

超声波水表行业引领者 买入 (首次)

2021年07月20日

证券分析师 刘博

执业证号: S0600518070002
18811311450

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号: S0600520070005
18806288427

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	420	611	857	1212
同比 (%)	34.0%	45.4%	40.1%	41.4%
归母净利润 (百万元)	174	244	340	467
同比 (%)	38.6%	40.0%	39.4%	37.1%
每股收益 (元/股)	1.67	1.75	2.44	3.35
P/E (倍)	17.23	16.41	11.77	8.58

投资要点

- **高毛利率、高净利率、高 ROE 的超声波智能水表行业领军者:** 2020 年公司实现毛利率 61%、净利率 41%、加权 ROE37%。公司从管网供水、供热系统全局出发, 开发出基于智能水表/智能热量表的解决客户痛点的智慧水务、节能供热提供系统的解决方案。公司将软硬件相结合, 依托智慧水务平台增加客户对其智能水表的产品粘性, 收获客户口碑; 在国际市场上, 公司智能水表受到中东、非洲、欧洲等地区客户的青睐。
- **我国智能水表向 2.0 迈进, 超声波智能水表渗透率不足 1%:** 我国智能超声波水表市场空间很大, 虽然智能水表渗透率已提升至 44.91%, 但超声波水表的渗透率仍不足 1%。我国智能水表市场规模进入快速发展期, 超声波水表渗透率有望显著提升。智能水表迎合了供水企业智慧水务的需求, 是产业发展方向。我们预计我国超声波水表的渗透率从 2019 年的 1% 上升至 2024 年的 12% 左右。智能水表的应用及渗透率提升是智慧水务建设的重要一环。一方面, 智慧水务需要通过智能水表实时感知城市供排水系统的运行状态, 形成“城市水务物联网”; 另一方面, 通过智能水表实时采集并上传至云端为供水部门提供智慧化决策支持。
- **管网智能化改造+农村饮用水建设, 我国水表行业进入智能表时代:** 智能水表是管网数据的最重要的采集器, 十四五期间智能水表替代传统机械表的逻辑清晰。十三五期间, 得益于 NB-IoT 窄带无线网络技术在成熟+国家水资源保护计划等政策推动, 智能水表的销售收入占比有了大幅度提升; 进入十四五期间, 随着供水企业(水表行业的主要客户)工作重心转移到供水管网的精细化、数字化管理上, 智能水表作为管网数据(水流、水压、水质、漏渗、工况等)的最重要的采集器, 智能水表替代传统机械表的逻辑清晰。
- **公司领先的产品力筑起强有力的护城河:** 公司产品力、产品工艺优势显著。在智能超声波水表领域, 公司拥有丰富的行业经验和技術积累, 掌握了超声波流传感器技术、超声测流零点控制技术、低功耗阀门控制技术和低功耗计量技术等与产品性能相关的核心技术依托在超声波流体测量领域多年技术研发积累, 公司在产品技术研发以及城市供水、供热智能管理平台的开发建设方面取得了多项技术成果。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2021-2023 年公司营业收入为 6.11 亿元、8.57 亿元、12.12 亿元, 增速分别为 45.4%、40.1%、41.4%; 归母净利润分别为 2.44 亿元、3.40 亿元、4.67 亿元, 增速分别为 40.0%、39.4%、37.1%; EPS 分别为 1.75 元、2.44 元、3.35 元, 对应 PE 为 16、12、9 倍。考虑到公司是超声波水表行业市占率最高的公司(2019 年约为 50%) + 智能水表 2.0 时代的到来, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行的风险; 我国智能水表业务进程不及预期的风险; 公司产能投放不及预期的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.75
一年最低/最高价	27.10/43.38
市净率(倍)	3.23
流通 A 股市值(百万元)	949.90

基础数据

每股净资产(元)	5.55
资产负债率(%)	15.84
总股本(百万股)	139.28
流通 A 股(百万股)	33.04

相关研究

内容目录

1. 公司简介：超声波智能水表、热量表行业领军者	4
1.1. 高毛利率、高净利率、高 ROE 的超声波智能水表领军者	4
1.2. 公司董事长矢志超声波水表研发与工艺改进	5
2. 我国智能水表向 2.0 迈进，目前超声波智能水表渗透率不足 1%	6
2.1. 超声水表迎合了供水企业智慧水务的需求，是产业发展方向	6
2.2. 我国智能水表市场规模进入快速发展期，超声波水表渗透率有望显著提升	8
3. 管网智能化改造+农村饮用水建设，我国水表行业进入智能表时代.....	10
3.1. 行业驱动因素一：管网智能化改造直接促进水表行业进入智能表时代	10
3.2. 行业驱动因素二：十四五期间农村饮用水建设为智能水表带来增量需求	11
3.3. 行业驱动因素三：国家节水行动计划、智慧城市等政策的驱动	12
4. 公司核心竞争力分析	13
4.1. 领先的产品力和产品工艺	13
4.2. 搭载智慧水务的智能水表产品，大大增加了客户粘性	14
4.3. 拥有海外国家市场准入资质，迎合了海外客户的需求	15
5. 盈利预测和投资评级	16
6. 风险提示	17

图表目录

图 1: 2018-2021Q1 公司营业收入和归母净利润情况 (亿元)	5
图 2: 2018-2020 年公司毛利率、净利率和 ROE 情况	5
图 3: 公司超声水表收入、毛利率及营收占比	5
图 4: 2017-2019 年主流智能水表产品价格 (元)	5
图 5: 公司股权结构图 (截至 2021/6/7)	6
图 6: 迈拓股份智慧水务管理平台	8
图 7: 2009-2019 年我国智能水表产品需求情况	9
图 8: 2020-2026 全国智能水表行业产销预测	9
图 9: 我国水表行业正在从智能机械表时代向电子水表时代	10
图 10: 智能水表是实现智慧水务解决方案的基础, 是水务物联网的数据采集器	11
图 11: 2010-2019 年我国乡镇供水普及率	12
图 12: 公司水表产品销售中搭载智慧水务软件平台	15
表 1: 水表行业主要技术路线及其商业化应用	7
表 2: 国家节水行动计划、智慧城市建设等政策梳理	13
表 3: 公司核心技术及简介	14
表 4: 公司分业务营收预测 (单位: 百万元)	16
表 5: 行业可比公司情况 (采用 2021.7.18 收盘价计算)	17

