

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	49.42
总股本/流通股本(亿股)	0.84 / 0.53
总市值/流通市值(亿元)	41 / 26
52周内最高/最低价	77.22 / 42.66
资产负债率(%)	24.2%
市盈率	63.36
第一大股东	傅仕涛

研究所

分析师: 王磊
SAC 登记编号: S1340523010001
Email: wanglei03@cnpsec.com
研究助理: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340123060006
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

科威尔(688551)

国内测试电源领先企业，纵向拓展半导体和氢能赛道

● 投资要点

科威尔是国内测试电源领先企业，通过拓展半导体和氢能赛道实现第二成长曲线。公司分别于2016年和2017年进入氢能和半导体测试行业，2022年推出PEM电解槽测试产品并布局碱性电解槽，2023年发货2.5MW PEM电解槽测试系统（是目前国内最大功率的PEM电解槽测试设备），同年成功定增1.88亿，其中1.55亿用于小功率测试电源的扩产。

测试电源国产替代进行时，标准化助力企业横向拓展。公司大功率测试电源从非标品向着标准品过渡，小功率测试电源丰富产品系列和渠道建设。公司2022年测试电源销售收入排名全球第4，预计2025年光储+电动车领域测试电源市场空间47.6亿。

IGBT自给率不足30%，公司逐步布局封测环节，受益国产替代。2022年IGBT自给率仅26.5%，公司通过接触中国科学院电工研究所和中恒微进入半导体测试设备行业，整合并购汉先科技（键合设备公司），进入封测环节，投资艾凯瑞思（划片机设备公司），进一步深化布局。

制氢和用氢景气度逐步提升。制氢：（1）弃光弃风不可避免（2）双碳约束：绿氢真正帮助传统行业脱碳；中国引领电解槽装机。根据IEA的《Global Hydrogen Review 2023》，2023年全球电解槽装机量预计超2GW，中国电解槽装机占全球容量的50%。用氢：燃料电池汽车有望放量，科威尔市占率第一。根据国鸿氢能招股书，2022-2030年中国氢燃料电池销量由0.34万辆增至41.24万辆，同期CAGR为82.2%，测试设备市场空间20亿；根据势银，2022年氢燃料电池检测设备CR3为62%，其中科威尔市占率26%。

● 盈利预测与评级

我们预测公司2023-2025年营业收入分别为5.3/7.7/10.8亿元，归母净利润分别为1.1/1.6/2.3亿元，三年归母净利润CAGR为45.1%，以当前总股本0.84亿股计算的摊薄EPS为1.3/1.9/2.7元/股。公司当前股价对2023-2025年预测EPS的PE倍数分别为38/26/18倍，参考可比公司估值，并考虑氢能放量，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：

测试电源市场开拓不及预期；市场竞争加剧风险；氢能行业景气度不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	375.14	532.49	773.38	1,080.74
增长率 (%)	51.56	41.94	45.24	39.74
EBITDA (百万元)	56.89	136.08	190.57	266.81
归属母公司净利润 (百万元)	62.22	108.62	158.24	228.61
增长率 (%)	9.33	74.56	45.68	44.48
EPS (元/股)	0.75	1.30	1.89	2.73
市盈率 (P/E)	81	38	26	18
市净率 (P/B)	5	3	3	2
EV/EBITDA	59	24	16	11

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 以测试电源为基，纵向拓展半导体和氢能赛道	5
1.1 以测试电源进行“一横多纵”战略	5
1.2 业绩稳健，盈利能力维持高位	7
2 测试电源国产替代进行时，标准化助力企业横向拓展.....	10
2.1 大功率测试电源标准化（性能提升），小功率测试电源产品丰富化+渠道建设	10
3 IGBT 国产替代加速，布局 IGBT 模块封测环节	11
3.1 IGBT 国内应用广泛，国产自给率不足 30%	11
4 制氢和用氢景气度逐步提升	12
4.1 可再生能源为什么需要制氢	12
4.2 用氢：燃料电池汽车有望放量，科威尔市占率第一	14
5 盈利预测及投资评级	15
5.1 核心假设	15
5.2 主要财务数据预测	16
5.3 估值与评级	16
6 风险因素	17

图表目录

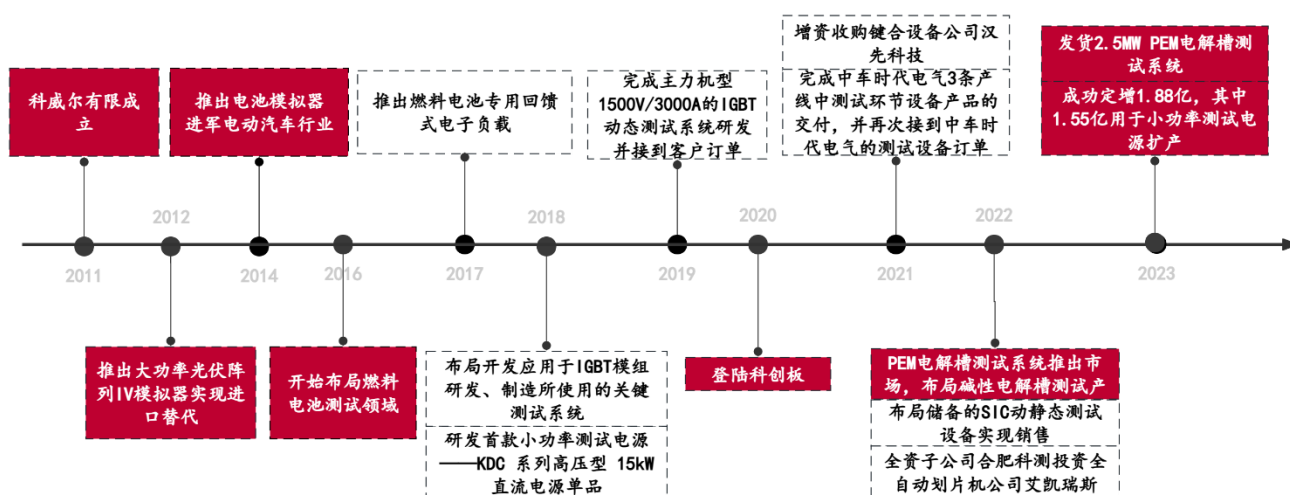
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司主要产品及使用场景.....	6
图表 3: 公司股权结构 (截止 2024 年 2 月 20 日)	6
图表 4: 公司股权激励.....	7
图表 5: 2017-2023Q1-3 公司营收和归母净利润及增速.....	7
图表 6: 2017-2023Q1-3 公司期间费用率	7
图表 7: 2017-2023Q1-3 公司盈利能力	8
图表 8: 公司分业务营收.....	8
图表 9: 公司分业务毛利率.....	8
图表 10: 2017-2023Q1-3 公司存货周转率.....	9
图表 11: 2017-2023Q1-3 公司营收账款周转率.....	9
图表 12: 2017-2023Q1-3 公司资产负债率.....	9
图表 13: 2017-2023Q1-3 公司经营活动现金净流量.....	9
图表 14: 2017-2023Q1-3 公司研发投入情况.....	10
图表 15: 公司研发人员数量及占比.....	10
图表 16: 公司测试电源产销率.....	10
图表 17: 公司定增募资扩产小功率测试电源 (万元)	10
图表 18: 2022 年科威尔销售收入排名全球第 4	11
图表 19: 中国测试电源市场空间 (亿元)	11
图表 20: 2021 年中国 IGBT 下游应用结构分布情况.....	12
图表 21: 中国 IGBT 产量、需求量和自给率情况	12
图表 22: IGBT 封装全过程	12
图表 23: IGBT 模块内部结构	12
图表 24: 全国弃光弃风情况.....	13
图表 25: 全球历年氢气产量 (万 t)	13
图表 26: 中国历年氢气产量 (万 t)	13
图表 27: 各领域氢气使用情况 (万 t)	14
图表 28: 2022 年全球制氢来源结构占比.....	14
图表 29: 全球电解槽总装机量 (GW)	14
图表 30: 中国各行业碳排放占比.....	14
图表 31: 中国氢燃料电池汽车销量及保有量	15
图表 32: 2022 年检测设备企业市占率	15
图表 33: 分业务假设 (百万元)	16
图表 34: 估值与评级.....	17

