侧客户，聚焦五大六小发电央企，打造配电第二增长曲线。公司持续优化整体结构，推动新能源侧订单持续增长，24 年以来已中标大唐光伏预装式变电站 8.36 亿元、中广核箱变设备 1.76 亿元。公司在壁垒和要求更高的网内市场份额长期稳居首位，有望凭借丰富的供货经验、优质的产品矩阵、强大的交付能力、优异的控本能力进一步抢占网外市场，我们预计公司配电业务在非电网侧客户的市占率有望持续提升。

图表41：公司部分配电订单（五大六小客户）

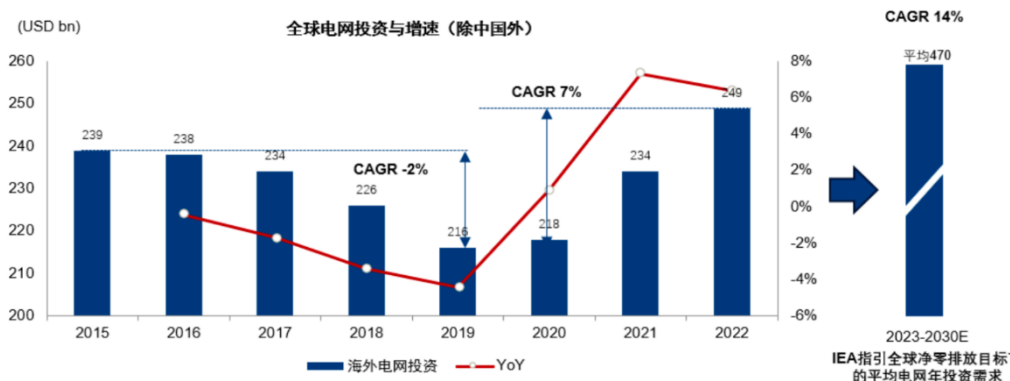
公告时间	客户	中标项目	产品	金额（亿元）
2024/02/06	中广核	2023-2024年箱变设备框架采购	箱变	1.76
2024/01/10	中国大唐	2024-2025年度框架采购风电光伏预装式变电站（华式、油变）	预装式变电站	8.36
2023/09/07	绿发投资	中国绿发投资集团有限公司集中招标采购项目	预装式变电站	3.68
2023/07/22	广州发展	2023年光伏箱变设备集中采购	箱变	1.32
2023/06/22	华电	2023年新能源35kV箱式变压器框架采购项目	箱变	4.77
2022/09/02	中国大唐	2022-2023年度框架采购风电光伏预装式变电站	预装式变电站	3.3
2022/05/18	华电	2022年新能源35kV箱式变压器框架采购招标	变压器	4.62

资料来源：公司公告，华泰研究

海外：电力投资增长强劲，配电出口借势高增

海外整体电力电网投资维持高增长。发达国家的电网基础设施普遍面临老化问题，大规模的更新和替换需求释放，为相关电气设备带来了稳定的市场空间。同时，随着全球新能源接入步伐加快，现有电网的并网能力明显不足，急需通过改造和升级来适应不断增长的新能源装机量。此外，中东北非、印度、东南亚等新兴市场的快速城市化与工业化进程正在显著推动基础设施投资，为电气设备市场带来额外的增长动力。根据 IEA 数据，2020-2022 年的海外电网投资 CAGR 为 7%，2023-2023E 的 CAGR 为 14%，海外电网投资有望实现大幅增长。

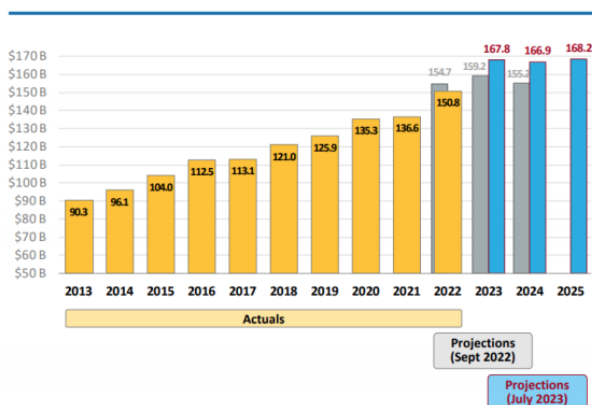
图表42：电网投资有望持续提速（IEA 预期）



资料来源：公司公告，IEA，华泰研究

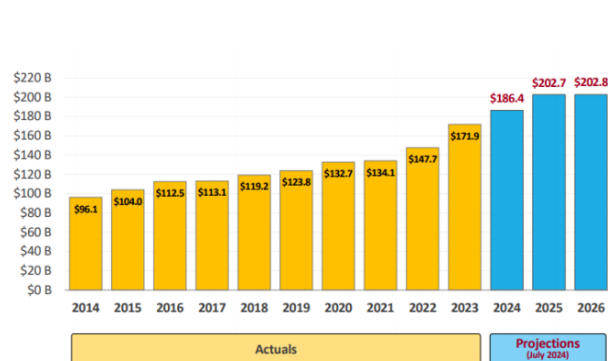
1. **美国 2023 年电力整体投资超预期，大幅上修 2024/2025 年投资预期：**2022 年/2023 年 7 月，EEI 分别预期 2023 年整体电力投资为 1592/1678 亿美元，实际 2023 年投资 1719 亿美元（yoy 14%）。2023 年 7 月，EEI 预期 2024/2025 年投资 1669/1682 亿美元。2024 年 7 月，EEI 将 2024/2025 年投资预期上修至 1864/2027 亿美元，2024/2025E 的增速达到 8%/9%。
2. **欧洲电网与储能投资高增长，跨区输电项目排期景气。**根据 IEA，欧洲 2018-2023 年电网与储能投资的复合增速达到 11%。根据 ENTSO-E 的 24 年的 10 年电网投资规划(TYNBP) 的项目统计，按投产年份来看，在建与在审批的项目 2024-2027 年维持高增长，且考虑到规划的滚动性，我们预期整体后续还会有持续的项目更新。
3. **沙特电网投资高增长。**沙特电力公司（Saudi Electricity Company, SEC）电网投资 2022/2023/1H24 增速达到 26%/52%/62.5%，维持高增长。

图表43: EEI 美国电力投资预测 (2023 年 7 月)



资料来源: EEI, 华泰研究

图表44: EEI 美国电力投资预测 (2024 年 9 月)



