

真兰仪表 (301303.SZ)

智能燃气表领军企业，水表业务打开第二成长曲线

真兰仪表是国内燃气表行业领军企业，是国内为数不多的年产规模超过 800 万台的燃气计量仪表制造企业之一。2024 年，公司布局水表和汽车零部件业务，拓展第二成长曲线。目前，公司主营燃气表业务充分受益于老旧小区、智慧城市等更新改造政策，海外业务增长较快。首次覆盖，给予“增持”评级！

- 公司母公司为德国米诺·真兰集团，具备德系计量仪表制造基因。真兰仪表的母公司德国米诺·真兰集团成立于 1903 年。2011 年，德国米诺·真兰集团与李世华、任海军、徐荣华、王文军四位联合创始人投资设立华通有限。2012 年 12 月，真诺上海向华通有限投资，并将其改名为真兰仪表。2025 年前三季度，公司实现营收 12.53 亿元，同比+21.7%，实现归母净利润 2.50 亿元，同比+7.5%。
- 燃气表行业规模上百亿，真兰仪表和金卡智能市占率前二。我国智能燃气表行业呈现稳健发展态势。2017 至 2023 年间，其产量和需求量逐年递增，分别由 2945 万台和 2748 万台增长至 4945 万台和 4856 万台，年均复合增长率分别为 9.02%和 9.95%；市场规模则呈现整体上升态势，由 56.36 亿元增长至 95.04 亿元，年均复合增长率约为 9.10%，展现出良好的发展韧性和增长潜力。目前，金卡智能物联网系统平台当前接入终端数量超过千万量级，真兰仪表燃气表年产规模 800 万台。金卡智能和真兰仪表为行业龙头公司，按照 2023 年燃气表行业近 5000 万台的规模测算，两家市场份额合计约 35%。
- 公司具备成本控制+外销增长+技术研发三重优势。1、完整的生产体系，毛利率高于同行：公司产品生产体系涵盖模具制造，塑料件注塑成型，电子元器件贴装（SMT），精密机械加工，金属拉深等领域；公司不仅生产智能燃气表，也生产基表，销售给其他智能燃气表厂商。2、持续投入外销，海外业务增长较快：2024 年，公司实现海外收入 2.17 亿元，同比增长+61.65%。2020 年，公司海外收入仅 1.03 亿元，2020-2024 年，公司海外业务收入复合增长率为 20.5%。3、技术研发优势：2024 年，公司研发支出 1.05 亿元，占当期营业收入的 6.99%，公司及主要子公司新增 25 项发明专利、40 项实用新型专利、2 项外观设计专利和 29 项软件著作权。
- 首次覆盖，给予“增持”评级！，我们预计 2025/2026/2027 年公司实现营收 17.82/20.35/23.26 亿元，同比+18.7%/+14.2%/+14.3%，实现归母净利润 3.66/4.11/4.55 亿元，同比+14%/+13%/+11%，对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 17.3/15.4/13.9 倍。
- 风险提示：行业竞争格局恶化、宏观经济环境恶化、海外业务拓展不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1345	1501	1782	2035	2326
同比增长	13%	12%	19%	14%	14%
营业利润(百万元)	359	363	416	469	520
同比增长	49%	1%	14%	13%	11%
归母净利润(百万元)	314	321	366	411	455

增持（首次）

中游制造/机械
目标估值：NA
当前股价：15.5 元

基础数据

总股本（百万股）	409
已上市流通股（百万股）	102
总市值（十亿元）	6.3
流通市值（十亿元）	1.6
每股净资产（MRQ）	8.2
ROE（TTM）	10.0
资产负债率	25.1%
主要股东	真诺测量仪表(上海)有限公
主要股东持股比例	35.63%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	2	7
相对表现	-4	-17	-19

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

郭倩倩 S1090525060003
✉ guoqianqian@cmschina.com.cn
方嘉敏 S1090525060004
✉ fangjiamin@cmschina.com.cn

同比增长	48%	2%	14%	13%	11%
每股收益(元)	0.77	0.78	0.89	1.01	1.11
PE	20.2	19.8	17.3	15.4	13.9
PB	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、国内燃气表领军企业，拓展水表及汽零业务	5
1、德系计量仪表制造基因，燃气+水务领域双重开花	5
2、业绩稳健增长，水表业务增速较高	6
3、股权结构清晰稳定	8
二、燃气表行业更新改造需求旺盛，水表智能化	8
1、燃气表行业政策频出，催化更新改造智能化需求	8
2、智慧水务市场空间较燃气表行业更大，受益于节水政策	12
三、布局产业链上游，成本控制优势突出	15
1、完整的产品生产体系，毛利率高于同行	15
2、持续投入外销，海外业务增长较快	15
3、技术研发优势较强	16
四、盈利预测	16
五、风险提示	17

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司历年营收（亿元）及同比增速（%）	6
图 3: 公司历年归母净利润（亿元）及同比增速（%）	6
图 4: 2020-2023 年公司各业务营收（亿元）	7
图 5: 2020-2023 年公司各业务营收占比（%）	7
图 6: 2024-2025H1 公司各业务营收（亿元）	7
图 7: 2024-2025H1 公司各业务营收占比（%）	7
图 8: 2020-2023 年公司各业务毛利率（%）	7
图 9: 公司历年毛利率及净利率（%）	7
图 10: 公司历年各项费用率（%）	8
图 11: 公司股权结构	8
图 12: 我国燃气表发展简要历程	9
图 13: 燃气表行业上下游产业链关系图	10
图 14: 我国天然气表观消费量（亿立方米）	10