1 以测试电源为基，纵向拓展半导体和氢能赛道

1.1 以测试电源进行“一横多纵”战略

科威尔是国内测试电源领先企业，通过拓展半导体和氢能赛道实现第二成长曲线。公司成立于 2011 年，2012 年推出大功率光伏阵列模拟器实现国产替代，2014 年推出电池模拟器进入电动车产业，2016 年布局燃料电池测试设备，2017 年布局 IGBT 模组测试系统，同年研发首款小功率测试电源产品，2020 年登陆科创板，2021 年通过收购键合设备公司汉先科技布局 IGBT 封测环节，2022 年推出 PEM 电解槽测试产品并布局碱性电解槽，投资全自动划片机公司艾凯瑞思深化布局 IGBT 封测环节，2023 年发货 2.5MW PEM 电解槽测试系统（是目前国内最大功率的 PEM 电解槽测试设备），同年成功定增 1.88 亿，其中 1.55 亿用于小功率测试电源的扩产。

图表1：公司发展历程



资料来源：科威尔招股书申报稿&招股说明书&简易程序定增注册稿、2021-2022 年年报、公司公众号，中邮证券研究所

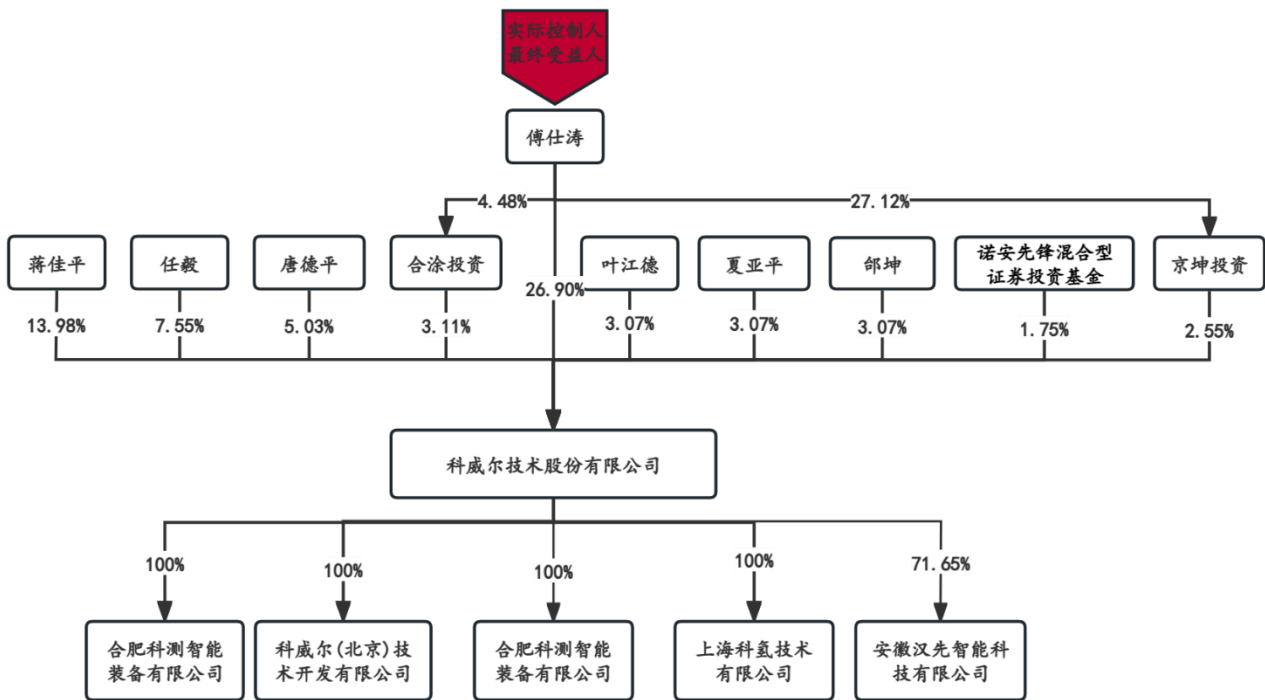
公司的起家产品是大功率测试电源（非标品），抓住新能源高景气，在新能源发电、电动车辆测试电源领域实现国产替代，并通过接触亿华通、国鸿氢能和 inhouse 进入氢能测试行业，通过接触中国科学院电工研究所和中恒微进入半导体测试设备行业。公司目前产品主要用于新能源发电、电动车辆、氢能、功率半导体等工业领域。测试电源是通用基础研发设备，公司致力于测试电源产品系列化、标准化（发力小功率测试电源——4 个系列产品），未来有望陆续进入半导体设备、汽车电子、医疗等领域。

图表2：公司主要产品及使用场景

主要产品线	主要产品	主要应用行业/场景
测试电源	大功率测试电源（单机功率 40kW 以上）、 小功率测试电源（单机功率 35kW 以下）、 电测系统 ATE 等	电动汽车、新能源发电、储能、充电桩、燃料电池、功率半导体
氢能测试及智能制造装备	燃料电池系统可靠性测试、 电解槽测试系统（0.5-5MW，兼容 ALK\PEM\AEM）	用氢和制氢
功率半导体测试及智能制造装备	IGBT 动态测试系统、 IGBT 静态测试系统、 功率器件热特性测试系统及自动化测试工作站、 自动化封测产线整体解决方案	功率半导体

资料来源：2021&2023 半年报，中邮证券研究所

股权结构稳定：公司控股股东、实际控制人为傅仕涛，截止 2024 年 2 月 20 日，傅仕涛直接持股 26.9%，通过合涂投资及京坤投资间接持股分别为 3.11%、2.55%，合计持股 32.56%。

图表3：公司股权结构（截止 2024 年 2 月 20 日）


资料来源：iFind，中邮证券研究所

股权激励效果显著：公司在 2021 年 6 月 16 日进行限制性股票激励，激励 65 人共计 90.32 万股（不含预留的 20%股权激励），前 2 个归属期业绩如期达成。

