

汇中股份 (300371)

老牌超声波水表企业，行稳致远，进而有为

买入 (首次)

2023年05月08日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

研究助理 米宇

执业证书: S0600122090066

miy@dwzq.com

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	507	680	879	1,067
同比	-3%	34%	29%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	109	145	195	236
同比	-30%	34%	34%	21%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.65	0.87	1.16	1.41
P/E (现价&最新股本摊薄)	23.17	17.30	12.89	10.67

关键词: #第二曲线

■ **我国智能水表向超声波水表时代迈进，当前超声波智能水表渗透率尚低：超声波水表已成为水务公司优选水表，进入商业化迅速推广阶段。**

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。2019年智能水表渗透率已提升至44.91%，但超声水表的渗透率不足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2019年的不足1%提升至2025年10%以上。

■ **管网智能化改造+水利大投资+农村饮用水建设，我国水表行业进入智能表时代：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。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。

■ **公司：最老牌超声波水表厂商，拥有完整知识产权：公司作为中国最早研制超声测流产品的企业之一，公司20多年深耕超声测流领域。拥有近百项专利和软件著作权及全部产品的自主知识产权。公司主要产品包括超声波水表、超声热量表、超声流量计及相关智慧管理系统，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。员工持股计划彰显公司对超声波水表行业发展信心。2023年4月公司公布员工持股计划草案，考核年度为2023年-2024年两个会计年度：2023年净利润增速不低于2022年的30%，2024年净利润增速不低于2022年的60%。**

■ **盈利预测与投资评级：我们预计2023-2025年实现归母净利润1.45亿元、1.95亿元、2.36亿元，同比增长34.0%、34.2%、20.8%，对应PE分别为17倍、13倍、11倍。考虑到公司深耕超声测流行业，公司管理层富有活力，同时考虑到超声波水表行业的贝塔机会，首次覆盖，给予“买入”评级。**

■ **风险提示：宏观经济下行风险；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)	15.21
一年最低/最高价	10.28/15.35
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	1,676.04
总市值(百万元)	2,550.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.01
资产负债率(% ,LF)	12.59
总股本(百万股)	167.68
流通 A 股(百万股)	110.19

相关研究

内容目录

1. 我国智能水表向超声波水表迈进，当前超声波智能水表渗透率尚低	4
1.1. 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.....	4
1.2. 我国智能水表进入快速发展期，超声波水表渗透率有望显著提升.....	6
2. 管网智能化改造+水利大投资+农村饮用水建设，我国水表行业进入智能表时代	7
2.1. 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.....	7
2.2. 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.....	8
2.3. 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.....	9
3. 最老牌超声波水表厂商，拥有完整知识产权	10
3.1. 报表质量稳健，重视研发投入.....	11
3.2. 员工持股计划彰显管理层信心和决心，复合 2 年增速 26%.....	12
4. 盈利预测	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1: 汇中股份智慧水务管理平台.....	5
图 2: 2009-2019 年我国智能水表产品需求情况.....	6
图 3: 2020-2026 全国智能水表行业产销预测.....	6
图 4: 我国水表行业正在从智能机械表时代向电子水表时代.....	7
图 5: 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.....	8
图 6: 2010-2019 年我国乡镇供水普及率.....	9
图 7: 汇中股份水表系列产品.....	11
图 8: 公司营收和归母净利润情况 (单位: 亿元).....	11
图 9: 公司研发支出和研发费用率情况 (单位: 万元).....	11
图 10: 公司 ROE、毛利率、净利率情况.....	12
图 11: 公司资产负债率情况.....	12
表 1: 水表行业主要技术路线及其商业化应用.....	4
表 2: 国家节水行动计划、智慧城市建设等政策梳理.....	10
表 3: 公司 2021-2022 年产销量情况 (单位: 套).....	13
表 4: 主营业务收入拆分 (单位: 万元).....	14
表 5: 可比公司估值 (截至 2023.5.8).....	14

1. 我国智能水表向超声波水表迈进，当前超声波智能水表渗透率尚低

1.1. 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

超声波水表已成为水务公司优选水表，进入商业化迅速推广阶段。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

