

水表领域行业领先，稳健发展行稳致远

——公司深度报告



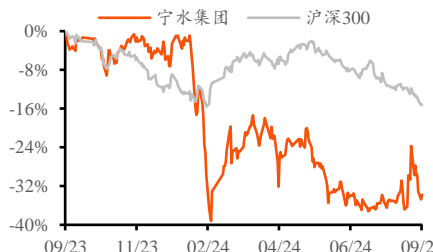
增持(首次)

行业：通信
日期：2024年09月11日
分析师：应豪
E-mail：yinghao@yongxingsec.com
SAC编号：S1760524050002

基本数据

09月10日收盘价(元) 9.41
12mthA股价格区间(元) 8.36-14.72
总股本(百万股) 203.24
无限售A股/总股本 100.00%
流通市值(亿元) 19.13

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

公司简介：宁波水表（集团）股份有限公司成立于1958年，为行业领先的水计量产品生产商。公司的核心产品为水表，涵盖全系列民用、工业用冷、热机械水表、智能水表及多参数水表等1000多种型号，服务国内2300余家水务公司，出口80多个国家和地区。在水表等传统硬件产品基础上，公司还围绕主营业务纵深开拓发展了智慧水务业务。

财务分析：公司在2019年以前保持较快的收入及归母净利润增长。后续在宏观整体因素、行业发展节奏等因素影响下相对转弱，公司整体业务增长受到一定的负面影响。2023年公司在整体市场环境回暖背景下收入及归母净利润增速出现起底回升。

行业介绍：根据博研咨询及宁水集团公司的预测，2027年我国水表整体需求量将达到2.38亿只，销售收入达到254亿元。

核心看点：1) 公司作为行业龙头持续投入研发，负责起草或参与起草多项水表行业标准，建立完善的研发和供产销体系，实现强者恒强；2) 公司凭借其在水计量行业深耕六十余年的积累，尤其在渠道资源与技术能力上的深厚积累，将智慧水务打造成其发展的第二成长曲线；3) 尽管房地产及制造业等宏观指数在2024上半年延续了相对低位的趋势，但随着专项债的加快发行，我们认为宏观经济或有望在下半年迎来触底回温，而水表等相关产业也有望受益。

投资建议

我们预计公司2024-26年收入分别为18.5、21.2、24.5亿元，同比增速3.6%、14.7%、15.4%；归母净利润分别为1.3、1.4、1.6亿元，同比增速1.5%、6.8%、12%。按照7月26日收盘价市值对应PE分别为14/13/12倍。考虑到宁水集团在水表行业的龙头领先地位以及在智慧水务方面的第二成长曲线的发展潜力，我们认为其相对于行业平均应有一定的估值溢价。

首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示

需求下行风险、水表行业竞争进一步加剧风险、海外发展受到阻碍风险、原材料价格风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,789	1,853	2,125	2,452
年增长率(%)	15.1%	3.6%	14.7%	15.4%
归属于母公司的净利润	131	133	142	159
年增长率(%)	3.9%	1.5%	6.8%	12.0%
每股收益(元)	0.66	0.66	0.70	0.78
市盈率(X)	21.62	13.97	13.08	11.68
净资产收益率(%)	8.2%	7.9%	8.1%	8.6%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年09月10日收盘价）

正文目录

1. 水表行业领先，六十余年长久发展	4
1.1. 公司概况	4
1.2. 财务分析	10
2. 技术进步推动水表智能化更新迭代	12
2.1. 无线通信技术推动水表智能化升级	13
2.2. 超声波水表等技术推动智能水表产品形态升级	15
2.3. 通信技术及产品形态升级推动智能水表需求增长	16
3. 核心看点	17
3.1. 行业领先，强者恒强	17
3.2. 积极发展智慧水务作为第二成长曲线	21
3.3. 宏观经济触底回温，水表等民生产业受益	24
4. 盈利预测与估值	26
4.1. 盈利预测	26
4.2. 估值	29
5. 风险提示	30

图目录

图 1: 智慧水务应用平台架构图	6
图 2: 宁水集团股权及控股（全资）子公司结构图（股东结构截止 2024 年一季报，子公司结构截止 2023 年报）	6
图 3: 公司营业收入及增速	10
图 4: 公司归母净利润及增速	10
图 5: 公司分业务营业收入（亿元）	10
图 6: 公司分业务毛利率（%）	10
图 7: 公司毛利率和净利率（%）	11
图 8: 公司平均净资产收益率（ROE，%）	11
图 9: 公司资产周转率（倍）	11
图 10: 公司应收及应付账款周转天数（天）	11
图 11: 国内水表需求量	12
图 12: 国内水表销售收入	12
图 13: NB-IOT 优势特点	13
图 14: NB-IOT 演进史	14
图 15: NB-IOT 市场份额（%）	14
图 16: 中国智能水表消费量及渗透率（万个）	16
图 17: 2022-27 年我国智能水表行业市场前景预测（2021 年预测，亿元）	16
图 18: 上市公司水表业务收入情况（亿元）	17
图 19: 上市公司智能水表业务收入情况（亿元）	17
图 20: 宁水集团荣获的多项奖项及证书	19
图 21: 宁水集团研发支出	20
图 22: 公司研发人员数量	20
图 23: 宁水集团智慧水务业务	21
图 24: 2022-27 年全球智慧水务市场规模预测（亿美元）	22
图 25: 2022-27 年中国智慧水务市场规模预测（亿元）	23
图 26: 国房景气指数	24
图 27: 商品房销售面积及销售额累计同比（%）	24
图 28: PMI 制造业指数（%）	24
图 29: 专项债发行梳理（亿元）	25

表目录

表 1: 公司历史沿革.....	4
表 2: 公司主要产品类型.....	5
表 3: 宁水集团管理层.....	7
表 4: 宁水集团 2024 年员工持股计划预计摊销费用.....	8
表 5: 宁水集团 2024 年股权激励计划预计摊销费用.....	8
表 6: 公司历史分红统计.....	9
表 7: 宁水集团 2024 年战略规划.....	9
表 8: 主流智能水表通信协议.....	13
表 9: 智能超声水表优点.....	15
表 10: 水表企业分类.....	17
表 11: 宁水集团及其子公司参与起草制定的行业标准.....	18
表 12: 宁水水务科技财务情况.....	21
表 13: 水利项目利用专项债券规模情况.....	25
表 14: 宁水集团收入量价拆分预测.....	27
表 15: 宁水集团收入拆分预测.....	28
表 16: 财务盈利预测.....	29
表 17: 可比公司估值表.....	29

1. 水表行业领先，六十余年长久发展

1.1. 公司概况

宁波水表（集团）股份有限公司（前身宁波水表厂）成立于 1958 年，从单一生产机械水表产品起步，逐步涉足水流量计量、供热计量、管网测控系统等多个领域。经过六十余年的探索发展，宁水集团已成为水计量行业龙头，也是水表全球贸易的主要参与者和国际水表标准制定的重要参与者。

表1:公司历史沿革

时间	事件
1958	公司前身宁波综合仪表厂成立
1960	公司开始正式生产水表
1963	公司被原机械工业部确定为全国首家水表专业生产厂，同年注册“宁波”牌商标
1964	公司获得国家仪器仪表总局拨款投资 36 万元，更名为“宁波水表厂”
1965	公司参与全国水表统一设计国家科研项目，结束“万国表”局面
1983	公司产能突破 100 万台水表，约占全国定点企业产量的三分之一
1984	公司在全国订货会议上打破市场价格体系，促使生产劣质水表企业倒闭
1985	公司成为业内第一家领取水表行业 001 号生产许可证单位
1987	公司在菲律宾国际公开招标中中标，成为国内首个登陆国际市场的水表企业
1988	公司 LXS-15E~40E 水表荣获国家银质奖，公司荣获国家一级计量单位
1990	公司 LXLC-80~500 可拆卸螺翼式水表荣获国家金质奖
1992	“宁波”牌水表被评为浙江省著名商标
1996	公司获得首批巴西表订单，进入国际市场
1997	公司应诉巴西对我国水表产品反倾销案，取得全面胜诉
2000	公司实现国有企业改制，成为“宁波水表股份有限公司”
2006	公司乔迁至宁波江北工业园区，年产能达 600 万台
2015	公司与华为达成战略合作，布局物联网抄表技术
2016	公司在全国中小企业股份转让系统挂牌公开转让
2017	公司完成全球首个 NB-IoT 智能水表商用项目
2019	公司成功登陆上交所主板
2020	公司更名为“宁波水表(集团)股份有限公司”，新厂区建设项目动工
2021	公司荣登 2021 中国品牌价值评价榜单
2021	公司投资芯翼信息科技，加持产业链协同发展
2023	公司荣获“金狮奖”，“工业十强企业”，“金口碑品牌”等奖项

