

宁水集团 (603700)

证券研究报告

2022年08月09日

水务产业智能化趋势加速，智能水表行业龙头迎业绩拐点！

水计量行业龙头，开启二次增长

公司创立于1958年，于2019年在上交所上市，是国内领先的水表产品供应商。公司专注于水计量产业逾60年，发展至今已成为集合水计量产品、水务工业物联网技术应用研发与制造的综合性企业，拥有全球最全的产品品种规格，水表口径覆盖8mm-500mm范围，各类水表产品品种规格已达1000余种，产品远销全球80多个国家和地区。随着产业政策驱动和水务行业智能化发展，公司产品结构升级驱动营业收入持续增长，2017-2021年营业收入复合年均增长率为20.51%。

政策、需求、技术协同向好，智能水表行业迎来高速发展

随着国家大力推进供水普及、一户一表改造、漏损率控制、智慧城市建设和智慧城市建设等，客观上要求供水企业提升计量检测的智能化、精细化水平，驱动智能水表对机械水表的加速替代与渗透。根据智研咨询数据，我国水表存量约3.55亿台，仍存在1.38亿台的市场空缺待补充；《我国水表行业“十四五”发展规划纲要》则提出至2025年将智能水表销量渗透率提升至60%。在此背景下，市场空缺填补、旧表周期置换叠加增量需求及智能水表加速渗透，保守估计2年内中国智能水表市场空间可突破百亿元。此外，物联网技术的成熟发展和NB-IoT元件价格持续下探，亦将从供给端推动智能水表规模化普及，扩大行业利润空间。

核心竞争力：聚焦计量终端业务，提升智慧水务全域能力

公司深耕水计量领域60余年，在水表领域具有重要的示范和导向作用，品牌、渠道、技术等优势明显，拥有稳定的下游客户源，并于2021年成功进入集采市场。2015-2021年，公司智能水表销售量由88.4万台增长至410.9万台，复合年均增长率29.2%，需求结构持续优化。公司稳抓智慧水务发展机遇，年产405万智能水表扩产项目预计于2022年底投产，将进一步扩大市场份额，加速龙头集中。此外，公司业务向平台端延伸，有望与表计终端业务形成协同效应，为公司业绩贡献增量收入。

投资建议：在“一户一表”工程、新型城镇化建设、智慧城市等政策驱动下，下游水务行业面临需求转型升级；而受益于物联网技术成熟催化，公司产品结构转型升级加速，作为行业龙头有望充分享受智慧水务市场红利，智能水表业务将进入高速增长期。预计公司2022-2024年的营业收入为16.42/20.42/23.89亿元，净利润1.90/2.53/3.11亿元。看好公司集采市场拓展、智能水表产能扩张和产品研发升级，参考可比公司估值，给予2023年20倍PE，对应目标价25元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险，原材料价格风险，市场竞争加剧风险，汇率波动风险，市场拓展不及预期的风险，测算存在一定主观性的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,590.15	1,717.29	1,642.28	2,042.26	2,389.46
增长率(%)	15.97	8.00	(4.37)	24.36	17.00
EBITDA(百万元)	366.92	327.23	252.74	339.13	409.69
净利润(百万元)	273.09	235.37	190.24	253.10	310.67
增长率(%)	28.64	(13.81)	(19.17)	33.04	22.74
EPS(元/股)	1.34	1.16	0.94	1.25	1.53
市盈率(P/E)	12.26	14.23	17.61	13.23	10.78
市净率(P/B)	2.31	2.10	1.96	1.82	1.68
市销率(P/S)	2.11	1.95	2.04	1.64	1.40
EV/EBITDA	13.69	9.42	8.73	7.62	5.41

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	16.48元
目标价格	25元

基本数据

A股总股本(百万股)	203.24
流通A股股本(百万股)	203.24
A股总市值(百万元)	3,349.43
流通A股市值(百万元)	3,349.43
每股净资产(元)	7.89
资产负债率(%)	24.18
一年内最高/最低(元)	21.88/13.05

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

蒋梦晗 分析师
SAC执业证书编号：S1110519110001
jiangmenghan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《宁水集团-首次覆盖报告：行业龙头地位稳固，智能水表再创新篇章》
2020-05-08

内容目录

1. 公司介绍：水计量行业龙头，开启二次增长	4
1.1. 发展历程	4
1.2. 股权结构	5
1.3. 核心管理层	5
1.4. 财务分析	6
2. 政策、需求、技术协同向好，智能水表行业高速发展	8
2.1. 水表向 NB-IoT 迭代，技术门槛加速行业集中	8
2.2. 产业政策持续利好，智能转型大势所趋	10
2.3. 下游痛点亟待解决，市场需求加速释放	12
2.3.1. 水务行业：利润规模平稳增长，智能化需求强烈	12
2.3.2. 其他领域：住宅开发形成需求增量，出口需求有所回暖	14
2.3.3. 需求测算：智能水表市场空间超百亿元	15
2.4. NB-IoT 商用技术成熟，表计商业安全性增强	17
2.4.1. NB-IoT 技术优势突显，政策催化应用推广	17
2.4.2. 基础设施建设完善，价格成本持续下探	17
2.4.3. 行业商业安全性提升，智能水表有望加速普及	19
3. 核心竞争力：聚焦计量终端业务，提升智慧水务全域能力	20
3.1. 国内水计量行业先驱，超 60 年品牌、技术积淀	20
3.2. 智能水表产能扩张，前瞻布局 3.0 产品	22
3.3. 业务向平台端延伸，扩展智慧水务版图	23
4. 盈利预测及投资建议	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：公司总部	4
图 2：公司的主要产品业务布局	4
图 3：公司主要发展历程	5
图 4：公司的股权结构（截至 2022.8.5）	5
图 5：公司历年营业收入及增速（亿元，%）	6
图 6：公司历年净利润及增速（亿元，%）	6
图 7：公司的业务收入构成（%）	7
图 8：公司的智能水表业务收入及增速（亿元，%）	7
图 9：公司各项业务的毛利率水平（%）	7
图 10：公司的产品单价（元）	7
图 11：公司的各项费用率（%）	8
图 12：我国水表的发展阶段	8

图 13: 水表的演进历程及功能特点.....	8
图 14: NB-IoT 的技术优势.....	9
图 15: 智能水表解决方案结构示意图.....	10
图 16: 中国智慧城市的市场投资规模及增速 (亿美元, %).....	11
图 17: 中国水生产和供应行业规模以上工业企业数量 (家).....	12
图 18: 中国水生产和供应行业规模以上工业企业利润总额 (亿元, %).....	12
图 19: 传统水务行业痛点催生 NB-IoT 需求.....	13
图 20: 中国的城市公共用水产销差情况 (亿 m ³ , %).....	14
图 21: 中国的城市供水总量 (亿 m ³).....	14
图 22: 我国的住宅房屋竣工面积 (万平方米).....	15
图 23: 我国的常住人口城镇化率 (%).....	15
图 24: 我国水表的进出口量 (万个).....	15
图 25: 中国的 NB-IoT 基站保有量 (万个).....	17
图 26: NB-IoT 模组的价格走势.....	19
图 27: 2G 模组的价格走势.....	19
图 28: NB-IoT 标准化历程.....	19
图 29: 国内智能水表产量及预测 (万台).....	20
图 30: 公司的部分资质及产品认证.....	21
图 31: 公司历年研发投入 (万元).....	21
图 32: 公司的研发人员配置及占比 (人, %).....	21
图 33: 公司的智能水表、机械水表销售量 (万台).....	22
图 34: 智慧水务应用平台示意图.....	23
表 1: 公司的主要硬件产品.....	4
表 2: 公司的核心管理团队.....	6
表 3: 智能水表相关产业政策梳理.....	11
表 4: 国家水利固定资产投资完成情况 (亿元).....	12
表 5: NB-IoT 针对传统智能水表的相对优势.....	13
表 6: 水表行业需求量及市场规模测算.....	16
表 7: 国内 NB-IoT 相关产业政策.....	17
表 8: 三大运营商的 NB-IoT 基础设施建设.....	18
表 9: 国内主要厂商的 NB-IoT 芯片量产情况.....	18
表 10: 公司参与的部分国家标准和行业标准.....	20
表 11: 公司的主要科研合作情况.....	22
表 12: 公司的智能水表产量及市场份额 (万台, %).....	23
表 13: 公司分业务盈利预测 (亿元).....	24
表 14: 可比上市公司估值 (截至 2022 年 8 月 8 日).....	25

1. 公司介绍：水计量行业龙头，开启二次增长

宁波水表（集团）股份有限公司（603700.SH）创立于1958年，于2019年在上交所上市，是国内领先的水表产品供应商。公司专注于水计量产业逾60年，发展至今已成为集合水计量产品、水务工业物联网技术应用研发与制造的综合性企业；当前业务板块主要包括硬件终端制造、智慧水务应用云平台、工程服务方案。

公司持续聚焦智慧供水领域，致力于成为全球领先的水计量及解决方案提供商。公司在传统水流量计量产品的基础上，以智慧计量与营运为切入点，逐渐形成以智能水表为核心产品的业务架构，当前拥有全球最全的产品品种规格，水表口径覆盖8mm-500mm范围，各类水表产品品种规格已超1000种，产品远销全球80多个国家和地区。

图 1：公司总部



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：公司的主要产品业务布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

当前，公司基础业务为水流量计量产品的生产制造，在硬件终端制造板块已涵盖1000多种型号，涉及全系列民用、工业用冷、热机械水表、智能水表及多参数水表等。

表 1：公司的主要硬件产品

产品类型	产品系列	特点及应用
机械水表	机械式水表	计量、指示装置均为机械原理和结构的水表。
智能水表	智能 1.0 系列	由机械基表与电子装置组成的，具有水流量信号采集和数据处理、存储、远程传输等功能，输出信号为数字信号的水表。常见类型包括无线远传水表（NB-IoT/LoRa）、预付费 IC 卡表、光电直读远传水表等。
	智能 2.0 系列	基于电子或电磁感应原理的测量传感器、信号处理单元和指示（显示）装置等组成的水表。相较机械计量水表，具有高精度、低始动流量、低压损、无磨损的特点，适用于管网监测和 DMA 分区计量管理。
	智能 3.0 系列（试点）	基于 5G 技术的管网综合感知终端/多参数水表。该产品可向供水企业提供在线一体化的高性价比管网综合大数据感知装置（包括水量、水压、水质、漏渗、水温等参数测量），为智慧供水新业务及水务信息化云平台提供海量数据支撑。
其他	传感器及设备	压力、流量数据监控仪：即用于采集汇总水表流量数据和管道压力数据、并通过 NB-IoT 网络将数据上传到平台进行相应分析处理。管网冲洗消毒一体化备：即通过设定相应的参数完成管网及管道的冲洗消毒任务，并结合末端水质监测设备实现加药过程闭环控制。

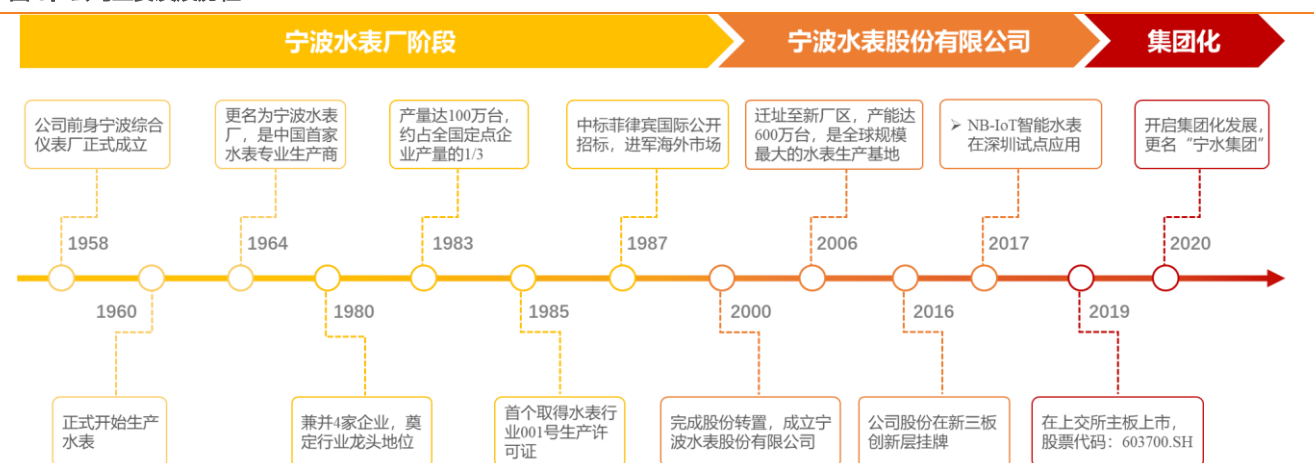
资料来源：公司 2021 年年报，天风证券研究所

1.1. 发展历程

公司于1960年正式开始生产水表，是中国首家专业生产水表的企业，经过60余年的发展，已成为国内产能最大的水表制造商，是水计量行业龙头企业：

- 1980年，公司兼并4家企业，逐步奠定行业的龙头地位，后于1985年取得水表行业生产许可证，并于1987年开始进军国际市场；
- 2006年，公司搬迁至新厂区，建筑面积4.55万m²，年产能达600万台，成为全球规模最大的水表生产基地；
- 2017年，公司自主研发生产的NB-IoT无线智能水表在深圳试点，成功应用近1200台，水表数据传输上报率100%；
- 2020年，公司正式更名“宁水集团”，开启“集团化”发展道路。