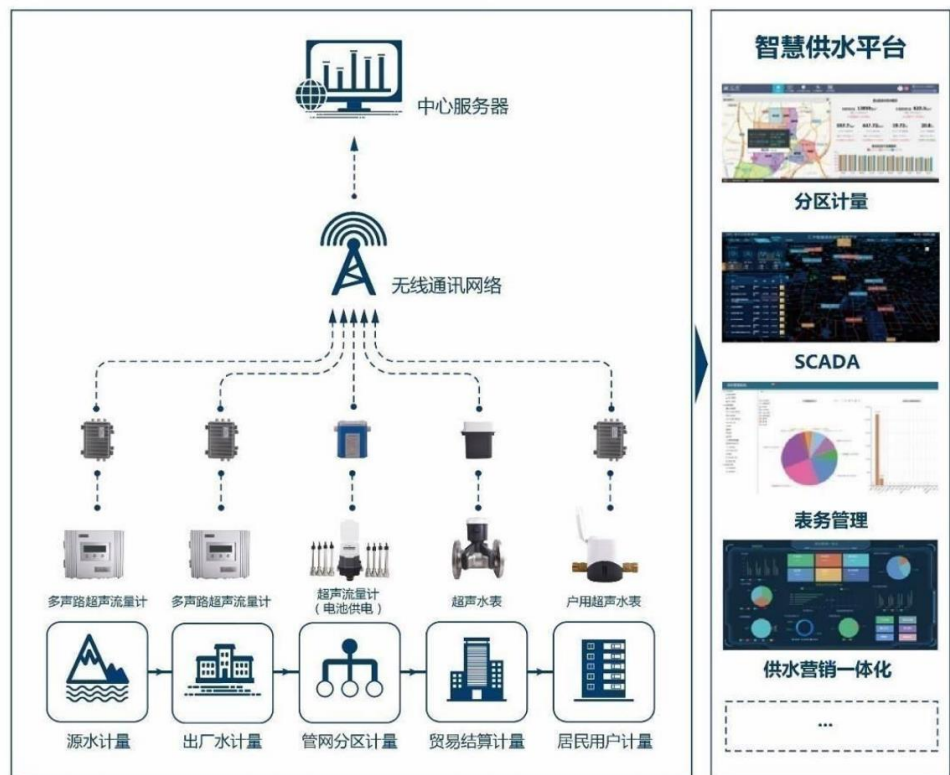
技术路线	技术基础	测量原理	对应产品	商业化应用
机械流量 传感技术	叶轮流量 传感技术	采用带有旋转叶轮的机械运动机构作为流体的传感（测量）部件，通过叶轮在水流中的旋转速度来感知管道内水流体的流速、流量或累积流量	传统机械水表 智能机械水表	非常成熟，广泛运用于水计量及水贸易结算领域 已开始推广商业化应用，近年来增长较快
	超声流量 传感技术	基于超声波在流动介质中传播速度等于被测介质的平均流速与声波在静止介质中速度的矢量和的原理，采用“时差法”或“速度差法”进行流量计量	智能超声水表及超声流量计	部分技术已相对成熟，目前主要应用于工业过程测量与控制领域，以流量计产品为主。但在水计量及贸易结算领域，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	射流流量计及射流水表（非常少）	

道的流速或体积流量成正比

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、高温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1：汇中股份智慧水务管理平台

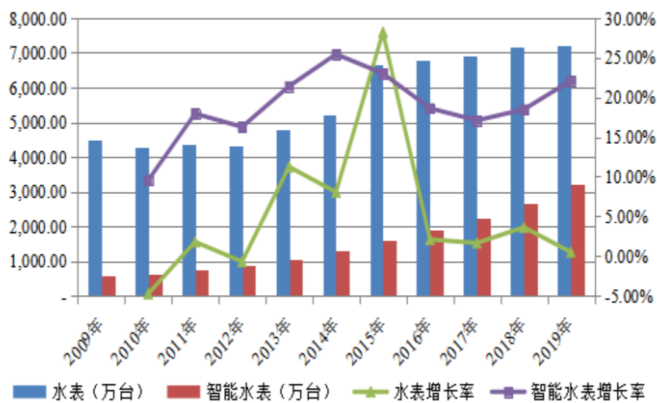


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 我国智能水表进入快速发展期，超声波水表渗透率有望显著提升

