智能水表产业链全梳理　行业增速究竟如何?

今天我们研究的这个行业，虽然是一个较为传统的赛道，但这段时间由于其新产品和物联网场景紧紧联系，行业企业走势和业绩均在 2019 年均创新高。比如，龙头 A，其 2019 年收入增速为 33%，其从 2020 年初开始不断创下新高，从 18 元左右，上升至目前的 30 多元左右，已经翻倍。



图：宁水集团股价

来源：wind

另一家龙头 B，其 2019 年收入增速为 38%，其从 2020 年初的 4.4 元左右，上升至目前的 6 元左右。



图：新天科技股价

来源：wind

不过，另一家龙头 C，其 2019 年收入增速为 43.7%，其近期却一直接近横盘：



图：三川智慧股价

来源：wind

上面的龙头 A、B、C 三家龙头，分别为宁水集团、新天科技、三川智慧。

宁水集团，2020 年一季度收入、净利润增速分别为 0.47%，32.98%；新天科技，2020 年一季度收入、净利润增速分别为-25.53%、42.18%；三川智慧，2020 年一季度收入、净利润增速分别为-34.32%、-1.01%。

好，关于今天的主题——智能水表这条产业链，几个需要我们解决的问题是：

一是，智能水表这条产业链，未来的增长空间究竟有多大？

二是，这个行业的增速能够达到多少，制约其增长的主要因素是什么？

三是，表计领域和上游的通信模组对比，哪个赛道的回报和增长更好？

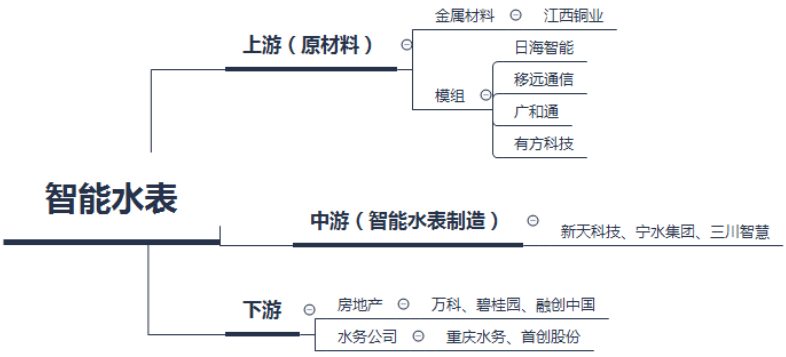
(壹)

智能水表这条产业链，从上游到下游，依次为：

上游，主要是原材料企业，包括金属材料、物联网模组等，主要公司有江西铜业（铜材）、日海智能、移远通信、广和通、有方科技等；

中游，主要是智能水表制造企业，包括新天科技、宁水集团、三川智慧等；

下游，主要是水务公司、房地产企业等，国内水务公司较为分散（3000 多家），上市的公司有重庆水务、首创股份等，主要的房地产公司包括万科、碧桂园、融创中国等。



图：智能水表产业链

来源：塔坚研究

（贰）

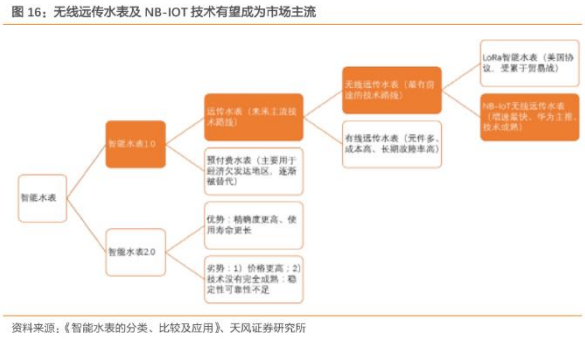
目前我们使用的水表，主要包括两类，一是机械水表，包括容积式水表、速度式水表两类，二是智能水表，原理是利用现代微电子、现代传感等技术来测算水量，并能用于传递数据和结算。

本篇行业报告，重点研究的就是**智能水表。**其一共包括两类，智能水表 1.0（一代）、智能水表 2.0（二代，也称为电子水表）。

一代智能水表，和普通机械水表相比，多了一个电子装置，用来采集和传输数据。二代智能水表相比一代，具有高精确度、长使用寿命等特点，但不够可靠和稳定，且价格更高（500-600 元/个，一代价格区间在每个 100-300 元左右），预计一代仍是未来智能水表的主流。

