

汇中股份(300371)

报告日期: 2023年05月09日

超声测流龙头，拓展应用领域、受益行业渗透率提升

——汇中股份深度报告

投资要点

- 深耕流体测量领域近三十载，2018-2021年归母净利润 CAGR 约 24%**
 公司专注于超声测流领域近三十年，研发实力雄厚在技术上具有先发优势，超声水表产品主要增长点且占比不断提升，公司营收和归母净利润均快速增长，2018-2022年公司营收 CAGR 为 16%，2018-2021年归母净利润 CAGR 为 24%。
- 智能水表渗透率将近 50%处于中期阶段，对标智能燃气表有较大提升空间**
 智能燃气表和智能水表均属于公用事业终端智能化发展的阶段性产品，截止 2020 年智能燃气表的渗透率已经达到 81.4%，而智能水表 2020 年渗透率尚不到 50%，随着智慧水务系统建设、智慧城市建设等政策的推动，智能水表最终有望实现对传统机械水表的大规模替代，渗透率对标智能燃气表达到 80%以上。
- 超声水表渗透率拐点已至，2030 年远期市场空间约 70 亿元**
政策端：我国管网漏损率高的问题亟需解决，2022 年发改委和住建部发布系列政策明确要求实行分区计量降低漏损率至 9%，对超声水表的扩张提供了强有力的助推作用。
需求端：下游水务公司长期面临产销差高的问题，超声水表凭借始动流量、准确度和量程比等方面的性能优势助力水务公司降低产销差，受到下游客户青睐。根据我们测算，2030 年超声水表在智能表中的渗透率预计提升至 26.5%，市场规模约 70 亿元，2023-2030 年 CAGR 约 23%。
- 核心零部件自制率高+持续拓展应用领域，公司先发优势明显**
零部件自制率高：公司全资子公司汇中科技目前已具备传感器、模组、换能器、检定装置、智能产线的全产业链产品系列，2022 年汇中科技实现营业收入 531.54 万元，同比增长 340%。
下游应用领域广泛：公司产品应用场景多元化，下游广泛，除民用外还包括水利、水电、石化、热电、钢铁、煤炭等领域，2022 年成功参与和中标了核电领域的相关项目，积极寻找业绩的增量空间。
- 盈利预测与估值**
 我们预计 2023-2025 年公司营收为 6.7、8.7、10.9 亿元，同比增长 33%、29%、26%；归母净利润为 1.7、2.3、2.9 亿，同比增长 59%、32%、26%，对应 PE 为 15、11、9 倍。公司为超声水表第一梯队企业，将受益行业渗透率提升业绩快速增长，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示**
 1) 智能水表需求提升不及预期；2) 超声水表渗透率提升不及预期；3) 客户拓展不及预期；4) 测算偏差风险

投资评级：买入(首次)

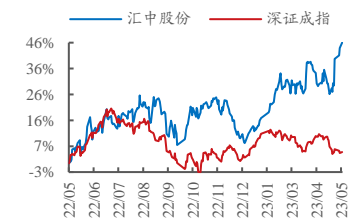
分析师: 王华君
 执业证书号: S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 何家恺
 hejiakai@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 15.21
总市值(百万元)	2,550.43
总股本(百万股)	167.68

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	507	672	865	1088
(+/-) (%)	-3%	33%	29%	26%
归母净利润	109	172	228	287
(+/-) (%)	-37%	59%	32%	26%
每股收益(元)	0.65	1.03	1.36	1.71
P/E	24	15	11	9

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计 2023-2025 年公司营收为 6.7、8.7、10.9 亿元，同比增长 33%、29%、26%；归母净利润为 1.7、2.3、2.9 亿，同比增长 59%、32%、26%，对应 PE 为 15、11、9 倍。

超声水表目前渗透率较低，行业处于景气向上拐点，未来渗透率提升趋势明显，公司为国内超声水表第一梯队企业，零部件自制率高，研发实力雄厚，具有明显的先发优势和护城河，随着疫情影响解除下游开工率上升，招投标节奏恢复，公司盈利能力预计从 2022 年的低点逐渐恢复。公司 2022-2025 年归母净利润复合增速为 38%，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

1)智能水表需求量：根据北京智研科信咨询有限公司出具的《2020-2026 年中国智能水表市场深度调查与投资前景分析报告》，2020-2024 年智能水表的市场需求量分别为 3732 万台、4360 万台、4996 万台、5580 万台、6130 万台，增速分别为 15.5%、16.8%、14.6%、11.7%、9.9%。（注：数据根据图片用图像处理软件提取而来，存在±1%误差），但新冠疫情对下游管网改造、智慧城市建设等造成了一定程度的不利影响，实际上 2020 年智能水表的需求量增速仅为 9.5%，且 2021-2022 年疫情影响持续存在，疫情造成的下游需求缺口预计在 2023 年快速释放。综上所述我们假设 2021 和 2022 年智能水表需求量增速为 9%，2023-2030 年分别为 15%、13%、11%、9%、7%、5%、5%、5%。

2)超声水表渗透率：根据迈拓股份招股说明书中的测算，到 2024 年超声水表占智能水表的渗透率为 6.05%至 12.38%，2019 年超声水表市场需求不足 100 万，粗略按 100 万计算，2019 年智能水表的需求量为 3230 万只，则 2019 年超声水表在智能水表中的渗透率约为 3%。随着超声水表优势凸显，其渗透率提升预计有加快趋势。综上所述我们假设 2019-2024 年超声水表的渗透率分别为 3%、4%、5.5%、7.5%、9.5%、11.5%，2025-2030 年每年增长 2.5%。

3)超声水表市场价格：根据前瞻产业研究院 2021 年汇中股份和迈拓股份的超声水表平均价格为 376 元/只，迈拓股份和汇中股份均为行业内第一梯队公司，零部件自制率高且技术先发优势明显，故我们认为其产品定价可以反映市场整体情况。随着超声水表渗透率的提升，超声水表企业规模效应扩大，预计单价有所降低，因此我们假设 2019-2030 年超声水表市场整体单价为 400 元、390 元、380 元、370 元、360 元、350 元、345 元、340 元、335 元、330 元、325 元、320 元。

● 我们与市场的观点的差异

市场观点：市场认为水表行业景气度较弱，公用事业属性较强且受制于各地水司采购意愿。水表行业竞争格局欠佳、行业成长性较弱。

我们认为：1) 超声水表对传统机械水表替代趋势明显，目前渗透率仍极低，未来超声水表渗透率提升为大概率事件，行业成长空间大。2020 年智能水表的渗透率 47.2%位于中期阶段未来空间广阔，且超声水表相比于智能机械表，在始动流量、准确度范围和量程比等方面的性能优势十分明显，有助于解决长久以来民用、商用水普遍存在的“跑冒滴漏”问题，提升水务公司和企业的管理水平和经济效益。2) 公司零部件自制率高，技术先发优势明显。公司技术具备先发优势，全资子公司汇中科技在提高零部件自制率的同时带来了第二增长点，客户的多领域拓展有助于公司进一步提高市场占有率。

● 股价上涨的催化因素

1) 重要合同签订、重要客户突破；2) 超声水表渗透率提升超预期

● 风险提示

1) 智能水表需求提升不及预期；2) 超声水表渗透率提升不及预期；3) 客户拓展不及预期；4) 测算偏差风险

正文目录

1 汇中股份：超声计量龙头，深耕行业将近三十年	6
1.1 超声测量领域首家上市公司，技术先发优势明显	6
1.2 软硬件一体化系统，实现“供水计量+供热计量”智能化管理	6
1.3 股权结构稳定，股权激励彰显信心	9
1.4 2018-2021 年归母净利润 CAGR 约 24%	10
2 行业分析：政策端强力驱动，超声水表渗透率拐点已至	13
2.1 核心逻辑：智能水表渗透率尚处于中期阶段，政策驱动超声水表市场加速扩张	13
2.1.1 水表整体市场逐年增长，2020 年需求量为 7495 万台	13
2.1.2 智能水表渗透率 47%尚处于中期阶段仍有较大提升空间	15
2.1.3 政策端驱动下超声水表市场有望加速扩张	16
2.2 超声水表市场空间测算：2030 年远期规模约 70 亿元，2023-2030 年行业 CAGR 约 23%	17
2.3 超声热量表技术优势明显，2019-2023 年需求量 CAGR 为 10%	18
3 公司分析：核心零部件自制率高，下游应用领域持续拓展	20
3.1 研发实力雄厚，发明专利数量持续提升	20
3.2 自制核心零部件自用+外销，降本同时带动营收提升	21
3.3 下游客户范围广泛，应用领域持续拓展	21
4 盈利预测与估值	23
4.1 盈利预测	23
4.2 投资建议	24
5 风险提示	26
5.1 智能水表需求提升不及预期	26
5.2 超声水表渗透率提升不及预期	26
5.3 客户拓展不及预期	26
5.4 测算偏差风险	26

图表目录

图 1: 汇中股份发展历程.....	6
图 2: 公司智慧供水平台架构.....	8
图 3: 公司智慧供热平台架构.....	8
图 4: 超声水表营收占比逐年提升.....	9
图 5: 2022 年超声水表收入占比达 60%.....	9
图 6: 公司股权结构 (截止 2023 一季报)	9
图 7: 公司 2018-2022 年营收 CAGR16%.....	10
图 8: 超声水表 2018-2022 年收入 CAGR31%	10
图 9: 超声流量计的毛利率远高于其他产品.....	11
图 10: 整体毛利率存在波动, 2022 年下降 5.3pcts.....	11
图 11: 2018-2021 年销售&管理费用率逐年降低.....	11
图 12: 2019-2022 年研发费用率逐年提升.....	11
图 13: 2018-2021 年归母净利润 CAGR 约 24%	12
图 14: 2022 年净利率下降 8.3pcts	12
图 15: 公司 2018-2021 年 ROE 持续提升.....	12
图 16: 受净利率影响 2022 年 ROE 下降 6.5pcts.....	12
图 17: 一张图看清超声水表市场需求提升逻辑.....	13
图 18: 我国水表技术发展历程.....	13
图 19: 汇中股份超声水表产品结构.....	14
图 20: 我国水表整体市场需求量呈逐年增长态势.....	14
图 21: 智能水表渗透率快速提升, 2020 年为 47.2%.....	15
图 22: 相比于智能燃气表, 智能水表渗透率仍有较大提升空间.....	15
图 23: 发改委、住建部对试点城市的要求.....	16
图 24: 2012-2021 年中国城市平均供水管网漏损率.....	16
图 25: 分区计量管理 (DMA)	17
图 26: 超声水表实时监测并预警漏损情况.....	17
图 27: 我国热量表行业的发展历程.....	18
图 28: 2012-2021 年我国城市集中供热面积年均增长超 8%.....	19
图 29: 2019-2023 年热量表数量.....	19
图 30: 2019-2023 年超声热量表市场需求量.....	19
图 31: 公司发明专利数量持续提升.....	20
图 32: 技术人员占职工总数的 24%.....	20
图 33: 本科及以上学历人数占比 57%	20
图 34: 公司客户优势明显.....	22
表 1: 公司超声仪表类产品介绍.....	7
表 2: 公司员工持股计划已进行到第四期.....	10
表 3: 三种水表技术比较.....	14
表 4: 超声水表 2030 年远期空间约 70 亿元, 2023-2030 年 CAGR 为 23%.....	17
表 5: 三种热量表性能对比.....	18
表 6: 汇中科技已实现模组、传感器、换能器等关键零部件的研发制造.....	21
表 7: 公司工业项目案例.....	22