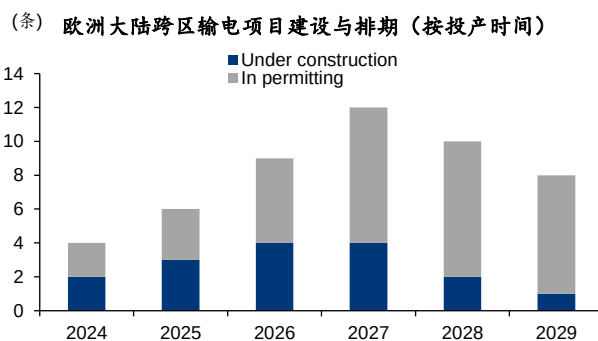
资料来源: EEI, 华泰研究

图表45: 欧洲电网与储能投资持续增长



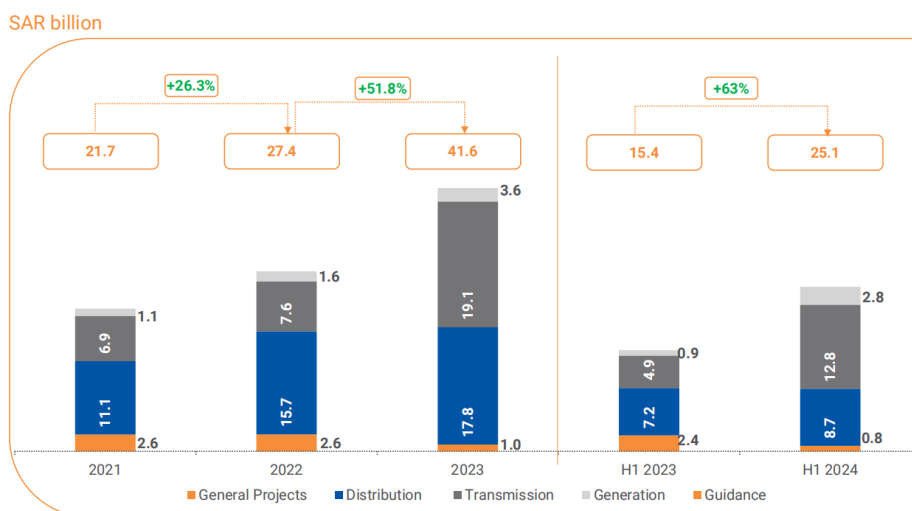
资料来源: IEA, 华泰研究

图表46: ENTSO-E 规划的欧洲跨区输电项目持续增长



资料来源: ENTSO-E, 华泰研究

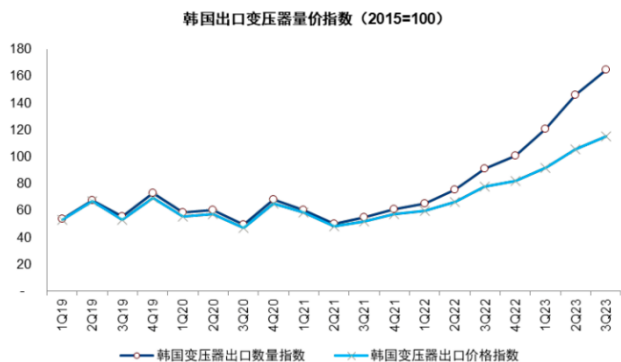
图表47: 沙特电力公司资本支出高增长



资料来源: SEC, 华泰研究

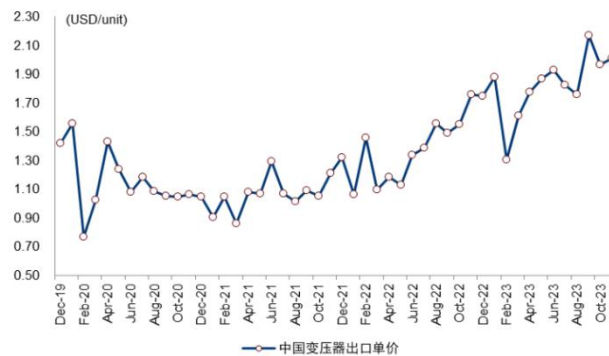
海外配电市场供需紧张, 配电变压器价格持续上涨。受全球电网投资高增长带动, 配网侧投资加速, 海外市场供需瓶颈逐渐显现。自 21Q3 以来, 韩国变压器出口价格指数稳步攀升。同时, 我国变压器出口单位价值量自 2022 年起也呈现出稳步增长的态势。

图表48: 韩国变压器出口指数数量价双升



资料来源: Wind, 华泰研究

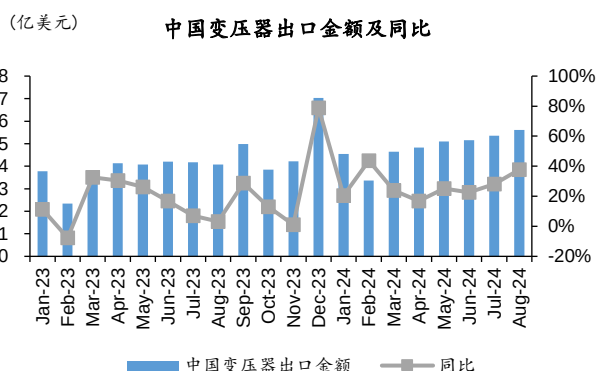
图表49: 中国变压器出口单位价值量持续提升



资料来源: Wind, 华泰研究

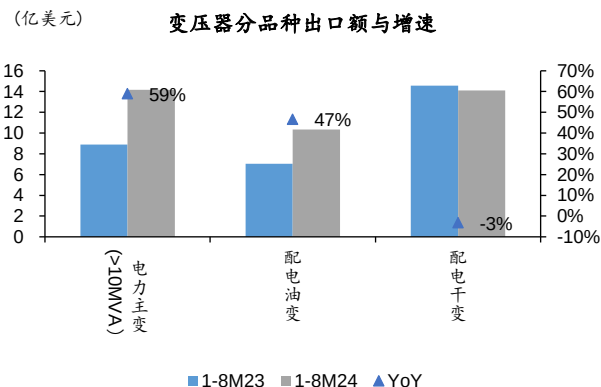
我国配电变压器出口增速维持强劲，最优敞口是欧洲、中东与北非。中国24年1-8月变压器出口总额39亿美元，同增26%，1-8月电力主变/配电油变同比增长59%/47%，干变下滑3%。分区域来看，1-8月中东海湾七国及北非/欧洲/北美增速分别为377%/57%/32%。

图表50: 中国变压器出口额及同比



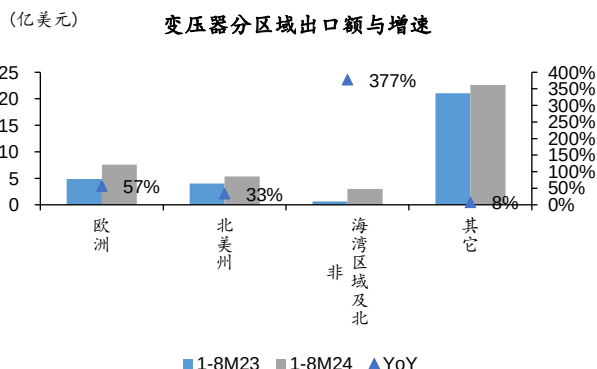
资料来源: 海关总署, 华泰研究

图表51: 中国变压器分品种出口额与增速 (24M1-8)



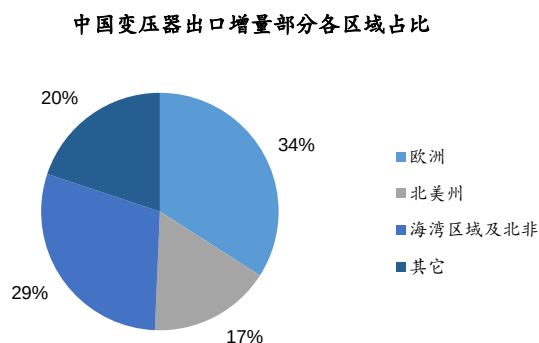
资料来源: 海关总署, 华泰研究

图表52: 中国变压器分区域出口额与增速 (24M1-8)



资料来源: 海关总署, 华泰研究

图表53: 中国变压器出口增量部分各区域占比 (24M1-8)

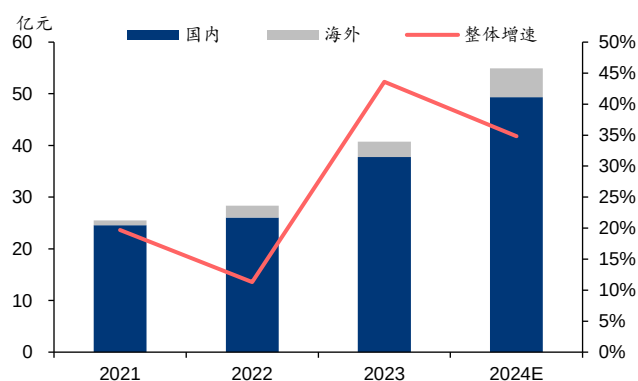


资料来源: 海关总署, 华泰研究

公司出海路径清晰，配电业务在沙特、欧洲等地取得重大突破。23年公司中标海外首单配电，即沙特国家电力公司配网智能化改造项目，环网柜实现海外突破。24年4月公司中标希腊电力公司配电变压器项目，顺利切入高壁垒的欧洲市场。24年8月，公司中标墨西哥配电变压器项目。拆分来看，我们预计2023年公司配电业务收入为40.75亿元，同比增长43.6%，其中国内/海外收入为37.75/3.0亿元。毛利率方面，我们预计整体配电业务为26.9%，国内及海外分别为24.0%和63.5%。