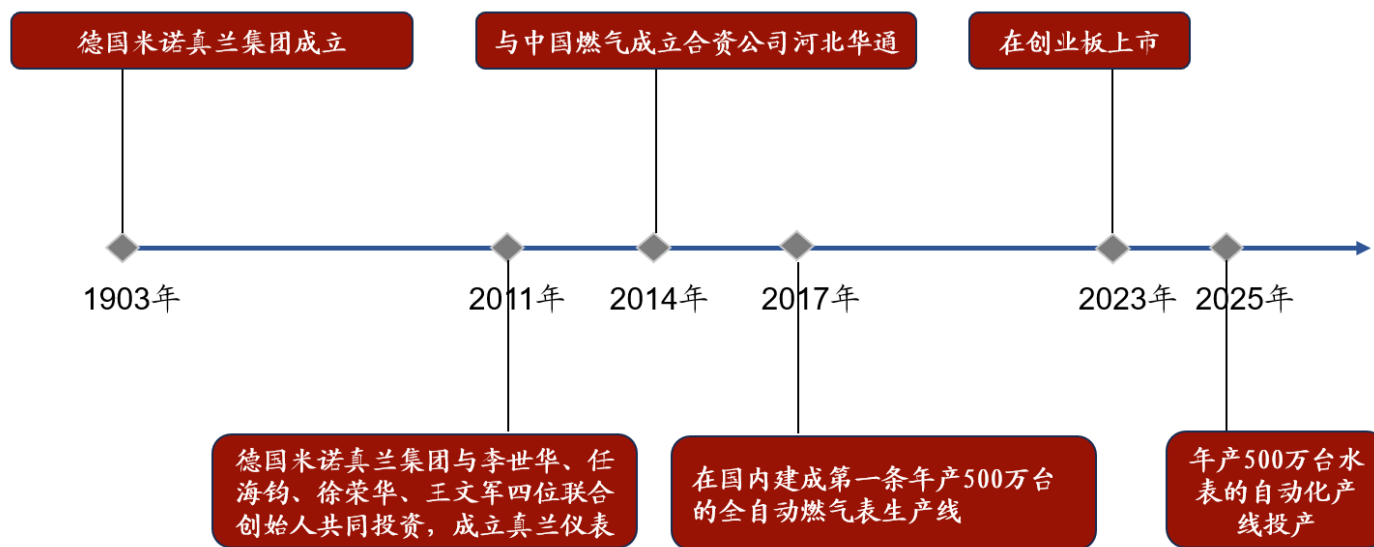
图 15: 我国城市及县城天然气用气户数 (户)	10
图 16: 我国房屋新开工面积 (万平方米) 及同比 (%)	11
图 17: 我国商品房销售面积 (万平方米) 及同比 (%)	11
图 18: 水表的产品迭代, 其中多参数水表尚未量产	13
图 19: 真兰仪表与同行业公司毛利率对比	15
图 20: 真兰仪表历年国内外收入 (亿元)	16
图 21: 公司各业务盈利预测	17
表 1: 公司产品矩阵	6
表 2: 我国燃气表行业老旧小区改造、城市更新政策	11
表 3: 我国主要燃气表生产商	12
表 4: 我国水表行业政策	13
表 5: 我国主要水表生产商	14
附: 财务预测表	18

一、国内燃气表领军企业，拓展水表及汽零业务

1、德系计量仪表制造基因，燃气+水务领域双重开花

真兰仪表是国内燃气表领军企业，同时布局水表、流量计、汽车零部件等业务。真兰仪表的母公司德国米诺·真兰集团成立于1903年。2011年，德国米诺·真兰集团与李世华、任海军、徐荣华、王文军四位联合创始人投资设立华通有限。2012年12月，真诺上海向华通有限投资，并将其改名为真兰仪表。2014年，公司与中国燃气成立合资公司河北华通，通过合资公司模式深度绑定大客户，成为行业标杆。2023年，公司于创业板上市。2024年，公司收购株洲德科材料科技，开拓汽车零部件业务。同年，公司与母公司米诺达成业务调整，将原德方在中国的小口径水表业务转由真兰仪表负责，实现品牌和渠道整合。2025年，公司年产500万台水表的自动化产线投产。截至目前，公司已经成为年产规模超过800万台的燃气计量仪表制造企业之一，国内覆盖昆仑能源、中国燃气、华润燃气、港华燃气、新奥能源等“五大燃气集团”及多家跨区域、省会与直辖市燃气集团。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、招股书、招商证券

公司业务覆盖燃气表、水表、流量计及汽车零部件等多个产品系列。

- **燃气表**：按照燃气表种类，可分为膜式表（基表，纯机械装置）、智能燃气表（包括 IC 卡、远程无线、超声波等）、气体探测器、波纹管等；按照应用场景，可分为民用和工商业用。
- **水表**：包括小口径水表、大口径水表和超声波水表。
- **流量计**：包括气体腰轮流量计、气体涡轮流量计、超声波流量计、电磁流量计、旋进漩涡流量计、体积修正仪、智能控制器、数据远传仪等。
- **汽车零部件**：包括汽车外饰保险杠、扰流板、门板内饰、车灯多色注塑等内

外饰组件，以及高精密冲压焊接等汽车底盘关键结构件等。

表 1: 公司产品矩阵

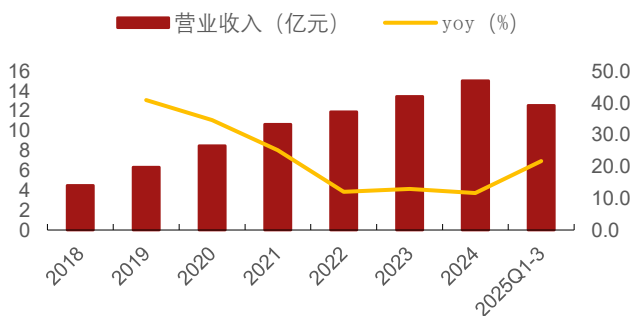
公司产品	产品简介	产品示意图
燃气表	按照燃气表种类，可分为膜式表（基表，纯机械装置）、智能燃气表（包括 IC 卡、远程无线、超声波等）、气体探测器、波纹管等；按照应用场景，可分为民用和工商业用	
水表	按照水表种类，可分为小口径水表、大口径水表和超声波水表	
流量计	包括气体腰轮流量计、气体涡轮流量计、超声波流量计、电磁流量计、旋进漩涡流量计、体积修正仪、智能控制器、数据远传仪等	
汽车零部件	汽车外饰保险杠、扰流板、门板内饰、车灯多色注塑等内外饰组件，以及高精密冲压焊接等汽车底盘关键结构件	

资料来源：公司招股书、2024 年年报、官网、招商证券

2、业绩稳健增长，水表业务增速较高

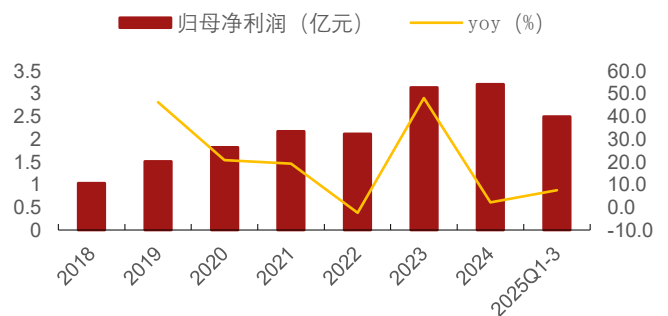
公司实现了业绩的稳健增长，2018-2024 年归母净利润 CAGR 为 20.86%。2025 年前三季度，公司实现营收 12.53 亿元，同比+21.7%，实现归母净利润 2.50 亿元，同比+7.5%。2018-2024 年，公司营收稳健增长，主要原因为城市更新、智慧城市、老旧管网改造等政策持续推动燃气表更新迭代，行业需求扩张。2023 年，公司归母净利润增长 48.1%，高于其他年份，主要原因为原材料成本下降（2023 年公司原材料成本占比由 74.48%降至 70.53%）及公司产品结构优化（智能燃气表的收入占比提升）。