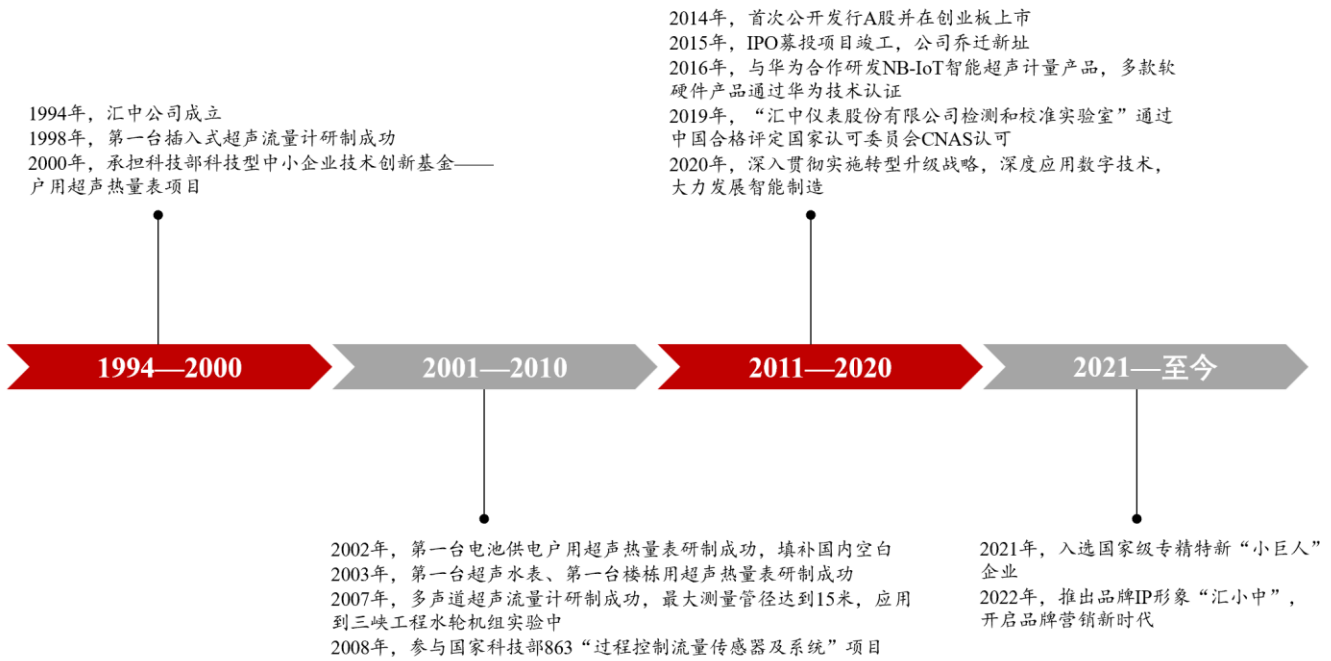
表 8: 分业务预测表.....	24
表 9: 公司 2022-2025 年归母净利润 CAGR38%高于业绩平均值 34%	25
表附录: 三大报表预测值.....	27

1 汇中股份：超声计量龙头，深耕行业将近三十年

1.1 超声测量领域首家上市公司，技术先发优势明显

深耕行业将近三十年，我国第一台电池供电户用超声热量表制造商。1994年唐山汇中仪表有限公司成立，1998年汇中仪表与加拿大威顿公司共同出资设立了公司前身——唐山汇中威顿仪表有限公司，2010年唐山汇中威顿仪表有限公司吸收合并了母公司汇中仪表，2014年于创业板上市，为我国超声流体测量领域首家上市公司。成立以来公司始终专注于超声流体测量仪表的研发与生产，1998年研制成功了第一台插入式超声流量计，2002年研制成功首台户用超声热量表，在技术领域具有明显的先发优势。将近三十年来公司参与多起国家级项目，2021年入选国家级专精特新“小巨人”企业，现已发展为一家知名的超声测流产品制造商和智慧管理平台服务商。

图1：汇中股份发展历程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所






1.2 软硬件一体化系统，实现“供水计量+供热计量”智能化管理

公司在硬件和软件方面双管齐下，以智慧管理系统赋能超声波计量技术，以软硬件相结合的方式实现供水计量领域和供热计量领域的智能化管理。

硬件方面：

公司的超声计量仪表类产品主要包括供水计量产品和供热计量产品。供水计量产品按照应用场景分为：①源水、出水厂计量；②管网分区计量；③物业、工商户、市政消防计量；④户用计量。供热计量产品按照应用场景分为：①热源计量；②换热站计量；③供热管网监测；④公建楼栋计量；⑤户用计量。公司产品覆盖了供水产业链、供热产业链的全流程，并广泛应用至工业、水利、石化、热电、钢铁、煤炭等用水量较大的行业。

表1: 公司超声仪表类产品介绍

产品应用场景	图示	介绍
供水领域——源水、出水厂计量		<p>多声路超声流量计</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.采用多声路超声测流技术, 高准确度, 适应各种复杂流态。 2.所需安装空间小, 可带水带压安装维护。 3.支持多种输出接口。
供水领域——管网分区计量		<p>插入式超声流量计</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.采用多声路超声测流技术, 高准确度, 适应各种复杂流态。 2.安装空间小, 可带水带压安装维护。 3.IP68 防护设计, 可长期浸水工作。 4.低功耗, 一节电池连续工作 10 年以上。 5.支持多种输出接口。
供水领域——物业、工商户、市政消防计量		<p>管段式超声水表</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.可任意角度安装, 高准确度, 高稳定性, 不受恶劣水质影响。 2.IP68 防护设计, 可长期浸水运行。 3.低功耗, 一节电池可连续工作 10 年以上。 4.智能制造, 满足客户柔性定制需求。 5.支持多种通讯方式。
供水领域——户用计量		<p>户用超声水表</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.可实现多角度安装, 始动流量低, 宽量程比, 高敏感等级。 2.IP68 防护设计, 可长期浸水运行。 3.低功耗, 一节电池可连续工作 10 年以上。 4.无任何机械运动部件, 无磨损, 使用寿命长。 5.产品系列包含 NB-IoT、RS-485、M-Bus、RF、阀控、直饮水等类型。
供热领域——热源计量		<p>插入式超声热量表(多声路)</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.采用多声路超声测流技术, 高准确度, 适应各种复杂流态。 2.可进行热能、流量、温度等的多种转换, 具备多种运行告警功能。 3.采用先进的多脉冲技术、数字信号处理技术及纠错技术, 抗干扰能力强, 稳定性好。
供热领域——换热站计量		<p>插入式超声热量表(交流供电)</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.采用多声路超声测流技术, 高准确度, 适应各种复杂流态。 2.安装空间小, 可带水带压安装维护, 多角度安装。 3.采用先进的多脉冲技术、数字信号处理技术及纠错技术, 抗干扰能力强, 稳定性好。

供热领域——供热管网监测



插入式超声热量表

- 1.采用多声路超声测流技术，高准确度，适应各种复杂流态。
- 2.安装空间小，可带水带压安装维护。
- 3.IP68 防护设计，可长期浸水工作。
- 4.微功耗，一节电池可连续工作 6 年以上。
- 5.支持多种输出接口。

供热领域——公建楼栋计量



管段式超声热量表

- 1.低始动流量，可任意角度安装，高准确度，高稳定性。
- 2.IP68 防护设计，可长期浸水运行。
- 3.微功耗，一节电池可连续工作 10 年以上。
- 4.智能制造，满足客户柔性定制需求。
- 5.支持多种输出接口。

供热领域——户用计量



户用超声热量表

- 1.采用超声测流技术，可多角度安装，高准确度。
- 2.微功耗，一节电池可连续工作 10 年以上。
- 3.支持多种输出接口。



智能调节阀

- 1.用于供热市场终端客户管网平衡调节、温控一体化，满足热力公司对管网调节、通断的管控要求。
- 2.体积小，稳定性高，抗干扰能力强。
- 3.微功耗，一节电池可连续工作 6 年以上。
- 4.采用 NB-IoT 通讯技术，覆盖范围广，可远程维护和升级。

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

软件方面：

公司的智慧供水平台和智慧供热平台均为“八个系统+两个中心+一个平台”架构，与仪表类产品相互配合，在供水领域实现节能降耗、精准降漏、智慧供水，在供热领域实现节能增效、安全舒适供热。

图2：公司智慧供水平台架构



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

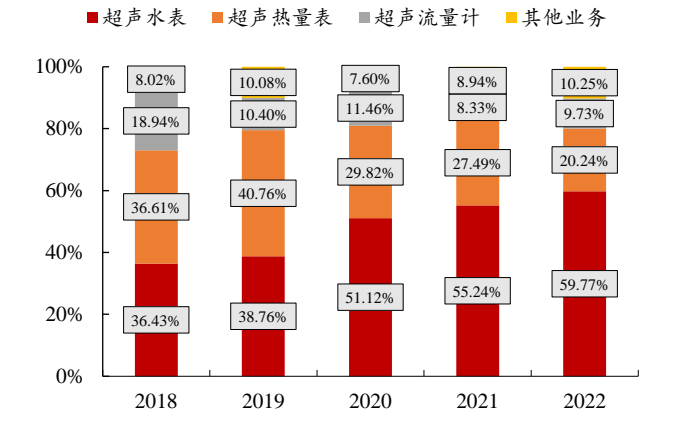
图3：公司智慧供热平台架构



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

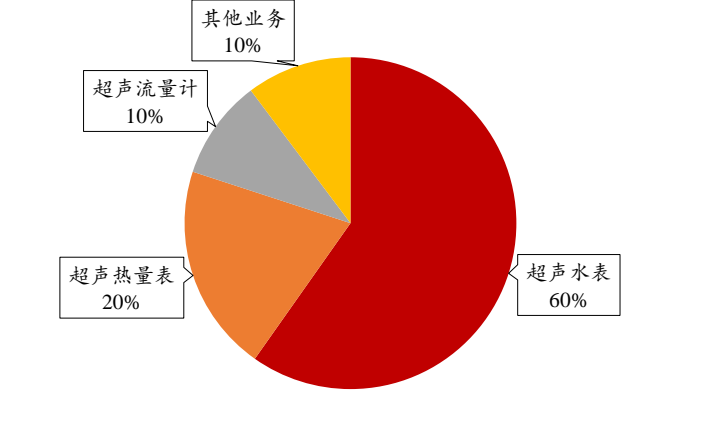
超声水表是公司营收主力且占比逐年提升，2022 年占比 60%。受益于超声水表行业的渗透率提升趋势，在公司的超声水表、超声热量表和超声流量计三种产品中，超声水表营收占比最高且逐年提升，2018-2022 年分别占比 36.4%、38.8%、51.1%、55.2%和 60.0%，2022 年超声水表收入 3.0 亿元，超声热量表和超声流量计分别收入 1.0 和 0.5 亿元，占比 20.2%和 9.7%。

