

科威尔 (688551.SH)
销售费用持续加大, Q3 业绩略不及预期

2024 年 10 月 29 日

——公司信息更新报告
投资评级: 买入 (维持)
殷晟路 (分析师)
鞠爽 (分析师)

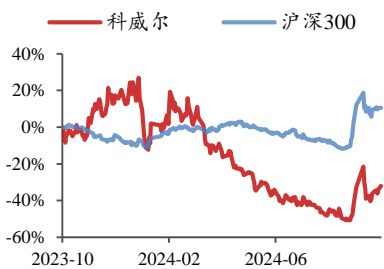
yinshenglu@kysec.cn

jushuang@kysec.cn

证书编号: S0790522080001

证书编号: S0790524070002

日期	2024/10/28
当前股价(元)	32.50
一年最高最低(元)	62.50/23.10
总市值(亿元)	27.31
流通市值(亿元)	27.31
总股本(亿股)	0.84
流通股本(亿股)	0.84
近 3 个月换手率(%)	61.96

股价走势图


数据来源: 聚源

相关研究报告

《营收稳定增长, 回购彰显长期发展信心——公司信息更新报告》-2024.8.27
 《测试电源龙头, 多场景全维度拓宽产品应用领域——公司首次覆盖报告》-2024.5.12

● 销售费用持续加大, Q3 业绩略不及预期

科威尔发布 2024 年三季报, 公司 2024 年前三季度实现营业收入 3.77 亿元, yoy+6.3%。实现归母净利润 0.52 亿元, yoy-31.5%, 实现扣非归母净利 0.45 亿元, yoy-32.6%。2024Q3 公司实现营收 1.23 亿元, qoq-13.7%, yoy-8.8%, 归母净利润 0.10 亿元, qoq-58.4%, yoy-61.1%, 扣非归母净利 0.07 亿元, qoq-67.3%, yoy-68.1%。单 Q3 毛利率与净利率分别为 46.1%/7.7%, 分别环比-3.6/-8.6pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.3%/10.2%/16.2%/-2.2%, 分别环比+1.1/+1.8/+2.1/-0.1pct。24Q1-3 销售费用累计支出 0.56 亿元, yoy+40.2%, 单 Q3 销售费用支出 0.18 亿元, yoy+20.9%。考虑公司测试电源业务受行业竞争加剧带来的盈利能力下滑与公司持续加大销售费用投入, 我们下调公司盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.04/1.28/1.79 亿元 (原 1.34/1.82/2.50 亿元), EPS 为 1.24/1.52/2.14 元, 对应当前股价 PE 为 26.3、21.3、15.2 倍, 考虑测试电源需求刚性公司龙头地位稳固, 维持“买入”评级。

● 新能源测试电源行业竞争加剧, 盈利能力有所下滑

公司测试电源产品线主要服务的光储、新能源汽车行业。经过 2021-2023 年的快速发展后 2024 年行业增速放缓, 测试电源受下游需求放缓的影响竞争加剧, 从而导致公司产品售价有所下滑, 毛利率相对承压。不过考虑新能源车及光储逆变器实验测试需求依旧刚性, 公司凭借其丰富的产品系列和客户关系该业务仍有望实现稳定的增长。

● 氢能测试电源产品覆盖范围齐全, 收入稳定增长

公司氢能测试电源业务实现了稳定增长, 其主要原因公司下游及大客户持续复购同时下游制氢设备测试需求持续放量。公司氢能测试电源产品可用于制氢端与用氢端。在用氢端, 技术突破带来的氢燃料电池系统和电堆的成本下降和政策层面的大力支持带动国内氢燃料电池需求持续释放。在制氢端, 电网消纳需求带动国内绿氢项目投资持续扩大。伴随国内用氢与制氢产业的蓬勃发展, 公司氢能测试及智能制造装备业务有望持续稳定贡献业绩增量。

