

2023 年 06 月 15 日
 汇中股份 (300371.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

仪器仪表 III

“智慧水务+智慧供热”齐发力，超声测流领跑者复苏可期

国内超声测流领跑者：

公司专注超声测流领域近 30 年，目前产品包括超声水表、超声热量表、超声流量计，2022 年三类产品收入占比分别为 59.8%、20.2% 和 9.7%。公司业务涵盖供水、供热产业链的全流程，提供“数据采集、能源计量、数据分析、方案设计、节能服务”等系统解决方案，产品销售区域遍布全国，积极拓展外销市场。2022 年疫情影响公司产品的生产与交付，收入与归母净利润同比均有所下滑；2023 年一季度，公司实现营业收入 6995.56 万元，同比增长 40.52%；归母净利润 688.84 万元，同比增长 34.39%。

政策推动智能水表渗透率提升，超声水表增长驱动力充足：

我国水网存在漏损严重的问题，第二届供水高峰论坛数据显示，目前全国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，水资源浪费严重。2022 年 1 月，发改委等多部门联合发布《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》，要求到 2025 年我国城市公共供水管网的漏损率需控制在 9% 以内。解决水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，智能水表为关键基础设施。智能水表通过内置的传感器和通信技术，能够实时监测用水流量，并将数据传输到数据采集系统，使得水务公司能够及时获得准确的用水数据，并对供水管网的运行情况进行监控。同时，根据《强制检定的工作计量器具实施检定的有关规定》（试行），生活用水水表的使用期限为 6 年，达到使用期限时需进行更换，在老旧小区改造、城乡供水一体化等政策推动下，水表存量改造市场空间广阔。相比于智能电表和智能燃气表，目前我国智能水表渗透率相对较低，未来提升空间广阔。根据公司 2022 年年报中的测算，若水表板块智能化渗透率达到 50%，智能水表年需求量有望超过 4000 万台，若渗透率达到 80%，年需求量有望超过 7000 万台。

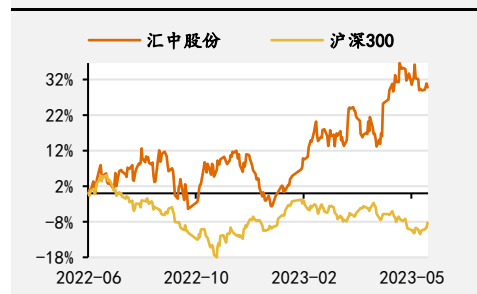
“双碳”节能减排要求下，热量表需求有望修复：

供热行业面临高能耗、高投入、高排放、低效率等诸多痛点。根据公司 2022 年年报，中国供热领域碳排放总量占全社会碳排放总量近 10%，在碳排放单项中排名前列。根据《二级管网智慧供热改造与经济效益测算》，供热智能化改造可实现综合耗热量降低 14.8%。因此，“双碳”大背景下，通过智能化改造实现按需供热势在必行。热量表作为智慧供热领域的重要组成部分，有望充分受益于行业需求提升。此外，目前我国大部分北方地区供暖收费标准按面积分摊收费，无法

投资评级	买入-A 首次评级
6 个月目标价	22.8 元
股价 (2023-06-15)	15.10 元

交易数据	
总市值(百万元)	3,038.38
流通市值(百万元)	2,050.45
总股本(百万股)	201.22
流通股本(百万股)	135.79
12 个月价格区间	11.12/15.89 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.7	13.6	38.1
绝对收益	-1.1	12.1	29.8

周喆 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

朱心怡 联系人

zhuxy@essence.com.cn

朱昕怡 联系人

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

准确反映用户的实际热量消耗情况，易造成能源浪费。考虑到用户的个体差异和热量需求，近年来国家陆续出台了多项热计量收费领域的相关政策，《2030年前碳达峰行动方案》中明确要求“提升城镇建筑和基础设施运行管理智能化水平，加快推广供热计量收费和合同能源管理”。若热计量收费改革稳步推进，公司作为超声热量表领军企业有望充分受益。

目 超声流量计优势显著，国产替代进程加速：

公司流量计产品用于工业、农业、煤炭、冶金、水利、水电等领域的用水计量，相比电磁式流量计，超声流量计在功耗、环境适应性、测流区间、计量精度等方面具备显著优势，市场空间广阔。从成本来看，公司加速实施对关键原材料的国产化替代，超声流量计毛利率从2020年的78%提升至2022年的85%。从市场空间来看，目前公司国产的超声流量计产品在质量和性能上已逐步追平国外产品，同时由于其具备更高的信息安全性、更高的性价比以及更快的服务响应速度，国产替代进程有望加速，公司超声流量计产品销量有望逐步提升。

目 投资建议：

我们预计公司2023年-2025年的收入分别为6.46亿元、8.14亿元、9.84亿元，增速分别为27.3%、25.9%、20.9%；净利润分别为1.51亿元、1.99亿元、2.48亿元，增速分别为39.0%、31.8%、24.5%，成长性突出；首次给予买入-A的投资评级，6个月目标价为22.8元。

目 风险提示：政策推进不及预期，超声波水表行业竞争加剧，超声波水表和热量表需求不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	523.5	507.5	646.2	813.6	984.0
净利润	155.2	108.5	150.9	199.0	247.6
每股收益(元)	0.93	0.65	0.90	1.19	1.48
每股净资产(元)	5.59	5.94	6.72	7.67	8.85