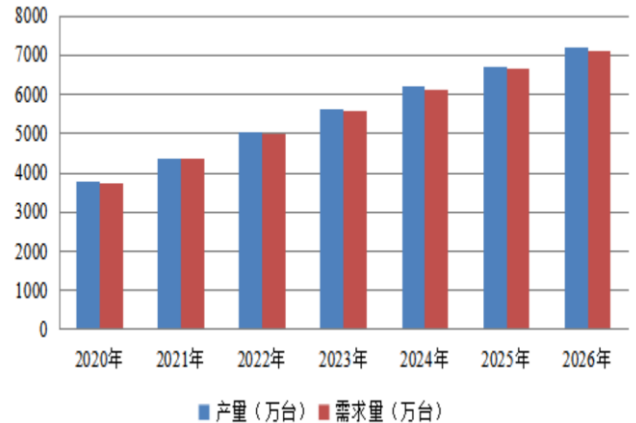
2019 年智能水表渗透率已提升至 44.91%，但超声波水表的渗透率不足 1%。水表按照智能化可分为智能水表和机械水表，智能水表又可分为智能机械水表和电子水表，我们预计十四五期间我国超声波水表的渗透率从 2019 年的不足 1% 提升至 2025 年 10% 以上。根据北京智研科信咨询有限公司的数据，2019 年国内水表产品的需求量达到 7193 万只，其中智能水表的需求为 3230 万只，根据智研的预计，至 2026 年我国智能水表的产量将达到 7094 万只，智能水表的渗透率进一步加深。根据迈拓股份公司招股说明书，2019 年国内超声波水表主要生产企业迈拓股份、汇中股份、天罡股份合计产量不足 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2：2009-2019 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3：2020-2026 全国智能水表行业产销预测



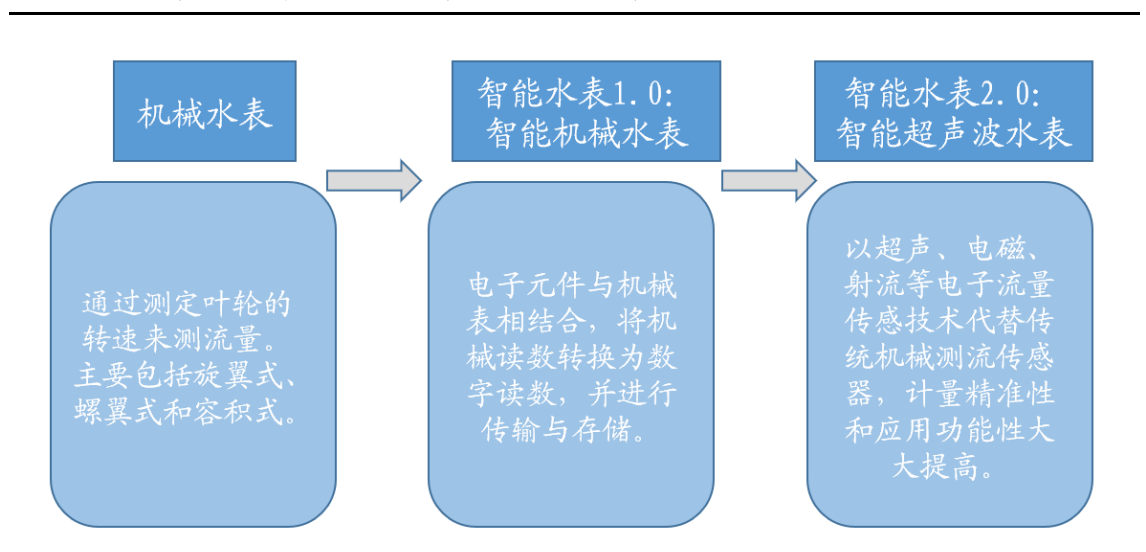
数据来源：迈拓股份招股说明书，东吴证券研究所

超声波水表对水务公司快速定位管网漏损、爆管有重要辅助作用。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，而智能超声波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波水表，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4：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：东吴证券研究所绘制