图表4：公司股权激励

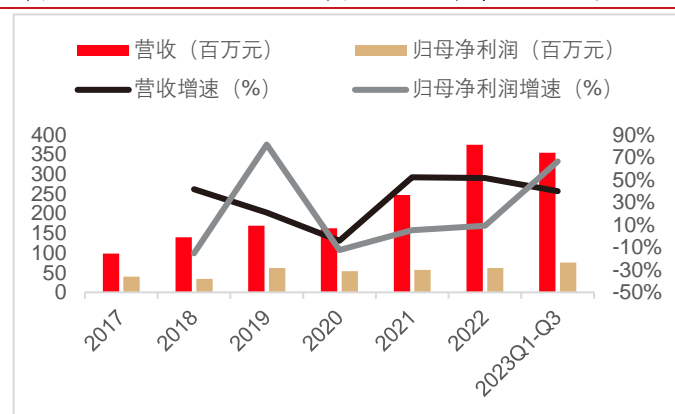
姓名	职位	数量（万股）	占本次授予总数量比例	占本次授予时公司总股本比例
高顺	副总经理	6.59	5.84%	0.08%
蔡振鸿	核心技术 人员	6.13	5.43%	0.08%
董事会认为需要激励的其他人员（63人）		77.6	68.73%	0.97%
基准	归属期	解禁条件	归属比例	价格
2020年营收为基准	1	2021年营收增长率≥30%	30%	17.8元/股
	2	2022年营收增长率≥82%	40%	
	3	2023年营收增长率≥136%	30%	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

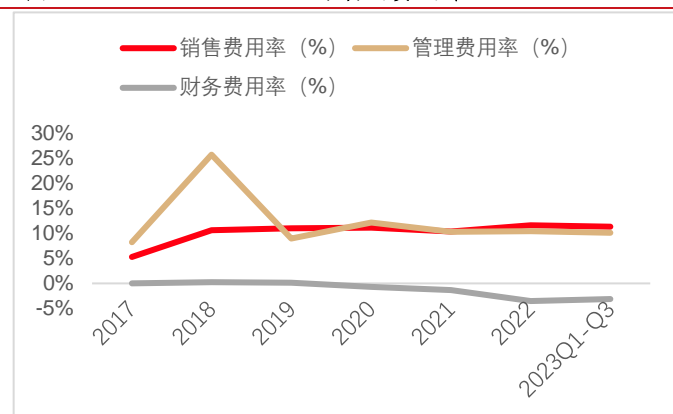
1.2 业绩稳健，盈利能力维持高位

历史业绩稳健，光储、氢能等行业景气度提升有望进一步增厚业绩。2017-2022年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 30.6%、9.2%。2023Q1-3 公司营收和归母净利润分别为 3.6、0.8 亿，同比分别+40.1%、+66.5%，其中营收增长主要系（1）光储行业持续景气（2）氢能行业需求有所回暖（3）功率半导体部分订单确认收入，归母净利润增长主要系（1）规模效益带来的降本增效（2）小功率测试电源等高毛利产品收入占比提升。根据公司业绩预告，2023 年实现归母净利润 1.05~1.15 亿，同比+68.74%~+84.81%。

随着产品模块化的推进，期间费用有望改善。2023Q1-3 公司销售、管理、财务费用率分别为 11.4%、10.8%、-3.8%。

图表5：2017-2023Q1-3 公司营收和归母净利润及增速


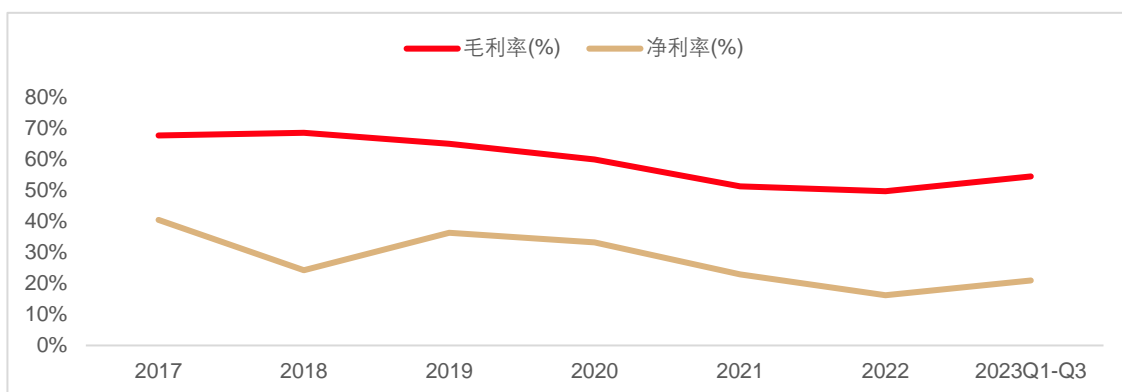
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：2017-2023Q1-3 公司期间费用率


资料来源：iFind，中邮证券研究所

盈利能力开始回升并处于高水平。2023Q1-3 公司毛利率和净利率分别为 54.6%和 21.0%，同比分别+5.3%、+3.5%，主要系（1）高毛利率新产品持续推向市场（2）规模效应。

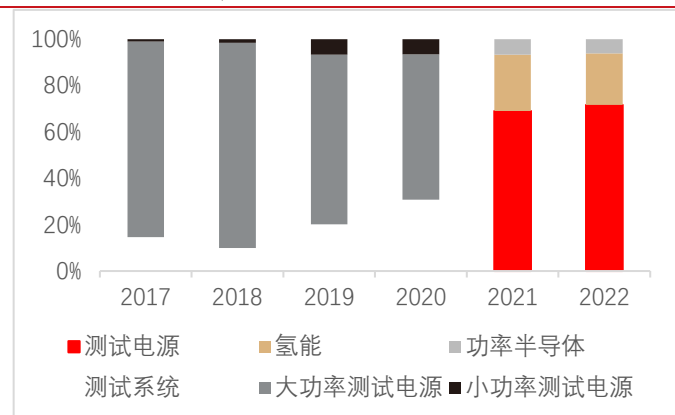
图表7：2017-2023Q1-3 公司盈利能力



资料来源：iFind，中邮证券研究所

测试电源毛利率有所提升，氢能和功率半导体测试设备第二增长极逐步形成，2022 年功率半导体毛利率下降主要是公司交付自动化产线集成设备较多，拉低订单整体毛利率，属于学习成本。

