

股票投资评级

买入 | 维持

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)	24.71
总股本/流通股本(亿股)	0.84 / 0.84
总市值/流通市值(亿元)	21 / 21
52周内最高/最低价	61.70 / 24.71
资产负债率(%)	24.4%
市盈率	17.04
第一大股东	傅仕涛

研究所

分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

科威尔(688551)

业绩短期承压，看好测试电源的产品结构改善

● 投资要点

事件：2024年8月26日，公司发布2024年半年报。

2024H1 公司实现营收 2.5 亿元，同比+15.5%，归母净利润 0.4 亿，同比-16.6%；其中 2024Q2 营收 1.4 亿，同环比分别+16.5%/+28.6%，归母净利率 0.2 亿，同环比分别为-16.2%/+28.4%，业绩略低于我们预期，主要原因是（1）功率半导体业务进展缓慢（2）测试电源毛利率有所降低。

利润端：销售费用率有所提升，推动回购。2024H1 公司毛利率、净利率分别 50.4%/16.2%，同比分别-4.9pcts/-6.3pcts。2024H1 公司主要费用中，销售费用率（14.7%）增加较多，财务费用率（-2.7%）有所增加，管理费用率（9.7%）和研发费用率（15.9%）有所下降，四项费用率总体增加 1.9pcts，销售费用主要系样机费等市场推广费及差旅费等的增加；公司拟回购 0.2-0.3 亿元。

测试电源：国产替代稳步推进，小功率测试电源销量略低于预期。2024H1 测试电源业务营收 2.0 亿元，同比+20.3%，毛利率 50.7%，毛利率有所下滑主要原因（1）公司降价推广标准化产品（2）市场竞争有所加剧（3）上半年销售结构中，大功率测试电源占比较大。随着标准化和分销渠道的建设，测试电源业务的业绩有望持续增长。

制氢和用氢景气度持续提升。随着新能源渗透率的持续提升，电力系统将进入“电量过剩，电力短缺”的时代，过剩的电量的电价理论上将持续走低，绿氢经济性有望提升，同时也能很好作为长时储能增强电力系统。根据国鸿氢能招股书，2022-2030 年中国氢燃料电池汽车销量由 0.34 万辆增至 41.24 万辆，同期 CAGR 为 82.2%；根据工信部赛迪研究院发布的《绿色氢能产业发展白皮书》，2025 年，中国加氢站保有量将超过 1 千座，绿氢产能将接近 100 万吨。氢能测试设备有望首先受益氢能行业景气度提升。

● 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2024-2026 年营收分别为 7.1/9.7/12.6 亿元，归母净利润分别为 1.4/2.0/2.8 亿元，对应 PE 分别为 14/10/8 倍，维持“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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	529	709	973	1256
增长率 (%)	41.00	33.97	37.28	29.10
EBITDA (百万元)	127.54	160.01	225.18	303.03
归属母公司净利润 (百万元)	117.07	144.36	204.15	275.84
增长率 (%)	88.14	23.32	41.41	35.12
EPS (元/股)	1.39	1.72	2.43	3.28
市盈率 (P/E)	17.74	14.38	10.17	7.53
市净率 (P/B)	1.58	1.43	1.25	1.07
EV/EBITDA	31.87	8.35	5.56	3.64

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	529	709	973	1256	营业收入	41.0%	34.0%	37.3%	29.1%
营业成本	244	349	480	621	营业利润	101.5%	19.5%	41.6%	35.5%
税金及附加	5	7	9	12	归属于母公司净利润	88.1%	23.3%	41.4%	35.1%
销售费用	57	85	107	126	获利能力				
管理费用	51	71	94	121	毛利率	53.9%	50.8%	50.7%	50.5%
研发费用	82	108	146	185	净利率	22.1%	20.4%	21.0%	22.0%
财务费用	-15	-14	-14	-16	ROE	8.9%	9.9%	12.3%	14.2%
资产减值损失	-3	-1	-1	-1	ROIC	7.5%	8.6%	11.0%	12.9%
营业利润	126	151	214	290	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	24.4%	28.4%	32.1%	34.0%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	3.68	3.13	2.79	2.66
利润总额	125	151	214	290	营运能力				
所得税	9	8	12	17	应收账款周转率	2.67	2.67	2.71	2.66
净利润	116	143	201	272	存货周转率	2.64	2.61	2.59	2.50
归母净利润	117	144	204	276	总资产周转率	0.34	0.38	0.44	0.47
每股收益(元)	1.39	1.72	2.43	3.28	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.39	1.72	2.43	3.28
货币资金	734	786	883	1042	每股净资产	15.59	17.33	19.76	23.04
交易性金融资产	170	170	170	170	估值比率				
应收票据及应收账款	248	338	459	589	PE	17.74	14.38	10.17	7.53
预付款项	3	8	9	12	PB	1.58	1.43	1.25	1.07
存货	229	314	438	566	现金流量表				
流动资产合计	1472	1735	2121	2587	净利润	116	143	201	272
固定资产	166	199	222	237	折旧和摊销	18	23	26	29
在建工程	37	34	27	23	营运资本变动	-51	-73	-102	-112
无形资产	22	26	30	33	其他	2	-11	-12	-17
非流动资产合计	261	298	319	336	经营活动现金流净额	85	81	113	172
资产总计	1733	2033	2440	2924	资本开支	-84	-57	-46	-46
短期借款	33	45	56	67	其他	-8	16	19	24
应付票据及应付账款	241	345	478	616	投资活动现金流净额	-93	-41	-27	-22
其他流动负债	126	165	225	288	股权融资	192	2	0	0
流动负债合计	400	555	760	971	债务融资	3	11	12	10
其他	23	24	24	24	其他	-37	-1	-2	-2
非流动负债合计	23	24	24	24	筹资活动现金流净额	158	12	10	8
负债合计	423	578	784	995	现金及现金等价物净增加额	151	52	96	159
股本	84	84	84	84					
资本公积金	957	958	958	958					
未分配利润	234	357	530	765					
少数股东权益	0	-2	-4	-8					
其他	36	58	88	130					
所有者权益合计	1311	1455	1656	1929					
负债和所有者权益总计	1733	2033	2440	2924					

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50.6亿元人民币。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