

迈拓股份(301006)

报告日期: 2023年04月16日

# 超声水表“隐形冠军”，技术领先+产能释放受益行业渗透率提升

## ——迈拓股份深度报告

### 投资要点

- 超声水表“隐形冠军”，2017-2020年营收CAGR超50%**  
 公司专注于超声表流体测量技术十六载，超声水表类产品为公司主要产品且占比不断提升，公司营收和归母净利润均快速增长，2017-2020年公司营收CAGR为51%，净利润CAGR为99%。2021年公司净利润受疫情影响有所下滑，预计随着疫情影响减弱，公司盈利能力将恢复。
- 行业空间：预计超声水表2024年市场空间约13亿，行业三年复合增速35%。**  
 在智慧城市、农水改造、智慧水务建设等产业政策的推动下，智能水表需求量不断上升，市场规模持续扩大，2021年智能水表市场规模已达百亿。智能水表当前主要为智能机械表，超声水表的渗透率2019年不足1%，处于渗透率初期，我们在中性假设下预计2024年行业空间约13亿，2022-2024年复合增速为35%。
- 成长逻辑：政策推动+技术迭代+市占率提升，受益行业渗透率加速提升**
  - 政策推动：**智能水表是水务系统智能化的必需品，在国务院、发改委、全国人大、计量协会等多个国家部门相关产业政策的支持下，我们预计2022-2024年智能水表的需求量分别为4100万台、4400万台、4700万台。
  - 技术迭代：**超声水表相对于智能机械表具有测量方式、始动流量等方面的技术优势，可以帮助下游水务公司提升管理水平，降低产销差，带来较大的经济效益，后续持续对传统智能机械表替代趋势显著。根据我们测算，2022-2024年超声水表的渗透率分别为4.5%、6%、8%。
  - 市占率提升：**超声水表渗透率有望加速提升，公司作为行业隐形冠军，技术优势显著，核心零部件自制率高，盈利能力及成本控制领先同行，具备很强的先发优势和护城河。公司募投项目即将投产，伴随产能释放，公司有望乘行业东风，进一步提升市场占有率。根据我们测算，2022-2024年公司市占率预计为48%、50%、52%。
- 盈利预测与估值**  
 预计2022-2024年公司营收为4.0、5.5、7.5亿元，同比增长-3%、38%、37%；归母净利润为1.5、2.1、2.7亿，同比增长9%、35%、31%，对应PE为21、16、12倍。公司深耕超声水表细分赛道，技术产能具备先发优势，受益行业渗透率和市场份额提升，公司业绩有望高速增长。公司2022-2024年三年归母净利润复合增速为24%，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**  
 智能水表需求提升不及预期；超声水表渗透率提升不及预期；公司募投项目产能释放不及预期

### 投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁  
执业证书号：S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

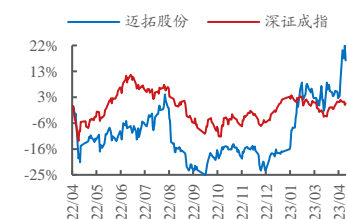
分析师：王华君  
执业证书号：S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理：何家恺  
hejiakai@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥23.55
总市值(百万元)	3,280.04
总股本(百万股)	139.28

### 股票走势图



### 相关报告

### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	409	396	546	746
(+/-)(%)	-3%	-3%	38%	37%
归母净利润	140	153	207	270
(+/-)(%)	-27%	9%	35%	31%
每股收益(元)	1.01	1.10	1.48	1.94
P/E	23	21	16	12

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 2022-2024 年公司营收为 4.0、5.5、7.5 亿元，同比增长-3%、38%、37%；净利润为 1.5、2.1、2.7 亿，同比增长 9%、35%、31%，对应 PE 为 21、16、12 倍。

预计公司 2022-2024 三年归母净利润复合增速为 24%，公司为行业龙头，市占率接近 50%，募投项目投产释放产能预计带来占有率的进一步提升，且随着疫情影响减弱和生产规模进一步扩大，公司盈利能力预计从 2021 年的低估中逐渐恢复。受益于超声水表加速替代的大趋势，扩产能+提份额进一步夯实龙头地位。我们采用相对估值法，参考汇中股份、宁水集团、威派格、金卡智能等水表公司估值，给予迈拓股份 2023 年 25 倍 PE，合理市值空间约 52 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 关键假设

1) 根据公司招股书中披露，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》，2021-2024 年智能水表的市场需求量分别为 4360 万台、4996 万台、5580 万台、6130 万台。但考虑到新冠疫情对下游管网改造、智慧城市建设等造成的不利影响，假设 2021-2024 年智能水表需求量分别为 3800 万台、4100 万台、4400 万台、4700 万台。

2) 根据公司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，因此我们假设，在中性情况下，2019-2024 年超声水表的渗透率分别为 3%、3.2%、3.5%、4.5%、6%、8%；在乐观情况下，分别为 3%、3.5%、4.5%、6%、8%、11%。

3) 2017-2019 年公司市占率从 31.2%提升至 50.4%，增速较快，2020 年仍小幅增长，为 51.2%，2021 年受疫情影响公司销售端压力较大，市占率略微下降至 46.9%，预计随着疫情的好转与结束，公司 2022 年市占率将恢复至先前水平。公司竞争优势明显，即将释放产能的募投项目将带来超过 160 万只超声水表产能，远高于公司 2020 年 76 万只超声水表产量，预计 2023-2024 年市占率会有进一步提升。综上，预计公司 2022-2024 年超声水表市场市占率分别为 48%、50%、52%。

### ● 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。超声水表有望复制智能燃气表对机械燃气表的替代历程。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) 公司一直专注于超声水表领域，行业龙头地位突出。公司技术具备先发优势，产能释放后有助于公司抓住行业景气度提升机遇，进一步提升市场份额。

### ● 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) 公司募投项目产能释放不及预期。

## 正文目录

<b>1 迈拓股份：超声水表“隐形冠军”，受益行业渗透率加速提升</b>	<b>6</b>
1.1 深耕流体测量领域，技术成果丰硕	6
1.2 “水计量+热计量”两大产品主线，覆盖区域广阔	6
1.3 孙卫国先生为实际控制人，股权结构稳定	8
1.4 营收增速亮眼，2017-2020年CAGR为51%	8
<b>2 行业分析：预计超声水表2024年市场规模约13亿，公司市占率近50%</b>	<b>12</b>
2.1 2020年水表需求量7495万台，超声表渗透率处于初期阶段	12
2.2 预计超声水表2024年约13亿市场空间，三年复合增速35%	13
2.3 超声水表行业迈拓、汇中、天罡三足鼎立，公司龙头地位突出	16
2.4 超声热量表技术优势明显，2019-2023年需求量CAGR为10%	17
<b>3 核心逻辑：政策推动+技术迭代+市占率提升，受益行业景气度提升</b>	<b>19</b>
3.1 政策因素利好智能水表渗透率提升	19
3.2 性能优势助力超声水表加速替代智能机械表	20
3.3 竞争优势明显+募投项目释放产能：市占率有望进一步提升	22
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
4.1 盈利预测	24
4.2 投资建议：合理市值约52亿元，给予“买入”评级	25
<b>5 风险提示</b>	<b>27</b>
5.1 智能水表需求提升不及预期	27
5.2 超声水表渗透率提升不及预期	27
5.3 公司募投项目产能释放不及预期	27

## 图表目录

图 1: 公司产品演变历程.....	6
图 2: 水表类产品为公司营收主力, 21 年占比 82.36%.....	8
图 3: 超声水表、超声热量表和智能衡流阀为营收 Top3.....	8
图 4: 公司股权结构.....	8
图 5: 2017-2020 年营收 CAGR51%.....	9
图 6: 2017-2020 年公司水表类产品营收.....	9
图 7: 2017-2020 年公司热表类产品营收.....	9
图 8: 水表类产品毛利率.....	10
图 9: 热表类产品毛利率.....	10
图 10: 2017-2020 年期间费用率持续降低.....	10
图 11: 2017-2020 年净利润 CAGR99.2%.....	11
图 12: 2017-2020 年公司净利率不断提升.....	11
图 13: 2017-2020 年公司净资产收益率 (ROE) 不断提升.....	11
图 14: 公司 21 年 ROE 下降 19pcts.....	11
图 15: 我国水表技术发展历程.....	12
图 16: 迈拓股份超声水表产品细节图示.....	12
图 17: 我国水表整体市场需求量呈逐年增长态势.....	13
图 18: 智能水表渗透率快速提升.....	14
图 19: 智能水表需求量预计持续提升.....	14
图 20: 迈拓股份市占率提升较快.....	16
图 21: 2021 年三家主要超声水表公司市场格局.....	16
图 22: 我国热量表行业的发展历程.....	17
图 23: 2012-2021 年我国城市集中供热面积年均增长超 8%.....	18
图 24: 2019-2023 年热量表数量.....	18
图 25: 2019-2023 年超声热量表市场需求量.....	18
图 26: 一张图看清公司业绩增长核心逻辑.....	19
图 27: 产销差 (无收益水量) 的构成.....	20
图 28: 发改委、住建部对试点城市的要求.....	21
图 29: 2012-2021 年中国城市平均供水管网漏损率.....	21
图 30: 分区计量管理 (DMA).....	21
图 31: 超声水表实时监测并预警漏损情况.....	21
图 32: 超声水表对某水司产销差的降低作用.....	22
图 33: 迈拓、汇中超声水表、超声流量计毛利率比较.....	22
图 34: 迈拓、汇中、天罡超声水表+流量计整体毛利率比较.....	22
图 35: 迈拓超声水表和智能消防栓营收呈显著正相关关系.....	23
图 36: 2018-19 年迈拓超声水表营收增速显著高于汇中.....	23
图 37: 2018-2020 年公司产销率.....	23
表 1: 公司产品图示.....	7
表 2: 三种水表技术比较.....	13
表 3: 超声水表市场规模测算.....	15
表 4: 超声水表行业主要公司介绍.....	16

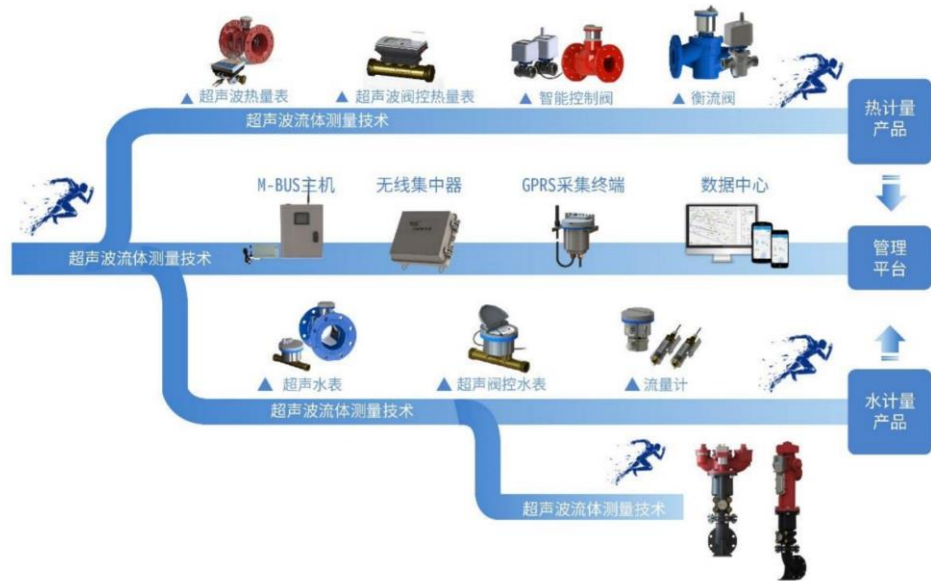
表 5: 迈拓股份在三家主要超声水表公司中的市占率计算.....	16
表 6: 三种热量表性能对比.....	17
表 7: 近两年相关产业政策(部分).....	19
表 8: 超声水表核心优势助力降低产销差.....	20
表 9: 公司募投项目新增产能规划.....	23
表 10: 迈拓股份超声水表类产品收入预测逻辑.....	24
表 11: 超声热量表类产品及其他业务收入预测逻辑.....	24
表 12: 迈拓股份盈利预测.....	25
表 13: 公司 2022-2024 年归母净利润复合增速为 24%，高于可比公司 11%的平均业绩复合增速.....	26
表附录: 三大报表预测值.....	28