1. 公司简介：超声波智能水表、热量表行业领军者

公司自成立以来，专注于超声波流体测量技术的研发和应用，公司主要产品智能超声波水表类产品和智能超声热表类产品，广泛应用于城市供水、集中供热、消防安全等领域，其中智能超声波水表类产品为公司主要产品，近年来收入增长迅速。公司智能水表业务覆盖全国 30 多个省、自治区、直辖市，智能流量表业务已对我国北方供暖 15 省市实现了全覆盖。此外，在国际市场上，公司智能水表受到中东、非洲、欧洲等地区客户的青睐。公司从管网供水、供热系统全局出发，开发出基于智能水表/智能热量表的解决客户痛点的智慧水务、节能供热提供系统的解决方案。公司将软硬件相结合，依托智慧水务平台增加客户对其智能水表的产品粘性，在行业内收获客户良好口碑。截至 2020 年 12 月 31 日，公司拥有已授权专利 36 项，其中发明专利 2 项；公司拥有软件产品登记证 7 项，软件著作权 41 项，其中《迈拓智慧水务综合服务平台》被列为 2019 年度省级现代服务业示范项目。

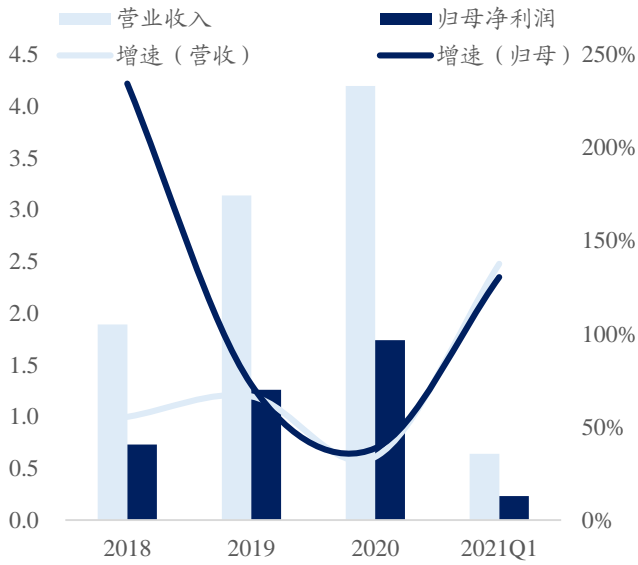
1.1. 高毛利率、高净利率、高 ROE 的超声波智能水表领军者

公司是我国超声波智能水表行业领军者，公司报表质量优异，高毛利率、高净利率、高 ROE。2018 年-2021Q1 公司分别实现营业收入 1.89 亿元、3.14 亿元、4.20 亿元、0.64 亿元，同比增长 55.38%、66.36%、33.95%、137.74%；归母净利润 0.73 亿元、1.26 亿元、1.74 亿元、0.23 亿元，同比增长 234.48%、72.82%、38.64%、130.51%；毛利率分别为 60.16%、60.51%、60.68%、57.78%；归属母公司净利润率为 38.55%、40.05%、41.45%、35.12%；加权平均为 ROE27.04%、35.66%、36.63%、3.98%。

分业务看，公司超声波水表业务占比提升显著。2020 年公司实现营业收入 4.20 亿元，其中 3.29 亿元为智能水表业务，0.84 亿元为智能热量表收入。智能水表业务中，超声波水表实现 3.14 亿元，占比公司总营收的 74.69%。2017-2020 年，公司超声波水表 0.56 亿元、1.17 亿元、2.21 亿元、3.14 亿元，占比公司总营收的 45.76%、62.17%、70.28%、74.69%，公司超声波水表占比逐年提升显著。我国供水管网智能化改造进程到来+十四五期间农村饮用水建设到来，我国水表行业迎来智能水表替代机械水表的产品升级进程，我们预计公司主业超声波智能水表业务将受益于行业红利，我们看好未来 3 年公司超声波水表主业的业绩增速。

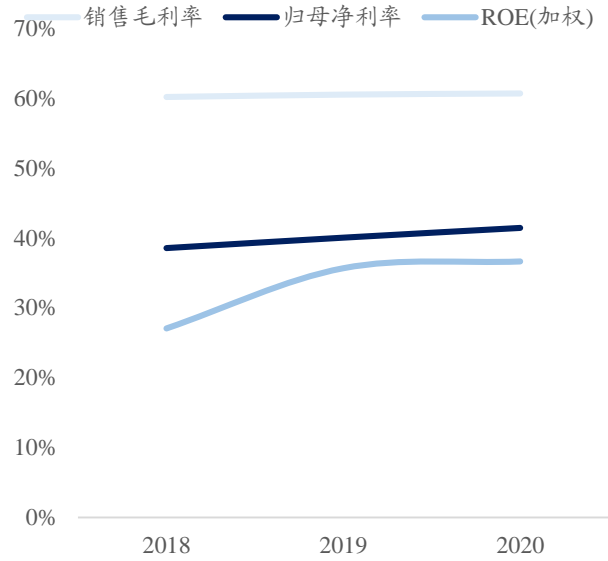
从智能水表单价看，公司生产的超声波智能水表比机械智能水表单价贵 10%-20%。2017-2019 年，公司小口径智能超声波水表(DN40 以下)单价分别为 242.80、272.17、280.81 元/只，产品价格呈现逐年递增的趋势，我们预计随着公司产品工艺的改进、生产流程优化，未来三年公司超声波水表的价格或有 30% 的下降，但公司毛利率将维持相对稳定。

图 1: 2018-2021Q1 公司营业收入和归母净利润情况 (亿元)



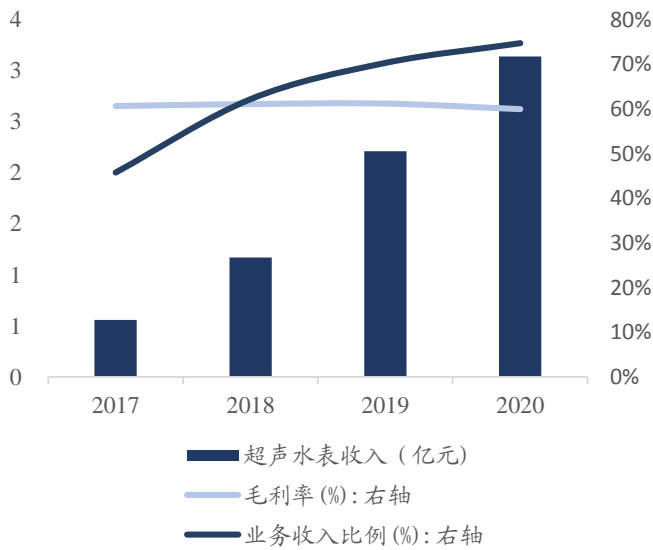
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 2: 2018-2020 年公司毛利率、净利率和 ROE 情况



