

科威尔（688551）

盈利能力快速提升，看好小功率与氢能板块持续放量

报告摘要

◆ 事件：公司发布 2023 年上半年报告，23H1 公司实现营收 2.20 亿元，同比增长 43.46%，归母净利润 0.50 亿元，同比增长 228.81%；Q2 单季度实现营收 1.23 亿元，同比增长 30.71%，归母净利润 0.28 亿元，同比增长 260.40%。

◆ 23H1 收入同比增长 43.5%，盈利能力显著提升

2023 年上半年，光储、新能源车“三电”、氢能等领域景气持续，相关测试设备需求旺盛，公司实现营收 2.20 亿元，同比增长 43.46%。23H1 公司毛利率 55.31%，同比+9.88pcts，主要系小功率测试电源等高毛利率产品收入占比提升、标准化实现降本，分产品来看，电源事业部毛利率约 57%左右，氢能及功率半导体业务毛利率约 50%左右。上半年期间费用率 35.73%，同比-8.66pcts，主要得益于公司体量增长、规模效应叠加管理改革多种措施推进顺利；综合来看，净利率 22.53%，同比+12.98pcts。未来，随着产品标准化推进、批量采购摊薄成本、小功率测试电源收入占比提升，公司盈利能力有望维持在较高水平。

◆ 测试电源标准化推进提升竞争优势，小功率有望释放业绩弹性

测试电源下游光储充、新能源汽车高景气持续，收入同比+37.07%，占营收比重 75%左右。小功率测试电源产品线不断丰富，渠道建设逐步推进，收入占比不断提升，伴随定增项目产能释放，有望持续贡献业绩增量。此外，公司在行业内创造性地采用 SiC 功率器件的结构设计提升产品标准化程度，在缩减体积、重量的同时提升了功率密度，如 D2000 系列可编程双向直流电源产品，体积较以往工频系列减少 52.8%、重量减少 61.9%、功率密度提高 112%，产品竞争优势得到强化、盈利能力有望持续提升。

◆ 氢能行业景气回升，用氢及制氢测试设备需求旺盛

氢能板块受益于燃料电池需求回暖及制氢电解槽需求旺盛，收入同比+210.48%，占营收比重 17%左右。用氢端燃料电池方面，据中国汽车工业协会数据，2023H1 燃料电池汽车累计产销分别为 2386 辆和 2362 辆，累计同比分别增长 38.4%和 73.5%，呈逐月攀升趋势。公司围绕燃料电池各系统的可靠性展开测试，测试对象涵盖零部件、各功率等级的电堆和发动机系统等。制氢端电解槽方面，我国上半年电解设备共计招标超 600MW，已达 2022 年全年出货量的 75%，2023 年需求有望同比翻番，测试设备需求旺盛。公司测试设备功率范围覆盖 500W-5MW，兼容 ALK、PEM 和 AEM 电解槽，PEM 电解槽测试系统公司已获得批量订单。展望下半年，政策加码背景下，氢能行业需求持续旺盛，公司氢能板块有望继续放量。

◆ 投资建议

投资评级

买入

维持评级

2023 年 09 月 01 日

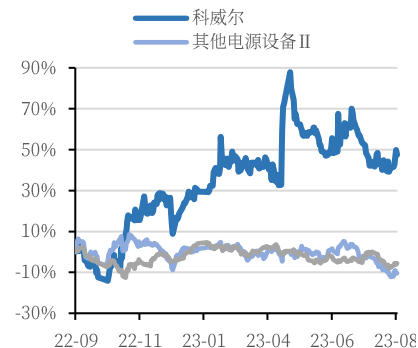
收盘价(元):

60.64

公司基本数据

总股本(百万股)	80.30
总市值(百万)	4,869.59
流通股本(百万股)	53.15
流通市值(百万)	3,223.05
12 月最高/最低价(元)	79.00/34.41
资产负债率(%)	22.54
每股净资产(元)	13.12
市盈率(TTM)	50.13
市净率(PB)	4.62
净资产收益率(%)	4.76

股价走势图



作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书: S0640521040001	
闫智	研究助理
SAC 执业证书: S0640122070030	
邮箱: yanz031@avic.com	
卢正羽	分析师
SAC 执业证书: S0640521060001	

相关研究报告

盈利能力显著提升，氢能&IGBT 业务贡献第二增长极 —2023-05-15

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：010-59219558 传真：010-59562637

预计公司 2023-25 年实现营收 5.71 亿元/7.32 亿元/9.38 亿元，归母净利润 1.19 亿元/1.79 亿元/2.34 亿元，当前股价对应市盈率为 40.9X/27.2X/20.8X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