## 1 迈拓股份：超声水表“隐形冠军”，受益行业渗透率加速提升

### 1.1 深耕流体测量领域，技术成果丰硕

专注超声波流体测量领域十六载。公司前身迈拓仪表成立于 2006 年 12 月，自成立以来，公司始终专注于超声波流体测量技术的研发并将该技术在水务管理和热量管理两方面进行应用，以“水（热）计量产品+管理平台”相结合的方式建立了满足“数据采集—数据传输—数据应用”三个功能层次的智慧生态系统，打破了传统流体计量技术在系统服务功能上的局限性，为相关部门和企业提供了精准计量、远程抄表、营收管理等方面的便利性。

图1：公司产品演变历程



资料来源：迈拓股份招股说明书，浙商证券研究所

**技术成果丰硕，获多项荣誉称号。**依托多年的流体测量技术研发经验，公司在城市水务管理和热量管理建设方面成果卓著，截止 2020 年 12 月 31 日，公司拥有 36 项授权专利，7 项软件产品登记证书，41 项软件著作权，其中《迈拓智慧水务综合服务平台》被列入 2019 年度省级现代服务业示范项目。此外，公司曾荣获江苏省“专精特新”小巨人企业、江苏省制造与服务融合发展示范企业、江苏省民营科技企业、南京市知识产权示范企业、南京市“专精特新”中小企业等多项荣誉称号。

### 1.2 “水计量+热计量”两大产品主线，覆盖区域广阔

经过多年的流体测量技术积淀，公司现已形成“智能超声水表类产品+智能超声热表类产品”两大产品主线。**智能超声水表类产品主要包括：**超声水表、超声流量计、智能消防栓，其中超声水表为水表类产品的营收主力，占比 95%以上；**智能超声热表类产品主要包括：**超声热量表、智能衡流阀和智能控制阀。

**公司产品覆盖区域广阔，获多项国际认证。**公司凭借在产品品类的丰富性、产品性能的优良性以及产品生态的智慧性等方面的竞争优势，智能超声水表类产品成功覆盖全国 30 多个省、直辖市和自治区，智能超声热表类产品则成功对北方集中供暖 15 省实现了全覆盖。在国际认证方面，公司获得欧盟 MID 工厂认证，智能超声水表类产品获得欧盟 MID 产品认证和 CE 资质认证。

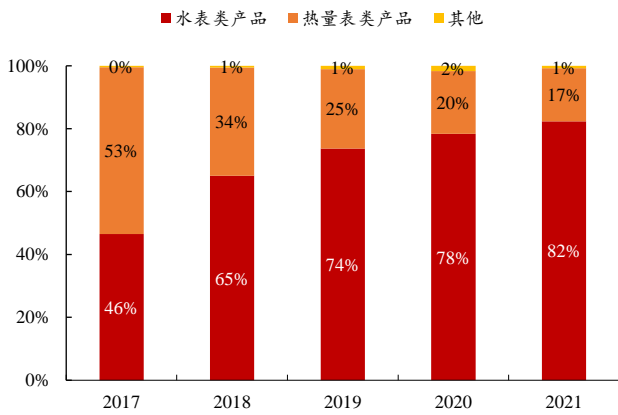
表1: 公司产品图示

产品类型	产品系列	产品图示				应用领域
智能超声水表类产品	超声水表	 户用直读超声水表	 户用阀控超声波水表	 管网大用户超声水表	 管网阀控直读超声水表	户用小口径水表（40mm 以内）用于居民用户水贸易结算，安装于楼宇间作为收费凭证。
		 NB-IoT超声水表				
	超声流量计	 超声波流量计	 插入式流量计			既可用于水贸易结算，又可用于工业生产，可对瞬时流量、累积流量进行测量且计量精度较高。
	智能消防栓	 消防栓I型	 消防栓II型	 消防栓III型	 消防栓流量计	
智能超声热量表类产品	超声热量表	 户用直读超声热量表	 户用阀控超声波热量表	 管网大用户超声热量表	 管网阀控直读超声热量表	户用热量表适用于单元住宅供热系统、以及中央空调等集中制冷系统。
		 衡流阀				管网热量表适用于城市二级以下供热站、居民小区等区域性供热管网。
	智能控制阀	 户用通断控制器	 户用暖气控制阀	 管网暖气控制阀		户用产品适用于单元住宅、楼宇供热系统、以及中央空调等集中制冷系统。
						管网产品适用于城市二级及以下供热站、居民小区等区域性供热管网。

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

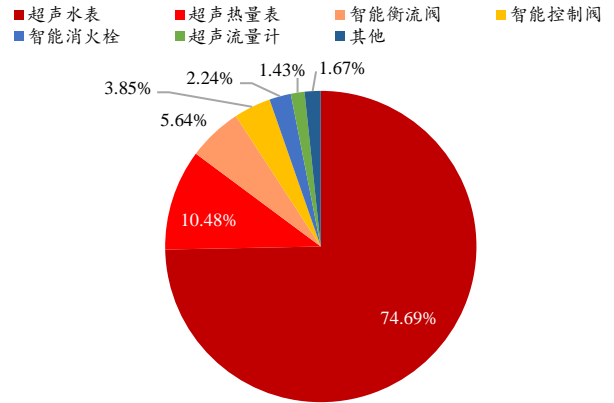
水表类产品为公司主力军，营收占比逐年提升。在公司的产品结构中，2017-2021年智能超声水表类产品占公司营收的比例分别为 46.5%、65.1%、73.7%、78.4%和 82.4%，占比较大且有逐年增长趋势，为公司的营收主力。从细分产品来看，占比最大的是超声水表，2020 年占营业收入的比例为 74.7%，其次为超声热量表和智能衡流阀，分别占比 10.5%和 5.6%。

图2: 水表类产品为公司营收主力, 21年占比 82.36%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 超声水表、超声热量表和智能衡流阀为营收 Top3

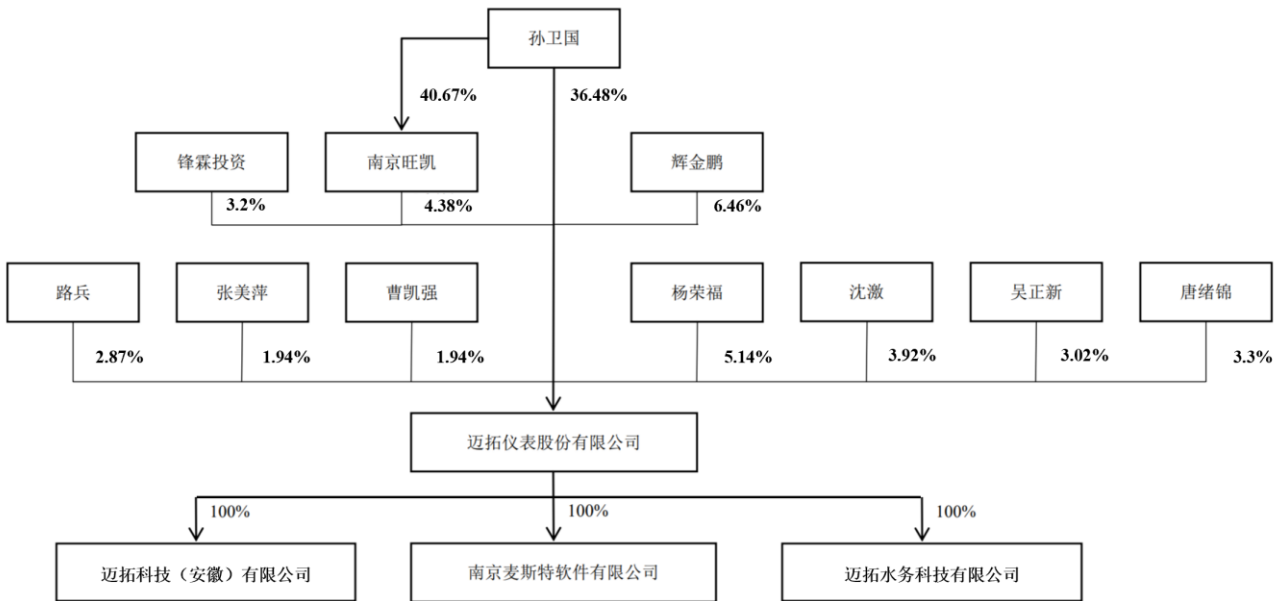


资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (数据为 2020 年数据)

### 1.3 孙卫国先生为实际控制人, 股权结构稳定

孙卫国先生为公司控股股东、实际控制人。孙卫国先生直接持有公司 36.48% 股份, 通过南京旺凯间接持有公司 1.78% 股份, 合计持有公司股份比例为 38.26%, 为公司的控股股东、实际控制人。孙卫国先生 2017 年 12 月至今担任迈拓股份董事长兼总经理, 从业经历丰富, 可以为公司的稳定持续发展提供指导性建议。

图4: 公司股权结构



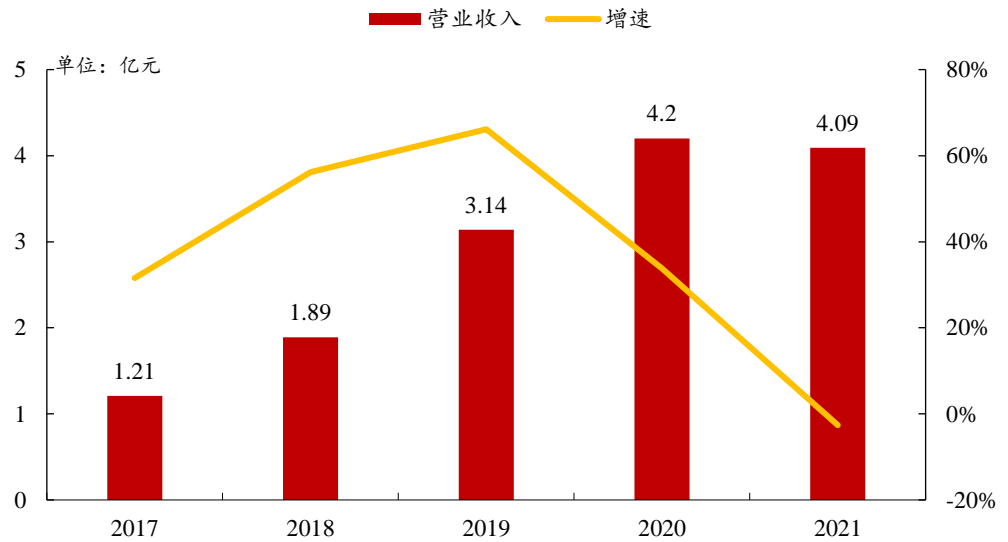
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 1.4 营收增速亮眼, 2017-2020 年 CAGR 为 51%

收入端: 2017-2020 年营收 CAGR 为 51%, 21 年受疫情影响小幅下降。2017-2021 年公司营业收入分别为 1.2 亿元、1.9 亿元、3.1 亿元、4.2 亿元和 4.1 亿元, 其中 2017-2020 年 CAGR 为 51%, 2021 年由于新冠肺炎疫情的影响, 公司销售端遇到较大阻力, 导致公司业绩同比下降 2.8%。



