



科威尔 (688551.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

利润短期承压，回购彰显成长信心

业绩简评

8月25日公司发布2024年中报，24H1实现营收2.54亿元，同比+15.54%；实现归母净利润4,185.39万元，同比-16.57%。其中，Q2实现营收1.43亿元，同比+16.46%，环比+28.59%；归母净利润0.23亿元，同比-16.11%，环比+29.11%。

经营分析

分业务板块看：1) 测试电源：收入1.99亿元，同比+20.30%，产品下游主要服务光储和新能源汽车行业领域，技术迭代需求带动公司收入持续增长，但行业增速有所回落；2) 氢能：收入0.46亿元，同比+18.18%，主要系公司布局上游制氢和下游燃料电池测试产品，受氢能行业政策加持和需求增长带动；3) 功率半导体：收入0.08亿元，同比下降48.30%，由于新能源汽车和光伏产业竞争加剧、“去库存”等因素，功率半导体市场增速有所下降，导致公司功率半导体业务的进展放缓。24Q2起随着产业链库存出清、需求进一步复苏，行业景气度有望继续上行，带动公司业务回升。

公司业务利润承压，回购彰显成长信心。24H1公司实现毛利率50.38%，同比下滑4.93pct。公司业务基本盘集中于光储和新能源汽车领域，目前下游行业处于产能过剩的出清阶段，资本开支缩减，压力传导至设备企业致使公司利润承压。公司于8月25日发布公告，拟以自有资金2000万元-3000万元回购，回购价格不超过42元/股。以回购价格上限测算，回购股份数量为47.62万股-71.43万股，占总股本比例0.57%-0.85%，彰显公司未来成长信心。

氢能行业资本开支持续扩张带动需求，小功率拓展渠道逐步放量。

1) 氢能业务24H1毛利率达49.24%，环比上升2.32pct，行业资本开支持续扩张带动需求。用氢端：燃料电池汽车24M1-7实现产销同比增长30-40%，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，73.6万吨已开工绿氢项目待电解槽招标，带动相关设备需求。2) 小功率测试电源公司分销渠道已基本构建完成，将拓展更多新的下游应用领域，逐步迎放量。

盈利预测、估值与评级

公司利润短期承压，回购彰显成长信心，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1.25/1.63/2.10亿元，对应的EPS分别为1.50/1.95/2.50元，PE分别为29.56/22.71/17.68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。

国金证券研究所

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

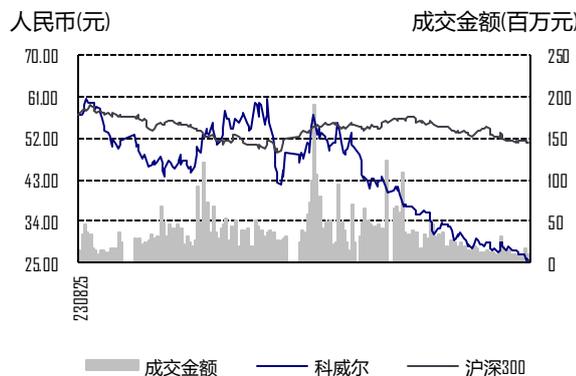
联系人：唐雪琪

tangxueqi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.45元

相关报告：

- 《科威尔公司点评：业绩实现高增，氢能、小功率双驱动》，2024.4.15
- 《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



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	701	936	1,241
营业收入增长率	51.56%	41.00%	32.57%	33.50%	32.58%
归母净利润(百万元)	62	117	125	163	210
归母净利润增长率	9.33%	88.14%	7.17%	30.18%	28.41%
摊薄每股收益(元)	0.775	1.403	1.497	1.949	2.503
每股经营性现金流净额	-0.12	1.02	1.37	1.30	1.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.05%	8.93%	9.05%	10.90%	12.65%
P/E	62.93	40.69	29.56	22.71	17.68
P/B	3.81	3.64	2.68	2.47	2.24