2. 管网智能化改造+水利大投资+农村饮用水建设，我国水表行业进入智能表时代

2.1. 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

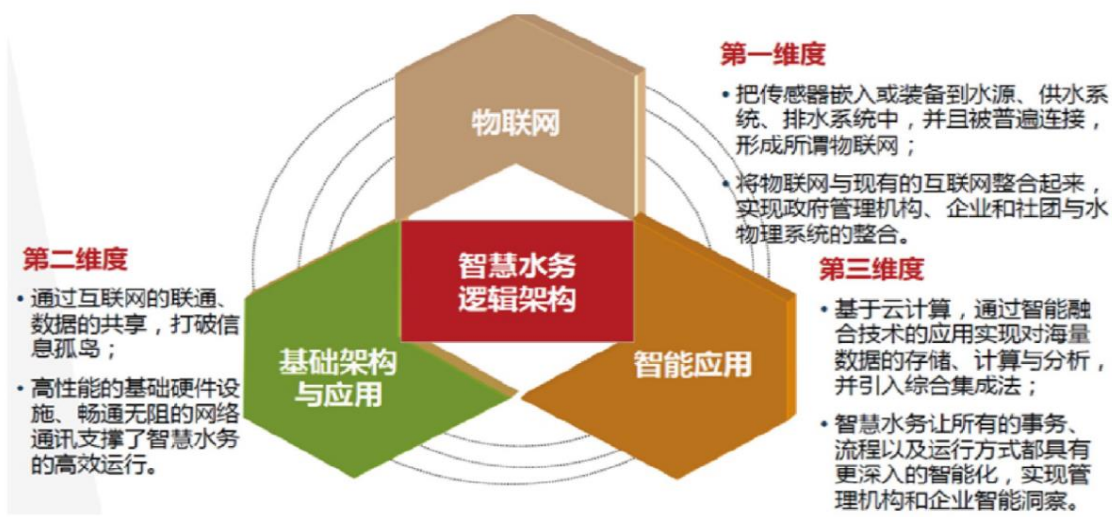
智能水表是管网数据的最重要的采集器，十四五期间智能水表替代传统机械表的逻辑

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。

随着智慧水务的发展，水表功能不再局限于用水计量和贸易结算，而更多用于供水治水中的辅助决策及分析管理，应用于诸如管网供水分区计量、管网压力在线监测、管网供水科学调度、渗漏水监测与定位、水质检测与预警、大用户用水综合分析等领域。水表行业的发展方向，将朝着以智能终端表具硬件为基础，提供智慧水务整体解决方案上转变。

《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5：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



