

2023 年 6 月 7 日

# 天罡股份—超声波计量仪表“小巨人”

## ——北交所新股申购策略报告之七十三

### 本期投资提示：

- **基本面：专注供热计量及节能业务超 20 年，国内优质的超声计量仪表制造商。**公司成立于 1993 年，总部位于山东威海，主要产品是超声波热量表和超声波水表。其中，超声波热量表市场占有率处行业领先地位，已覆盖北方主要供热省市；超声波水表呈现良好增长态势，22 年销售额同比增长约 50%。**拥有完整技术研发体系，技术创新能力强。**自 2002 年起，公司从智慧供热、智慧供水系统全局出发，针对“数据计量-数据传输-数据分析处理-智能调控”四个功能层次，开发出了软硬件相结合、涵盖完整产业链的超声波热量表、超声波水表、超声波流量计、数据集中器、数据处理平台、智能调节阀等全系列产品。**20-22 年营收平稳，毛利率高位稳定。**20-22 年营收 CAGR 为+1.90%，归母净利润 CAGR 为+2.71%，22 年毛利率 50.99%，净利率 23.92%。
- **发行方案：**本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2023 年 6 月 9 日，申购代码“889651”。初始发行规模 1065.00 万股，占发行后公司总股本的 17.46%（超额行使前），预计募资 1.37 亿元，发行后公司总市值 7.86 亿。新股发行价格 12.88 元/股，发行 PE(TTM)为 13.75 倍，可比上市公司 PE (TTM) 中值为 25.41 倍。网上顶格申购需冻结资金 651.47 万元，网下战略配售共引入战投 8 名。
- **行业情况：国家节能减排战略与下游需求持续增长，热量表行业迎来新机遇。**我国工业化、城镇化进程加快，能源需求刚性增长，资源环境制约了我国的经济的发展，节能减排需求迫在眉睫。近十年来，我国城市集中供热面积的 CAGR 是+8.28%，2021 年，集中供热面积达到 106 亿平方米。此外，根据贝哲斯预测，2028 年全球热量表市场规模将会达到 82.88 亿元，截至 2022 年，全球热量表规模在 61.85 亿元，热量表市场还存在较大的发展空间。**用水量需求提升，水表智能化方兴未艾。**水表行业受到居民用水量的影响，目前水表市场仍然存在许多传统机械水表，并且存量规模明显高于智能水表。随着今年一户一表、三供一业等政策出台，国家对智能水表行业的支持力度不断加大。根据《2020-2026 年中国智能水表市场深度调查与投资前景分析报告》预测，2026 年，智能水表的产量与需求量都会翻番，突破 7000 万台。
- **申购分析意见：参与。**公司超声波热量表为基本盘，市场占有率国内领先，产品基本覆盖北方采暖区。超声波水表业务结合自身流体测量技术优势与无线物联网技术，在智慧水务行业得到快速发展，有望持续受益国内机械水表向智能水表的升级改造。公司博弈面较好（首发估值较可比折价明显，募资额小，上市后可流通比及老股占比较低），但考虑近期北证市场成交额边际回落不利于新股承接，建议适当参与。
- **风险因素：**1) 市场竞争风险；2) 技术革新风险；3) 产业政策不确定风险；4) 合作开发模式引致的风险。

### 证券分析师

刘靖 A0230512070005  
liujing@swsresearch.com

王雨晴 A0230522010003  
wangyq@swsresearch.com

### 联系人

王雨晴  
(8621)23297818x (转)  
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 目录

---

|                                             |   |
|---------------------------------------------|---|
| 1. 超声波计量仪表“小巨人” .....                       | 4 |
| 2. 发行方案：发行后可流通比例低，顶格申购门槛低....               | 5 |
| 3. 行业情况：物联网、智慧城市发展，需求持续扩大....               | 6 |
| 4. 竞争优势：产品质量、品牌与客户资源.....                   | 6 |
| 5. 主要风险：市场竞争加剧、技术革新、产品质量、合作开发模式引致的风险等 ..... | 7 |
| 6. 可比公司：体量小，毛利率处同行中上.....                   | 7 |
| 7. 申购分析意见：参与.....                           | 8 |