图3：公司主要发展历程

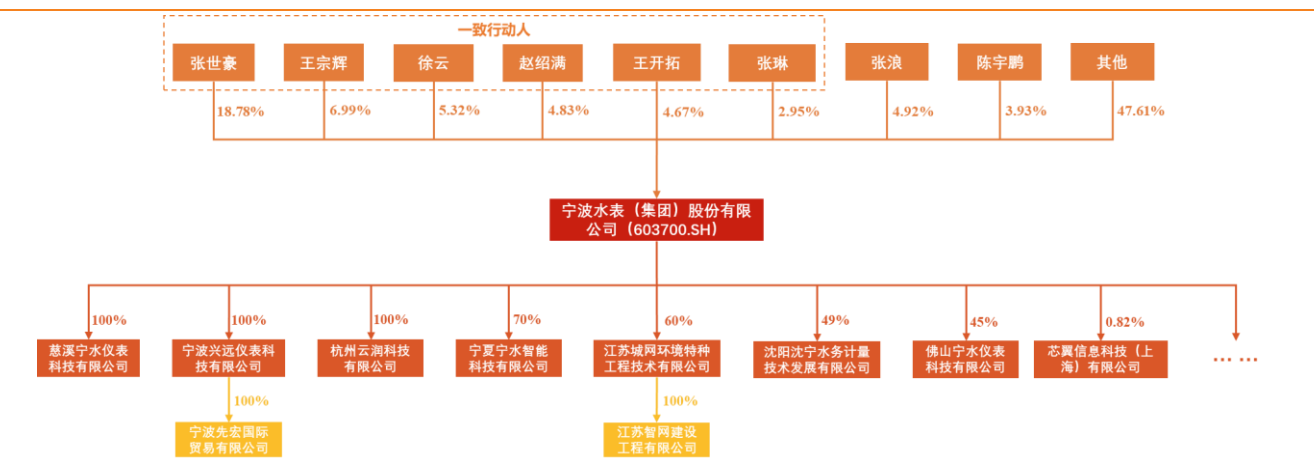


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构

公司股权结构稳定，实控人目标一致。公司实际控制人为张世豪、王宗辉、徐云、王开拓、赵绍满、张琳，六人已签署一致行动协议；截至2022年8月5日，实际控制人团队合计持股比例达43.54%。

图4：公司的股权结构（截至2022.8.5）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.3. 核心管理层

管理层专业经验丰富，团队成员稳定。公司主要管理人员均具备多年行业从业经历，专业结构搭配相对合理，管理层的水平与实力有所保障；同时公司核心管理成员大多持有公司股份，有利于保持管理团队的积极性和稳定性。

表 2: 公司的核心管理团队

姓名	职务	履历
张琳	董事长	出生于 1969 年, 中国国籍, 会计师。1989-1992 年: 任宁波洗衣机厂会计; 1992-2016 年: 历任中国人民财产保险股份有限公司宁波市分公司会计、财务会计部副主任、财务会计部/再保部总经理, 2016-2019 年: 任公司董事、财务总监; 2019 年至今: 任公司董事长。
张世豪	董事	出生于 1944 年, 中国国籍, 大专学历。1968-2000 年: 历任宁波水表厂工会主席、副厂长、厂长; 2000-2006 年: 任公司董事长、总经理; 2006-2019 年: 任公司董事长; 2019 年至今: 任公司董事。
徐云	副董事长	出生于 1958 年, 中国国籍。1982-2000 年: 历任宁波水表厂计划科调度员、办公室副主任、生产科科长、副厂长; 2000-2006 年: 任公司副董事长兼副总经理; 2006-2013 年: 任公司副董事长、总经理; 2013 年至今: 任公司副董事长。
王宗辉	董事、总经理	出生于 1972 年, 中国国籍, 本科学历、工程师。1993-2000 年: 历任宁波水表厂技术员、国际贸易部经理助理、国际贸易部副经理; 2000-2013 年: 历任公司国际贸易部副经理、国际贸易部经理、总经理助理、副总经理; 2013 年至今: 任董事、总经理。
王开拓	董事	出生于 1960 年, 中国国籍, 高级工程师。1977-2000 年: 历任宁波水表厂模塑车间副主任、办公室副主任、办公室主任、小表厂厂长; 2000-2020 年: 历任公司机芯分厂厂长、副总经理; 2020 年至今: 任公司董事。
赵绍满	董事、技术副总监	出生于 1962 年, 中国国籍, 工程师。1982-2000 年: 历任宁波水表厂设计科技术员、助理工程师、技术科科长、副厂长兼任国际贸易部经理、研究所所长等; 2000-2007 年: 任公司董事、总工程师; 2007 年至今: 任董事、技术副总监。
陈伟	副总裁、技术总监	出生于 1973 年, 中国国籍, 工学博士, 高级工程师。2008-2018 年: 历任三亚中法供水有限公司总经理助理、总经理, 上海星火中法供水有限公司总经理; 2018-2020 年: 任上海城市水资源开发利用国家工程(南方)中心有限公司副总经理; 2020-2021 年: 任宁波水表(集团)股份有限公司技术副总监; 2021 年至今: 任宁波水表(集团)股份有限公司技术总监、副总裁。
王哲斌	财务总监	出生于 1989 年, 中国国籍, 本科学历。2012-2022 年: 历任立信会计师事务所(特殊普通合伙)宁波分所审计员、高级审计员、项目主管、高级项目主管、项目经理、高级项目经理、高级经理、业务合伙人; 2022 年至今: 任公司财务总监。
马溯嵘	董事会秘书	2006-2007 年: 任华院分析技术(上海)有限公司咨询事业部咨询顾问; 2007-2017 年: 任历任中国人民财产保险股份有限公司宁波市分公司财务会计部精算主管、电子商务业务部见习经理、海曙支公司高级主管兼综合部经理; 2017-2019 年: 任公司企业管理办公室、审计部、投资部部门负责人; 2019 年至今: 任公司董事会秘书。

资料来源: 公司招股说明书, 公司 2021 年年报, 公司官网, 天风证券研究所

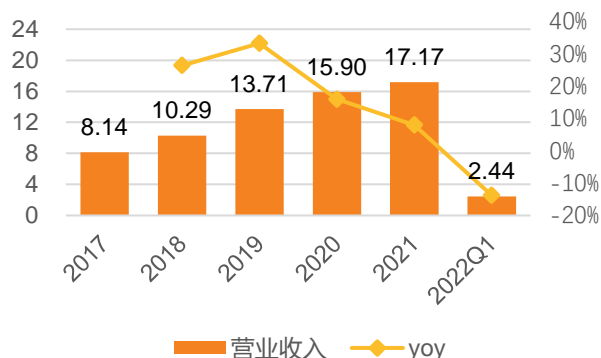
1.4. 财务分析

水计量业务整体扩张, 驱动营业收入增长。2021 年, 公司实现营业收入 17.17 亿元, 同比增长 8.00%; 实现净利润 2.35 亿元, 同比减少 13.81%, 主要系原材料价格波动导致营业成本有所增加。2022Q1, 公司实现营业收入 2.44 亿元, 同比减少 13.48%, 实现净利润 0.06 亿元, 同比减少 85.87%, 原因在于: 疫情反复影响在手订单的收入确认周期与进度、员工持股计划调整导致股份支付费用增加、当期政府补助同比减少等。

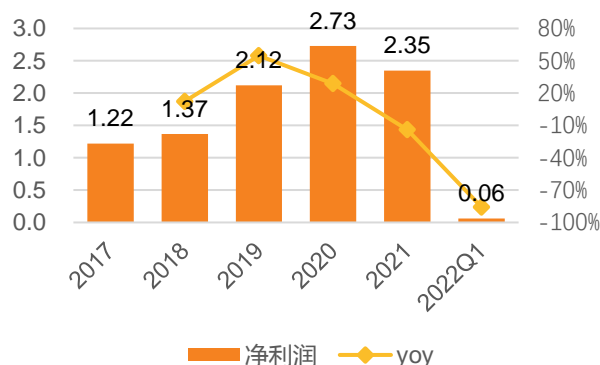
2017-2021 年, 公司营业收入呈持续增长态势, 年均复合增长率达 20.51%, 在新冠疫情期间保持正增长, 表现出较强韧性, 主要得益于智慧水表业务快速扩张。2021 年, 公司顺利取得联合水务、奥纳水务、首创股份等多个水务集团供货权, 成功进入集采市场。我们认为, 集采中标有利于公司强化大客户拓展和大订单获取能力, 有望在疫情后加速业绩增长。

图 5: 公司历年营业收入及增速 (亿元, %)

图 6: 公司历年净利润及增速 (亿元, %)



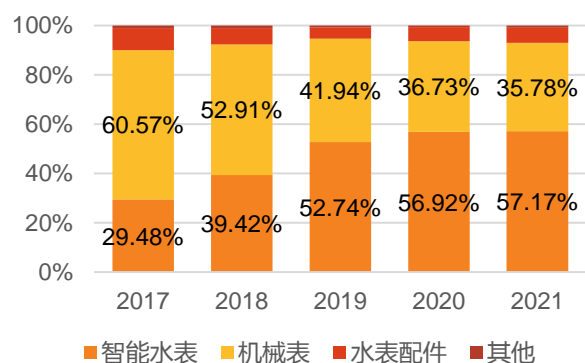
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

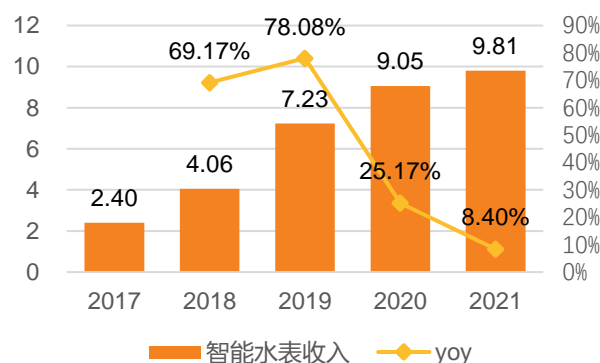
智慧产品持续发力, 传统业务平稳增长。2021年, 公司实现机械水表业务收入 6.14 亿元, 同比增长 5.15%, 营收占比 35.78%; 实现智能水表业务收入 9.81 亿元, 同比增长 8.37%, 营收占比 57.17%, 其中智能 2.0 产品收入超 5000 万元, 同比增长近 100%。2017-2021 年, 智能水表业务收入 CAGR 42.19%, 收入贡献由 29.48%持续提升至 57.17%, 成为公司业绩的最大来源和主要驱动, **表明公司立足于水计量产业的创新升级, 坚定推动向智慧水务服务一体化供应商转型。**

图 7: 公司的业务收入构成 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 公司的智能水表业务收入及增速 (亿元, %)