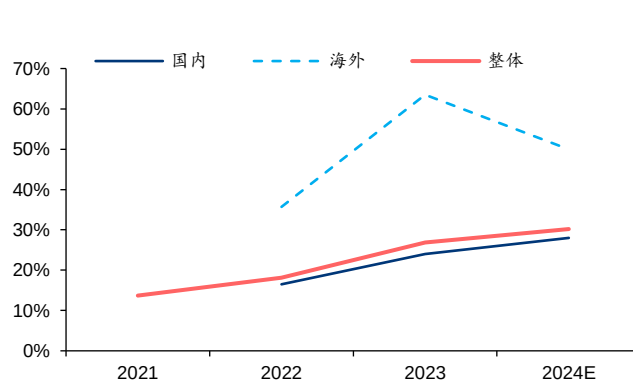
依托协同优势，看好业绩持续高增。在中东和欧洲电网投资加速且供给再分配的背景下，依托用电业务在当地积累的良好口碑和销售渠道，公司有望发挥协同优势，加速配电业务拓展。考虑到海外配电盈利能力显著高于国内，公司业绩有望持续高增。

图表54：公司配电业务营收情况



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表55：公司配电业务毛利率情况



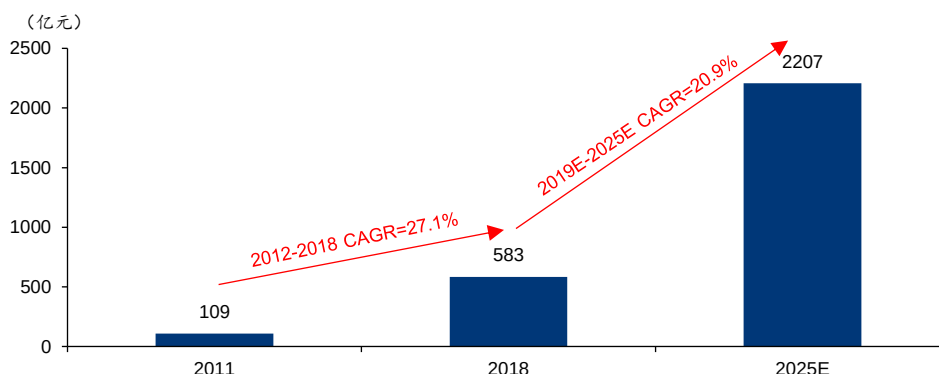
资料来源：公司公告，华泰研究预测

医疗服务：康复医疗布局深入，把握蓝海机遇

中国康复医疗服务市场：行业稳健增长，民营机构有望成为行业中坚

中国康复医疗服务市场有望迎来稳健增长。康复医疗是指应用医学方法和技术进行康复诊断、评估、治疗和护理，以改善伤、病、残群体以及其他康复需求者的生理功能，使其生存质量和社会能力得以提升的诊疗活动。根据毕马威的资料，2018 年中国康复医疗服务市场规模为 583 亿元（2012-2018 年 CAGR=27.1%），其以 2014-2018 年 20.9% 的 CAGR 预计 2025 年行业整体市场规模将达到 2207 亿元。我们看好国内康复医疗服务市场保持稳健发展，主因：1）老龄人口数增长、疾病谱变化及医疗支付能力提升持续驱动康复医疗需求释放；2）行业供给持续改善但仍存在较大提升空间；3）民营康复医疗服务机构优势凸出且有效适配市场缺口，有望成为行业发展中坚力量。

图表56：中国康复医疗服务市场规模

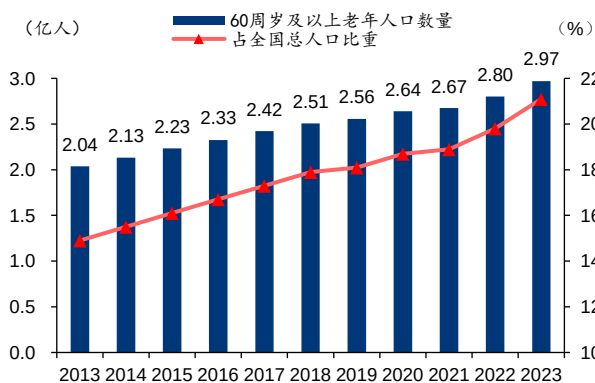


资料来源：毕马威，华泰研究

需求侧：老年人口规模较大、疾病谱特征变化及医疗支出增长驱动需求持续释放

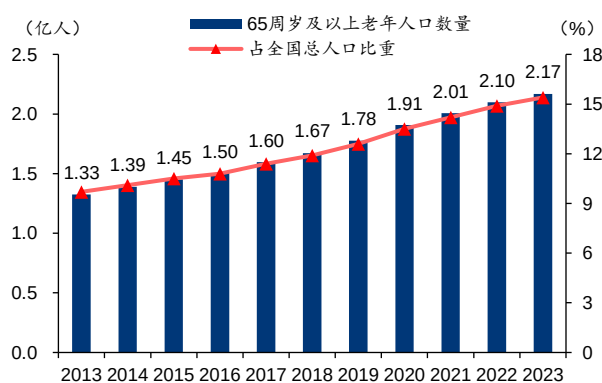
我国老龄人口规模较大且占比逐年提升。根据民政部、全国老龄办于 2024 年 10 月公布的《2023 年度国家老龄事业发展公报》，截至 23 年底，全国 60 周岁及以上老年人口已达 2.97 亿人（2014-2023 年 CAGR=3.8%），占总人口的 21.1%（yoy+1.3pct），其中全国 65 周岁及以上老年人口为 2.17 亿人（2014-2024 年 CAGR=5.0%），占总人口的 15.4%（yoy+0.5pct）。近年来我国老龄人口数量及总人口占比均保持逐年提升趋势。考虑我国老龄群体追求更好生活质量的主观意愿有望持续提升，我们看好国内庞大老龄人口基数所产生的广阔康复医疗服务潜在市场。

图表57：全国 60 周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重（2013-2023）



资料来源：《2023 年度国家老龄事业发展公报》，华泰研究

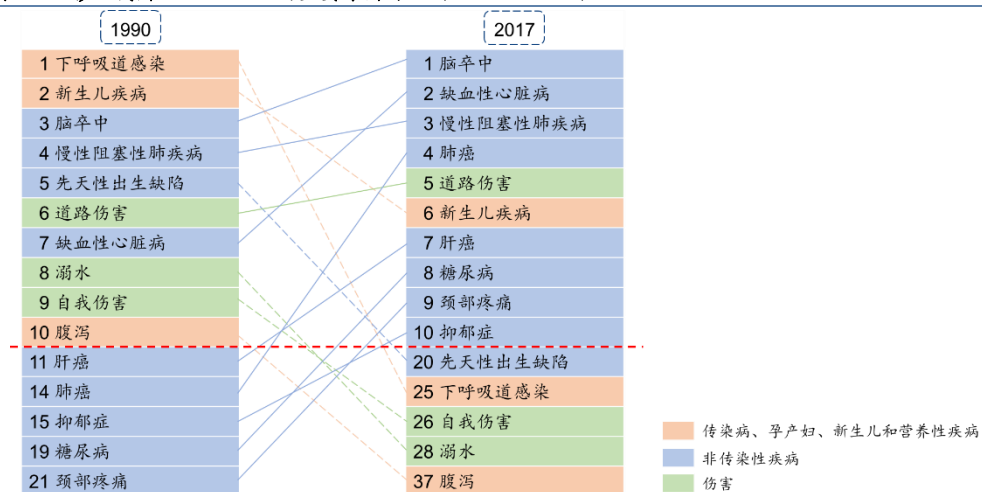
图表58：全国 65 周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重（2013-2023）



资料来源：《2023 年度国家老龄事业发展公报》，华泰研究

慢性非传染性疾病已成为我国人口疾病负担主因。伴随我国经济发展水平和医疗卫生能力的持续提升、人口年龄结构和生活习惯的持续变化等诸多因素的综合作用，我国当前的疾病谱正在从早年的以传染病为主逐渐转向以慢性非传染性疾病为主。根据 Lancet 杂志所发表的中国疾病预防控制中心与美国华盛顿大学健康测量及评价研究所等权威机构的联合研究成果，与 1990 年相比，脑卒中和缺血性心脏病在 2017 年已取代下呼吸道感染和新生儿疾病成为影响我国人口伤残调整寿命年（DALYs，为一种主流的疾病负担衡量评价指标）的主要原因（*Mortality, morbidity, and risk factors in China and its provinces, 1990-2017: a systematic analysis for the Global Burden of Disease Study 2017. Zhou, Maigeng et al. Lancet 2019.*）。考虑慢性非传染性疾病对我国民众的健康影响或将进一步加重，我国民众（尤其是老龄群体）针对相关慢性疾病的诊疗及后续的康复管理需求或将持续提升。