## 图表目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图 1：公司 2022 年主营构成（按产品类型） ..... | 4 |
| 图 2：公司 2022 年主营构成（按销售区域） ..... | 4 |
| 表 1：募投 100%达成的产能情况 .....       | 4 |
| 表 2：天罡股份重要发行要素一览.....          | 5 |
| 表 3：天罡股份可比公司收入结构.....          | 7 |
| 表 4：天罡股份可比公司财务对比.....          | 7 |
| 表 5：可比上市公司情况 .....             | 8 |

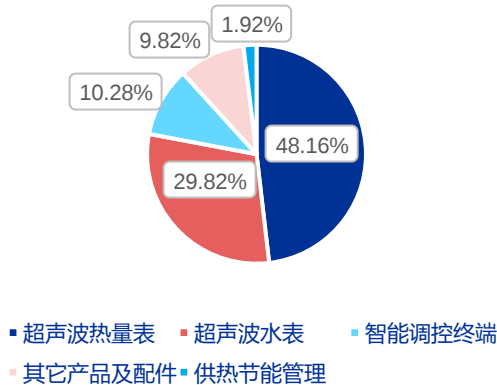
## 1. 超声波计量仪表“小巨人”

**专注于供热计量及节能业务二十余年，国内优质的超声计量仪表制造商。**公司成立于 1993 年，总部位于山东威海，致力于物联网超声计量仪表的研发、生产与销售，以及通过一体化产品生态，提供智慧供热与智慧水务的系统解决方案。公司主要产品是超声波热量表和超声波水表。其中，超声波热量表市占率处行业领先地位，已覆盖北方主要供热省市；超声波水表呈现良好增长态势，22 年销售额同比增长约 50%，有望成为公司未来经营业绩的高速增长点。

**拥有完整技术研发体系，技术创新能力强。**公司是国内最早研制超声波热量表的企业之一，也是国内最早推广新兴无线物联网技术的厂家之一，拥有完整的技术研发体系与专业的研发队伍。自 2002 年起，公司从智慧供热、智慧供水系统全局出发，针对“数据计量-数据传输-数据分析处理-智能调控”四个功能层次，开发出了软硬件相结合、涵盖完整产业生态链的超声波热量表、超声波水表、超声波流量计、数据集中器、数据处理平台、智能调节阀等全系列产品。

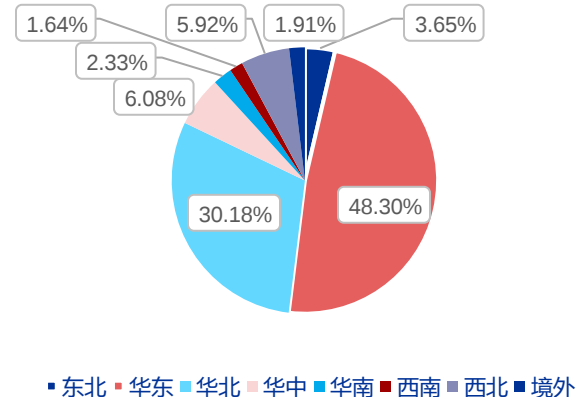
**20-22 年营收平稳，毛利率高位稳定。**2022 年实现营收 2.39 亿元，近 3 年 CAGR 为+1.90%；2021 年实现归母净利润为 0.57 亿元，近 3 年 CAGR 为+2.71%。2021 年毛利率 50.99%，较 2021 年增加 0.09pct；净利率 23.92%，较 2021 年减少 0.88pct。