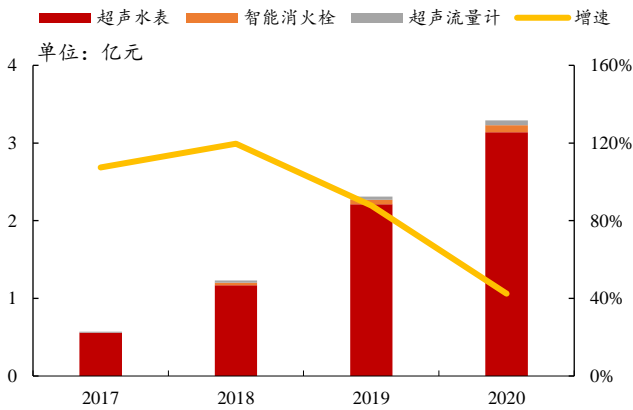
图5: 2017-2020 年营收 CAGR51%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

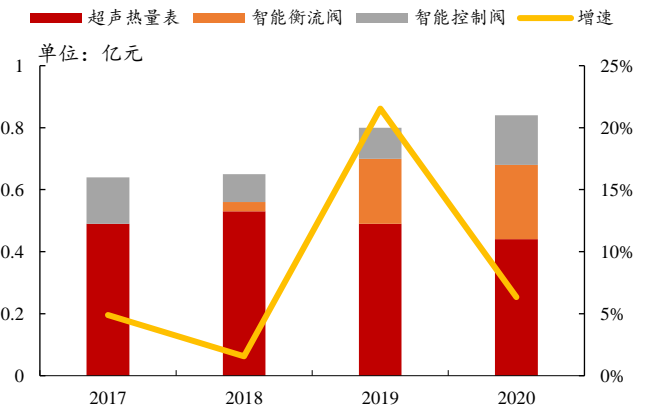
分产品看, 1) 水表类产品中: 受益于相关产业政策的推动和公司市场的积极拓展, 公司的超声水表营收增长快速且稳健, 2017-2020 年分别为 0.56 亿元、1.17 亿元、2.21 亿元和 3.14 亿元, 成为公司营收的主力担当; 此外, 公司依托自身优势将超声计量技术拓展到智能消防栓和超声流量计, 这两类产品营收也呈增长态势。2) 热表类产品中: 超声热量表的营收自 2018 年呈逐年下降态势, 但 2018-2020 年智能衡流阀和智能控制阀的合计营收分别为 0.12 亿元, 0.31 亿元、0.40 亿元, 为公司贡献了新的业绩增量。

图6: 2017-2020 年公司水表类产品营收



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 2017-2020 年公司热表类产品营收



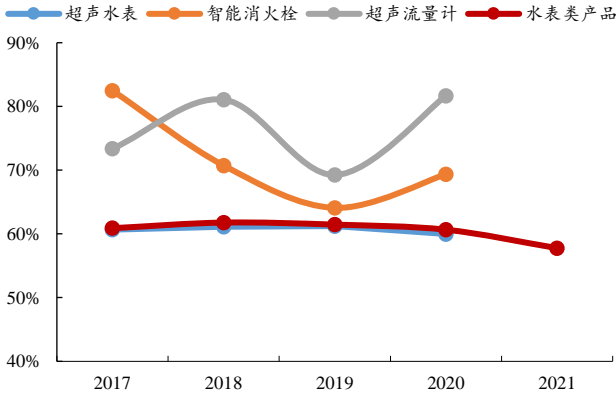
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

产品毛利率管控优良, 水表类产品毛利率稳定, 热表类产品毛利率呈增长态势。

2017-2020 年: 水表类产品销售毛利率分别为 60.9%、61.8%、61.5%和 60.7%, 较为稳定, 但 2021 年由于新冠疫情的影响, 公司的原材料采购成本有一定幅度的上涨, 销售毛利率下降到 57.8%。水表类产品中超声流量计和智能消防栓的销售毛利率高于超声水表。热表类产品销售毛利率分别为 55.0%、57.4%、58.4%和 60.9%, 逐年上升, 2021 年同理下降为 56.0%。

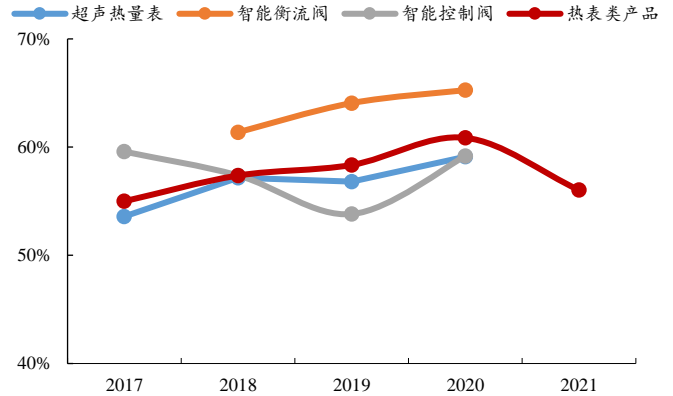
在以上因素的综合作用下, 2017-2021 年公司整体的销售毛利率分别为 57.8%、60.2%、60.5%、60.7%和 57.4%。

图8: 水表类产品毛利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

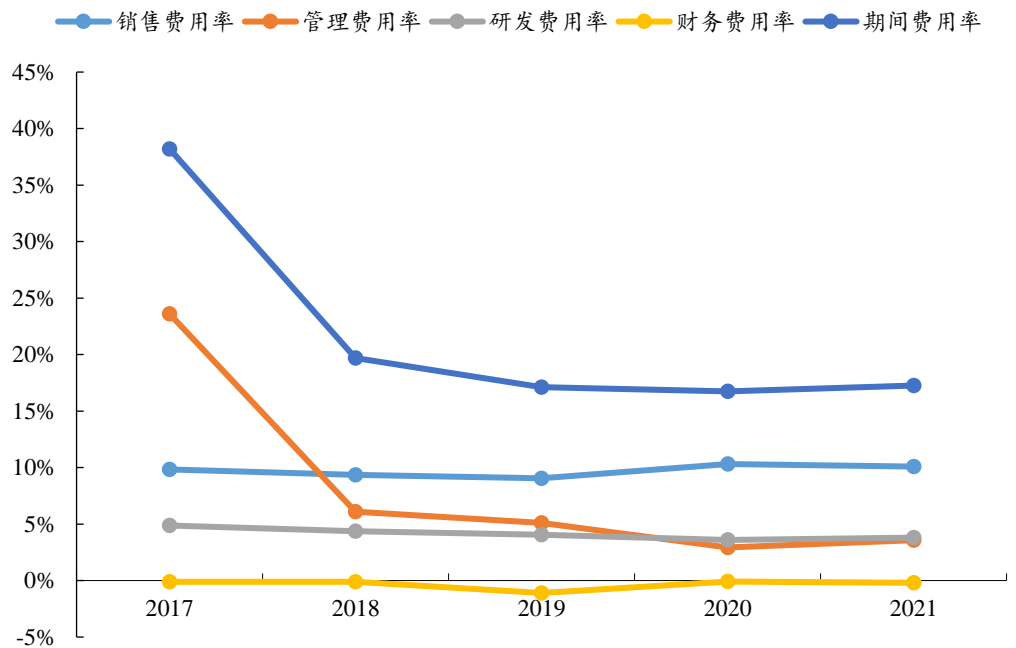
图9: 热表类产品毛利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2017-2020 年期间费用率不断降低, 2021 年疫情导致费用率微升。公司不断加强费用管控, 销售费用率、管理费用率及研发费用率均不断降低, 2017-2021 年公司期间费用率分别为 38.2%、19.7%、17.1%、16.7%、17.2%, 整体处于下降通道。2020 和 2021 年由于疫情原因, 公司销售面临一定阻力, 销售费用率从 2019 年的 9.1% 提升至 2020 年的 10.3% 和 2021 年的 10.1%。

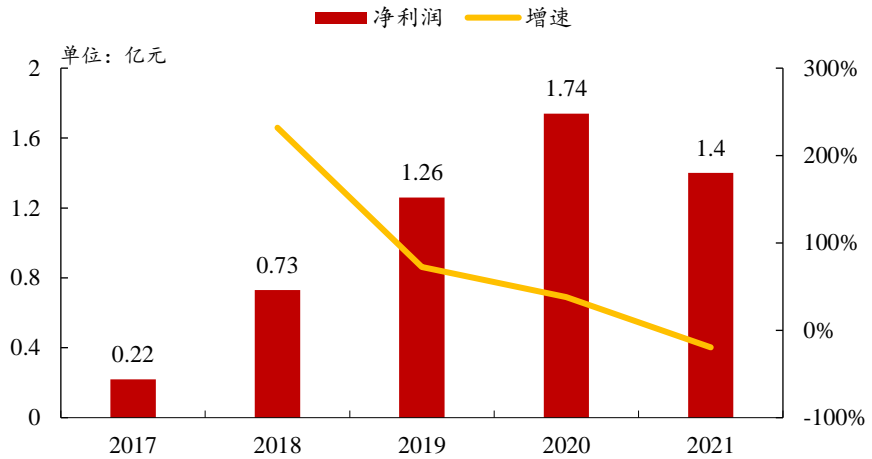
图10: 2017-2020 年期间费用率持续降低



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

盈利端: 2017-2020 年净利润 CAGR 为 99%, 2021 年受疫情影响同比下降 19.6%。2017-2021 年公司的净利润分别为 0.22 亿元、0.73 亿元、1.26 亿元、1.74 亿元和 1.40 亿元, 得益于公司对产品毛利率和期间费用率的良好管控, 2017-2020 年公司净利润的年均复合增长率为 99%, 超过收入端 CAGR51%, 但 2021 年由于新冠疫情对公司原材料成本的影响, 净利润同比下降 19.5pcts。

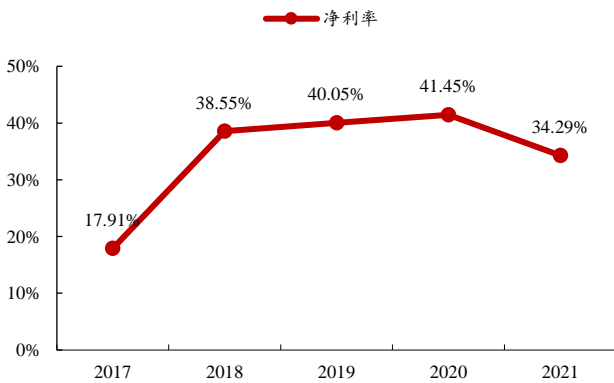
图11: 2017-2020年净利润 CAGR99.2%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

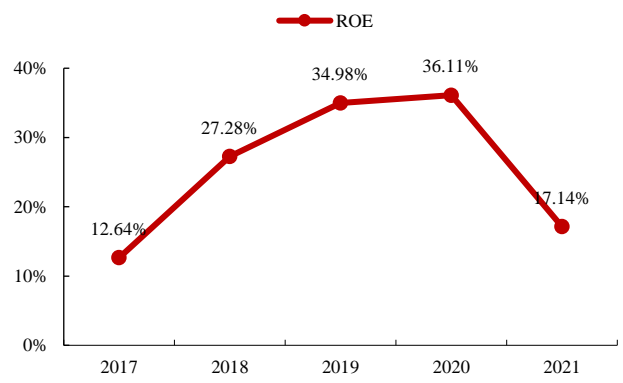
**公司盈利能力提升明显。**2017-2021年公司净利率分别为17.9%、38.6%、40.1%、41.5%和34.3%，2021年公司经营受疫情影响较大，除21年外公司净利率持续提升。2017-2021年公司的净资产收益率ROE分别为12.6%、27.3%、35.0%、36.1%和17.1%，2017-2020年ROE持续提升，21年因疫情原因公司资产周转率和销售净利率均下降，导致ROE下降19pcts。