资料来源：公司官网，证券日报，甬兴证券研究所

公司核心产品为水表，涵盖 1000 多种型号，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，服务国内超过 2300 家水务公司，出口 80 多个国家和地区。

表2:公司主要产品类型

产品类型	产品特点及应用领域
机械水表	计量、指示装置均为机械原理和结构的水表。
智能水表 1.0 产品	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。
智能水表 2.0 产品	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。相较于机械计量水表，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。
智能水表 3.0 产品	即基于 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。 噪声相关仪：用于管网漏损的检测和监测。根据预设参数设备每天定时采集管网噪声并上传平台，通过自研相关定位算法对漏损噪声数据进行处理和分析，以精确定位漏点的位置。

资料来源：公司财报，甬兴证券研究所

根据宁水集团招股说明书，水表行业下游客户主要包括自来水公司、房地产行业客户、大型工业企业等。自来水公司一般以招标方式进行采购。水表公司一旦进入客户的采购名单后存在较高的黏性。水表的使用期限一般根据口径不同不超过 4-6 年，但行业内仍存在较为普遍的超期服役情况。

根据公司财报披露，在传统水表等硬件产品基础上，公司围绕主营业务纵深开拓发展了智慧水务业务，包括抄收一体化平台、管网在线监测预警系统、管网漏损管理平台、供水管网水力模型等。

图1:智慧水务应用平台架构图



资料来源：公司财报，甬兴证券研究所

公司股权结构整体稳定，大股东张世豪为宁水集团前身宁波水表厂厂长，其他一致行动人包括王开拓、徐云、赵绍满等多为时任宁波水表厂管理层。

图2:宁水集团股权及控股（全资）子公司结构图（股东结构截止2024年一季报，子公司结构截止2023年报）



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

公司管理层整体稳定，主要管理人员在水表、水务等相关行业领域具有多年的工作经验。

表3: 宁水集团管理层

姓名	职务	年龄	履历
张琳	董事长、总经理	55	1989年8月至1992年12月,任宁波洗衣机厂会计;1992年12月至2016年2月,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年2月至2019年2月任公司董事,财务总监;2019年2月至今任公司董事长;2023年8月23日至今任公司总经理
张世豪	董事	80	1968年3月至2000年9月,历任宁波水表厂工会主席,副厂长,厂长;2000年9月至2006年12月,任公司董事长兼总经理;2006年12月至2019年2月,任公司董事长;2019年2月至今任公司董事
徐云	副董事长	66	1982年8月至2000年9月,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年9月至2006年12月,任公司副董事长兼总经理;2006年12月至2013年1月,任公司副董事长兼总经理;2013年1月至今,任公司副董事长
王开拓	董事	64	1977年4月至2000年9月,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年9月至2020年2月,历任公司机芯分厂厂长,副总经理;2020年2月至今,任公司董事
赵绍满	董事	62	1982年7月至2000年9月,历任宁波水表厂设计科技术员、助理工程师、技术科副科长、科长、分厂厂长、工程师、厂长助理、副厂长兼任国际贸易部经理、研究所所长;2000年9月至2007年1月,任公司董事、总工程师;2007年1月至2019年2月任公司董事、技术副总监、水表研究院副院长;2019年2月至2022年4月任公司董事、技术副总监;2022年4月至今任公司董事
林琪	监事会主席	60	1981年至2000年9月,历任宁波水表厂工人、整机厂厂长助理;2000年9月至2008年,历任公司整机厂副厂长、整机厂厂长、大表厂厂长;2008年至今,任公司监事会主席
陈海华	职工代表监事	51	1996年7月至2000年9月,任职于宁波水表厂;2000年9月至今任职于股份公司,2016年2月至今任公司职工代表监事
张裕松	公司监事	47	2004年至2008年任宁波水表股份有限公司研究所技术员;2009年至2019年历任公司研究所所长助理、公司水表研究院事业部副部长、部长;2020年至2023年9月任公司水表研究院副院长,2023年8月至今任1.0产品事业部部长,2023年5日至今任公司监事
陈伟	副总经理	51	2008年1月至2018年8月,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年10月至2020年9月,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年10月至2021年1月,任宁波水表(集团)股份有限公司技术副总监;2021年2月至2022年4月,任公司技术总监;2022年4月至今任公司副总经理
陈翔	副总经理	47	1999年至2004年任职于宁波水表厂国内贸易部;2005年任公司国内贸易部部长助理;2006年任公司国内贸易部常务副部长;2007年至2019年任公司国内贸易部部长,现任销售总监;2016年11月至2023年4月任公司监事;2023年5月至今任公司副总经理

马溯嵘	副总经理、 董事会秘书	42	2006年9月至2007年8月,任华院分析技术(上海)有限公司咨询事业部咨询顾问;2007年9月至2017年3月,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年4月至2019年5月任公司企业管理办公室,审计部,投资部部门负责人;2019年6月至今任公司董事会秘书;2024年2月至今任公司副总经理
王哲斌	财务总监	35	2012年7月至2022年4月,就职于立信会计师事务所(特殊普通合伙)宁波分所,历任审计员,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4月至今任公司财务总监

资料来源:公司2023年财报,甬兴证券研究所

公司于2024年4月推出员工持股计划以及股票期权激励计划,体现出公司对于未来业务发展和资本市场的坚定信心。

根据公告,2024年员工持股计划参加对象范围包括董监高、核心管理人员及骨干员工共98人,资金来源为员工自筹资金,拟筹集资金总额上限为2362.66万元。此计划存续期不超过36个月,分2期解锁,解锁业绩考核目标分别为以2022年和2023年业绩平均数为基数,2024年及2025年营业收入增长率分别不低于8%和13%。本次员工持股计划购买公司回购股份的过户价格为6.8元每股。

表4:宁水集团2024年员工持股计划预计摊销费用

预计摊销的总费用(万元)	2024年(万元)	2025年(万元)	2026年(万元)
1,355.06	508.15	677.53	169.38

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

同期推出的公司2024年股票期权激励计划,拟授予激励对象股票期权为180.55万份,占公司总股本的0.89%,激励对象共计84人,行权价格为11.41元每股,分2期行权,行权业绩考核目标分别为以2022年和2023年业绩平均数为基数,2024年及2025年营业收入增长率分别不低于8%和13%。

表5:宁水集团2024年股权激励计划预计摊销费用

授予股票期权数量(万份)	需摊销总费用(万元)	2024年(万元)	2025年(万元)	2026年(万元)
180.55	105.11	34.64	52.56	17.92

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

公司上市以来,每年均实行现金分红,根据Wind统计,上市以来平均分红率为43.24%,近12个月股息率为3.17%,2023年股息率为2.1%。

表6:公司历史分红统计

年度	归母净利润(万元)	现金分红总额(万元)	期末未分配利润(万元)	股利支付率(%)	收益留存率(%)	ROIC(%)	每股股利(元)	股息率(%)
2019/12/31	21,229.67	4,690.20	43,584.98	22.09	77.91	23.86	0.30	1.30
2020/12/31	27,309.10	8,129.68	63,707.01	29.77	70.23	19.69	0.40	1.37
2021/12/31	23,537.06	16,158.23	79,065.54	68.65	31.35	14.99	0.80	4.13
2022/12/31	12,638.79	6,009.66	76,335.40	47.55	52.45	7.76	0.30	2.28
2023/12/31	13,126.27	5,935.11	84,350.71	45.22	54.78	8.06	0.30	2.10

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司近些年来不断完善战略管理工作,着眼于当前公司的经营态势,结合外部数据报告印证,滚动更新下一年的战略规划报告。结合公司的发展路径与行业的发展预判,从长远看公司坚持“三步走”战略路径,延续“领先者战略”的目标定位,做大做强核心主业,巩固行业龙头地位。

表7:宁水集团 2024 年战略规划

时间维度	目标内容
短期目标	仍然坚持专注于供水领域,作为智能终端制造商,将通过不断更新迭代新产品,助力水司实现从“机械产品”向“智能化产品”的方向发展,朝着芯片集成化、结构简单化、板载等系列产品进一步升级等趋势演进。
中期目标	通过软硬件结合的方式,拓宽业务面,提供供水管网整体智能化解决方案,以实现高效用水、安全供水,推动公司从传统制造企业向“制造+服务型”企业转型发展。
长期目标	公司业务领域将逐步覆盖整个水务领域,包括原水、制水、供水、排(污)水,帮助水务公司实现全领域的智能化管理,成为完整具备智慧水务全领域服务能力的综合集团企业。