图4： 超声水表营收占比逐年提升



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图5： 2022 年超声水表收入占比达 60%

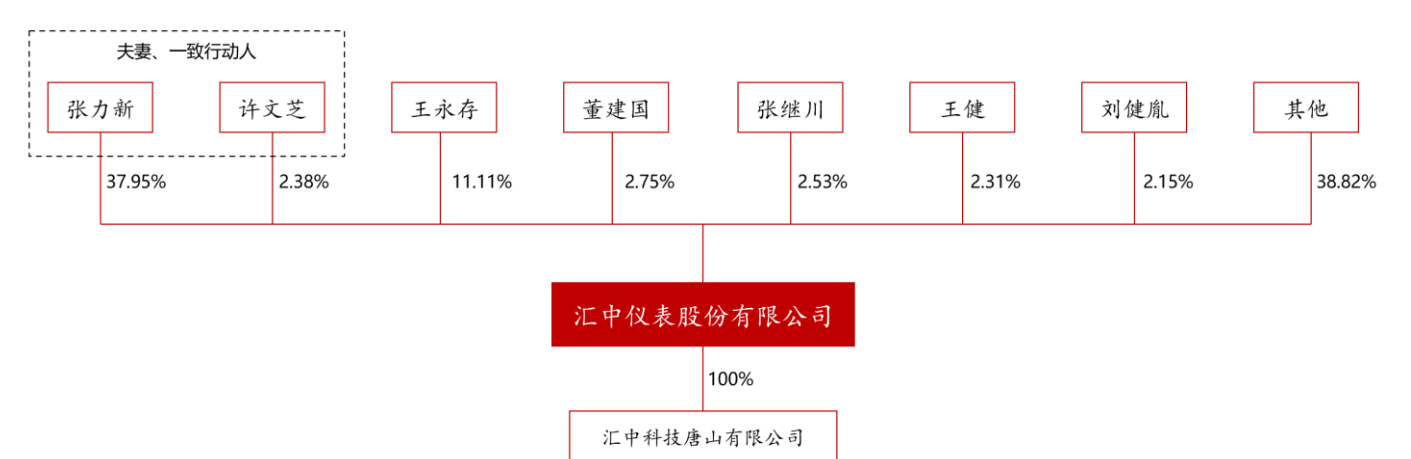


资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.3 股权结构稳定，股权激励彰显信心

张立新先生为公司的控股股东、实际控制人。截止 2023 年一季报，张立新先生直接持有公司 37.95%股份，为公司的控股股东、实际控制人，其配偶许文芝直接持有公司 2.38%股份，二者为一致行动人，合计共持有公司 40.33%股份，公司股权结构清晰稳定。

图6： 公司股权结构（截止 2023 一季报）



资料来源：Choice、浙商证券研究所

员工持股计划彰显公司信心。为了提高职工的凝聚力和公司竞争力，调动员工的积极性和创造性，促进公司长期、持续、健康发展，公司于 2023 年 4 月 25 日公告了第四期员工持股计划。该员工持股计划锁定 12 个月后分两期解锁，2023 和 2024 年的考核指标分别为相对于 2022 年净利润增长率不低于 30%和 60%，彰显了公司业务增长的信心。

表2: 公司员工持股计划已进行到第四期

持股计划公告日	持股计划说明
第一期员工持股计划 2020年7月31日	受让价格 6.35 元/股, 存续期为 36 个月, 锁定 12 个月 after 分两期解锁, 解锁比例分别为 50%、50%, 公司业绩考核指标为以 2019 年营业收入为基数, 2020 年营业收入增长率不低于 10%。
第二期员工持股计划 2021年3月31日	受让价格 6.67 元/股, 存续期为 36 个月, 锁定 12 个月 after 分两期解锁, 解锁比例分别为 50%、50%, 公司业绩考核指标为以 2020 年营业收入为基数, 2021 年营业收入增长率不低于 20%。
第三期员工持股计划 2022年5月20日	受让价格 6.45 元/股, 存续期为 36 个月, 锁定 12 个月 after 分两期解锁, 解锁比例分别为 50%、50%, 公司业绩考核指标为以 2021 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 10%。
第四期员工持股计划 2023年4月25日	受让价格 6.61 元/股, 存续期为 36 个月, 锁定 12 个月 after 分两期解锁, 解锁比例分别为 50%、50%, 公司业绩考核指标为以 2022 年净利润为基数, 2023 和 2024 年净利润增长率不低于 30%和 60%。

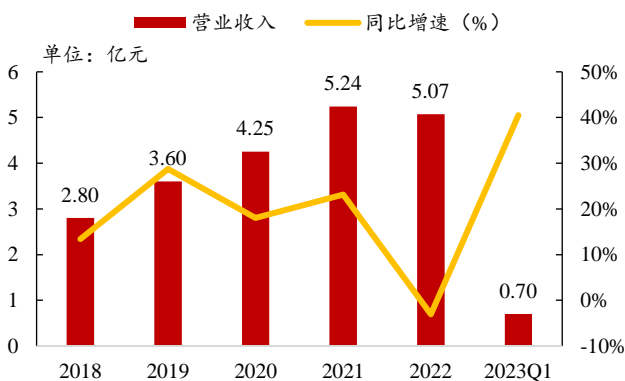
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1.4 2018-2021 年归母净利润 CAGR 约 24%

收入端: 2018-2022 年营业收入 CAGR 为 16%。公司下游领域覆盖全面, 超声计量仪器广泛应用于水务、供热等公用事业领域及石油、化工、电力、冶金等工商业领域, 受益于国家相关政策的推动及下游景气度提升, 公司的营业收入保持快速增长趋势。2018-2022 年公司分别实现营业收入 2.8 亿元、3.6 亿元、4.3 亿元、5.2 亿元、5.1 亿元, 2018-2022 年复合增长率为 16%, 2023Q1 公司实现营业收入 0.7 亿元, 同比增长 41%。

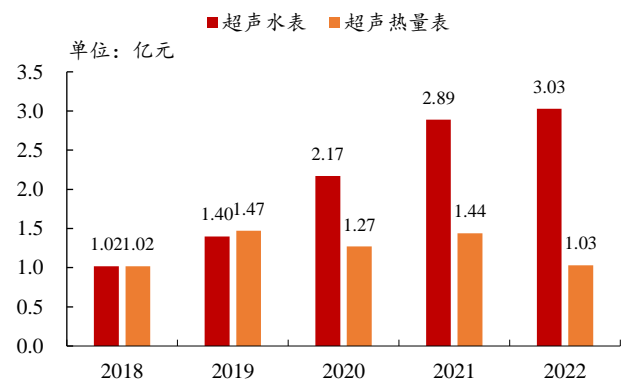
超声水表是公司营收增长主要动力。分产品看, 超声水表在 2018-2022 年分别实现收入 1.0 亿元、1.4 亿元、2.2 亿元、2.9 亿元、3.0 亿元, 年均复合增长率为 31%, 是公司营收增长的主要动力来源。2018-2022 年超声热量表分别实现收入 1.0 亿元、1.5 亿元、1.3 亿元、1.4 亿元、1.0 亿元, 增长动力不及水表。

图7: 公司 2018-2022 年营收 CAGR16%



资料来源: Choice、浙商证券研究所

图8: 超声水表 2018-2022 年收入 CAGR31%

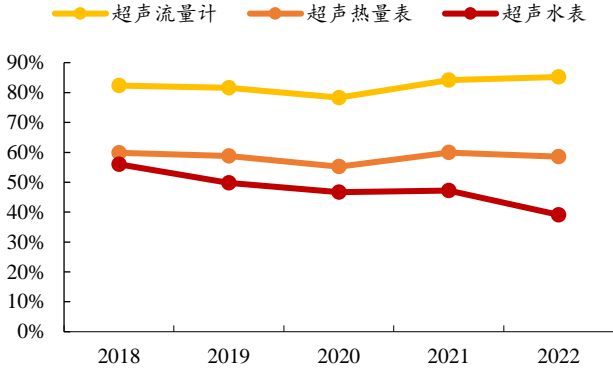


资料来源: Choice、浙商证券研究所

整体毛利率存在波动, 2022 年受超声水表影响下降 5.3pcts。分产品看, 超声流量计为高价值量的大口径计量产品, 毛利率最高, 2018-2022 年分别为 82.3%、81.6%、78.3%、84.2%、85.2%, 显著高于超声水表和超声热量表。超声热量表的毛利率整体较为稳定接近

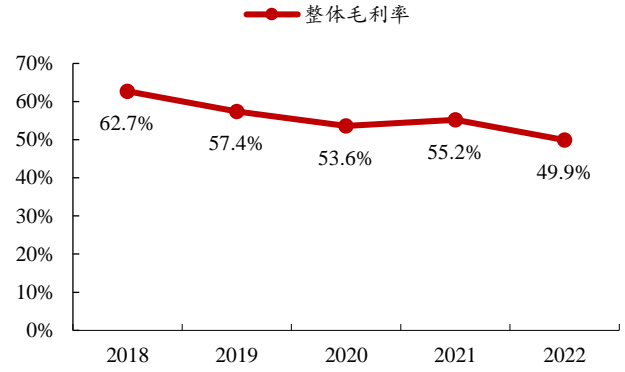
60%，2018-2022年分别为59.8%、58.8%、55.2%、59.9%、58.6%。超声水表则受到原材料价格上涨及超声水表价格下降等因素的影响，毛利率整体处于下降通道中，2018-2022年分别为56.0%、49.8%、46.7%、47.2%、39.1%。在以上各种产品毛利率变动的叠加影响下，2018-2022年公司的整体毛利率分别为62.7%、57.4%、53.6%、55.2%、49.9%，存在一定的波动，2022年营收占比60%的超声水表毛利率下降8.1pcts，导致整体毛利率下降5.3pcts。

图9：超声流量计的毛利率远高于其他产品



资料来源：Choice、浙商证券研究所

图10：整体毛利率存在波动，2022年下降5.3pcts

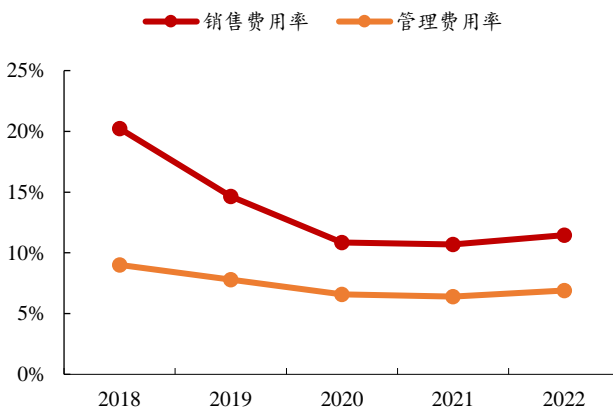


资料来源：Choice、浙商证券研究所

费用端：规模效应凸显销售&管理费用率降低，研发投入较大研发费用率上升。

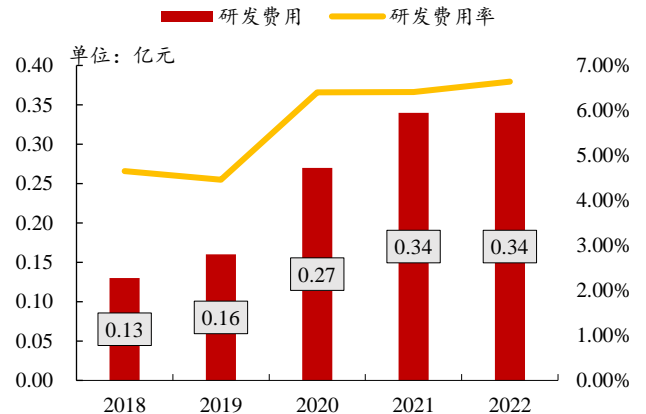
随着公司营收规模不断扩大，在规模效应下公司的销售&管理费用整体呈下降趋势，2018-2022年销售费用率分别为20.2%、14.6%、10.9%、10.7%、11.5%，管理费用率分别为9.0%、7.8%、6.6%、6.4%、6.9%，除2022年外，销售&管理费用率均有所下降。公司为超声流体测量领域企业，以满足下游客户的智慧管理、创新升级为目标，研发投入较大，2018-2022年研发费用分别为0.13亿元、0.16亿元、0.27亿元、0.34亿元、0.34亿元，呈逐年增加趋势，研发费用率也不断提升，2018-2022年分别为4.7%、4.5%、6.4%、6.4%、6.6%。