图 2: 公司历年营收（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind、招商证券

图 3: 公司历年归母净利润（亿元）及同比增速（%）

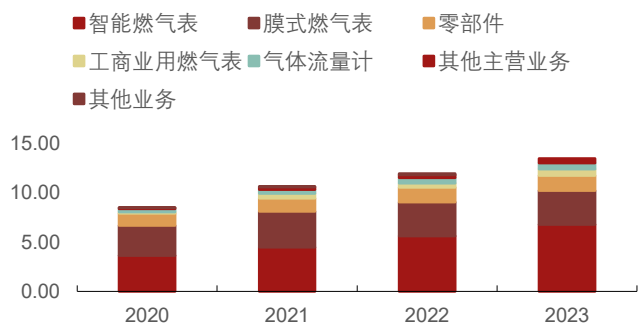


资料来源：Wind、招商证券

燃气表为公司营收贡献主力军，其中，智能燃气表产品营收占比呈上升的态势。2024 年，公司布局水表及汽车零部件业务，因此，2024 年前后公司分业务营收

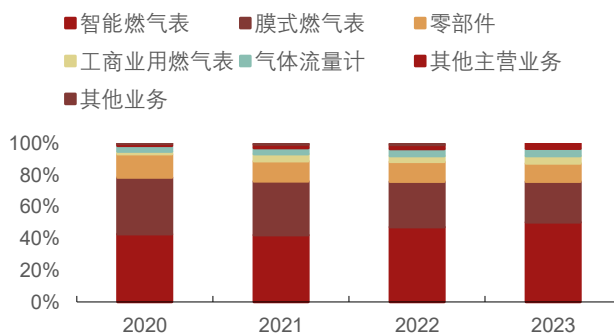
统计口径有所变化。2020-2023 年，公司智能燃气表营收占比分别为 42.8%、42.1%、47.2%、50.3%，膜式燃气表营收占比分别为 35.6%、34.0%、28.7%、25.6%。公司智能燃气表营收占比呈上升的态势，膜式燃气表营收占比逐年下降。2023 年，公司智能燃气表/膜式燃气表/工商业用燃气表/气体流量计的营收占比分别为 50.3%/25.6%/4.7%/4.5%，各类燃气表合计营收占比高达八成。2025H1，公司仪器仪表（含各类水表及燃气表）营收占比为 92%，汽车零部件营收占比为 4%。

图 4：2020-2023 年公司各业务营收（亿元）



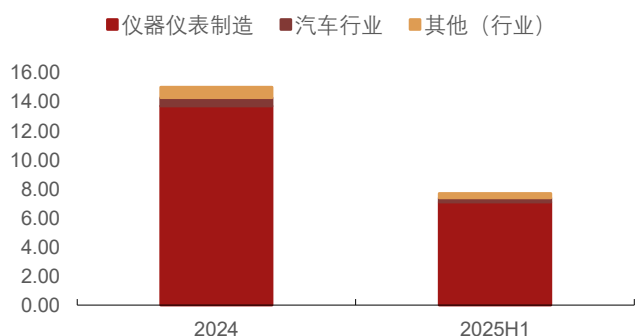
资料来源：Wind、招商证券

图 5：2020-2023 年公司各业务营收占比（%）



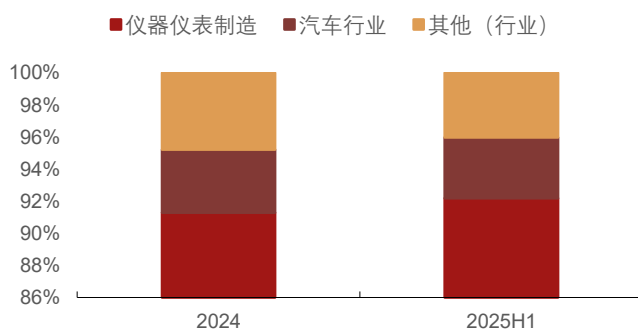
资料来源：Wind、招商证券

图 6：2024-2025H1 公司各业务营收（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

图 7：2024-2025H1 公司各业务营收占比（%）



资料来源：Wind、招商证券

公司毛利率稳中有升，净利率较为稳定。2018-2024 年，公司毛利率分别为 35.7%/37.5%/39.8%/38.9%/37.6%/42.5%/41.0%。2025 年前三季度，公司毛利率为 41.4%。毛利率稳中有升，主要原因为高毛利的智能燃气表营收占比在提升。2023 年，公司智能燃气表毛利率为 46.3%，膜式燃气表毛利率为 32.6%，工商业用燃气表毛利率最高，达 63.8%。

图 8：2020-2023 年公司各业务毛利率（%）

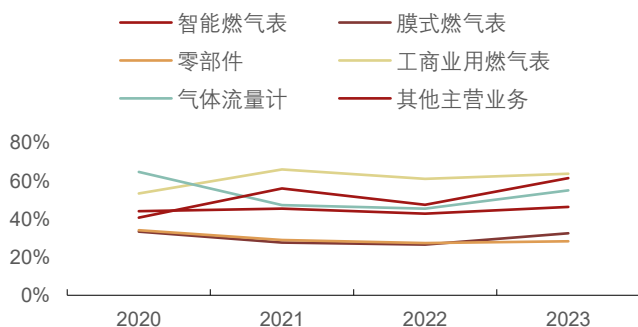
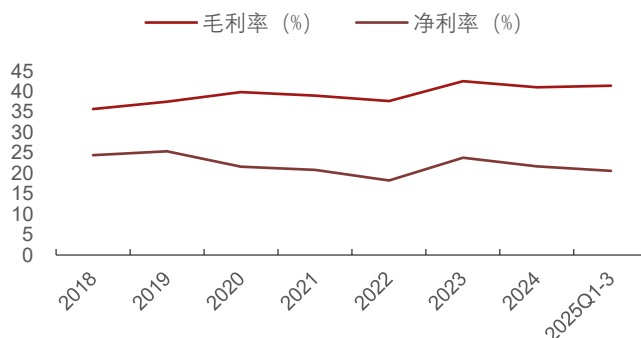


图 9：公司历年毛利率及净利率（%）

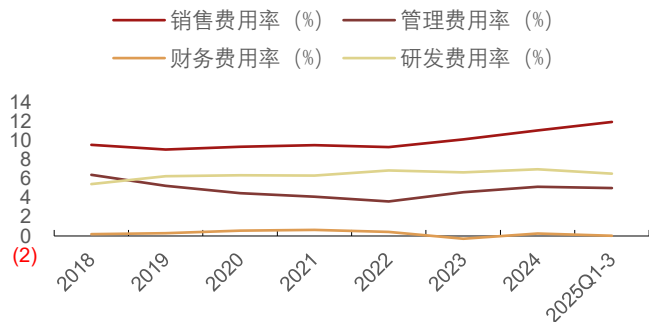


资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

公司销售费用率较高且呈上升趋势，其他费用率较为平稳。2018-2024年，公司销售费用率分别为 9.5%/9.1%/9.4%/9.5%/9.3%/10.1%/11.1%。2025 年前三季度，公司销售费用率为 12.0%。公司销售费用率提升，主要原因为规模扩大和新业务（水表、汽车零部件等）投入，导致人员及差旅费用增长。