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	16.4	23.5	16.9	12.8	10.3
市净率(倍)	2.7	2.6	2.3	2.0	1.7
净利润率	29.6%	21.4%	23.4%	24.5%	25.2%
净资产收益率	16.6%	10.9%	13.4%	15.5%	16.7%
股息收益率	1.8%	0.7%	1.2%	1.6%	1.9%
ROIC	27.0%	14.0%	21.0%	27.4%	26.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	523.5	507.5	646.2	813.6	984.0	成长性					
减:营业成本	234.5	254.0	312.1	381.2	451.9	营业收入增长率	23.1%	-3.1%	27.3%	25.9%	20.9%
营业税费	8.6	7.9	10.0	12.6	15.2	营业利润增长率	21.2%	-30.0%	39.0%	31.9%	24.5%
销售费用	56.0	58.1	71.1	89.5	108.3	净利润增长率	22.2%	-30.1%	39.0%	31.8%	24.5%
管理费用	33.5	35.1	42.9	54.0	65.3	EBITDA 增长率	30.5%	-20.4%	34.6%	28.2%	22.3%
研发费用	33.6	33.7	41.9	52.7	63.8	EBIT 增长率	33.5%	-24.1%	40.6%	31.9%	24.5%
财务费用	-0.3	-0.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	22.0%	-30.2%	39.6%	31.9%	24.5%
资产减值损失	-1.1	-3.1	-1.5	-1.5	-1.5	投资资本增长率	33.9%	-6.4%	0.9%	29.5%	-0.1%
加:公允价值变动收益	-1.3	-0.1	-	-	-	净资产增长率	15.1%	6.3%	13.2%	14.1%	15.4%
投资和汇兑收益	5.4	1.6	3.6	3.6	3.6						
营业利润	178.2	124.7	173.4	228.6	284.6	利润率					
加:营业外净收支	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	毛利率	55.2%	49.9%	51.7%	53.1%	54.1%
利润总额	178.5	124.9	173.7	228.9	284.9	营业利润率	34.0%	24.6%	26.8%	28.1%	28.9%
减:所得税	23.3	16.3	22.7	30.0	37.3	净利润率	29.6%	21.4%	23.4%	24.5%	25.2%
净利润	155.2	108.5	150.9	199.0	247.6	EBITDA/营业收入	35.0%	28.7%	30.4%	30.9%	31.3%
						EBIT/营业收入	31.0%	24.3%	26.8%	28.1%	28.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	212	218	165	123	95
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	214	273	209	224	232
货币资金	67.4	97.7	273.3	205.2	397.8	流动资产周转天数	412	482	450	448	451
交易性金融资产	40.2	63.2	63.2	63.2	63.2	应收帐款周转天数	156	183	183	174	180
应收帐款	276.9	239.5	418.0	368.2	616.1	存货周转天数	74	136	88	97	101
应收票据	0.4	0.1	2.5	0.3	2.4	总资产周转天数	698	811	703	631	599
预付帐款	14.0	36.7	4.0	50.2	21.0	投资资本周转天数	461	528	402	368	344
存货	148.8	234.7	81.7	355.8	197.1						
其他流动资产	107.1	31.5	69.5	69.4	56.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.6%	10.9%	13.4%	15.5%	16.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.2%	9.1%	11.3%	13.1%	14.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	27.0%	14.0%	21.0%	27.4%	26.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	309.7	306.0	288.1	269.5	250.5	销售费用率	10.7%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%
在建工程	1.1	2.0	1.0	0.5	0.2	管理费用率	6.4%	6.9%	6.6%	6.6%	6.6%
无形资产	66.0	65.4	63.5	61.6	59.7	研发费用率	6.4%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	61.0	116.4	65.5	78.9	85.2	财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	1,092.7	1,193.1	1,330.2	1,522.6	1,750.0	四费/营业收入	23.4%	24.9%	24.1%	24.1%	24.1%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	77.7	73.9	118.2	122.4	151.5	资产负债率	14.3%	16.5%	15.2%	15.5%	15.2%
应付票据	19.6	78.6	32.0	62.3	64.1	负债权益比	16.6%	19.8%	18.0%	18.4%	17.9%
其他流动负债	42.5	28.4	37.4	35.6	34.1	流动比率	4.69	3.89	4.86	5.05	5.42
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.62	2.59	4.43	3.43	4.64
其他非流动负债	16.1	16.2	15.2	15.8	15.7	利息保障倍数	-564.20	-265.73			
负债总额	155.8	197.1	202.8	236.1	265.4	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.28	0.10	0.18	0.24	0.30
股本	167.7	167.7	167.7	167.7	167.7	分红比率	30.1%	15.4%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	779.5	838.9	959.7	1,118.8	1,316.9	股息收益率	1.8%	0.7%	1.2%	1.6%	1.9%
股东权益	936.9	996.0	1,127.4	1,286.5	1,484.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.93	0.65	0.90	1.19	1.48
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	5.59	5.94	6.72	7.67	8.85
净利润	155.2	108.5	150.9	199.0	247.6	PE(X)	16.4	23.5	16.9	12.8	10.3
加:折旧和摊销	21.3	23.7	22.8	23.0	23.1	PB(X)	2.7	2.6	2.3	2.0	1.7
资产减值准备	1.1	22.4	-	-	-	P/FCF	-65.1	16.2	17.7	-170.7	10.3
公允价值变动损失	1.3	0.1	-	-	-	P/S	4.9	5.0	3.9	3.1	2.6
财务费用	0.2	0.1	-	-	-	EV/EBITDA	12.7	11.0	11.0	8.8	6.5
投资收益	-5.4	-1.6	-3.6	-3.6	-3.6	CAGR(%)	8.6%	31.6%	5.9%	8.6%	31.6%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	1.9	0.7	2.8	1.5	0.3
营运资金的变动	-233.3	-126.2	23.6	-248.4	-26.6	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	15.3	24.8	193.8	-30.0	240.6	REP					
投资活动产生现金流量	-1.0	38.6	1.6	1.6	1.6						
融资活动产生现金流量	-47.2	-55.1	-19.8	-39.7	-49.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034