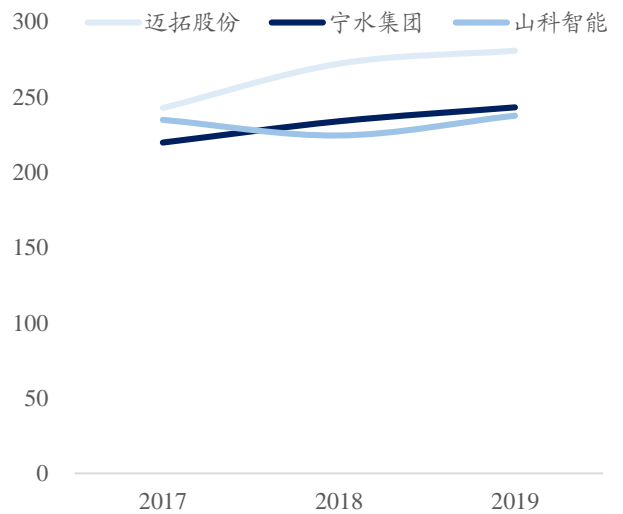
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 3: 公司超声水表收入、毛利率及营收占比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 2017-2019 年主流智能水表产品价格 (元)



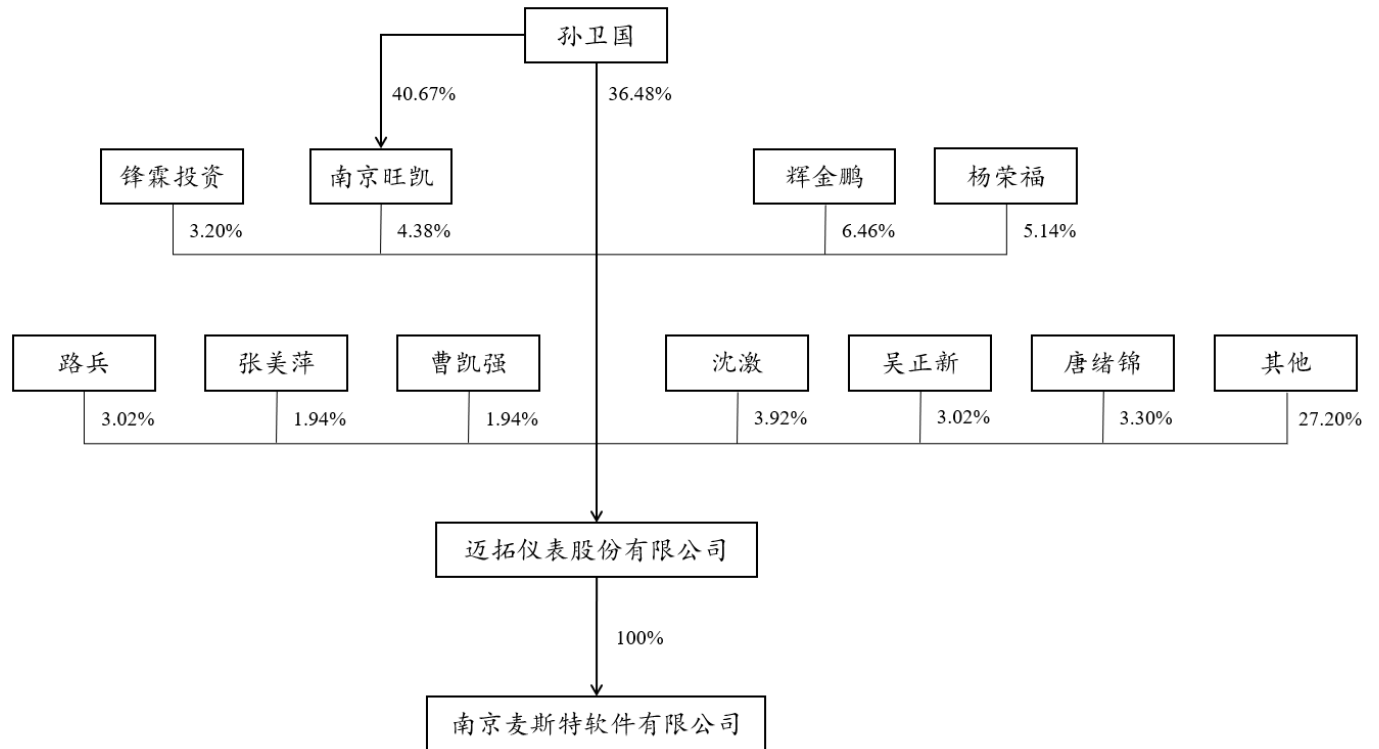
数据来源: 迈拓股份招股说明书, 东吴证券研究所

1.2. 公司董事长矢志超声波水表研发与工艺改进

公司董事长、公司控股股东与实际控制人孙卫国机械工艺专业毕业, 为公司核心技术人员。截至 2021 年 6 月 7 日, 公司董事长直接持股公司 36.48%, 通过南京旺凯持股公司 1.78%, 合计持股公司 38.26%, 是公司控股股东。公司董事、副总经理辉金鹏持股公司 6.46%, 沈激、杨荣福、葛建平 (张美萍)、唐绪锦分别持股公司 3.92%、5.14%、

1.94%、3.30%股权。公司核心技术经过以董事长孙总为首的技术团队多年研发并进行大量反复试验后取得，是维持公司核心竞争力和行业地位的关键因素之一。

图 5: 公司股权结构图 (截至 2021/6/7)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 我国智能水表向 2.0 迈进, 目前超声波智能水表渗透率不足 1%

2.1. 超声水表迎合了供水企业智慧水务的需求, 是产业发展方向

超声智能水表可实现流量实时抄读、管网漏损监控、压力在线监测、数据挖掘分析等功能, 迎合了客户对智慧水务信息化发展的要求, 拥有水流、水质、水压等信息的多参数智能水表是实现智慧水务第一步, 也是关键一步。同时, 伴随着电子技术的发展和进步, 智能超声水表与智能机械水表的价格差异逐渐缩小, 智能超声水表的产品竞争力日益凸显, 销售收入快速增长。在行业趋势上, 超声水表符合水表行业未来发展趋势。