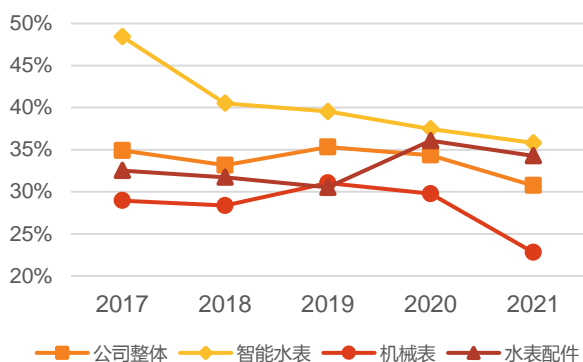


资料来源: Wind, 天风证券研究所

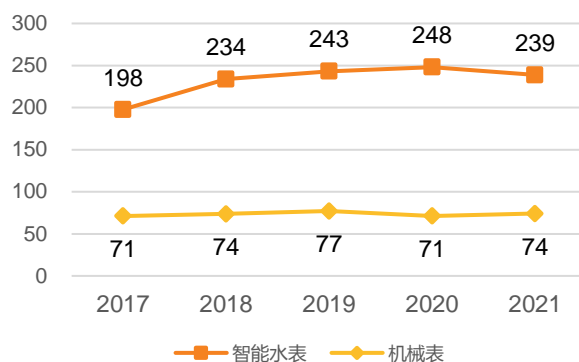
盈利能力方面, 公司 2017-2021 年的毛利率基本保持稳定, 2021 年综合毛利率为 30.73%, 同比下滑 3.62 pct, 主要原因在于原材料价格大幅上涨。分产品毛利率看, **公司整体呈现“智能水表毛利率>公司综合毛利率>机械水表毛利率”的特点,** 其中智能水表是公司业绩的第一大来源, 表明智能水表是保证综合毛利率的关键; 但由于疫情期间 NB-IoT、5G 基站建设进度滞后、进口芯片短缺等, 导致成本造价上升, 拉低了智能水表毛利率。**我们认为, 随着疫情有效防控、芯片国产替代以及公司供应链的有效整合, 具备高单价的智能产品或将进一步拉动综合毛利率提升。**

图 9: 公司各项业务的毛利率水平 (%)

图 10: 公司的产品单价 (元)



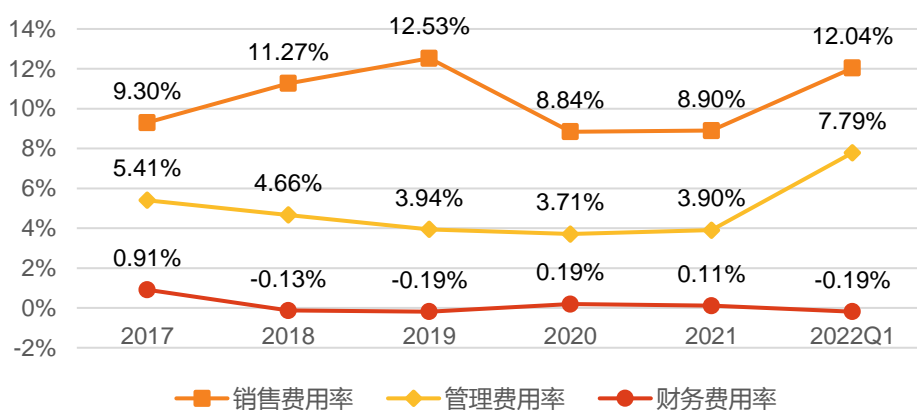
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 公司招股说明书, 公司财务报告, 天风证券研究所

费用率方面, 公司各项费用率基本保持稳定, 费用增长主要由于业务规模扩张。2021 年销售费用 1.53 亿元, 同比增长 8.72%, 主要由于业务拓展; 管理费用 0.67 亿元, 同比增长 12.92%, 系当期管理人员数量增加所致; 财务费用 0.02 亿元, 同比减少 41.42%, 主要系汇兑损失减少所致。

图 11: 公司的各项费用率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

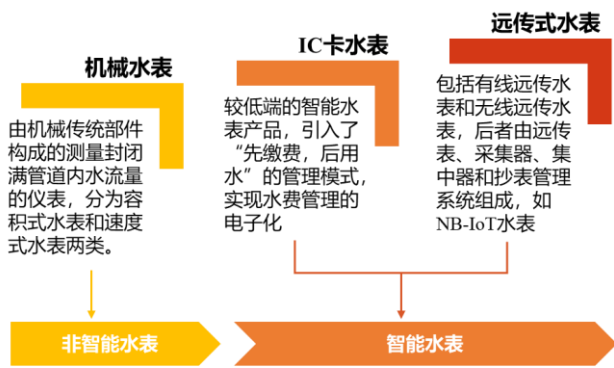
2. 政策、需求、技术协同向好, 智能水表行业高速发展

2.1. 水表向 NB-IoT 迭代, 技术门槛加速行业集中

水表是水务系统的重要组成, 行业向数字化方向转型。2022 年 1 月, 国务院发布《计量发展规划 (2021-2035 年)》, 提出推动计量数字化转型, 推动跨行业、跨领域计量数据融合。与此对应, 我国水表行业亦经历了由机械表向智能表的演变, 当前已铺设的智能水表以 IC 卡水表、光电直读式水表为主, 正全面向 NB-IoT 智能表等无线远传水表过渡升级。现阶段, 水表产品硬件正向高精度、高稳定性、长寿命方向发展, 传输方式亦趋于向高可靠性、低功耗、低成本的无线通信升级。

图 12: 我国水表的发展阶段

图 13: 水表的演进历程及功能特点



资料来源：公司招股说明书，前瞻产业研究院，山虎仪表科技公众号，腾越科技公众号，天风证券研究所

	第一阶段 机械水表	第二阶段 IC卡水表	第三阶段 远传式水表
工作原理	利用自来水的流动产生的压力带动水表内部齿轮的转动，而水表显示盘下的齿轮带动指针的转动进行计数，从而达到计量用水量的目的	利用现代微电子技术和现代传感技术、智能IC卡技术对用水量进行计量并进行用水数据传递及结算交易的新型水表	抄表员通过远程抄表系统下发一个抄表指令，水表上的通信模组接到指令后，将数据上传到服务器，抄表员便可抄取水表数据
功能特点	<ul style="list-style-type: none"> · 价格普遍很低，计量准确度能满足计数的要求 · 需人工上门抄表，存在估抄、错抄、漏抄等现象 	<ul style="list-style-type: none"> · 记录及电子显示用水量 · 依约定用水量自动控制 · 自动完成阶梯水价计费 · 用水数据存储 · 预付费功能 · 报警提示等 	<ul style="list-style-type: none"> · 防滴漏功能 · 预付费功能 · 抄读数据齐全 · 防倒装功能 · 防破损功能等

资料来源：精彩丰源公众号，天风证券研究所

智能水表是以现代电子传感技术和信息技术为支撑，以信息化管理需求为依托而发展起来的高新技术产品，涉及机械、电子、通信、软件等专业领域。随着无线网络技术的快速发展，智能水表拥有更多可供选择的通信技术方案；其中，NB-IoT 水表作为智能水表的主流分支，主要基于窄带物联网技术，在基表直接安装发讯模块进行数据传输，具备网络覆盖广、信号强、功耗低等特点，是物联网行业的主要垂直应用场景之一。

NB-IoT (Narrow Band Internet of Things)，指基于蜂窝的窄带物联网，是IoT领域一个新兴的技术，支持低功耗设备在广域网的蜂窝数据连接。NB-IoT 聚焦于低功耗广覆盖 (LPWA) 物联网市场，是一种可在全球范围内广泛应用的新兴技术，相对于其他无线技术，具有覆盖广、连接多、功耗少、成本低等特点，可广泛应用于多种垂直行业，如远程表计、资产跟踪、智慧水务等：

- **广覆盖**：NB-IoT 采用重传和低阶调制等机制，信号穿透性能佳，在相同频段下覆盖面积更广，适用于构筑物内、地下管网等场景；
- **强链接**：在同一基站条件下，NB-IoT 提供更多接入数，单个扇区可支持 10 万个终端连接；
- **低功耗**：NB-IoT 功耗仅为 2G 的 1/10，终端模块待机时间长，电池寿命可达 10 年；
- **低成本**：NB-IoT 可复用站点基础设施、射频和天线，部署成本较低，且低速率、低功耗、低带宽的技术特点也可促进模块成本降低。

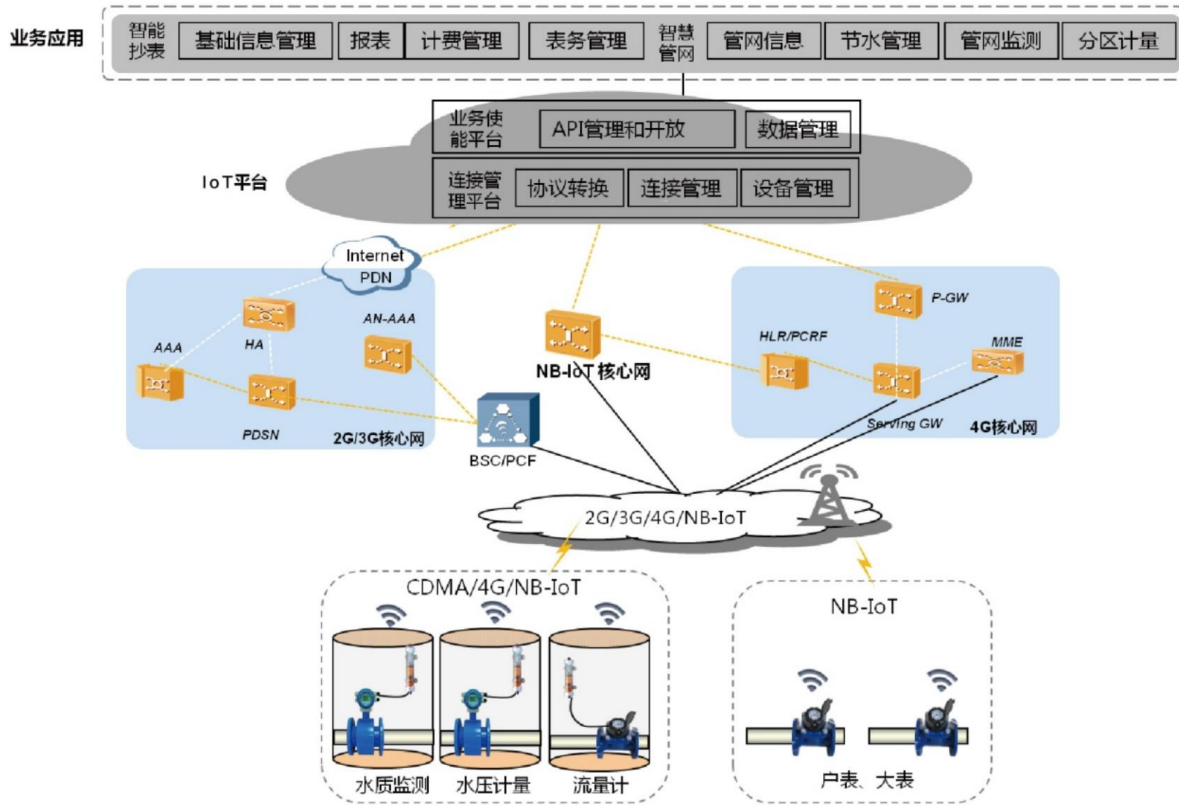
图 14：NB-IoT 的技术优势



资料来源：《NB-IoT 智慧水表白皮书》，天风证券研究所

将 NB-IoT 应用于水务行业，其部署架构通常包括感知层、网络层、平台层和应用层，对应 NB-IoT 终端、基站、核心网、平台和水务行业应用。NB-IoT 终端包括智能水表、压力表、流量计、水质仪表等监测传感器，集成 NB-IoT 模组，并与基站连接，智能终端通过 NB-IoT 基站将信息上传给 IoT 平台。

图 15：智能水表解决方案结构示意图



资料来源：《NB-IoT 智慧水表白皮书》，天风证券研究所

行业门槛加速行业集中，利好头部企业。随着水表行业向 NB-IoT 等智能水表及应用系统方面转型，对水表企业的跨行业知识积累、多学科交叉应用及产品研发能力等方面均提出了更高的要求，行业技术壁垒和服务壁垒迅速提升。同时由于智能水表较传统机械水表对安装调试、后续维护能力的要求更加严格，因此不具备综合能力的大量中小水表企业可能将加速被市场淘汰，而具备长期计量技术积累、研发能力与服务能力优势的龙头企业则可能快速发展壮大，行业集中度有望进一步提高。

2.2. 产业政策持续利好，智能转型大势所趋

供水普及等政策出台，保障水表需求总量。2013 年，国家发改委、住房城乡建设部发布《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》，提出加快建立居民阶梯水价制度，其中“一户一表”改造是制度实行的重要基础条件，是现阶段水表需求量的重要政策依据；2021 年《“十四五”农村供水保障规划》提出，计划 2025 年底农村自来水普及率由 2020 年的 83% 提升至 88%，2022 年《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》提及实施“一户一表”改造，并对超过使用年限、材质落后或受损失修的供水管网进行更新。我们认为，上述政策有助于推动农村市场释放，推动城市水表存量更新，利好水表总需求，促进行业稳步发展。