一代智能水表包括两类，远传和预付费水表，前者又可以进一步分为无线远传水表和有线远传水表。其中，无线远传水表为未来主流产品类型，包括 LoRa 智能水表、**NB-IoT 无线远传水表（国内主推类型）**。

NT-IoT（Narrow band of Internet of Things），即窄带物联网技术，是物联网连接技术的一个分支，具有覆盖广、连接数量多、速率低等特点，主要应用于远程抄表、智能停车等不强调传输速度的行业。



图：智能水表分类

来源：天风证券

确定了智能水表的分类，我们来看一下，水表市场空间究竟有多大。

水表的需求，可以分为三类，一是补充需求——本应安装水表，但因某些遗留原因未安装带来的存量缺口需求；二是更换需求——水表使用年限到期后带来的替换需求；三是新增需求——新建房屋带来的增量需求。

我们通过分别测算这三类需求，并加总得到水表的总市场空间。

1）补充需求：计算公式为*补充需求=存量需求-保有量*，其中*存量需求=人口/每户人数*，隐含假设为一户一表，该假设基于政府推进"一户一表"的改造政策（2013 年出台）。

2018 年国内城镇、乡村常住人口分别为 8.31 亿人、5.6 亿人；按照卫计委 2015 年有关统计，假设城镇、农村平均每户为 2.63 人、2.79 人，则可以算出存量需求为 5.12（8.31/2.63+5.6/2.79）亿个。而我国目前的水表保有量为 3.5 亿个，因此补充需求为 1.62 亿个。假设补充需求能够在三年内完成，**则每年的补充需求为 0.54 亿个。**

2）替换需求：计算公式为*替换需求=保有量/使用年限*，一般家庭用水表的使用年限为 6 年，因此**每年的替换需求为 0.58（3.5/6）亿个。**

3）新增需求：计算公式为*新增需求=房屋竣工面积/每户平均面积*，2019 年住宅竣工面积为 6.8 亿平方米，假定每户住宅面积为 90 平方米，**则每年水表新增需求为 0.076 亿个。**

因此，未来三年的水表总需求，大概在每年 1.2（0.54+0.58+0.076）亿个左右，2018 年水表产量为 1 亿个左右，和我们测算的市场空间相近。

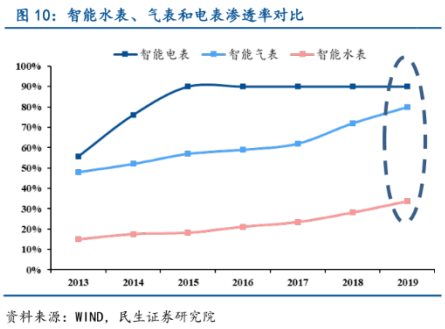
通过测算，我们可以发现，水表的市场空间其实并不大，原因有两点：

1）补充需求为一次性需求，一旦缺口补上，这部分需求就会消失。而根据我们的预测，这部分需求占总需求的比重将近 **45%**；

2）新增需求增速有限且占比较小，根据我们在中国建筑中的测算（具体测算方式见专业版报告库，此处不详述），截至 2028 年，每年住房需求的增速仅在 2%左右，可见随着城镇化率不断放缓，后期住房需求的增长空间较为有限。

综上，可以看出水表市场空间不大，且随着存量缺口的弥补，总需求还存在萎缩风险。长期逻辑虽然并不通畅，但对于水表行业来说，仍存在一个短期逻辑——智能表渗透率提升。

(叁)



图：智能水表、气表、电表渗透率对比

来源：民生证券

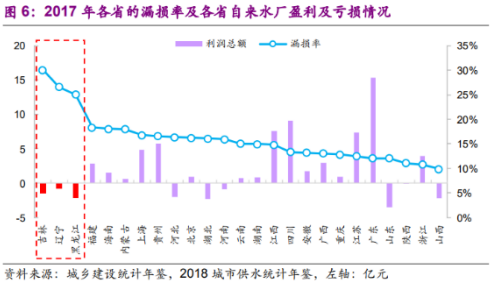
从上图可以看出，智能水表，相对于智能气表、智能电表来说，渗透率较低。2019 年智能水表渗透率在 30%左右，而智能电表、智能气表分别在 90%、80%左右。