表 1: 水表行业主要技术路线及其商业化应用

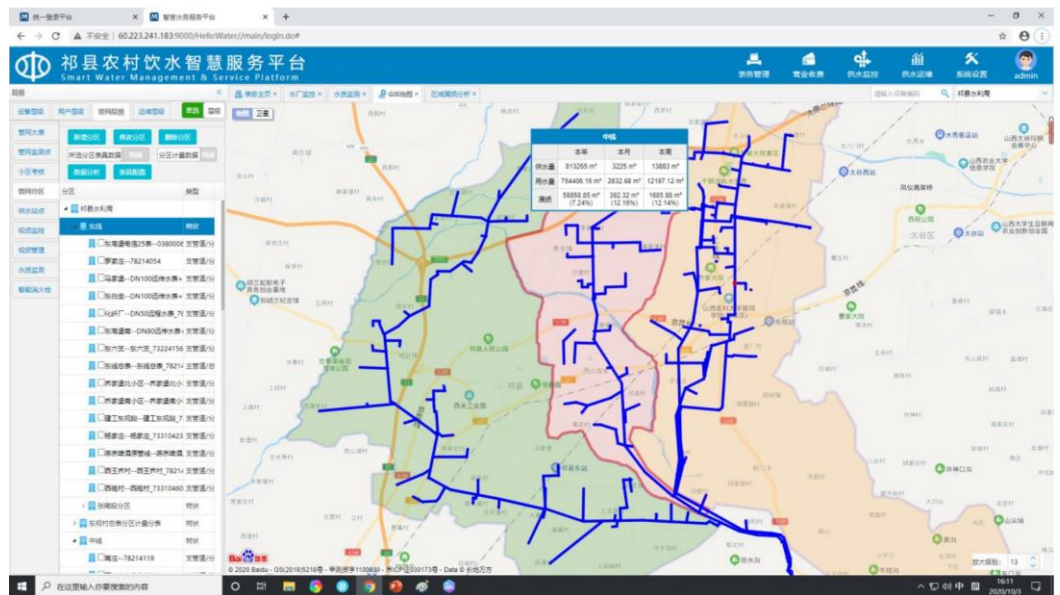
技术路线	技术基础	测量原理	对应产品	商业化应用
机械流量 传感技术	叶轮流量 传感技术	采用带有旋转叶轮的机械运动机构作为流体的传感（测量）部件，通过叶轮在水流中的旋转速度来感知管道内水流体的流速、流量或累积流量	传统机械水表	非常成熟，广泛运用于水计量及水贸易结算领域
			智能机械水表	已开始推广商业化应用，近年来增长较快
	超声流量 传感技术	基于超声波在流动介质中传播速度等于被测介质的平均流速与声波在静止介质中速度的矢量和的原理，采用“时差法”或“速度差法”进行流量计量	智能超声水表及超声流量计	部分技术已相对成熟，目前主要应用于工业过程测量与控制领域，以流量计产品为主。但在水计量及贸易结算领域，电子流量传感技术投入应用尚处于发展初期。除超声流量传感技术外，其他电子流量传感技术在户用小口径水表中应用较少，电磁水表因价格昂贵以及易受磁场干扰较少应用于户用领域，射流水表的应用技术目前尚不成熟。
电子流量 传感技术	电磁流量 传感技术	根据法拉第电磁感应定律，当导电液体介质流过非导磁体测量管切割由励磁磁场产生的磁力线时，导电液体介质就会产生感应电动势。感应电动势与励磁磁场以及介质的平均流速成正比	电磁流量计及电磁水表	
	射流流量 传感技术	当封闭管道中的水流进入射流腔时，由于射流的附壁效应和控制射流反馈原理，使水流体在射流腔中振荡，该振荡频率在一定的流量范围内与流经管道的流速或体积流量成正比	射流流量计及射流水表（非常少）	

数据来源：迈拓股份招股说明书，东吴证券研究所

智能计量仪表相比于传统机械式仪表在计量精度、耐磨损、抗干扰等计量性能上优势明显，其生产工艺的成熟与规模化量产，离不开流量测量技术、传感与信号采集技术、材料应用与结构设计技术等多项技术的发展与进步，智能仪表产品市场普及率和渗透度亦随着材料科技、工业技术的进步而不断提高。同时，近年来微电子技术、信号采集与处理技术、远程通讯技术、无线射频技术、低功耗与微弱信号处理技术等迅速发展，智能计量仪表在环境耐受性、密封性能、防水能力、电池续航能力等方面实现了实质性突破，具备应对暴晒、灰尘、浸泡、高低温、高湿等各种复杂应用环境的可能性，智能仪表产品的环境适应性、地域适用性逐步增强。此外，通过与通信互联网接入技术、数据挖掘技术、终端控制技术深度配合，智能仪表由单一计量和贸易结算的运行模式向系

统化、智能化方向发展，实现管网供水分区计量、管网压力在线监测、管网供水、供热平衡调度等智慧水务、智慧城市领域的具体实践与智能应用，较好的适应了现代城市发展的需求。由此可见，行业技术的持续进步是促进行业整体良性发展、保障产业链价值向更高方向转变的关键力量。

图 6: 迈拓股份智慧水务管理平台

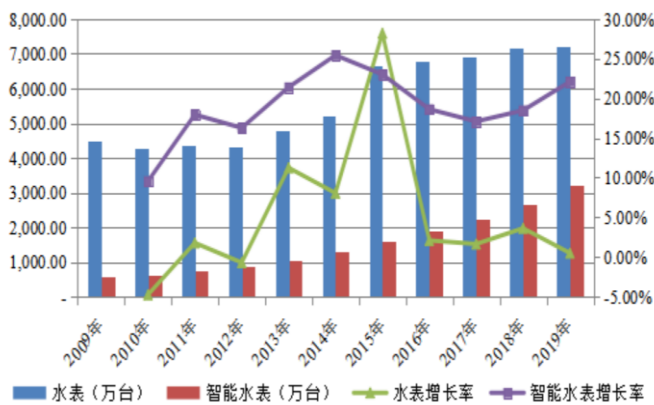


数据来源：迈拓股份招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 我国智能水表市场规模进入快速发展期，超声波水表渗透率有望显著提升