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	701	936	1,241
增长率		51.6%	41.0%	32.6%	33.5%	32.6%
主营业务成本	-120	-188	-244	-346	-470	-635
%销售收入	48.6%	50.2%	46.1%	49.3%	50.2%	51.1%
毛利	127	187	285	356	466	606
%销售收入	51.4%	49.8%	53.9%	50.7%	49.8%	48.9%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-6	-8	-10
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
销售费用	-26	-43	-57	-70	-89	-115
%销售收入	10.4%	11.6%	10.7%	10.0%	9.5%	9.3%
管理费用	-25	-39	-51	-65	-86	-113
%销售收入	10.3%	10.4%	9.6%	9.3%	9.2%	9.1%
研发费用	-47	-77	-82	-98	-126	-161
%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	116	157	207
%销售收入	10.7%	6.4%	17.0%	16.6%	16.8%	16.7%
财务费用	3	13	15	13	10	8
%销售收入	-1.3%	-3.5%	-2.9%	-1.8%	-1.1%	-0.6%
资产减值损失	-6	-7	-6	-3	-1	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%	3.8%	2.9%	2.3%
营业利润	55	63	126	131	172	221
营业利润率	22.0%	16.7%	23.9%	18.7%	18.3%	17.8%
营业外收支	5	0	-1	1	1	1
税前利润	60	63	125	132	173	222
利润率	24.2%	16.7%	23.7%	18.9%	18.5%	17.9%
所得税	-3	-2	-9	-7	-9	-12
所得税率	5.3%	2.9%	7.3%	5.5%	5.5%	5.5%
净利润	57	61	116	125	163	210
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	125	163	210
净利率	23.0%	16.6%	22.1%	17.9%	17.4%	16.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	57	61	116	125	163	210
少数股东损益	0	-1	-1	-1	0	0
非现金支出	16	24	24	28	36	43
非经营收益	-23	-12	-4	-2	-1	5
营运资金变动	-38	-82	-51	-35	-89	-112
经营活动现金净流	12	-10	85	115	109	146
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	38	122	187
其他	-21	-24	-37	-53	-56	-62
筹资活动现金净流	-21	10	158	-15	66	125
现金净流量	92	157	151	28	124	227

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	378	569	734	746	841	1,039
应收款项	143	222	297	378	475	626
存货	93	172	229	263	338	405
其他流动资产	413	209	212	232	258	290
流动资产	1,028	1,172	1,472	1,619	1,912	2,360
%总资产	89.5%	86.2%	84.9%	82.6%	83.0%	84.8%
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%	13.3%	12.7%	11.2%
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%	17.4%	17.0%	15.2%
资产总计	1,148	1,360	1,733	1,960	2,304	2,784
短期借款	4	33	34	70	192	379
应付款项	113	206	253	354	421	505
其他流动负债	45	77	113	113	150	196
流动负债	163	316	400	538	764	1,079
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	14	23	37	42	47
负债	177	330	423	575	806	1,127
普通股股东权益	968	1,029	1,310	1,386	1,499	1,658
其中：股本	80	80	84	84	84	84
未分配利润	122	159	234	309	422	582
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	1,960	2,304	2,784

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.711	0.775	1.403	1.497	1.949	2.503
每股净资产	12.103	12.821	15.707	16.533	17.882	19.785
每股经营现金净流	0.150	-0.120	1.023	1.372	1.300	1.740
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%	9.05%	10.90%	12.65%
总资产收益率	4.96%	4.58%	6.75%	6.40%	7.09%	7.53%
投入资本收益率	2.58%	2.18%	6.21%	7.54%	8.76%	9.59%
增长率						
主营业务收入增长率	52.34%	51.56%	41.00%	32.57%	33.50%	32.58%
EBIT 增长率	-31.06%	-10.45%	278.46%	28.89%	34.95%	31.86%
净利润增长率	5.33%	9.33%	88.14%	7.17%	30.18%	28.41%
总资产增长率	12.91%	18.47%	27.47%	13.09%	17.53%	20.85%
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	114.0	96.3	76.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-77.87%	-68.58%	-66.40%	-61.13%	-54.80%	-50.25%
EBIT 利息保障倍数	-8.2	-1.8	-5.9	-9.2	-15.3	-26.1
资产负债率	15.41%	24.25%	24.39%	29.33%	34.97%	40.46%

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	1	1	3	25
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.50	1.25	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