这里需要我们判断的有两点：一是智能水表，究竟有没有渗透率提升的逻辑，二是阻碍渗透率提升的因素是什么。

先看问题一。

我们认为，智能水表渗透率提升的主驱动，是其有效降低了供水管网漏损率。

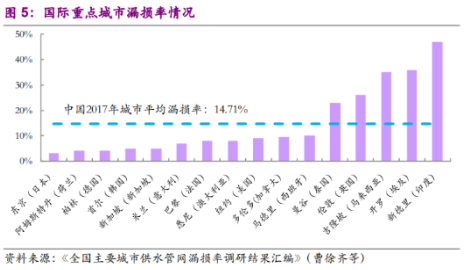
漏损率的含义是，由于管网漏损导致水资源流失，如果漏损率为 10%，那么每供应 100 吨水，就有 10 吨水流失。漏损率，会直接影响了水务公司的利润，漏损率越高，水务公司卖给终端客户的水量越少、浪费越多。



图：漏损率和自来水厂盈亏关系

来源：光大证券

降低漏损率是非常确定的趋势——根据发改委发布的《国家节水行动方案》，其要求在 2020 年将漏损率降至 10%以内；此外，国内漏损率和国外发达城市差异较大，国内 2017 年平均漏损率为 14.71%，远高于日本、柏林、首尔等城市（低于 5%）。



图：国际重点城市漏损率情况

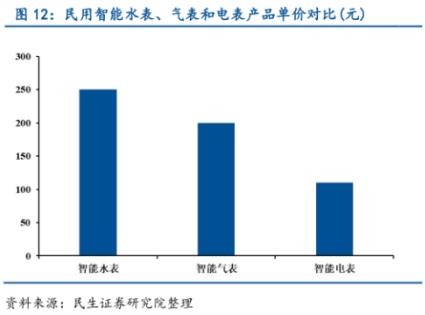
来源：光大证券

智能水表，通过提供高精度的数据，可以帮助水务公司快速判断管网漏损位置，比如在水管的不同节点（A 至 Z）上安装智能水表，假设供水 1 吨，水流先经过 A，A 点的智能水表显示 1 吨，意味着没有出现漏损，而经过 B 时，B 点水表数据显示 0.9 吨，那么，说明水管的 A-B 段存在漏损。机械水表存在较大计量误差，难以完成这项任务。

此外，智能水表不需要人工抄录水表数据——人工抄表面临用工成本上涨、抄录耗时长、抄录数据错误的问题，智能水表因为减少人工操作，避免了上述问题。

综上，在国内水资源紧张的当下，降低漏损率是不变的趋势，而智能水表能够有效解决这一问题，这成为其渗透率提升的主要逻辑。那么，为什么智能表的渗透率没有在短期内快速提升至和燃气表一样的高位呢？是否还存在阻碍智能水表渗透率提升的因素？

(肆)



图：智能水表、气表、电表单价对比

来源：民生证券

答案是：成本。

从上图可以看出，智能水表的单价（250 元/个），要高于智能气表（200 元/个）、智能电表（100 元/个）。并且，由于水表下游非常分散（全国共有 3000 多家供水企业）、水价受政府管制，供水公司对水表价格比较敏感，较高的单价制约了它们对智能水表的需求。

此外，考虑赛道的核心壁垒在于渠道（智能表技术壁垒不高、且产品同质化较为严重），客户分散也限制了渠道的扩展，影响其渗透率。

而电表、气表的下游分别为电网和燃气企业，集中度比较高——电网被国家电网、南方电网占据，燃气 CR5 接近 40%。相对水务企业来说，它们对价格较不敏感，更容易接受智能化产品。

智能水表，相比传统机械水表，增量成本包括两块，一是新增的电子装置带来的增量成本，二是比如更换电池带来的维护成本，智能水表需接入电网或者安电池，从而确保数据可以稳定传输。

因此，降成本，也是渗透率提升的一个重要变量，在目前主推的智能水表——**NB-IoT 水表**中，存在下降空间。

NB-IoT 水表中增加的主要电子装置是**通信模组**，根据民生证券调研的结果，模组价格在不断下降，2017 年模组价格在 60 元至 70 元左右，而 2019 年已经达到 20 元至 30 元左右的水平，降幅超过 50%。此外，NB-IoT 水表的电池寿命可以达到 7-10 年，远超过水表的使用年限，也就是说，更换电池的成本可以避免。