图表59：影响我国人口 DALYs 的主要原因对比（1990 vs 2017）

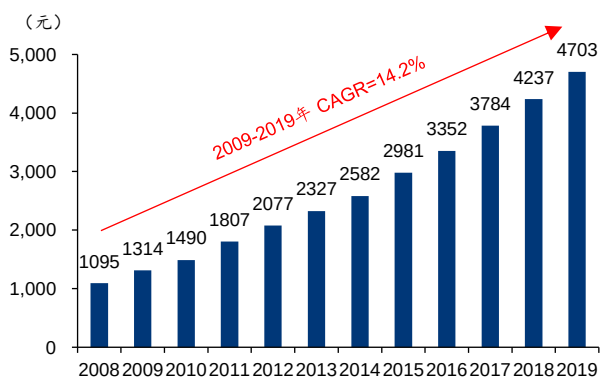


注：DALYs 即伤残调整寿命年，为一种主流的疾病负担衡量评价指标

资料来源：Mortality, morbidity, and risk factors in China and its provinces, 1990-2017: a systematic analysis for the Global Burden of Disease Study 2017. Zhou, Maigeng et al. Lancet 2019, 华泰研究

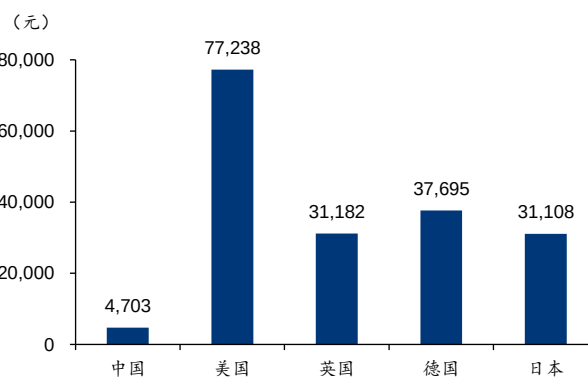
居民医疗支付能力持续提升，增长潜力明显。近年来，伴随我国居民人均可支配收入的持续增长和医疗保障体系的不断完善，我国居民人均医疗支出水平逐年提升；根据灼识咨询的资料，我国人均医疗支出从 2008 年的 1095 元增长至 2019 年的 4703 元（2009-2019 年 CAGR=14.2%）。但我国人均医疗支出与发达国家水平相比仍有较大提升空间；根据灼识咨询的资料，2019 年美国、英国、德国、日本的人均医疗支出分别为 7.7/3.1/3.8/3.1 万元人民币，远超我国同期水平。考虑我国综合国力的持续提升和医保水平的进一步完善，我国人均医疗支出水平有望逐步缩小与发达国家之间的差距。我们看好我国居民就诊意愿在医疗支付能力提升的过程中持续强化，并加速释放包括康复医疗服务在内的相关需求。

图表60：中国人均医疗支出



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，华夏眼科招股书，华泰研究

图表61：中国及部分发达国家人均医疗费用对比（2019 年）

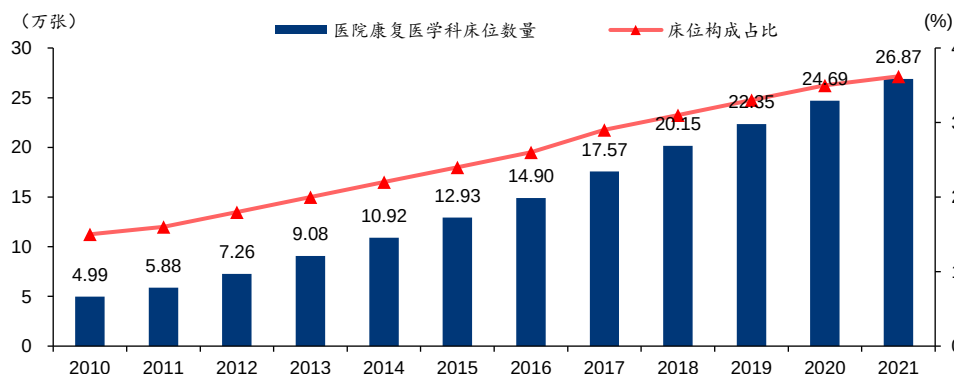


资料来源：OECD 数据，《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，华夏眼科招股书，华泰研究

供给侧：我国康复医疗服务能力持续强化但仍有提升空间

行业供给持续完善但仍存提升潜力。近年来，伴随行业重视度的日益提升，我国医院康复医学科床位配置数量持续增长；根据《中国卫生健康统计年鉴》，2021 年我国医院康复医学科床位配置数已至 268746 张（2011-2021 年 CAGR=16.5%），占当年医院床位总数的比重已达 3.6%（vs 2010 年为 1.5%）。然而，我国康复医疗服务供给水平仍有进一步提升空间；根据艾瑞咨询资料，2019 年我国三级、二级综合医院康复医学科配置比例分别为 74.36% 和 18.23%，与 2011 年原卫生部颁布的《综合医院康复医学科基本标准》中所要求的 100% 配置比例相比仍存在一定提升空间且缺口主要集中于二级综合医院。

图表62：全国医院康复医学科床位数量（2010-2020）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华泰研究

民营康复医疗服务机构有望成为弥合行业供需缺口的中坚力量

民营康复医疗服务机构蓬勃发展，有望成为行业发展的中坚力量。近年来，我国康复医院数量持续增加，其中民营康复医院发展更为迅速；根据《中国卫生健康统计年鉴》，我国康复医院从 2010 年的 268 家增加至 2021 年的 810 家（2011-2021 年 CAGR=10.6%），其中民营康复医院从 2010 年的 118 家增加至 2021 年的 628 家（2011-2021 年 CAGR=16.4%），占比从 44.0% 提升至 77.5%。我们看好民营康复医疗机构持续向好发展，并成为推动行业前进的中坚力量，主要基于下述驱动：

图表63：全国康复医院数量（2010-2021）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华泰研究

1) 多样化服务满足患者不同需求：与传统的公立康复医疗机构相比，民营康复医院所提供的相关服务更加灵活，更能满足不同患者的具体需求，体现在：a) 诊疗技术紧跟前沿：民营医院体制较为灵活，能够集中资源快速引进行业新近推出的康复诊疗技术和高端设备，从而满足患者对于高新疗法的需求，如康复机器人等；b) 服务形式多元可选：民营康复医院可充分发挥社会资本的优势，在诊疗环境、效率和质量上提供更具差异化的服务内容，以满足部分患者的个性化需求。

2) 连锁式布局有效提升运营效率：民营康复医院在发展过程中普遍采用连锁经营模式，我们认为连锁模式在跨区域运营中具备明显优势，体现在：a) 管理体系化：连锁模式下，民营康复医院总部可通过体系化的“人、财、物”管理模式有效降低各区域医院的平均运营成本，并缩短人员培养周期；b) 输出品牌化：连锁模式下，各区域医院可充分利用集团品牌的综合影响力，并降低对于医院品牌宣传的重复性投入。

3) 利好政策持续夯实康复医疗社会办医基础：伴随我国医疗卫生体制改革的持续推进，政府陆续出台多项利好政策，从行业准入条件、行政审批流程、投融资渠道、分级诊疗优化等方面入手持续鼓励社会资本参与康复医疗体系建设。其中，2021年6月，国家卫健委、国家发改委等八部委联合发布《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》，该意见明确提出力争到2022年时，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人，到2025年时，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人的总体目标；2023年3月，国务院办公厅印发《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》，该意见明确提出要扩大康复等接续性服务供给，并通过支持和规范社会办医的方式增加包括康复医院在内的机构数量。我们认为这些利好政策的推行，将持续助推民营康复医疗市场实现长期稳定的可持续发展。