图 10：公司历年各项费用率（%）

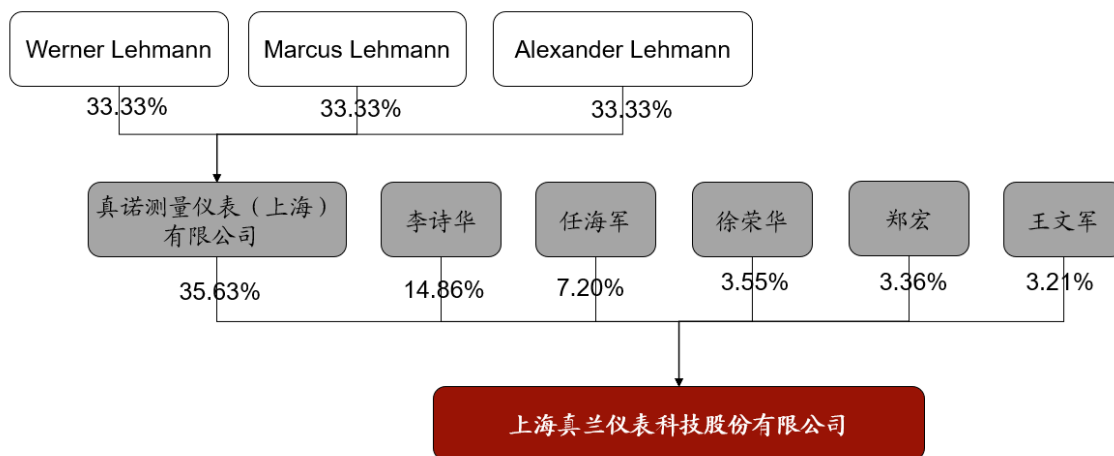


资料来源：Wind、招商证券

3、股权结构清晰稳定

真诺测量仪表（上海）有限公司为真兰仪表第一大股东，持有公司 35.63% 的股权。该公司股权被 Werner Lehmann、Marcus Lehmann、Alexander Lehmann 三兄弟平分。公司董事长李诗华持有公司 14.86% 的股权。截至目前，公司没有实际控制人，前十大股东合计持有公司约 75% 的股权。

图 11：公司股权结构



资料来源：Wind、招商证券

二、燃气表行业更新改造需求旺盛，水表智能化

1、燃气表行业政策频出，催化更新改造智能化需求

燃气表行业起源于欧洲，经历了几次技术的迭代，目前主流的燃气表产品为

NB-IoT 智能燃气表。燃气表作为燃气计量器具，19 世纪起源于欧洲，其生产和发展与燃气使用和工业技术变革密切相关。20 世纪 90 年代前，我国的燃气表主要是膜式燃气表，这类燃气表面临数据搜集和统计工作量大的问题，需要人工上门抄表。20 世纪 90 年代后，以 IC 卡预付费系统为代表的 IC 卡膜式燃气表问世，解决了传统膜式燃气表需要入户抄表的痛点。2017 年前，燃气表厂商先后推出了基于 GPRS、LoRa、FSK 等通信技术的智能燃气表，实现了远程抄表和远程控制的功能。2017 年，国家开始全面推进移动物联网（NB-IoT）建设。NB-IoT 表不仅能实现精准计量，还能实现自动抄表、远程充值、IC 卡预付费、远程阀控、远程调价、故障自动上报、用气记录等功能。如今，NB-IoT 表已成为燃气表行业主流产品。

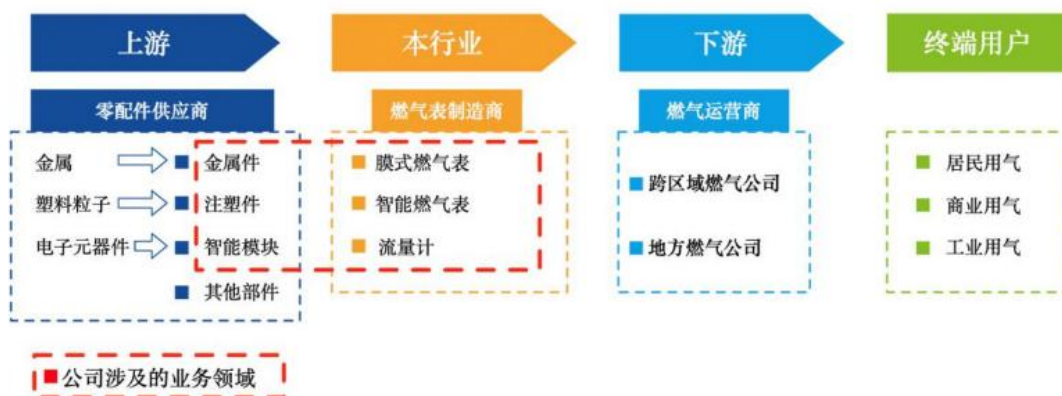
图 12: 我国燃气表发展简要历程



资料来源：公司招股书、招商证券

燃气表的上游和下游：上游主要是零部件供应商，包括金属件、注塑件、电子元器件及其他部件。燃气表的下游为燃气运营商。下游燃气运营商主要包括两类：1、跨区域经营的燃气运营商，其中较大的有五大燃气集团，包括昆仑能源、中国燃气、华润燃气、新奥能源、港华燃气；2、拥有地方燃气专营权的地方燃气公司，如上海、北京、重庆、深圳以及各省会、地级、县级地方燃气公司。

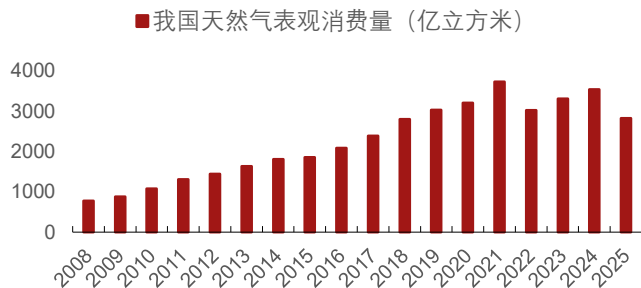
图 13: 燃气表行业上下游产业链关系图



资料来源: 公司招股书、招商证券

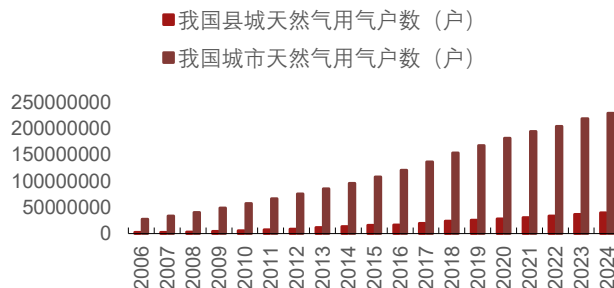
我国天然气表观需求量已经趋于稳定, 用气户数仍有小幅增长。2008-2021 年, 我国常住人口城镇化率提升, 带动我国农村地区用气普及率提升, 我国天然气表观消费量逐年提升。2021 年, 我国天然气表观消费量达 3726 亿立方米。2021 年以后, 我国天然气表观消费量呈震荡态势。从用气户数来看, 2006-2024 年, 我国城市及县城天然气户数均呈增长态势, 2024 年, 我国县城天然气用气户数达 3947.55 万户, 同比增长 7.15%, 我国城市天然气用气户数达 2.29 亿户, 同比增长 4.59%。用气户数的提升为燃气表行业增长带来动力。