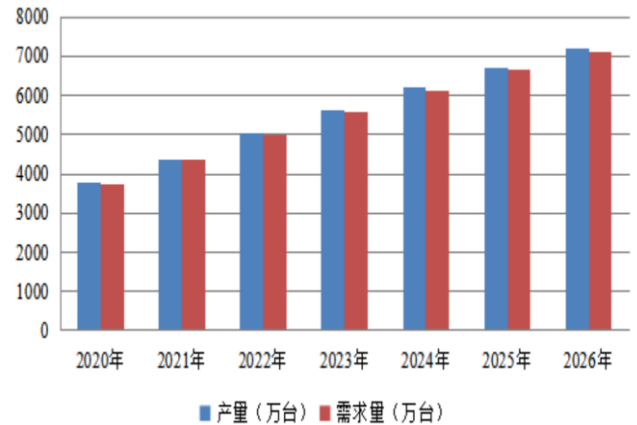
我国智能超声水表市场空间很大，根据招股说明书披露的 2019 年数据，虽然智能水表渗透率已提升至 44.91%，但超声水表的渗透率仍不足 1%。水表按照智能化可分为智能水表和机械水表，智能水表又可分为智能机械水表和电子水表，我们预计十四五期间我国超声波水表的渗透率从 1%提升至 10%以上。根据北京智研科信咨询有限公司的数据，2019 年国内水表产品的需求量达到 7193 万只，其中智能水表的需求为 3230 万只，根据智研的预计，至 2026 年我国智能水表的产量将达到 7094 万只，智能水表的渗透率进一步加深。根据公司招股说明书，2019 年国内超声波水表主要生产企业迈拓股份、汇中股份、天罡股份合计产量不足 100 万只，超声波水表渗透率不足 1%。根据招股说明书的预计，按照 2019 年 100 万只产量，假设 2019-2024 年 5 年复合增速为 30%-50%，2024 年我国超声波水表产量将达 371.29-759.38 万只，占比 2024 年智能水表产量 6136 万只的 6.05%-12.38%。

图 7：2009-2019 年我国智能水表产品需求情况



数据来源：迈拓股份招股说明书，东吴证券研究所

图 8：2020-2026 年全国智能水表行业产销预测

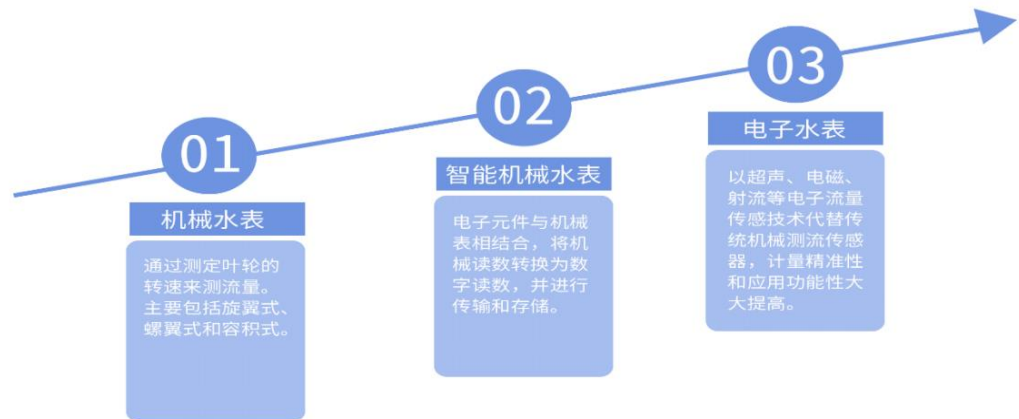


数据来源：迈拓股份招股说明书，东吴证券研究所

长期以来，我国城市供水管网漏损一直非常严重，根据第二届供水高峰论坛相关资料，2019 年全国 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% 的漏损率差距较大。长期实践探索表明，供水企业无法对管网漏损、爆管风险进行有效预测和监控，对已发生的漏损无法及时报警和快速定位，是造成当前较高管网漏损率的重要原因。解决供水管网漏损问题的关键是对流经用水数据进行在线监测和实时计量，而智能超声水表相对智能机械水表有更低的始动流量，更高的计量精度并可以对瞬时流量进行检测，因此更有助于供水企业对管网漏损、爆管风险进行有效预测和监控。目前，部分省市地区通过对城市供水管网进行分区计量管理（DMA），在各独立计量区域内安装使用超声水表，对节点流量和管网压力实施远程实时监测，及时发现管网供水异常，测算出区域内漏损情况，并快速定位、辅助查找漏损点，有效降低管网漏损率和供水企业产销差。同时，通过对超声水表采集数据进行挖掘与分析，分区计量管理还可以为供水企业的供水管网改造和计量器具维护更新、供水规划等提供参考，有针对性的进行资产的更新和维修，防患于未然，变被动检漏为主动管理，进而提高供水服务水平，优化水资源配置效率。

通过降低产销差来提升水费收入是供水企业改善经营业绩的重要路径。产销差的降低意味着供水企业同样的供水量能够收取更多的水费，产销差下降几个百分点就能够带来水费收入提升几个百分点。一方面，当供水企业达到一定规模后，即使是几个百分点产销差的降低都有可能带来数百万元的经济效益提升。对于日供水量约 130 万吨的中法水务的合作公司——中山公用水务而言，在水资源费 0.12 元/立方米的情况下，每降低供水产销差率 1%，节约费用约 300 万元；另一方面，供水企业的采购物资以供水管段为主，水表的采购成本相对较低，往往不足 20%，因此即使智能超声水表比智能机械水表采购价格高约 10%-20%，采用智能超声水表并不会给供水企业带来整体成本的显著提升。