图11：2018-2021年销售&管理费用率逐年降低



资料来源：Choice、浙商证券研究所

图12：2019-2022年研发费用率逐年提升



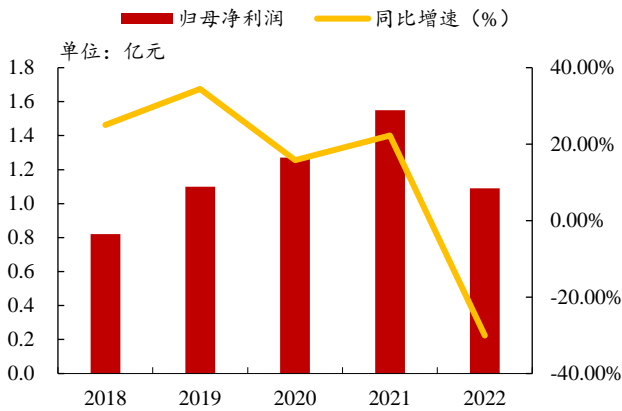
资料来源：Choice、浙商证券研究所

利润端：2018-2021年归母净利润 CAGR 约 24%。

得益于营业收入的不断增长和销售&管理费用的不断降低，公司2018-2021年归母净利润分别为0.8亿元、1.1亿元、1.3亿元、1.6亿元，2018-2021年均复合增长24%；2018-2021年净利率分别为29.2%、30.4%、29.9%、29.6%，稳定在30%左右。2022年由于营收同比

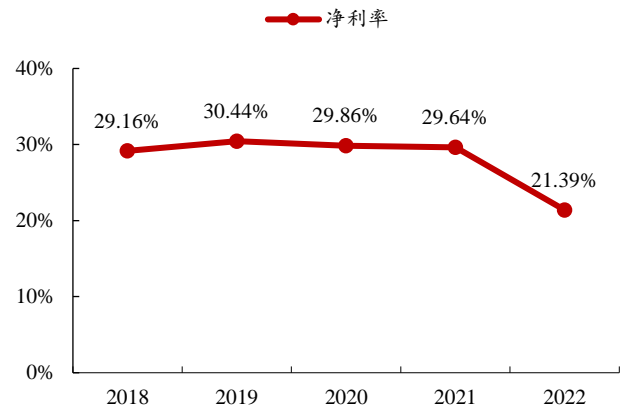
下降、超声水表毛利率降低，归母净利润同比减少 30%至 1.1 亿元，净利率下降 8.3pcts 至 21.4%。

图13: 2018-2021 年归母净利润 CAGR 约 24%



资料来源: Choice、浙商证券研究所

图14: 2022 年净利率下降 8.3pcts

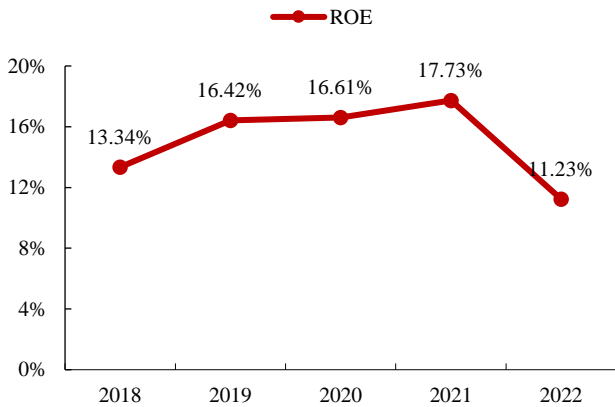


资料来源: Choice、浙商证券研究所

盈利能力: 2018-2021 年 ROE 持续提升, 2022 年下降 6.5pcts。

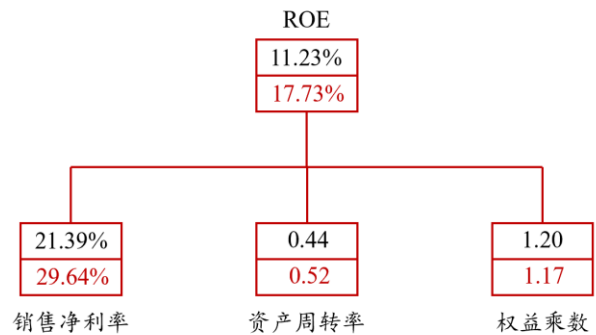
公司 2018-2021 年净资产收益率 ROE 分别为 13.3%、16.4%、16.6%、17.7%，盈利能力持续提升，2022 年受销售净利率下降 8.3pcts 带来的不利影响，公司的净资产收益率从 17.7%下降 6.5pcts 至 11.23%。

图15: 公司 2018-2021 年 ROE 持续提升



资料来源: Choice、浙商证券研究所

图16: 受净利率影响 2022 年 ROE 下降 6.5pcts

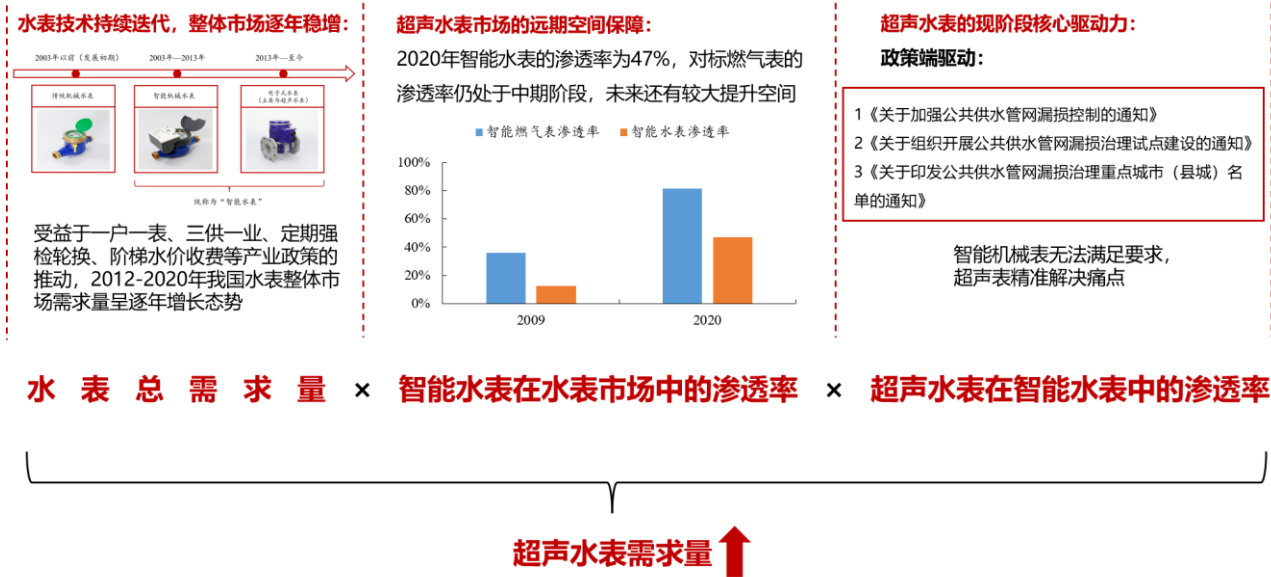


资料来源: Choice、浙商证券研究所 (黑色、红色数据分别代表 2022、2021 年)

2 行业分析：政策端强力驱动，超声水表渗透率拐点已至

2.1 核心逻辑：智能水表渗透率尚处于中期阶段，政策驱动超声水表市场加速扩张

图17：一张图看清超声水表市场需求提升逻辑



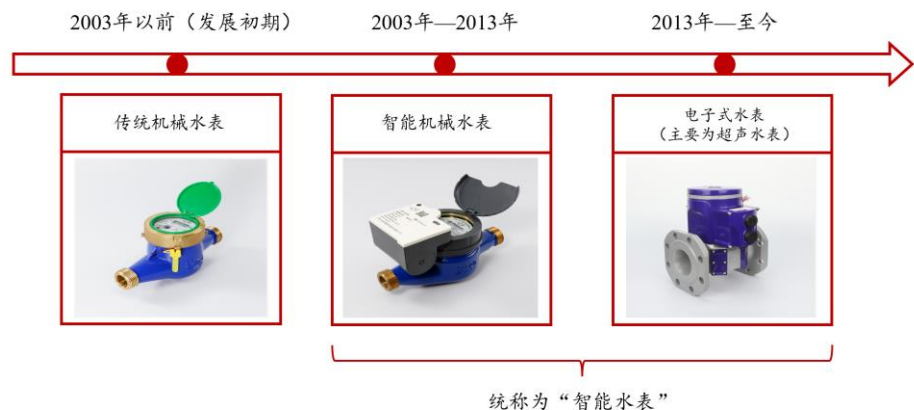
资料来源：迈拓股份招股说明书、宁水集团官网、先锋电子招股说明书、青岛积成公开发行说明书、发改委、浙商证券研究所

2.1.1 水表整体市场逐年增长，2020 年需求量为 7495 万台

我国水表技术的发展经历了三个阶段：①2003 年以前为发展初期，国内水表为传统机械式水表，其原理为流体冲击机械叶轮从而产生转速、记录流量，其原理简易，具有精度低、易磨损、寿命短等缺点。②2003 年以来，随着传感器、远程通讯、无线射频等技术的发展，将机械装置与机电转换相结合的智能机械水表应运而生。③2013 年以来，业内厂商将电子传感技术应用于流体计量领域，生产出了性能优异的电子式水表。

智能机械水表和电子式水表统称为智能水表，目前我国水表存量中仍以传统机械水表为主，智能水表存量较少。

图18：我国水表技术发展历程



资料来源：迈拓股份招股说明书、宁水集团官网、浙商证券研究所

从计量原理上看，智能机械水表和传统机械水表并无本质区别，只是在机械装置的基础上加装了其他辅助装置，而电子式水表则颠覆了传统的流量计量方式，在水表技术发展史上具有重大意义。电子式水表包括射流水表、电磁水表和超声水表，但前两种类型的水表处于概念阶段，尚未成熟应用，目前电子式水表主要为超声水表。

图19：汇中股份超声水表产品结构



资料来源：汇中股份官网、浙商证券研究所

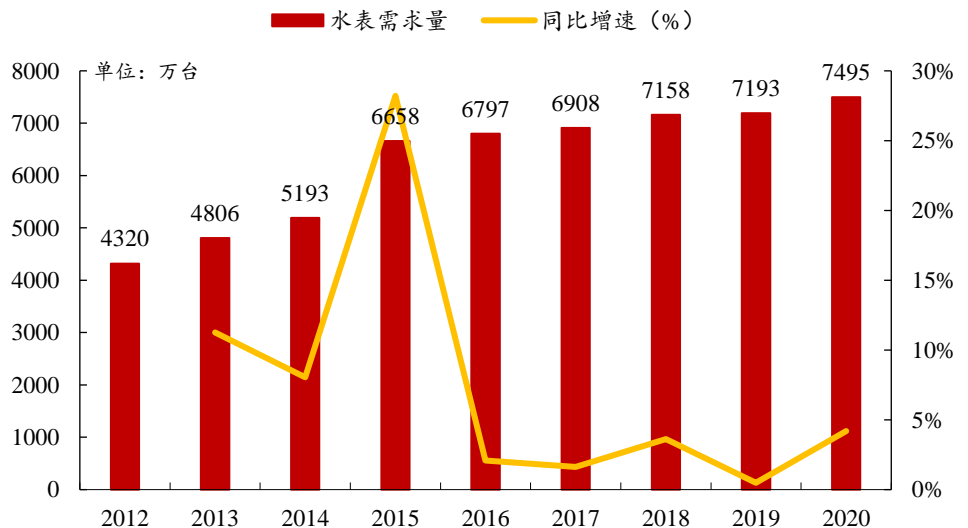
表3：三种水表技术比较

技术类型	核心特性	具体类别
传统机械水表	全机械水表，计量方式为机械原理，精度低、易磨损、寿命短	旋翼式，螺翼式，容积式
智能机械水表	计量方式本质上仍为机械原理，但加入机电转换装置实现数据远传、预付费用水等功能	脉冲式远传水表，直读式远传水表，预付费用水表
电子式水表	从本质原理上颠覆了传统的流体计量方式，各方面性能优异度明显提升，但对水质十分敏感，水垢易造成致命伤害	射流水表，电磁水表，超声水表