新能源景气下滑风险、氢能行业政策波动风险、产品标准化推进不及预期、渠道拓展不及预期等

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	247.52	375.14	571.37	731.95	938.22
增长率（%）	52.34	51.56	52.31	28.10	28.18
归母净利润（百万元）	56.92	62.22	119.04	179.36	233.74
增长率（%）	5.33	9.33	91.30	50.68	30.32
毛利率（%）	51.43	49.82	55.24	55.61	55.30
每股收益（元）	0.71	0.77	1.48	2.23	2.91
市盈率 PE	85.56	78.26	40.91	27.15	20.83
市净率 PB	5.03	4.73	4.38	3.93	3.48
净资产收益率 ROE（%）	5.88	6.05	10.70	14.49	16.68

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

单击此处输入文字。

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	378	569	504	638	792	营业收入	248	375	571	732	938
应收票据及账款	160	248	379	446	520	营业成本	120	188	256	325	419
预付账款	9	3	11	14	18	税金及附加	3	4	7	8	11
其他应收款	2	4	5	7	9	销售费用	26	43	63	70	89
存货	93	172	196	214	276	管理费用	25	39	57	62	80
其他流动资产	385	177	177	179	182	研发费用	47	77	103	117	136
流动资产总计	1028	1172	1274	1498	1796	财务费用	-3	-13	-1	-2	-2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-2	-2	-2	-3
固定资产	68	143	133	130	119	信用减值损失	-6	-5	-6	-7	-9
在建工程	30	3	18	12	12	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	10	22	18	15	11	投资收益	19	10	15	18	20
长期待摊费用	3	4	2	0	0	公允价值变动损益	-1	-1	3	5	8
其他非流动资产	8	16	16	16	16	资产处置收益	1	0	1	1	1
非流动资产合计	120	188	187	173	157	其他收益	11	24	25	20	20
资产总计	1148	1360	1461	1671	1953	营业利润	55	63	124	186	242
短期借款	0	30	0	0	0	营业外收入	6	0	1	1	2
应付票据及账款	107	195	213	266	343	营业外支出	1	0	0	0	0
其他流动负债	56	91	123	156	200	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	163	316	335	422	543	利润总额	60	63	124	187	244
长期借款	5	2	2	1	0	所得税	3	2	6	9	12
其他非流动负债	9	12	12	12	12	净利润	57	61	118	178	232
非流动负债合计	14	14	13	13	12	少数股东损益	-0	-1	-1	-2	-2
负债合计	177	330	349	434	555	归属母公司净利润	57	62	119	179	234
股本	80	80	80	80	80	EBITDA	63	60	153	220	277
资本公积	749	765	765	765	765	NOPLAT	48	49	113	169	219
留存收益	139	183	266	392	556	EPS (元)	0.71	0.77	1.48	2.23	2.91
归属母公司权益	968	1029	1112	1238	1401						
少数股东权益	3	1	0	-1	-3						
股东权益合计	971	1030	1112	1236	1398						
负债和股东权益合计	1148	1360	1461	1671	1953						

现金流量表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	57	61	76	135	184
折旧与摊销	6	11	30	34	36
财务费用	-3	-13	-1	-2	-2
投资损失	-19	-10	-15	-18	-20
营运资金变动	-44	-94	-117	-4	-23
其他经营现金流	12	30	41	39	42
经营性现金净流量	8	-15	14	184	215
资本支出	42	57	30	20	20
长期投资	125	205	0	0	0
其他投资现金流	18	8	17	22	26
投资性现金净流量	101	156	-13	2	6
短期借款	0	30	-30	0	0
长期借款	5	-2	-0	-1	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	16	0	0	0
其他筹资现金流	-32	-34	-35	-52	-68
筹资性现金净流量	-21	10	-65	-53	-68
现金流量净额	88	151	-64	134	154

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营收增长率	52.3%	51.6%	52.3%	28.1%	28.2%
营业利润增长率	-0.7%	14.8%	97.6%	50.5%	30.2%
EBIT增长率	-6.2%	-12.8%	148.9%	50.5%	30.3%
EBITDA增长率	-0.6%	-4.1%	154.5%	43.1%	26.2%
归母净利润增长率	5.3%	9.3%	91.3%	50.7%	30.3%
经营现金流增长率	-82.3%	-288.6%	192.1%	1210.6%	16.8%
盈利能力					
毛利率	51.4%	49.8%	55.2%	55.6%	55.3%
净利率	22.9%	16.2%	20.7%	24.3%	24.7%
营业利润率	22.0%	16.7%	21.7%	25.4%	25.8%
ROE	5.9%	6.0%	10.7%	14.5%	16.7%
ROA	5.0%	4.6%	8.1%	10.7%	12.0%
ROIC	31.2%	20.5%	31.8%	34.5%	44.2%
估值倍数					
P/E	85.6	78.3	40.9	27.1	20.8
P/S	19.7	13.0	8.5	6.7	5.2
P/B	5.0	4.7	4.4	3.9	3.5
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	68.8	65.6	34.5	22.3	16.5
EV/EBITDA	62.0	53.8	27.7	18.8	14.4
EV/NOPLAT	80.9	66.0	37.6	24.4	18.2

资料来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637