图12: 2017-2020年公司净利率不断提升



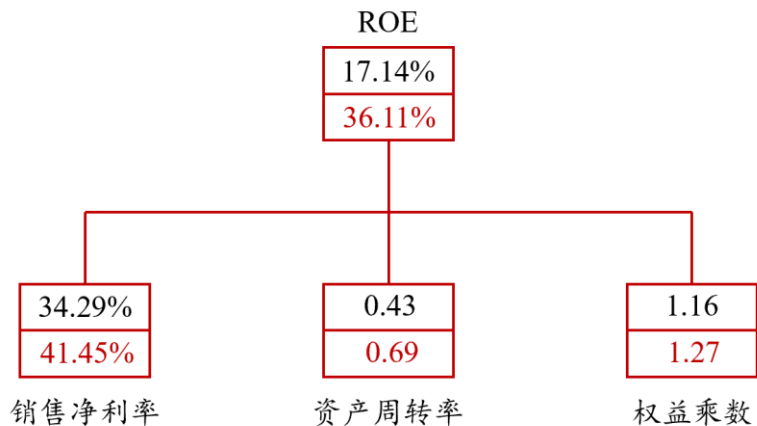
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 2017-2020年公司净资产收益率 (ROE) 不断提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 公司21年ROE下降19pcts



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 黑色数字、红色数字分别代表2021、2020年数据)

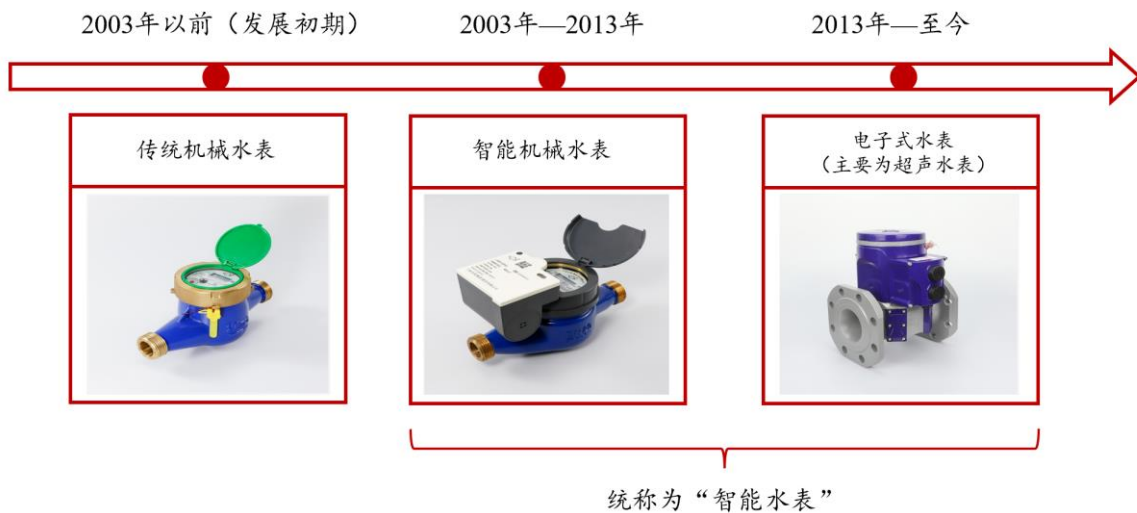
## 2 行业分析：预计超声水表 2024 年市场规模约 13 亿，公司市占率近 50%

### 2.1 2020 年水表需求量 7495 万台，超声表渗透率处于初期阶段

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。

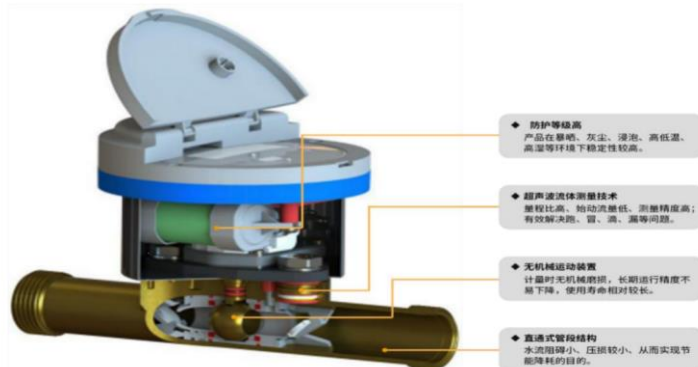
图15：我国水表技术发展历程



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16：迈拓股份超声水表产品细节图示



资料来源：迈拓股份招股说明书，浙商证券研究所

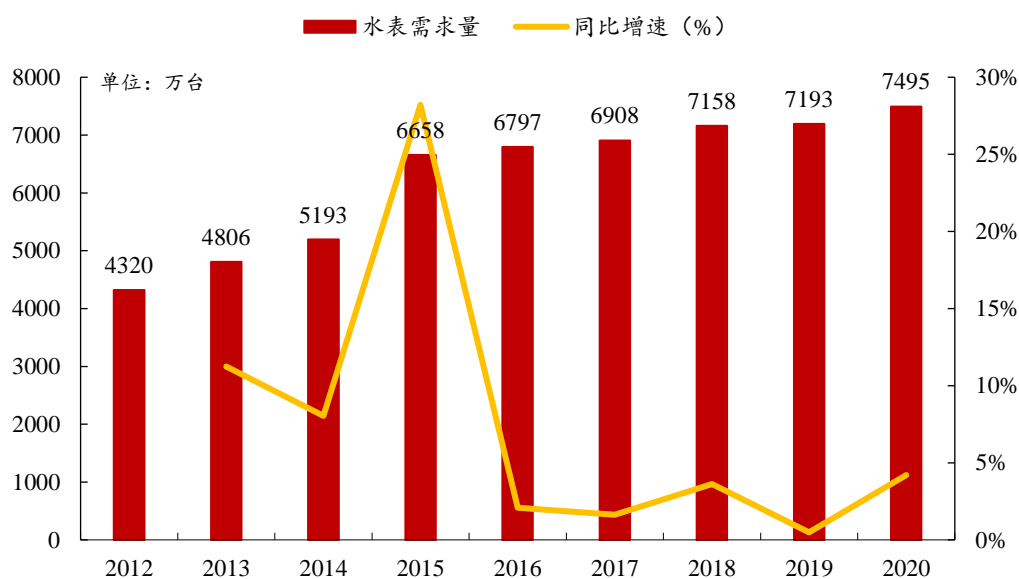
表2: 三种水表技术比较

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17: 我国水表整体市场需求量呈逐年增长态势

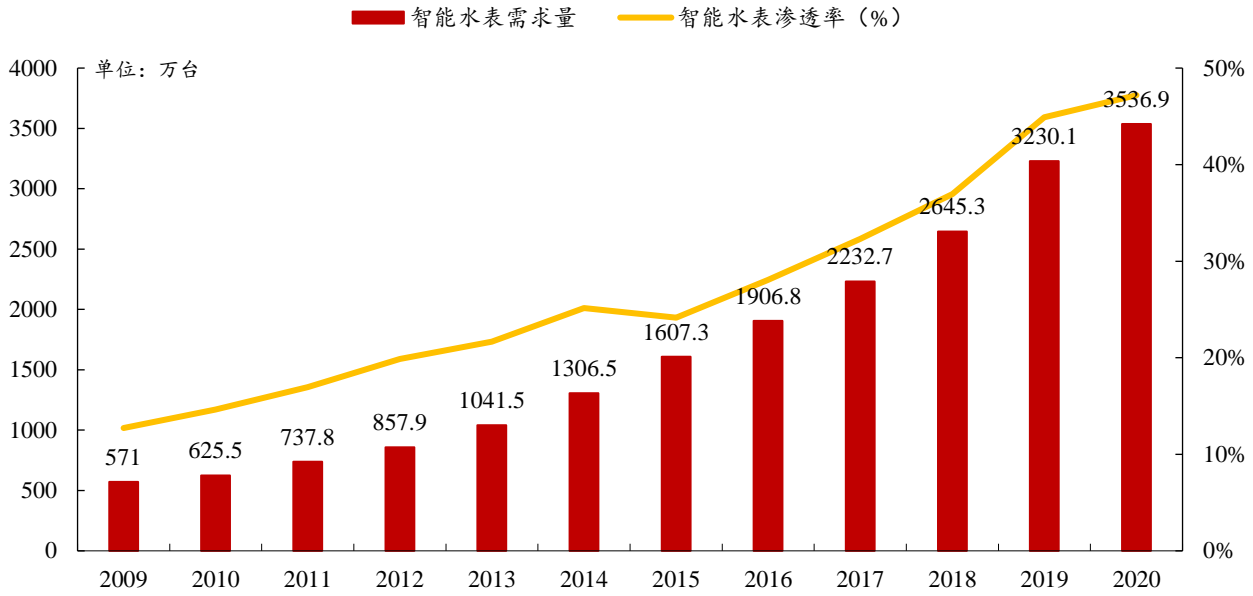


资料来源: 青岛积成招股说明书, 浙商证券研究所

## 2.2 预计超声水表 2024 年约 13 亿市场空间, 三年复合增速 35%。

**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。

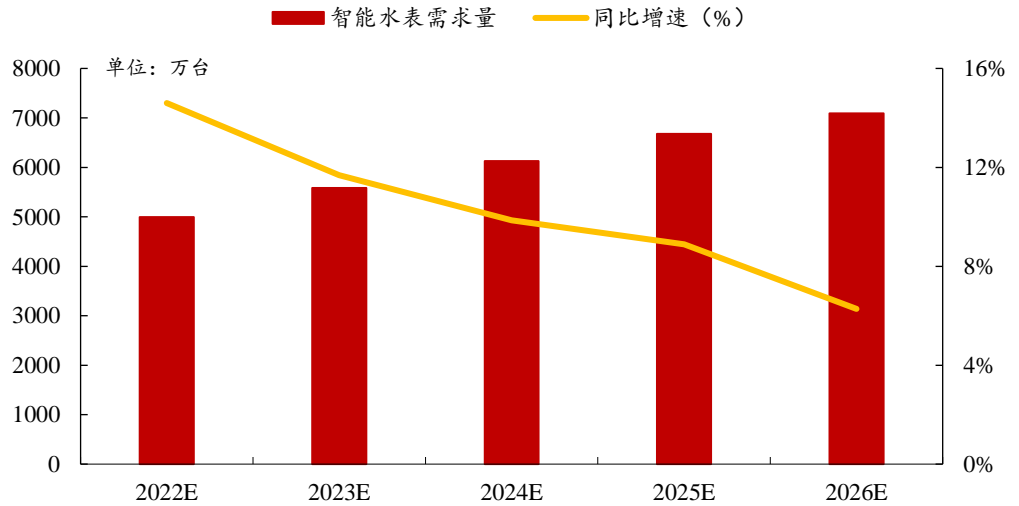
图18: 智能水表渗透率快速提升



资料来源: 青岛积成公开发行说明书, 浙商证券研究所

**2021 年智能水表市场规模达百亿。**在智慧城市、农水改造、智慧水务建设等产业政策的推动下, 智能水表需求量不断上升, 市场规模持续扩大, 2021 年智能水表市场规模已达百亿。根据迈拓股份招股书披露的《2020-2026 年中国智能水表市场深度调查与投资前景分析报告》中的数据, 智能水表的需求量将于 2026 年增长至 7094 万台。