综上，可以判断，后期智能电表的成本会不断下降，这里我们参考智能气表的渗透率提升幅度（6 年上升 30%）、上文测算的市场规模，来判断智能水表的增速。

乐观情景下假设，成本下降较快带动下游需求快速释放，智能水表渗透率 5 年上升 30%；保守情景下假设受渠道铺展速度较慢（下游分散）影响，智能水表渗透率 10 年上升 30%。

根据上文测算，2020-2022 年水表的总市场空间为 1.2 亿个，而 2023 年开始，由于补充需求消失，预计市场空间会出现萎缩。

2019 年，国内智能水表产量在 0.32 亿个左右，智能水表渗透率在 30%左右。根据渗透率、产量假设，保守、乐观情景下的智能水表的产量增速如下：

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
保守	23.36%	9.09%	8.33%	-40.77%	7.14%	6.67%	6.25%	5.88%	5.56%	5.26%
乐观	34.58%	16.67%	14.29%	-38.13%	11.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

图：增速测算

来源：塔坚研究

综上，可以发现，短期（2020 年-2022 年）在渗透率提升驱动下，智能水表赛道存在一波增长，增速在 10%-30%左右，但之后，增速仅能维持在 0%-5%左右。

由于智能水表的需求主要是存量需求（替换和补充），该行业缺少高频数据进行跟踪，因此在本篇报告中，我们重点来看产业链回报情况。接下来的分析从两个角度展开，一是水表企业与其上游模组企业对比，二是不同水表企业对比。

先来看水表企业与模组情况对比。

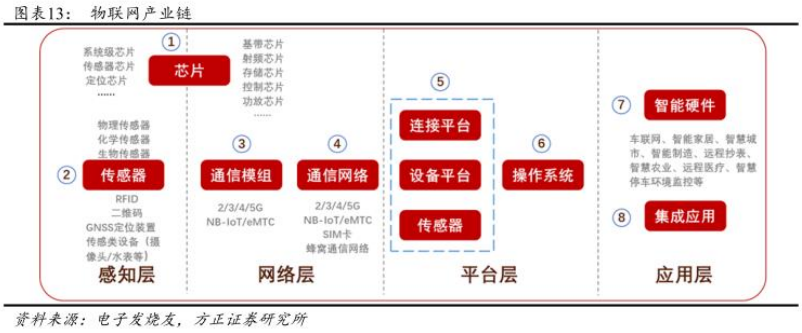
（伍）

产业链	分类	2019年	营业收入增速(%)	归母净利润增速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	总市值	ROA(%)	ROIC(%)	ROE(%)	2020E收入增速(%)	2021E收入增速(%)	一致预测营业收入2年复合增长率(%)	PE	PB	大股东质押率(%)
上游	金属材料	江西铜业	11.64	0.77	3.82	0.91	462.27	1.83	2.53	4.81	0.55	5.31	2.90	25.60	0.99	——
	模组	日海智能	4.97	8.98	20.00	1.48	69.45	0.99	2.08	3.78	48.48	22.01	34.59	132.69	3.34	14.73
		移远通信	52.87	-18.00	21.15	3.58	206.54	7.01	9.03	12.49	39.16	38.24	38.70	157.62	12.47	——
		广和通	53.32	95.95	26.67	8.88	142.49	11.13	15.94	19.42	45.48	35.59	40.45	75.04	10.15	29.40
		有方科技	40.39	25.44	24.99	6.98	49.36	6.29	7.61	11.62	56.67	38.30	47.20	161.99	5.22	——
中游	智能水表制造	新天科技	38.07	83.31	49.14	23.94	67.48	10.74	13.22	13.28	35.71	28.20	31.90	24.59	3.11	0.00
		宁水集团	33.21	54.72	35.31	15.49	59.96	16.82	24.08	24.19	28.75	25.65	27.19	29.25	5.05	——
		三川智慧	43.70	95.65	37.58	20.27	50.13	9.81	11.37	11.37	16.89	17.46	17.17	26.86	2.87	0.00
下游	房地产	万科	23.59	15.10	36.25	14.99	3011.32	3.38	7.17	22.61	19.96	18.41	19.18	8.37	1.73	——
		碧桂园	28.18	14.25	26.06	12.60	1928.40	2.24	2.69	28.95	18.59	19.33	18.96	4.72	1.25	——
		融创中国	35.73	57.11	24.46	16.63	1409.51	3.10	3.53	37.21	38.27	26.21	32.10	5.20	1.66	——
	水务公司	重庆水务	9.04	17.14	42.02	29.55	243.36	7.99	10.42	11.37	6.81	6.97	6.89	15.17	1.58	——
		首创股份	19.69	33.22	29.62	7.32	173.97	1.47	1.87	4.93	8.94	13.81	11.35	17.82	1.50	——