图表64：中国部分康复医疗政策文件梳理

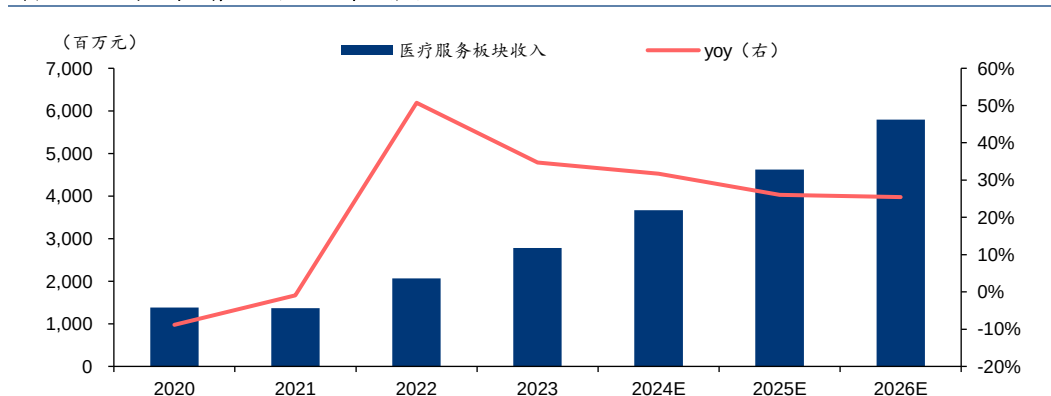
时间	文件	概要
2023年	关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见（国务院办公厅）	扩大康复和护理服务供给，支持医疗资源丰富地区将部分公立医疗机构转型为护理院和康复医院，鼓励社会力量参与，增加康复和护理专科医疗机构数量，完善接续性服务体系
2022年	关于“十四五”国民健康规划的通知（国务院办公厅）	加强康复医疗服务能力，包括提升基层医疗卫生机构的康复护理服务，推动医疗服务向社区和家庭延伸，支持医疗机构与残疾人康复机构合作，扩大安宁疗护试点，以及推动老年医疗服务向多病共治转变
2021年	关于加快推进康复医疗工作发展意见的通知（国家卫健委）	到2022年建立一支专业且素质优良的康复医疗队伍，实现每10万人口拥有6名康复医师和10名康复治疗师；到2025年这一比例将提升至8名康复医师和12名康复治疗师
2019年	关于开展加速康复外科试点工作的通知（国家卫健委）	2019-2020年在全国范围内遴选一定数量的医院开展加速康复外科试点。发挥试点医院的带动示范作用，逐步在全国推广加速康复外科诊疗模式，提高诊疗效果和医疗服务效率，提升医疗资源利用率，改善患者就医体验
2017年	成立国家级康复医学专业质控中心	北京大学第三医院康复医学科牵头，联合全国31个省市自治区的康复医学专家开始创立国家级康复医学专业质控中心
2017年	关于“十三五”卫生计生与健康规划的通知（国务院）	加强基层医疗卫生机构的康复服务能力，提高其诊治与康复服务水平；拓展乡镇卫生院功能，健全老年健康服务体系，增加康复和护理床位比例，增设老年养护和安宁疗护病床；完善治疗、康复和长期护理服务链，发展接续性医疗机构
2016年	关于国家残疾预防行动计划（2016-2020年）的通知（国务院办公厅）	通过建立残疾儿童早期康复救助制度、普及早期康复治疗，并将社区康复服务纳入国家基本公共服务，确保残疾人获得全面健康管理和康复指导。目标实现80%以上的残疾人基本康复服务覆盖率
2015年	关于推进医疗卫生与养老服务相结合指导意见（国务院）	鼓励养老机构根据需求开办康复医院并与综合医院合作，整合医疗、康复、养老和护理资源，提供一体化健康养老服务。综合医院提升服务老年患者的能力，设立老年病科，加强慢性病防治和康复护理。提倡基层医疗卫生机构增加康复护理床位等
2012年	“十二五”时期康复医疗工作指导意见（原卫生部）	强化康复医学能力，提升医疗服务水平。将康复医学纳入公立医院改革框架，构建分层级分阶段的服务体系，同时减轻社会疾病负担。措施涵盖提高康复医疗机构建设标准，加强专业人员培训，提升医疗服务质量，建立质量控制中心，并促进医疗资源的合理规划与使用等

资料来源：政府公告，华泰研究

公司医疗服务业务稳健发力，看好持续向好发展

深耕康复医疗领域，看好板块业绩持续向上。公司在医疗服务领域深耕多年，并已建立起“大综合托底，强专科连锁”的特色医疗体系，目前已发展成为国内领先的康复医疗连锁机构。公司医疗服务板块23年实现收入27.83亿元（yoy+34.7%），整体保持快速增长。我们预计公司医疗服务板块收入24-26年CAGR超25%，主要考虑下述增长驱动：

图表65：公司医疗服务板块收入及同比增速

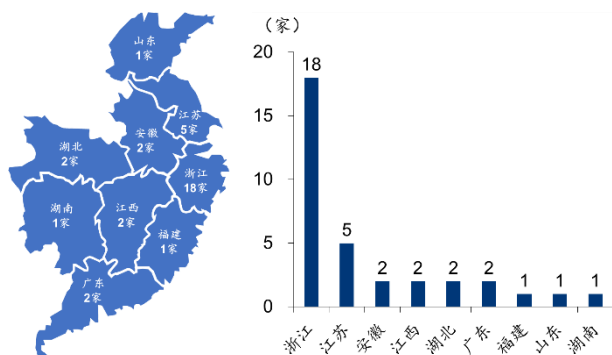


资料来源：公司公告，华泰研究预测

医院建设层面：服务网络布局持续拓展，核心医院发展日趋成熟

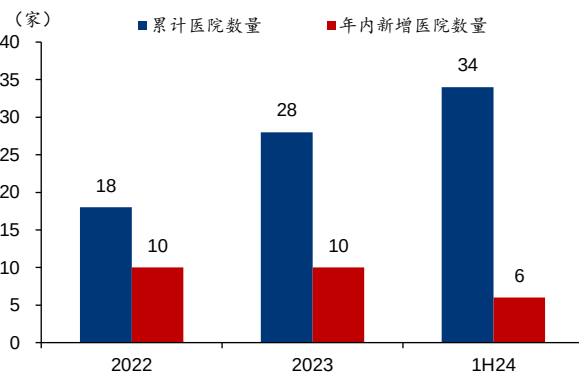
“并购+自建”双措并举，持续拓展服务网络。公司自 2015 年收购宁波明州医院并正式进军康复医疗服务领域以来，始终重视服务网络的高质量扩张，并于公司第四期限制性股票激励计划中明确将 22-24 年各年份新增医院数量列入业绩考核目标（100%解锁系数对应条件为 22-24 年每年新增医院不低于 10 家，公司 22-23 年新增医院数均为 10 家），彰显公司对医疗服务板块长期向好发展的坚定信心。具体来看，公司通过外延并购与内生自建相结合的方式实现服务网络的快速扩张；截至 1H24，公司医院已覆盖浙江、江苏、湖北等 9 省，下属医院已达 34 家（其中康复医院 28 家），总床位数已超万张，服务网络已具备一定规模。

图表66：公司医院按省份分布数量（截至 1H24）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表67：公司医院数量变化情况

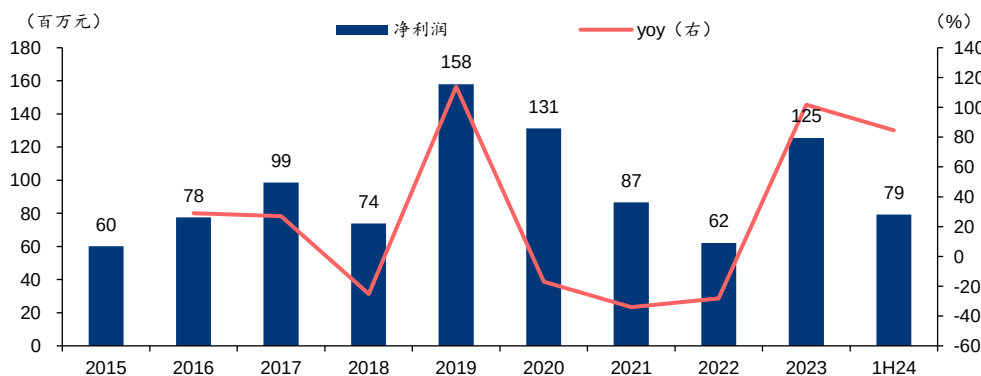


资料来源：公司公告，华泰研究

核心医院趋势向上，有望带动整体协同发展。宁波明州医院成立于 2006 年，现已发展成为集医疗、预防、康复、保健、教学为一体，以康复医学和妇女儿童学科为特色的综合性医院，其于 2023 年顺利通过三级乙等综合医院评审并获批互联网医院资质，整体发展再上新台阶。作为公司医疗服务板块的核心基本盘，宁波明州医院 23 年及 1H24 分别实现净利润 1.25 亿元 (yoy+101.8%) 及 0.79 亿元 (yoy+84.5%)，后公共卫生事件背景下医院业绩重回向好发展轨道。