图19: 智能水表需求量预计持续提升



资料来源: 迈拓股份招股说明书, 浙商证券研究所

**智能水表需求量以智能机械表为主, 超声水表渗透率有待提升。**据迈拓股份招股说明书披露, 2019 年主要超声水表公司迈拓股份、汇中股份和天罡股份产量合计不足 100 万只, 相对整体水表市场, 渗透率不足 1%, 有较大提升空间。根据测算结果, 中性假设下超声水表 24 年约 13 亿规模, 2022-2024 年复合增速 35%。

**超声水表市场空间测算:**

**智能水表需求量:** 根据迈拓股份招股书中披露的, 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。(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,实际上智能水表的需求量仅从 2019 年的 3230 万台增加约 300 万台至 2020 年的 3537 万台(参考本报告图 18),低于智研科信的预测,而且疫情的影响持续几年之久,疫情因素结束后行业恢复尚需一定时间,因此基于谨慎性原则,假设 2021-2024 年智能水表需求量分别为 3800 万台、4100 万台、4400 万台、4700 万台。

**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,因此我们假设,在中性情况下,2019-2024 年超声水表的渗透率分别为 3%、3.2%、3.5%、4.5%、6%、8%;在乐观情况下,分别为 3%、3.5%、4.5%、6%、8%、11%。

**超声水表市场价格:**根据迈拓股份招股说明书披露,2019-2020 年迈拓股份的超声水表均价分别为 422.76 元/只、416.12 元/只,迈拓股份在超声水表市场占有率较高,其产品与汇中股份在通道数、精度级数等核心参数上无明显差异,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,单价有所降低,因此合理假设 2019-2024 年超声水表平均单价分别为 420 元/只、415 元/只、400 元/只、380 元/只、360 元/只、340 元/只。

表3: 超声水表市场规模测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>中性假设下</b>						
智能水表需求量(万台)	3230	3537	3800	4100	4400	4700
× 超声水表渗透率(中性)	3.0%	3.2%	3.5%	4.5%	6.0%	8.0%
=超声水表需求量(万台)	97	113	133	185	264	376
× 超声水表价格(元/台)	420	415	400	380	360	340
=超声水表市场规模(亿元)	4.07	4.70	5.32	7.01	9.50	12.78
同比增速		15%	13%	32%	36%	35%
<b>乐观假设下</b>						
智能水表需求量(万台)	3230	3537	3800	4100	4400	4700
× 超声水表渗透率(乐观)	3%	3.50%	4.50%	6.00%	8.00%	11.0%
=超声水表需求量(万台)	97	124	171	246	352	517
× 超声水表价格(元/台)	420	415	400	380	360	340
=超声水表市场规模(亿元)	4.07	5.14	6.84	9.35	12.67	17.58
同比增速		26%	33%	37%	36%	39%

资料来源:浙商证券研究所测算

### 2.3 超声水表行业迈拓、汇中、天罡三足鼎立，公司龙头地位突出

目前市场上的超声水表公司主要包括迈拓股份、汇中股份和天罡股份。目前国内的超声水表市场相对较为集中，规模化生产的超声水表制造商除迈拓股份外还包括汇中股份和天罡股份，从产品大类来看，三家公司均主营水、热两大板块，从水表方面看，汇中股份和天罡股份的主要产品为超声水表和超声流量计，而迈拓股份在此基础上还有智能消防栓产品。

表4: 超声水表行业主要公司介绍

公司简称	公司简介	水表类产品	2021 年营收规模
迈拓股份	/	超声水表、超声流量计、智能消防栓	4.09 亿元
汇中股份	成立于 1998 年，位于河北省唐山市，主要从事智能超声测流产品研发、生产、销售、服务。	超声水表、超声流量计	5.24 亿元
天罡股份	成立于 1993 年，位于山东省威海市，从事超声热量表、智能温控系统、数据传输管理系统的研发、生产和销售，为供热（制冷）计量及节能智能化管理方案提供商。	超声水表、超声流量计	2.43 亿元

资料来源：迈拓股份招股说明书，Wind，浙商证券研究所

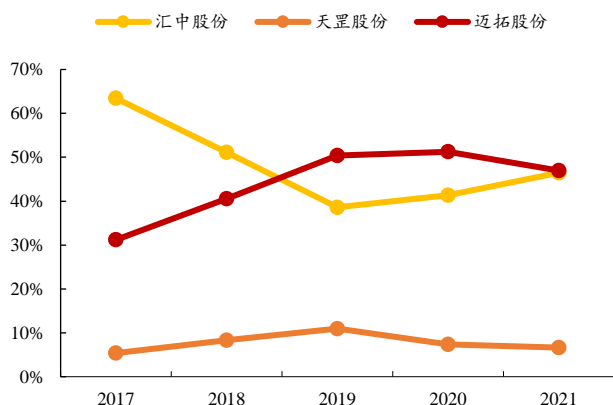
迈拓股份在超声水表行业三家主要公司中市占率提升较快，市占率约 50%。从水表类产品的营收口径看，迈拓股份在三个超声水表行业主要公司中的市占率近几年提升较快，从 2017 年的 31.2% 提升至 2020 年的 51.2%，2021 年为 46.9%，市占率第一，其次为汇中股份，而天罡股份的市占率较小，不足 7%。

表5: 迈拓股份在三家主要超声水表公司中的市占率计算

	水表类产品营业收入/百万元			水表类产品营收合计	市场占有率		
	迈拓股份	汇中股份	天罡股份		迈拓股份	汇中股份	天罡股份
2017 年	56.43	114.77	9.73	180.93	31.19%	63.43%	5.38%
2018 年	122.74	154.91	25.19	302.84	40.53%	51.15%	8.32%
2019 年	231.28	177.11	50.28	458.67	50.42%	38.61%	10.96%
2020 年	329.47	266.07	47.42	642.96	51.24%	41.38%	7.38%
2021 年	336.54	332.82	47.57	716.93	46.94%	46.42%	6.64%

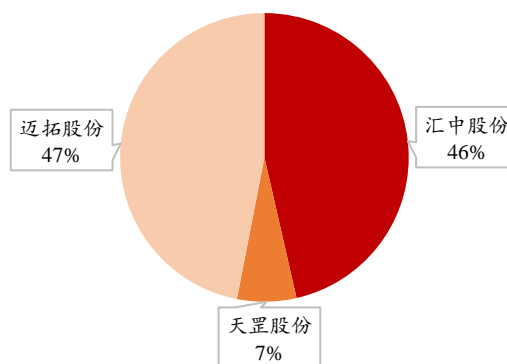
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图20: 迈拓股份市占率提升较快