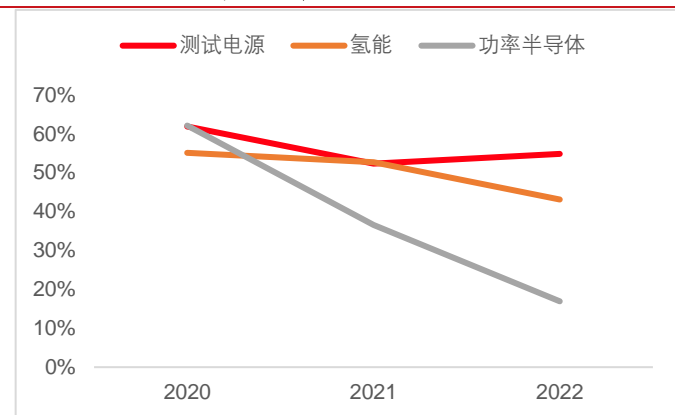
图表8：公司分业务营收



资料来源：iFind，中邮证券研究所

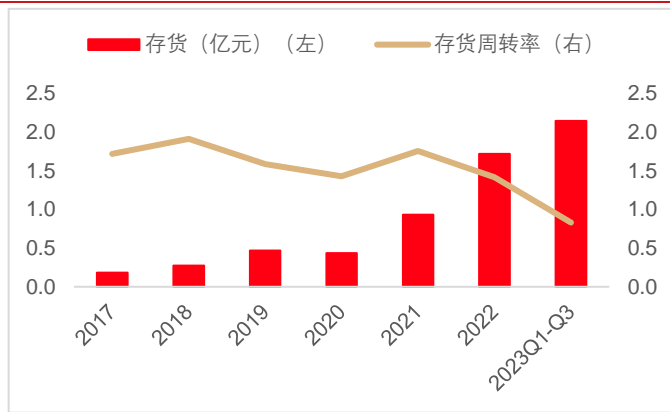
注：测试系统在 2018 年开始有氢能测试设备收入

图表9：公司分业务毛利率

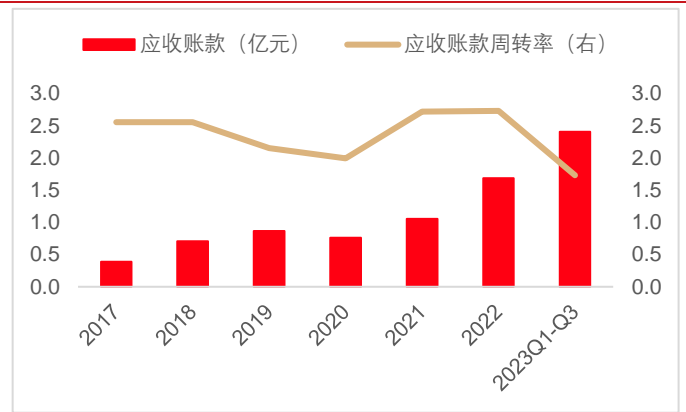


资料来源：iFind，中邮证券研究所

存货周转率与应收账款周转整体变慢。存货方面，2023Q1-3 公司存货规模为 2.2 亿，同比增长 24.3%，主要是因为公司在手订单增加，库存商品、在产品及原材料等规模增加；应收账款方面，2023Q1-3 公司应收账款 2.4 亿，同比增长 55.0%。

图表10：2017-2023Q1-3 公司存货周转率


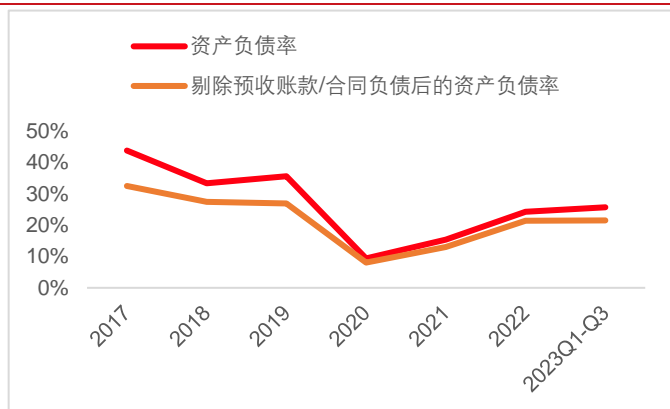
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表11：2017-2023Q1-3 公司应收账款周转率


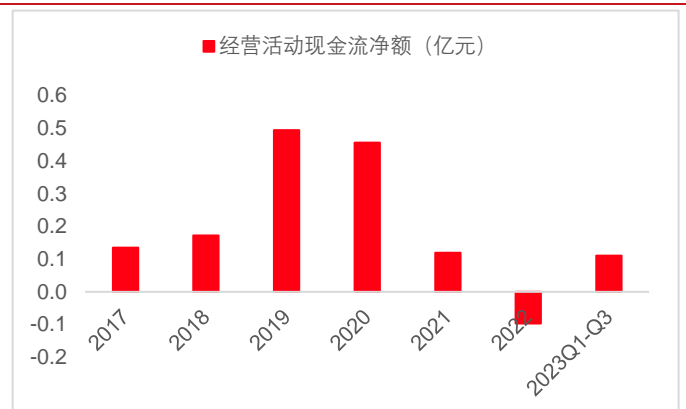
资料来源：iFind，中邮证券研究所

低资产负债率有助于公司长期稳健经营。截至 2023Q3，公司资产负债率为 25.7%，剔除预收账款/合同负债后的资产负债率为 21.5%，整体财务风险处于较低水平。

2023Q1-3，公司经营活动现金净流量为 0.11 亿，去年同期为-0.34 亿，公司回款情况改善。

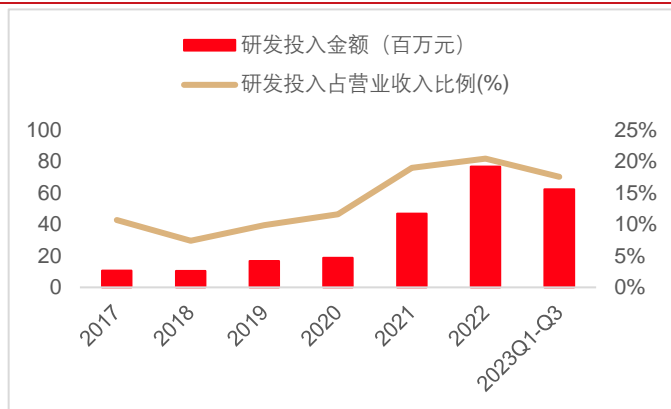
图表12：2017-2023Q1-3 公司资产负债率


资料来源：iFind，中邮证券研究所

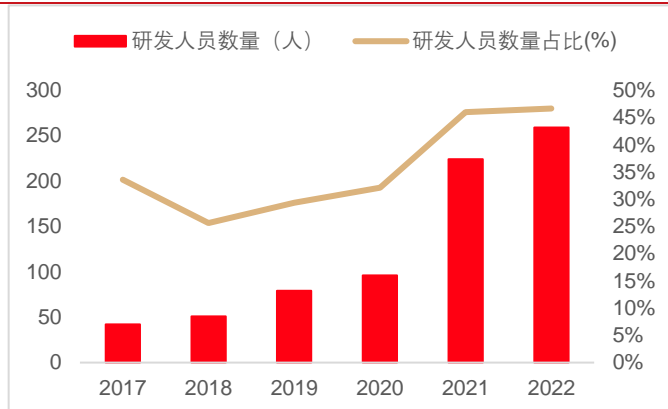
图表13：2017-2023Q1-3 公司经营活动现金净流量


资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司持续进行研发投入，以研发驱动创新。公司是研发驱动型企业，2018-2021 年研发费用占营收比例稳步上升，研发人员数量占员工比例超 25%。2023Q1-3，公司研发投入为 0.62 亿，研发投入占营收比为 20.5%，持续的研发投入和稳定的研发团队有助于公司保持核心技术优势。

图表14：2017-2023Q1-3 公司研发投入情况


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表15：公司研发人员数量及占比


资料来源：iFind，中邮证券研究所

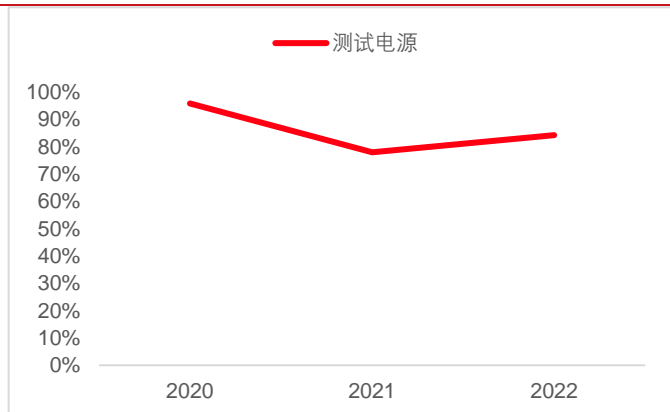
2 测试电源国产替代进行时，标准化助力企业横向拓展

2.1 大功率测试电源标准化（性能提升），小功率测试电源产品丰富化+渠道建设

公司大功率测试电源从非标品向着标准品过渡，采用 SiC 功率器件的结构设计，提升大功率产品的标准化，例如，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了 52.8%，重量减少了 61.9%，功率密度提高了 112%。

小功率测试电源本身是标准化产品，随着公司丰富产品系列和分销渠道建设，有望进入半导体设备、医疗等领域，加速受益于国产替代。

公司成功发行定增募资扩展小功率测试电源，达产后产值 3.7 亿。IPO 募资投产小功率产能 2000 台/年，2022 年产量 2178 台测试电源，产能利用率偏紧。定增投产将分别实现小功率测试电源 C\S\G\E 系列 2000\2500\1200\1500 台。

图表16：公司测试电源产销率


资料来源：2021-2022 年年报，中邮证券研究所

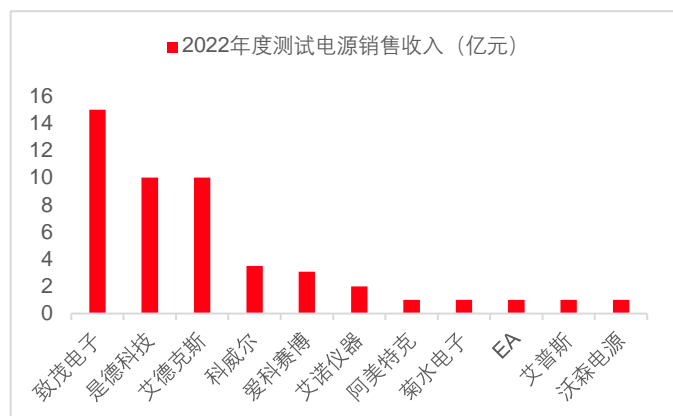
图表17：公司定增募资扩产小功率测试电源（万元）

序号	项目名称	项目投资金额	拟使用募集资金金额
1	小功率测试电源系列产品扩产项目	15,733.32	15,510.26
2	补充流动资金	5,000.00	3,320.00
合计		20,733.32	18,830.26

资料来源：科威定增注册稿，中邮证券研究所

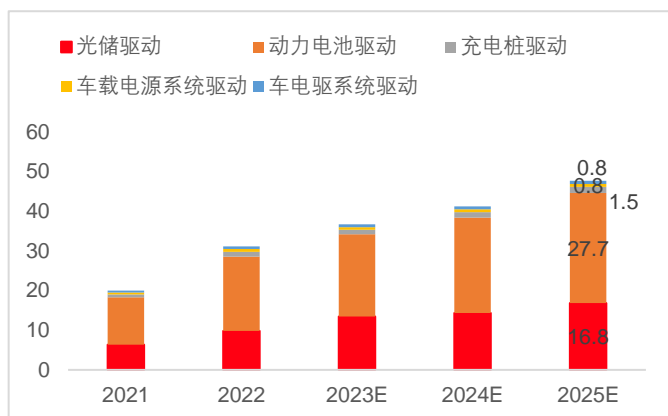
科威 2022 年测试电源销售收入排名全球第 4，预计 2025 年光储+电动车领域测试电源市场空间 47.6 亿。根据爱科赛博的回复函，预计 2025 年中国测试电源（光储充+新能源车领域）市场空间 47.6 亿，对应 2021-2025 年 CAGR 为 24.3%。

图表18：2022 年科威尔销售收入排名全球第 4



资料来源：爱科赛博：发行人及保荐机构关于第二轮审核问询函的回复，中邮证券研究所

图表19：中国测试电源市场空间 (亿元)



资料来源：爱科赛博：发行人及保荐机构关于第二轮审核问询函的回复，中邮证券研究所

3 IGBT 国产替代加速，布局 IGBT 模块封测环节

3.1 IGBT 国内应用广泛，国产自给率不足 30%

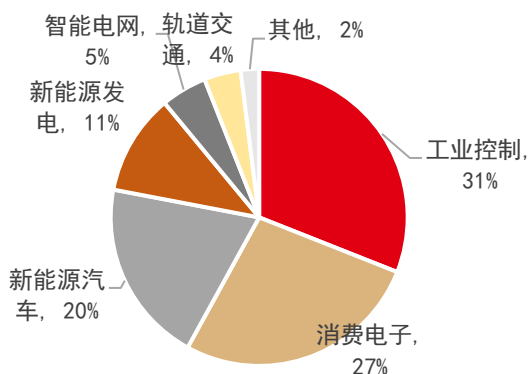
IGBT 是能源变换与传输的核心器件，俗称电力电子装置的“CPU”。IGBT 又叫绝缘栅双极性晶体管，是 BJT(双极型三极管)和 MOSFET (金属-氧化物半导体场效应晶体管)组成的复合全控型电压驱动式功率半导体器件，具备 MOSFET 和 BJT 的优点，如输入阻抗高、易于驱动、电流能力强、功率控制能力高、工作频率高等特点，已成为电力电子领域开关器件的主流发展方向。

IGBT 可分为单管、模块和智能功率模块 IPM 三类产品，在实际应用中，多以 IGBT 模块形式出现，是公司在功率半导体测试产线的主要对象。

IGBT 在新能源领域占比较大。以 IGBT 为代表的功率半导体目前应用在新能源发电、新能源汽车、工业控制、消费电子、轨道交通和智能电网等多个下游领域。根据 Trendforce，2021 年中国 IGBT 应用结构分布中新能源汽车和新能源发电占比 31%。

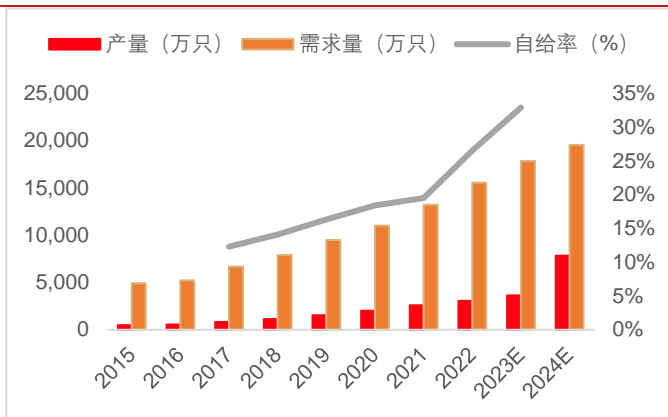
IGBT 供需缺口大，自给率低于 30%。国内 IGBT 市场基本被国外厂商占据，主要由德国英飞凌、日本三菱、富士电机等巨头所控制，国内市场需求严重依赖于进口，2022 年 IGBT 自给率仅 26.5%。

图表20：2021年中国IGBT下游应用结构分布情况



资料来源：Trendforce，中邮证券研究所

图表21：中国IGBT产量、需求量和自给率情况



资料来源：Yole，中邮证券研究所

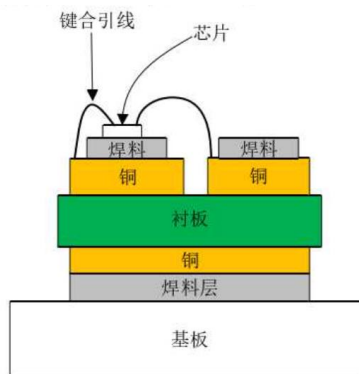
整合并购汉先科技（键合设备公司），进入封测环节，投资艾凯瑞思（划片机设备公司），进一步深化布局。IGBT封装测试产线主要包括划片、贴片、焊接、键合、测试五大主设备，公司以测试设备为基，逐步延伸到键合和划片机领域。

图表22：IGBT封装全过程



资料来源：《IGBT大功率模块高可靠封装技术研究》单文博，中邮证券研究所

图表23：IGBT模块内部结构



资料来源：《多参数IGBT在线监测系统设计》刘亚辉，中邮证券研究所

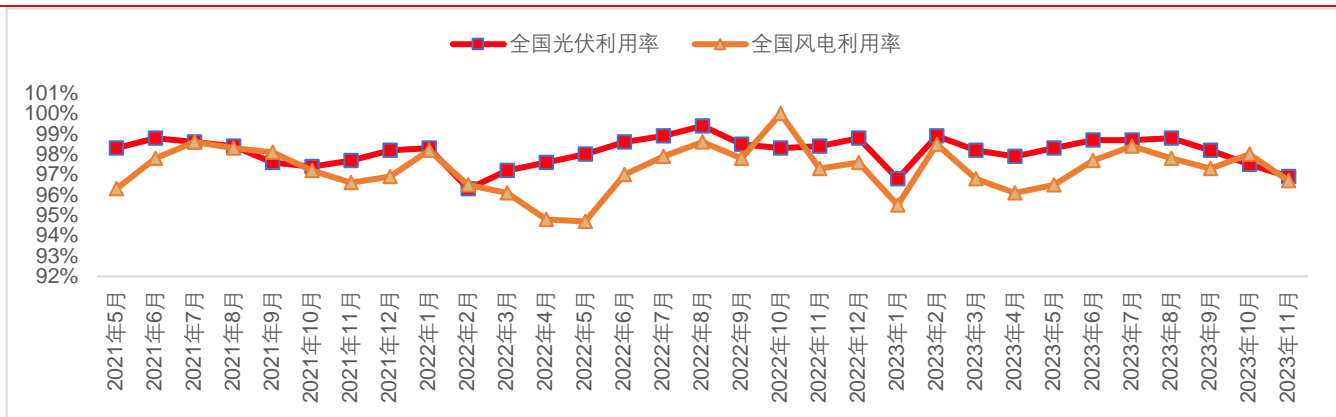
4 制氢和用氢景气度逐步提升

4.1 可再生能源为什么需要制氢

(1) 弃光弃风不可避免

不像化石能源自带储能，同时电力消费是一个实时平衡过程，因此单独风光发电大概率会发生弃风弃光现象。

图表24：全国弃光弃风情况

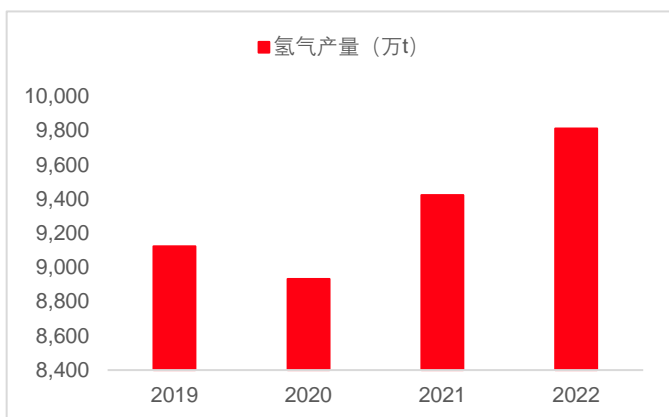


资料来源：全国新能源消纳监测预警中心，中邮证券研究所

(2) 双碳约束：绿氢真正帮助传统行业脱碳

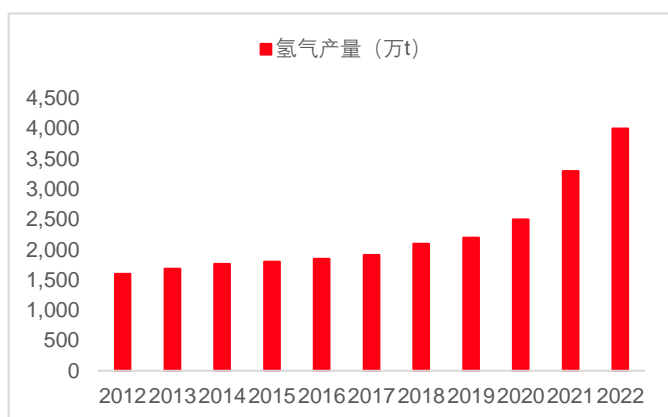
中国是全球最大的制氢国且增速领先。2019-2022 年全球和中国制氢 CAGR 分别为 2.5%、22.1%。中国氢能产业联盟预计到 2030 年碳达峰期间，我国氢气的年需求量将达到约 4000 万吨，在终端能源消费中占比约为 5%，其中可再生氢供给可达约 770 万吨。

图表25：全球历年氢气产量（万 t）



资料来源：IEA、M2 觅途咨询，中邮证券研究所

图表26：中国历年氢气产量（万 t）

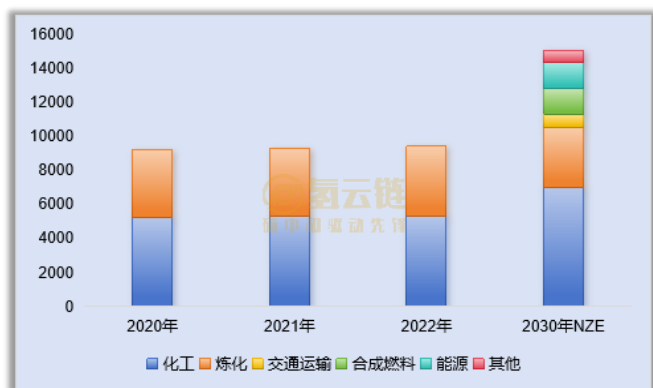


资料来源：中国煤炭工业协会、中国氢能联盟、M2 觅途咨询，中邮证券研究所

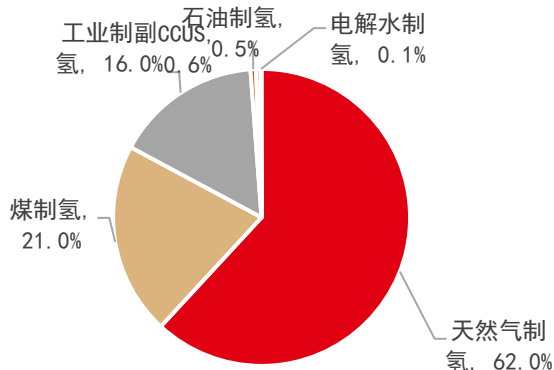
2022 年电解制氢产量同比+35%。根据 IEA 的《Global Hydrogen Review 2023》，低排放氢气仅占 0.7%，其中低排放氢气又以蓝氢为主，电解制氢占比仅 0.1%，真正的绿氢占比更少。