与此同时，公司充分依托核心大综合医院的临床能力和学术资源，开展 12 个专病特色诊疗项目的建设（如肿瘤康复、疼痛康复、骨科康复等），形成了包括医院建设、诊疗操作和配套服务等在内的协同化发展模式；得益于此，公司截至 1H24 已荣膺国内社会办医医院集团 7 强，旗下 6 家医院位居社会办医康复医院 30 强，8 家医院位列社会办医单体医院 500 强，其中宁波明州医院获社会办医单体医院第 19 名。我们看好公司医疗服务板块后续在内部强协同模式下持续发力。

图表68：宁波明州医院净利润及同比增速



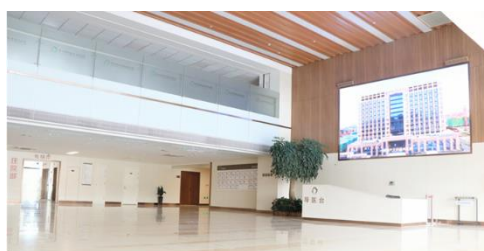
资料来源：公司公告，华泰研究

诊疗能力及学科建设层面：医教研平台行业领先，公司品牌影响力持续提升

医教研创新平台业内领先。为了进一步推动重症康复学科整体实现规范化、专业化发展，充分发挥公司医院的重症康复诊疗特色，公司成立康复医学研究院，并聘请中国康复医学学会会长陈立典教授为首席科学家。公司依托康复医学研究院这一业内领先的医教研创新平台，持续对接国内外康复医学领域知名学者，着力打造具有核心竞争力的康复医疗技术并积极进行临床实践中的科研成果转化。我们看好公司通过这一创新平台持续提升自身在康复医疗领域的整体实力。

诊疗能力及学科建设持续提升公司品牌影响力。在诊疗能力建设方面，公司近年来持续在重症康复领域打造呼吸机脱机中心、慢性昏迷促醒中心和脑肿瘤康复中心三大专病中心，陆续开展多项行业领先的“脑康复与昏迷唤醒”诊疗项目，包括 DBS 手术（脑深部电刺激手术）、SCS 手术（脊髓电刺激手术）、颅骨修补术和脑室腹腔分流术等；与此同时，公司持续加强医疗品质体系建设并引入高质量特需医疗服务，更好地满足患者个性化需求。在学科建设方面，公司积极协助中国康复医学学会承办行业高峰论坛并举办多项针对一线临床医务人员的专题培训班，目前杭州明州脑康康复医院在意识唤醒康复方面已跻身国内先进行列，被中国康复医学学会评为脑功能检测和调控康复技术专项培训基地。我们看好公司通过持续性的诊疗能力和学科建设进一步巩固自身在行业中的领军者地位。

图表69：杭州明州脑康康复医院环境介绍



医院大厅



康复大厅



ICU病房



高压氧舱

资料来源：杭州明州脑康康复医院官网，华泰研究

人员团队建设层面：健全的人才梯队培养机制筑牢长期发展基础

完善人才培养机制，夯实长期基础。公司目前已建立了管理人才和专业技术人才的双通道人才培养体系，并依托自身“综合医院+康复医院+研究院”的机构配置，持续为公司医疗服务板块发展输送专业人才。在管理人才方面，公司建立常态化的院长班/医院总经理班等学习体系为医院培养管理型后备人才；在专业技术人才方面，公司已建设成立重症康复四大特色技术培训基地（包括中国康复医学学会脑功能检测与调控康复技术基地、重症气切患者舱内治疗技术基地、高压氧舱内专用呼吸机舱内技术基地、经皮气切技术基地），并通过多个培训班提升临床人员专业水平。我们看好公司通过系统化的人才培养机制，不断夯实医疗服务板块的长期发展基础。

盈利预测与估值

盈利预测拆分

我们预计 2024-2026 年三星医疗营收分别为 144.24/177.34/208.30 亿元，同增 25.8%/23.0%/17.5%，归母净利润分别为 23.37/29.21/36.38 亿元，同增 22.8%/25.0%/24.6%。

图表 70：公司收入与利润情况

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	70.23	90.98	114.63	144.24	177.34	208.30
YOY	-1.0%	29.6%	26.0%	25.8%	23.0%	17.5%
毛利率	25.4%	28.9%	34.0%	34.7%	34.4%	34.5%
归母净利润（亿元）	6.90	9.48	19.04	23.37	29.21	36.38
YOY	-27.8%	37.4%	100.8%	22.8%	25.0%	24.6%

资料来源：Wind，华泰研究预测

智能用电、智能配用和医疗服务是公司的核心业务。

一、智能用电：21-23 年，该板块收入分别为 28.34/39.71/43.61 亿元，增速分别为 -10.9%/40.1%/9.8%；我们预计 24-26 年该板块收入分别为 49.82/59.06/60.91 亿元，增速分别为 14.2%/18.6%/3.1%。

- 1) 国内收入：**21-23 年国内市场收入为 18.45/25.65/27.01 亿元，增速分别为 13.0%/39.0%/5.3%，主要受到国内市场替换周期需求波动及中标份额影响。我们预计 24-26 年国内市场收入增速分别为 4.7%/15.1%/-13.1%，24 年收入增速下滑主要系 23 年国网招标市场份额进一步分散，22/23 公司在国网电表中标份额分别位居第二/第三，占比 5.6%/3.3%，而 23 年中标项目会有部分在次年交付，影响 24 年收入；25 年收入增长主要系考虑到电表替换周期，我们认为 24 年为招标周期高点，结合公司在 24 年前两批中标份额相对 23 年稳定，我们认为公司 25 年营收有望随行业整体实现增长；26 年收入下降主要系我们认为 25 年及之后招标量会逐渐回落。
- 2) 国内毛利率：**21-23 年国内市场毛利率为 34.5%/39.6%/44.0%，我们预计 24-26 年为 44.0%/40.0%/38.0%，系我们判断后续电表价格会随招标金额同步有所下滑。
- 3) 海外收入：**21-23 年海外市场收入为 9.89/14.07/16.61 亿元，增速分别为 -36.1%/42.2%/18.1%。截至 24H1，公司整体累计在手订单 148.94 亿元，同比+25.74%。其中，海外 62.20 亿元，同比+40.47%，国内 86.75 亿元，同比+16.94%。考虑到在手订单及订单交付周期情况，我们预计 24-26 年海外市场收入增速分别为 29.8%/23.1%/23.1%，收入分别为 21.55/26.53/32.65 亿元。
- 4) 海外毛利率：**21-23 年海外市场毛利率为 31.3%/29.9%/35.7%，我们预计后续毛利率会随整体解决方案营收占比提升而上升，预计 24-26 年分别为 36.0%/37.5%/39.0%

二、智能配电：21-23 年，该板块收入分别为 25.49/28.38/40.75 亿元，增速分别为 19.7%/11.3%/43.6%；我们预计 24-26 年该板块收入分别为 54.93/68.77/85.55 亿元，增速分别为 34.8%/25.2%/24.4%。

- 1) 国内收入：**21-23 年国内市场收入为 24.57/26.04/37.75 亿元，21-23 年增速分别为 15.4%/6.0%/45.0%，主要系公司发力配电业务，市场份额显著提升。我们预计 24-26 年国内市场收入增速分别为 30.7%/19.1%/17.6%，系 1) 网内：国内配网投资加速，24 年 M1-7 配电变压器招标金额同比+27%，公司在网内市场份额稳居高位（2024 年 1-7 月配电变压器中标份额 4.33%），网内业务营收有望随行业快速增长；2) 网外：公司积极拓展非电网侧客户，聚焦五大六小发电央企，24H1 在下游网外客户中的份额取得明显提升。我们预计公司网外收入有望通过份额提升实现超越行业增速增长。
- 2) 国内毛利率：**22-23 年国内市场毛利率为 16.5%/24.0%，我们预计 24-26 年有望维持在 28.0%，系随着公司配电业务整体收入规模快速增长，规模效应加速释放，叠加公司通过产品设计优化、零部件自制率提升等方式能带来毛利率的提升。