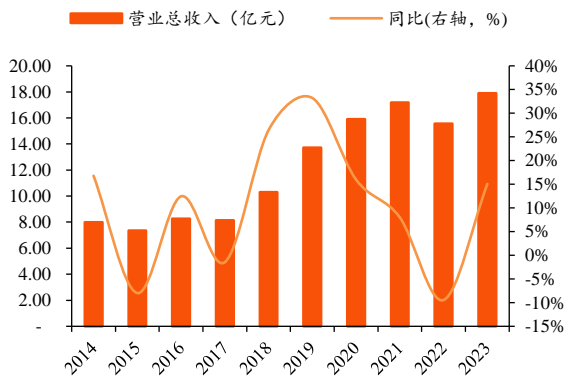
资料来源: 公司财报, 甬兴证券研究所

在此基础上,公司确立了2024年“练内功,稳主业,赋新能”的经营发展方向。公司深度围绕“两大市场”作为发展的重要抓手:一方面,持续加强对表计核心业务的重视程度,以扎实的内功稳住“存量市场”基本盘;另一方面,在“增量市场”寻求突破,赋能创新发展,拓展新的发展空间,开辟企业新的增长发展曲线。

1.2. 财务分析

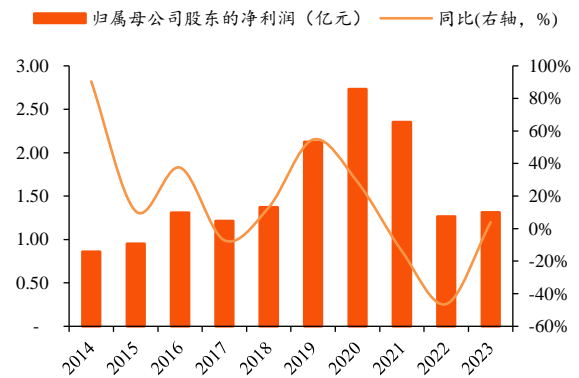
受益于智能水表业务在国内快速增长，公司在 2019 年保持较快的收入增长。后续由于宏观整体因素、行业发展节奏等因素，公司整体业务增长受到一定的负面影响。2023 年公司整体市场环境回暖背景下收入及归母净利润增速出现起底回升。

图3:公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

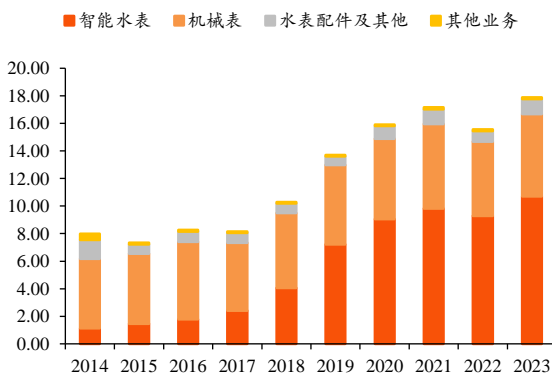
图4:公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

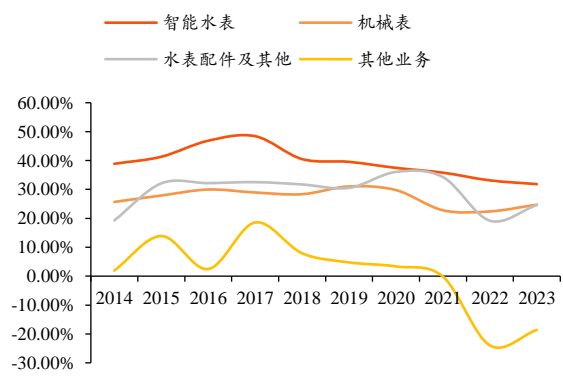
公司智能水表的收入占比连年来持续提升。2023 年，公司智能水表业务收入占比达到约 60%。虽然智能水表整体毛利率高于传统机械表，但由于产品竞争激烈等原因对于产品价格和利润的挤压，智能水表的毛利率自 2017 年以来逐步下滑。

图5:公司分业务营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

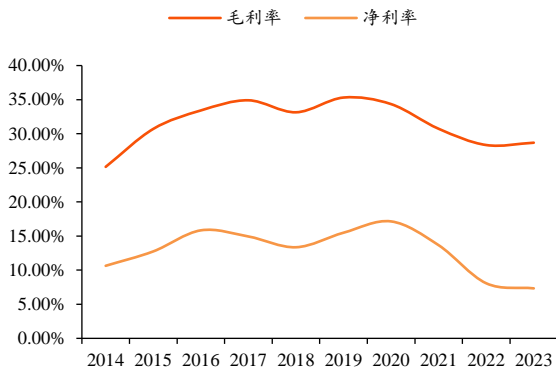
图6:公司分业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

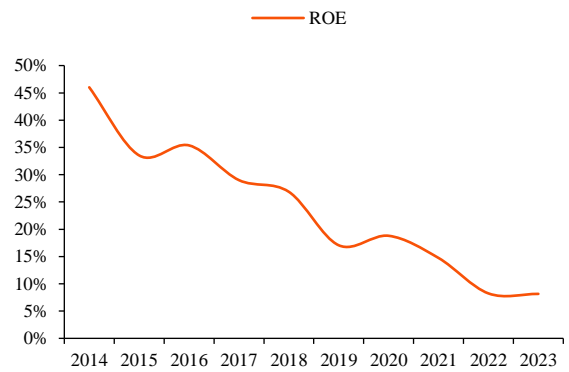
公司整体毛利率及净利率在 2019 年以前保持整体稳健增长的趋势，2020 年以来公司盈利能力及净资产收益率及资产周转率近年来整体承压，但在 2023 年出现企稳迹象。

图7:公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:公司平均净资产收益率 (ROE, %)

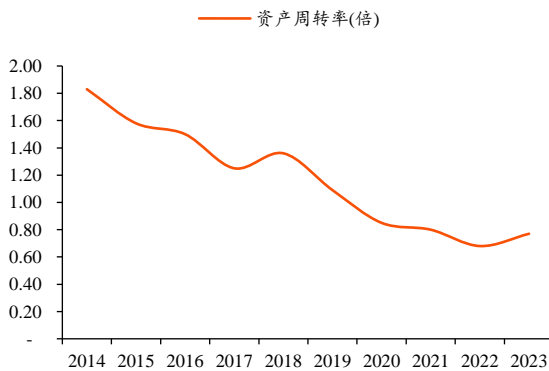


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司应收账款天数 2019 年以来增加较多, 主要由于 1) 智能表在收入中比重持续攀升, 而智能表在安装后需要进一步调试确保平稳运行, 因此要求分期付款的客户逐渐增多; 2) 受宏观环境影响, 部分地方财政紧缺, 对收入确认周期产生一定影响。为应对这一变化, 公司严格实施应收账款管控, 形成常态化管控机制, 提升风险意识, 加大清收力度。

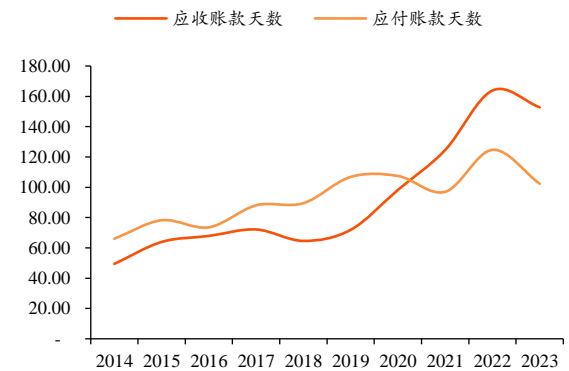
公司应付账款周转天数总体保持稳定。

图9:公司资产周转率 (倍)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:公司应收及应付账款周转天数 (天)

