

科威尔 (688551)

营收高速增长，小功率与氢能板块有望持续放量

报告摘要

◆ 23Q3 营收同比增长 35%，剔除口径影响后盈利仍稳步上行

2023 年前三季度，公司实现营收 3.55 亿元，同比增长 40.12%，其中电源事业部、氢能事业部、功率半导体收入分别占比 73%、16%、11%；归母净利润 0.75 亿元，同比增长 66.46%。23Q3 单季度实现营收 1.35 亿元，同比增长 34.99%；归母净利润同比下滑 16.11%，主要系：1) 去年研发费用加计扣除集中在 Q3；2) 年终奖由 Q4 集体计提改为按月计提；3) 样机试制、推广等费用增加。若与去年同口径看，今年 Q3 净利润仍有提升。2023Q1-3 公司毛利率 54.6%，同比+5.34pcts，净利率 20.95%，同比+3.47pcts。未来，随着产品标准化推进、批量采购摊薄成本、小功率测试电源放量，公司盈利能力有望维持在较高水平。

◆ 产品标准化、系列化进展顺利，小功率测试电源有望持续放量

大功率测试电源在国内具有领先地位，以新能源车“三电”为主的产线端有望保持稳定增长；标准化产品进展顺利，目前已处于客户验证阶段，量产后有望抬升整体盈利能力。小功率测试电源系列化产品持续推进，后续将针对不同行业和应用场景做产品适配和软件研发。目前小功率产品分销渠道已基本构建完成，新产品导入客户顺利，前三季度收入同比有较大幅度增长；伴随定增项目产能释放与渠道搭建，小功率产品有望持续贡献业绩增量。

◆ 制氢端与用氢端双线并进，将充分受益氢能行业景气上行

1) 用氢端：公司测试系统应用于零部件、各功率等级的电堆和发动机系统等，据公司公告，2022 年公司在国内市占率 22%，位居国内燃料电池测试系统出货量第一。2) 制氢端：据 GGII 统计，截至 10 月底国内在建及规划绿氢项目年制氢总产能超过 260 万吨/年，相关测试需求旺盛。公司测试设备功率范围覆盖 500W-5MW，兼容 ALK、PEM 和 AEM 电解槽，目前都已有订单落地，未来将受益行业景气上行。

◆ 投资建议

预计公司 2023-25 年实现营收 5.13 亿元/7.41 亿元/9.62 亿元，归母净利润 1.12 亿元/1.73 亿元/2.41 亿元，当前股价对应市盈率为 32.7X/21.3X/15.2X，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	513.37	740.60	961.74
增长率（%）	52.34	51.56	36.85	44.26	29.86
归母净利润（百万元）	56.92	62.22	112.25	172.65	241.07

投资评级

买入

维持评级

2023 年 11 月 01 日

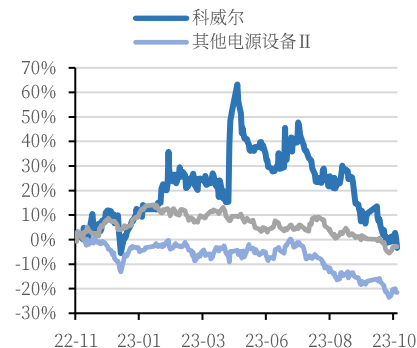
收盘价(元):

45.74

公司基本数据

总股本(百万股)	80.30
总市值(百万)	3,673.07
流通股本(百万股)	53.15
流通市值(百万)	2,431.10
12 月最高/最低价(元)	79.00/44.56
资产负债率(%)	25.74
每股净资产(元)	13.45
市盈率(TTM)	39.79
市净率(PB)	3.40
净资产收益率(%)	6.98