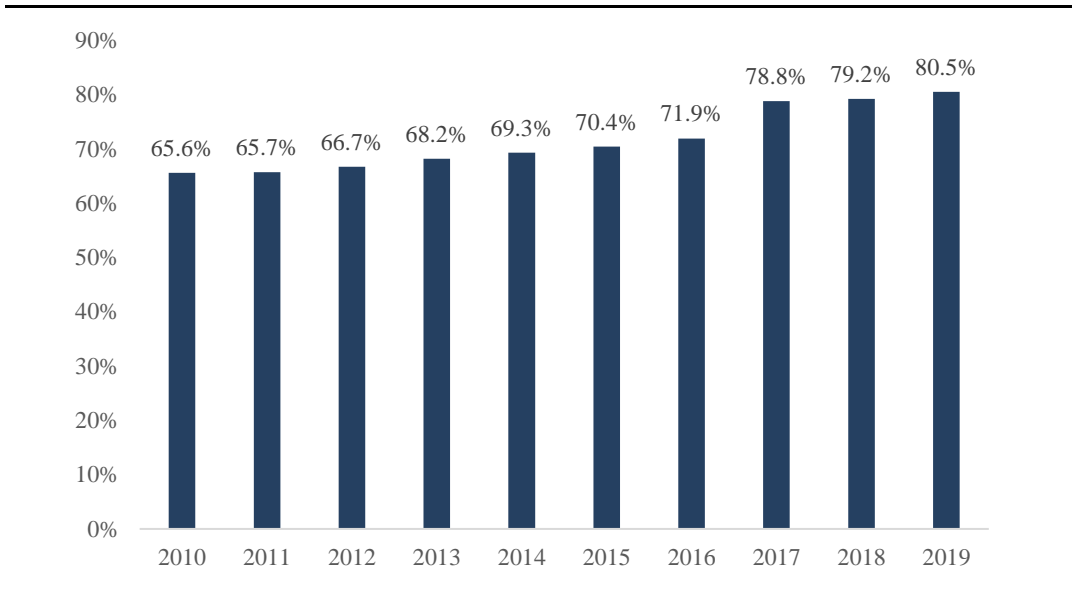
数据来源：《智慧水务白皮书》，东吴证券研究所

2.2. 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6：2010-2019 年我国乡镇供水普及率



数据来源：住建部，东吴证券研究所

2.3. 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¹市场需求均有促进作用。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。
《市场监督管理总局、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：国家发改委、住建部等，东吴证券研究所

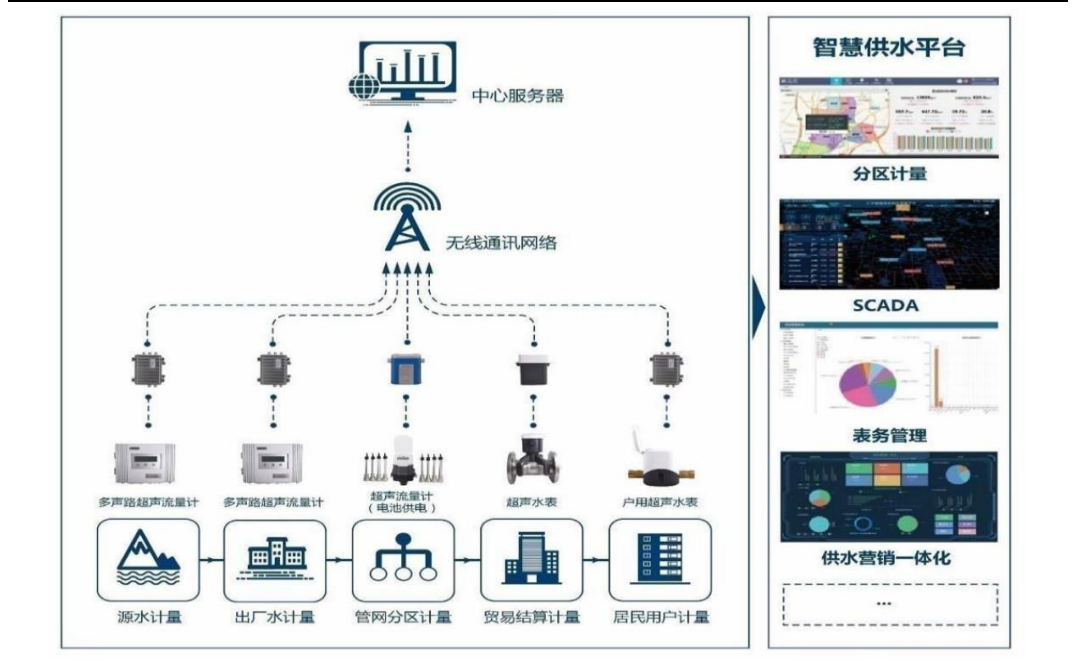
3. 最老牌超声波水表厂商，拥有完整知识产权

公司作为中国最早研制超声测流产品的企业之一，公司 20 多年深耕超声测流领域。

拥有近百项专利和软件著作权及全部产品的自主知识产权，涵盖从终端数据采集到系统研发集成等各个应用环节，参与多项行业标准的制定，公司先后参与制定《给排水用超声流量计（传播速度差法）》、《热量表》、《超声流量计检定规程》等行业及国家标准，2008 年，公司受邀参与国家科技部 863 “过程控制流量传感器及系统”项目并成功通过验收，凭借国内领先国际一流的技术水平，公司多项产品打破国外垄断，产品远销澳大利亚等发达国家。公司主要产品包括超声波水表、超声热量表、超声流量计及相关智慧