图 14: 我国天然气表观消费量 (亿立方米)



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 我国城市及县城天然气用气户数 (户)

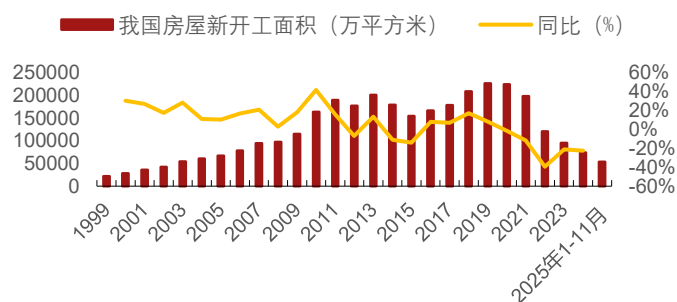


资料来源: Wind、招商证券

燃气表行业需求可分为新增需求和更新需求, 其中, 新增需求因地产行业景气度较低有所下滑, 但更新替换需求较为旺盛。整体来看, 我国燃气表市场规模近两年呈稳健增长态势, 市场规模在百亿左右。据观研天下, 我国智能燃气表行业呈现稳健发展态势。2017 至 2023 年间, 其产量和需求量逐年递增, 分别由 2945 万台和 2748 万台增长至 4945 万台和 4856 万台, 年均复合增长率分别为 9.02% 和 9.95%; 市场规模则呈现整体上升态势, 由 56.36 亿元增长至 95.04 亿元, 年均复合增长率约为 9.10%, 展现出良好的发展韧性和增长潜力。

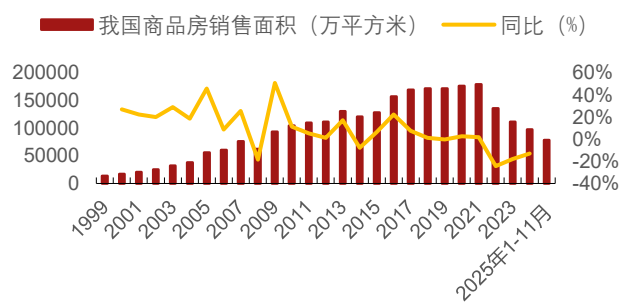
- **新增需求:** 我国燃气表新增需求与地产景气度高度相关。我国房地产行业自 2021 年后景气度承压。2022/2023/2024 年, 我国房屋新开工面积分别同比下降 39.37%、20.91%、22.52%, 我国商品房销售面积分别同比下降 24.30%、17.74%、12.84%。

图 16: 我国房屋新开工面积 (万平方米) 及同比 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 17: 我国商品房销售面积 (万平方米) 及同比 (%)



资料来源: Wind、招商证券

➤ **更新需求:** 根据相关规定, 燃气表使用期限一般不能超过 10 年。10 年以上的燃气表通常会进行强制更换。智能燃气表相较于传统的膜式燃气表具备提前预警、远程控制阀门等优势, 对用户来说安全性更高。近几年来, 老旧小区改造、城市更新等政策的发布更是加快了存量燃气表的智能化改造。

表 2: 我国燃气表行业老旧小区改造、城市更新政策

年份	相关政策	政策内容
2019	《政府工作报告》《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》、国新办政策吹风会、中央经济工作会议	将老旧小区改造纳入保障性安居工程, 中央给予补助; 提出“保基本”为先, 明确范围与资金“政府—居民—社会”合理共担; 年内多次部署推进老旧小区改造; 年底首次提出“加强城市更新和存量住房改造提升”。
2020	国务院《全面推进城镇老旧小区改造的指导意见》、政治局会议、财政部将老旧小区改造纳入专项债支持	明确“基础类—完善类—提升类”三层改造清单; 要求 2020 年新开工 3.9 万个、涉及近 700 万户; 专项债、中央补助、社会资本参与, 多元融资落地; 当年实际新开工 4.03 万个。
2021	《“十四五”规划纲要》写入“实施城市更新行动”; 发改委/住建部《加强城镇老旧小区改造配套设施建设的通知》; 住建部《防止大拆大建通知》; 国务院《第一批城市更新试点》(21 城)	构建“城市体检—更新”闭环, 强调“留改拆并举、以保留利用提升为主、不搞大拆大建”; 补齐燃气、电力、排水、供热等配套短板; 2021 年实际新开工 5.56 万个。
2022	发改委《“十四五”新型城镇化实施方案》、政府工作报告	在老城区推进“老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村”(“三区一村”)改造, 探索政府引导、市场运作、公众参与模式; 继续再开工一批老旧小区改造。2022 年实际新开工 5.25 万个。
2023	国务院《在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》; 住建部《扎实有序推进城市更新工作的通知》; 住建部《全面开展城市体检指导意见》	城中村改造被确立为当前更新重点, 分类实施“拆除新建/整治提升/拆整结合”; 建立城市体检机制与项目库, 系统谋划与精细化城市设计; 2023 年实际新开工 5.37 万个。
2024	政府工作报告: 稳步实施城市更新、推进“平急两用”基础设施建设与城中村改造; 财住两部《关于开展城市更新示范工作的通知》设立专项资金支持 15 个示范城市; 自然资源部发文强化规划与土地政策支持老旧小区更新	聚焦“民生工程、市政基础、城市安全”; 明确示范城市统筹机制与财政支持; 优化审批、用途兼容、功能转换与零星用地供给规则; 2024 年计划 5.4 万、实际推进至 5.80 万(按监测)。

资料来源: 各政府官网、招商证券

燃气表生产企业主要分为三类: 智能燃气表生产企业、膜式燃气表生产企业、综合性燃气表生产企业。

- 智能燃气表生产企业主要生产智能燃气表，代表性公司包括金卡智能、威星智能、先锋电子等；
- 膜式燃气表生产企业主要生产膜式燃气表，如，重庆前卫表业有限公司、丹东热工仪表有限公司、荣成市宇翔实业有限公司等；
- 综合性燃气表生产企业同时生产智能燃气表及膜式燃气表，如，重庆市山城燃气设备有限公司、真兰仪表等。这类公司和智能燃气表企业既是竞争关系，也是供应商关系。