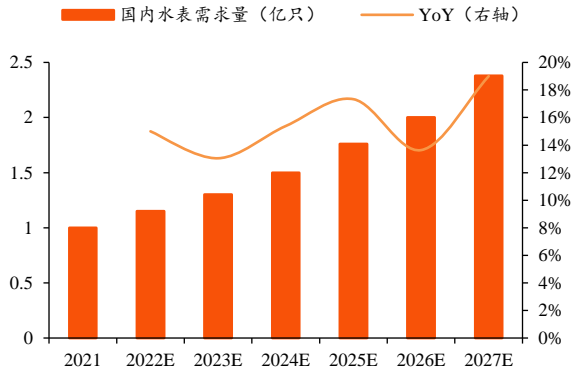


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 技术进步推动水表智能化更新迭代

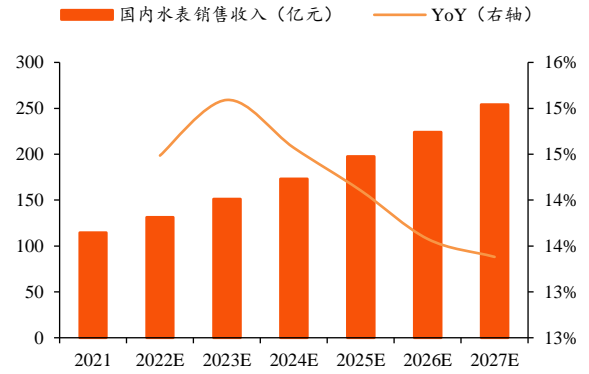
水表行业整体保持稳健增长的需求量。根据博研咨询及宁水集团公司的预测，2027年我国水表整体需求量将达到2.38亿只，销售收入达到254亿元。

图11:国内水表需求量



资料来源：公司2021年年报，博研咨询，甬兴证券研究所

图12:国内水表销售收入



资料来源：公司2021年年报，博研咨询，甬兴证券研究所

传统机械水表为由机械传统部件构成的测量封闭满管道内水流量的仪表。机械水表的优点主要为结构简单、价格便宜、可靠性高。然而其也存在精度受限、抄表效率低、无法满足智能化需求等的缺点。

智能水表主要分为几类形式，一类为由机械基表与电子装置组成，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，如NB-IOT水表；另一类为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。

2.1. 无线通信技术推动水表智能化升级

随着无线网络技术的快速发展，智能水表将会拥有更多可供选择的通信技术方案。

表8:主流智能水表通信协议

通信协议	特性
M-Bus	是一种专门为水、电、气等公用事业设计的远程控制协议，具有传输速率高、可靠性好、成本低等优点。其中，M-BusTwo采用时分多路复用技术，可以实现大量设备的远程控制，适用于城市级智能水表的管理。
GPRS	是一种基于移动通信网络的数据传输技术，可以提供较高的数据传输速率。GPRS协议的优点是覆盖范围广，可以实现全球范围内的远程控制。但是，由于GPRS网络的不稳定性和传输延迟较大，其在实时性要求较高的场景中并不适用。
NB-IOT	是一种低功耗、低成本、长距离的物联网通信技术。NB-IoT协议的优点是传输速率较快、覆盖范围广、功耗低，适用于智能水表等低功耗设备的远程控制。
LoRa	是一种低功耗、长距离的物联网通信技术。LoRa协议的优点是传输距离远、功耗低、成本低，适用于智能水表等低功耗设备的远程控制。
RS485	是一种串行通信协议，具有传输距离远、速率高、抗干扰性强等优点。RS485协议适用于楼宇自动化、远程抄表等场景，可以通过一条总线连接多个智能水表，实现远程控制。

资料来源：深圳亿玛信诺科技，甬兴证券研究所

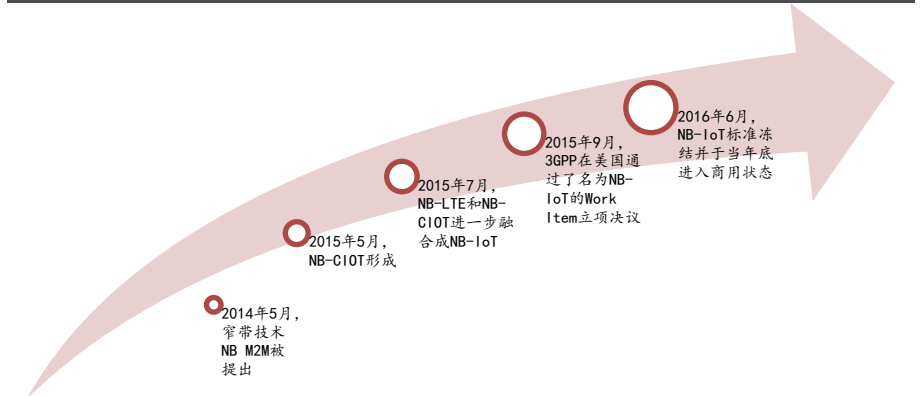
其中，NB-IOT具备低成本、超低功耗、深度覆盖、海量连接等特点，较为适合水表产品的智能化调整与转型。

图13:NB-IOT 优势特点

海量连接	深度覆盖	超低功耗	低成本
<ul style="list-style-type: none"> • 一个小区支持5万个连接 • 支持低延时敏感度、超低设备成本、低设备功耗和优化的网络架构 	<ul style="list-style-type: none"> • NB-IOT比LTE提升20dB增益，相当于覆盖能力提升100倍 	<ul style="list-style-type: none"> • NB-IOT聚焦小数据量、小速率应用，因此功耗可以做到非常小 • NB-IOT终端模块待机时间可长达10年 	<ul style="list-style-type: none"> • 低速率低功耗低带宽带动低成本

资料来源：中兴通讯，甬兴证券研究所

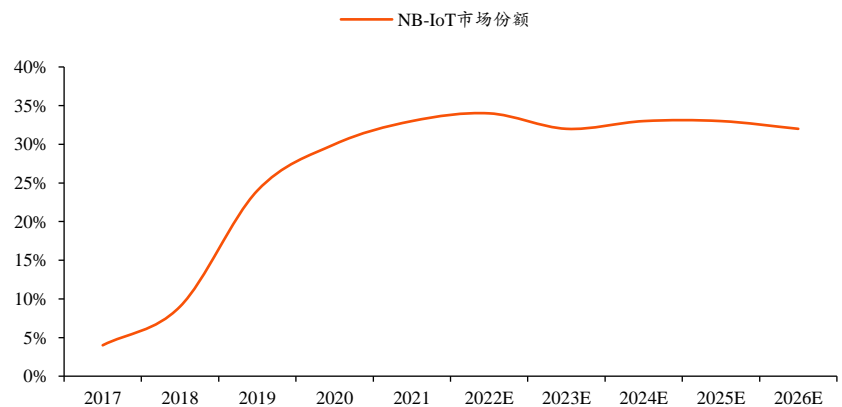
图14:NB-IOT 演进史



资料来源：中兴通讯，甬兴证券研究所

根据 IOT Analytics 的 2022 年的报告显示,全球物联网连接数将在 2022-25 年保持超过 20%的复合增长。其中全球 NB-IOT 模组在物联网模组的市场份额渗透率自 2016 年起快速发展,并于 2021 年达到 33%的份额,成为物联网模组中占比最高的通信协议形式。

图15:NB-IOT 市场份额 (%)



资料来源：IOT Analytics (数据更新至 2022 年 9 月), 甬兴证券研究所

2.2. 超声波水表等技术推动智能水表产品形态升级

根据迈拓股份招股说明书，按照流量传感技术的不同，智能水表可分为两大类，一类是采用叶轮流量传感技术的智能机械水表；另一类则是采用电子传感技术的电子水表。目前户用水表及大口径管网用水表中主要以智能机械水表和智能超声水表为主。考虑到功能性和计量特性，其中的智能超声水表具有更广阔的应用前景。

超声水表采用超声波流体测量原理，利用超声波时间差算法计量及显示水流经热交换系统所释放或吸收的热量。

优点	应用
功能多样	除水量的记录与抄收外，还可用作流量计，对漏水、过流量及爆管进行预警
测量范围宽	在高流量区域也可长时间工作
计量灵敏度高	始动流量相对较小，一方面更有利于发现用水设备跑冒滴漏问题，另一方面更有利于对管网流失率进行监控
双向计量功能	可避免因水压波动引致水表自转而带来的用水纠纷问题
无涉水机械结构	使用损耗小，使用寿命相对较长
设备安装于管道外	对水质要求相对较低
安装无方向性	水平安装或垂直安装均不会影响计量精度
防冻性能突出	应用场景更加丰富