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21: 2021 年三家主要超声水表公司市场格局



资料来源：Wind，浙商证券研究所



## 2.4 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。

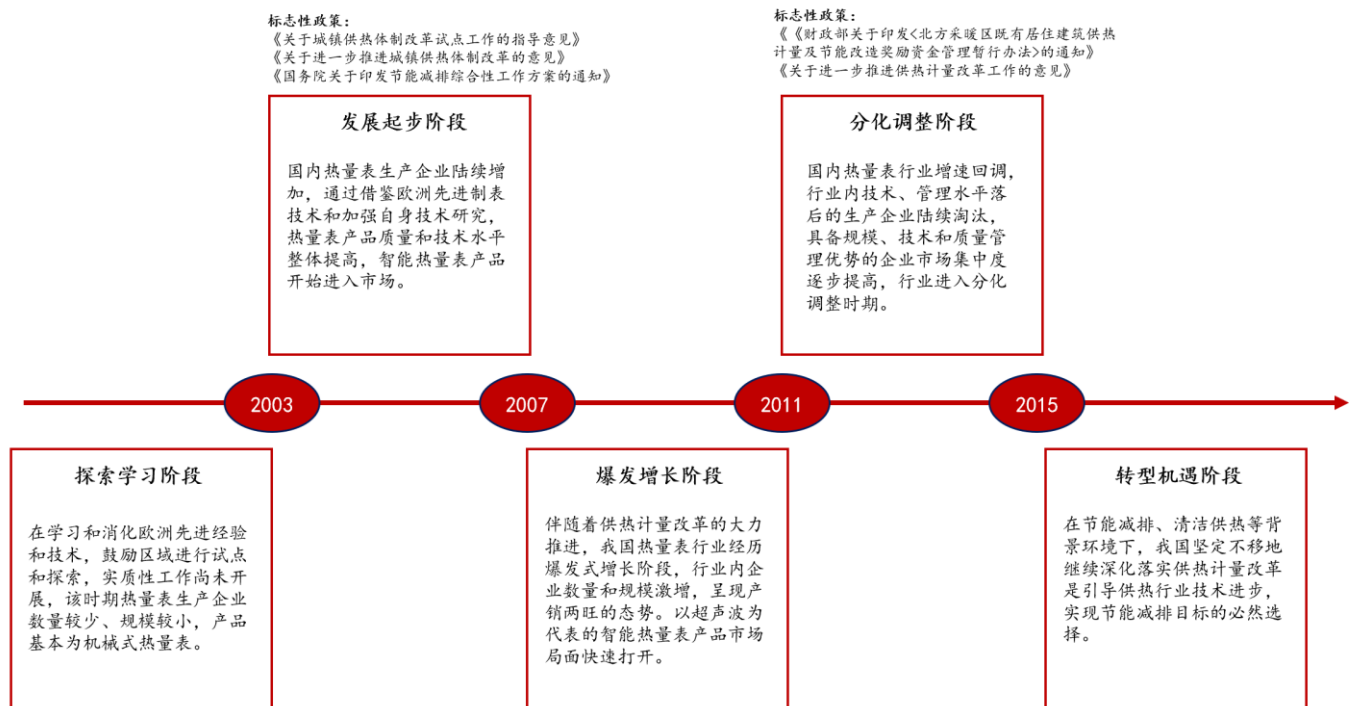
表6：三种热量表性能对比

	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。

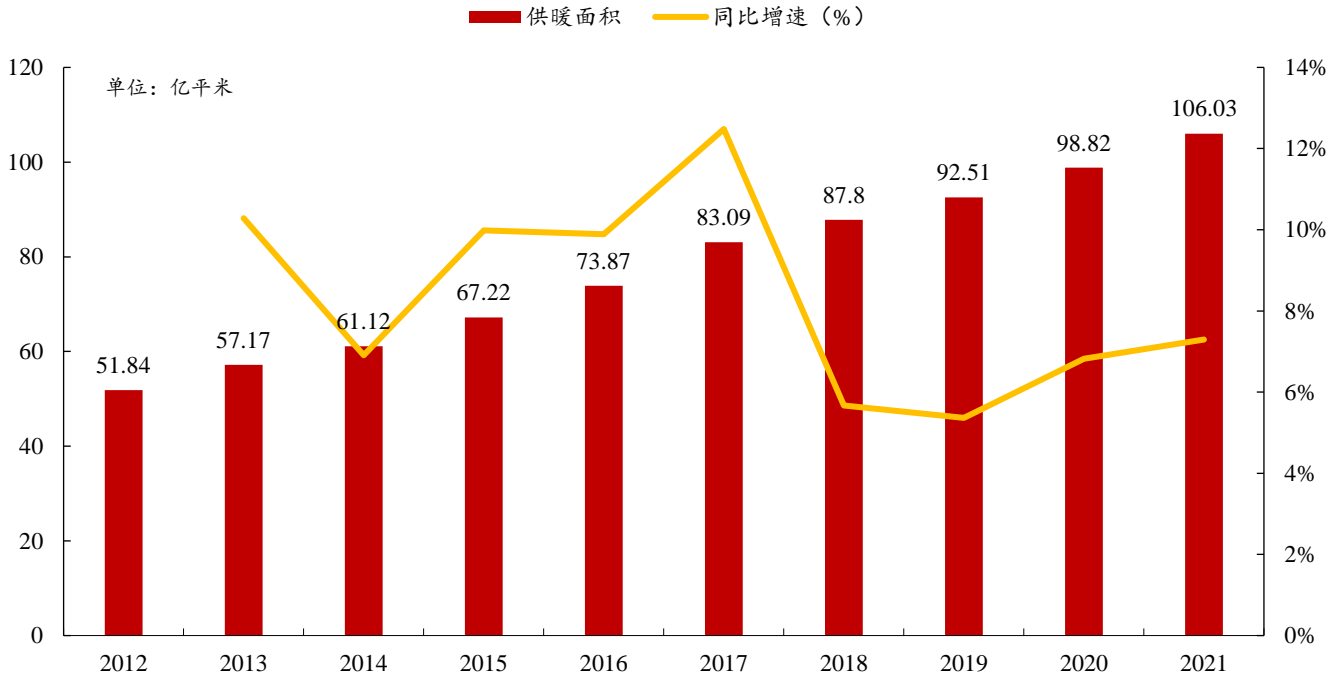
图22：我国热量表行业的发展历程



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。

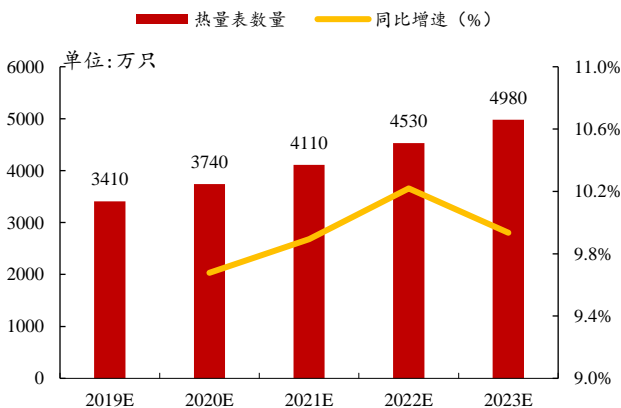
图23：2012-2021年我国城市集中供热面积年均增长超8%



资料来源：天罡股份招股说明书，浙商证券研究所

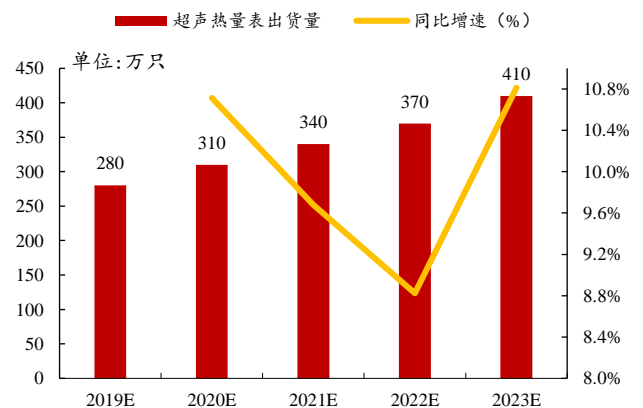
近年来，国家出台了多项热计量领域相关政策，如2016年的《中华人民共和国节约能源法》明确了分户计量热量并收取供暖费，2017年的《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021年）》指出要大力推行集中供暖地区居住和公共建筑供热计量。在相关政策的指引下，根据中国计量协会热能表工作委员会相关测算数据，热量表存量预计从2019年的3410万只增加到2023年的4980万只，超声热量表的市场需求量预计从2019年的280万只增加到2023年的410万只，CAGR10%。

图24：2019-2023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25：2019-2023年超声热量表市场需求量



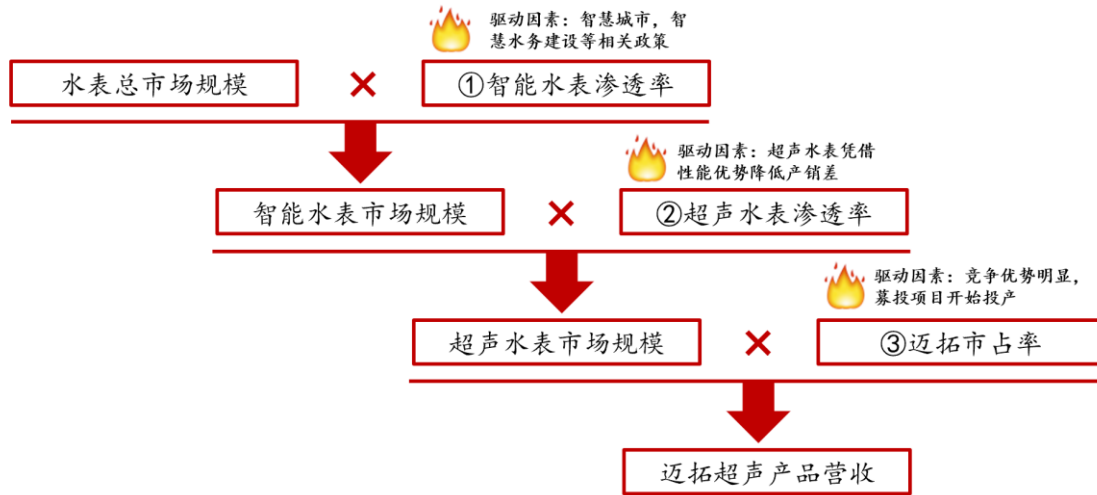
资料来源：天罡股份招股说明书，浙商证券研究所

### 3 核心逻辑：政策推动+技术迭代+市占率提升，受益行业景气度提升

我们认为，在水表总需求增速放缓的背景下，公司的增量业绩将主要来源于三个驱动因素：

- 1) 政策因素推升智能水表在水表总量中的渗透率。
- 2) 超声水表凭借性能优势提高在智能水表中的渗透率。
- 3) 公司的竞争优势及募投项目推升公司市占率。

图26：一张图看清公司业绩增长核心逻辑



资料来源：浙商证券研究所

#### 3.1 政策因素利好智能水表渗透率提升

智能水表是水务系统智能化的必需品。我国的水务系统相比于电力、燃气等系统智能化程度低，管理成本高，智能化是水务系统发展的必然方向，而智能水表作为可以实现数据远传、营收管理、分类计价等功能的智慧产品，是水务系统智能化、城镇发展智慧化的重要组成部分。近年来国务院、发改委、全国人大、计量协会等多个国家部门纷纷出台相关产业政策对水务系统智能化或智能水表的发展给予支持或指导，这些政策面因素必然会进一步促进智能水表在水表总需求中渗透率的提升。

表7：近两年相关产业政策（部分）

发布时间	发布部门	政策名称	重点内容
2021年1月	国家发改委	《西部地区鼓励类产品目录（2020年本）》	推进县城运行一网统管，促进市政公用设施及建筑等物联网应用、智能化改造，部署智能电表、智能水表等感知终端。
2021年3月	全国人大	《“十四五”规划和2035远景目标纲要》	十四五期间，要重点突破智能水表2.0产品性能上的薄弱环节，使其逐步演进为智能水表商用的主流产品。随着供水用户两化融合与智慧供水新业务的推进，供水官网及饮用水的多参数测量需求已经提到了重要议事日程上，水表行业应不断创新，研发出能满足用户不同应用场景需求的新一代多参数智能水表（即智能水表3.0），为供水企业精细化管理提供高性价比的水量、水压、水质、漏损、工况等综合实时大数据。

2021年4月

中国计量协会水表工作委员会 《我国水表行业“十四五”发展规划纲要》

分级分类推进新型智慧城市建设，将物联网感知设施、通信系统等纳入公共基础设施统一规划建设，推进市政公用设施、建筑等物联网应用和智能化改造；构建智慧水利体系，以流域为单位提升水情测报和智能调度能力；推进农村水源保护和供水保障工程建设。

2022年5月

国务院 《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》

鼓励宁夏回族自治区发展模块化、物联网、系统化、智慧化电表、水表、燃气表、热量表的研发和生产。

资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

### 3.2 性能优势助力超声水表加速替代智能机械表

我国水务系统常年面临产销差高的问题，超声水表能够通过降低产销差为客户提升管理水平，带来较大的经济效益。产销差亦称“无收益水量”，指的是从制水厂流入供水管网的总水量减去已收费的合法工业和居民用水总量。产销差类型繁多，但几乎所有产销差问题均可通过使用超声水表改善。

图27：产销差（无收益水量）的构成

系统供给水量	合法用水量	收费的合法用水量	收费计量用水量	收益水量
			收费未计量用水量	
	漏损水量	未收费的合法用水量 ✓	未收费已计量用水量	无收益水量
			未收费未计量用水量	
		表观漏损	非法用水量 ✓	
			因用户计量误差和数据处理错误造成的损失水量 ✓	
真实漏损 ✓		输配水干管漏失水量		
		蓄水池漏失和溢流水量		
		用户支管至计量表具之间的漏失水量		

资料来源：迈拓股份招股说明书，浙商证券研究所（注：“✓”表示可通过使用超声水表改善）

**超声水表相比于智能机械水表，在降低各种产销差方面具有独特优势：**

① **未收费合法用水量：**主要是指市政消防和农业灌溉等，该类用水管道粗、流量大，安装机械水表成本较大，而超声表基于超声波测量而非机械叶轮故不受口径影响，可用于降低该类产销差。

② **非法用水量：**智能机械表始动流量高，无法监测到“偷水”行为，而超声表始动流量低，可及时发现非法用水，降低该类产销差。

③ **精度误差损失水量：**相比于智能机械表，超声表有更高的准确度和更宽的量程比，有利于降低由于水表精度误差而损失的水量。

表8：超声水表核心优势助力降低产销差

性能优势：	降低未收费合法水量	降低非法用水量	降低精度误差损失水量	
性能比较：	流量测量方式	始动流量	准确度范围	量程比
智能机械水表	机械叶轮测量	6L/h	1%~2%	<200
超声水表	超声波测量	1.5L/h	0.5%~1%	>400

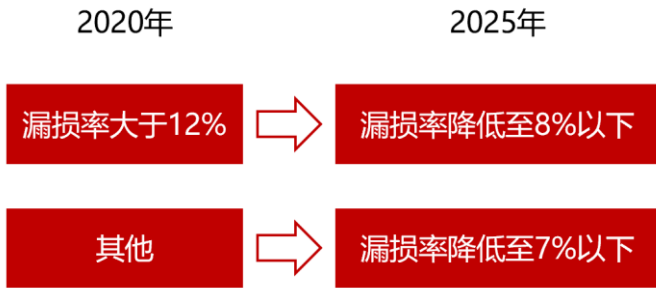
资料来源：迈拓股份招股说明书，浙商证券研究所

**真实漏损是一种较为严重的产销差，超声水表在降低真实漏损方面具有更加显著的价值。**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，目前全国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。

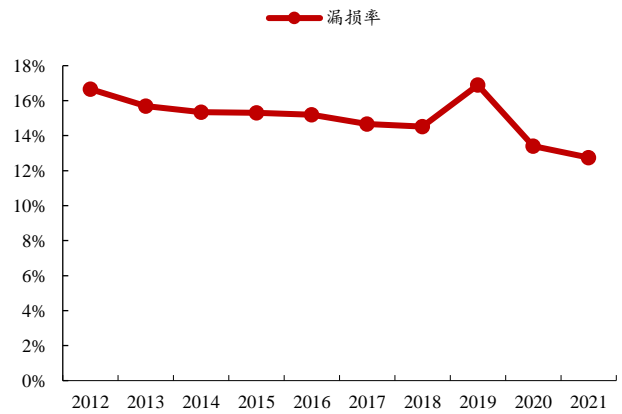
发改委、住建部发布关于组织开展公共供水管网漏损治理试点建设的通知，计划选择不超过 50 个具有较好示范推广意义的城市(县城)建成区开展试点，并要求到 2025 年，公共供水管网漏损率高于 12%(2020 年)的试点城市(县城)建成区，2025 年漏损率不高于 8%;其他试点城市(县城)建成区，2025 年漏损率不高于 7%。