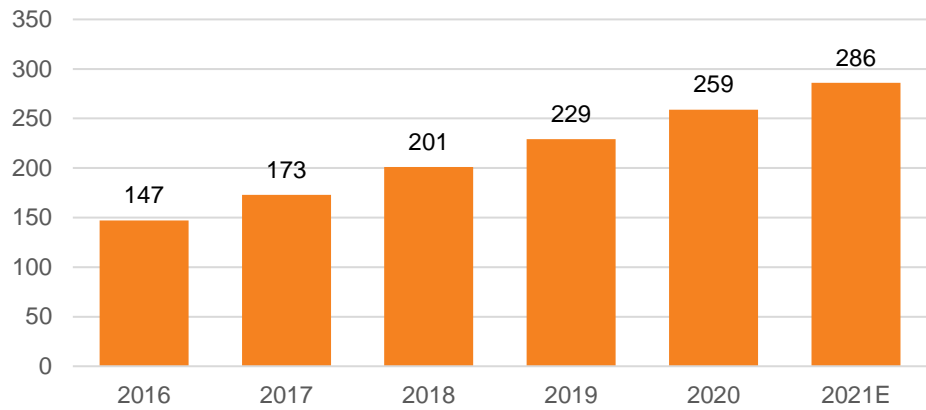
表 3：智能水表相关产业政策梳理

发布时间	政策文件	相关内容
2012.12	《国家智慧城市（区、镇）试点指标体系（试行）》	<ul style="list-style-type: none"> 利用信息技术手段对从水源地监测到龙头水管理的整个供水过程实现实时监测管理，制定合理的信息公示制度，保障居民用水安全。
2013.12	《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 加快建立完善居民阶梯水价制度，2015 年底前，设市城市原则上要全面实施居民阶梯水价制度 加快城市“一户一表”改造，推进“一户一表”改造是实行阶梯水价制度的重要基础条件
2014.08	《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 至 2020 年，下一代信息基础设施基本建成，水务等公用基础设施的智能化水平大幅提升
2021.06	《我国水表行业“十四五”发展规划纲要》	<ul style="list-style-type: none"> 继续推广应用 NB-IoT（5G）技术在水表自动抄表等场景的应用 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 突破研发出新一代多参数智能水表（智能水表 3.0）
2021.09	《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021—2023 年）》	<ul style="list-style-type: none"> 推动智慧管廊、智能表计等感知终端的建设和规模化应用部署 加快数据采集终端、表计、控制器等感知终端应用部署
2021.11	《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> 引导企业应用新一代信息技术建设污染物排放在线监测系统、地下管网漏水检测系统、工业废水循环利用智慧管理平台和能源管理中心，开展资源能源和污染物全过程动态监测、精准控制和优化管理
2021.08	《“十四五”农村供水保障规划》	<ul style="list-style-type: none"> 力争 2025 年底，农村自来水普及率由 2020 年的 83%提升至 88%
2021.10	《十四五“节水型”社会建设规划》	<ul style="list-style-type: none"> 实施城市用户智能水表替代，提高高校、宾馆等公共场所智能计量水平 围绕用水精准计量、管网漏损监测智能化、管网运行维护数字化等领域，开展节水关键技术和重大装备研发
2022.02	《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 逐步实现供水管网网格化、精细化管理，实施“一户一表”改造 对超过使用年限、材质落后或受损失修的供水管网进行更新改造 到 2025 年，全国城市公共供水管网漏损率力争控制在 9%以内

资料来源：中国政府网，发改委，工信部，住建部，水利部，中国计量协会水表工作委员会，天风证券研究所

国家加码智慧城市建设，驱动表计需求结构升级。自 2012 年正式启动国家智慧城市试点以来，相关市场支出规模持续增长；根据中商情报网援引 IDC 数据，2016-2020 年，中国智慧城市市场支出规模由 147 亿美元扩大至 259 亿美元，CAGR 15.2%，累计投入超千亿美元。智慧水务作为公用基础设施的细分领域，始终是智慧城市的重要发展方向。近年，相关政策持续加码智慧水务、智能表计领域，《我国水表行业“十四五”发展规划纲要》提议继续推广应用 NB-IoT（5G）技术在水表自动抄表等场景的应用，《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021—2023 年）》提出推动智能表计等感知终端的建设和规模化应用部署，《十四五“节水型”社会建设规划》亦指明实施城市用户智能水表替代等。**我们认为，智慧城市建设加码和管网漏损率目标约束，客观上要求供水企业提升计量、检测的智能化、精细化水平，有利于推动下游需求转型升级，加速对机械水表、传统智能水表的替代，有望显著提升 NB-IoT 水表等的市场渗透率。**

图 16：中国智慧城市的市场投资规模（亿美元）



资料来源：IDC，中商情报网公众号，天风证券研究所

响应智慧城市建设，水利投资拐点已现。根据水利部最新发布的《2020年全国水利发展统计公报》，2018年我国水利固定资产投资完成额出现同比下滑，之后迅速开始恢复并于2020年超越历年规模。2020年水利固定资产投资完成额8181.7亿元，同比增长21.9%，其中设备及器具购置投资250.0亿元，同比增长13.1%。**我们认为，随着国家水利投资规模扩大，水利工程建设一方面直接扩大了对水表的工业需求，另一方面通过完善农村用水设施间接增加民用需求，形成长效需求支撑。**此外，水利部于2021年11月发布《关于大力推进智慧水利建设的指导意见》，提出推进水利工程智能化改造，至2030年建成智慧水利体系2.0版；**我们预计，在该规划目标指导下，水利建设的信息化、智能化需求亦将进一步提升。**

表 4：国家水利固定资产投资完成情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
固定投资完成额	3757.6	4083.1	5452.2	6099.6	7132.4	6602.6	6711.7	8181.7
其中：设备及器具购置	161.1	206.1	198.7	172.8	211.7	214.4	221.1	250

资料来源：水利部，天风证券研究所

2.3. 下游痛点亟待解决，市场需求加速释放

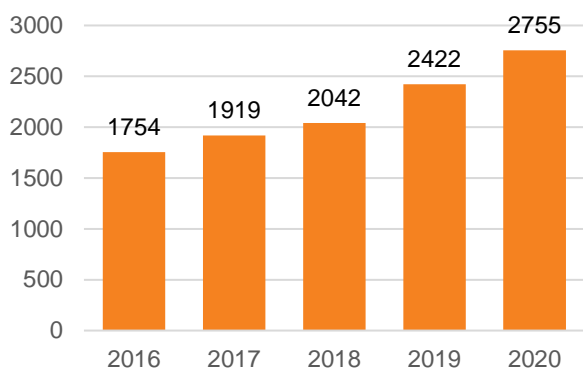
水表制造行业的下游行业主要为供水行业、房地产行业以及其他相关工业企业，其中供水行业是最主要的下游行业。

2.3.1. 水务行业：利润规模平稳增长，智能化需求强烈

供水企业是表计需求主要来源，下游行业平稳增长，带来需求最大确数。我国自来水公司众多，呈现全国范围内高度分散和地区范围内垄断经营的格局，市场化程度较低。2016-2020年，我国水生产和供应规模以上企业数量由1754家增加至2755家，年均增加250家；对应利润总额由208.26亿元增加至417.24亿元，CAGR 18.97%。

图 17：中国水生产和供应行业规模以上工业企业数量（家）

图 18：中国水生产和供应行业规模以上工业企业利润总额(亿元,%)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

传统运营模式“积病”，智能化需求强烈。供水行业的商业运营模式为“供水企业-水表-用户”，水表作为供水企业与终端用户的联系纽带，对计量的可靠性和管理的科学性提出较高要求。然而，国内供水企业长期面临人工抄表效率低、抄表周期滞后、计费结算不便、运营成本上升、管网漏损率高等发展痛点；特别是在 2015 年我国全面实行居民阶梯水价制度后，水务公司对水表终端的准确计量、智能管理等需求升级愈加强烈，传统产品和模式难以适应行业发展方向。尽管该阶段 IC 卡水表等传统智能水表有所发展，但其自身亦存在数据传输不安全、设备功耗较高、网络覆盖不全和网络承载力弱等问题，并非水务智能化的最佳解决方案。

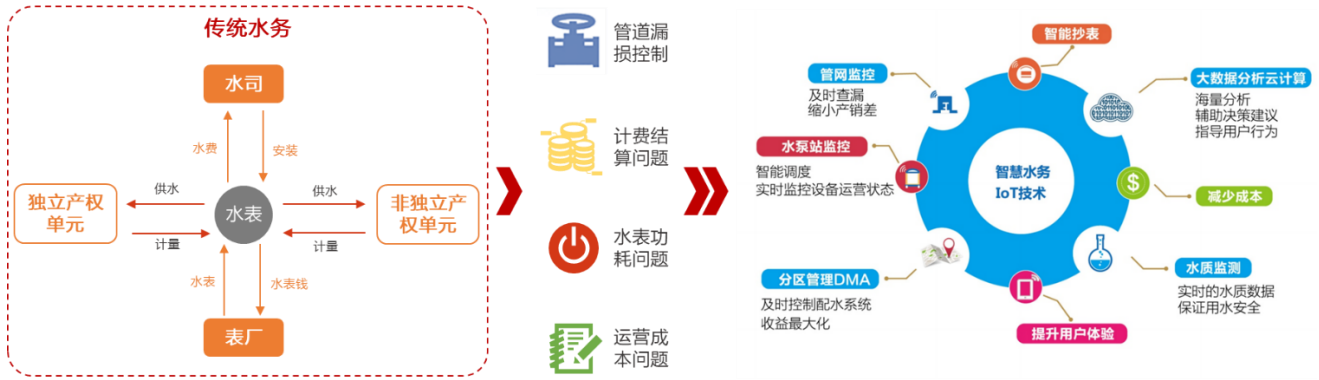
立足行业痛点，NB-IoT 水表应运而生。基于 NB-IoT 覆盖广、连接多、功耗少、免维护等特性，水务公司可高安全、低成本地对远传水表进行流量信息采集、设备状态检测、控制指令下达等远程操作，从而实现动态管理，提升智慧水务管理效率，提高整体经济效益。**我们认为，随着前端技术发展和成本造价降低，下游对 NB-IoT 水表的需求有望加速释放，NB-IoT 水表替代机械水表和传统智能水表或成大势所趋。**

表 5：NB-IoT 针对传统智能水表的相对优势

传统智能水表存在的问题	问题总结	NB-IoT 水表的针对优势
利用非授权频谱建立自组网，抗干扰性、数据管理水平难以保证	数据传输不安全	基于授权频谱组建网络，采用端到端的安全管理方案
高功耗下，传统智能水表内置电池寿命仅 2-3 年，而部分采用外界电源方式则导致沟通成本增加	设备功耗较高	NB-IoT 技术可显著降低能耗，配合低功耗信号采集单元，在 2 次/天的数据采集频率下可连续使用 6 年
在楼道、室内或地下等场景，传统智能水表往往需加装信号放大器，但效果不佳	网络覆盖不全	采用广域的 NB-IoT 技术，具备覆盖广、容量大的优点，可适用于安装条件复杂的环境
小无线方式难以实现大规模水表数据通讯的统一网络搭建，亦导致终端之间的互联互通问题	网络承载力低	统一的 IoT 平台，能够承接不同的物联网应用，可解决多家供应商协议的兼容性问题

资料来源：《NB-IoT 智慧水表白皮书》，天风证券研究所

图 19：传统水务行业痛点催生 NB-IoT 需求



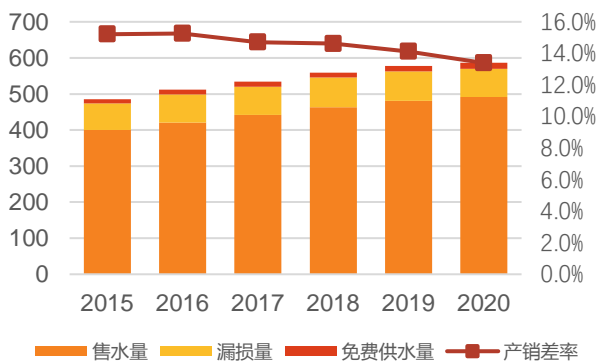
资料来源:《NB-LoT 智慧水表白皮书》, 天风证券研究所

NB-LoT 水表是减少产销差的有效手段, 具备极高经济价值。产销差指供水厂计量仪表和用户水表之间未收到水费的水量差额, 是水务行业最大痛点; 根据迈拓股份 2021 年财务报告, 全国 654 个城市的平均漏损率超 15%, 最高可达 70%, 与发达国家 6%-8%的漏损率水平差距明显。供水产销差的主要来源包括:

- 物理漏损, 指供水管网的漏损, 主要由于地下管网检测不及时导致;
- 表观漏损, 主要来自水表计量和抄表误差;
- 其他漏损, 包括终端用户非法用水等。

根据住房和城乡建设部《2020 年城市建设统计年鉴》, 2020 年我国城市公共供水总量 586.5 亿立方米, 漏损水量 78.5 亿立方米, 若假设供水均价为 2 元/吨, 经 NB-LoT 水表改造后可降低 5%漏损率, 则可助力公共供水市场释放市场价值 58.7 亿元; 若采用全国供水总量口径, 2020 年我国供水总量 5812.9 亿立方米, 则在相同假设下 NB-LoT 水表改造可帮助释放市场价值 581.3 亿元; 由此可见, NB-LoT 水表具备高社会经济价值。我们认为, 在产业政策驱动和城市供水量增加的背景下, 下游供水企业对智能水表的需求有望加速释放。

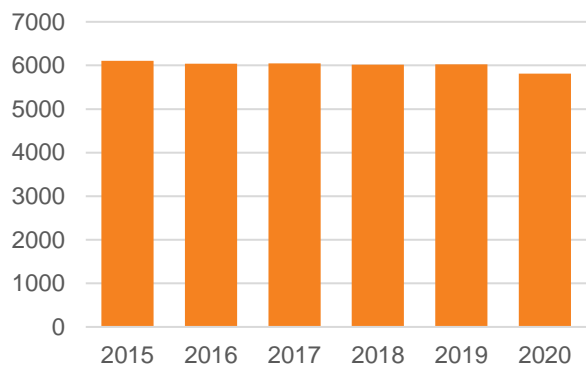
图 20: 中国的城市公共用水产销差情况 (亿 m³, %)



资料来源: 住房和城乡建设部, 天风证券研究所

注: 供水量=售水量+免费供水量+漏损量

图 21: 中国的城市供水总量 (亿 m³)



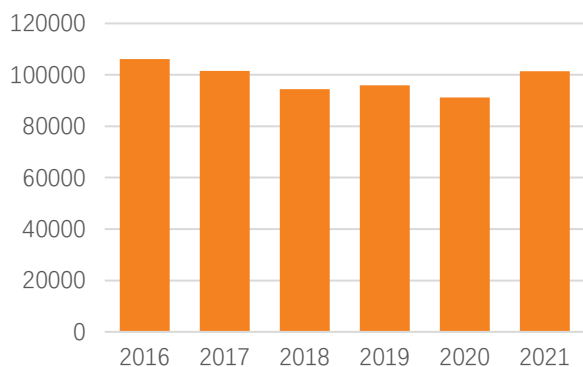
资料来源:《2020 年城市建设统计年鉴》, 天风证券研究所

2.3.2. 其他领域: 住宅开发形成需求增量, 出口需求有所回暖

房地产行业带来水表的增量需求。房地产开发企业负责房屋住宅的施工建造, 在竣工后须在新增住宅进行水表安装, 从而形成增量需求。2017-2021 年, 我国房地产竣工房屋面

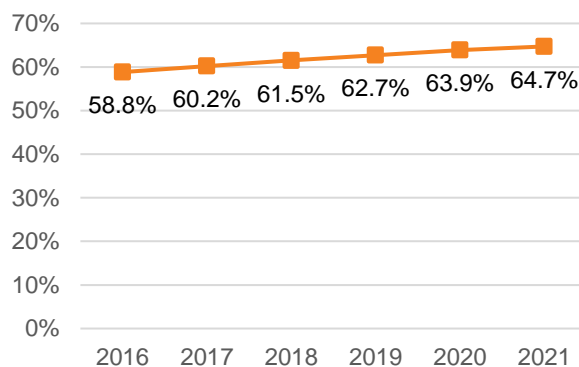
积基本保持稳定，2021 年竣工面积为 101412 万平方米，2017-2021 年 CAGR 为-0.02%。2020 年，我国常住人口城镇化率 63.89%，超额完成《国家新型城镇化规划》的预设目标 60%；2021 年，我国常住人口城镇化率达到 64.72%，增幅降至 0.83 pct，跌破 1 pct，由城镇化带来的新增住宅对水表的需求趋于平缓。

图 22：我国的住宅房屋竣工面积（万平方米）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

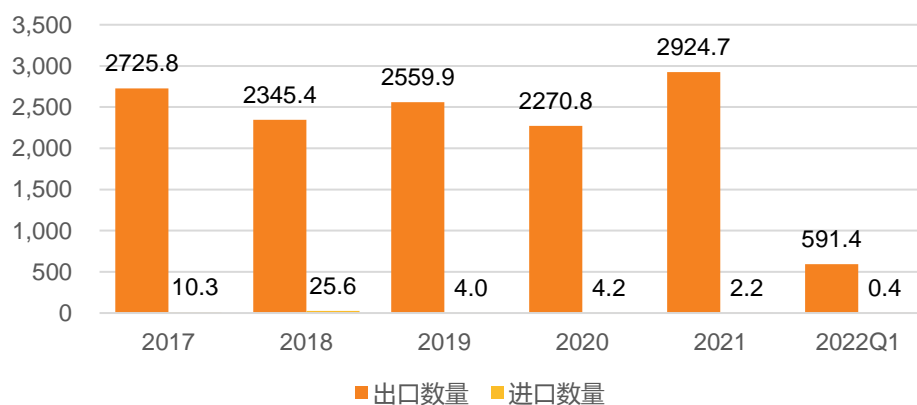
图 23：我国的常住人口城镇化率（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

后疫情时代，出口需求有所回暖。根据海关总署数据，2021 年，我国实现水表出口 2924.7 万个，同比大幅增长 28.8%，出口金额 15.75 亿元，已恢复并超过疫情前水平；水表进口量 2.2 万个，同比下降 47.4%。

图 24：我国水表的进出口量（万个）



资料来源：海关总署，天风证券研究所

2.3.3. 需求测算：智能水表市场空间超百亿元

水表行业存在缺口填补和周期更换需求，加之新建住宅、农村供水普及的增量需求，预计智能水表市场空间可突破百亿。

- **存量市场的填补需求：**根据最新的《中国统计年鉴 2021》，我国城镇户数 33604 万户，农村户数 18665 户，依据“一户一表”政策要求，可推知城镇水表理论存有量约 33604 万台；考虑到 2021 年农村自来水普及率为 84%，则农村水表的理论存有量约 15679 万台，全国水表存有量理论值为 49283 万台。根据智研咨询数据，我国水表存有量约 35500 万台，则存在 13783 万台水表的的市场空缺仍待补充。假设未来 3 年市场加速填

补缺口 15%/20%/25%，则 2022-2024 年国内水表市场的填补需求量分别为 2067/2757/3446 万台。

- **存量市场的替换需求：**根据我国《冷水水表检定规程》要求，标准口径 25mm 及以下的水表使用期限不超过 6 年；考虑到存在大量超期服役表存在的实际情况，若以 7 年作为水表的更新周期，则根据其历年销售量，可推算出 2022-2024 年的水表替换需求分别为 6659/7498/8321 万台。
- **新建住宅的增量需求：**住房和城乡建设部披露，我国城镇居民人均住宅面积约 40 平方米；依据《中国统计年鉴 2021》，城镇家庭户均人口 2.57 人，据此城镇户均住宅面积约 102.7 平方米。根据国家统计局，2021 年房屋住宅竣工面积为 101412 万平方米，假设 2022-2024 年竣工面积维持-0.90%的同比变化，则可推算出 2022-2024 年由新建住宅带来的水表增量需求分别为 979/970/961 万台。
- **农村供水普及的增量需求：**依据《“十四五”农村供水保障规划》，至 2025 年农村自来水普及率将由 2020 年的 83%提升至 88%。假设农村供水普及率每年增长 1%，则结合农村户数，可推算出 2022-2024 年由农村自来水普及带来的增量需求为每年 187 万台。
- **智能水表渗透率方面，**2020 年国内智能水表渗透率为 30%~40%，根据《我国水表行业“十四五”发展规划纲要》，目标至 2025 年将智能水表销量渗透率提升至 60%，此处保守假设 2022-2024 年智能水表增量需求渗透率分别为 40%/45%/50%，存量需求渗透率均保持在 40%，则可推测 2022-2024 年智能水表需求量为 3957/4623/5281 万台。**价格方面，**基于宁水集团 2021 年的产品销售单价，考虑到 NB-IoT 模组等成本下降的因素，假设 2022-2024 年智能水表销售均价 238/236/234 元；机械水表作为成熟产品，假设各年均价维稳在 70 元。

假设在此期间农村户数未发生明显变化，测算得到 2022-2024 年国内水表市场规模可达 135.7/156.6/177.0 亿元，其中智能水表规模分别为 94.2/109.1/123.6 亿元。

表 6：水表行业需求量及市场规模测算

	2022E	2023E	2024E
存量需求			
缺口填补需求（万个）	2067	2757	3446
旧表替换需求（万个）	6659	7498	8321
合计	8726	10255	11767
其中：智能表渗透率	40%	40%	40%
智能表需求（万个）	3491	4102	4707
增量需求			
新建住宅需求（万个）	979	970	961
农村供水普及（万个）	187	187	187
合计	1166	1157	1148
其中：智能表渗透率	40%	45%	50%
智能表需求（万个）	466	521	574
综合需求			
智能表需求量（万个）	3957	4623	5281
智能表单价（元/个）	238	236	234
智能表市场规模（亿元）	94.2	109.1	123.6
机械表需求量（万个）	5935	6789	7634
机械表单价（元/个）	70	70	70
机械表市场规模（亿元）	41.5	47.5	53.4

需求量合计 (万个)	9892	11412	12915
市场规模合计 (亿元)	135.7	156.6	177.0

资料来源：水利部，国家统计局，公司招股说明书，公司历年财报，观研报告网，华经情报网，仪表网公众号，深圳环境水务集团公众号，三川智慧 2021 年财报，新天科技 2021 年财报，天风证券研究所

2.4. NB-IoT 商用技术成熟，表计商业安全性增强

2.4.1. NB-IoT 技术优势突显，政策催化应用推广

NB-IoT 产业政策催化，赋能下游应用。《工业和信息化部办公厅关于全面推进移动物联网 (NB-IoT) 建设发展的通知》提出，加速 NB-IoT 芯片、模组和应用产品研发，加大 NB-IoT 网络部署力度，至 2020 年建成 150 万个基站。《工业和信息化部办公厅关于深入推进移动物联网全面发展的通知》亦明确要降低 NB-IoT 模组成本至与 2G 模组同等水平，并推动存量 2G/3G 物联网业务向 NB-IoT 网络迁移。**我们认为，在政策驱动下，窄带物联网发展有望支撑智能水表及市场拓展，驱动其他智慧水务产品与平台的研发应用。**

表 7：国内 NB-IoT 相关产业政策

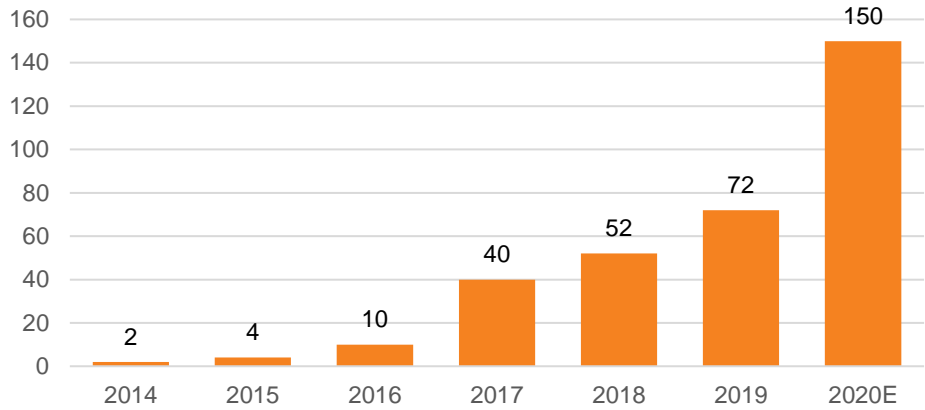
时间	政策文件	相关内容
2017 年 6 月	《工业和信息化部办公厅关于全面推进移动物联网 (NB-IoT) 建设发展的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 加快完成国内 NB-IoT 设备、模组等技术要求和测试方法标准制定 相关企业在 NB-IoT 专用芯片、模组、网络设备、物联应用产品和服务平台等方面要加快产品研发 基础电信企业要加大 NB-IoT 网络部署力度，到 2020 年，NB-IoT 网络实现全国普遍覆盖，基站规模达到 150 万个 以水、电、气表智能计量等领域为切入点加快发展 NB-IoT 在城市公共服务和公共管理中的应用
2020 年 5 月	《工业和信息化部办公厅关于深入推进移动物联网全面发展的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 到 2020 年底，NB-IoT 网络实现县级以上城市主城区普遍覆盖，重点区域深度覆盖 进一步降低 NB-IoT 模组成本，2020 年降至与 2G 模组同等水平 引导新增物联网终端不再使用 2G/3G 网络，推动存量 2G/3G 物联网业务向 NB-IoT/4G (Cat1) /5G 网络迁移。
2021 年 9 月	《物联网新型基础设施建设三年行动计划 (2021—2023 年)》	<ul style="list-style-type: none"> 物联网连接数突破 20 亿 打造支持固移融合、宽窄结合的物联网接入能力 到 2023 年底，在国内主要城市初步建成物联网新型基础设施 发挥物联网行业协会、产业联盟作用，有效推动产业链上下游需求对接、资源共享