氢能新型应用（交通、发电等）占比 0.1%。原油炼化与化工为当下主要的氢气消费场景，根据 2050 全球净零排放的场景，则 2030 年氢气的需求预计将达 1.5 亿吨，其中 40%来自新应用领域。

图表27：各领域氢气使用情况（万 t）



图表28：2022 年全球制氢来源结构占比



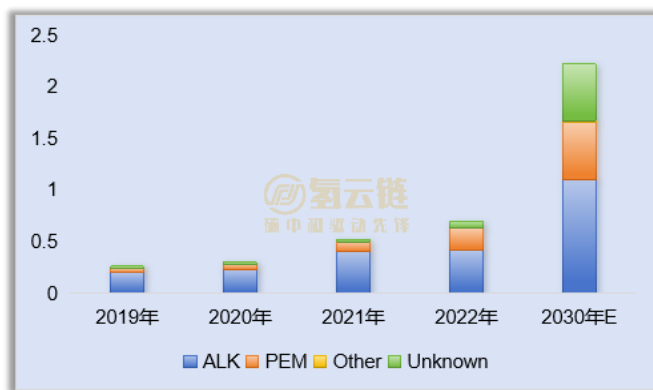
资料来源：IEA、氢云链，中邮证券研究所

注：2030 年 NZE 指的是 2050 年全球实现净零排放背景下 2030 年各应用场景的氢气使用情况
资料来源：IEA、M2 觅途咨询，中邮证券研究所

中国引领电解槽装机。根据 IEA 的《Global Hydrogen Review 2023》，2023 年全球电解槽装机量预计超 2GW，中国电解槽装机占全球容量的 50%。

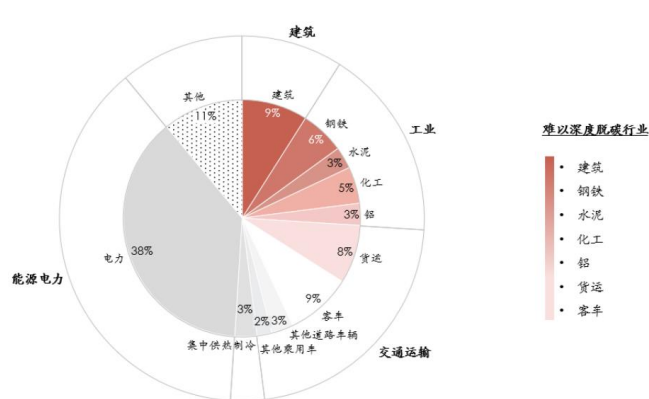
绿氢能帮助化工等传统高载能行业脱碳。

图表29：全球电解槽总装机量（GW）



资料来源：IEA、氢云链，中邮证券研究所

图表30：中国各行业碳排放占比



资料来源：M2 觅途咨询，中邮证券研究所

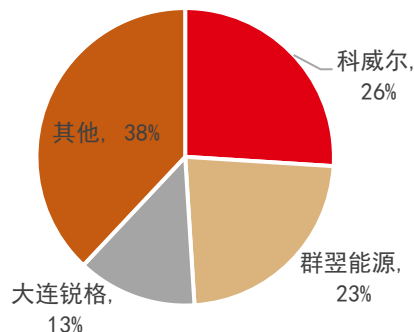
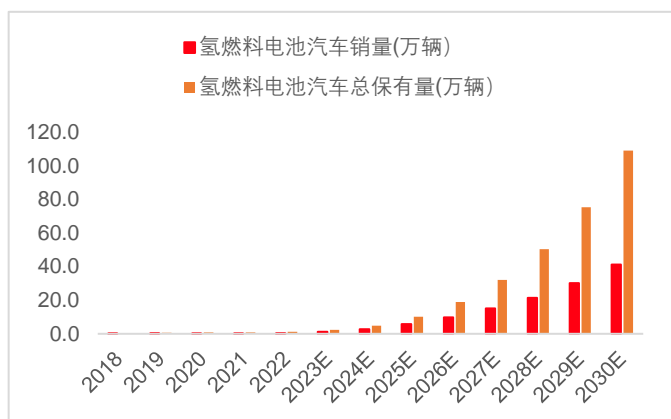
4.2 用氢：燃料电池汽车有望放量，科威尔市占率第一

中国燃料电池汽车有望加速放量，检测设备有望受益。根据国鸿氢能招股书转引弗若斯特沙利文预测，2022-2030 年中国氢燃料电池销量由 0.34 万辆增至 41.24 万辆，同期 CAGR 为 82.2%。根据势银燃料电池检测产业蓝皮书（2023）预测，2025 年中国用氢端测试设备市场规模 20 亿。

氢燃料电池检测行业集中度较高，科威尔 2022 年市占率第一。根据势银，2022 年氢燃料电池检测设备 CR3 为 62%，其中科威尔市占率 26%。

图表31：中国氢燃料电池汽车销量及保有量

图表32：2022 年检测设备企业市占率



资料来源：国鸿氢能招股书，中国汽车工业协会、弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

资料来源：势银燃料电池检测产业蓝皮书（2023），中邮证券研究所

5 盈利预测及投资评级

5.1 核心假设

测试电源业务：2022 年全年实现 1837 台测试电源销售。IPO 募投项目生产基地于 2023 年 4 月投产，达产后将实现高精度直流测试电源（5-30kW）产量 1000 台/年、高精度直流电子负载（5-30kW）产量 1000 台/年，并且今年定增成功，其中 1.55 亿扩产小功率测试电源产品至 7200 台/年，并计划 2 年后投产，公司测试电源业务未来有望持续高增。预计 2023-2025 年测试电源业务收入分别为 3.7、4.9、6.5 亿，同比增长 38.0%、34.0%、32.0%，市场格局较为稳定，预计毛利率分别为 55.5%、54.0%、53.0%。

氢能产品测试装备业务：绑定下游头部企业，受益氢能行业高增速，带动燃料电池和电解槽检测设备需求高增，IPO 募投生产基地建设项目于 2023 年 4 月投产，产能逐步达产后将实现燃料电池系统测试系统产量 20 台/年，大功率燃料电池电堆测试系统（30kW 以上）产量 40 台/年，预计 2023-2025 年公司氢能产品检测装备业务收入分别为 1.1、1.9、3.1 亿，同比增长 35%、75%、60%，2023 年起随着制氢和用氢行业起量，利润逐步恢复并维持相对稳定，预计毛利率分别为 40.0%、40.0%、40.0%。

功率半导体测试及智能制造装备业务：逐步进入下游 IGBT 头部企业，IPO 募投生产基地建设项目于 2023 年 4 月完成建设实现生产，产能逐步达产后将实现 IGBT 动态测试系统产量 20 台/年和 IGBT 静态测试系统产量 20 台/年。预计 2023-2025 年公司功率半导体测试业务收入分别为 0.5、0.8、1.2 亿，同比增长 120%、65%、40%，随着键合机等部分装备自供后，毛利率将有所维持，预计毛利率分别为 45.0%、42.0%、40.0%。

费用率假设：随着公司收入快速增长，预计销售、管理和研发费用率将逐步下降，预计2023-2025年公司销售、管理、研发费用率分别为11.0%、10.0%、9.5%；10.0%、10.0%、10.0%、17.0%、16.5%、15.0%。