管理系统,产品口径范围为 DN15-DN15000,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。

图7: 汇中股份水表系列产品



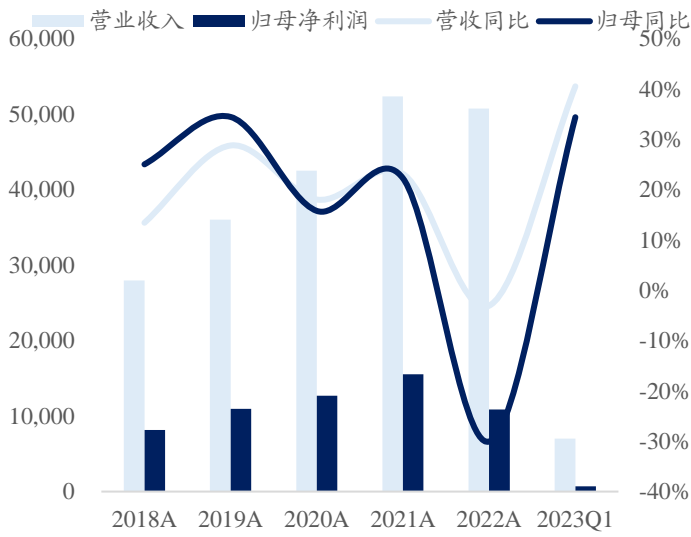
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.1. 报表质量稳健, 重视研发投入

公司报表质量稳健, 管理层资深且富有活力。2018-2022年, 公司实现营业收入 2.80、3.60、4.25、5.24、5.07 亿元, 同比增长 13.4%、28.8%、18.0%、23.1%、-3.1%; 实现归母净利润 0.82、1.10、1.27、1.55、1.09 亿元, 同比增长 25.0%、34.4%、15.8%、22.2%、-30.1%。2022 年公司研发投入 3,367.37 万元, 同比增长 0.36%。新增专利授权 16 项, 其中发明专利 3 项, 实用新型专利 7 项、外观设计专利 6 项; 新增计算机软件著作权 53 项。截至 2022 年底, 公司共计拥有有效专利 111 项, 其中发明专利 9 项、实用新型专利 65 项、外观设计专利 37 项。公司拥有一支专业的管理、生产、营销、技术和服团队, 团队骨干成员在专业领域内平均工作超过 10 年, 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有着深刻的认识。

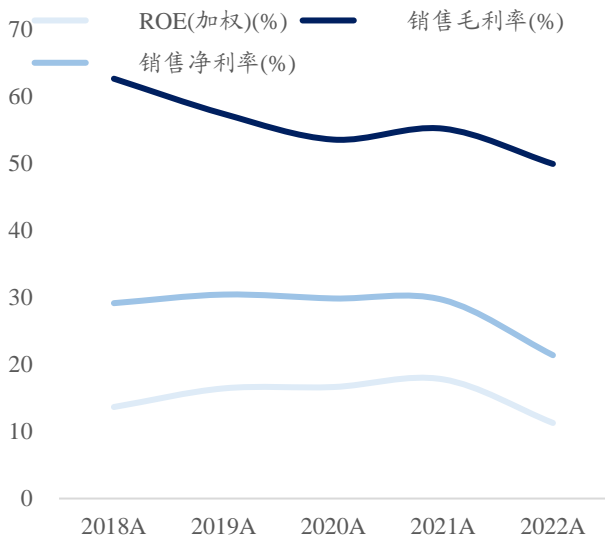
图8: 公司营收和归母净利润情况 (单位: 亿元)

图9: 公司研发支出和研发费用率情况 (单位: 万元)