资料来源：工业和信息化部，天风证券研究所

2.4.2. 基础设施建设完善，价格成本持续下探

基站建设是智能表计普及前提，国内运营商加码建设部署。自 2016 年 NB-IoT 标准冻结以来，国内三大电信运营商加速窄带物联网建设，至 2019 年末国内的 NB-IoT 基站保有量达 72 万个，其中中国电信、中国移动、中国联通分别拥有 28.8/ 23.2/ 20.0 万个。而根据《全面推进移动物联网(NB-IoT)建设发展的通知》，规划至 2020 年基站规模增至 150 万个，**NB-IoT 水表应用的基础设施环境持续优化。**

图 25：中国的 NB-IoT 基站保有量 (万个)



资料来源：前瞻产业研究院，工信部，天风证券研究所

表 8：三大运营商的 NB-IoT 基础设施建设

运营商	相关布局情况
中国电信	<ul style="list-style-type: none"> 2017 年，联合华为、深圳水务发布全球首个 NB-IoT 智慧水务商用项目 已完成基于 800MHz 低频频段的 NB-IoT 网络建设，在包含偏远山区的全国覆盖率超 97%
中国移动	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年正式开展 NB-IoT 业务，已在超 340 个地级市、2000 个县实现网格区域内连续覆盖 OneMO 模组+OneLink 连接平台+OneNET 开放平台+NB 专网网关，推出超 80 个行业解决方案 旗下 OneLink 平台与沃达丰网络 GDSP 平台合作，解决跨境 IoT 交付流量合规问题
中国联通	<ul style="list-style-type: none"> 定位 IoT 基础设施运营者，拓展 900 兆频谱，开放资源孵化、推广 NB-IoT 应用

资料来源：天网互联，CSDN，天风证券研究所

芯片国产化+模组价格下探，利好下游表计行业。（1）NB-IoT 芯片是产业链起点与核心，根据物联网智库，国内有约 20 家厂商从事 NB-IoT 芯片业务，上游集中度进一步稀释，国产化率高达 99%。（2）NB-IoT 模组是技术与应用的桥梁，在政策支持和产业催熟下，模组价格已由初期的 200 元持续下探至与 2G 模组齐平；IoT Analytics 数据显示，截至 2020 年末，NB 模组均价已下降至 3 美元水平，低于同期 2G 模组价格。

我们认为，芯片国产化可确保应用终端原料的自主可控（可得性），模组价格下探可加速智能表计的规模化渗透（易得性），NB-IoT 水表有望迎来黄金发展期。

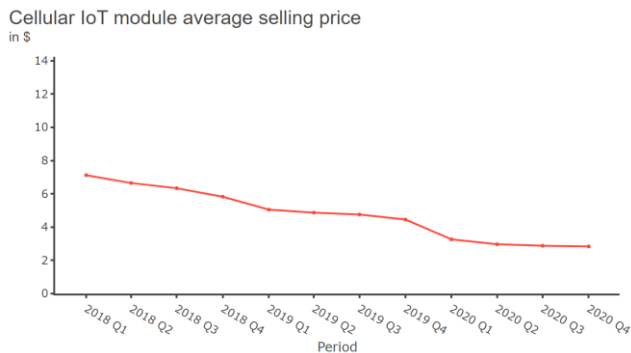
表 9：国内主要厂商的 NB-IoT 芯片量产情况

厂商	产品型号	特性	量产时间	最新融资动向
紫光展锐	RDA8908A	NB-IoT	2017Q4	2020 年 3 月，Pre-IPO 融资 50 亿元
	RDA8909B	NB-IoT +GSM	2018H2	
联发科	MT2625	NB-IoT	2018H1	-
华为海思	Boudica120、Hi2110	NB-IoT	2017Q2	-
	Hi2150、Boudica150	NB-IoT	2018H1	
	Boudica200	NB-IoT	小规模商用	
移芯通信	EC616	NB-IoT	2019Q2	2022 年 1 月，C 轮融资 10 亿元
	EC616S	NB-IoT	2020Q4	
芯翼信息科技	XY1100	NB-IoT	2019Q2	2021 年 9 月，B 轮融资 5 亿元 (宁水集团参与融资)
智联安	MK8010	NB-IoT	2019Q1	2021 年 9 月，B+轮融资 1 亿元

	MK8020	NB-IoT	2021Q4	
大鱼半导体	U1	NB-IoT	2019Q3	2021年9月, Pre-A轮融资近亿元
芯象半导体	LH3200	NB-IoT	已量产	-
诺领科技	NK6010	NB-IoT +GNSS	-	2020年8月, B轮融资2亿元

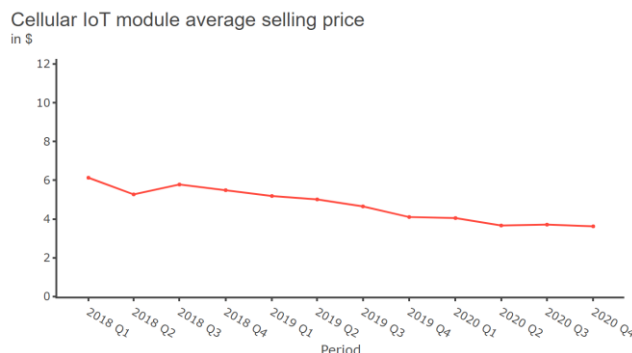
资料来源: 物联网智库, IT 桔子, AET 官网, 大鱼半导体官网, 宁水集团 2021 年财报, 天风证券研究所

图 26: NB-IoT 模组的价格走势



资料来源: IoT Analytics, 天风证券研究所

图 27: 2G 模组的价格走势

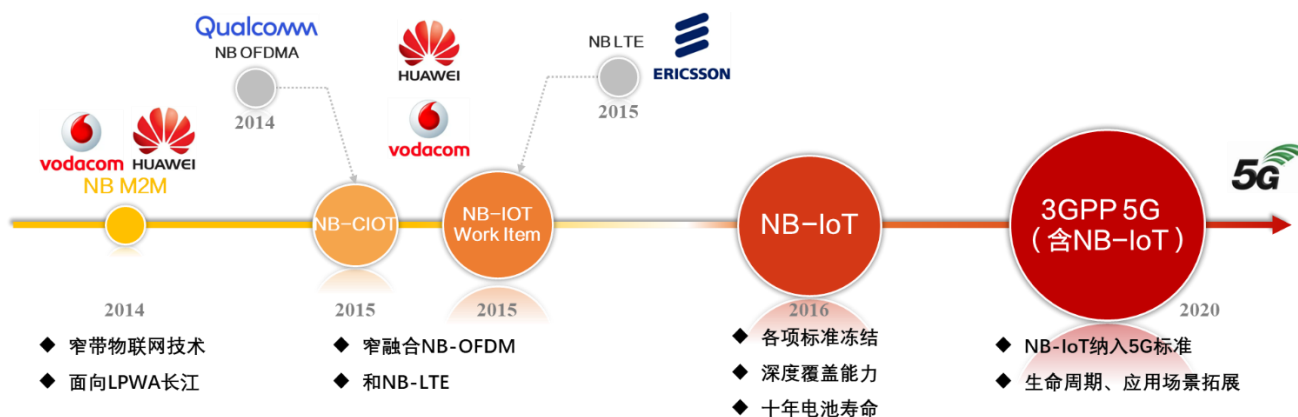


资料来源: IoT Analytics, 天风证券研究所

2.4.3. 行业商业安全性提升, 智能水表有望加速普及

2020 年 7 月, 国际电信联盟召开的 ITU-R WP5D 会议上, 3GPP 5G 技术被确立为 ITU IMT-2020 5G 技术标准, NB-IoT 正式成为 5G 标准核心组成, 技术生命周期得到极大扩展, 技术淘汰可能性降低。根据 Counterpoint IoT 数据, 全球物联网蜂窝连接数预计在 2025 年突破 50 亿, 其中 NB-IoT 贡献比将近一半。我们认为, 随着 NB-IoT 纳入 5G 标准, 包含智能水表在内的下游商业安全性得到保障, NB-IoT 水表的大规模推广普及或已打开技术层面窗口。

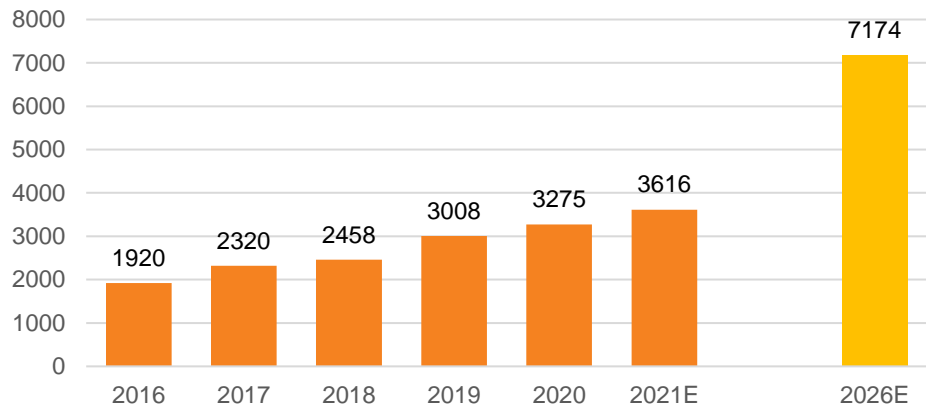
图 28: NB-IoT 标准化历程



资料来源: 物联网技术官网, 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

实际产量方面, 2016 年-2020 年, 国内智能水表产量由 1920 万台增长至 3275 万台, CAGR 14.3%; 智能水表渗透率亦由 2016 年的 21.1%提升至 2020 年的 29.8%。根据迈拓股份公开招股说明书援引智研咨询数据, 预计至 2026 年我国智能水表产量 7174 万台, 接近 2021 年产量水平翻一番, 未来五年或迎来加速拐点。

图 29：国内智能水表产量及预测（万台）



资料来源：中商情报网公众号，迈拓股份招股说明书，天风证券研究所

3. 核心竞争力：聚焦计量终端业务，提升智慧水务全域能力

3.1. 国内水计量行业先驱，超 60 年品牌、技术积淀

公司深耕水计量领域 60 余年，在品牌、渠道、技术研发等方面具备长期积累优势，在水表领域具有重要的示范和导向作用，现为中国仪器仪表协会、浙江省仪器仪表行业协会副理事长单位、中国计量协会水表工作委员会智能水表技术工作组组长单位。公司作为**国家、行业标准的制定者**，曾牵头制定或参与起草《便携式水表校验仪》、《数控定量水表》、《带电子装置水表技术规范》、《超声水表换能器》、《灌溉水表 GB/T 40115-2021》等多项国家标准。

表 10：公司参与的部分国家标准和行业标准

标准	类型	标准号	参与程度
封闭满管道中水流量的测量饮用冷水水表和热水水表	国家标准	GB/T 778.1~3-2007	参与
饮用冷水水表塑料表壳及承压件技术规范	国家标准	GB/T 25920-2010	参与
便携式水表校验仪	国家标准	GB/T 25918-2010	负责起草
数控定量水表	国家标准	GB/T 26795-2011	负责起草
社区能源计量抄收系统规范 第 4 部分：仪表的无线抄读	国家标准	GB/T 26831.4-2017	参与
社区能源计量抄收系统规范 第 5 部分：无线中继	国家标准	GB/T 26831.5-2017	参与
灌溉水表	国家标准	GB/T 40115-2021	牵头制定
冷水水表	检定规程	JJG 162-2009	参与
饮用净水水表	行业标准	CJ/T 241-2007	参与
IC 卡冷水水表	行业标准	CJ/T 133-2012	参与
电子远传水表	行业标准	CJ/T 224-2012	负责起草