图：产业链情况

来源：塔坚研究

模组（通信模组），在物联网产业链中起到传输用户数据的作用，每一个物联网终端（比如我们研究的水表），都要至少安装一个模组，用于采集数据，因此，从产业关系来看，上游模组厂商的平台属性更加明显。



图：物联网产业链

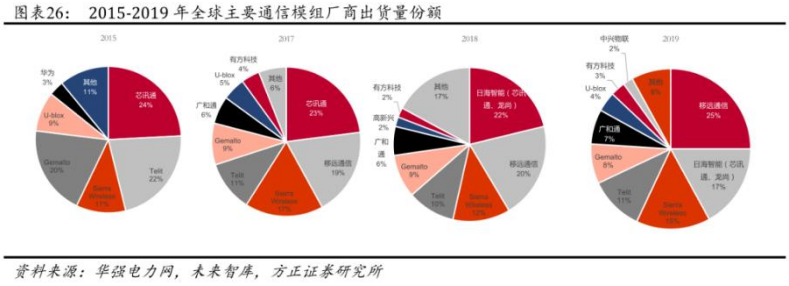
来源：方正证券

相比芯片来说（主要厂商是华为、高通），模组的技术壁垒并不高，它就是将芯片、存储器等部件整合在一起。但模组企业需要按照不同下游需求，整合出不同类型的模组，比如车载前装类模组要满足汽车赛道的标准。

目前国内的模组企业较多，但比较大的有——**移远通信、日海智能、广和通、有方科技、中兴物联**（2017 年被高新兴收购）等。

注意，通信模组的应用场景很广，不仅仅智能水表，还包括智能家居领域。因而，与其说本报告是一篇关于智能水表产业链的报告，倒不如说研究的是"大智能家居"的一部分，或者说，从智能表计细分场景出发的"物联网"研究报告。

整体来看，从长远增长角度来看，在物联网领域，通信模组领域的长期增长逻辑和研究价值，要强于智能水表、智能家居这些终端应用领域。



图：主要模组企业出货量份额

来源：方正证券

（陆）

通过下图可以发现，整体来看，水表企业的回报要高于模组企业，模组企业中广和通回报较高、水表企业中宁水集团回报较高。根据方正证券分析，广和通毛利率较高主要是其生产的 PC 端模组毛利较高（其年报并未拆分不同模组类型毛利率，这里只能根据券商信息进行简单判断）。

	ROA(%)	ROE(%)	ROIC(%)	ROIC（剔除现金）(%)
日海智能	0.99	3.78	2.08	5.94
移远通信	7.01	12.49	9.03	15.79
广和通	11.13	19.42	15.94	38.54
有方科技	6.29	11.62	7.61	10.71
新天科技	10.74	13.28	13.22	34.22
宁水集团	16.82	24.19	24.08	57.83
三川智慧	9.81	11.37	11.37	25.64

图：模组及水表企业回报情况（单位：%）

来源：塔坚研究

	2015-2019复合增速	2017-2019复合增速	一致预测未来两年复合增速
日海智能	12.77	24.57	34.59
移远通信	92.11	57.69	38.70
广和通	55.67	84.38	40.41
有方科技	51.82	25.20	47.20
新天科技	32.73	25.91	31.90
宁水集团	16.88	29.77	27.19
三川智慧	11.15	27.20	17.17

图：模组及水表企业增速情况（单位：%）　来源：塔坚研究

水表企业回报较高，主要原因是其毛利率较高，而模组企业的毛利率水平较低。这个和竞争格局较为相关，模组的上游为华为、高通等芯片企业，话语权较强，且模组产品处于导入终端下游的阶段，还未完全形成规模化生产，导致毛利率较低。

	总营业收入	净利润	经营活动产生的现金流量净额	销售毛利率(%)	销售净利率(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	财务费用率(%)	有效税率(%)
日海智能	46.40	0.69	-4.94	20.00	1.48	5.53	5.33	2.89	4.11
移远通信	41.30	1.48	-1.44	21.15	3.58	4.89	3.09	0.66	-1.82
广和通	19.15	1.70	2.23	26.67	8.88	4.52	2.42	-0.03	6.79
有方科技	7.82	0.55	-0.02	24.99	6.98	3.21	5.30	1.17	8.83
新天科技	11.81	2.83	2.46	49.14	23.94	17.30	5.04	-0.24	13.23
宁水集团	13.71	2.12	1.40	35.31	15.49	12.53	3.90	-0.19	13.77
三川智慧	9.88	2.00	0.16	37.58	20.27	10.09	4.74	-0.25	11.63

图：模组及水表企业经营数据

来源：塔坚研究

而从资产周转上来看，移远通信等模组企业的周转率要高于宁水等水表企业，主要原因是水表的安装、调试、验收周期都比较长，导致其周转速度较慢。

	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	固定资产周转率	销售毛利率(%)	销售净利率(%)
日海智能	0.67	1.43	2.74	15.13	20.00	1.48
移远通信	1.96	5.34	11.41	36.32	21.15	3.58
广和通	1.25	9.97	3.65	69.08	26.67	8.88
有方科技	0.90	3.80	2.12	144.35	24.99	6.98
新天科技	0.45	2.40	2.83	3.74	49.14	23.94
宁水集团	1.09	3.57	4.47	15.97	35.31	15.49
三川智慧	0.48	2.96	2.39	3.77	37.58	20.27

图：模组及水表企业周转率

来源：塔坚研究

综上，可以看出，如果进行纵向对比，目前水表企业的回报要好于上游模组企业，因为其盈利能力更强。

但是，模组厂商的回报虽然较低，但普遍增长更快、长期增长逻辑更强。模组公司一致预测两年复合增速的中位数为 39.58%，而水表公司的一致预测两年复合增速的中位数为 27.19%。

水表公司的增长问题在于，一旦智能水表渗透率到顶，后续的增长空间非常有限，但模组厂开辟新场景的概率相对较大。那么，如果进行横向对比，水表企业中哪一家企业相对优势更明显呢?

(柒)

我们将三家公司的回报拆解，挨个来看，可以发现，宁水集团的总资产周转较快，新天科技的净利率较高，三川智慧则整体处于中间位置。考虑三川回报较低、以及下面在以单个公司为对象进行分析时，同样会涉及和其他两家的对比，这里重点来看宁水和新天两家公司。

	总资产周转率	销售净利率	权益乘数	净资产收益率ROE(平均)
宁水集团	1.09	15.49	1.36	24.19
三川智慧	0.48	20.27	1.17	11.37
新天科技	0.45	23.94	1.24	13.28

图：ROE 拆解

来源：塔坚研究

先来看宁水集团。宁水集团的总资产周转率明显高于其余两家公司，我们将总资产周转率进一步拆分成存货、固定资产以及应收账款。

	存货周转率 [报告期] 2019年报 [单位] 次	应收账款周转率 [报告期] 2019年报 [单位] 次	营运资本周转率 [报告期] 2019年报 [单位] 次	固定资产周转率 [报告期] 2019年报 [单位] 次
宁水集团	3.5684	5.0073	1.8519	15.9721
三川智慧	2.9632	2.4264	0.9335	3.7679
新天科技	2.3962	2.8922	0.8181	3.7388

图：周转率对比

来源：塔坚研究

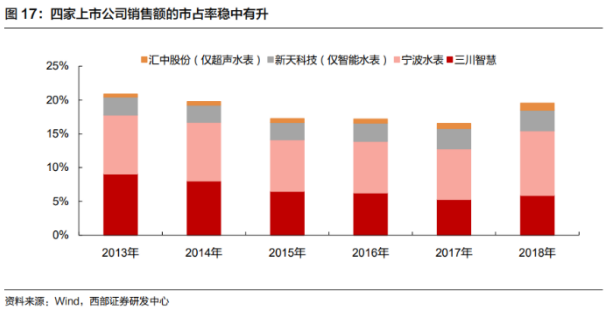
从上图可以看出，宁水集团的各项周转率都高于其余企业，固定资产周转率尤其明显。通过观察固定资产的细分项，可以确定差异主要由固定资产下的房屋及建筑物导致——宁水集团的房屋及建筑物账面净额仅为 0.46 亿元，而新天科技、三川智慧分别为 2.48 亿元、1.66 亿元。

