

# 科威尔 (688551.SH)

买入 (维持评级)

## 短期业绩承压，平台化多产品注入增长信心

当前价格: 24.85 元

### 投资要点:

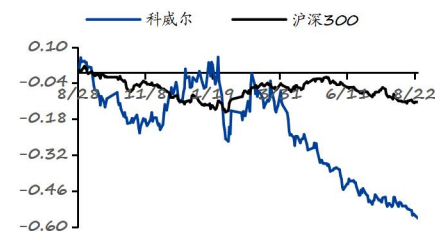
### 基本数据

► **事件:** 公司 24H1 实现营收 2.54 亿元 (同比+15.5%)，归母净利润 0.42 亿元 (同比-16.6%)，扣非归母净利润 0.38 亿元 (同比-15.0%)。单季度来看，公司 24Q2 实现营收 1.43 亿元 (同比+16.46%)，归母净利润 0.24 亿元 (同比-16.2%)，扣非归母净利润 0.22 亿元 (同比-11.8%)。

总股本/流通股(百万股)	84.02/84.02
流通 A 股市值(百万元)	2,088.00
每股净资产(元)	15.55
资产负债率(%)	22.98
一年内最高/最低价(元)	62.50/24.60

► **订单预期怎么看:** ①**测试电源板块收入 1.99 亿元,同比增长 20.3%。**主要下游为电动车和光储领域，行业产能相对过剩，格局内卷加剧，影响客户研发节奏及投入。展望下半年，随着光伏产业链价格持续走低，行业加速出清后格局改善，光储需求仍将释放。且公司加强小功率产品的分销，渠道增量有望逐渐显现。②**氢能板块收入 0.46 亿元,同比增长 18.2%。**公司在制氢环节已推出覆盖 500W-5MW，兼容 ALK、PEM 和 AEM 的系列电解槽测试系统，实现氢能板块业绩增长。展望下半年，随着国内绿氢项目加速落地，海外市场需求快速增长。③**功率半导体板块收入 0.08 亿元,同比下降 48.3%。**由于光储充电等领域竞争加剧，行业去库存影响功率半导体市场需求。展望下半年，随着产业链进一步库存去化，终端需求持续复苏，行业有望开启新一轮加库周期。

### 一年内股价相对走势



► **盈利能力怎么看:** 公司 24H1 毛利率 50.4%，同比下滑 4.9pct，净利率 16.2%，同比下滑 6.3pct。24H1 期间费用率为 37.66%，同比增长 1.93pct，其中销售费用同比增长 52.6%，主要原因系样机费等市场推广费及差旅费等费用增加。展望下半年，样机推广等费用在前期一次性投入，后续费用逐渐减少，待新建产线全面投产后，规模效应逐渐显现，将有效降低单位成本。

### 团队成员

分析师: 邓伟(S0210522050005)  
DW3787@hfzq.com.cn

► **核心竞争力怎么看: 横向拓展+纵深经营=平台化技术壁垒。**公司以电源产品线为核心，通过系列化、标准化，未来将进入半导体设备、汽车电子、医疗等领域，上半年推出和发布了 A2000 系列、G6000 系列、S7200 系列等多款新品。公司以氢能和功率半导体产品线为战略重点，拓宽客户覆盖面，提供更全面的测试能力、更完整的解决方案。公司具备先发优势，将通过平台化、标准化、渠道化不断筑牢护城河。

### 相关报告

1、测试电源同风起，龙头何以高增长——2024.07.30

► **盈利预测与投资建议:** 短期盈利承压，公司回购彰显发展信心，未来增长仍将受益氢能等新兴下游持续发展和小功率产品渠道的持续开拓。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 6.7/9.0/12.3 亿元(维持前值)，归母净利润分别为 1.2/1.6/2.2 亿元(前值为 1.4/1.9/2.8 亿元)，对应当前股价 17.0/12.8/9.5 倍 PE，维持“买入”评级。