- 3) **海外收入**：21-23 年海外市场收入为 0.91/2.33/3.00 亿元，22-23 增速分别为 156.0%/28.5%。考虑到沙特、欧洲、墨西哥等地的在手订单及订单交付周期情况，我们预计 24-26 年海外收入增速为 86.7%/78.5%/64.1%，收入为 5.60/10.00/16.41 亿元。
- 4) **海外毛利率**：22-23 年海外市场毛利率为 35.7%/63.5%，23 年较高主要系沙特高价订单交付，收入占比较高，伴随海外市场开拓，沙特营收占比下降，我们预计 24-26 年毛利率为 50.0%/45.0%/45.0%。

三、医疗服务：21-23 年，该板块收入分别为 13.70/20.65/27.83 亿元，增速分别为 -0.9%/50.7%/34.7%。公司加速康复医疗全国化连锁布局，聚焦江浙沪，向华东、华南省会辐射，持续拓展康复医院的商业版图。下游康复需求旺盛，外部利好政策出台有望助力公司持续增长。公司 24H1 该板块实现营收 15.74 亿元，同比+24.8%；我们预计公司该板块 24-26 年实现收入增速 31.7%/26.0%/25.4%，对应收入 36.65/46.19/57.94 亿元。21-23 年，该板块毛利率分别为 20.7%/26.7%/31.7%，医疗服务业务的持续扩张将进一步释放规模效应，我们预计 24-26 年毛利率可达 32.0%/33.0%/34.0%。

图表71：公司分板块盈利预测情况

(单位: 亿元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
智能配用电						
收入	53.83	68.09	84.36	104.75	127.83	146.46
YoY	1.4%	26.5%	23.9%	24.2%	22.0%	14.6%
营业成本	40.88	48.60	55.58	67.94	83.91	96.24
毛利	12.95	19.49	28.78	36.81	43.92	50.21
毛利率	24.1%	28.6%	34.1%	35.1%	34.4%	34.3%
用电						
收入	28.34	39.71	43.61	49.82	59.06	60.91
YoY	-10.9%	40.1%	9.8%	14.2%	18.6%	3.1%
毛利	9.46	14.36	17.82	20.20	22.96	23.47
毛利率	33.4%	36.2%	40.9%	40.5%	38.9%	38.5%
国内						
收入	18.45	25.65	27.01	28.27	32.54	28.26
YoY	13.0%	39.0%	5.3%	4.7%	15.1%	-13.1%
毛利	6.36	10.15	11.88	12.44	13.01	10.74
毛利率	34.5%	39.6%	44.0%	44.0%	40.0%	38.0%
海外						
收入	9.89	14.07	16.61	21.55	26.53	32.65
YoY	-36.1%	42.2%	18.1%	29.8%	23.1%	23.1%
毛利	3.49	5.13	10.97	16.61	20.95	26.74
毛利率	31.3%	29.9%	35.7%	36.0%	37.5%	39.0%
配电						
收入	25.49	28.38	40.75	54.93	68.77	85.55
YoY	19.7%	11.3%	43.6%	34.8%	25.2%	24.4%
毛利	3.49	5.13	10.97	16.61	20.95	26.74
毛利率	13.7%	18.1%	26.9%	30.2%	30.5%	31.3%
国内						
收入	24.57	26.04	37.75	49.33	58.77	69.14
YoY	15.4%	6.0%	45.0%	30.7%	19.1%	17.6%
毛利		4.30	9.06	13.81	16.46	19.36
毛利率		16.5%	24.0%	28.0%	28.0%	28.0%
海外						
收入	0.91	2.33	3.00	5.60	10.00	16.41
YoY		156.0%	28.5%	86.7%	78.5%	64.1%
毛利		0.83	1.91	2.80	4.50	7.38
毛利率		35.7%	63.5%	50.0%	45.0%	45.0%
医疗服务						
收入	13.70	20.65	27.83	36.65	46.19	57.94
YoY	-0.9%	50.7%	34.7%	31.7%	26.0%	25.4%
营业成本	10.86	15.13	19.00	24.92	30.95	38.24
毛利	2.84	5.52	8.83	11.73	15.24	19.70
毛利率	20.7%	26.7%	31.7%	32.0%	33.0%	34.0%
公司整体						
收入	70.23	90.98	114.63	144.24	177.34	208.30
YoY	-1.0%	29.6%	26.0%	25.8%	23.0%	17.5%
营业成本	52.41	64.71	75.66	94.16	116.42	136.35
毛利	17.82	26.28	38.96	50.07	60.92	71.94
毛利率	25.4%	28.9%	34.0%	34.7%	34.4%	34.5%

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

销售费用率：2021-2023 年分别为 7.3%/7.1%/7.4%，考虑到公司营收规模增长会带来规模效应提升，我们预计 2024-2026 年销售费用率为 7.2%/7.0%/6.8%。

管理费用率：2021-2023 年分别为 4.8%/6.0%/7.0%，考虑到收入提升将进一步释放规模效应，我们预计 2024-2026 年管理费用率为 6.8%/6.0%/5.5%。

研发费用率：2021-2023 年分别为 4.2%/3.6%/4.1%，考虑到收入提升将进一步释放规模效应，我们预计 2024-2026 年研发费用率为 4.0%/3.5%/3.5%。

图表72：公司费用率情况

指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	7.3%	7.1%	7.4%	7.2%	7.0%	6.8%
管理费用率	4.8%	6.0%	7.0%	6.8%	6.0%	5.5%
研发费用率	4.2%	3.6%	4.1%	4.0%	3.5%	3.5%

资料来源：Wind，华泰研究预测

估值与可比公司

综合前文，我们预测三星医疗 2024-2026 年归母净利润分别为 23.37/29.21/36.38 亿元，对应 EPS 1.66/2.07/2.58 元。公司立足智能配用电和医疗服务双主业，积极布局出海。智能配用电板块，我们选取主业同样聚焦于配/用电设备的海兴电力、炬华科技、思源电气、许继电气和金盘科技作为可比公司，这些公司的市场份额、行业地位以及服务对象与三星医疗存在相似性；医疗服务板块，我们选取同样专注于医疗健康领域的通策医疗、爱尔眼科和华厦眼科作为可比公司。我们预计公司 2025 年智能配用电及其他/医疗服务两块业务净利润分别为 24.2/5.0 亿元，截至 10 月 17 日，智能配用电/医疗服务可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 PE 分别为 16/27X，考虑到公司在智能配用电领域多个细分市场位居龙头，我们给予两业务 2025 年 20/27X PE，目标价 43.90 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表73：分业务净利润预测

	单位	2024E	2025E	2026E
整体净利润	亿元	23.4	29.2	36.4
医疗板块	亿元	3.9	5.0	6.2
智能配用电及其他	亿元	19.4	24.2	30.2

资料来源：华泰研究预测

图表74：可比公司估值表（截至 2024 年 10 月 17 日收盘价）

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603556 CH	海兴电力	43.01	210.18	2.47	3.00	3.63	17.40	14.36	11.86
300360 CH	炬华科技	15.84	81.37	1.25	1.50	1.78	12.65	10.53	8.92
002028 CH	思源电气	70.31	544.35	2.66	3.30	4.00	26.47	21.34	17.60
000400 CH	许继电气	29.87	304.34	1.21	1.60	1.98	24.65	18.68	15.09
688676 CH	金盘科技	33.73	154.29	1.46	2.13	2.83	23.05	15.80	11.93
	均值						20.85	16.14	13.08
600763 CH	通策医疗	49.35	220.74	1.28	1.49	1.74	38.44	33.21	28.39
300015 CH	爱尔眼科	14.00	1,305.78	0.43	0.52	0.61	32.44	27.11	22.82
301267 CH	华厦眼科	20.29	170.44	0.85	1.02	1.21	23.92	19.90	16.71
	均值						31.60	26.74	22.64
601567 CH	三星医疗	32.44	457.76	1.66	2.07	2.58	19.59	15.67	12.58

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

电网投资力度不及预期风险

公司聚焦智能配用电行业，需求与国网南网公司的投资力度高度相关，也受到国家行业政策较大影响。未来行业的经营环境若发生变化，可能导致国家建设投资减少，影响公司收入。

海外智能电表渗透率增速不及预期风险

公司目前加速布局海外市场，若海外智能电表渗透率提升速度不及预期，可能会影响海外业务拓展进程，对公司盈利能力产生不利影响。

行业竞争加剧风险

未来若有新企业进入行业，或相近领域公司跨界竞争，可能会分薄公司市场份额，导致公司产品价格和盈利能力下降。

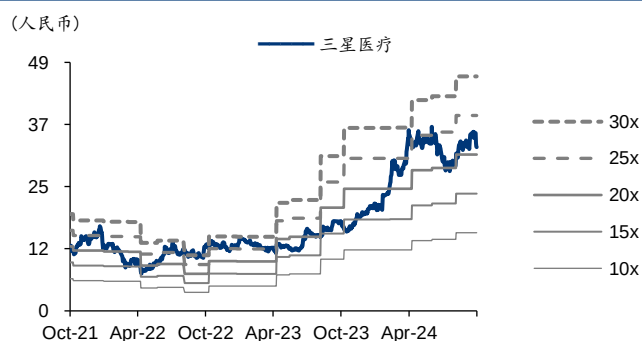
原材料价格上涨风险

公司产品包括智能配用电产品和新能源产品等，若受市场供需关系等影响，公司原材料价格上涨，可能会影响公司生产，导致公司盈利下降。

医疗业务不及预期风险

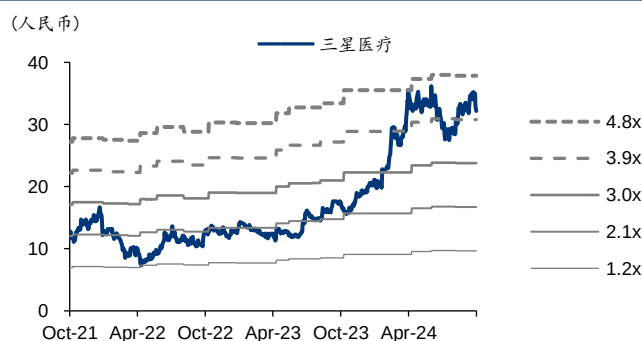
自建医院的盈利能力受当地经济发展水平、康复医疗需求规模以及医院自身经营管理等因素影响，存在一定的不确定性，可能会导致医疗业务盈利不及预期。

图表75：三星医疗 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表76：三星医疗 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,245	12,205	13,940	17,085	19,892
现金	2,933	5,453	5,921	7,144	8,951
应收账款	2,099	2,209	3,212	3,454	4,376
其他应收账款	119.41	111.33	179.02	177.96	241.34
预付账款	206.32	258.08	326.29	392.20	451.72
存货	1,802	3,257	3,039	4,745	4,372
其他流动资产	1,085	916.55	1,262	1,172	1,501
非流动资产	7,983	9,308	10,115	10,926	11,558
长期投资	2,213	2,429	2,844	3,290	3,716
固定投资	1,378	1,428	1,759	2,047	2,236
无形资产	373.28	373.25	345.14	320.13	294.53
其他非流动资产	4,018	5,078	5,167	5,270	5,311
资产总计	16,228	21,513	24,055	28,011	31,450
流动负债	5,705	6,838	8,340	10,394	11,312
短期借款	323.08	0.00	331.04	463.44	735.15
应付账款	1,957	2,173	2,967	3,388	4,055
其他流动负债	3,425	4,665	5,042	6,542	6,522
非流动负债	900.69	3,522	3,122	2,697	2,224
长期借款	150.00	2,466	2,066	1,641	1,168
其他非流动负债	750.69	1,056	1,056	1,056	1,056
负债合计	6,606	10,360	11,462	13,091	13,536
少数股东权益	116.39	147.78	168.77	195.01	227.70
股本	1,413	1,412	1,411	1,411	1,411
资本公积	3,415	3,453	3,453	3,453	3,453
留存公积	4,822	6,231	7,289	8,709	10,482
归属母公司股东权益	9,506	11,006	12,425	14,725	17,686
负债和股东权益	16,228	21,513	24,055	28,011	31,450

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	1,223	1,901	2,198	3,264	3,671
净利润	965.01	1,921	2,358	2,947	3,671
折旧摊销	303.72	390.47	410.71	526.49	650.86
财务费用	(14.85)	(8.84)	49.79	49.37	29.47
投资损失	(84.95)	(296.14)	(240.62)	(220.69)	(252.48)
营运资金变动	(219.64)	(104.57)	(325.48)	(1.25)	(347.95)
其他经营现金	273.30	(0.43)	(54.30)	(37.12)	(80.19)
投资活动现金	(170.81)	(562.74)	(939.38)	(1,101)	(973.05)
资本支出	(403.88)	(555.91)	(695.46)	(754.92)	(684.86)
长期投资	640.36	169.35	(414.79)	(445.99)	(426.39)
其他投资现金	(407.29)	(176.18)	170.87	99.83	138.20
筹资活动现金	(1,223)	1,175	(790.58)	(939.76)	(891.44)
短期借款	(677.93)	(323.08)	331.04	132.40	271.71
长期借款	(540.00)	2,316	(400.12)	(424.83)	(472.96)
普通股增加	11.62	(0.58)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	208.41	38.62	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(224.79)	(856.43)	(721.51)	(647.33)	(690.19)
现金净增加额	(172.92)	2,512	468.12	1,223	1,806

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,098	11,463	14,424	17,734	20,830
营业成本	6,470	7,566	9,416	11,642	13,635
营业税金及附加	65.19	83.51	101.41	126.98	149.12
营业费用	647.58	850.51	1,038	1,241	1,416
管理费用	549.69	800.73	980.80	1,064	1,146
财务费用	(14.85)	(8.84)	49.79	49.37	29.47
资产减值损失	(11.54)	(12.99)	(20.49)	(22.59)	(26.58)
公允价值变动收益	(107.48)	116.97	37.73	15.74	56.82
投资净收益	84.95	296.14	240.62	220.69	252.48
营业利润	1,152	2,270	2,731	3,464	4,316
营业外收入	13.98	12.18	65.00	24.47	26.67
营业外支出	14.28	20.57	18.99	17.95	19.17
利润总额	1,152	2,262	2,777	3,471	4,323
所得税	187.04	341.26	418.93	523.65	652.21
净利润	965.01	1,921	2,358	2,947	3,671
少数股东损益	16.89	17.10	20.99	26.24	32.68
归属母公司净利润	948.12	1,904	2,337	2,921	3,638
EBITDA	1,478	2,659	3,194	3,994	4,941
EPS (人民币, 基本)	0.67	1.35	1.66	2.07	2.58

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	29.55	25.99	25.83	22.95	17.46
营业利润	35.38	97.03	20.28	26.86	24.57
归属母公司净利润	37.40	100.79	22.76	25.00	24.55
获利能力 (%)					
毛利率	28.88	33.99	34.72	34.35	34.54
净利率	10.61	16.76	16.35	16.62	17.62
ROE	10.32	18.56	19.95	21.52	22.45
ROIC	20.82	38.27	41.13	48.21	54.77
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.71	48.16	47.65	46.73	43.04
净负债比率 (%)	(19.90)	(23.05)	(22.73)	(29.19)	(35.43)
流动比率	1.45	1.78	1.67	1.64	1.76
速动比率	1.02	1.23	1.23	1.12	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.61	0.63	0.68	0.70
应收账款周转率	4.46	5.32	5.32	5.32	5.32
应付账款周转率	3.29	3.66	3.66	3.66	3.66
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	1.35	1.66	2.07	2.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.35	1.56	2.31	2.60
每股净资产(最新摊薄)	6.74	7.80	8.81	10.44	12.53
估值比率					
PE (倍)	48.28	24.05	19.59	15.67	12.58
PB (倍)	4.82	4.16	3.68	3.11	2.59
EV EBITDA (倍)	29.73	16.28	13.47	10.41	8.02

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、代雯、苗雨菲、戚腾元，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 三星医疗（601567 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、代雯、苗雨菲、戚腾元本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 三星医疗（601567 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司