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

盈利能力快速提升，看好小功率与氢能板块持续放量 —2023-09-06

股市有风险 入市需谨慎

增长率 (%)	5.33	9.33	80.40	53.81	39.63	盈利能力显著提升，氢能&IGBT 业务贡献第二增长极 —2023-05-15
毛利率 (%)	51.43	49.82	55.36	55.86	55.54	
每股收益 (元)	0.71	0.77	1.40	2.15	3.00	
市盈率 PE	64.53	59.03	32.72	21.27	15.24	
市净率 PB	3.79	3.57	3.32	2.99	2.63	
净资产收益率 ROE (%)	5.88	6.05	10.14	14.06	17.26	

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）

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	685	797	962	营业收入	248	375	513	741	962
应收票据及账款	160	248	253	386	501	营业成本	120	188	229	327	428
预付账款	9	3	7	10	13	税金及附加	3	4	6	8	11
其他应收款	2	4	5	7	9	销售费用	26	43	56	70	91
存货	93	172	182	215	281	管理费用	25	39	51	67	82
其他流动资产	385	177	177	179	182	研发费用	47	77	92	126	139
流动资产总计	1028	1172	1309	1594	1948	财务费用	-3	-13	-1	-3	-3
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	-5	-7	-10
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	1496	1767	2105	营业利润	55	63	117	179	250
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	276	385	515	营业外支出	1	0	0	0	0
其他流动负债	56	91	99	142	184	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	163	316	375	527	700	利润总额	60	63	117	180	252
长期借款	5	2	2	1	0	所得税	3	2	6	9	13
其他非流动负债	9	12	12	12	12	净利润	57	61	111	171	239
非流动负债合计	14	14	13	13	12	少数股东损益	-0	-1	-1	-1	-2
负债合计	177	330	389	540	712	归属母公司净利润	57	62	112	173	241
股本	80	80	80	80	80	EBITDA	63	60	146	212	284
资本公积	749	765	765	765	765	NOPLAT	48	49	106	162	226
留存收益	139	183	262	383	551	EPS (元)	0.71	0.77	1.40	2.15	3.00
归属母公司权益	968	1029	1107	1228	1397						
少数股东权益	3	1	0	-1	-3						
股东权益合计	971	1030	1108	1227	1394						
负债和股东权益合计	1148	1360	1496	1767	2105						

现金流量表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	57	61	69	128	191
折旧与摊销	6	11	30	34	36
财务费用	-3	-13	-1	-3	-3
投资损失	-19	-10	-15	-18	-20
营运资金变动	-44	-94	69	-21	-16
其他经营现金流	12	30	41	39	41
经营性现金净流量	8	-15	193	160	229
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	-32	-49	-69
筹资性现金净流量	-21	10	-63	-50	-70
现金流量净额	88	151	117	112	165

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%	36.8%	44.3%	29.9%
营业利润增长率	-0.7%	14.8%	86.3%	53.6%	39.6%
EBIT增长率	-6.2%	-12.8%	134.0%	53.5%	39.9%
EBITDA增长率	-0.6%	-4.1%	142.2%	45.2%	34.0%
归母净利润增长率	5.3%	9.3%	80.4%	53.8%	39.6%
经营现金流增长率	-82.3%	-288.6%	1360.8%	-17.0%	43.2%
盈利能力					
毛利率	51.4%	49.8%	55.4%	55.9%	55.5%
净利率	22.9%	16.2%	21.7%	23.1%	24.9%
营业利润率	22.0%	16.7%	22.7%	24.2%	26.0%
ROE	5.9%	6.0%	10.1%	14.1%	17.3%
ROA	5.0%	4.6%	7.5%	9.8%	11.4%
ROIC	31.2%	20.5%	29.8%	54.1%	68.6%
估值倍数					
P/E	64.5	59.0	32.7	21.3	15.2
P/S	14.8	9.8	7.2	5.0	3.8
P/B	3.8	3.6	3.3	3.0	2.6
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	68.8	65.6	24.8	15.6	10.6
EV/EBITDA	62.0	53.8	19.6	13.1	9.2
EV/NOPLAT	80.9	66.0	27.1	17.1	11.6

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