图28： 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

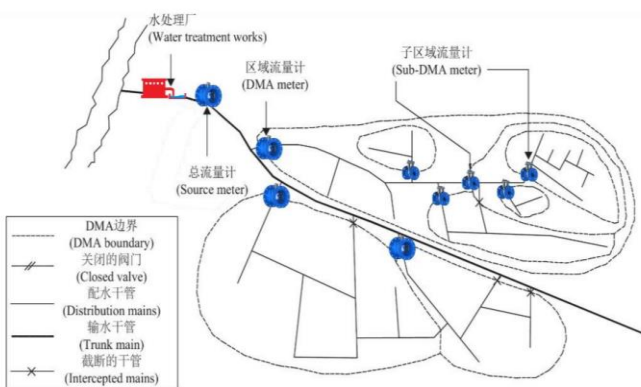
图29： 2012-2021 年中国城市平均供水管网漏损率



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

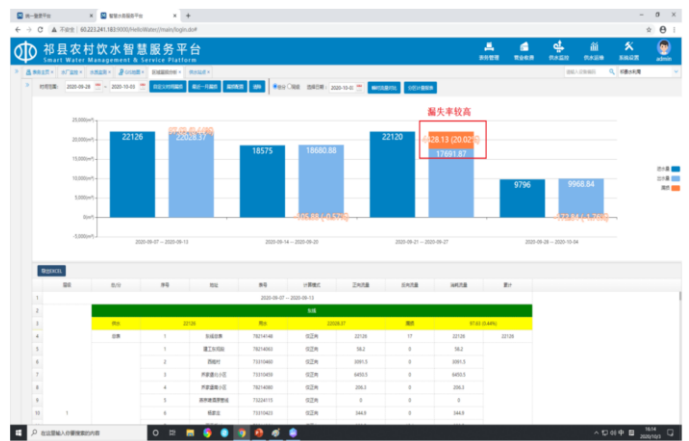
供水管网为地下设施，检漏难度极大，传统机械水表和智能机械水表无法对流速和流量实时监测，一旦发生漏损，不但无法及时预警，还只能通过听漏的方式寻找漏点，时效慢，严重浪费水资源，而超声流量计可以实时监测水流参数并报送数据中心，以分区计量 (DMA) 的方式将入水量和出水量进行比较，预警漏损并准确定位漏损点，从而有针对性地开展止损工作。

图30： 分区计量管理 (DMA)



资料来源：迈拓股份招股说明书，浙商证券研究所

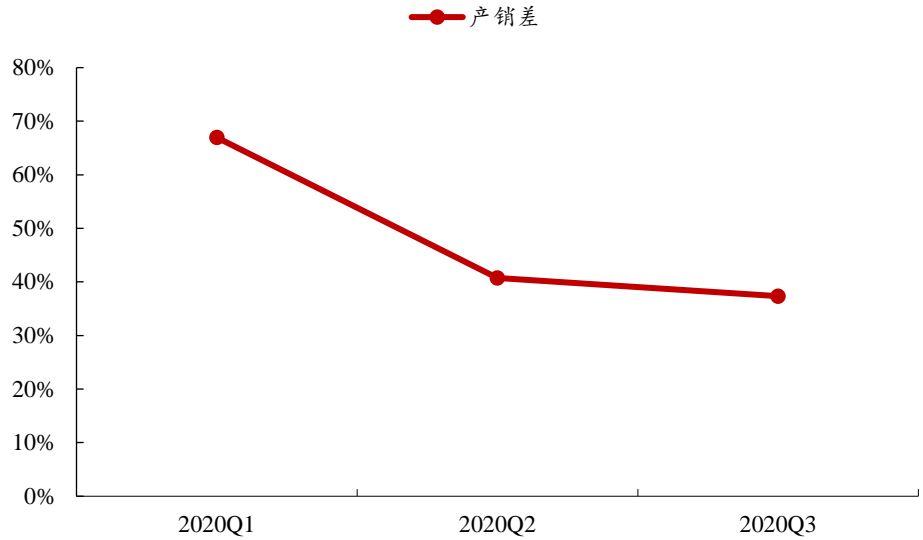
图31： 超声水表实时监测并预警漏损情况



资料来源：迈拓股份招股说明书，浙商证券研究所

**超声水表降低产销差的真实案例：**据迈拓股份招股说明书披露，根据丹东市自来水有限责任公司沿江营业管理处出具的说明，该企业应用智能超声水表进行分区计量管理后，2020 年产销差从一季度的 66.96%降低至第三季度的 37.34%，两个季度合计下降 29.62pcts。

图32: 超声水表对某水司产销差的降低作用

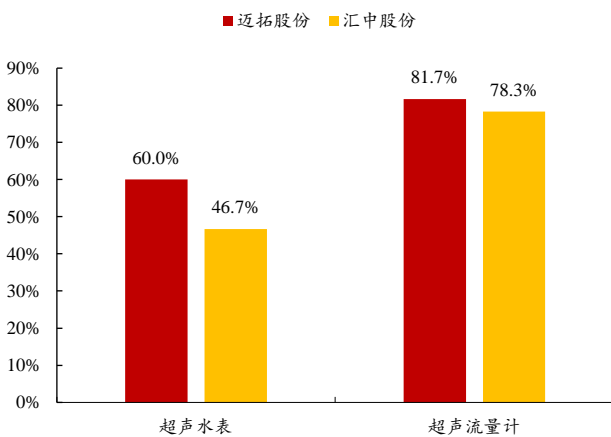


资料来源: 迈拓股份招股说明书, 浙商证券研究所

### 3.3 竞争优势明显+募投项目释放产能: 市占率有望进一步提升

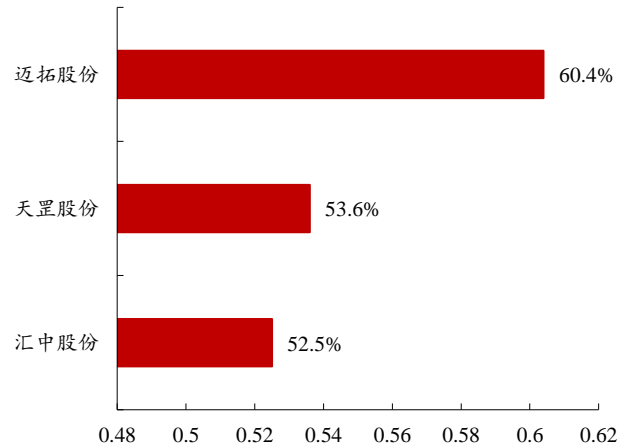
成本管控优良, 产品毛利率显著高于友商。在当前超声水表市场的竞争格局中, 迈拓股份、汇中股份和天罡股份的水表类细分产品类型交集为超声水表和超声流量计, 根据各公司 2020 年经营数据, 迈拓股份超声水表的毛利率为 60.0%, 比汇中股份的 46.7%高出 13.3pcts, 迈拓股份超声流量计的毛利率为 81.7%, 比汇中股份的 78.3%高出 3.4pcts。若把超声水表和超声流量计作为整体计算, 则迈拓股份毛利率最高, 为 60.4%, 天罡股份和汇中股份依次为 53.6%和 52.5%。

图33: 迈拓、汇中超声水表、超声流量计毛利率比较



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图34: 迈拓、汇中、天罡超声水表+流量计整体毛利率比较

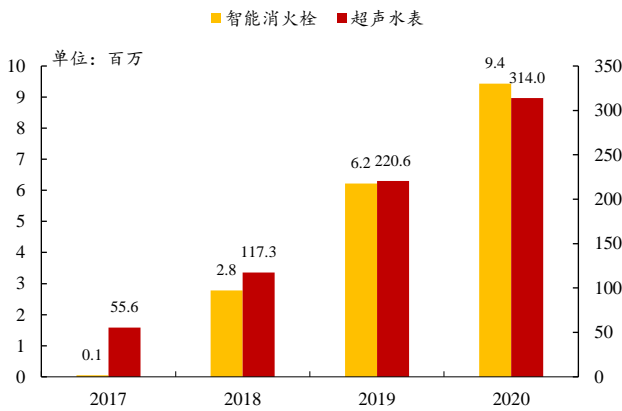


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

销售模式创新, 以智能消防栓为敲门砖拓展下游客户。水表行业厂商众多, 下游水司对于众多水表厂家的频繁推销难以提起兴趣, 迈拓股份另辟蹊径, 基于超声计量技术对传统消防栓进行科技赋能, 解决了市政消防、农业灌溉等难以计量的痛点, 以此创新产品进行市场开拓, 待客户稳定后适时推出超声水表。从数据看, 公司超声水表和智能消防栓的

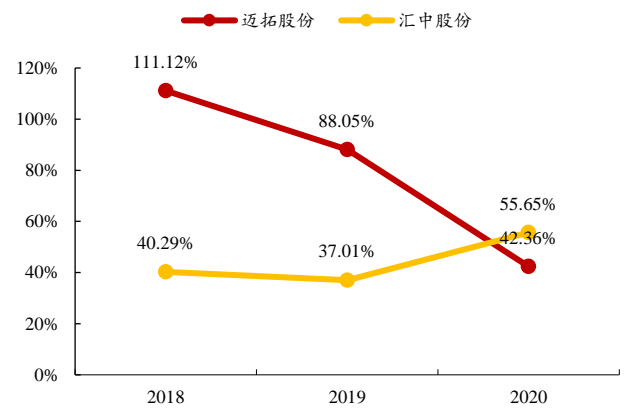
营收呈现出显著的正相关关系，且2018-19年公司超声水表的营收增速显著高于汇中股份。可见，此种创新的销售模式赋予了公司强于友商的客户拓展能力，提升了竞争优势。

图35: 迈拓超声水表和智能消防栓营收呈显著正相关关系



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

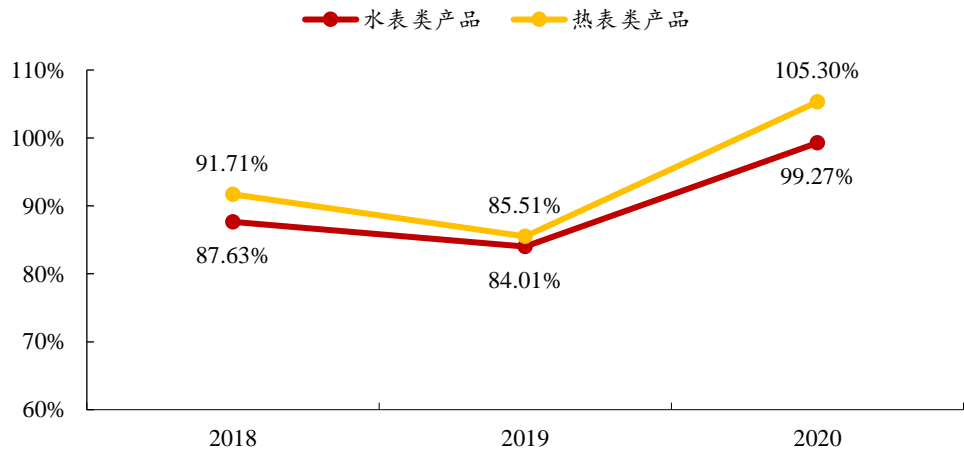
图36: 2018-19年迈拓超声水表营收增速显著高于汇中股份



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**募投项目即将释放产能。**受益于下游市场需求旺盛，2020年水表类产品满产满销，热表类产品产销量大于1，产能已显不足。从公司的募投项目“超声计量仪表生产基地建设项目”投资约5.8亿元，引进智能化设备建立智能化生产车间，将会带来总计200万只新增产能，提升公司的市场份额。根据香港万得通讯社，公司在投资者互动平台披露，公司的马鞍山厂房土建工作已进入收尾阶段，正在进行设备安装调试。