资料来源：迈拓股份招股说明书、浙商证券研究所

水表整体市场需求逐年增长。受益于一户一表、三供一业、定期强检轮换、阶梯水价收费等产业政策的推动，2012-2020 年我国水表整体市场需求量呈逐年增长态势，其中2013-2015 年的增速较高，之后增速较低，2020 年的总需求为 7495 万台。

图20：我国水表整体市场需求量呈逐年增长态势

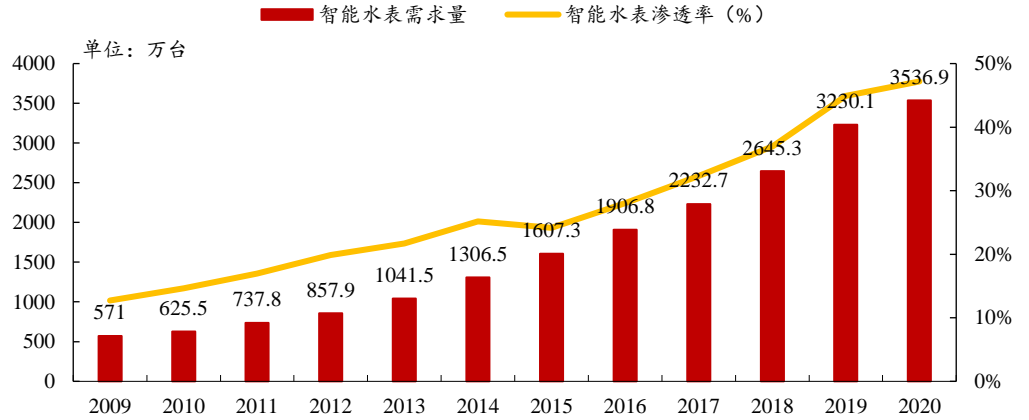


资料来源：青岛积成招股说明书，浙商证券研究所

2.1.2 智能水表渗透率 47%尚处于中期阶段仍有较大提升空间

智能水表需求量增长较快，渗透率快速提升。我国智能水表的需求量从 2009 年的 571 万台增长至 2020 年的 3536.9 万台，增幅近 6 倍，年均复合增长率达 18%，远高于水表总需求增速，智能水表的需求量渗透率从 2009 年的 12.7% 提升至 2020 年的 47.2%，平均每年提升 3.14pcts。

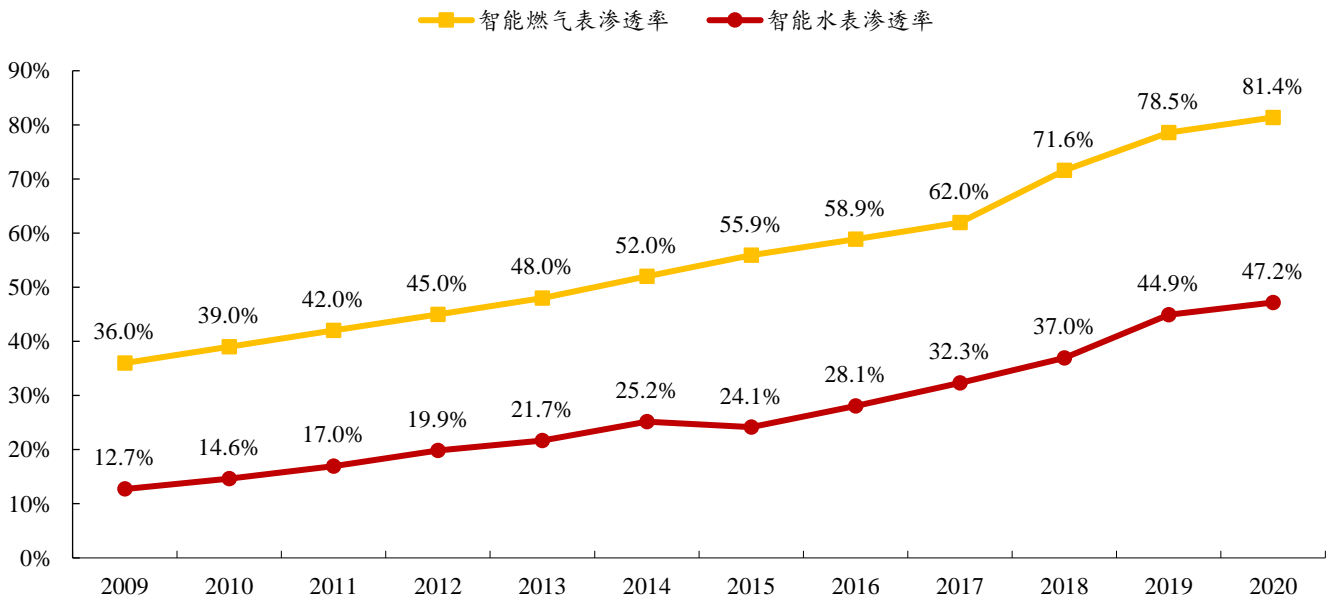
图21：智能水表渗透率快速提升，2020 年为 47.2%



资料来源：青岛积成公开发行说明书、浙商证券研究所

复盘智能燃气表渗透率提升路径，智能水表 2020 年渗透率 47.2% 位于中期阶段，仍有较大提升空间。智能燃气表和智能水表均属于公用事业终端智能化发展的阶段性产品，二者技术属性和应用属性具有一定的相似性，智能化是社会发展的必然趋势和目标，我国燃气系统的起步较早，截止 2020 年智能燃气表的渗透率已经达到 81.4%，而与燃气表同属于公用事业终端产品的智能水表 2020 年渗透率尚不到 50%，参考智能燃气表，可以推断当前阶段绝不是智能水表渗透率的高位。随着智慧水务系统建设、智慧城市建设等政策的推动，智能水表最终有望实现对机械水表的大规模替代，渗透率对标智能燃气表达到 80% 以上。

图22：相比于智能燃气表，智能水表渗透率仍有较大提升空间



资料来源：先锋电子招股说明书、青岛积成公开发行说明书、浙商证券研究所

2.1.3 政策端驱动下超声水表市场有望加速扩张

政策端：2022 年国家连续出台两条政策明确降低漏损率

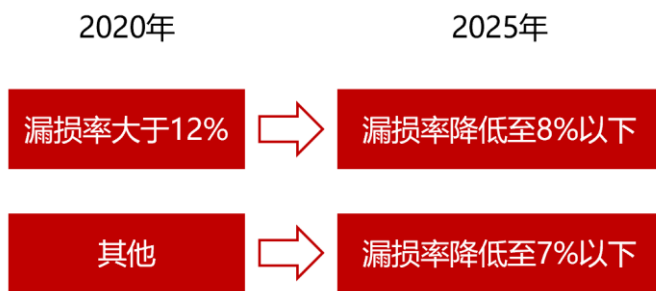
我国管网漏损率相比发达国家有一定差距，国家出台系列政策降低漏损率。长期以来，我国城市供水管网都面临着漏损率十分严重的问题，根据第二届供水高峰论坛相关公开资料，全国 654 个城市平均管网漏损率超过 15%，最高达到 70%以上，与发达经济国家 6%-8%漏损率差距较大，对产销差造成了极为不利的影响，严重损害水资源和经济效益。面对我国漏损率亟需解决的迫切局面，2022-2023 年，国家已出台三条相关政策助力漏损率控制：

(1) 2022 年 1 月：国家发改委与住建部联合发布《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》，明确表示 2025 年前将城市供水管网漏损率降到 9% 以下。

(2) 2022 年 3 月：发改委、住建部发布《关于组织开展公共供水管网漏损治理试点建设的通知》，计划选择不超过 50 个具有较好示范推广意义的城市(县城)建成区开展试点，并要求到 2025 年，公共供水管网漏损率高于 12%(2020 年)的试点城市(县城)建成区，2025 年漏损率不高于 8%;其他试点城市(县城)建成区，2025 年漏损率不高于 7%。

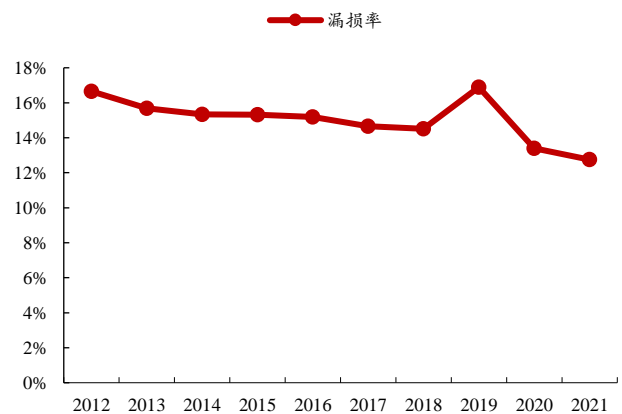
(3) 2023 年 1 月：发改委和住建部发布《关于印发公共供水管网漏损治理重点城市(县城)名单的通知》，50 个重点城市(县城)已经确定，政策逐渐落地。

图23： 发改委、住建部对试点城市的要求



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图24： 2012-2021 年中国城市平均供水管网漏损率

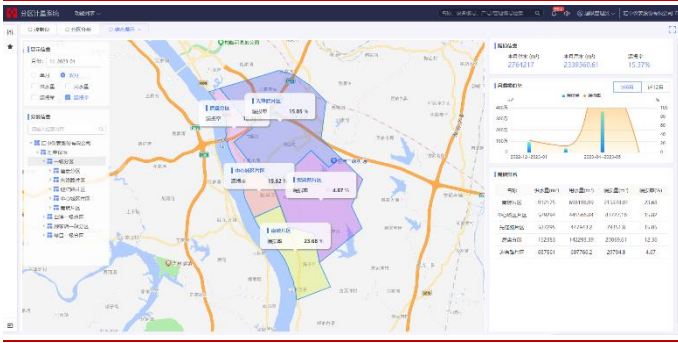


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

相比于智能机械表，大口径管网用超声水表（超声流量计）可以实时监控瞬时流量实现 DMA 分区计量，是降低漏损率的必然选择。供水管网为地下设施，检漏难度极大，传统机械水表和智能机械水表无法对流速和流量实时监测，一旦发生漏损，不但无法及时预警，还只能通过听漏的方式寻找漏点，时效慢，严重浪费水资源，而超声流量计可以实时监测水流参数并报送数据中心，以分区计量（DMA）的方式将入水量和出水量进行比较，预警漏损并准确定位漏损点，从而有针对性地开展止损工作。

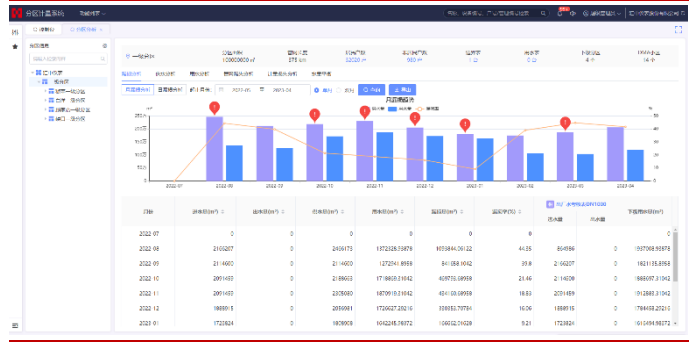
政策明确指出“实施供水管网分区计量工程”，超声流量计需求扩张确定性较高。2022 年 2 月份出台的《关于组织开展公共供水管网漏损治理试点建设的通知》提出了五项建设内容，其中第二项即是“实施供水管网分区计量工程，依据《城镇供水管网分区计量管理工作指南》，按需选择供水管网分区计量实施路线，开展工程建设。”明确的政策指引利好超声流量计的需求扩张。