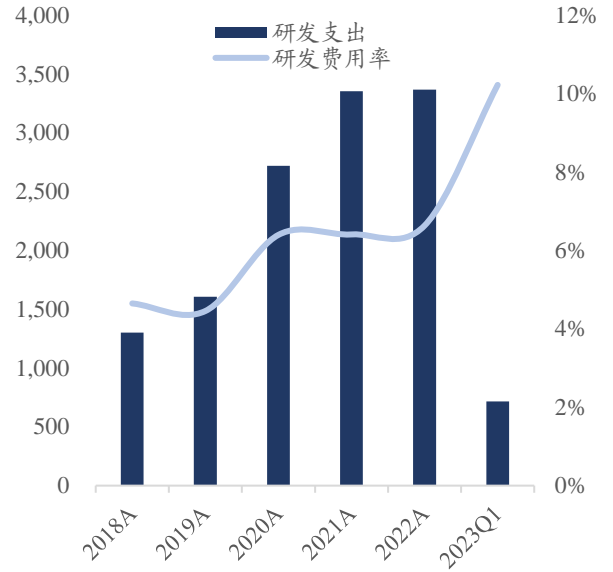


数据来源: wind, 东吴证券研究所

图10: 公司 ROE、毛利率、净利率情况

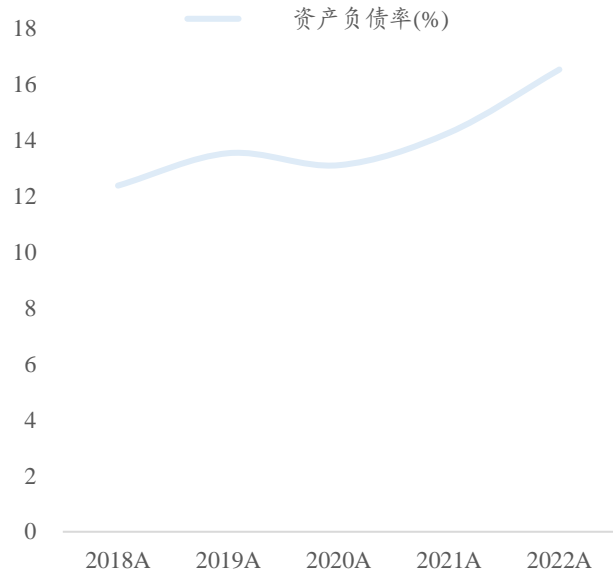


数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图11: 公司资产负债率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.2. 员工持股计划彰显管理层信心和决心, 复合2年增速26%

公司持续深耕超声测流领域, 员工持股计划彰显公司对超声波水表行业发展信心。

2023年4月公司公布员工持股计划草案, 考核年度为2023年-2024年两个会计年度: 2023年净利润增速不低于2022年的30%, 2024年净利润增速不低于2022年的60%, 本次员工持股计划的参加对象主要是: (1) 公司董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员、(2) 公司核心关键岗位人员。2022年公司在产品端、软件端发力, 持续深耕超声

测流领域，继续加大物联网技术、大数据应用技术与超声测流产品的融合，产品研发方向实施模块化、国产化，完成多项新产品研发以及新技术应用。公司针对居民用水特征，创新研发智能涌动识别技术，实现户用超声水表计量性能全面升级，多地试点效果显著；推出高精度双向测流户用超声水表，助力智慧水务发展；推出各型流量计并在水利、石化、核电等领域试点应用。2022 年受疫情影响公司产销量下降明显，库存同比增长 30%，2022 年公司销售 78.0 万台仪器仪表产品，同比增长 5.8%。

表 3：公司 2021-2022 年产销量情况（单位：套）

		2021	2022	同比
仪器仪表制造业	销售量	737,585	779,980	5.75%
	生产量	770,445	810,843	5.24%
	库存量	104,428	135,291	29.55%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测

核心假设: (1) 我国水管网智能化稳步推行, 十四五水利建设大投资、农村饮用水建设稳步推进; (2) 2023-2025 年公司超声水表类产品实现收入增速为 42.1%、33.0%、23.0%, 毛利率为 37.6%、38.6%、38.2%; (3) 2023-2025 年公司超声热量表实现收入增速为 15.0%、15.0%、15.0%, 毛利率为 59.3%、58.9%、59.1%; (4) 2023-2025 年公司超声流量计实现收入增速为 38.0%、35.0%、30.0%, 毛利率为 86.5%、85.5%、85.7%。

