



## 增持（维持）

所属行业：电力设备/其他电源设备 II  
当前价格(元)：43.50

### 证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

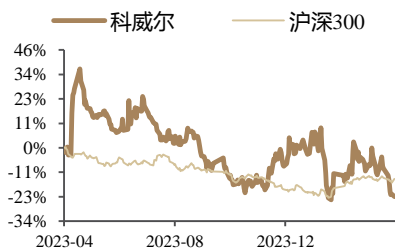
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

### 联系人

刘正

邮箱：liuzheng3@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.47	-12.25	-20.81
相对涨幅(%)	-13.10	-17.72	-28.87

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1. 《科威尔(688551.SH)：下游行业高景气，三大产品线齐头并进》，2024.1.16

# 科威尔(688551.SH)：三大业务稳步增长，产品矩阵+销售渠道逐步完善

## 投资要点

- 事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营收 5.3 亿元，同比+41.0%，归母净利润 1.17 亿元，同比+88.1%。
- 盈利能力显著增强，持续加大研发投入。**2023 年公司毛利率、净利率分别达到 53.87%、21.93%，较 2022 年分别同比提升 4.05pct、5.71pct。23Q4 公司实现营业收入 1.74 亿元，同比+42.8%，实现归母净利润 0.42 亿元，同比+146.0%。研发方面，2023 年公司全年研发费用达 8232.9 万元，同比+7.3%，占营业收入的 15.6%；此外由于公司整体规模扩大，积极开展分销渠道建设等因素，管理费用、销售费用均出现明显增长，管理费用为 5102.4 万元（同比+30.3%），销售费用为 5677.1 万元（同比+30.6%）。
- 三大板块毛利率均显著提高。**分业务来看：（1）测试电源：受益光伏、储能市场高景气度，市场需求旺盛，公司销售规模持续高速增长，23 年实现收入 3.6 亿元，同比增长 35.8%，毛利率为 55.7%，同比提升 0.9pct。（2）氢能：燃料电池行业需求回暖，同时制氢端需求爆发，公司在制氢环节已推出功率范围覆盖 500W-5MW，兼容 ALK、PEM 和 AEM 的电解槽测试系统等产品系列，23 年氢能业务实现收入 1.1 亿元，同比+36.0%，毛利率 46.9%，同比提升 3.8pct。（3）功率半导体：虽然硅基的功率模块测试需求下滑，但是市场对 SiC 的投资热度不减，公司已布局 SiC 相关的研发及产线动静态测试设备，并获得国际头部客户的认可，23 年功率半导体业务实现营收 0.53 亿元，同比+134.3%，毛利率达 54.6%，较 22 年提升 37.7pct。
- 丰富产品矩阵，拓展销售渠道。**在大功率测试电源方面，23 年公司率先采用 SiC 功率器件的结构设计，提升产品标准化，适用于光储充、新能源汽车“三电”测试等多个场景，极大地提升了产品性能。在小功率测试电源领域推出四大系列产品，2023 年 12 月，公司首次再融资项目募集资金 1.88 亿元，主要用于“小功率测试电源系列产品扩产项目”，预计将进一步扩大小功率测试电源产品的生产能力。销售方面，除强化原有的直销业务外，公司加大分销渠道的建设，已初步完成国内主要经济区域分销商的覆盖，市场开拓能力再度增强。
- 投资建议与估值：**预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 6.66 亿元、9.48 亿元、13.21 亿元，营收增速分别达到 25.9%、42.3%、39.4%，归母净利润分别为 1.48 亿元、1.92 亿元、2.64 亿元，净利润增速分别达到 26.8%、29.2%、37.8%，维持“增持”投资评级。
- 风险提示：**主要产品毛利率下降风险，原材料供应及价格上涨的风险，应收账款持续增加导致坏账风险