图25: 分区计量管理 (DMA)



资料来源: 汇中股份官网、浙商证券研究所

图26: 超声波水表实时监测并预警漏损情况



资料来源: 汇中股份官网、浙商证券研究所

2.2 超声波水表市场空间测算: 2030 年远期规模约 70 亿元, 2023-2030 年行业 CAGR 约 23%

超声波水表市场空间测算关键假设:

智能水表需求量: 根据北京智研科信咨询有限公司出具的《2020-2026 年中国智能水表市场深度调查与投资前景分析报告》, 2020-2024 年智能水表的市场需求量分别为 3732 万台、4360 万台、4996 万台、5580 万台、6130 万台, 增速分别为 15.5%、16.8%、14.6%、11.7%、9.9%。(注: 数据根据图片用图像处理软件提取而来, 存在±1%误差), 但新冠疫情对下游管网改造、智慧城市建设等造成了一定程度的不利影响, 实际上 2020 年智能水表的需求量增速仅为 9.5% (参考本报告图 21), 且 2021-2022 年疫情影响持续存在, 疫情造成的下游需求缺口预计在 2023 年快速释放。综上我们假设 2021 和 2022 年智能水表需求量增速为 9%, 2023-2030 年分别为 15%、13%、11%、9%、7%、5%、5%、5%。

超声波水表渗透率: 根据迈拓股份招股说明书中的测算, 到 2024 年超声波水表占智能水表的渗透率为 6.05%至 12.38%, 2019 年超声波水表市场需求不足 100 万, 粗略按 100 万计算, 2019 年智能水表的需求量为 3230 万只, 则 2019 年超声波水表在智能水表中的渗透率约为 3%。随着超声波水表优势凸显, 其渗透率提升预计有加快趋势。综上我们假设 2019-2024 年超声波水表的渗透率分别为 3%、4%、5.5%、7.5%、9.5%、11.5%, 2025-2030 年每年增长 2.5%。

超声波水表市场价格: 根据前瞻产业研究院 2021 年汇中股份和迈拓股份的超声波水表平均价格为 376 元/只, 迈拓股份和汇中股份均为行业内第一梯队公司, 零部件自制率高且技术先发优势明显, 故我们认为其产品定价可以反映市场整体情况。随着超声波水表渗透率的提升, 超声波水表企业规模效应扩大, 预计单价有所降低, 因此我们假设 2019-2030 年超声波水表市场整体单价为 400 元、390 元、380 元、370 元、360 元、350 元、345 元、340 元、335 元、330 元、325 元、320 元。

表4: 超声波水表 2030 年远期空间约 70 亿元, 2023-2030 年 CAGR 为 23%

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
智能水表需求量增速		9.5%	9.0%	9.0%	15.0%	13.0%	11%	9%	7%	5%	5%	5%
智能水表需求量 (万台)	3230	3537	3855	4202	4833	5461	6062	6607	7070	7423	7794	8184
× 超声波水表渗透率	3.00%	4.00%	5.50%	7.50%	9.50%	11.50%	14.00%	16.50%	19.00%	21.50%	24.00%	26.50%
=超声波水表需求量 (万台)	97	141	212	315	459	628	849	1090	1343	1596	1871	2169
× 超声波水表价格	400	390	380	370	360	350	345	340	335	330	325	320
=超声波水表市场规模 (亿元)	3.9	5.5	8.1	11.7	16.5	22.0	29.3	37.1	45.0	52.7	60.8	69.4
同比增速		42%	46%	45%	42%	33%	33%	27%	21%	17%	15%	14%

资料来源: 迈拓股份招股说明书、前瞻产业研究院、浙商证券研究所测算

2.3 超声热量表技术优势明显，2019-2023 年需求量 CAGR 为 10%

智能热量表与智能水表分别对标供热系统和水务系统，均为我国智慧城市建设的重点仪表设备。我国的北方集中供热系统采取的是水流热交换的形式，热量表的作用就是测量、计算和显示水流传导出的热量的多少。从测量原理分，热量表可以分为机械式、电磁式和超声波式，其中智能热量表指的是电磁式和超声波式。相比于机械式和电磁式，超声波式具有一定的性能优势。

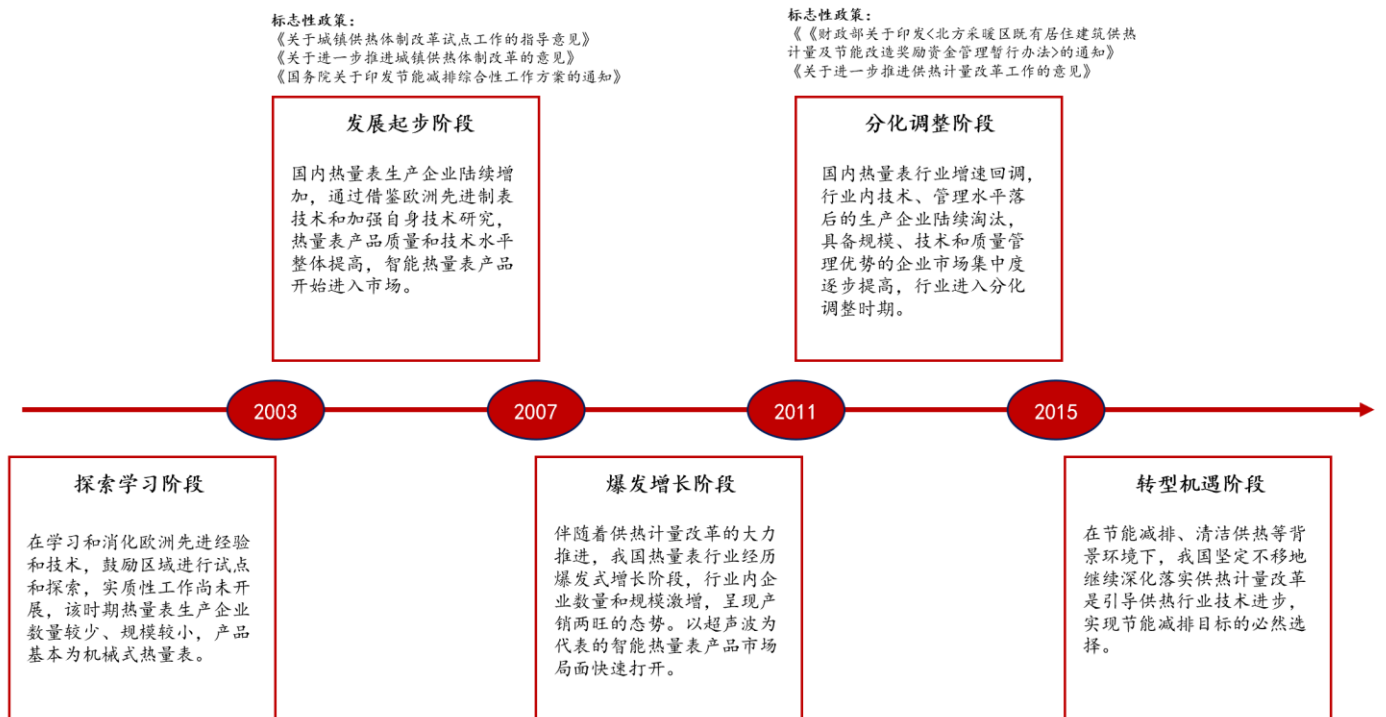
表5：三种热量表性能对比

	机械式	电磁式	超声波式
工作原理	基于水表原理改制，通过测定叶轮的转速来测量载热流体的流量，从而测得热量	根据系统中流量传感器的流量信号和配对温度传感器检测的供回水温度信号，以及水流经的时间计算显示该系统所释放或吸收的热量	基于在管道中安装声波发生器，通过测量超声波在载热流体中的传播的速度差测得流量，从而测得流量
性能特点	受异物杂质影响、易卡死；机械转动部件长期高温运转易损坏；流量测量精度不高、流体速度较低时不能有效计量；维修要求高、费用高	无堵塞，压力损失小，耐久性和寿命长；电磁流量传感器结构复杂，制造工艺繁琐，生产成本极高，价格相对较高；只能测量导电性液体作为载热流体的热量（流量）；功耗相对较高，因此目前只能采用 220V 市电供电；高温下容易结垢，影响计量精度；小口径电磁式制作难度及价格较高	无任何机械运动、无磨损、不易坏；能满足腐蚀性流体的测量要求；不受恶劣水质影响、计量可靠性较高；维修简便、综合使用成本低

资料来源：天罡股份招股说明书，浙商证券研究所

我国热量表行业当前正处于转型机遇阶段。我国热量表行业的发展具有政策驱动的特性，整体来看，我国热量表行业经历了探索学习、发展起步、爆发增长、分化调整等历史阶段，“十三五”期间伊始，国家相关部门先后从政策、法律等方面对供热计量改革、节能减排工作提出实施意见和规划部署，各地方政府陆续出台了相应配套政策，行业当前正处于转型机遇阶段。

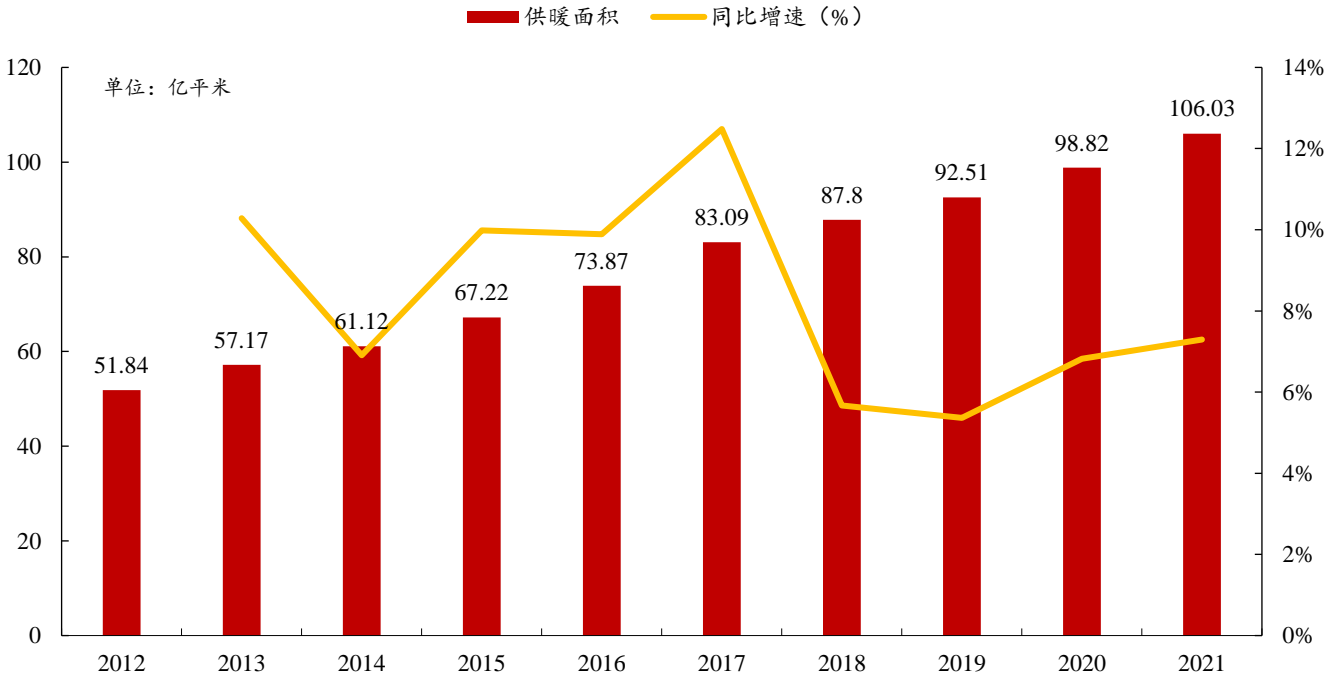
图27：我国热量表行业的发展历程



资料来源：迈拓股份招股说明书，浙商证券研究所

供热面积增长+供热计量改革，超声热量表需求稳步增长。 热量表的需求规模与我国的供热面积具有较大的相关性，近十年来，我国采暖地区城镇人口数量持续增长，房屋竣工面积保持较高水平，受此影响，2012-2021年，我国城市集中供热面积从51.84亿平方米增长至106.03亿平方米，年复合增长率超过8%，对热量表行业的发展起到了较大的促进作用。