资料来源：公司招股说明书，公司 2021 年财报，天风证券研究所

品牌、渠道优势显著，拥有稳定的下游客户源。作为国内产能最大的水表制造企业，公司拥有完善的产销业务体系，可实现高自动化生产，并满足客户个性化定制需求。品牌方面，公司旗下产品“宁波牌”水表已在业内积累较高知名度和影响力，屡获国家质量金奖、中国名牌产品、中国驰名商标等，并获得欧盟 MID、美国 NSF、英国 UKCA 等国际权威资质认证。渠道方面，公司已建立起完善的营销网络，覆盖国内主要内销区域，并持续深化线

上、线下渠道拓展海外市场，拥有长期积累的稳定客户资源，与超 2300 家国内水司及国际客户建立了战略合作关系。

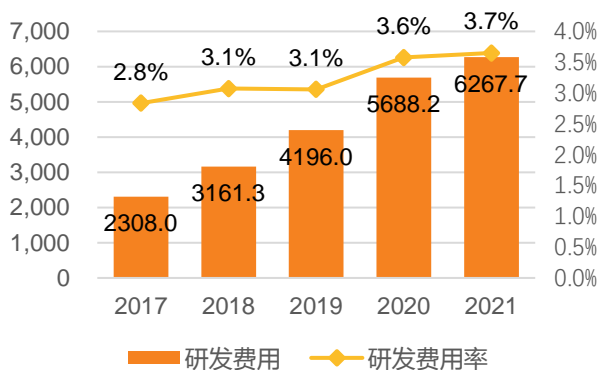
图 30：公司的部分资质及产品认证



资料来源：公司官网，天风证券研究所

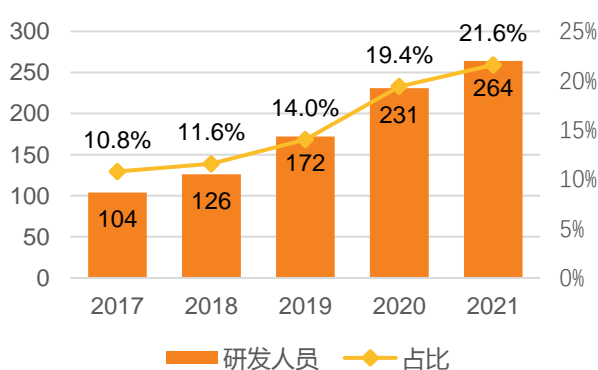
深化前瞻性研发，构筑技术性壁垒。公司重视自主研发，搭建起完善的研发体系和资源配置，具备行业领先的自主创新能力；持续聚焦主流产品性能提升与功能优化，围绕新产品、新技术研发与落地应用，通过跨部门协同加速成果转化。此外，公司于 2021 年成立全资子公司浙江宁水水务科技有限公司，作为承接公司创新发展的重要引擎；2021 年研发投入 6267.7 万元，同比增长 10.2%，当年度申请专利 94 件、软件著作权 37 件，发表论文 19 篇。人员配置方面，公司正加速引进国内外高素质人才和博士后研究员，截至 2021 年末公司拥有科研人员 264 人，占全部员工比重 21.6%。

图 31：公司历年研发投入（万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：公司的研发人员配置及占比（人，%）



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

推动产学研用合作，加速前沿技术布局。在坚实的自主研发能力基础上，公司积极推动外部联合研发模式，与国内外多家高校、技术公司达成合作，进行智慧水务的前沿技术研究。2021 年，公司继续推进与宁波大学、同济大学、宁波工业互联网研究院等的校企联合，为新产品、新模型的落地提供依据。凭借坚实的研发基础和外部合作，公司可快速调整产品结构和生产工艺以应对市场竞争，有助于构筑起较高的技术壁垒。

表 11: 公司的主要科研合作情况

合作方	合作内容
浙江大学	国家自然科学基金研究任务——面向城市供水系统安全的大数据分析及云服务理论与方法研究
宁波大学	能源计量无线抄表系统及家居物联网网关系统的研发
中国信息通信研究院泰尔终端实验室	基于 NB-IoT 技术智能水表的通信性能测试与性能评价
住房和城乡建设部政策研究中心	《住宅远传抄表系统》标准课题研究工作技术服务协议
中国计量学院	影响超声波水表计量精度的 CFD 研究与结构优化
中国联合网络通信有限公司	拓展物联网、云计算及大数据领域的合作，搭建具有表具集抄功能的物联网数据平台
中国移动通信集团浙江有限公司宁波分公司	物联网信息化
浙江省电子信息产品检验所	宁波水表智能表业务基础平台（一期）

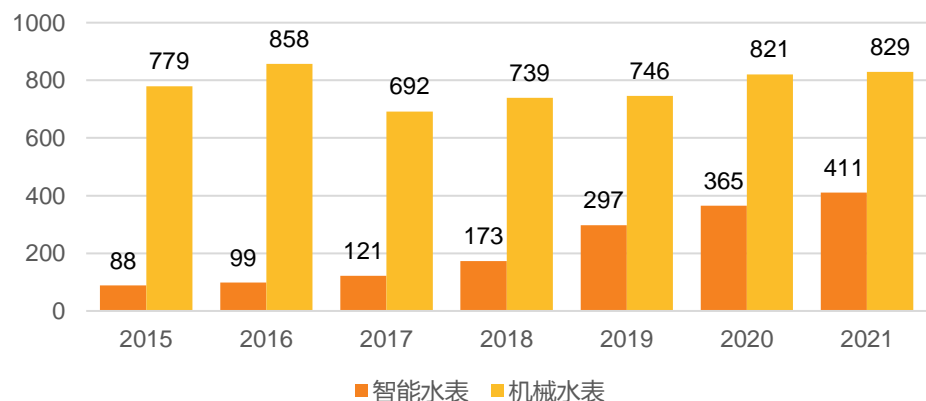
资料来源：公司招股说明书，公司 2021 年财报，天风证券研究所

3.2. 智能水表产能扩张，前瞻布局 3.0 产品

率先布局 NB-IoT 水表业务，开启首个物联网自动抄表应用案例。公司与华为技术有限公司于 2015 年开启智能水表合作项目，并于 2017 年联合深圳水务集团、中国电信建立起首个基于 NB-IoT 技术的智慧水务应用案例，并成立了 NB-IoT 智能水表终端检测实验室，至今已积累多项核心应用技术和多年商用经验，并申报起草了国内首部“NB-IoT 智能水表”产品标准，承担《NB-IoT 无线水表》、《智能水表通用技术规范》等行业标准制定，在 NB-IoT 智能水表领域具备明显的先发优势。

“广覆盖”策略有效实施，渠道优势促进业绩转化。针对供水企业“地区性垄断”特征，公司积极推进渠道下沉，在维护战略客户市场的同时做广做深覆盖面；截至 2021 年，公司已完成 40 个服务网点建设，全国驻点服务区覆盖 95 个大中城市，同比增加 20 个。2021 年，公司在北京、上海、天津、合肥、福州等地均中标千万级以上的远传水表项目，其中智能 2.0 产品销售金额超 5000 万元。此外，公司取得了**联合水务、奥纳水务、首创股份等多个水务集团供货权，正式进入集采市场**；集采招标项目往往规模更大、壁垒更高、合作期限更长，公司的智能水表订单有望加速释放。2015-2021 年，公司智能水表销售量由 88.4 万台增长至 410.9 万台，CAGR 29.2%，在销售结构中的数量占比已由 11.3%提升至 49.6%；公司高单价的智能表业绩增长势头强劲，需求结构持续优化。**我们认为，短期内中标项目齐发+长期内集采市场开拓，公司智能业务的成长空间有望进一步打开，未来业绩增长较为明确。**

图 33: 公司的智能水表、机械水表销售量（万台）



资料来源：公司招股说明书，公司历年财务报告，天风证券研究所

智能水表产能扩张，有效发挥龙头效应。2016-2021年，公司智能水表生产规模由104.8万台扩大至419.8万台，CAGR 32.0%，市场占有率持续提升；但2021年市场份额仅约11.6%，部分原因在于受到公司自身产能限制。为此，公司于2018年首次公开发行股份募集资金，拟投入募集资金3.0亿元用于年产405万台智能水表扩产项目，**预计于2022年底正式投产，年新增生产小口径智能表400万台、大口径智能表5万台**；结合仓储智能化改造，有利于推动产品结构升级，提高产能储备和交付能力，**在智能化趋势下进一步提升市场份额，加速龙头集中。**

表 12：公司的智能水表产量及市场份额（万台，%）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
行业产量	1920	2320	2458	3008	3275	3616*
公司产量	105	127	207	328	374	420
产量占比	5.5%	5.5%	8.4%	10.9%	11.4%	11.6%

资料来源：公司招股说明书，公司历年财务报告，中商情报网公众号，天风证券研究所 *注：2021年行业产量为预估值

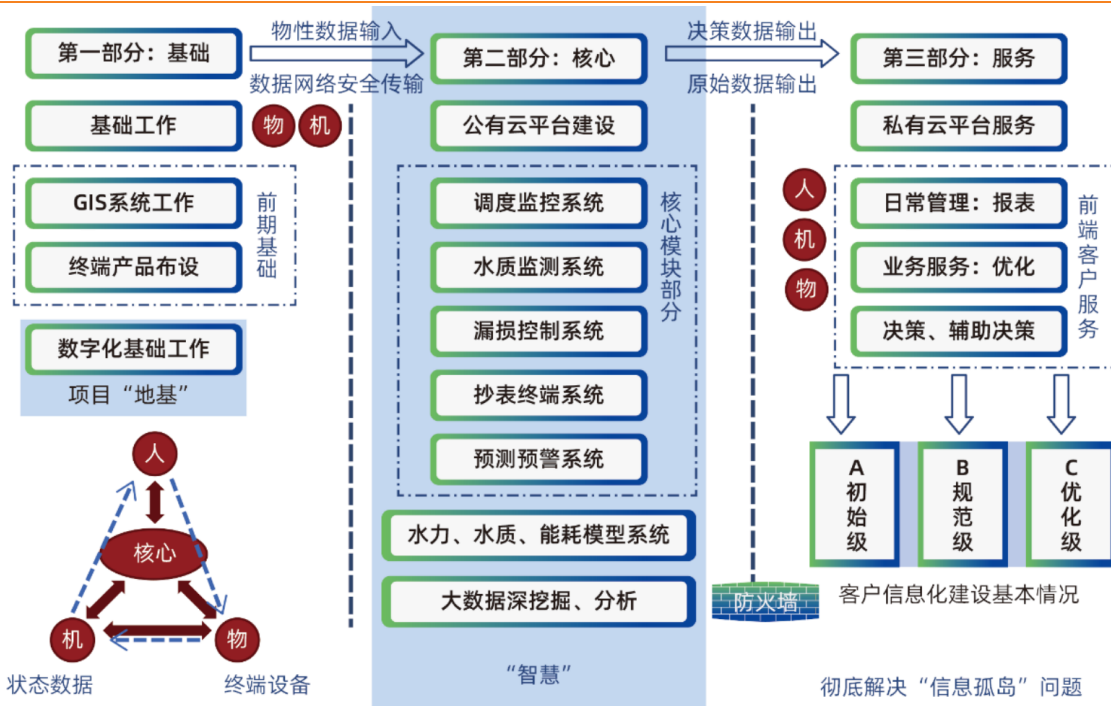
前瞻布局智能水表 3.0，领跑新一代产品。智能水表 3.0 指基于 5G 技术的管网综合感知终端/多参数水表，可向供水企业提供在线一体化的高性价比管网综合大数据感知装置，为水务信息化云平台提供海量数据支撑。2021 年，由公司在业内率先提出的综合感知终端智能 3.0 水表进入试点阶段，并在部分水司客户处安装并正常运行，为客户检测更多管网水运行状态的实时参数提供新的解决方案。此外，公司正在建设的技术研发中心将侧重于智能水表 2.0、3.0 方向，旨在整合现有技术资源，加强产品检测能力，以缩短新产品认证时间。**我们认为，公司的智能水表 3.0 有望领跑新型产品市场，实现“生产一代、储存一代、开发一代”的动态良性发展，巩固长期竞争优势。**

3.3. 业务向平台端延伸，扩展智慧水务版图

业务向平台端延伸，强化垂直一体化供应能力。公司在生产制造水计量产品的基础上，以智慧计量与营运为切入点，研制开发出了智慧水务综合服务平台，下辖智能综合抄表系统、精细化水务营收系统、工程报装及报修系统，系统间数据可进行无缝交换，以消除信息孤岛问题，具备良好的稳定性、兼容性和安全性：