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	83.80		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	80.69	营业收入(百万元)	375	529	666	948	1,321
52 周内股价区间(元):	42.66-77.22	(+/-)YOY(%)	51.6%	41.0%	25.9%	42.3%	39.4%
总市值(百万元):	3,645.48	净利润(百万元)	62	117	148	192	264
总资产(百万元):	1,733.31	(+/-)YOY(%)	9.3%	88.1%	26.8%	29.2%	37.8%
每股净资产(元):	15.64	全面摊薄 EPS(元)	0.74	1.40	1.77	2.29	3.15
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	49.8%	53.9%	52.6%	51.8%	51.6%
		净资产收益率(%)	6.0%	8.9%	10.2%	12.0%	14.6%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.45	1.77	2.29	3.15
每股净资产	15.71	17.41	19.10	21.54
每股经营现金流	1.02	1.64	1.85	1.39
每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	39.38	24.56	19.00	13.79
P/B	3.64	2.50	2.28	2.02
P/S	6.89	5.47	3.84	2.76
EV/EBITDA	31.87	21.22	14.93	10.79
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	53.9%	52.6%	51.8%	51.6%
净利润率	21.9%	22.0%	19.9%	19.8%
净资产收益率	8.9%	10.2%	12.0%	14.6%
资产回报率	6.8%	7.6%	8.0%	9.9%
投资回报率	7.5%	7.1%	9.1%	11.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	41.0%	25.9%	42.3%	39.4%
EBIT 增长率	165.9%	1.2%	43.1%	41.6%
净利润增长率	88.1%	26.8%	29.2%	37.8%
偿债能力指标				
资产负债率	24.4%	25.2%	33.4%	32.7%
流动比率	3.7	3.5	2.6	2.7
速动比率	3.0	2.9	2.0	2.0
现金比率	1.8	1.8	1.1	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	134.7	130.0	120.0	110.0
存货周转天数	295.8	250.0	230.0	230.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5
固定资产周转率	3.2	2.9	3.4	4.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	117	148	192	264
少数股东损益	-1	-2	-3	-3
非现金支出	24	25	31	36
非经营收益	-4	-25	-22	-29
营运资金变动	-51	-9	-43	-152
经营活动现金流	85	137	155	117
资产	-84	-83	-80	-70
投资	-12	0	0	0
其他	3	25	22	30
投资活动现金流	-93	-58	-58	-41
债权募资	3	17	17	12
股权募资	192	0	0	0
其他	-37	-1	-51	-62
融资活动现金流	158	16	-35	-50
现金净流量	151	95	62	26

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 15 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	529	666	948	1,321
营业成本	244	316	457	639
毛利率%	53.9%	52.6%	51.8%	51.6%
营业税金及附加	5	6	9	12
营业税金率%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
营业费用	57	77	107	145
营业费用率%	10.7%	11.6%	11.3%	11.0%
管理费用	51	67	93	128
管理费用率%	9.6%	10.0%	9.8%	9.7%
研发费用	82	123	173	238
研发费用率%	15.6%	18.5%	18.3%	18.0%
EBIT	109	110	158	224
财务费用	-15	-15	-16	-18
财务费用率%	-2.9%	-2.2%	-1.7%	-1.3%
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	3	25	22	30
营业利润	126	151	198	272
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	125	151	198	272
EBITDA	128	135	189	260
所得税	9	5	9	11
有效所得税率%	7.3%	3.0%	4.4%	4.0%
少数股东损益	-1	-2	-3	-3
归属母公司所有者净利润	117	148	192	264

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	734	828	891	917
应收账款及应收票据	248	286	431	485
存货	229	210	375	442
其它流动资产	261	304	331	422
流动资产合计	1,472	1,628	2,028	2,266
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	166	231	281	314
在建工程	37	24	17	13
无形资产	22	29	35	40
非流动资产合计	261	321	371	406
资产总计	1,733	1,949	2,398	2,671
短期借款	33	50	66	78
应付票据及应付账款	241	269	495	470
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	126	150	218	303
流动负债合计	400	469	779	851
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	23	23	23	23
非流动负债合计	23	23	23	23
负债总计	423	491	802	874
实收资本	84	84	84	84
普通股股东权益	1,310	1,459	1,601	1,805
少数股东权益	0	-1	-4	-7
负债和所有者权益合计	1,733	1,949	2,398	2,671

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。