表 3: 我国主要燃气表生产商

公司名称	公司介绍	2024 年营收 (亿元)
金卡智能	公司是中国领先的数字能源产品与解决方案提供商，业务涵盖数字燃气、数字水务、数字过程、数字能源等，持续为智慧城市、能源领域提供数字化整体解决方案。	30.66
真兰仪表	公司主营业务为燃气和水计量仪表及配套产品的研发、制造和销售。公司已形成模具开发与生产、零部件制造、软件开发、智能模块研发与生产、计量仪表整机自动化装配的全产业链业务模式。	15.01
威星智能	公司成立于 2005 年，是行业领先的以燃气、水务为核心的公用事业智能物联数字化解决方案供应商。	12.97
新天科技	公司成立于 2000 年，专注于物联网智慧能源综合解决方案及相关产品的研发、生产、销售和服务。主要围绕水、电、气、热为公用事业单位提供从能源计量、数据采集、数据监测、数据分析以及云平台服务于一体的物联网综合解决方案。	8.90
先锋电子	公司是一家融合了燃气计量终端、安全监测终端、物联网大数据平台、城市燃气监测预警平台以及计量网络收费系统的综合解决方案供应商。专注于为燃气行业提供智慧、安全、高效的解决方案和服务。	6.21
秦川物联	公司创建于 2001 年，是专业从事物联网与智慧城市的理论研究和标准研究及其产品的开发、制造、销售与服务的高新技术企业，是世界物联网 500 强。	3.21

资料来源: Wind、招商证券

燃气运营商与燃气表制造商之间的合作模式主要包括: 1、单一供销关系 (燃气表制造商入围燃气公司合格供应商, 向燃气公司销售产品); 2、股份合作, 燃气公司成为燃气表制造商的股东或与燃气表制造商合资办厂, 如中国燃气通过下属公司参股威星智能, 中国燃气下属公司与真兰仪表合资成立河北华通, 昆明煤气控股有限公司与先锋电子合资成立昆明金质先锋智能仪表有限公司。**股份合作的方式有利于燃气表制造商与燃气公司深度绑定, 形成粘性。**

金卡智能和真兰仪表合计约占燃气表行业份额的 35%。据各公司 2024 年年报, 金卡智能物联网系统平台当前接入终端数量超过千万量级, 真兰仪表燃气表年产规模 800 万台。金卡智能和真兰仪表为行业龙头公司, 按照 2023 年燃气表行业近 5000 万台的规模测算, 两家市场份额合计约 35%。

2、智慧水务市场空间较燃气表行业更大, 受益于节水政策

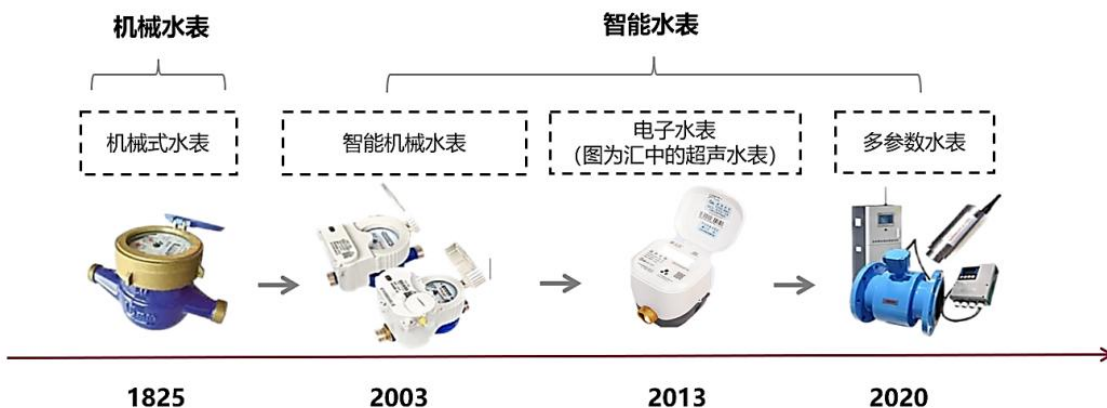
水表形态经历了几次变革, 产品正向着更便捷、更智能化的方向迭代。最早的水表为机械水表, 没有数据传输功能, 抄表依赖人工。为解决抄表问题, 智能水表应运而生。按照推出的先后顺序及智能化程度, 智能水表可分为智能机械水表、电子水表和多参数水表。

- **智能机械水表 (2003 年起):** 在机械水嘴上设置机电转换装置, 实现了数

据远传、预付费、网络阀控等功能。

- **电子水表（2013年起）**：包括超声波、电磁和射流三个类型。其中，电磁水表在结构复杂度、电池续航、防电磁干扰等方面需要进一步改进。射流水表仍处于起步阶段。因此，超声波水表为电子水表中的主流产品。
- **多参数水表（2020年起）**：由宁水集团提出概念并投入研发，可以实现水量、水压、水质、水温等多参数的测量，但仍处于起步阶段。

图 18：水表的产品迭代，其中多参数水表尚未量产



资料来源：汇中股份、金卡智能、宁水集团、招商证券

水表的上游和下游：智能水表的上游主要包括机芯制造商、表壳供应商、电池供应商等。下游主要包括水务和房地产。

关于水表智能化改造、三供一业等的政策层出不穷，推动行业市场规模稳步增长。我国有节水需求，国家陆续推出了《节约用水条例》、《国家水网建设纲要》等政策指引，要求城市及农村地区加强规范用水，推进水表智能化改造（智能水表能够远程监控并及时检测到漏损，有助于减少水资源浪费）。因此，我国水表需求稳步增长。根据华经情报网，2024年我国智慧水务市场规模为257亿元，预计到2025年中国智慧水务行业市场规模约为309亿元。

表 4：我国水表行业政策

年份	相关政策	政策内容
2025	《2025年农村水利水电工作要点》	结合灌区现代化建设改造，加快完善农业灌溉用水计量设施。强化农业节水管理；衔接水网建设，优先推进城乡供水一体化，大力推进集中供水规模化，因地制宜实施小型供水工程规范化建设和改造。加快实施小型引调水工程建设。
2024	《关于加快发展节水产业的指导意见》	到2027年，节水产业规模达到万亿，培育形成一批专精特新“小巨人”企业，初步建立以企业为主体、市场为导向、创新为动力、产学研用相结合的节水产业发展格局。到2035年，培育一批百亿级龙头企业，节水技术工艺、产品装备制造和管理服务达到世界先进水平，节水型生产生活方式全面形成。强化重点领域节水管理。推动全国年用水量规模以上的工业和服务业用水单位计划用水管理全覆盖。加强重点用水单位监管，推动公共机构和场所节水改造，新建、改建、扩建公共建筑应当使用符合国家标准的节水产品，优先采购使用一级水效产品
2024	《节约用水条例》	十五条 用水实行计量收费。国家建立促进节水的水价体系，完善与经济社会发展水平、水资源状况、用水定额、供水成本、