表 4: 主营业务收入拆分 (单位: 万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	50,749.27	67,974.56	87,907.59	106,683.15
增速	-3.1%	33.9%	29.3%	21.4%
毛利率	49.9%	48.5%	48.8%	48.6%
超声水表收入	30,334.52	43,101.70	57,316.56	70,513.75
增速	4.9%	42.1%	33.0%	23.0%
毛利率	39.1%	37.6%	38.6%	38.2%
超声热量表收入	10,273.87	11,814.95	13,587.19	15,625.27
增速	-28.6%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	58.6%	59.3%	58.9%	59.1%
超声流量计收入	4,938.05	6,814.51	9,199.59	11,959.46
增速	13.2%	38.0%	35.0%	30.0%
毛利率	85.2%	86.5%	85.5%	85.7%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 6.80 亿元、8.79 亿元、10.67 亿元, 同比增长 33.9%、29.3%、21.4%; 实现归母净利润 1.45 亿元、1.95 亿元、2.36 亿元, 同比增长 34.0%、34.2%、20.8%, 对应 PE 分别为 17 倍、13 倍、11 倍。考虑到公司深耕超声测流行业, 公司管理层富有活力; 可比公司上, 选取同是超声波水表行业龙头迈拓股份, 公司当前估值较为低估, 同时考虑到超声波水表行业的贝塔机会, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值 (截至 2023.5.8)

证券代码	公司	市值 (亿元)	2023 归母 净利润 (亿元)	2024 归母 净利润 (亿元)	2025 归母 净利润 (亿元)	2023PE	2024PE	2025PE
------	----	------------	------------------------	------------------------	------------------------	--------	--------	--------

301006.SZ	迈拓股份	37.7	1.78	2.38	3.00	21	16	13
300371.SZ	汇中股份	25.5	1.45	1.95	2.36	17	13	11

数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 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%，若募投项目产能不及预期，对公司业绩造成不良影响。

汇中股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	703	937	1,208	1,517	营业总收入	507	680	879	1,067
货币资金及交易性金融资产	161	265	307	442	营业成本(含金融类)	254	350	450	549
经营性应收款项	279	363	472	574	税金及附加	8	11	14	17
存货	235	273	384	447	销售费用	58	82	104	127
合同资产	10	14	18	22	管理费用	35	45	60	72
其他流动资产	19	23	28	32	研发费用	34	46	59	72
非流动资产	490	482	473	466	财务费用	0	0	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	26	34	45	54
固定资产及使用权资产	307	304	299	293	投资净收益	2	5	4	6
在建工程	2	1	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	65	63	62	60	减值损失	-22	-17	-18	-20
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	125	167	225	271
其他非流动资产	112	111	109	110	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,193	1,419	1,681	1,983	利润总额	125	167	225	271
流动负债	181	226	305	362	减:所得税	16	22	29	35
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	109	145	195	236
经营性应付款项	152	177	249	290	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	12	16	21	25	归属母公司净利润	109	145	195	236
其他流动负债	17	33	35	47	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.65	0.87	1.16	1.41
非流动负债	16	51	39	48	EBIT	126	145	193	230
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	150	168	216	254
应付债券	0	35	23	32	毛利率(%)	49.94	48.53	48.76	48.57
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	21.39	21.39	22.20	22.10
其他非流动负债	16	16	16	16	收入增长率(%)	-3.06	33.94	29.32	21.36
负债合计	197	278	344	411	归母净利润增长率(%)	-30.05	33.96	34.24	20.80
归属母公司股东权益	996	1,141	1,337	1,572					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	996	1,141	1,337	1,572					
负债和股东权益	1,193	1,419	1,681	1,983					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	25	85	71	143	每股净资产(元)	5.94	6.81	7.97	9.38
投资活动现金流	39	-35	-36	19	最新发行在外股份(百万股)	168	168	168	168
筹资活动现金流	-55	34	-13	8	ROIC(%)	11.30	11.62	13.20	13.49
现金净增加额	8	84	22	170	ROE-摊薄(%)	10.90	12.74	14.60	15.00
折旧和摊销	24	22	23	24	资产负债率(%)	16.52	19.56	20.48	20.71
资本开支	-13	-20	-18	-19	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.17	17.30	12.89	10.67
营运资本变动	-133	-109	-160	-139	P/B(现价)	2.53	2.20	1.88	1.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