图 1：公司 2022 年主营构成（按产品类型）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

图 2：公司 2022 年主营构成（按销售区域）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

**募投扩产，优化产品结构+研发中心建设。**募投资金投向主要包括物联网智能超声计量仪表产业化项目，研发中心升级建设项目与流动资金补充。拟通过新建生产线和购置设备，扩大产能，优化产品结构，提升技术水平与研发实力。

表 1：募投 100%达成的产能情况

| 项目名称 | 建设期 | 100%达产产能<br>(万台) | 100%达产产值<br>(万元) |
|------|-----|------------------|------------------|
|------|-----|------------------|------------------|

|                |           |       |    |       |
|----------------|-----------|-------|----|-------|
| 物联网超声仪表智能生产线项目 | 智能户用超声波仪表 |       | 30 |       |
|                | 智能管网超声波仪表 | 24 个月 | 6  | 27500 |
|                | 智能温控阀及数据传 |       |    |       |
|                | 输系统       |       | 5  |       |

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

## 2. 发行方案：发行后可流通比例低，顶格申购门槛低

### 发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 12.88 元/股。初始发行规模 1065 万股，占发行后总股份的 17.46%。发行后预计可流通比例为 26.14%，老股占可流通比例为 36.54%，老股占比较低。

(2) 8 家机构投资者参与战略配售，包括 4 家实业公司、1 家期货公司、3 家私募。网上顶格申购量 50.58 万股，需冻结资金 651.47 万元，顶格门槛低。

表 2：天罡股份重要发行要素一览

|                   |                 |           |                 |               |
|-------------------|-----------------|-----------|-----------------|---------------|
| 基本信息              | 股票代码            | 832651.BJ | 所属申万一级行业        | 机械设备          |
|                   | 股票简称            | 天罡股份      | 发行代码            | 889651        |
|                   | 定价方式            | 直接定价      | 发行价格 (元/股)      | 12.88         |
|                   | 募集金额 (万元)       | 13,717    | 主承销商            | 民生证券          |
|                   | 初始发行股份数量 (万股)   | 1,065.00  | 占发行后总股本比例       | 17.46%        |
|                   | 战略配售比例          | 20.00%    | 超额配售比例          | 15.00%        |
| 日期与申购限制           | 路演日             | 2023/6/8  | 申购日             | 2023/6/9      |
|                   | 申购款退回日          | 2023/6/14 | 网上最高申购量 (万股)    | 50.58         |
| 基本面信息<br>(2022 年) | 2022 年收入 (万元)   | 23,896.94 | 2022 年净利润 (万元)  | 5,716.11      |
|                   | 2022 年综合毛利率%    | 50.99     | 2022 年加权 ROE%   | 15.99         |
|                   | 2022 年收入增长率%    | -1.56     | 2022 年归母净利润增长率% | -5.04         |
| 股本信息              | 发行前总股本 (万股)     | 5,035.00  | 发行前限售股 (万股)     | 4,452.46      |
|                   | 发行后预计可流通比例      | 26.14%    | 老股占可流通股本比例      | 36.54%        |
| 价格信息              | 发行 PE (TTM) (倍) | 13.75     | 发行底价/PE 水平      | 6.34 元/6.77 倍 |
|                   | 发行后 2022EPS (元) | 0.94      | 发行 PE (LYR) (倍) | 13.75         |
|                   | 停牌前 60 天交易均价    | 13.07     | 停牌收盘价 (元)       | 14.00         |

资料来源：wind,公司公告,申万宏源研究

注：1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他；2.发行 PE (TTM) 按发行后股本计算，不考虑超额配售股份数；3.发行 PE (LYR) 按 2022 年归母净利润计算发行后每股收益，不考虑超额配售股份数。

### 3.行业情况：物联网、智慧城市发展，需求持续扩大

超声计量仪表的代表产品是**超声波热量表**与**超声波水表**。**超声波热量表**是用于测量、计算及显示水流经过热交换系统所释放或吸收能量值的仪表。**超声波水表**是通过检测超声波声束在水中顺逆流传播时因速度发生变化而产生的时差，分析水的流速，从而进一步计算出水的流量的新式水表。产品主要**应用于**城市供热、供水领域。

**国家节能减排战略与下游需求持续增长，热量表行业迎来新机遇。**我国工业化、城镇化进程加快，能源需求刚性增长，资源环境制约了我国的经济的发展，节能减排需求迫在眉睫。智能热量表能够提高能源综合利用率，是节能减排的关键环节，市场潜力巨大。不仅如此，近十年来，我国城市集中供热面积的 CAGR 是+8.28%，2021 年，集中供热面积达到 106 亿平方米。此外，根据贝哲斯预测，2028 年全球热量表市场规模将会达到 82.88 亿元，截至 2022 年，全球热量表规模在 61.85 亿元，热量表市场还存在较大的发展空间。