差异主要由两个原因导致，一是宁水集团将部分零部件、组件委托外协厂进行加工，二是其通过租赁方式获取房屋。

这种差距，预计后期大概率会缩小，主要原因是宁水集团 2019 年上市时，将超过 50%的募投资金，用于建设“年产 405 万台智能水表扩产项目”（建设期 2 年）。根据其募投计划，厂房及设备等费用为 2.86 亿元左右，预计项目建成后，会大幅增加固定资产比重。

宁水集团的应收账款周转率要高于其余两家公司，主要原因是其 3 年以上应收账款较少，而新天科技、三川智慧账龄较长的应收账款较多。

差异原因一与其行业地位有关，宁水为行业龙头，市占率高于其余两家企业，龙头地位增强其话语权；二是和其经营模式有关，其余两家企业以直销为主，而宁水经销占比较高，以 2017 年为例，其经销销售收入为 3.9 亿元，占当年营业收入的比重在 48%左右。相比直接对接国企性质的水务企业，其对经销商的话语权会更强。



图：水表行业市占率

来源：西部证券

总的来看，预计后期宁水的总资产周转率，能够大概率不会下降（募投资金已经到位，对总资产周转率的影响已经在 2019 年底显现，后期项目建设不再影响总资产周转率）。

（捌）

接下来，我们再来看新天科技。

新天科技的净利率分别高出三川智慧、宁水集团 3 个、8 个百分点左右。而净利率较高，主要原因是其毛利率要大幅高于宁水集团和三川智慧。

	销售毛利率 [报告期] 2015年报 [单位] %	销售毛利率 [报告期] 2016年报 [单位] %	销售毛利率 [报告期] 2017年报 [单位] %	销售毛利率 [报告期] 2018年报 [单位] %	销售毛利率 [报告期] 2019年报 [单位] %
宁水集团	30.7125	33.4223	34.9092	33.1513	35.3149
新天科技	41.1767	43.6886	49.2936	49.867	49.1366
三川智慧	34.8687	38.5344	34.5662	33.9134	37.58

图：毛利率对比

来源：塔坚研究

新天科技的毛利率较高，和其收入结构有关：

1) 新天科技生产的全部为智能表计，而宁水、三川除了生产智能水表，还生产机械水表。宁水、三川的机械水表毛利率分别为 31%、25%。如果仅对比智能水表，宁水、三川、新天的毛利率分别在 40%左右、43%、44%左右。可以看出如果仅对比智能表，三者的毛利率差异较小；

2) 新天的工商业智能流量计系统业务毛利率非常高——该系统主要应用于大用户（水利水务、石油化工、钢铁冶金）的用水结算和监控、分区计量、管网水量监测、区域漏控、水利计量等，2019 年该部分业务毛利率为 69.61%，占新天全部毛利的比重接近 30%。由于宁水、三川仅以“智能水表”披露全部相关业务，我们不确定其是否也存在类似业务。

因此，新天的毛利率高不存在异常，考虑后期智能水表渗透率不断提高，预计宁水、三川的毛利率（净利率）会不断向新天靠拢。

另外，还有一点需要注意，新天的增长比宁水、三川更确定一些，原因还是在业务结构上。随着智能表渗透率提升，宁水、三川的机械水表业务预计会出现萎缩，抵消部分智能表渗透率提升带来的增量，而新天由于业务不涉及机械表，因此能充分受益。

综合来看，宁水集团的回报更好（宁水集团后期净利率是上升的，杠杆是稳定的，那么，其 ROE 大概率还会有所上行），而新天的增长相对好一些。

(玖)

接下来，再来看看智能水表行业，上下游代表企业的增长情况。

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
日海智能	31.61	47.87	44.41	8.01	16.81	18.14	-5.66	10.45	47.84	4.97
移远通信					11.10	70.11	88.90	189.95	62.66	52.87
广和通				5.07	137.79	11.62	5.58	63.58	121.75	53.32
有方科技					8.38	23.44	122.82	52.11	11.66	40.39
新天科技	49.28	41.02	23.59	12.38	16.11	0.04	32.97	47.23	14.82	38.07
宁水集团					16.78	-7.98	12.45	-1.46	26.42	33.21
三川智慧	22.42	21.60	32.19	10.32	3.21	-7.29	7.43	-12.19	12.59	43.70