图 9：我国水表行业正在从智能机械表时代向电子水表时代



数据来源：迈拓股份招股说明书，东吴证券研究所

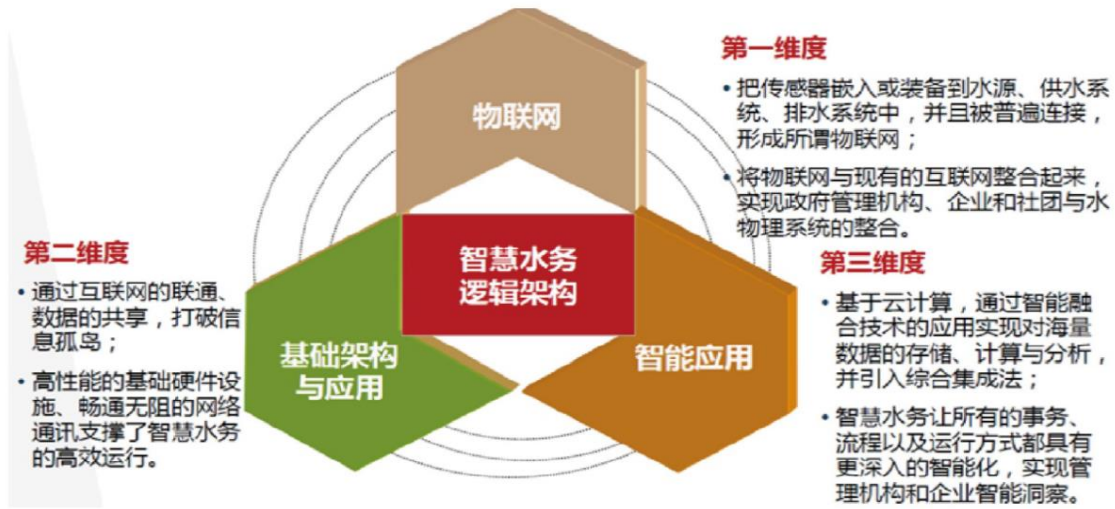
3. 管网智能化改造+农村饮用水建设,我国水表行业进入智能表时代

3.1. 行业驱动因素一：管网智能化改造直接促进水表行业进入智能表时代

智能水表是管网数据的最重要的采集器，十四五期间智能水表替代传统机械表的逻辑清晰。十三五期间，得益于 NB-IoT 窄带无线网络技术的成熟+国家水资源保护计划等政策推动，智能水表的销售收入占比有了大幅度提升；进入十四五期间，随着供水企业（水表行业的主要客户）工作重心转移到供水管网的精细化、数字化管理上，智能水表作为管网数据（水流、水压、水质、漏渗、工况等）的最重要的采集器，智能水表替代传统机械表的逻辑清晰。

《水表行业“十四五”发展规划纲要》明确提出，十四五期间智能水表的销售数量占当年全部销售数量的 60% 以上，智能水表的出口量大于总出口量的 20%。同时，《水表行业十四五规划纲要》也提出了水表行业十四五期间的研究转型重点：（1）积极推动智能水表从智能 1.0 时代迈向智能 2.0 时代，推动智能水表 2.0 的稳定性研究；（2）有条件的水表公司可以探索水务服务平台以及水务解决方案等业务领域的研究和深耕，也可创造条件进入更为广阔的产业空间，如供水管网精细化管理、农业与农村用水计量管理，城镇科学用水和节水管理，原水与制水过程管理，排水和污水处理，用户业务信息化管理等领域。

图 10: 智能水表是实现智慧水务解决方案的基础, 是水务物联网的数据采集器

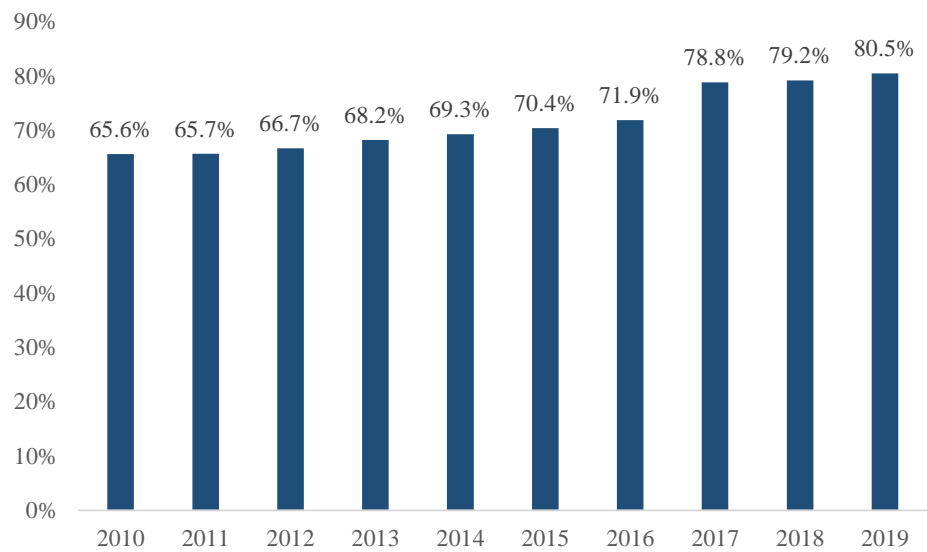


数据来源：《智慧水务白皮书》，东吴证券研究所

3.2. 行业驱动因素二：十四五期间农村饮用水建设为智能水表带来增量需求

相较于城市供水，农村饮用水建设对智能水表的增量需求更大。2021 年中央一号文件指出，要实施农村供水保障工程，实施规模化供水工程建设和小型工程标准化改造，有条件的地区推进城乡供水一体化，到 2025 年农村自来水普及率达到 88%。近年来，我国城市供水基础设施固定资产投资额每年保持 500-600 亿元之间的高投入，而随着“乡村振兴”战略落地打开了我国乡镇供水的市场空间，2019 年我国乡镇供水设施固定资产投资额首次突破 600 亿元，达到 646.08 亿元，较 2010 的 332.19 亿元增长了 96.41%；其中乡村供水设施固定资产投资额 489.98 亿元，较 2010 年的 215.36 亿元增长了 127.52%。相较于城市供水，乡镇供水尚有很大的市场空间和发展潜力。近十年来，城市供水普及率平稳增长，2019 年我国城市供水普及率达到 98.78%，而乡镇供水普及率仅 80.50%。从供水普及率的区域差异来看，虽然近年来农村供水普及率提升明显，但显现出各省份供水普及率差别较大、区域发展不均衡的特点。根据住房和城乡建设部的数据，2019 年中央一号文件《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》中明确提出了“到 2025 年农村自来水普及率达到 88%”的目标，我国农村地区供水普及率仍有较大提升空间。因此，十四五期间农村饮用水建设为智能水表带来了增量需求。