**用水量需求提升，水表智能化方兴未艾。**水表行业受到居民用水量的影响，目前水表市场仍然存在许多传统机械水表，并且存量规模明显高于智能水表。随着今年一户一表、三供一业等政策出台，国家对智能水表行业的支持力度不断加大。根据《2020-2026 年中国智能水表市场深度调查与投资前景分析报告》预测，2026 年，智能水表的产量与需求量都会翻番，突破 7000 万台。

### 4.竞争优势：产品质量、品牌与客户资源

**(1) 产品质量。**公司深耕超声波流体测量技术领域，深入了解环境特征与质量难点，研制了 DN15-DN300 的超声波热量表耐久性检定装置，建成了产品型评价实验室，有严格的质量管控系统，确保了公司产品的品控。公司全系列产品均获得 MID 认证、ISO9001：2015 质量管理体系认证与威海市质量技术监督局颁发的计量合格确认证书等认证。

**(2) 品牌与客户资源。**公司进入市场早，是国内最早布局超声波热量表和超声波水表业务的企业之一，具有先发优势。公司“天罡”牌超声波式热量表产品被认定为“山东省名牌产品”，“普劳”牌商标被评为“山东省著名商标”。公司与国内外多家政府与济南热电集团有限公司、广州自来水有限公司、杭州市水务集团有限公司等大型热力、水务公司，保持着长期稳定的合作关系。

## 5.主要风险：市场竞争加剧、技术革新、产品质量、合作开发模式引致的风险等

- (1) 市场竞争加剧风险；
- (2) 技术革新风险；
- (3) 产品质量风险；
- (4) 合作开发模式引致的风险。

## 6.可比公司：体量小，毛利率处同行中上

表 3：天罡股份可比公司收入结构

| 代码        | 简称   | 2022 收入结构                                                                                                                             |
|-----------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 301006.SZ | 迈拓股份 | 智能超声水表类产品:87.43%,,智能超声热表类产品:10.77%,,其他:0.18%                                                                                          |
| 300371.SZ | 汇中股份 | 超声水表:59.77%,,超声热量表:20.24%,,其他:10.25%,,超声流量计:9.73%                                                                                     |
| 603700.SH | 宁水集团 | 智能水表:60.13%,,机械水表:34.82%,,水表配件及其他:5.06%                                                                                               |
| 300066.SZ | 三川智慧 | 智能表:43.34%,,稀土氧化物:23.98%,,机械表:17.34%,,其他:6.69%,,水务:4.09%,,软件:3.17%,,二次供水设备:1.38%                                                      |
| 300897.SZ | 山科智能 | 智能远传水表及计量传感器:84.05%,,水务管网现场控制机:9.7%,,其他:4.88%,,智慧水务软件及系统:1.36%                                                                        |
| 300259.SZ | 新天科技 | 智能水表及系统:42.12%,,工商业智能流量计:27.6%,,智能燃气表及系统:17.56%,,其他:5.55%,,智慧农业节水:2.92%,,智能热量表计系统:2.09%,,智慧水务:1.3%,,智能电表及系统:0.85%                     |
| 301129.SZ | 瑞纳智能 | 供热节能系统工程:39.44%,,智能模块化换热机组:20.66%,,智能物联平衡阀:11.74%,,超声波热量表:11.1%,,其他:6.38%,,智能温控产品:3.46%,,供热节能服务:2.98%,,智能水力平衡装置:2.86%,,智能物联数据终端:1.38% |
| 832651.BJ | 天罡股份 | 超声热量表及系统:48.16%,,超声水表及流量计:29.82%,,智能调控终端:10.28%,,其他产品及配件:9.82%,,供热节能管理工程:1.92%                                                        |