		用水户承受能力和节水要求等相适应的水价形成机制。 第三十条 公共供水企业和自建用水管网设施的单位应当加强供水、用水管网设施运行和维护管理，建立供水、用水管网设施漏损控制体系，采取措施控制水的漏损。超出供水管网设施漏损控制国家标准的漏水损失，不得计入公共供水企业定价成本。 第三十八条 县级以上地方人民政府应当健全与节水成效、农业水价水平、财力状况相匹配的农业用水精准补贴机制和节水奖励机制。 第四十条 国家鼓励发展社会化、专业化、规范化的节水服务产业，支持节水服务机构创新节水服务模式，开展节水咨询、设计、检测、计量、技术改造、运行管理、产品认证等服务，引导和推动节水服务机构与用水单位或者个人签订节水管理合同，提供节水服务并以节水效益分享等方式获得合理收益。 第四十五条 国家实行节水责任制和节水考核评价制度，将节水目标完成情况纳入对地方人民政府及其负责人考核范围。
2024	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	加快建筑和市政基础设施领域设备更新。围绕建设新型城镇化，结合推进城市更新、老旧小区改造，以住宅电梯、供水、供热、供气、污水处理、环卫、城市生命线工程、安防等为重点，分类推进更新改造。
2023	《关于加快推动农村供水高质量发展的指导意见》	建立健全从水源到水龙头的全链条全过程农村饮水安全保障体系。到 2035 年，农村供水工程体系、良性运行的管护机制进一步完善，基本实现农村供水现代化。
2023	《国家水网建设规划纲要》	高标准建设国家水网工程，对已建工程进行升级改造，在推进工程建设时同步配套完善监测计量设施
2023	推进城市基础设施生命线安全工程现场会	推进配套建设物联智能感知设备，逐步实现对城市基础设施生命线运行数据的全面感知、自动采集、监测分析、预警上报

资料来源：汇中股份 2024 年年报、招商证券

尽管水表市场规模比燃气表市场规模大，水表的市场份额也更加分散。这主要是因为我国 3000 多家水司分布在全国各个市、区、县，且都是自主管理，市场非常分散。宁水集团虽然为我国水表行业的龙头，2024 年营收为 15 亿元。

表 5：我国主要水表生产商

公司名称	公司介绍
宁水集团	公司成立于 1958 年，为集合水计量产品、水务工业物联网技术应用研发与制造的综合性企业。公司坚持“一业为主，做精做强”的经营方针，深耕智慧供水领域，从事一系列智能水表为核心产品的各类智慧水务终端设备、智慧水务大数据服务系统与平台的研发、生产与销售，并逐步向针对城市地下供水管网运行优化的各类软硬件及工程类整体解决方案服务业务迈进。
三川智慧	公司的主营业务为智慧水务和稀土资源回收利用。在智慧水务领域，基于软硬融合、资源整合的发展思路，公司正在积极推进“一体两翼”发展规划，为供水企业提供智慧计量、智慧能源、优质供水一体化服务。
汇中股份	公司创立于 1994 年，30 年来专注于超声测流技术，是国内最早研制超声测流产品及超声热量表产品且率先实现智慧供热、智慧供水软件应用的企业之一。
迈拓股份	公司是国内综合优势领先的智能计量仪表供应商。自成立以来，公司专注于超声波流体测量技术的研发和应用。
真兰仪表	公司主营业务为燃气和水计量仪表及配套产品的研发、制造和销售。公司已形成模具开发与生产、零部件制造、软件开发、智能模块研发与生产、计量仪表整机自动化装配的全产业链业务模式。

资料来源：Wind、招商证券

三、布局产业链上游，成本控制优势突出

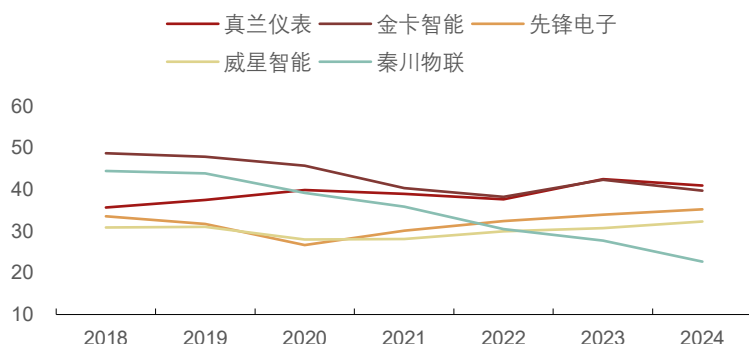
真兰仪表的核心优势有三个：1、完整的产品生产体系，毛利率高于同行；2、持续投入外销，海外业务增长较快；3、技术研发优势。

1、完整的产品生产体系，毛利率高于同行

公司具有较为完整的产品生产体系，涵盖模具制造，塑料件注塑成型，电子元器件贴装（SMT），精密机械加工，金属拉深等领域；公司不仅生产智能燃气表，也生产基表，销售给其他智能燃气表厂商。信息系统方面，公司建立 iGasLink 智慧燃气云平台，基于“云-管-端”的信息架构体系，为燃气公司提供精细化管理、信息服务等增值而服务；工艺方面，公司采用关节机器人、自动智能控制和工业视觉系统，运用 SCADA 和 MES 等系统管理手段，实现燃气表制造的智能化、信息化与自动化。

公司成本控制优势明显，毛利率高于同行。2024 年，真兰仪表整体毛利率为 40.97%，金卡智能/先锋电子/威星智能/秦川物联毛利率分别为 39.74%/35.24%/32.31%/22.69%。

图 19：真兰仪表与同行业公司毛利率对比



资料来源：Wind、招商证券

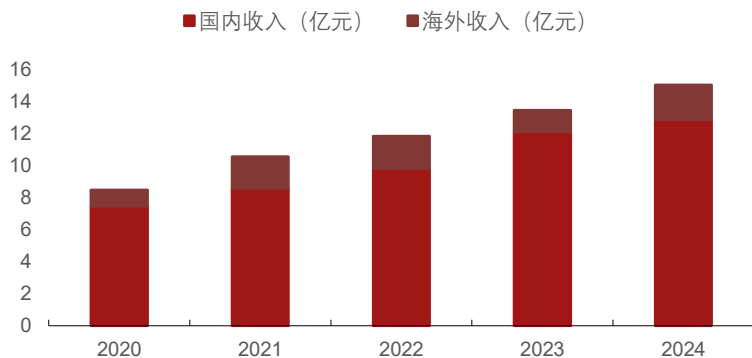
2、持续投入外销，海外业务增长较快

公司注重海外市场布局与客户开拓，积极参加国际能源展会与国际客户交流，不断拓展国际市场，持续提升自身在国际舞台上的地位和影响力，并已成为国内燃气计量仪表主要出口商之一，燃气计量仪表出口超过 60 个国家和地区。公司的民用膜式燃气表、工商业膜式燃气表、智能燃气表以及气体流量计等多款产品已取得欧盟 EN1359 认证、EN12480 认证、欧盟 MID 认证（Module B & Module D 认证）、国际法制计量组织 OIML R137 认证以及欧盟 EU 质量体系认证，产品多项指标优于国家标准和欧洲标准要求。公司研发基于 NB-IoT、GPRS、LoRaWAN、NFC 等各类通信技术的智能燃气表，均获得欧盟 EN16314 认证和国际认可的 IEC（国际电工协会）与 ATEX 防爆认证，并持续投入研发基于海外客户需求的各类新产品，为公司产品出口海外市场持续夯实基础。

公司海外业务增速较快。2024 年，公司实现海外收入 2.17 亿元，同比增长 +61.65%。2020 年，公司海外收入仅 1.03 亿元，2020-2024 年，公司海外业务