图 11：2010-2019 年我国乡镇供水普及率



数据来源：住建部，东吴证券研究所

3.3. 行业驱动因素三：国家节水行动计划、智慧城市等政策的驱动

产业政策上，一户一表、三供一业、定期强检轮换、阶梯水价收费和节水相关的政策有助于促进智能水表市场的发展；与节能相关的政策有利于促进热量表市场的发展；与智慧城市及智慧水务建设相关的政策要求提高计量仪表的智能化水平，从而推动智能水表对传统机械水表的替换，带来智能水表渗透率的进一步提升。一户一表、三供一业、定期强检轮换、阶梯水价收费等政策有利于提升水表市场的整体需求，对传统机械水表和智能水表的市場需求均有促进作用。智能水表的应用及渗透率提升是智慧水务建设的重要一环。一方面，智慧水务需要通过智能水表实时感知城市供排水系统的运行状态，采用可视化的方式有机整合水务管理部门与供排水设施，形成“城市水务物联网”；另一方面，通过智能水表实时采集并将用水数据上传至云端有利于为供水部门提供智慧化决策支持，从而实现城市公用事业的智慧化管理和服务。此外，农水改造政策要求各地地方加快供水计量体系建设，智能水表是其水计量体系建设的重要硬件基础。由此可见，上述相关政策要求将有助于提升智能水表渗透率。

表 2: 国家节水行动计划、智慧城市建设等政策梳理

政策名称	发布单位	颁布时间	主要内容
《水表行业十四五规划》	中国计量协会	2021 年 6 月	智能水表的销售数量占当年全部销售数量的 60% 以上。
《国家节水行动方案》	国家发展改革委、水利部	2019 年 4 月	提出大力推进工业节水改造。完善供水计量体系和在线监测系统。完善农业用水计量设施，配备工业及服务行业取用水计量器具，全面实施城镇居民“一户一表”改造。
《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	住房和城乡建设部、国家发改委、财政部	2019 年 4 月	提出全面推进城镇老旧小区改造。
《市场监管总局、住房和城乡建设部关于加强民用“三表”管理的指导意见》	国家市场监督管理总局、住房和城乡建设部	2019 年 1 月	提出强化对民用“三表”安装使用前首次检定、到期轮换的监督管理。
《关于全面推进移动物联网（NB-IoT）建设发展的通知》	工信部	2017 年 6 月	推广 NB-IoT 在公共服务领域的应用，推进智慧城市建设。

数据来源：迈拓股份招股说明书等，东吴证券研究所

4. 公司核心竞争力分析

4.1. 领先的产品力和产品工艺

公司产品力、产品工艺优势显著。在智能超声水表领域，公司拥有丰富的行业经验和技術积累，掌握了超声波流传感器技术、超声测流零点控制技术、低功耗阀门控制技术和微功耗计量技术等与产品性能相关的核心技术依托在超声波流体测量领域多年技术研发积累，公司在产品技术研发以及城市供水、供热智能管理平台的开发建设方面取得了多项技术成果。经过多年经营积累，公司已形成智能水计量、智能热计量两大主线、覆盖管网/户用全口径范围、近千种规格型号的产品体系，广泛应用于城市供水、集中供热、消防安全等社会生活各个方面，在节能减排、能效管理领域发挥重要作用。主要产品包括超声水表、超声流量计、智能消防栓、超声热量表、智能衡流阀及其配套产品等。

表 3: 公司核心技术及简介

核心技术	技术简介
超声波流量传感器技术	公司成功研制采用超声波技术的电路模块、嵌入式软件,掌握子母式/翅片式超声波传感器技术应用,可增加测量超声波的反射次数,增大测量截面积,提高测量精度,减少误差;插入式传感器技术可在带压不停水的情况下进行安装维护。
超声测流零点控制技术	采用专有流量测试算法配合电路设计,发射与接收信号时换能器压电元件处于无振动静止状态,解决了传统超声测量零点漂移问题。
低功耗阀门控制技术	公司成功设计并运用阀体与阀头连接结构、阀门控制结构、阀门外壳封印结构实现了开关阀平稳、远程通断控制,有效满足了客户对欠费控制、漏损率控制、防拆卸要求,提升了产品使用寿命。
低功耗计量技术	采用低功耗元器件,使用低电压、高度集成的电路设计,自主开发超低功耗无线传输模块,多方位降低功耗,达到低功耗计量目的,保障水表、热量表、阀门等产品的电池使用寿命长达 15 年。

数据来源: 迈拓股份招股说明书, 东吴证券研究所

4.2. 搭载智慧水务的智能水表产品, 大大增加了客户粘性

公司智慧水表搭载智慧水务产品, 大大增加了客户粘性。公司的平台应用软件主要为智慧水务综合管理服务平台。凭借对城市供水系统运维管理的理解和经验积累, 公司结合下游供水企业的需求特点和运营模式开发出智慧水务综合管理服务平台, 满足其供水调度、产销差分析、漏损监测、收费管理等日常运营需求, 帮助客户在实现节水降耗管理目标的同时提高经济效益。公司的智慧水务综合管理服务平台通过对表务管理、营收管理、管网监控、供水运维等多个运营模块的有机整合、综合运用以解决数据孤岛问题, 为客户整体运营的分析决策提供数据支撑。该平台不仅能够提供漏失率、产销差、能源消耗、营收数据等关键运营指标, 及时反映客户投诉、报警等各类运营状况, 还能自动生成产品质量、工时统计、定期工作报表等各类分析报告, 从而形成服务于企业日常运营管理的综合智库。

图 12: 公司水表产品销售中搭载智慧水务软件平台



数据来源：迈拓股份招股书，东吴证券研究所

4.3. 拥有海外国家市场准入资质，迎合了海外客户的需求

公司与声立德克之间是典型的 ODM 业务模式，根据海外 ODM 客户产品技术要求进行产品设计、开发、生产，并将其销售给海外 ODM 客户。根据公司招股说明书披露，声立德克的超声波热量表及超声波水表已通过欧标 MID 认证、OIMLR49 国际水表认证、美国的 NFS 认证，其销售网络覆盖印度、沙特、奥地利、美国、意大利、以色列、加拿大等国，在部分区域具有一定声誉和品牌影响力。由于对海外销售渠道及海外客户需求比较熟悉，声立德克主要专注于海外渠道的拓展和品牌运营，而公司则根据其要求组织相关产品的研发、设计及生产，再出口至海外市场。由于公司产品质量稳定，供货能力较强，双方建立了长期稳定的合作关系。声立德克产品销往全球 30 多个国家和地区，其中沙特是其最大的销售区域，约占其销售收入的 60%，其他主要销售区域为美国和印度，销售收入占比约各占 15%。声立德克主要与负责沙特当地政府采购的经销商合作，声立德克与其签订了战略合作协议。2018 年度及 2019 年度声立德克的中东订单增长较快主要系因沙特高温干旱的热带沙漠性气候导致水资源稀缺，公司为其设计生产的智能超声波水表产品计量精准且更容易发现管网漏损，因此在中东市场接受度较高，需求增长较快。此外，沙漠地区水中含盐量高，导致对水表材料的抗腐蚀性要求较高；沙漠地区昼夜温差大，导致对产品的质量要求往往比其他地区更为严格，公司为其设计生产的智能超声波水表能够较好的匹配上述需求。

