



科威尔 (688551.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩实现高增，氢能、小功率双驱动

业绩简评

4月14日公司发布2023年报，2023年全年实现营收5.29亿元，同比+41%；实现归母净利润1.17亿元，同比+88.14%，高于此前业绩预告上限的1.15亿元。其中，Q4实现营收1.74亿元，同比+42.84%；归母净利润0.42亿元，同比+145.95%。

经营分析

分业务板块看：1) 测试电源：收入3.61亿元，同比+35.82%，其中产品下游的新能源发电和电动车辆领域均贡献1.81亿元收入，主要系下游光伏、储能等保持高景气，技术迭代需求带动公司销售规模持续高增长；2) 氢能：收入1.12亿元，同比+35.97%，主要系公司布局上游制氢和下游燃料电池测试产品，受行业政策面加持、燃料电池行业以及电解槽的需求高增带动；3) 功率半导体：收入0.53亿元，同比+134.32%，已布局SiC相关研发及产线动静态测试设备，并获得国际头部客户认可，形成示范效应。

产品升级带动利润率回升，坚持高研发投入创新。2023年公司实现毛利率53.87%，同比上升3.05pct；研发费用为8233万元，占营收比例15.56%。小功率测试电源推出四大系列，氢能实现上下游双线布局，功率模块获得头部客户认可；大功率测试电源升级，标准化设计及SiC器件将提升产品性能并带动了利润率回升。

氢能业务受行业爆发带动，分销渠道完成小功率将迎放量。1) 氢能业务客户覆盖头部公司，受益于燃料电池与电解槽需求爆发。用氢端：燃料电池汽车受目标压力、补贴下发和平价影响，今年有望翻倍增长，带动测试设备需求；制氢端：产品实现ALK、PEM和AEM电解槽测试系统全覆盖，将受今年电解槽招标放量高增带动。2) 小功率测试电源公司分销渠道已基本构建完成，将借助分销商的渠道优势，拓展更多新的下游应用领域，小功率将迎放量，并于2023年12月，公司募集资金1.88亿元拓展小功率测试电源产能。

盈利预测、估值与评级

公司产品升级带来利润率回升，小功率测试电源和氢能测试装备双板块的突破将成为公司重要成长点，2024-2026年归母净利润为1.55/2.11/2.84亿元，对应的EPS分别为1.84/2.52/3.39元，PE分别为24/17.59/13.04倍，维持“买入”评级。

风险提示

新产品开发进度不及预期；原材料供应风险；下游行业发展和政策不及预期；市场竞争加剧和产品毛利率下降。

氢能组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

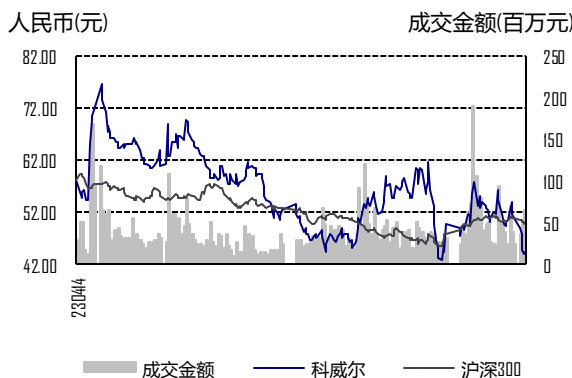
联系人：唐雪琪

tangxueqi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：44.25元

相关报告：

- 《科威尔公司点评：业绩持续兑现，氢能和功率双增长》，2023.10.29
- 《科威尔公司点评：利润率持续提升，氢能板块高速增长》，2023.8.26
- 《科威尔公司深度研究：专精测试设备，布局高景气赛道》，2023.7.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	375	529	755	1,056	1,456
营业收入增长率	51.56%	41.00%	42.79%	39.84%	37.84%
归母净利润(百万元)	62	117	155	211	284
归母净利润增长率	9.33%	88.14%	32.01%	36.41%	34.87%
摊薄每股收益(元)	0.775	1.403	1.844	2.516	3.393
每股经营性现金流净额	-0.12	1.02	1.45	1.61	2.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.05%	8.93%	10.92%	13.38%	15.71%
P/E	62.93	40.69	24.00	17.59	13.04
P/B	3.81	3.64	2.62	2.35	2.05