图：模组与水表企业十年收入同比增速

来源：塔坚研究

这里重点来看智能水表和其上游模组的增长情况：

1）上游模组——收入增速普遍较高，主要是受益于 2G/3G 不断被 NB-IoT、4G/5G 替代，在该替代需求驱动下，通信模组产品大幅放量，比如**广和通、移远通信** 2019 年增速均超过 50%，同时这四家模组公司预期增速（两年复合增速，见前文产业链图表）也同样较高，在 35%-78%之间；

从几家企业的业务来看：

移远通信，国内龙头的蜂窝通信模块公司，主要业务涉及领域较广，覆盖 2G 到 5G 所有模组产品，应用场景包括移动支付、车联网、智慧能源、智能安防、消费电子等。

广和通，主要业务为生产智能 POS 机模组、笔记本电脑模组（具体收入占比无法确定），其目前准备进入车联网市场；

有方科技，主要覆盖智慧能源和车联网；

日海智能，其模组业务主要是 2017 年并购芯讯通等企业获得，根据券商披露，其业务范围和移远通信重叠。

这个领域的增长主要看两个方面，一是规模，规模越大，模组单价越低，产品渗透越快，二是产品覆盖范围，产品覆盖范围越广，持续增长的可能才越大（因为车联网、智能表的增长均为渗透率提升逻辑，一旦渗透率到顶，增长也就结束）。对通信模组领域几家龙头公司，后续我们还会做详细对比分析。

2）智能水表——增速同样较高（但略低于模组），在 33%-43%之间，预期增速（两年复合增速，见前文产业链图表）在 17%-32%之间（三川智慧较低），收入的主要驱动均为智能水表尤其是 NB-IoT 物联网水表的渗透率提升；

3）具体公司——新天科技的历史增速整体看要高于宁水集团和三川智慧，主要原因是新天科技除水表业务外，还有燃气表业务，2019 年之前其收入增速主要由燃气表贡献。

接下来，我们再来对比一下单季度收入的增长情况：

	2017一季	2017二季	2017三季	2017四季	2018一季	2018二季	2018三季	2018四季	2019一季	2019二季	2019三季	2019四季	2020一季
日海智能	-16.81	4.81	11.28	27.89	45.20	103.32	8.28	46.71	136.45	-22.41	23.75	-30.05	-52.50
移远通信	——	——	——	——	——	——	——	——	——	——	40.20	51.86	39.25
广和通	27.45	48.52	67.37	86.56	152.48	243.03	140.92	54.44	94.12	36.52	43.89	52.84	25.57
有方科技	——	——	——	——	——	——	——	——	——	——	——	17.84	-28.71
新天科技	20.98	18.81	94.15	45.87	24.64	44.59	-3.38	12.27	39.04	35.21	37.13	40.12	-25.53
宁水集团	——	——	——	——	9.59	24.04	40.35	28.69	24.05	29.32	24.96	49.79	0.47
三川智慧	-16.20	-17.55	-7.68	-8.52	12.41	20.20	17.30	2.91	2.64	16.66	30.70	110.82	-34.32

图：季度收入对比

来源：塔坚研究

从单季度收入增速情况来看，除 2020 年一季度受公共卫生事件影响，模组和水表公司的收入增速下降较多外，剩余时点模组公司收入增速维持较高水平，但波动也较大，而水表企业收入主要从 2018 年二季度开始放量。

研究完以上信息，我们来总结一下这条产业链的基本面：

1、天花板：长期来看，智能水表行业的需求空间不大，短期存量缺口弥补完成后，预计需求会出现较大程度的萎缩；

2、回报情况：整体看智能水表企业的回报要好于其上游模组企业，细拆看，智能水表企业中，宁水集团目前回报较高，新天次之。

3、增长情况：根据我们的测算，短期在水表渗透率提升驱动下，智能水表赛道存在一波增长，增速在 10%-30%左右，但之后，增速仅在 0%-5%左右。

4、估值情况：智能水表的 PE 在 25 倍-30 倍之间，其中宁水集团、新天科技分别为 29 倍、25 倍，而上游模组的 PE 在 75 倍-160 倍之间，可以发现上游模组的估值要显著高于智能水表。

5、整体来看，在这条产业链上，虽然水表这个节点的回报较高，但增长时间、渗透率提升的时间周期较短，而上游通信模组领域，由于应用范围广，因而长期增长更为确定。所以综合来看，**通信模组**才是这条产业链的核心赛道。

（拾）

整体研究完后，从风险角度，我们来对比一下模组和智能水表企业：

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。