资料来源：迈拓股份招股说明书，甬兴证券研究所

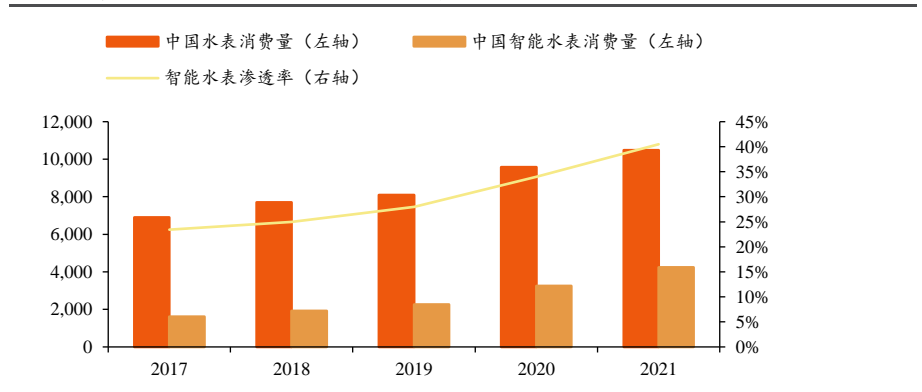
由于超声波流体测量技术近年来才应用于户用水表，因此在智能水表市场中，智能超声水表占比相对较低。根据迈拓股份招股说明书，迈拓股份、汇中股份、天罡股份三家厂商 2019 年超声水表合计不足 100 万只，相对于整体水表市场渗透率不足 1%，但随着超声水表的市场接受度越来越高，预计未来超声水表的市场容量及市场渗透率有望显著提升。

同规格的智能超声水表较智能机械水表价格高约 10-20%，智能超声水表的产品更迭将推动智能水表市场的空间增长。

2.3. 通信技术及产品形态升级推动智能水表需求增长

随着我国城镇化的推进、农村水务发展及城市水务信息化改造提速等因素的影响，物联网技术创新与落地加快，以及新基建、智慧水务、智慧城市等政策影响下，水表产品的更新升级及新增水表的市场需求成为推动智能水表产业增长的主要动力。根据前瞻产业研究院统计，中国水表消费量从2017年的6904万个增长至2021年的10476万个，年化增速11%，其中智能水表的渗透率从23%提升至40%。

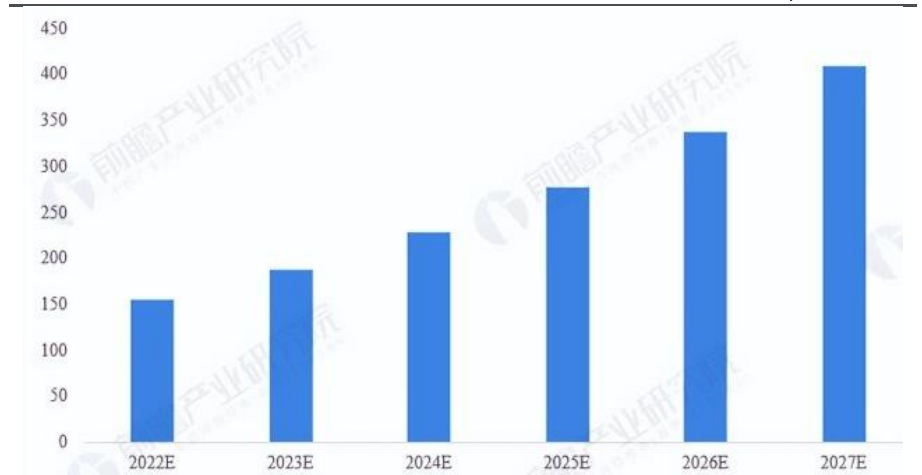
图16:中国智能水表消费量及渗透率（万个）



资料来源：前瞻产业研究院，甬兴证券研究所

根据前瞻产业研究院2021年的预测，2027年我国智能水表行业市场将达到409亿元，2022-27年复合增长率有望达到21%。

图17:2022-27年我国智能水表行业市场前景预测（2021年预测，亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，甬兴证券研究所

3. 核心看点

3.1. 行业领先，强者恒强

我国水表生产企业众多，但规模大多偏小，行业集中度较低且竞争充分，主要可分为4类：

表10:水表企业分类

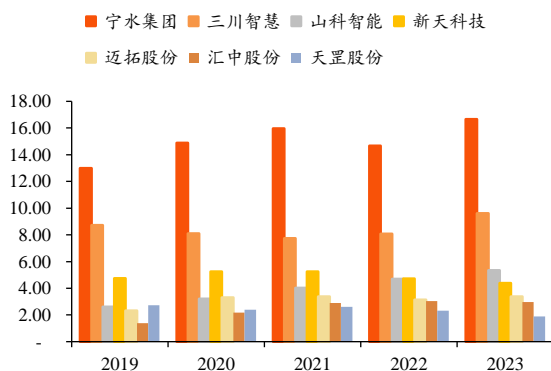
水表企业类别	特点
专业生产水表企业	以传统的机械水表起步，生产时间久，产品品种全。
跨行业进入的企业	原先以气表、电表领域或以生产电子电路、嵌入式系统、通信与软件等产品为主转型跨行业进入水表行业的企业，进入产业时间短，基本都集中在智能水表范围。
面向单一市场为主的水表生产企业	自主生产体系和相对垄断的市场，产品较为单一，研发能力较弱。
零部件配套企业	上游零部件企业向下游延伸做整机产品，厂家众多，规模较小。

资料来源：公司财报，甬兴证券研究所

近年来随着技术普及，能够生产智能水表的厂家逐步进入，原先以生产电子电路、嵌入式系统、通信与软件等产品的行业外企业，也利用自身独特优势，转型从事智能水表电子模块生产、软件产品开发、乃至智能水表整机及水务应用系统开发等业务，参与水表行业市场竞争。近年来虽因行业逐渐趋于饱和，新进入者显著减少，但随着技术发展，产品同质化竞争更加剧烈。然而，水表具有长周期业务属性，要制造具有长期稳定性和计量精准性的高质量产品仍有较高难度。随着市场上的产品逐渐得到验证，良品驱逐劣品，产品价格也逐渐趋于稳定。

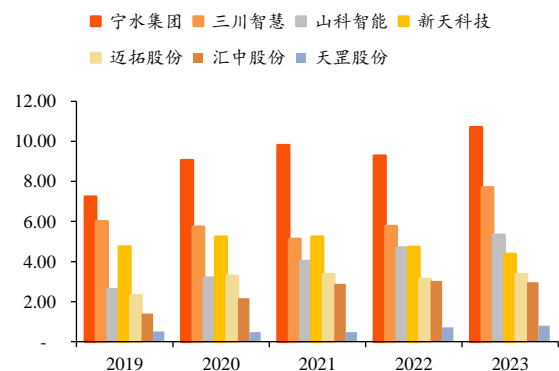
公司是国内较早从事且一直专注于水表行业的企业之一，是国内产品种类齐全的水表供应商之一。公司是国内主要的水表生产商、出口商之一，也是全球重要的水表生产商之一。以下图上市公司水表相关收入及智能水表相关收入进行对比，公司为国内领先的水表生产厂商。

图18:上市公司水表业务收入情况（亿元）



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图19:上市公司智能水表业务收入情况（亿元）



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

公司年度产销各类水表超千万台，产品覆盖全球 80 多个国家和地区，成为水表全球贸易竞争的主要参与者和国际水表标准制定的重要参与者。公司目前是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副主任委员、中国城镇供水排水协会常务理事单位。公司参与起草了行业“十二五”、“十三五”、“十四五”规划纲要，公司的阶段性发展对整个行业的进步都具有重要的引领和推动作用。

公司作为水表行业标准制定的重要参与者，曾负责起草或参与起草多项水表国家标准。

表11: 宁水集团及其子公司参与起草制定的行业标准

时间	标准名称
2019/8/26 起草	《超声水表用换能器》
2020/2/20 发布	《2020 年中国城镇供水排水协会团体标准制订计划》
2020/10/16 起草	《电子水表性能评价与试验技术规范》
2020/10/16 起草	《NB-IoT 水表》
2021/6/18 发布	《我国水表行业“十四五”发展规划纲要》
2022/11/1 实施	《用水单位水计量配备和管理通则》
2022/9/8 起草	《多参数水表通用技术要求》
2024/1/17 发布	《城镇供水管网全生命周期管理流程技术指南》

资料来源: iFind, 公司官网, 全国团体标准信息平台, 甬兴证券研究所

公司拥有长期积累的坚实的客户资源和完整的营销网络，公司的销售网点覆盖全国 31 个省市自治区直辖市，与国内 2300 多家水司及海外国际客户建立了长期稳定且紧密的战略合作关系。在海外，公司是国内行业首家获得欧盟 MID、美国 NSF、英国 UKCA 等国际权威认证的表具企业。在国内，“宁波牌”作为行业内的知名品牌，先后获得国家质量金、银奖、中国免检产品、中国名牌产品、中国驰名商标、浙江省出口名牌、浙江省老字号、金牌老字号、国家级制造业单项冠军等众多荣誉称号。

