

中航证券研究所

分析师: 邹润芳

证券执业证书号: S0640521040001

研究助理: 朱祖跃

证券执业证书号: S0640121070054

分析师: 孙玉浩

证券执业证书号: S0640522030001

研究助理: 唐保威

证券执业证书号: S0640121040023

科威尔 (688551.SH) 点评报告: 业绩符合预期, 燃电&IGBT 业务有望爆发

行业分类: 电子元件及设备

2022 年 4 月 17 日

投资要点

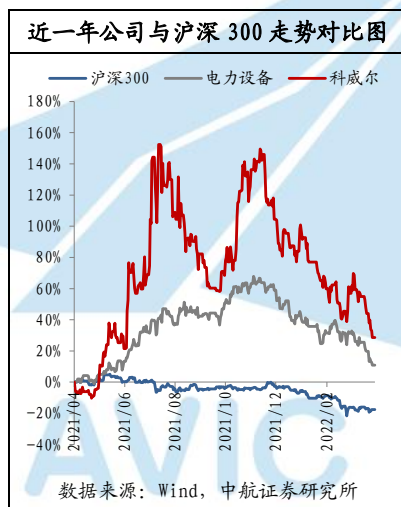
- **全年业绩符合预期, 功率半导体收入快速提升。**受益于新能源等行业测试装备需求旺盛及公司产线拓展, 2021 年公司实现营业收入 2.48 亿元, 同比+52.34%; 归母净利润 0.57 亿元, 同比+5.33%, 基本符合我们预期。分业务来看, 测试电源收入 1.70 亿元, 同比+48.53%; 燃料电源测试装备收入 0.60 亿元, 同比+41.08%; 功率半导体测试及智能制造装备收入 0.16 亿元, 同比+321.415%。考虑到燃料电池、功率半导体下游需求爆发, 同时公司在相关领域加大布局力度, 我们预计未来公司在这两个领域的收入比重将会持续提升。
- **研发投入大幅增长导致盈利能力有所下滑。**2021 年, 公司毛利率为 51.43%, 同比降低 8.62pcts, 主要系市场竞争加剧、原材料价格上涨等因素影响; 其中测试电源毛利率 52.31%, 同比降低 9.39pcts, 燃料电池测试装备 52.69%, 同比降低 2.4pcts, 功率半导体测试及智能制造装备 36.56%, 同比降低 25.54pcts; 净利率 22.93%, 同比降低 10.33pcts。期间费用率 38.32%, 同比提升 4.08pcts; 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.37/10.30/-1.31/18.96%, 分别同比 -0.78/-1.85/-0.65/7.36pcts, 研发费用率大幅提升主要系公司为丰富产品线布局及提升市场竞争力持续加大研发投入, 截至 2021 年底, 公司研发人员 224 人, 同比增长 133.33%。
- **一横一纵, 看好科威尔发展为综合性测试装备公司。**公司在电源产品线序列横向延伸, 持续拓展新领域; 在燃料电池和功率半导体产品线序列纵向深入, 通过内部孵化和对外投资提升收入量级。1) 燃料电池测试: 公司自 2016 年底开始切入氢能测试领域, 逐渐具备从微观到系统到产线的全栈测试能力, 且已实现从“用氢”到“制氢”测试设备的全面布局, 未来有望充分受益氢能产业快速发展。2) 功率半导体测试: 报告期内, 公司在陆续完成中车时代电气 3 条产线中测试环节设备产品的交付后实现平稳运行, 并再次接到中车时代电气追加的测试设备订单, 持续巩固公司在功率模块测试领域的国产替代地位; 除中车时代电气外, 公司也积极与其他行业头部客户进行沟通交流, 开展送样、商务洽谈等工作。同时, 公司通过收购汉先科技 71.65% 的股权加码 IGBT 模块封装测试整线设备, 并储备 SIC 器件测试台、模块真实场景测试系统等深化产业链布局。

投资建议

- 预计公司 2022-24 年实现营收 3.69 亿元/5.29 亿元/7.15 亿元, 净利润 0.76 亿元/1.24 亿元/1.69 亿元, 当前股价对应市盈率为 40X/24X/18X, 维持“买入”评级。

公司投资评级	买入
当前股价	38.10
沪深 300	4188.75
总股本 (亿)	0.80
流通 A 股 (亿)	0.30
市值 (亿元)	30.48
PE (TTM)	53.55
PB (LF)	3.15

数据来源: WIND, 表格截止到 2021 年 4 月 17 日



股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

风险提示

- 光伏发电和新能源汽车下游需求不及预期、新产品开发进度不及预期、市场竞争加剧导致毛利率下滑等。

盈利预测摘要

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	162.48	247.52	368.59	529.48	715.00
同比	-4.11%	52.34%	48.91%	43.65%	35.04%
归母净利润(百万)	54.03	56.92	75.74	124.37	169.15
同比	-12.32%	5.33%	33.08%	64.20%	36.01%
EPS(元/股)	0.68	0.71	0.95	1.55	2.11
毛利率	60.05%	51.43%	50.08%	51.45%	51.58%
市盈率		53.55	40.24	24.51	18.02



财务预测摘要 (单位: 百万元)

利润表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	162.48	247.52	368.59	529.48	715.00
减: 营业成本	64.91	120.22	184.00	257.06	346.19
税金及附加	2.27	2.59	3.69	5.29	7.15
主营业务利润	95.29	124.71	180.90	267.13	361.66
减: 销售费用	18.11	25.68	35.02	47.65	64.35
管理费用	19.75	25.49	33.17	47.65	64.35
研发费用	18.84	46.94	47.92	63.54	78.65
财务费用	-1.08	-3.25	-1.19	-1.41	-1.73
经营性利润	39.67	29.85	65.99	109.69	156.04
加: 资产减值损失	-0.77	-0.61	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-0.88	-5.64	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.87	19.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.51	-0.57	3.00	14.00	18.00
资产处置收益	0.00	0.91	0.00	0.00	0.00
其他收益	10.54	11.11	11.50	12.00	12.50
营业利润	54.93	54.55	80.49	135.69	186.54
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	6.68	5.92	6.00	6.50	7.00
减: 营业外支出	0.12	0.51	0.50	1.00	1.50
利润总额	61.50	59.95	85.99	141.19	192.04
减: 所得税	7.46	3.20	10.32	16.94	23.04
净利润	54.03	56.76	75.67	124.25	168.99
减: 少数股东损益	0.00	-0.16	-0.07	-0.12	-0.16
归属母公司股东净利润	54.03	56.92	75.74	124.37	169.15
资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	275.20	378.48	428.32	502.13	611.56
交易性金融资产	507.61	382.03	382.03	382.03	382.03
应收票据	10.33	16.66	24.38	35.02	47.29
应收账款	105.63	143.02	225.46	323.88	437.35
预付账款	2.22	9.40	6.78	9.75	13.16
其他应收款	1.36	2.25	3.45	4.96	6.70
存货	43.54	93.22	137.56	192.18	258.82
其他流动资产	1.38	2.61	2.34	3.36	4.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	56.12	98.74	87.23	74.94	61.85
无形资产和开发支出	8.48	13.06	11.62	10.19	8.75
其他非流动资产	4.75	8.36	6.80	5.24	5.24
资产总计	1,016.62	1,147.82	1,315.98	1,543.67	1,837.29

短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	20.42	46.76	63.35	88.51	119.20
应付账款	35.46	59.91	90.41	126.31	170.11
预收账款	0.00	0.00	25.19	36.19	48.87
合同负债	14.67	31.36	26.66	38.29	51.71
其他应付款	17.63	18.92	46.56	65.04	87.60
长期借款	0.00	4.54	4.54	4.54	4.54
其他负债	7.26	15.40	12.66	13.92	15.41
负债合计	95.44	176.88	269.37	372.81	497.44
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	743.26	749.38	749.38	749.38	749.38
留存收益	97.92	138.84	214.58	338.95	508.10
归属母公司股东权益	921.18	968.22	1,043.96	1,168.33	1,337.48
少数股东权益	0.00	2.72	2.65	2.53	2.37
股东权益合计	921.18	970.94	1,046.61	1,170.86	1,339.86
负债和股东权益合计	1,016.62	1,147.82	1,315.98	1,543.67	1,837.29
投入资本 (IC)	154.62	239.73	277.66	344.20	422.31

现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资本支出	16.70	42.07	0.00	0.00	0.00
自由现金流	20.99	-20.79	29.21	39.31	68.68
短期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期带息债务增加	0.00	4.54	0.00	0.00	0.00
股权筹资额			0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	16.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	-469.99	144.58	17.60	27.72	31.68
经营性现金净流量	44.76	6.34	31.05	44.67	76.03
投资性现金净流量	-488.67	100.76	17.60	27.72	31.68
筹资性现金净流量	675.20	-20.97	1.19	1.41	1.73
现金流量净额	231.28	86.18	49.85	73.80	109.43
货币资金的期初余额	38.25	270.41	378.48	428.32	502.13
货币资金的期末余额	275.20	378.48	428.32	502.13	611.56
企业自由现金流	20.99	-20.79	29.21	39.31	68.68
权益自由现金流	21.94	-13.17	30.26	40.55	70.20

资料来源: Wind, 中航证券研究所预测

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳，SAC 执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。