

Q3 营收持续增长，多产品线助力业绩增长

2023 年 10 月 29 日

► **事件：**10 月 28 日，公司发布 2023 年三季度报。前三季度公司实现营业收入 3.55 亿元，同比增加 40.12%；归属于上市公司股东的净利润 0.75 亿元，同比增加 66.46%。2023 年第三季度归母净利润 2516.57 万元，同比下降 16.11%；营业收入 1.35 亿元，同比增长 34.99%。23Q3 公司归母净利润达 0.25 亿元，同比-16.11%，环比-16.67%。公司 23Q3 毛利率达 53.45%，同比-1.66pct，环比-1.36pct；23Q3 净利率达 18.38%，同比-11.24pct，环比-4.21pct；23Q3 公司销售费用/管理费用/财务费用率分别达 11.53%/10.11%/-2.84%，同比 +3.53pct/+1.44pct/+0.71pct。

► **下游光储充行业持续保持高景气度，测试设备需求旺盛。**1) **大功率测试电源领域具备先发优势，市占率位于前列，预计年底整体切入标准化状态。**公司是国内测试电源行业的龙头企业，在新能源发电和电动车辆行业先发优势显著，凭借自身技术和产品竞争优势，订单规模进一步增加。2) **小功率电源增速较快，持续丰富产品序列。**2023 年小功率电源增速较快，随着产品系列丰富，订单规模继续提升。23 年 7 月，科威尔定增募资超 2 亿元，用于丰富小功率测试电源产品线，且预计年底初步完成小功率分销渠道搭建工作。项目计划通过 2 年建设实现生产，产能逐步达产后将实现可编程高性能直流电源 C 系列产量 2000 台/年，多功能回馈型直流源载系统 S 系列产量 2500 台/年，可编程四象限交流源载系统 G 系列产量 1200 台/年，可编程直流电子负载 E 系列产量 1500 台/年。

► **聚焦制氢端和用氢端测试，氢能业务构筑第二成长曲线。**1) **制氢领域，**公司在 PEM、ALK 以及 AEM 电解槽领域都有布局相应的测试设备，目前都已有订单落地。2021 年公司中标光伏头部客户 50kW 和 500kW 的电解槽测试项目，2022 年中标 2.5MW 电解槽测试项目，2023 年 7 月中标北京国氢中联氢能科技研究院有限公司 5MW 级碱性电解水测试设备项目，订单金额 800 万元。目前，公司碱槽测试设备已有单池 500W、短堆 15kW 和 5MW 的订单案例，其谱系最高测试能力已达到 10MW。展望 24 年，政策加码背景下，绿氢项目不断涌出，电解水制氢设备的需求上升，公司制氢端测试设备有望继续放量。2) **用氢领域，**公司一直深耕于燃料电池电堆测试，公司 2022 年度燃料电池电堆测试系统、燃料电池发动机测试系统出货量第一，市占率 22%左右，居国内第一。

► **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司营收为 5.11/7.34/9.91 亿元，同比增长率为 36.2%、43.7%、34.9%；归母净利润为 1.11/1.45/2.04 亿元，EPS 为每股 1.39/1.81/2.54 元，对应 10 月 27 日收盘价 PE 为 34X/26X/19X。公司国内测试电源龙头企业，有望受益于下游光伏、新能源车、氢能业务及功率半导体行业的高景气，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**国际贸易摩擦风险；产能不及预期风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	375	511	734	991
增长率 (%)	51.6	36.2	43.7	34.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	62	111	145	204
增长率 (%)	9.3	79.0	30.3	40.4
每股收益 (元)	0.77	1.39	1.81	2.54
PE	61	34	26	19
PB	3.7	3.4	3.0	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

47.56 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.科威尔 (688551.SH) 2022 年三季度点评：业绩超预期，“一纵一横”布局巩固竞争力-2022/11/01

2.科威尔(688551):加速布局，高景气行业持续开拓-2021/12/09

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	375	511	734	991
营业成本	188	233	342	472
营业税金及附加	4	5	7	9
销售费用	43	59	81	99
管理费用	39	55	77	102
研发费用	77	92	125	158
EBIT	40	68	102	150
财务费用	-13	-10	-1	-1
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	10	6	10	15
营业利润	63	107	144	205
营业外收支	0	9	9	9
利润总额	63	116	153	214
所得税	2	8	8	10
净利润	61	108	145	204
归属于母公司净利润	62	111	145	204
EBITDA	57	109	141	193

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	569	592	625	723
应收账款及票据	188	255	367	494
预付款项	3	11	10	18
存货	172	197	301	408
其他流动资产	240	261	299	341
流动资产合计	1,172	1,315	1,602	1,984
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	137	130	132	133
无形资产	22	37	38	40
非流动资产合计	188	206	210	210
资产合计	1,360	1,521	1,812	2,194
短期借款	30	30	30	30
应付账款及票据	195	224	343	464
其他流动负债	91	131	175	248
流动负债合计	316	385	547	742
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	14	14	14	14
非流动负债合计	14	14	14	14
负债合计	330	399	561	755
股本	80	80	80	80
少数股东权益	1	-2	-2	-2
股东权益合计	1,030	1,122	1,251	1,439
负债和股东权益合计	1,360	1,521	1,812	2,194

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	51.56	36.24	43.65	34.93
EBIT 增长率	28.36	68.68	50.45	45.98
净利润增长率	9.33	78.96	30.26	40.36
盈利能力 (%)				
毛利率	49.82	54.43	53.36	52.30
净利润率	16.22	21.15	19.76	20.55
总资产收益率 ROA	4.58	7.32	8.01	9.28
净资产收益率 ROE	6.05	9.91	11.58	14.13
偿债能力				
流动比率	3.71	3.42	2.93	2.67
速动比率	3.06	2.77	2.25	2.00
现金比率	1.80	1.54	1.14	0.98
资产负债率 (%)	24.25	26.21	30.95	34.43
经营效率				
应收账款周转天数	164.15	160.04	162.09	161.07
存货周转天数	334.13	308.57	321.35	314.96
总资产周转率	0.28	0.34	0.41	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	1.39	1.81	2.54
每股净资产	12.81	14.00	15.61	17.94
每股经营现金流	-0.12	1.06	0.91	1.70
每股股利	0.37	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	61	34	26	19
PB	3.7	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	57.75	29.84	22.97	16.22
股息收益率 (%)	0.78	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	61	108	145	204
折旧和摊销	17	41	38	43
营运资金变动	-82	-51	-93	-88
经营活动现金流	-10	85	73	137
资本开支	-59	-50	-33	-35
投资	205	0	0	0
投资活动现金流	156	-44	-23	-20
股权募资	4	0	0	0
债务募资	30	0	0	0
筹资活动现金流	10	-18	-18	-18
现金净流量	157	23	33	99

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026