- **智能综合抄表系统：**支持集中器水表、NB-IoT 水表等不同通讯机制的水表，提供多种统计分析模型，抄读稳定，支持高并发；
- **精细化水务营收系统：**整合表务、抄表、收费、客服等于一体，可实现统一客户信息管理，支持票据打印、远传阀控预付费、银行代扣代缴等功能。
- **工程报装及报修系统：**提供报装申请、指派、规划、预算、审核、收费、实施、验收、返料、决算等全流程服务，可实时进行数据共享。

图 34：智慧水务应用平台示意图



资料来源：公司 2021 年财报，天风证券研究所

2021 年，公司完成开发信息化管理平台“宁水云”1.0 版、观海卫水务公共平台项目，新一代水务公共服务平台正式迈上实践应用新台阶，标志着公司已成功开启向智慧供水管网综合服务商的转型。此外，公司于 2021 年 4 月成功收购江苏城网 60% 股权，将业务拓展至供排水管网无损检测、非开挖修复等领域，进一步强化智慧水务整体解决方案的供应能力。我们认为，智慧水务综合平台业务是智能水表的纵向延伸，一方面有利于保持客户黏性，另一方面可提升产品附加价值，有望与表计终端业务形成协同效应，为公司业绩贡献增量收入。

4. 盈利预测及投资建议

核心假设：

- 智能水表业务：(1) 2021 年 10 月《十四五“节水型”社会建设规划》、2022 年 2 月《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》均明确提出“一户一表”改造、智能水表替代等，行业面临水表需求放量，并伴随智能水表渗透率提升；(2) 公司加速产品架构升级，年产 405 万智能水表项目建设稳步推进，且 2021 年顺利进入集采市场，智能水表订单需求有望进一步释放；给予智能水表业务 2021-2024 年 16.83% 的复合年均增速。
- 机械水表业务：(1) 国内“一户一表”改造和漏损率约束趋严，水表存在更新替换需求；(2) 公司是重要的水表出口商，产品销售覆盖 80 多个国家和地区，随着全球疫情缓及贸易复苏，给予机械水表业务 2021-2024 年 4.94% 的复合年均增速。

表 13：公司分业务盈利预测（亿元）

		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
智能水表	销售收入	4.06	7.23	9.05	9.81	9.53	12.60	15.64
	yoy		78.26%	25.19%	8.37%	-2.91%	32.28%	24.17%
	毛利率	40.51%	39.55%	37.46%	35.80%	36.44%	36.71%	36.71%

	毛利	1.64	2.86	3.39	3.51	3.47	4.63	5.74
机械水表	销售收入	5.45	5.75	5.84	6.14	5.75	6.67	7.10
	yoy		5.57%	1.55%	5.15%	-6.45%	16.10%	6.40%
	毛利率	28.35%	31.04%	29.77%	22.79%	20.55%	22.67%	23.68%
	毛利	1.54	1.79	1.74	1.40	1.1810	1.5125	1.6815
水表配件及其他	销售收入	0.68	0.63	0.91	1.06	1.00	1.00	1.00
	yoy		-7.73%	45.10%	17.06%	-6.08%	0.00%	0.00%
	毛利率	31.73%	30.53%	36.07%	34.28%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利	0.22	0.19	0.33	0.37	0.35	0.35	0.35
其他业务	销售收入	0.11	0.10	0.10	0.15	0.15	0.15	0.15
	yoy		-7.27%	-2.96%	59.55%	-2.13%	0.00%	0.00%
	毛利率	7.91%	4.76%	3.36%	-0.16%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利	0.0084	0.0047	0.0032	-0.0002	0.0075	0.0075	0.0075
合计	销售收入	10.29	13.71	15.90	17.17	16.42	20.42	23.89
	yoy		33.21%	15.97%	8.00%	-4.37%	24.36%	17.00%
	毛利率	33.15%	35.31%	34.35%	30.73%	30.50%	31.80%	32.57%
	毛利	3.41	4.84	5.46	5.28	5.01	6.50	7.78

资料来源：Wind，天风证券研究所

本文选取计量仪表及解决方案供应商三川智慧、金卡智能、迈拓股份，以及二次供水设备及智慧管理平台供应商威派格作为可比公司，其 2023E 的估值区间位于 10.8x-28.8x。我们认为，在“一户一表”工程、新型城镇化建设、智慧城市等政策驱动下，下游水务行业面临需求转型升级；在此背景下，受益于物联网技术成熟催化，公司产品结构转型升级加速，作为行业龙头有望充分享受智慧水务市场红利，智能水表业务将进入高速增长期。同时公司业务继续向平台端延伸，有望进一步增强客户粘性并提升产品附加价值。

综合考虑公司产品结构升级、业务范围拓宽、以及 2022 年上半年受疫情扰动导致在手订单收入确认延迟等因素，预计公司 2022-2024 年的营业收入为 16.42/20.42/23.89 亿元，净利润 1.90/2.53/3.11 亿元，对应 EPS 为 0.94/1.25/1.53 元，当前股价对应 PE 为 17.6/13.2/10.8x。看好公司集采市场拓展、智能水表产能扩张和产品研发升级，参考可比公司估值，给予 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：可比上市公司估值（截至 2022 年 8 月 8 日）

股票代码	股票简称	2022E	2023E
300066.SZ	三川智慧	31.7	28.8
300349.SZ	金卡智能	13.4	11.3
301006.SZ	迈拓股份	14.8	10.8
603956.SH	威派格	21.3	16.6

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) **宏观经济风险。**公司产品主要应用于城市供水领域，其景气度与国家基础投资联系较紧密，如大型政府专项改造结束，可能导致下游行业需求的增长速度放缓。
- 2) **原材料价格风险。**公司产品主要原材料为金属表壳、密封装置、连接件和电子元器件等，价格波动对产品成本影响较大，若未来原材料价格保持高位，可能对毛利率产生不利影响。
- 3) **市场竞争加剧风险。**政策支持、技术成熟等利好因素给行业发展带来新机遇，可能导致跨行业企业不断加入，抢占智能水表市场红利，造成产品价格波动。
- 4) **汇率波动风险。**公司是国内重要的水表出口商，汇率波动将对公司财务业绩产生影响。
- 5) **市场拓展不及预期的风险。**公司新增年产 405 万智能水表项目，产能增幅较大，虽然公司在国内外市场上已得到客户的广泛认可，但若建成投产后市场开拓不能如期推进，则可能导致产品销售风险。
- 6) **测算存在一定主观性的风险。**报告中对于市场规模等测算涉及多处假设，尽管有关假设具备一定的数据资料支撑，但难免存在一定的主观性，测算结果仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	500.00	541.65	949.04	566.77	915.59
应收票据及应收账款	525.07	672.30	267.75	901.25	466.49
预付账款	2.30	7.17	2.97	4.95	5.17
存货	317.13	341.32	301.92	484.46	418.78
其他	466.46	245.77	235.38	277.92	246.80
流动资产合计	1,810.96	1,808.21	1,757.06	2,235.35	2,052.82
长期股权投资	6.33	6.17	6.17	6.17	6.17
固定资产	86.97	89.60	181.67	265.96	332.06
在建工程	46.45	157.29	166.37	162.82	142.69
无形资产	45.60	45.48	42.72	39.96	37.19
其他	56.31	109.18	61.26	71.55	78.86
非流动资产合计	241.66	407.73	458.20	546.46	596.98
资产总计	2,059.92	2,220.99	2,215.27	2,781.81	2,649.80
短期借款	10.01	2.00	10.00	10.00	10.00
应付票据及应付账款	372.79	484.84	269.88	682.58	427.09
其他	200.73	109.00	164.33	185.16	157.31
流动负债合计	583.53	595.84	444.21	877.74	594.40
长期借款	0.00	0.00	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.71	9.95	9.27	9.64	9.62
非流动负债合计	9.71	9.95	59.27	59.64	59.62
负债合计	605.86	624.65	503.48	937.38	654.02
少数股东权益	1.43	0.04	(0.13)	(0.42)	(0.77)
股本	203.24	203.24	203.24	203.24	203.24
资本公积	510.68	494.12	494.12	494.12	494.12
留存收益	738.81	892.89	1,006.71	1,142.89	1,293.03
其他	(0.11)	6.05	7.85	4.60	6.17
股东权益合计	1,454.06	1,596.34	1,711.79	1,844.43	1,995.78
负债和股东权益总计	2,059.92	2,220.99	2,215.27	2,781.81	2,649.80

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	272.70	234.59	190.24	253.10	310.67
折旧摊销	17.47	19.35	21.60	27.03	31.79
财务费用	3.70	4.56	2.42	9.38	9.49
投资损失	(13.12)	(12.90)	(11.90)	(12.64)	(12.48)
营运资金变动	(200.88)	(172.52)	316.58	(442.65)	249.73
其它	46.90	87.94	(0.29)	(0.53)	(0.72)
经营活动现金流	126.76	161.01	518.65	(166.31)	588.48
资本支出	71.03	129.27	120.68	104.63	75.02
长期投资	0.13	(0.16)	0.00	0.00	0.00
其他	(188.27)	(93.40)	(228.78)	(196.99)	(137.54)
投资活动现金流	(117.11)	35.71	(108.10)	(92.36)	(62.52)
债权融资	56.95	(58.48)	71.34	(3.67)	(18.55)
股权融资	(99.02)	(171.99)	(74.50)	(119.94)	(158.59)
其他	34.26	72.23	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(7.81)	(158.24)	(3.16)	(123.60)	(177.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1.84	38.48	407.39	(382.27)	348.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,590.15	1,717.29	1,642.28	2,042.26	2,389.46
营业成本	1,043.95	1,189.57	1,141.32	1,392.73	1,611.26
营业税金及附加	10.79	9.22	10.38	12.58	15.10
销售费用	140.57	152.82	146.15	179.72	210.27
管理费用	59.43	67.10	64.17	79.80	93.37
研发费用	56.88	62.68	62.41	79.65	95.58
财务费用	3.10	1.81	2.42	9.38	9.49
资产/信用减值损失	(21.99)	(26.68)	(20.95)	(23.21)	(23.61)
公允价值变动收益	1.89	(1.67)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.12	12.90	11.90	12.64	12.48
其他	(23.16)	(8.91)	0.00	0.00	0.00
营业利润	305.58	258.44	206.39	277.84	343.26
营业外收入	11.30	11.28	11.05	11.21	11.18
营业外支出	1.46	3.20	1.64	2.10	2.31
利润总额	315.42	266.52	215.81	286.95	352.13
所得税	42.73	31.93	25.85	34.38	42.19
净利润	272.70	234.59	189.95	252.57	309.95
少数股东损益	(0.40)	(0.78)	(0.29)	(0.53)	(0.72)
归属于母公司净利润	273.09	235.37	190.24	253.10	310.67
每股收益(元)	1.34	1.16	0.94	1.25	1.53

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.97%	8.00%	-4.37%	24.36%	17.00%
营业利润	29.53%	-15.42%	-20.14%	34.62%	23.55%
归属于母公司净利润	28.64%	-13.81%	-19.17%	33.04%	22.74%
获利能力					
毛利率	34.35%	30.73%	30.50%	31.80%	32.57%
净利率	17.17%	13.71%	11.58%	12.39%	13.00%
ROE	18.80%	14.74%	11.11%	13.72%	15.56%
ROIC	74.67%	41.81%	24.87%	44.44%	28.77%
偿债能力					
资产负债率	29.41%	28.12%	22.73%	33.70%	24.68%
净负债率	-30.26%	-33.72%	-50.94%	-26.24%	-42.18%
流动比率	3.05	2.95	3.96	2.55	3.45
速动比率	2.52	2.39	3.28	1.99	2.75
营运能力					
应收账款周转率	3.50	2.87	3.49	3.49	3.49
存货周转率	5.28	5.22	5.11	5.19	5.29
总资产周转率	0.85	0.80	0.74	0.82	0.88
每股指标(元)					
每股收益	1.34	1.16	0.94	1.25	1.53
每股经营现金流	0.62	0.79	2.55	-0.82	2.90
每股净资产	7.15	7.85	8.42	9.08	9.82
估值比率					
市盈率	12.26	14.23	17.61	13.23	10.78
市净率	2.31	2.10	1.96	1.82	1.68
EV/EBITDA	13.69	9.42	8.73	7.62	5.41
EV/EBIT	14.25	9.90	9.55	8.28	5.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com