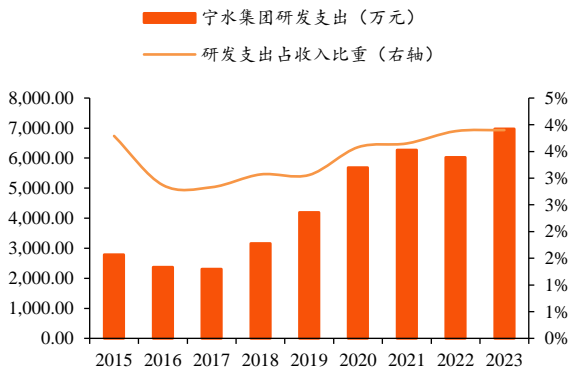
图20: 宁水集团荣获的多项奖项及证书



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

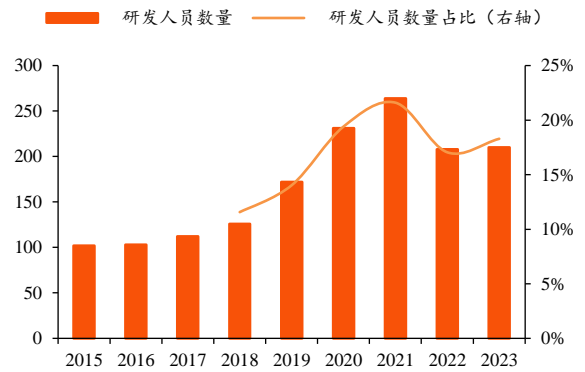
公司在研发方面积极投入。2023 年根据公司披露，其研发费用同比增长 16%，研发费用收入占比自 2020 年以来保持在 4% 左右。截止 2023 年，公司拥有技术研发人员 210 人，研发团队在表计、智慧水务领域软硬件研发方面积累了大量的行业经验，为公司技术持续保持创新与研发优势打下基础。此外，公司多年来积极引进国内外高素质人才、博士后研究人员，收购、成立、合作高技术企业，致力于研发未来 3 到 5 年的技术和产品。

图21:宁水集团研发支出



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图22:公司研发人员数量



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司建立了完善的研发和供产销业务体系，能够做到快速研发、高自动化生产和及时维护。除通用性产品外，公司能够满足客户个性化定制需求，是国内产品种类最齐全的水表供应商之一。随着公司新的研发大楼与生产中心落成，加速落地自动化产线的建设，进一步扩大了公司主要产品产能。2023年公司配备产能已达1400万台，智能表产能460万台，产线灵活化、柔性化，生产能力与经营效率迈上了新的台阶。

3.2. 积极发展智慧水务作为第二成长曲线

宁水集团凭借其在水计量行业深耕六十余年，尤其在渠道资源与技术能力上的深厚积累，将智慧水务打造成其第二成长曲线。

公司将城市供水管网的精细化运维管理作为核心业务，通过管网 DMA 分区计量和漏损控制、管道在线监测和预警、管道不停运带压检测、管道非开挖修复四个方面对供水管网核心问题进行全方位赋能。公司将传统的水表计量板块与智慧水务的新业务板块结合共同发展，进一步构筑自身核心竞争力，增强内生动力，为高质量发展奠定基础。

图23:宁水集团智慧水务业务



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

在智慧水务业务方面，宁水集团目前通过宁水科技、云润科技、江苏城网等子公司开展相关业务。其中，宁水科技专注于提供智慧水务整体解决方案，杭州云润专注于水务运营管理软件开发与应用（2023年其100%股权已全部划入宁水科技名下），江苏城网（公司持股60%）专注于地下管道的检测、监测和非开挖修复更新。目前，宁水集团水务业务仍处于业务开拓阶段，后续有望在持续布局业务开拓后实现盈利变现。

表12:宁水水务科技财务情况

	2021	2022	2023
净利润	-98	-411	-1,134
投资额	1,000	1,000	3,151
总资产	975	644	2,848

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

水务行业是重要的城市基本服务行业之一，是城市生产与发展的自然资源基础和经济资源基础。智慧水务通过数据采集、无线网络、水质水压等在线监测设备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

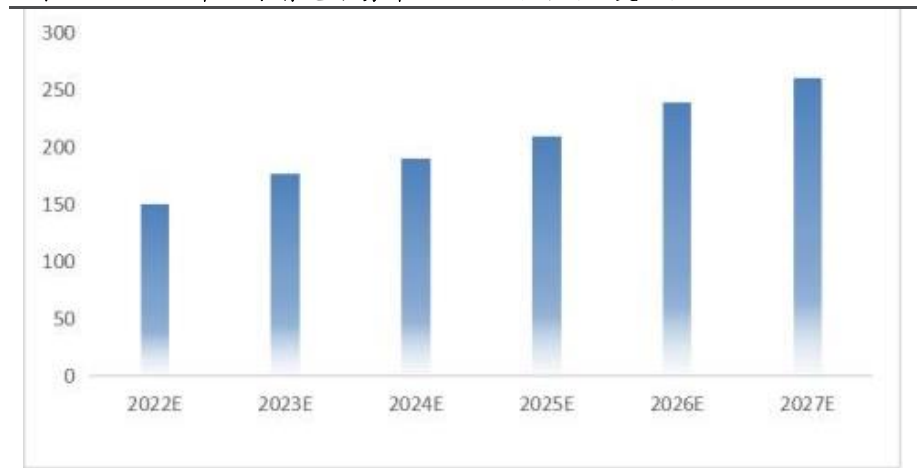
请务必阅读报告正文后各项声明

机整合水务管理部门与供排水设施，形成“城市水务物联网”，并可将海量水务信息进行及时分析与处理，做出相应的处理结果辅助决策建议，以更加精细和动态的方式管理水务系统的整个生产、管理和服务流程，从而实现“智慧化”。

近年来智慧水务逐渐成为水务行业发展的热点，从国家政策层面来看，政府对“智慧水务”建设予以大力支持，水利部先后印发了《关于大力推进智慧水利建设的指导意见》《“十四五”期间推进智慧水利建设实施方案》等多项指导意见，全面推进智慧水务建设。

根据前瞻产业研究院的统计及预测，2027 年全球智慧水务市场规模有望达到 260 亿美元，2022 至 2027 年复合增长率达到 10.1%。

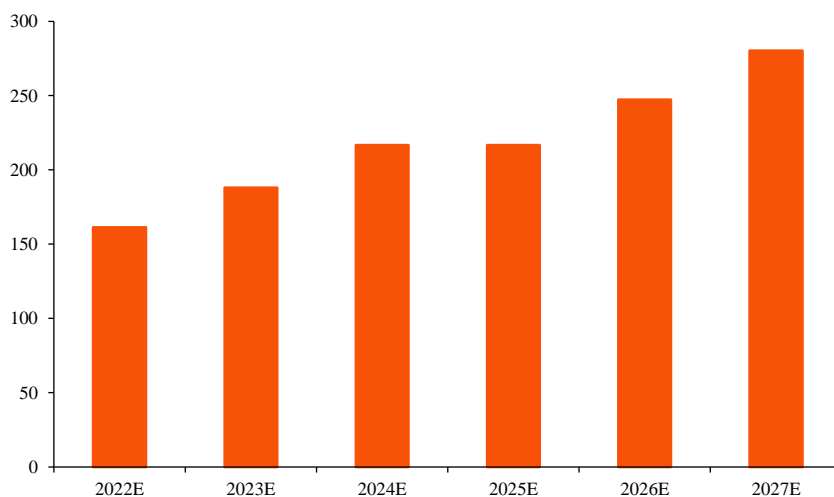
图24:2022-27 年全球智慧水务市场规模预测（亿美元）



资料来源：公司 2022 年年报，前瞻产业研究院，甬兴证券研究所

而伴随着中国城镇化进程加快以及物联网、智能传感、云计算等技术在智慧水务领域的应用层次逐步深化，中国智慧水务市场规模将进一步扩大。作为一种更为精细化、动态化、智能化的水务管理模式，智慧水务对加强资源整合与共享、实现节能减排意义重大，并已成为水务行业进入高质量发展阶段的重要抓手。随着水务投资规模的增加，智慧水务将迎来发展的黄金期。