图37: 2018-2020年公司产销率



资料来源: 迈拓股份招股说明书, 浙商证券研究所

表9: 公司募投项目新增产能规划

产品种类	单位	数量	备注
户用超声水表	万只	160	达产年
管网用超声水表	万只	5	达产年
户用超声波热量表	万只	20	达产年
管网用户超声波热量表	万只	2	达产年
智能消防栓	万只	1	达产年
智能衡流阀	万只	12	达产年
项目新增产能合计	万只	200	达产年

资料来源: 迈拓股份招股说明书, 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) **超声水表类产品收入：**智能水表需求量、超声水表渗透率、超声水表市场价格相关假设见本报告 2.2，其中超声水表渗透率采用中性假设数据。迈拓股份市占率：2017-2019 年迈拓股份市占率从 31.2%提升至 50.4%，增速较快，2020 年仍小幅增长，为 51.2%，2021 年受疫情影响公司销售端压力较大，市占率略微下降至 46.9%，预计随着疫情的好转与结束，公司 2022 年市占率将恢复至先前水平，公司竞争优势明显，即将释放产能的募投项目将带来超过 160 万只超声水表产能，远高于公司 2020 年 76 万只超声水表产量，预计 2023-2024 年市占率会有进一步提升。综上，预计公司 2022-2024 年超声水表市场市占率分别为 48%、50%、52%。

表10：迈拓股份超声水表类产品收入预测逻辑

	2022E	2023E	2024E
智能水表需求量（万台）	4100	4400	4700
× 超声水表渗透率	4.5%	6.0%	8.0%
=超声水表需求量（万台）	185	264	376
× 超声水表价格（元/台）	380	360	340
=超声水表市场规模（亿元）	7.01	9.50	12.78
× 迈拓股份市场占有率	48%	50%	52%
<b>=迈拓股份超声水表类产品营收（亿元）</b>	<b>3.37</b>	<b>4.75</b>	<b>6.65</b>

资料来源：浙商证券研究所

- 2) **超声热量表类产品及其他业务收入：**根据迈拓股份营收结构，2019-2021 年，公司超声水表类产品收入占比分别为 73.68%、78.36%、82.36%，超声热量表类产品收入占比分别为 25.31%、19.98%、16.89%。公司超声水表类产品为公司营收主力且潜力较大，超声热量表的收入呈下降趋势，所以水表类产品占比逐渐提高而热量表类产品占比逐渐降低。公司募投项目规划产能中大部分为水表类产品，故预计水表类产品占比将会继续提升。综上，预计 2022-2024 年水表类产品收入占比分别为 85%、87%、89%；热量表类产品收入占比分别为 14%、12%、10%；其他业务收入占比分别为 1%、1%、1%。

表11：超声热量表类产品及其他业务收入预测逻辑

	2022E	2023E	2024E
<b>热量表类产品收入预测：</b>			
超声水表类产品收入（亿元）	3.37	4.75	6.65
÷ 水表类产品占比	85%	87%	89%
=总收入（亿元）	3.96	5.46	7.47
× 热量表类产品占比	14%	12%	10%
<b>=超声热量表类产品收入（亿元）</b>	<b>0.56</b>	<b>0.66</b>	<b>0.75</b>
<b>其他业务收入预测：</b>			
总收入（亿元）	3.96	5.46	7.47
× 其他业务收入占比	1%	1%	1%
<b>=其他业务收入（亿元）</b>	<b>0.040</b>	<b>0.055</b>	<b>0.075</b>

资料来源：浙商证券研究所



### 盈利端关键假设

- 1) **水表类产品毛利率**: 2017-2020 年公司超声水表类产品的毛利率分别为 60.9%、61.8%、61.5%、60.7%，长期稳定在 61%±1%的水平，而 2021 年受疫情影响原材料（如芯片）涨价，毛利率下降至 57.8%，预计疫情带来的影响消除需要一定时间，且考虑到随着超声表市场规模增大，水表价格和毛利率承压，预计 2022-2024 年水表类产品毛利率分别为 57%、58%、58%。
- 2) **热量表类产品毛利率**: 2017-2020 年公司热量表类产品毛利率分别为 55.00%、57.37%、58.35%、60.86%，呈逐年增长态势，2021 年同样受疫情影响下降至 56.03%，预计疫情带来的影响消除需要一定时间，热量表毛利率将呈现缓慢回升趋势，预计 2022-2024 年热量表类产品毛利率分别为 56%、57%、58%。

表12: 迈拓股份盈利预测

单位: 百万元		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计	营业总收入	314	420	409	396	546	747
	YOY	66%	34%	-3%	-3%	38%	37%
	毛利率	61%	61%	57%	57%	58%	58%
	营业总成本	124	165	174	171	231	314
智能超声水表类产品	销售收入	231	329	337	337	475	665
	YOY	88%	42%	2%	0%	41%	40%
	毛利率	62%	61%	58%	57%	58%	58%
	成本	89	130	142	145	200	279
智能超声热量表类产品	销售收入	79	84	69	56	66	75
	YOY	23%	6%	-18%	-20%	18%	14%
	毛利率	58%	61%	56%	56%	57%	58%
	成本	33	33	30	24	28	31
其他业务	销售收入	3.2	7.0	3.1	4.0	5.5	7.5
	YOY	192%	119%	-56%	28%	38%	37%
	毛利率	47%	59%	48%	47%	48%	49%
	成本	1.7	2.9	1.6	2.1	2.8	3.8

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 4.2 投资建议: 合理市值约 52 亿元, 给予“买入”评级

我们预计 2022-2024 年公司营收为 4.0、5.5、7.5 亿元, 同比增长-3%、38%、37%; 净利润为 1.5、2.1、2.7 亿, 同比增长 9%、35%、31%, 对应 PE 为 21、16、12 倍。

公司深耕聚焦超声波流体测量技术领域, 以“水(热)计量产品+管理平台”相结合的方式建立了满足“数据采集—数据传输—数据应用”三个功能层次的智慧生态系统, 核心产品超声水表的市场占有率将近 50%, 为超声水表行业龙头。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, 在中性假设下, 超声水表 2024 年约 13 亿市场空间, 2022-2024 年预计复合增速 35%。

采用相对估值法, 合理市值约 52 亿元。预计公司 2022-2024 三年归母净利润复合增速为 24%, 公司为行业龙头, 市占率接近 50%, 募投项目投产释放产能预计带来占有率的进

一步提升，且随着疫情影响减弱和生产规模进一步扩大，公司盈利能力预计从 2021 年的低估中逐渐恢复。受益于超声水表加速替代的大趋势，扩产能+提份额进一步夯实龙头地位。公司 2022-2024 年归母净利润复合增速为 24% 高于行业可比公司 11%，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。我们采用相对估值法，参考汇中股份、宁水集团、威派格、金卡智能等水表公司估值，给予迈拓股份 2023 年 25 倍 PE，合理市值空间约 52 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表13：公司 2022-2024 年归母净利润复合增速为 24%，高于可比公司 11% 的平均业绩复合增速**

公司名称	证券代码	归母净利润 (亿元)				PE				加权 ROE(2021)	PB (LF)
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
汇中股份	300371.SZ	1.6	1.1	/	/	15	21	/	/	17.8	2.3
宁水集团	603700.SH	2.4	/	/	/	12	/	/	/	15.5	1.9
威派格	603956.SH	2.0	-1.3	1.1	2.0	24	/	45	24	15.2	2.4
金卡智能	300349.SZ	2.7	4.9	3.5	4.3	20	38	19	15	7.4	1.4
<b>平均值</b>		<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>	<b>3.1</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>19</b>	<b>14.0</b>	<b>2.0</b>
<b>迈拓股份</b>	<b>301006.SZ</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>17.0</b>	<b>2.9</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：迈拓股份为浙商机械预测，其余公司为 Wind 一致预期，截止 2023 年 4 月 14 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 公司募投项目产能释放不及预期

公司为行业龙头且2020年超声水表产销率超过100%，产能较为吃紧，在超声水表加速替代的趋势下，募投项目的顺利投产是公司释放产能、提高市场份额的重要途径，如果公司的募投项目产能释放不及预期，则会导致公司的市场占有率提升受阻，拉低公司的估值水平。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1116	1285	1516	1833
现金	669	935	1056	1220
交易性金融资产	114	38	51	67
应收账款	209	191	257	344
其它应收款	6	2	3	6
预付账款	3	2	2	4
存货	84	98	123	167
其他	31	20	24	25
<b>非流动资产</b>	99	93	100	108
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	45	40	35	30
无形资产	36	42	52	64
在建工程	0	1	1	1
其他	19	11	13	14
<b>资产总计</b>	1215	1378	1616	1941
<b>流动负债</b>	136	146	177	232
短期借款	0	0	0	0
应付款项	88	98	125	170
预收账款	1	10	5	9
其他	46	38	47	53
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	136	146	177	232
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1079	1232	1439	1709
<b>负债和股东权益</b>	1215	1378	1616	1941

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	98	177	119	167
净利润	140	153	207	270
折旧摊销	5	4	4	3
财务费用	(1)	(12)	(15)	(17)
投资损失	(13)	(6)	(8)	(9)
营运资金变动	(33)	43	(47)	(55)
其它	(1)	(5)	(21)	(26)
<b>投资活动现金流</b>	(125)	76	(13)	(19)
资本支出	2	2	2	2
长期投资	0	0	0	0
其他	(127)	74	(15)	(21)
<b>筹资活动现金流</b>	382	12	15	17
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	382	12	15	17
<b>现金净增加额</b>	356	266	121	165

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	409	396	546	746
营业成本	174	171	231	314
营业税金及附加	4	4	6	8
营业费用	41	45	62	80
管理费用	15	18	23	29
研发费用	16	16	22	28
财务费用	(1)	(12)	(15)	(17)
资产减值损失	23	2	8	19
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	13	6	8	9
其他经营收益	13	19	19	17
<b>营业利润</b>	163	176	238	311
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>利润总额</b>	163	176	238	311
所得税	22	22	31	41
<b>净利润</b>	140	153	207	270
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	140	153	207	270
EBITDA	158	167	227	297
EPS (最新摊薄)	1.01	1.10	1.48	1.94

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	(2.82%)	(3.18%)	37.88%	36.81%
营业利润	(26.43%)	8.02%	35.51%	30.57%
归属母公司净利润	(27.05%)	9.45%	34.82%	30.50%
<b>获利能力</b>				
毛利率	57.40%	56.76%	57.74%	57.88%
净利率	34.29%	38.77%	37.91%	36.16%
ROE	17.14%	13.27%	15.48%	17.14%
ROIC	12.19%	11.59%	13.47%	14.92%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	11.18%	10.59%	10.95%	11.95%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	8.22	8.80	8.57	7.90
速动比率	7.60	8.13	7.87	7.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.31	0.36	0.42
应收账款周转率	2.13	2.09	2.57	2.50
应付账款周转率	2.50	2.30	2.47	2.64
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.01	1.10	1.48	1.94
每股经营现金	0.70	1.27	0.85	1.20
每股净资产	7.75	8.85	10.33	12.27
<b>估值比率</b>				
P/E	23.41	21.38	15.86	12.15
P/B	3.04	2.66	2.28	1.92
EV/EBITDA	16.30	13.80	9.59	6.70

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>