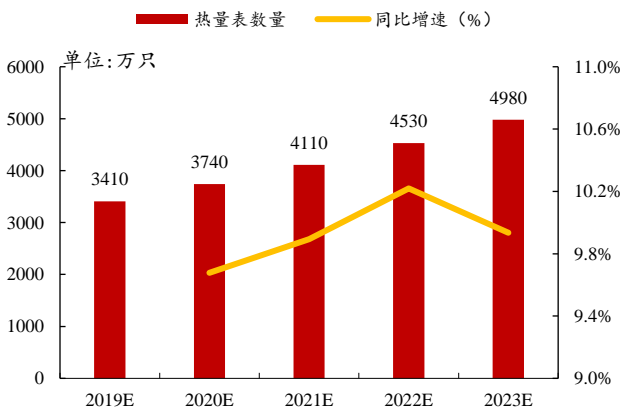
图28：2012-2021年我国城市集中供热面积年均增长超8%



资料来源：天罡股份招股说明书，浙商证券研究所

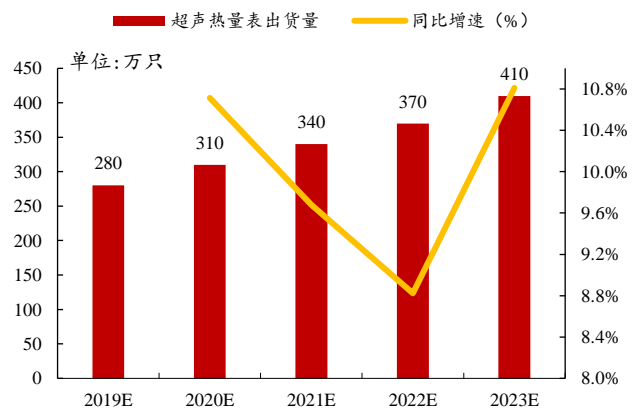
近年来，国家出台了多项热计量领域相关政策，如2016年的《中华人民共和国节约能源法》明确了分户计量热量并收取供暖费，2017年的《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021年）》指出要大力推行集中供暖地区居住和公共建筑供热计量。在相关政策的指引下，根据中国计量协会热能表工作委员会相关测算数据，热量表存量预计从2019年的3410万只增加到2023年的4980万只，超声热量表的市场需求量预计从2019年的280万只增加到2023年的410万只，CAGR10%。

图29：2019-2023年热量表数量



资料来源：天罡股份招股说明书，浙商证券研究所

图30：2019-2023年超声热量表市场需求量



资料来源：天罡股份招股说明书，浙商证券研究所

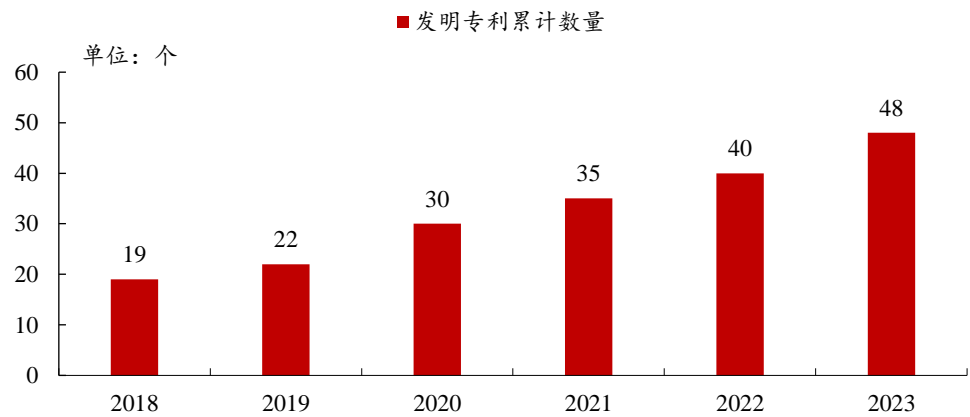
3 公司分析：核心零部件自制率高，下游应用领域持续拓展

3.1 研发实力雄厚，发明专利数量持续提升

董事长张力新先生为高级工程师、中国计量协会能源计控技术工作委员会副主任。公司董事长张力新先生具有多年研发从业经历，曾先后担任铁道部第三勘测设计院助理工程师、煤炭科学研究总院唐山研究院水力采煤研究所高级工程师，具有深厚的技术背景，还担任中国计量测试学会流量计量专业委员会委员、全国城镇供热标准化技术委员会委员、中国计量协会能源计控技术工作委员会副主任等职位，是流体测量领域的专家，在公司的技术研发方面起到了一定的引导助力作用。

公司专注流体测量领域的技术研发，创新驱动发展，专利数量不断提升，2018-2023 年公司的累计发明专利数量分别为 19、22、30、35、40、48，目前公司共有专利 184 项，其中发明专利 48 项、实用新型专利 97 项、外观设计专利 39 项。

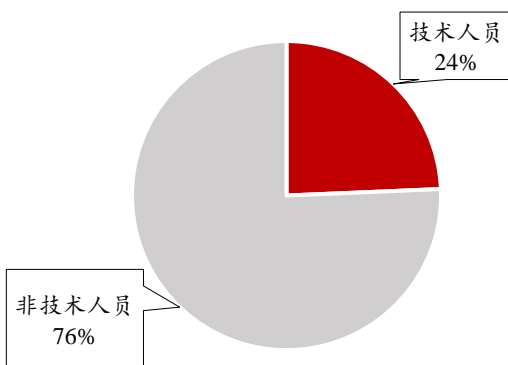
图31： 公司发明专利数量持续提升



资料来源：爱企查、浙商证券研究所

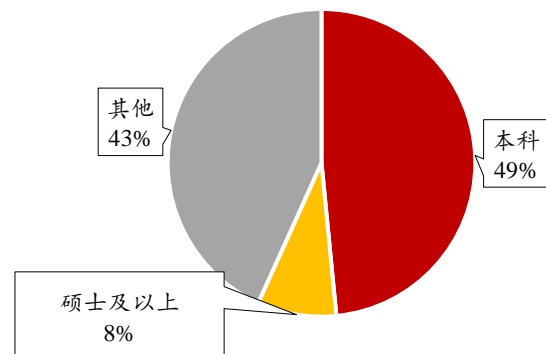
截止 2022 年末汇中公司职工总数 518 人，技术人员占职工总数的 24%；本科及以上学历人数占职工总数的 57%；硕士及以上学历人数占职工总数的 8%。公司采取科研梯队式储备战略，通过自主培养与外部引进相结合的方式，已经形成了一支专业的管理、技术、生产和营销服务团队，该团队骨干成员在专业领域内平均工作 10 年以上，不仅具有开放的管理思维、丰富的技术研发经验和市场营销经验，而且对超声测流、供水计量、供热计量在广度和深度上都拥有着深刻的认识。

图32： 技术人员占职工总数的 24%



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图33： 本科及以上学历人数占比 57%




资料来源：公司年报、浙商证券研究所

3.2 自制核心零部件自用+外销，降本同时带动营收提升

为了提高核心零部件的自制能力，在更大程度上实现产业链的自主可控，公司于 2019 年 10 月设立全资子公司汇中科技唐山有限公司（汇中科技），汇中科技专注于标准流量传感器组件的研发、销售及相关技术服务，长期致力于超声测流核心技术的输出与推广，旨在帮助合作伙伴更简单、更高效的应用超声测流技术、建立自己的超声仪表生产能力，以更大程度推广超声测流技术和提高超声测流行业市场渗透率。

汇中科技目前已具备传感器、模组、换能器、检定装置、智能产线的全产业链产品系列，能够为合作伙伴提供全周期、多模式的综合解决方案。2022 年汇中科技实现营业收入 531.54 万元，同比增长 340%，在夯实公司核心竞争力的同时为公司带来了新的利润增长点。

表6：汇中科技已实现模组、传感器、换能器等关键零部件的研发制造

零部件名称	图示	性能优势
HKM 智能模组		超低功耗设计，支持 1 节电池连续工作 10 年以上 内置流量测量、积算、修正算法，加快产品开发进度 低始动流量，高量程比
换能器		可用于液体（水）流量和供热热量的计量 可作为液体传感器使用 满足饮水安全标准 可直接与液体接触，耐高温、耐高压，具有较好的一致性、稳定性和灵敏度
超声水表传感器		超低功耗设计，支持 1 节电池连续工作 10 年以上 内置流量测量、积算、修正算法，加快产品开发进度 低始动流量，高量程比 整机 IP68 设计，可长期浸水工作 阀控水表可内置蝶阀

资料来源：汇中科技官网、浙商证券研究所

3.3 下游客户范围广泛，应用领域持续拓展

深耕行业多年，公司建立了良好的品牌形象，培育了丰富的优质客户群体。在国内市场公司拥有超 3000 家供水客户和超 2000 家供热客户，以及数百家工业客户和水利项目客户，实现了全省份覆盖；在国际市场，公司产品已经成功实现对澳大利亚等国家地区的批量产品供应，并已经与东南亚、南亚、非洲、拉丁美洲、欧洲、中东等地区的代理商建立了业务上的联系。

图34: 公司客户优势明显

国内典型客户

国外客户分布

供水客户	广州市水务投资集团有限公司 深圳市水务(集团)有限公司 北京市自来水集团有限责任公司	超3000家	澳大利亚	加拿大	斯里兰卡
供热客户	北京能源集团有限责任公司 天津能源投资集团有限公司 郑州热力集团有限公司	超2000家	意大利	墨西哥	巴西
工业客户	中国石化天津分公司 中国石化燕山石化公司 大庆石油管理局有限公司	超500家	荷兰	新西兰	智利
水利项目	拉洛水利枢纽及配套灌区工程 吉林中部城市引松供水工程 广州西江引水工程	超200个	法国	新加坡	秘鲁
			西班牙	印度尼西亚	哥伦比亚
			德国	马来西亚	厄瓜多尔
			波兰	韩国	肯尼亚
			罗马尼亚	泰国	南非
			希腊	越南	尼日利亚
			爱沙尼亚	印度	坦桑尼亚
			土耳其	沙特阿拉伯	索马里
			美国	阿曼

资料来源: 汇中股份宣传册、浙商证券研究所

公司的超声计量产品口径范围涵盖 DN15-DN15000, 应用场景多元化, 下游领域十分广泛, 除民用外还包括水利、水电、石化、热电、钢铁、煤炭等领域, 此外, 公司还积极拓展其他应用领域, 寻找业绩的增量空间。2022 年, 公司成功参与和中标了核电领域的相關项目。

表7: 公司工业项目案例

项目名称	项目效果
泰山核电站三期超声波流量装置项目	最终汇中产品克服了技术困难, 通过泰山核电站技术、安全委员会的双重认证, 成功于海底渠水涵洞中安装了 SCL-9 系列超声流量计。汇中超声流量计仪表的安装开创了涵洞计量仪表的先河, 为核电站的水量计量和监测提供了宝贵数据。
钢铁集团高炉本体综合改造项目	汇中的 SCL-6 系列数字超声流量计在钢铁集团的 3#高炉应用以来, 流量检测准确度高、稳定性好, 可在线不停水维修和更换, 易安装及维护, 极大地方便了现场工作, 有效提高了高炉生产效率。
钢铁企业多场景综合计量项目	汇中多款超声流量计产品先后应用于该钢铁企业的一级、二级网等多个场景的综合用水计量现场, 仪表使用效果良好。此项目使得汇中与该企业形成了长期稳定的合作关系。