### 风险提示

下游行业需求不及预期的风险；原材料价格波动的风险；行业竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	375	529	674	903	1,232
增长率	52%	41%	27%	34%	36%
净利润(百万元)	62	117	123	163	220
增长率	9%	88%	5%	32%	35%
EPS(元/股)	0.74	1.39	1.46	1.94	2.62
市盈率(P/E)	33.6	17.8	17.0	12.8	9.5
市净率(P/B)	2.0	1.6	1.5	1.4	1.2

数据来源:公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	734	674	677	616
应收票据及账款	248	317	424	579
预付账款	3	4	5	7
存货	229	311	418	570
合同资产	39	50	67	91
其他流动资产	258	282	321	375
流动资产合计	1,472	1,588	1,845	2,147
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	166	229	297	355
在建工程	37	52	57	22
无形资产	22	25	28	29
商誉	3	3	3	3
其他非流动资产	33	35	36	37
非流动资产合计	261	343	421	446
<b>资产合计</b>	<b>1,733</b>	<b>1,932</b>	<b>2,266</b>	<b>2,593</b>
短期借款	33	46	106	41
应付票据及账款	241	328	441	601
预收款项	0	0	0	0
合同负债	72	92	123	168
其他应付款	12	12	12	12
其他流动负债	42	48	59	78
流动负债合计	400	526	741	901
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	23	23	23	23
非流动负债合计	23	23	23	23
<b>负债合计</b>	<b>423</b>	<b>549</b>	<b>764</b>	<b>923</b>
归属母公司所有者权益	1,310	1,384	1,504	1,674
少数股东权益	0	-1	-2	-4
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,311</b>	<b>1,383</b>	<b>1,502</b>	<b>1,670</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,733</b>	<b>1,932</b>	<b>2,266</b>	<b>2,593</b>

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>85</b>	<b>70</b>	<b>80</b>	<b>102</b>
现金收益	115	135	181	244
存货影响	-56	-82	-107	-152
经营性应收影响	-57	-68	-107	-155
经营性应付影响	47	87	113	161
其他影响	36	-1	1	5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-93</b>	<b>-94</b>	<b>-95</b>	<b>-48</b>
资本支出	-77	-95	-97	-50
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-16	1	2	2
<b>融资活动现金流</b>	<b>158</b>	<b>-35</b>	<b>18</b>	<b>-115</b>
借款增加	1	13	60	-65
股利及利息支付	-30	-43	-53	-70
股东融资	192	0	0	0
其他影响	-5	-5	11	20

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	529	674	903	1,232
营业成本	244	332	446	608
税金及附加	5	6	8	11
销售费用	57	82	115	157
管理费用	51	58	74	100
研发费用	82	88	109	143
财务费用	-15	-2	0	0
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	-3	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3
其他收益	24	24	24	24
<b>营业利润</b>	<b>126</b>	<b>132</b>	<b>175</b>	<b>237</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>125</b>	<b>131</b>	<b>174</b>	<b>236</b>
所得税	9	9	13	18
<b>净利润</b>	<b>116</b>	<b>122</b>	<b>161</b>	<b>218</b>
少数股东损益	-1	-1	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>117</b>	<b>123</b>	<b>163</b>	<b>220</b>
EPS (按最新股本摊薄)	1.39	1.46	1.94	2.62

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	41.0%	27.5%	33.9%	36.5%
EBIT 增长率	122.4%	17.7%	34.1%	35.5%
归母公司净利润增长率	88.1%	5.0%	32.4%	35.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	53.9%	50.8%	50.6%	50.6%
净利率	21.9%	18.1%	17.9%	17.7%
ROE	8.9%	8.9%	10.8%	13.2%
ROIC	9.6%	10.5%	12.2%	15.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.4%	28.4%	33.7%	35.6%
流动比率	3.7	3.0	2.5	2.4
速动比率	3.1	2.4	1.9	1.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5
应收账款周转天数	135	138	135	134
存货周转天数	296	293	294	292
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.39	1.46	1.94	2.62
每股经营现金流	1.01	0.83	0.95	1.21
每股净资产	15.59	16.47	17.91	19.93
<b>估值比率</b>				
P/E	18	17	13	9
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	99	85	64	47

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn