

三星医疗 (601567.SH)

优于大市

配电出海持续高景气，电表新规落地带动价格修复

核心观点

前三季度业绩下滑 16%，电力设备与医疗业务同时阶段性承压。前三季度公司实现营收 110.80 亿元，同比+6.19%；归母净利润 15.28 亿元，同比-15.85%；扣非净利润 12.80 亿元，同比-26.81%。前三季度公司毛利率 28.46%，同比-7.75pct.；净利率 13.60%，同比-3.87pct.。

三季度业绩同环比大幅下降，盈利能力继续承压。三季度公司实现营收 31.08 亿元，同比-9.56%，环比-28.42%；归母净利润 2.98 亿元，同比-55.22%，环比-59.74%；扣非净利润 1.44 亿元，同比-78.54%，环比-78.71%。三季度公司毛利率 27.14%，同比-12.33pct.，环比-1.88pct.；净利率 9.39%，同比-10.07pct.，环比-7.52pct.。

公司多层面利空基本出尽，未来半年有望逐步修复。网内业务方面，今年国网电表 1-2 批次招标价格持续下降，配电集采带动变压器价格下行，公司收入和利润承压；网外业务方面，公司新能源业务中以光伏为主，二季度受抢装结束影响承压。我们认为，国内电表、配电、光伏行业利空基本出尽，未来半年均有望迎来不同程度修复。海外方面，公司今年主要交付配电首单，价格相对较低，后续续单价格有望提升。

国网三批电表招标开标，新规落地带动价格修复。近期，国网 2025 年第三批电表招标开标，产品价格较第二批次有明显修复。本次招标首次采用 2025 版新标准，产品技术要求、功能和设计寿命等指标均有提升，包括公司在内的头部电表企业凭借研发和技术优势有望享受红利期。

在手订单饱和，海外配电持续高增。截止三季度末，公司总体在手订单 179.14 亿元，同比+14.69%；海外配电在手订单 21.69 亿元，同比+125.45%。公司在守住用电基本盘前提下，积极拓展海外配电市场，2025 年上半年在匈牙利、罗马尼亚等国实现首单突破。同时，公司继续深化海外本地化，2025 年 7 月，公司新设肯尼亚生产基地，进一步布局支撑非洲业务拓展。

风险提示：海外市场开拓不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到国内外订单价格和交付节奏，下调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 18.75/24.73/30.72 亿元（原预测值为 25.24/31.82/39.98 亿元），当前股价对应 PE 分别为 20/15/12 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,463	14,600	14,590	17,066	20,034
(+/-%)	26.0%	27.4%	-0.1%	17.0%	17.4%
净利润(百万元)	1904	2260	1875	2473	3072
(+/-%)	100.8%	18.7%	-17.0%	31.9%	24.2%
每股收益(元)	1.35	1.60	1.33	1.76	2.19
EBIT Margin	14.7%	17.3%	12.2%	14.6%	15.8%
净资产收益率 (ROE)	18.6%	19.6%	15.1%	18.4%	20.3%
市盈率 (PE)	19.4	16.3	19.6	14.9	12.0
EV/EBITDA	24.3	17.5	24.0	17.8	14.6
市净率 (PB)	3.31	3.01	2.85	2.54	2.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电力设备 · 电网设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	26.16 元
总市值/流通市值	36760/36760 百万元
52 周最高价/最低价	34.10/20.96 元
近 3 个月日均成交额	628.61 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三星医疗 (601567.SH) - 海外配电高歌猛进，提质增效静待盈利修复》——2025-08-25

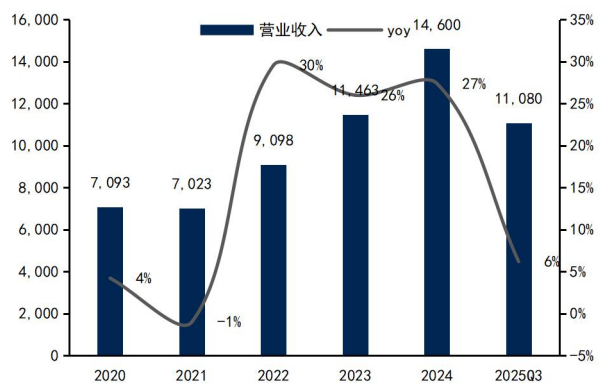
《三星医疗 (601567.SH) - 在手订单再创新高，配电龙头出海加速》——2024-10-29

《三星医疗 (601567.SH) - 配电出海接连突破，盈利能力持续提升》——2024-08-23

《三星医疗 (601567.SH) - 海外在手订单再创新高，欧洲市场优势进一步夯实》——2024-04-30

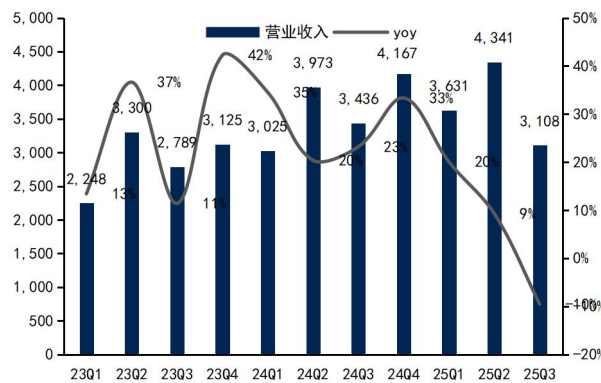
前三季度业绩下滑 16%，电力设备与医疗业务同时阶段性承压。前三季度公司实现营收 110.80 亿元，同比+6.19%；归母净利润 15.28 亿元，同比-15.85%；扣非净利润 12.80 亿元，同比-26.81%。前三季度公司毛利率 28.46%，同比-7.75pct.；净利率 13.60%，同比-3.87pct.。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



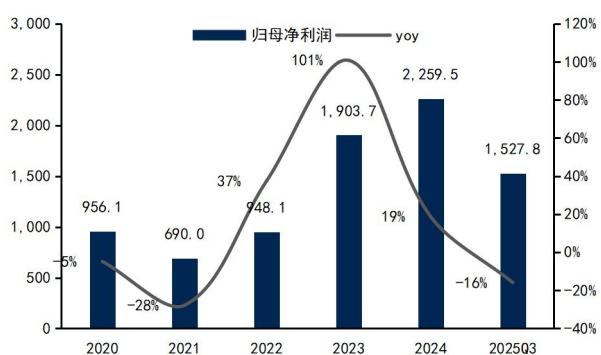
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



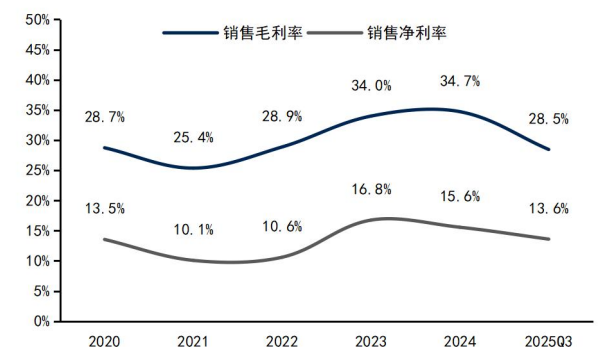
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



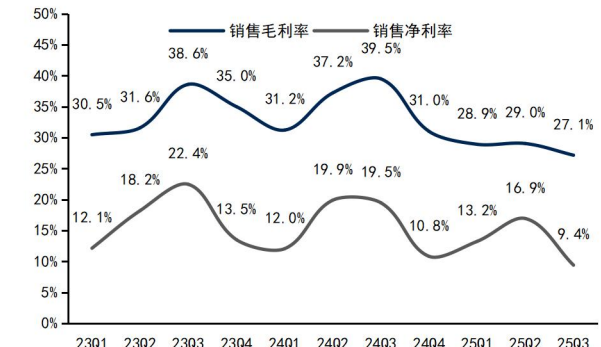
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度业绩同环比大幅下降，盈利能力继续承压。三季度公司实现营收 31.08 亿

元,同比-9.56%,环比-28.42%;归母净利润 2.98 亿元,同比-55.22%,环比-59.74%;扣非净利润 1.44 亿元,同比-78.54%,环比-78.71%。三季度公司毛利率 27.14%,同比-12.33pct.,环比-1.88pct.;净利率 9.39%,同比-10.07pct.,环比-7.52pct.。

公司多层面利空基本出尽,未来半年有望逐步修复。网内业务方面,今年国网电表 1-2 批次招标价格持续下降,配电集采带动变压器价格下行,公司收入和利润承压;网外业务方面,公司新能源业务中以光伏为主,二季度受抢装结束影响承压。我们认为,国内电表、配电、光伏行业利空基本出尽,未来半年均有望迎来不同程度修复。海外方面,公司今年主要交付配电首单,价格相对较低,后续续单价格有望提升。

国网三批电表招标开标,新规落地带动价格修复。近期,国网 2025 年第三批电表招标开标,产品价格较第二批次有明显修复。本次招标首次采用 2025 版新标准,产品技术要求、功能和设计寿命等指标均有提升,包括公司在内的头部电表企业凭借研发和技术优势有望享受红利期。

在手订单饱和,海外配电持续高增。截止三季度末,公司总体在手订单 179.14 亿元,同比+14.69%;海外配电在手订单 21.69 亿元,同比+125.45%。公司在守住用电基本盘前提下,积极拓展海外配电市场,2025 年上半年在匈牙利、罗马尼亚等国实现首单突破。同时,公司继续深化海外本地化,2025 年 7 月,公司新设肯尼亚生产基地,进一步布局支撑非洲业务拓展。