图表33：分业务假设（百万元）

年份	2021	2022	2023E	2024E	2025E
测试电源					
收入	170.21	266.14	367.27	492.14	649.62
YOY		56.35%	38.0%	34.0%	32.0%
成本	81.17	120.31	163.43	226.38	305.32
YOY		48.22%	35.85%	38.52%	34.87%
毛利	89.04	145.83	203.83	265.76	344.30
毛利率(%)	52.31%	54.79%	55.5%	54.0%	53.0%
半导体测试设备					
收入	16.46	22.82	50.21	82.85	115.99
YOY		38.68%	120.0%	65.0%	40.0%
成本	10.44	18.96	27.62	48.05	69.60
YOY		81.58%	45.66%	74.00%	44.83%
毛利	6.02	3.86	22.60	34.80	46.40
毛利率(%)	36.6%	16.9%	45.0%	42.0%	40.0%
氢能					
收入	59.83	82.35	111.18	194.56	311.30
YOY		37.64%	35.0%	75.0%	60.0%
成本	28.31	46.86	66.71	116.74	186.78
YOY		65.55%	42.34%	75.00%	60.00%
毛利	31.52	35.49	44.47	77.82	124.52
毛利率(%)	52.69%	43.09%	40.0%	40.0%	40.0%
其他					
收入	1.02	3.83	3.83	3.83	3.83
YOY		275.90%			
成本	0.30	2.10	2.10	2.10	2.10
YOY		595.83%			
毛利	0.72	1.73	1.73	1.73	1.73
毛利率(%)	70.4%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

5.2 主要财务数据预测

我们预测公司2023-2025年营业收入分别为5.3/7.7/10.8亿元，归母净利润分别为1.1/1.6/2.3亿元，三年归母净利润CAGR为45.1%，以当前总股本0.84亿股计算的摊薄EPS为1.3/1.9/2.7元/股。

5.3 估值与评级

公司当前股价（2024 年 2 月 21 日）对 2023-2025 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 38/26/18 倍。我们选择爱科赛博、普源精电、华峰测控作为参考，参考可比公司估值，考虑氢能放量，首次覆盖给予“买入”评级。

图表34：估值与评级

公司代码	公司名称	收盘价	EPS				净利润	PE				市值
		2024/2/22	22A	23E	24E	25E	CAGR	22A	23E	24E	25E	亿元
688719.SH	爱科赛博	51.50	1.12	1.71	2.74	3.69	34.35%	46	30	19	14	42
688337.SH	普源精电	37.43	0.83	0.70	1.06	1.55	33.83%	45	53	36	24	69
688200.SH	华峰测控	83.08	5.77	2.87	3.72	4.56	25.69%	14	30	23	19	112
	平均值	57.34	2.57	1.76	2.50	3.27	31.29%	35	38	26	19	75
688551.SH	科威尔	49.42	0.74	1.30	1.89	2.73	45.08%	67	38	26	18	41

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：可比公司取自 iFind 一致预期

6 风险因素

- 1、测试电源市场开拓不及预期，公司拓展小功率测试电源和渠道建设，若市场开拓不及预期，则对公司的业绩形成压力；
- 2、市场竞争加剧的风险，国产替代过程中可能会逐步产生激烈的竞争，可能对公司的盈利产生影响；
- 3、氢能行业景气度不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	375.14	532.49	773.38	1,080.74	营业收入	51.56%	41.94%	45.24%	39.74%
营业成本	188.23	259.86	393.27	563.80	营业利润	14.82%	80.79%	44.23%	44.35%
税金及附加	3.73	5.75	8.09	11.33	归属于母公司净利润	9.33%	74.56%	45.68%	44.48%
销售费用	43.48	58.57	77.34	102.67	获利能力				
管理费用	39.16	53.25	77.34	108.07	毛利率	49.82%	51.20%	49.15%	47.83%
研发费用	76.72	90.52	127.61	162.11	净利率	16.59%	20.40%	20.46%	21.15%
财务费用	-13.18	0.00	0.00	0.00	ROE	6.05%	8.38%	10.88%	13.58%
资产减值损失	-1.80	-1.00	-1.00	-1.00	ROIC	3.68%	8.06%	10.48%	13.15%
营业利润	62.63	113.23	163.31	235.74	偿债能力				
营业外收入	0.11	0.00	0.00	0.00	资产负债率	24.25%	4.12%	3.69%	3.21%
营业外支出	0.10	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.71	29.54	32.83	38.39
利润总额	62.64	113.23	163.31	235.74	营运能力				
所得税	1.80	5.93	7.29	10.50	应收账款周转率	2.73	6.51	-103.12	-86.46
净利润	60.85	107.30	156.03	225.25	存货周转率	2.83	6.22	-515.59	-432.30
归母净利润	62.22	108.62	158.24	228.61	总资产周转率	0.30	0.39	0.54	0.67
每股收益(元)	0.74	1.30	1.89	2.73	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.74	1.30	1.89	2.73
货币资金	568.82	922.56	1,050.37	1,261.85	每股净资产	12.29	15.48	17.37	20.10
交易性金融资产	170.58	170.58	170.58	170.58	估值比率				
应收票据及应收账款	188.19	-5.00	-10.00	-15.00	PE	66.50	38.10	26.15	18.10
预付款项	2.78	0.00	0.00	0.00	PB	4.02	3.19	2.84	2.46
存货	172.31	-1.00	-2.00	-3.00	现金流量表				
流动资产合计	1,172.08	1,093.19	1,215.00	1,420.48	净利润	60.85	107.30	156.03	225.25
固定资产	137.01	163.51	182.39	195.45	折旧和摊销	16.50	22.86	27.26	31.07
在建工程	3.15	16.57	23.29	21.64	营运资本变动	-81.76	147.14	0.00	0.00
无形资产	22.07	29.32	37.21	45.58	其他	-5.22	-19.04	-29.43	-40.17
非流动资产合计	187.72	259.19	293.41	313.17	经营活动现金流净	-9.63	258.26	153.86	216.14
资产总计	1,359.80	1,352.38	1,508.41	1,733.65	资本开支	-58.84	-70.24	-60.09	-49.07
短期借款	30.01	30.01	30.01	30.01	其他	215.15	1.11	34.04	44.42
应付票据及应付账款	195.37	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净	156.30	-69.13	-26.05	-4.66
其他流动负债	90.68	6.99	6.99	6.99	股权融资	4.24	188.92	0.00	0.00
流动负债合计	316.06	37.01	37.01	37.01	债务融资	30.00	0.43	0.00	0.00
其他	13.64	18.73	18.73	18.73	其他	-24.06	-24.78	0.00	0.00
非流动负债合计	13.64	18.73	18.73	18.73	筹资活动现金流净	10.17	164.57	0.00	0.00
负债合计	329.70	55.73	55.73	55.73	现金及现金等价物净	156.84	353.73	127.81	211.48
股本	80.24	83.42	83.42	83.42					
资本公积金	765.41	951.15	951.15	951.15					
未分配利润	158.76	221.40	355.91	550.23					
少数股东权益	1.34	0.02	-2.18	-5.55					
其他	24.35	40.64	64.38	98.67					
所有者权益合计	1,030.11	1,296.65	1,452.67	1,677.92					
负债和所有者权益总计	1,359.80	1,352.38	1,508.41	1,733.65					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048