资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

收入端关键假设:

- 1) 超声水表收入:** 我国的水表技术经历了从机械表到智能机械表再到超声水表的持续迭代过程, 智能机械表和超声水表统称为智能表。当前智能表的渗透率约 50%处于中期阶段, 对标同属于公用事业的智能燃气表渗透率有望提升至 80%以上有较大的提升空间, 当前超声水表处于渗透早期阶段, 超声水表凭借良好的性能优势能满足降低漏损率的政策端要求和减少产销差提高经济效益的需求端要求, 在政策+需求的双轮驱动下超声水表的渗透率预计快速提升。2023 年疫情影响大幅减弱, 2019-2022 年受疫情影响下游开工率低交付缓慢, 需求缺口预计在 2023 年快速释放带来行业景气度提升, 汇中股份的超声水表零部件自制率高, 先发优势明显, 属于国内超声水表行业的第一梯队, 有望受益于行业渗透率提升趋势收入快速提升。综上所述我们预计 2023-2025 年超声水表收入增速分别为 36%、33%、30%。
- 2) 超声热量表收入:** 随着国家相关政策的推进以及碳中和、碳达峰等目标对节能减排提出更高的要求, 热量表作为我国推动城市供热体制改革、供热节能改造、实现智慧供热的关键设备, 在我国节能减排、可持续发展、碳达峰碳中和的大背景下, 其市场预计呈现持续增长趋势, 此外, 近年“三供一业”改造、部分冬冷夏热南方城市供热、楼宇节能计费市场, 为智能热量表产品提供新的市场, 叠加疫情结束提振下游开工率和交付进度从低点恢复, 下游需求有望修复。综上所述我们预计超声热量表 2023-2025 年收入增速分别为 30%、20%、15%。
- 3) 超声流量计收入:** 公司的超声流量计具有安装维护方便、质量可靠、功耗低等优点, 广受客户好评, 且公司的超声流量计适用性强, 应用范围广, 在供水、工业、水利、石化、热电、煤炭等行业均有应用, 公司还积极开拓其他应用领域, 2022 年参与和中标了核电领域的相关项目。超声流量计为大口径超声水表类产品, 同样受益于行业渗透率提升趋势, 预计随着疫情结束下游工业领域开工率恢复将会提振对于超声流量计的需求, 行业景气度将快速恢复。综上所述我们预计 2023-2025 年超声流量计的收入增速分别为 40%、35%、30%。

盈利端相关假设:

- 1) 超声水表毛利率:** 2019-2021 年公司的超声水表毛利率分别为 49.8%、46.7%和 47.2%, 维持在接近 50%的水平, 2022 年受到疫情导致原材料价格上涨等因素的影响, 毛利率下降至 39.1%, 公司的超声水表零部件自制率高, 预计随着疫情影响消除逐渐有所恢复。综上所述我们预计 2023-2025 年超声水表毛利率分别为 42%、44%、46%。
- 2) 超声热量表毛利率:** 2018-2022 年公司的超声热量表毛利率分别为 59.8%、58.8%、55.2%、59.9%、58.6%, 除 2020 年外均保持在接近 60%的水平, 整体比较稳定。综上所述我们预计 2023-2025 年超声热量表毛利率为 59%、60%、60%。
- 3) 超声流量计毛利率:** 超声流量计为工业用大口径流体计量产品, 属于公司的高价值量产品, 毛利率远高于超声水表和热量表, 2018-2022 年毛利率分别为 82.3%、81.6%、78.3%、84.2%、85.1%, 除 2020 年外均在 80%之上。综上所述我们预计 2023-2025 年超声流量计毛利率分别为 85%、85%、85%。

表8: 分业务预测表

单位: 百万元		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入	425	524	507	672	865	1088
	收入增速	18%	23%	-3%	33%	29%	26%
	成本	197	235	254	327	411	505
	毛利率	54%	55%	50%	51%	53%	54%
	毛利	228	289	253	345	455	583
超声水表	收入	217	289	303	413	549	713
	收入增速	56%	33%	5%	36%	33%	30%
	成本	116	153	185	239	307	385
	毛利率	47%	47%	39%	42%	44%	46%
	毛利	101	137	119	173	241	328
超声热量表	收入	127	144	103	134	160	184
	收入增速	-14%	14%	-29%	30%	20%	15%
	成本	57	58	43	55	64	74
	毛利率	55%	60%	59%	59%	60%	60%
	毛利	70	86	60	79	96	111
超声流量计	收入	49	44	49	69	93	121
	收入增速	30%	-10%	13%	40%	35%	30%
	成本	11	7	7	10	14	18
	毛利率	78%	84%	85%	85%	85%	85%
	毛利	38	37	42	59	79	103
其他业务	收入	32	47	52	57	63	69
	收入增速	-11%	45%	11%	10%	10%	10%
	成本	/	/	20	23	25	28
	毛利率	/	/	62%	60%	60%	60%
	毛利	/	/	33	34	38	42

资料来源: Choice、浙商证券研究所

4.2 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司营收为 6.7、8.7、10.9 亿元，同比增长 33%、29%、26%；归母净利润为 1.7、2.3、2.9 亿，同比增长 59%、32%、26%，对应 PE 为 15、11、9 倍。

在硬件和软件方面双管齐下，以智慧管理系统赋能超声波计量技术，以软硬件相结合的方式实现供水计量领域和供热计量领域的智能化管理，研发实力雄厚，全资子公司汇中科技目前已具备传感器、模组、换能器、检定装置、智能产线的全产业链产品系列，零部件自制率高，客户优势明显，下游应用领域十分广泛，具有明显的先发优势，在政策推动下国家大力发展智慧城市建设，智能水表的大规模应用具有确定性，而超声水表凭借始动流量低、量程比大等性能优势，在降低产销差方面发挥关键作用，受到下游水司青睐，预计加速替代智能机械水表，根据我们测算超声水表 2030 年约 70 亿市场空间，2023-2030 年预计复合增速约 23%。

预计公司 2022-2025 三年归母净利润复合增速为 38%。超声水表目前渗透率较低，行业处于景气向上拐点，未来渗透率提升趋势明显，公司为国内超声水表第一梯队企业，零部件自制率高，研发实力雄厚，具有明显的先发优势和护城河，随着疫情影响解除下游开工率上升，招投标节奏恢复，公司盈利能力预计从 2022 年的低点逐渐恢复。公司 2022-2025 年归母净利润复合增速为 38%，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9: 公司 2022-2025 年归母净利润 CAGR38%高于业绩平均值 34%

公司名称	证券代码	归母净利润 (亿元)				PE				加权 ROE (2022)	PB (LF)
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
迈拓股份	301006.SZ	1.1	1.8	2.5	3.2	19.9	18.9	13.9	10.8	9.8	3.1
金卡智能	300349.SZ	2.7	3.8	4.8	5.9	14.9	15.3	12.1	9.8	7.2	1.4
平均		1.9	2.8	3.6	4.5	17.4	17.1	13.0	10.3	8.5	2.3
汇中股份	300371.SZ	1.1	1.7	2.3	2.9	23.5	14.8	11.2	8.9	11.3	2.5

资料来源: Wind、浙商证券研究所 (注: 汇中股份为浙商机械预测, 其余为 Wind 一致预期; 平均值剔除宁水集团; 截止 2023 年 5 月 8 日收盘)

5 风险提示

5.1 智能水表需求提升不及预期

公司核心产品超声水表是智能水表的一种，智能水表受益于政策驱动下游市场需求增大是公司实现营收增长的关键假设，若智能水表的下游需求提升不及预期，则可能会导致公司下游市场缩减，将消极影响传导至公司的订单及收入情况。

5.2 超声水表渗透率提升不及预期

超声水表的渗透率处于初期阶段，超声水表凭借性能优势加速替代智能机械表是公司受益于行业市场增长的重要假设，若超声水表的渗透率提升不及预期，则会导致超声水表的下游市场缩减，公司产品推广和销售收到一定阻力，使公司的营收和业绩面临较大的不确定性，对公司的核心成长逻辑带来一定的消极影响。

5.3 客户拓展不及预期

公司客户基础扎实，下游应用领域广泛，且公司积极开拓核电等领域客户及海外市场，寻求更大的业绩增长空间，若公司的客户拓展不及预期，则会在一定程度上影响公司的产品销售渠道从而阻碍销量大幅度提升，对公司的营收及业绩造成负面影响。

5.4 测算偏差风险

本报告中 2019-2030 年超声水表市场规模空间测算有数个关键假设，存在实际情况不及预期的可能性，因此在一定程度上存在测算偏差风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	703	972	1259	1622
现金	98	276	380	575
交易性金融资产	63	80	61	68
应收账款	227	297	389	456
其它应收款	13	15	21	26
预付账款	37	27	39	54
存货	235	207	300	385
其他	31	70	69	57
非流动资产	490	419	414	400
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	306	287	268	249
无形资产	65	64	62	61
在建工程	2	2	1	1
其他	116	67	82	89
资产总计	1193	1392	1673	2021
流动负债	181	193	247	308
短期借款	0	0	0	0
应付款项	152	151	202	261
预收账款	0	0	0	0
其他	29	43	45	47
非流动负债	16	15	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他	16	15	16	16
负债合计	197	209	262	324
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	996	1183	1411	1698
负债和股东权益	1193	1392	1673	2021

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	25	177	80	195
净利润	109	172	228	287
折旧摊销	24	22	22	22
财务费用	(0)	(3)	(5)	(7)
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	130	(94)	(66)	(37)
其它	(236)	82	(98)	(68)
投资活动现金流	39	(16)	19	(6)
资本支出	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	36	(16)	19	(6)
筹资活动现金流	(55)	17	5	7
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(55)	17	5	7
现金净增加额	8	178	104	196

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	507	672	865	1088
营业成本	254	327	411	505
营业税金及附加	8	11	14	18
营业费用	58	74	93	114
管理费用	35	44	55	67
研发费用	34	43	55	66
财务费用	(0)	(3)	(5)	(7)
资产减值损失	22	6	10	23
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	26	25	26	26
营业利润	125	197	260	329
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	125	198	260	329
所得税	16	25	33	42
净利润	109	172	228	287
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	109	172	228	287
EBITDA	147	216	277	344
EPS (最新摊薄)	0.65	1.03	1.36	1.71

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-3.06%	32.51%	28.67%	25.77%
营业利润	-36.51%	58.27%	31.84%	26.44%
归属母公司净利润	-37.39%	58.71%	32.13%	26.07%
获利能力				
毛利率	49.94%	51.33%	52.55%	53.61%
净利率	21.39%	25.62%	26.31%	26.37%
ROE	11.23%	15.81%	17.55%	18.47%
ROIC	10.76%	14.35%	15.83%	16.53%
偿债能力				
资产负债率	16.52%	15.00%	15.68%	16.02%
净负债比率	0.21%	0.11%	0.12%	0.10%
流动比率	3.89	5.02	5.11	5.26
速动比率	2.59	3.96	3.89	4.01
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.52	0.56	0.59
应收账款周转率	2.07	2.55	2.45	2.42
应付账款周转率	3.37	3.79	3.64	3.64
每股指标(元)				
每股收益	0.65	1.03	1.36	1.71
每股经营现金	0.15	1.06	0.48	1.16
每股净资产	5.94	7.05	8.41	10.12
估值比率				
P/E	23.50	14.80	11.20	8.89
P/B	2.56	2.16	1.81	1.50
EV/EBITDA	11.73	10.15	7.61	5.55

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>