资料来源：Choice,申万宏源研究

表 4：天罡股份可比公司财务对比

| 代码        | 简称   | 2022 收入<br>(百万元) | 2022 归<br>母净利润<br>(百万元) | 2022 年<br>收入增长<br>率 (%) | 2022 年<br>扣非归母<br>净利润增<br>长率 (%) | 毛利率   | 研发支出<br>占比 | 应收账款<br>周转天数 |
|-----------|------|------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------------------|-------|------------|--------------|
| 301006.SZ | 迈拓股份 | 358.48           | 109.16                  | -12.27                  | -22.11                           | 54.44 | 5.34       | 246.66       |
| 300371.SZ | 汇中股份 | 507.49           | 108.55                  | -3.06                   | -30.05                           | 49.94 | 6.64       | 174.31       |

|                  |             |               |              |              |              |              |             |               |
|------------------|-------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|---------------|
| 603700.SH        | 宁水集团        | 1,554.96      | 126.39       | -9.45        | -46.30       | 28.35        | 3.88        | 166.05        |
| 300066.SZ        | 三川智慧        | 1,331.68      | 213.91       | 42.13        | 13.00        | 24.59        | 4.06        | 166.12        |
| 300897.SZ        | 山科智能        | 564.15        | 80.97        | 16.55        | -9.81        | 41.43        | 8.29        | 186.18        |
| 300259.SZ        | 新天科技        | 1,121.67      | 245.82       | -5.99        | -40.54       | 44.02        | 7.68        | 148.84        |
| 301129.SZ        | 瑞纳智能        | 647.50        | 200.93       | 22.27        | 17.32        | 54.77        | 8.31        | 225.56        |
| <b>832651.BJ</b> | <b>天罡股份</b> | <b>238.97</b> | <b>57.16</b> | <b>-1.56</b> | <b>-5.04</b> | <b>50.99</b> | <b>4.72</b> | <b>175.86</b> |

资料来源：Choice, 申万宏源研究

## 7. 申购分析意见：参与

公司超声波热量表为基本盘，市占率国内领先，产品已基本覆盖北方采暖区。超声波水表业务结合自身流体测量技术优势与无线物联网技术，在智慧水务行业得到快速发展，有望持续受益国内机械水表向智能水表的升级改造。公司博弈面较好（首发估值较可比折价明显，募资额小，上市后可流通比及老股占比均较低），但考虑近期北证市场成交额边际回落不利于新股承接，建议适当参与。

表 5: 可比上市公司情况

| 代码        | 简称   | 当前总市值 (亿) | PE (TTM)     |
|-----------|------|-----------|--------------|
| 301006.SZ | 迈拓股份 | 34.9      | 29.18        |
| 300371.SZ | 汇中股份 | 25.2      | 22.88        |
| 603700.SH | 宁水集团 | 28.7      | 21.93        |
| 300066.SZ | 三川智慧 | 55.6      | 28.19        |
| 300897.SZ | 山科智能 | 22.3      | 26.51        |
| 300259.SZ | 新天科技 | 44.2      | 15.56        |
| 301129.SZ | 瑞纳智能 | 50.1      | 25.41        |
| 均值        |      |           | <b>24.24</b> |
| 中值        |      |           | <b>25.41</b> |
| 832651.BJ | 天罡股份 | 7.9       | 13.75        |

资料来源：wind, 申万宏源研究

注：股价为 2023/6/7 收盘价格。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |               |                                                              |
|--------|-----|---------------|--------------------------------------------------------------|
| 华东 A 组 | 陈陶  | 021-33388362  | <a href="mailto:chentao1@swhyse.com">chentao1@swhyse.com</a> |
| 华东 B 组 | 谢文霓 | 18930809211   | <a href="mailto:xiewenni@swhyse.com">xiewenni@swhyse.com</a> |
| 华北组    | 李丹  | 010-66500631  | <a href="mailto:lidan4@swhyse.com">lidan4@swhyse.com</a>     |
| 华南组    | 李昇  | 0755-82990609 | <a href="mailto:Lisheng5@swhyse.com">Lisheng5@swhyse.com</a> |

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。