收入复合增长率为 20.5%。

图 20: 真兰仪表历年国内外收入 (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

3、技术研发优势较强

公司技术研发优势较强。公司利用上海、北京、西安、杭州等各地的人才优势，建立了多个研发中心，持续完善研发体系，拥有一支业务能力过硬的技术研发团队。2024 年，公司研发支出 1.05 亿元，占当期营业收入的 6.99%，公司及主要子公司新增 25 项发明专利、40 项实用新型专利、2 项外观设计专利和 29 项软件著作权。

四、盈利预测

我们对公司各业务未来营收及毛利率判断如下：

- 仪器仪表制造：公司主营业务为燃气表制造，尽管燃气表新增需求有所减少，更新替换需求仍较为旺盛，行业整体需求稳中有增。公司新业务水表制造有望贡献一定增量。我们预计 2025/2026/2027 年公司仪器仪表制造业务营收增速分别为 20%/15%/15%。公司具备零部件及整表生产能力，降本能力突出，预计 2025/2026/2027 年仪器仪表制造业务毛利率有望维持在 41%左右
- 汽车行业：汽车行业竞争较为激烈，预计 2025/2026/2027 年公司汽车零部件收入增速分别为 5%/5%/5%，毛利率分别为 16%/16%/16%。
- 其他业务：预计 2025/2026/2027 年公司其他业务收入增速均为 5%，毛利率均为 52%。

综上所述，我们预计 2025/2026/2027 年公司实现营收 17.82/20.35/23.26 亿元，同比+18.7%/+14.2%/+14.3%，实现归母净利润 3.66/4.11/4.55 亿元，同比+14%/+13%/+11%。

图 21: 公司各业务盈利预测

单位: 百万	2024	2025E	2026E	2027E
合计				
收入	1501.22	1781.84	2035.37	2326.26
yoy (%)	11.63%	18.69%	14.23%	14.29%
毛利	615.05	716.25	826.95	945.83
毛利率 (%)	41%	40%	41%	41%
仪器仪表制造				
收入	1370.379	1644.46	1891.12	2174.79
yoy (%)		20%	15%	15%
毛利	565.83	667.32	775.36	891.66
毛利率 (%)	41.29%	41%	41%	41%
汽车行业				
收入	59.01	61.96	65.06	68.31
yoy (%)		5%	5%	5%
毛利	11.70	9.71	10.41	10.93
毛利率 (%)	19.83%	16%	16%	16%
其他				
收入	71.83	75.42	79.19	83.15
yoy (%)		5%	5%	5%
毛利	37.52	39.22	41.18	43.24
毛利率 (%)	52.24%	52.00%	52.00%	52.00%

资料来源: 招商证券

五、风险提示

- 1、宏观经济环境恶化: 宏观经济环境恶化会导致公司下游客户支付能力减弱, 导致公司业绩下滑。
- 2、燃气表、水表行业竞争格局恶化: 若燃气表、水表行业竞争格局进一步恶化, 公司毛利率可能下滑。
- 3、海外业务拓展不及预期: 公司目前海外业务增速较快, 若未来增速放缓, 则对公司经营造成不良影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1925	2452	2832	3046	3266
现金	192	327	382	308	196
交易性投资	307	410	410	410	410
应收票据	145	154	183	209	239
应收款项	759	1013	1203	1374	1570
其它应收款	9	15	18	20	23
存货	243	298	358	406	464
其他	270	234	278	318	363
非流动资产	1826	1825	1898	1967	2032
长期股权投资	154	172	172	172	172
固定资产	368	423	465	502	534
无形资产商誉	69	94	84	76	68
其他	1235	1137	1177	1217	1257
资产总计	3750	4277	4730	5013	5297
流动负债	551	928	1033	1062	1069
短期借款	21	230	200	150	62
应付账款	386	413	496	563	643
预收账款	6	22	27	30	35
其他	137	263	310	318	328
长期负债	105	39	159	159	159
长期借款	80	0	0	0	0
其他	25	39	159	159	159
负债合计	656	967	1193	1221	1228
股本	292	409	409	409	409
资本公积金	1844	1728	1728	1728	1728
留存收益	944	1122	1344	1592	1864
少数股东权益	14	52	57	63	69
归属于母公司所有者权益	3080	3258	3481	3729	4001
负债及权益合计	3750	4277	4730	5013	5297

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	53	165	197	149	164
净利润	320	325	371	417	462
折旧摊销	37	59	71	76	81
财务费用	(1)	5	11	12	7
投资收益	(30)	(64)	(153)	(153)	(153)
营运资金变动	(310)	(99)	(130)	(226)	(258)
其它	37	(60)	26	22	25
投资活动现金流	(1696)	(76)	2	2	2
资本支出	(183)	(176)	(150)	(150)	(150)
其他投资	(1513)	100	153	153	153
筹资活动现金流	1682	36	(145)	(225)	(278)
借款变动	(135)	169	(111)	(50)	(88)
普通股增加	73	117	0	0	0
资本公积增加	1785	(116)	0	0	0
股利分配	(48)	(143)	(143)	(163)	(184)
其他	7	9	109	(12)	(7)
现金净增加额	39	125	54	(73)	(112)

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1345	1501	1782	2035	2326
营业成本	774	886	1066	1208	1380
营业税金及附加	13	16	19	22	25
营业费用	136	166	178	204	279
管理费用	61	77	80	92	105
研发费用	89	105	125	142	163
财务费用	(4)	4	11	12	7
资产减值损失	(22)	(36)	(40)	(40)	0
公允价值变动收益	21	25	25	25	25
其他收益	55	64	64	64	64
投资收益	30	64	64	64	64
营业利润	359	363	416	469	520
营业外收入	3	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	362	363	416	469	520
所得税	42	38	45	52	58
少数股东损益	6	4	5	6	6
归属于母公司净利润	314	321	366	411	455

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	12%	19%	14%	14%
营业利润	49%	1%	14%	13%	11%
归母净利润	48%	2%	14%	13%	11%
获利能力					
毛利率	42.5%	41.0%	40.2%	40.6%	40.7%
净利率	23.3%	21.4%	20.5%	20.2%	19.6%
ROE	15.5%	10.1%	10.8%	11.4%	11.8%
ROIC	14.1%	9.4%	10.1%	10.9%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	17.5%	22.6%	25.2%	24.4%	23.2%
净负债比率	2.7%	7.3%	4.2%	3.0%	1.2%
流动比率	3.5	2.6	2.7	2.9	3.1
速动比率	3.1	2.3	2.4	2.5	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	3.2	3.3	3.2	3.2	3.2
应收账款周转率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	1.9	2.2	2.3	2.3	2.3
每股资料(元)					
EPS	0.77	0.78	0.89	1.01	1.11
每股经营净现金	0.13	0.40	0.48	0.36	0.40
每股净资产	7.53	7.97	8.51	9.12	9.79
每股股利	0.25	0.35	0.40	0.45	0.50
估值比率					
PE	20.2	19.8	17.3	15.4	13.9
PB	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	18.5	17.1	14.5	12.9	11.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。