投资建议:下调盈利预测,维持“优于大市”评级。考虑到国内外订单价格和交付节奏,下调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 18.75/24.73/30.72 亿元(原预测值为 25.24/31.82/39.98 亿元),当前股价对应 PE 分别为 20/15/12 倍,维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表(2025 年 11 月 10 日收盘价)

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			ROE	投资评级
			亿元	24A	25E	26E	24A	25E	26E	(24A)	
601567.SH	三星医疗	26.16	368	1.60	1.33	1.76	16.3	19.6	14.9	18.7	优于大市
603556.SH	海兴电力	37.19	181	2.05	2.11	2.48	18.1	17.6	15.0	14.1	-
688676.SH	金盘科技	91.01	418	1.26	1.65	2.20	72.2	55.2	41.4	12.9	-
000400.SZ	许继电气	29.02	296	1.10	1.35	1.66	26.4	21.5	17.5	9.9	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5453	4539	4500	4667	5392	营业收入	11463	14600	14590	17066	20034
应收款项	2409	3379	2798	3273	3842	营业成本	7566	9531	10170	11644	13679
存货净额	3257	4077	3344	3828	4497	营业税金及附加	84	95	95	111	130
其他流动资产	589	613	1017	1164	1368	销售费用	851	1017	1094	1195	1302
流动资产合计	12205	13800	13037	14404	16693	管理费用	801	907	905	1024	1102
固定资产	1636	1930	1823	1714	1602	研发费用	471	523	540	597	661
无形资产及其他	373	463	432	402	371	财务费用	(9)	159	47	58	45
其他长期资产	4870	5704	5544	6314	7012	投资收益	296	229	230	240	250
长期股权投资	2429	2579	2679	2779	2879	资产减值及公允价值变动	(25)	(88)	(100)	(100)	(100)
资产总计	21513	24476	23516	25613	28557	其他收入	324	163	420	420	440
短期借款及交易性金融负债	270	149	570	300	300	营业利润	2270	2585	2189	2896	3605
应付款项	2650	3290	2786	3190	3748	营业外净收支	(8)	87	30	30	30
其他流动负债	2534	2803	2434	2773	3217	利润总额	2262	2673	2219	2926	3635
流动负债合计	6838	7810	6227	6775	7865	所得税费用	341	399	333	439	545
长期借款及应付债券	2466	3184	3184	3184	3184	少数股东损益	17	14	11	15	18
其他长期负债	1056	1208	1199	1199	1199	归属于母公司净利润	1904	2260	1875	2473	3072
长期负债合计	3522	4392	4383	4383	4383	现金流量表（百万元）					
负债合计	10360	12203	10610	11158	12248	净利润	1904	2260	1875	2473	3072
少数股东权益	148	192	200	215	233	资产减值准备	(13)	(56)	(50)	(50)	(50)
股东权益	11006	12082	12705	14240	16076	折旧摊销	253	276	188	190	193
负债和股东权益总计	21513	24476	23516	25613	28557	公允价值变动损失	(117)	173	(40)	(20)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	(9)	159	47	58	45
每股收益	1.35	1.60	1.33	1.76	2.19	营运资本变动	164	(641)	(1240)	(364)	(453)
每股红利	0.64	0.88	0.67	0.88	1.09	其它	(290)	(175)	(91)	(97)	(117)
每股净资产	7.90	8.70	9.18	10.29	11.61	经营活动现金流	1901	1836	642	2132	2625
ROIC	19%	20%	14%	17%	20%	资本开支	(556)	(1045)	(50)	(50)	(50)
ROE	19%	20%	15%	18%	20%	其它投资现金流	(7)	(982)	250	(650)	(568)
毛利率	34%	35%	30%	32%	32%	投资活动现金流	(563)	(2027)	200	(700)	(618)
EBIT Margin	15%	17%	12%	15%	16%	权益性融资	91	(274)	(6)	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	14%	16%	17%	负债净变化	1573	729	420	(270)	0
收入增长	26%	27%	-0%	17%	17%	支付股利、利息	(498)	(926)	(1249)	(937)	(1236)
净利润增长率	101%	19%	-17%	32%	24%	其它融资现金流	(743)	11	420	(270)	0
资产负债率	48%	50%	45%	44%	43%	融资活动现金流	1175	(629)	(881)	(1265)	(1281)
股息率	2.5%	3.4%	2.6%	3.4%	4.2%	现金净变动	2513	(820)	(39)	167	726
P/E	19.4	16.3	19.6	14.9	12.0	货币资金的期初余额	2933	5453	4539	4500	4667
P/B	3.3	3.0	2.8	2.5	2.3	货币资金的期末余额	5453	4539	4500	4667	5392
EV/EBITDA	24.3	17.5	24.0	17.8	14.6	企业自由现金流	1297	740	416	1897	2376
						权益自由现金流	2877	1334	797	1578	2338

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032