图25:2022-27年中国智慧水务市场规模预测（亿元）



资料来源：公司2022年年报，中研网，甬兴证券研究所

3.3. 宏观经济触底回温，水表等民生产业受益

尽管房地产及制造业等宏观指数在 2024 上半年仍体现出相对低位的趋势，但随着专项债的加快发行，我们认为宏观经济或有望在下半年迎来触底回温。

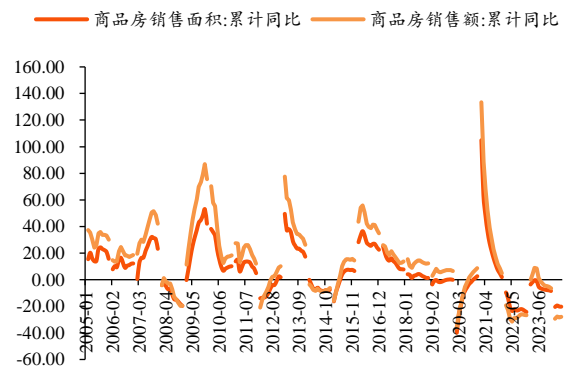
房地产发展整体还处于相对低位阶段。据国家统计局，房地产景气指数 2024 年上半年仍处于 100 以下的低位，相比 2023 年同期指数有所下滑。截止 2024 年 5 月，商品房销售面积及销售额的累计同比分别为 -20.3% 和 -27.9%，短期拐点未现。

图26: 国房景气指数



资料来源: iFind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

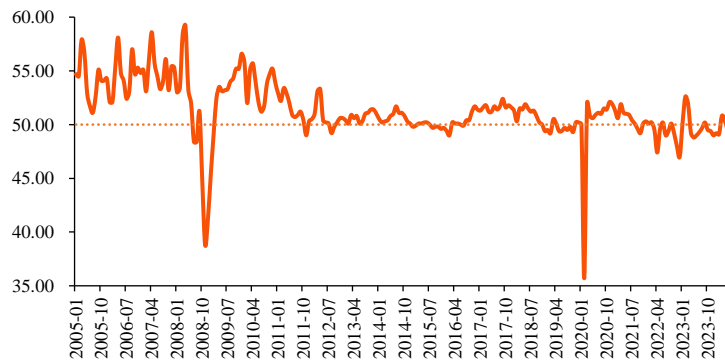
图27: 商品房销售面积及销售额累计同比 (%)



资料来源: iFind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

从制造业整体情况来看，需求仍处于相对偏弱的阶段。2023 年第二季度以来，制造业 PMI 指数总体呈临界点下沿震荡趋势，反映出生产需求整体偏缓。

图28: PMI 制造业指数 (%)

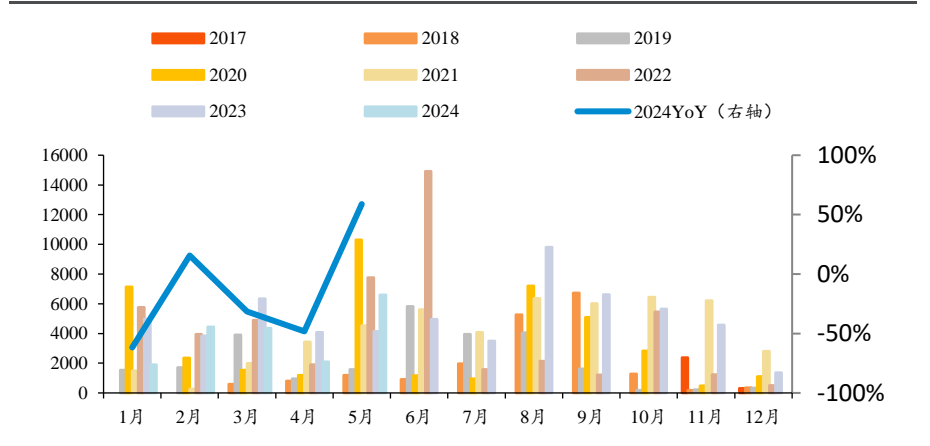


资料来源: iFind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

在上半年宏观经济整体持续承压背景下，2024 年 4 月 30 日召开的中央政治局会议指出，要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度。今年五月以来，专项债发行呈现明显的回稳趋势，财政部披露 5 月专项债发行合计 6600 亿元，同比增长 59%。而根

据新浪财经转引东方金诚统计的专项债数据，可比同口径下6月新增专项债同环比有所下降。但我们认为，随着政策的逐步发力，全年专项债等指标前低后高的趋势仍有望得到确立。

图29:专项债发行梳理（亿元）



资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

另一方面，水利相关的专项债发行规模和发行占比逐年扩大，对宁水集团的相关业务有望起到积极推动作用。自2018年全国首支地方政府水利专项债券发行以来，专项债券为加快水利基础设施建设、扩大水利有效投资提供了重要保障。从年度发行规模看，水利项目利用专项债券规模由2019年的255.9亿元增长至2023年的1968.9亿元，涨幅近7倍，占当年全国发行总规模的比例也从1.19%上升至5.10%。

表13:水利项目利用专项债券规模情况

项目	2020	2021	2022	2023
水利项目发行/亿元	1508.8	1337.6	2036.4	1968.9
全年实际发行/亿元	36,018.70	35,843.60	40,384	38,634
占比/%	4.19	3.73	5.04	5.1

资料来源: 中国知网, 甬兴证券研究所

2024年6月，水利部在宁波召开“加快市级水网建设现场推进会”，向全国各地介绍推广市级水网建设的“宁波做法”。根据“宁波发布”微信号，后续宁波将通过一系列举措持续深化现代化水网建设。宁水集团作为宁波全市乃至全国水测量仪器领先企业，有望在宁波现代化水网建设中持续发力并受益。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

关键假设：

- 1) 水表板块持续稳健发展：公司在 2021 年报中提及的预计国内水表整体需求量 2024-26 年增速分别为 15%、17%、14%，考虑到 2024 年整体上游需求较弱，且从历史表现来看智能表的销量增速整体要快于机械表销量增速，我们分别调低 2024 年智能表和机械表销量增速预期至 3%/2%。另外参考前述的行业增速预期以及 24 年低基数的影响，我们预期 2025、26 年智能表销量增速分别为 16%、15%。考虑到机械表产品形态成熟、市场需求稳定，我们预期 2025、26 年机械表销量增速稳定在 11%。在此测算基础上，我们预期智能表销量渗透率占比逐年提升至 39%、40%、41%。

水表单价方面，受竞争压力影响，近年来公司智能表单价持续承压，机械表在 21、22 年相对企稳后 23 年延续下滑趋势。根据宁水集团 2023 年年报提及，23 年 11 月中国计量协会水表工作委员会呼吁逐步改善行业竞争态势，在此提议下我们认为行业竞争态势有望逐步改善，产品单价及毛利率有望总体趋稳。由此，我们预测公司 2024-26 年智能表单价同比下降 1%、2%、1%，机械表单价总体稳定在每年同比下降 1%水平。

水表单位成本方面，成本下降趋势整体参考单价变化趋势，另外考虑到竞争格局虽然趋缓但仍存在，我们预期单位成本下降幅度低于单价下降幅度水平。由此，我们预测公司 2024-26 年智能表单位成本同比下降 0.5%、1%、0.6%，机械表单位成本下降 0.8%、0.9%、0.9%。

根据水表单价与单位成本的预测，由此我们预期公司 2024-26 年智能表毛利率分别为 31.5%、30.8%、30.5%，机械表毛利率分别为 24.6%、24.5%、24.5%。另外，考虑到智慧水务等业务的持续发展，我们预测公司水表配件等其他业务毛利率 2024-26 年每年同比提升 1pct，对应该分部毛利率分别为 21.4%、22.4%、23.4%。