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	248	375	529	755	1,056	1,456
增长率		51.6%	41.0%	42.8%	39.8%	37.8%
主营业务成本	-120	-188	-244	-350	-500	-701
%销售收入	48.6%	50.2%	46.1%	46.4%	47.3%	48.2%
毛利	127	187	285	405	556	754
%销售收入	51.4%	49.8%	53.9%	53.6%	52.7%	51.8%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-6	-9	-12
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
销售费用	-26	-43	-57	-76	-100	-135
%销售收入	10.4%	11.6%	10.7%	10.0%	9.5%	9.3%
管理费用	-25	-39	-51	-70	-97	-132
%销售收入	10.3%	10.4%	9.6%	9.3%	9.2%	9.1%
研发费用	-47	-77	-82	-106	-143	-189
%销售收入	19.0%	20.5%	15.6%	14.0%	13.5%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	27	24	90	147	207	286
%销售收入	10.7%	6.4%	17.0%	19.5%	19.6%	19.6%
财务费用	3	13	15	13	10	8
%销售收入	-1.3%	-3.5%	-2.9%	-1.7%	-1.0%	-0.6%
资产减值损失	-6	-7	-6	-3	-2	0
公允价值变动收益	-1	-1	0	0	1	1
投资收益	19	10	3	5	5	5
%税前利润	32.5%	16.2%	2.7%	3.1%	2.2%	1.7%
营业利润	55	63	126	162	222	300
营业利润率	22.0%	16.7%	23.9%	21.5%	21.0%	20.6%
营业外收支	5	0	-1	1	1	1
税前利润	60	63	125	163	223	301
利润率	24.2%	16.7%	23.7%	21.6%	21.1%	20.7%
所得税	-3	-2	-9	-9	-12	-17
所得税率	5.3%	2.9%	7.3%	5.5%	5.5%	5.5%
净利润	57	61	116	154	211	284
少数股东损益	0	-1	-1	-1	0	0
归属于母公司的净利润	57	62	117	155	211	284
净利率	23.0%	16.6%	22.1%	20.5%	20.0%	19.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	57	61	116	154	211	284
少数股东损益	0	-1	-1	-1	0	0
非现金支出	16	24	24	28	36	44
非经营收益	-23	-12	-4	-2	0	7
营运资金变动	-38	-82	-51	-59	-112	-147
经营活动现金净流	12	-10	85	121	135	188
资本开支	-44	-59	-84	-75	-54	-45
投资	125	205	-12	-2	-2	-3
其他	20	10	3	5	5	5
投资活动现金净流	101	156	-93	-71	-51	-43
股权募资	0	4	192	0	0	0
债权募资	0	30	3	64	145	210
其他	-21	-24	-37	-53	-58	-64
筹资活动现金净流	-21	14	158	10	87	146
现金净流量	92	157	151	60	172	291

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	378	569	734	778	921	1,182
应收款项	143	222	297	407	536	734
存货	93	172	229	266	359	448
其他流动资产	413	209	212	236	267	307
流动资产	1,028	1,172	1,472	1,688	2,083	2,671
%总资产	89.5%	86.2%	84.9%	83.2%	84.2%	86.3%
长期投资	0	5	5	5	5	5
固定资产	89	140	203	261	293	311
%总资产	7.7%	10.3%	11.7%	12.9%	11.8%	10.1%
无形资产	16	29	27	30	33	35
非流动资产	120	188	261	341	391	424
%总资产	10.5%	13.8%	15.1%	16.8%	15.8%	13.7%
资产总计	1,148	1,360	1,733	2,029	2,475	3,095
短期借款	4	33	34	96	241	451
应付款项	113	206	253	359	448	558
其他流动负债	45	77	113	121	167	226
流动负债	163	316	400	577	856	1,235
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	14	23	38	44	51
负债	177	330	423	614	900	1,286
普通股股东权益	968	1,029	1,310	1,415	1,575	1,809
其中：股本	80	80	84	84	84	84
未分配利润	122	159	234	338	499	733
少数股东权益	3	1	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,148	1,360	1,733	2,029	2,475	3,095

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.711	0.775	1.403	1.844	2.516	3.393
每股净资产	12.103	12.821	15.707	16.880	18.796	21.589
每股经营现金净流	0.150	-0.120	1.023	1.450	1.613	2.243
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.600	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	5.88%	6.05%	8.93%	10.92%	13.38%	15.71%
总资产收益率	4.96%	4.58%	6.75%	7.62%	8.52%	9.19%
投入资本收益率	2.58%	2.18%	6.21%	9.21%	10.80%	11.95%
增长率						
主营业务收入增长率	52.34%	51.56%	41.00%	42.79%	39.84%	37.84%
EBIT增长率	-31.06%	-10.45%	278.46%	63.27%	40.92%	37.71%
净利润增长率	5.33%	9.33%	88.14%	32.01%	36.41%	34.87%
总资产增长率	12.91%	18.47%	27.47%	17.04%	21.98%	25.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	134.0	133.5	136.6	155.0	145.0	145.0
存货周转天数	207.6	257.4	299.9	280.0	265.0	235.0
应付账款周转天数	144.8	130.8	145.4	180.0	140.0	110.0
固定资产周转天数	85.8	133.3	114.7	105.9	85.3	65.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-77.87%	-68.58%	-66.40%	-60.31%	-54.11%	-49.98%
EBIT利息保障倍数	-8.2	-1.8	-5.9	-11.8	-20.5	-35.1
资产负债率	15.41%	24.25%	24.39%	30.28%	36.36%	41.56%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	10	17	25
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究