5. 盈利预测和投资评级

核心假设: (1) 公司超声波水表技术稳定可靠, 行业对超声波水表的接受度日益提高; (2) 2021-2023 年, 公司超声水表单价 400 元/只、390 元/只、380 元/只, 销量增速 60%、50%、50%; 超声热量表单价 340 元/只、340 元/只、340 元/只, 销量与 2020 年一致; (3) 2021-2023 年, 公司智能水表类毛利率 58%、58%、57%; 公司智能热量表类毛利率 60%、60%、60%; (4) 2021-2023 年, 公司管理费用率+研发费用率为 7.84%、7.18%、7.53%; 销售费用率为 3.18%、4.00%、4.00%

盈利预测与投资评级: 我们预计 2021-2023 年公司营业收入为 6.11 亿元、8.57 亿元、12.12 亿元, 增速分别为 45.4%、40.1%、41.4%; 归母净利润分别为 2.44 亿元、3.40 亿元、4.67 亿元, 增速分别为 40.0%、39.4%、37.1%; EPS 分别为 1.75 元、2.44 元、3.35 元, 对应 PE 为 16、12、9 倍。根据公司招股说明书, 考虑到公司是超声波水表行业市占率 (销量口径) 最高的公司 (2019 年约为 50%) + 智能水表 2.0 时代的到来, 首次覆盖, 给予“买入”评级。可比公司估值上, 我们选取了同样受益于管网智能化改造的供水设备公司威派格和机械智能水表行业龙头宁水集团, 两者平均对应 21 年 PE 为 22 倍, 公司当前估值较为低估。

表 4: 公司分业务营收预测 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	420.47	611.42	856.80	1211.81
增长率	34.0%	45.4%	40.1%	41.4%
毛利率	60.7%	58.2%	58.2%	57.3%
毛利	255.14	355.75	498.38	694.00
智能水表类	329.47	504.95	734.92	1069.50
增长率	42.5%	53.3%	45.5%	45.5%
毛利率	60.7%	58.0%	58.0%	57.0%
毛利	199.86	292.87	426.25	609.62
智能热量表类	83.99	96.47	111.87	132.30
增长率	5.7%	14.9%	16.0%	18.3%
毛利率	60.9%	60.0%	60.0%	60.0%
毛利	51.12	57.88	67.12	79.38
其他	7.01	10.00	10.00	10.00

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 5: 行业可比公司情况 (采用 2021.7.19 收盘价计算)

证券代码	公司	市值(亿)	2021 净利 (亿)	2022 净利 (亿)	2023 净利 (亿)	2021PE	2022PE	2023PE
603700.SH	宁水集团	45.0	3.49	4.41	5.29	13	10	8
603956.SH	威派格	74.1	2.51	3.50	5.06	30	21	15
可比公司平均估值						22	16	12
301006.SZ	迈拓股份	40.0	2.44	3.40	4.67	16	12	9

数据来源: wind, 东吴证券研究所 (盈利预测来自东吴研究所预测)

6. 风险提示

1. 宏观经济下行的风险。
2. 我国智能水表业务进程不及预期的风险。若我国十四五期间智能水表进程不及预期, 会对公司业绩造成不良影响。
3. 公司产能投放不及预期的风险。公司近三年产能利用率均超过 100%, 若募投资项目产能不及预期, 对公司业绩造成不良影响。

迈拓股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)				利润表(百万元)					
2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
流动资产	617	1325	1677	2175	营业收入	420	611	857	1212
现金	313	866	1022	1259	减:营业成本	165	256	358	518
应收账款	192	271	398	551	营业税金及附加	5	8	10	15
存货	90	166	225	315	营业费用	13	19	34	48
其他流动资产	22	21	32	50	管理费用	13	48	62	91
非流动资产	73	106	132	146	财务费用	-0	2	4	5
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	1	1
固定资产	47	72	95	113	加:投资净收益	5	2	3	3
在建工程	0	9	12	9	其他收益	-24	1	2	3
无形资产	14	13	13	12	资产处置收益	0	0	0	0
其他非流动资产	12	12	12	12	营业利润	203	281	392	540
资产总计	690	1431	1809	2321	加:营业外净收支	-1	-0	-0	-0
流动负债	134	221	321	448	利润总额	203	281	392	539
短期借款	0	0	0	0	减:所得税费用	29	37	52	73
应付账款	90	145	212	294	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	44	76	109	154	归属母公司净利润	174	244	340	467
非流动负债	0	0	0	0	EBIT	225	281	392	540
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	229	287	401	551
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	134	221	321	448	每股收益(元)	1.67	1.75	2.44	3.35
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	5.33	8.69	10.68	13.45
归属母公司股东权益	556	1210	1487	1873	发行在外股份(百万股)	104	139	139	139
负债和股东权益	690	1431	1809	2321	ROIC(%)	40.0%	53.8%	84.3%	86.6%
					ROE(%)	31.3%	20.2%	22.9%	24.9%
					毛利率(%)	60.7%	58.2%	58.2%	57.3%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	41.4%	39.9%	39.7%	38.5%
经营活动现金流	124	176	253	343	资产负债率(%)	19.4%	15.4%	17.8%	19.3%
投资活动现金流	3	-33	-34	-25	收入增长率(%)	34.0%	45.4%	40.1%	41.4%
筹资活动现金流	-31	410	-63	-81	净利润增长率(%)	38.6%	40.0%	39.4%	37.1%
现金净增加额	96	553	156	237	P/E	17.23	16.41	11.77	8.58
折旧和摊销	5	7	9	12	P/B	5.40	3.31	2.69	2.14
资本开支	-11	-33	-34	-25	EV/EBITDA	13.67	11.22	8.28	6.26
营运资本变动	-49	-74	-96	-134					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