表14: 宁水集团收入量价拆分预测

(百万元/百万台)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入拆分									
智能表	406	723	905	981	929	1,071	1,092	1,241	1,413
机械表	545	575	584	614	538	596	602	661	727
水表配件等其他业务	79	73	101	122	88	122	159	223	312
合计	1,029	1,371	1,590	1,717	1,555	1,789	1,853	2,125	2,452
收入同比增速									
智能表		78%	25%	8%	-5%	15%	2%	14%	14%
机械表		6%	2%	5%	-12%	11%	1%	10%	10%
水表配件等其他业务		-8%	39%	21%	-28%	39%	30%	40%	40%
合计		33%	16%	8%	-9%	15%	4%	15%	15%
水表销量									
智能表	1.73	2.97	3.65	4.11	3.97	4.83	4.98	5.78	6.64
机械表	7.39	7.46	8.21	8.29	6.81	7.75	7.90	8.77	9.74
销量同比									
智能表		72%	23%	13%	-3%	22%	3%	16%	15%
机械表		1%	10%	1%	-18%	14%	2%	11%	11%
智能表渗透率									
	19%	29%	31%	33%	37%	38%	39%	40%	41%
水表单价									
智能表	234	243	248	239	234	222	219	215	213
机械表	74	77	71	74	79	77	76	75	75
单价 YoY									
智能表		3.9%	2.0%	-3.7%	-2.0%	-5.3%	-1.0%	-2.0%	-1.0%
机械表		4.6%	-7.7%	4.1%	6.5%	-2.6%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
水表单位成本									
智能表	139	147	155	153	156	151	150	149	148
机械表	53	53	50	57	61	58	57	57	56
单位成本 YoY									
智能表		5.6%	5.6%	-1.2%	2.0%	-3.5%	-0.5%	-1.0%	-0.6%
机械表		0.7%	-6.0%	14.5%	7.1%	-5.5%	-0.8%	-0.9%	-0.9%
毛利率									

智能表	39.6%	37.5%	35.8%	33.1%	31.8%	31.5%	30.8%	30.5%
机械表	31.0%	29.8%	22.8%	22.4%	24.7%	24.6%	24.5%	24.5%
水表配件等其他业务	27.0%	32.9%	29.9%	14.3%	20.4%	21.4%	22.4%	23.4%
合计	35.3%	34.3%	30.7%	28.4%	28.7%	28.4%	28.0%	27.8%

资料来源: Wind, 公司2019-23 年年报, 甬兴证券研究所

- 2) 智慧水务等其他业务持续发展: 由于智慧水务等新兴业务目前体量尚小未单独分列, 我们预计公司水表配件等其他业务 2024-26 年收入同比增长 30%、40%、40%。

表15: 宁水集团收入拆分预测

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能表收入	981.09	928.82	1,070.95	1,092.05	1,241.44	1,413.38
YoY		-5%	15%	2%	14%	14%
机械表收入	614.40	537.86	595.89	601.73	661.24	726.64
YoY		-12%	11%	1%	10%	10%
水表配件及其他业务收入	121.80	88.28	122.36	159.07	222.70	311.77
YoY		-28%	39%	30%	40%	40%
收入合计	1,717.29	1,554.96	1,789.20	1,852.84	2,125.37	2,451.79
YoY		-9%	15%	4%	15%	15%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4.2. 估值

我们预计公司 2024-26 年收入分别为 18.5、21.2、24.5 亿元，同比增速 3.6%、14.7%、15.4%；归母净利润分别为 1.3、1.4、1.6 亿元，同比增速 1.5%、6.8%、12%。

表16:财务盈利预测

百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,789	1,853	2,125	2,452
营业收入 YoY	15.1%	3.6%	14.7%	15.4%
归母净利润	131	133	142	159
归母净利润 YoY	3.9%	1.5%	6.8%	12.0%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

我们选取 A 股上市公司水表企业新天科技、汇中股份、天罡股份等为可比公司，其 2024-25 年平均 PE 分别为 11.3/9.5 倍。宁水集团按照 7 月 26 日收盘价市值对应 PE 分别为 14/13 倍。考虑到宁水集团在水表行业的龙头领先地位以及在智慧水务方面的第二成长曲线的发展潜力，我们认为其相对于行业平均应有一定的估值溢价。

首次覆盖给予公司“增持”评级。

表17:可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润 YoY		PE		
			2023	2024E	2025E	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
300259.SZ	新天科技	28.78	2.14	2.57	2.92	20%	14%	13.44	11.20	9.86
300371.SZ	汇中股份	15.01	1.04	1.31	1.63	26%	25%	14.39	11.45	9.19
832651.BJ	天罡股份	7.89	0.62	0.70	0.83	13%	18%	12.71	11.23	9.50
平均								13.52	11.29	9.52
603700.SH	宁水集团	18.62	1.31	1.33	1.42	1%	7%	14.18	13.97	13.08

资料来源: Wind (更新至 2024/7/26, 可比公司参考 Wind 一致盈利预期), 甬兴证券研究所

5. 风险提示

需求下行风险:公司产品主要用于城市供水等市政相关,若市政投入下行,对公司业务下游需求或产生一定负面影响。

水表行业竞争进一步加剧风险:水表行业、特别是传统机械水表行业历经多年发展产品原理、功能、形态相对成熟,公司或持续面临行业内同质化竞争的负面影响。

海外发展受到阻碍风险:海外贸易政策等潜在壁垒或对公司海外业务发展产生一定的负面影响。

原材料价格风险:公司主要原材料包括金属表壳及电子元器件等,相关产品的价格波动火堆公司产品成本产生一定负面影响。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,674	1,582	1,784	2,036	2,304	经营活动现金流	84	185	188	147	160
货币资金	428	403	605	727	840	净利润	126	131	133	142	159
应收及预付	769	795	779	848	932	折旧摊销	28	40	30	30	30
存货	424	339	353	407	470	营运资金变动	-101	-12	-3	-61	-73
其他流动资产	53	46	47	54	62	其它	31	26	28	37	44
非流动资产	677	693	664	640	616	投资活动现金流	-86	-62	3	-3	-3
长期股权投资	69	67	66	66	66	资本支出	-238	-61	-4	-4	-4
固定资产	419	397	375	353	331	投资变动	147	1	2	0	0
在建工程	4	4	5	5	6	其他	5	-2	5	1	1
无形资产	45	45	45	46	46	筹资活动现金流	-115	-141	10	-22	-44
其他长期资产	140	179	173	171	168	银行借款	84	-81	70	50	40
资产总计	2,350	2,276	2,448	2,676	2,921	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	805	648	743	893	1,051	其他	-199	-60	-60	-72	-84
短期借款	86	5	75	125	165	现金净增加额	-114	-16	202	122	114
应付及预收	590	509	529	610	706	期初现金余额	525	411	395	597	718
其他流动负债	129	134	139	158	180	期末现金余额	411	395	597	718	832
非流动负债	13	19	23	23	23						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	13	19	23	23	23						
负债合计	818	667	766	917	1,074						
股本	203	203	203	203	203						
资本公积	498	498	498	498	498						
留存收益	858	930	1,004	1,082	1,169						
归属母公司股东权益	1,533	1,610	1,682	1,760	1,848						
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	-1						
负债和股东权益	2,350	2,276	2,448	2,676	2,921						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-9.5%	15.1%	3.6%	14.7%	15.4%
营业利润增长	-47.4%	5.4%	1.5%	7.0%	12.3%
归母净利润增长	-46.3%	3.9%	1.5%	6.8%	12.0%
获利能力					
毛利率	28.4%	28.7%	28.4%	28.0%	27.8%
净利率	8.1%	7.3%	7.2%	6.7%	6.5%
ROE	8.2%	8.2%	7.9%	8.1%	8.6%
ROIC	6.9%	7.9%	7.5%	7.6%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	34.8%	29.3%	31.3%	34.3%	36.8%
净负债比率	-22.2%	-24.3%	-31.1%	-33.8%	-36.2%
流动比率	2.08	2.44	2.40	2.28	2.19
速动比率	1.54	1.90	1.91	1.81	1.73
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.77	0.78	0.83	0.88
应收账款周转率	2.20	2.36	2.45	2.72	2.87
存货周转率	2.91	3.34	3.84	4.03	4.03
每股指标 (元)					
每股收益	0.63	0.66	0.66	0.70	0.78
每股经营现金流	0.41	0.91	0.92	0.72	0.79
每股净资产	7.54	7.92	8.28	8.66	9.09
估值比率					
P/E	20.87	21.62	13.97	13.08	11.68
P/B	1.74	1.80	1.11	1.06	1.01
EV/EBITDA	15.10	13.69	7.55	6.65	5.63

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,555	1,789	1,853	2,125	2,452
营业成本	1,114	1,276	1,327	1,531	1,770
营业税金及附加	9	14	15	17	19
销售费用	174	204	211	242	280
管理费用	76	94	97	111	128
研发费用	60	70	72	83	96
财务费用	-7	-2	-1	2	4
资产减值损失	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0	0
营业利润	136	143	146	156	175
营业外收支	6	3	3	3	3
利润总额	142	146	149	159	178
所得税	16	15	16	17	19
净利润	126	131	133	142	159
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	126	131	133	142	159
EBITDA	154	183	177	190	212
EPS (元)	0.63	0.66	0.66	0.70	0.78

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。