● **风险提示:** 测试电源产品毛利率超预期下滑; 氢能产业发展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	375	529	757	1,040	1,382
YOY(%)	51.6	41.0	43.2	37.3	33.0
归母净利润(百万元)	62	117	104	128	179
YOY(%)	9.3	88.1	-11.2	23.1	40.3
毛利率(%)	49.8	53.9	48.9	49.9	50.6
净利率(%)	16.2	21.9	13.7	12.3	13.0
ROE(%)	5.9	8.8	7.6	8.9	11.4
EPS(摊薄/元)	0.74	1.39	1.24	1.52	2.14
P/E(倍)	43.9	23.3	26.3	21.3	15.2
P/B(倍)	2.7	2.1	2.0	1.9	1.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1172	1472	2122	2678	3589
现金	569	734	1050	1442	1918
应收票据及应收账款	188	248	377	482	659
其他应收款	4	3	7	7	11
预付账款	3	3	5	6	9
存货	172	229	408	449	672
其他流动资产	236	255	275	292	320
非流动资产	188	261	329	415	516
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	137	166	222	300	389
无形资产	22	22	25	28	32
其他非流动资产	29	73	83	86	96
资产总计	1360	1733	2451	3092	4106
流动负债	316	400	1064	1628	2512
短期借款	30	33	308	612	964
应付票据及应付账款	195	241	619	878	1397
其他流动负债	91	126	137	137	151
非流动负债	14	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	23	23	23	23
负债合计	330	423	1087	1650	2534
少数股东权益	1	0	0	0	0
股本	80	84	84	84	84
资本公积	765	957	957	957	957
留存收益	183	270	330	403	505
归属母公司股东权益	1029	1310	1364	1442	1571
负债和股东权益	1360	1733	2451	3092	4106

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-10	85	150	231	309
净利润	61	116	104	128	179
折旧摊销	11	14	15	21	28
财务费用	-13	-15	-20	-14	5
投资损失	-10	-3	-4	0	0
营运资金变动	-94	-55	50	96	96
其他经营现金流	36	29	5	0	0
投资活动现金流	156	-93	-78	-107	-130
资本支出	59	85	83	107	130
长期投资	205	-12	0	0	0
其他投资现金流	11	4	5	0	0
筹资活动现金流	10	158	-31	-36	-55
短期借款	30	3	275	304	351
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	3	0	0	0
资本公积增加	16	191	0	0	0
其他筹资现金流	-36	-40	-306	-340	-406
现金净增加额	157	151	41	88	124

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	375	529	757	1040	1382
营业成本	188	244	387	521	682
营业税金及附加	4	5	7	9	12
营业费用	43	57	116	150	195
管理费用	39	51	75	100	129
研发费用	77	82	106	135	166
财务费用	-13	-15	-20	-14	5
资产减值损失	-2	-3	-0	0	0
其他收益	24	24	14	0	0
公允价值变动收益	-1	-0	2	0	0
投资净收益	10	3	4	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	63	126	112	138	193
营业外收入	0	1	0	0	1
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	63	125	112	138	194
所得税	2	9	8	10	14
净利润	61	116	104	128	179
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	62	117	104	128	179
EBITDA	58	120	111	150	220
EPS(元)	0.74	1.39	1.24	1.52	2.14

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	51.6	41.0	43.2	37.3	33.0
营业利润(%)	14.8	101.5	-11.1	23.1	39.6
归属于母公司净利润(%)	9.3	88.1	-11.2	23.1	40.3
毛利率(%)	49.8	53.9	48.9	49.9	50.6
净利率(%)	16.2	21.9	13.7	12.3	13.0
ROE(%)	5.9	8.8	7.6	8.9	11.4
ROIC(%)	14.1	22.4	20.0	27.4	40.2
偿债能力					
资产负债率(%)	24.2	24.4	44.3	53.4	61.7
净负债比率(%)	-51.7	-52.8	-53.8	-57.0	-60.2
流动比率	3.7	3.7	2.0	1.6	1.4
速动比率	3.1	3.1	1.6	1.4	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	2.8	2.5	1.8	1.3	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	1.39	1.24	1.52	2.14
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.11	1.02	1.79	2.74	3.67
每股净资产(最新摊薄)	12.24	15.59	16.23	17.16	18.70
估值比率					
P/E	43.9	23.3	26.3	21.3	15.2
P/B	2.7	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	34.7	15.6	16.3	11.5	7.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn