

# 科威尔 (688551.SH)

## 价格战下盈利承压，内生动力寻求底部

**买入 (维持评级)**

### 投资要点:

► **事件:** 公司前三季度实现营收 3.8 亿元 (同比+6.26%)，归母净利润 0.5 亿元 (同比-31.45%)，扣非归母净利润 0.5 亿元 (同比-32.61%)。单季度来看，公司 Q3 实现营收 1.2 亿元 (同比-8.82%)，归母净利润 0.1 亿元 (同比-61.10%)，扣非归母净利润 0.1 亿元 (同比-68.08%)。

► **盈利能力:** 公司前三季度毛利率 48.98%，同比下滑 5.62pct，净利率 13.46%，同比下滑 7.49pct。单季度 Q3 毛利率 46.09%，同比下滑 7.36pct，环比下滑 3.64pct。前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.92%/9.83%/16.03%/-2.52%，同比变动 3.62/-0.25/-1.53/0.62pct。公司盈利能力下滑的主要原因系市场价格竞争加剧，毛利率降低幅度较大，且人员费用、市场推广等费用增加。展望后续，价格战有望在三四线小厂商竞争出清后维稳，后续费用在一次性投入后减少且规模摊薄。

► **下游驱动:** ①**测试电源: Q1-3 收入约 2.83 亿元，占比 75%。**主要下游为电动车和光储领域，前期行业产能相对过剩，研发等资本开支偏保守，订单短期承压是主要矛盾，随着下游行业格局改善，光储车对实验室测试电源的刚性需求仍将释放。产品端强化单品模块化能力和解决方案的平台化能力，新推出储能变流器测试方案、户储一体机测试方案、储能电池充放电测试方案等，销售端持续完善直销+经销模式，尤其是小功率产品的渠道增量有望逐渐显现。②**氢能: Q1-3 收入约 0.75 亿元，占比 20%。**产品端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，销售端树立良好口碑，大客户粘性强且是新玩家入局的优选设备商。近期新发布多通道电解槽单池测试解决方案，满足欧盟 JRC 要求，助推公司在海外市场实现新增长。③**功率半导体: Q1-3 收入约 0.11 亿元，占比 3%。**前期行业去库存影响功率半导体市场需求，后续随着产业链进一步库存去化，终端需求持续复苏，有望受益新一轮加库周期。

► **积极回购股份，蓄势长期发展信心。**截至 2024 年 9 月 30 日，公司已累计回购 32.9 万股，占公司总股本的比例为 0.39%，后续用于员工持股计划或股权激励，支付总金额 0.85 亿元，平均成交价 25.77 元/股。

► **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 5.8/7.7/10.5 亿元 (前值 6.7/9.0/12.3 亿元)，归母净利润分别为 0.8/1.1/1.6 亿元 (前值 1.2/1.6/2.2 亿元)，对应当前股价 31/22/15 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。

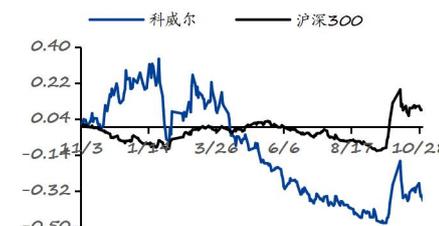
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	375	529	576	769	1,046
增长率	52%	41%	9%	34%	36%
净利润 (百万元)	62	117	77	111	161
增长率	9%	88%	-34%	44%	45%
EPS (元/股)	0.74	1.39	0.92	1.32	1.91
市盈率 (P/E)	38.6	20.5	31.2	21.7	15.0
市净率 (P/B)	2.3	1.8	1.8	1.7	1.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2024-11-01
收盘价:	28.61 元
总股本/流通股本(百万股)	84.02/84.02
流通 A 股市值(百万元)	2,403.93
每股净资产(元)	15.58
资产负债率(%)	23.44
一年内最高/最低价(元)	62.50/23.10

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

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

### 相关报告

- 1、短期业绩承压，平台化多产品注入增长信心——2024.08.27
- 2、测试电源同风起，龙头何以高增长——2024.07.30



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	658	577	544
应收票据及账款	248	271	361	491
预付账款	3	3	5	6
存货	229	276	368	498
合同资产	39	43	57	77
其他流动资产	258	266	298	344
流动资产合计	1,472	1,475	1,609	1,883
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>1,818</b>	<b>2,030</b>	<b>2,329</b>
短期借款	33	30	41	40
应付票据及账款	241	292	388	525
预收款项	0	0	0	0
合同负债	72	79	105	143
其他应付款	12	12	12	12
其他流动负债	42	46	56	73
流动负债合计	400	458	602	792
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>481</b>	<b>624</b>	<b>815</b>
归属母公司所有者权益	1,310	1,338	1,407	1,517
少数股东权益	0	0	-2	-3
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,311</b>	<b>1,337</b>	<b>1,405</b>	<b>1,514</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,733</b>	<b>1,818</b>	<b>2,030</b>	<b>2,329</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>44</b>	<b>65</b>
现金收益	115	89	128	184
存货影响	-56	-48	-91	-130
经营性应收影响	-57	-21	-90	-129
经营性应付影响	47	50	96	137
其他影响	36	-1	0	4
<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>-51</b>	<b>-30</b>	<b>-50</b>
借款增加	1	-3	11	-1
股利及利息支付	-30	-43	-51	-68
股东融资	192	0	0	0
其他影响	-5	-5	10	19

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	529	576	769	1,046
营业成本	244	295	392	531
税金及附加	5	5	7	9
销售费用	57	70	90	115
管理费用	51	56	71	95
研发费用	82	90	113	146
财务费用	-15	-2	-2	-1
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	-3	-2	-2	-2
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>83</b>	<b>120</b>	<b>173</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>82</b>	<b>119</b>	<b>172</b>
所得税	9	6	9	13
<b>净利润</b>	<b>116</b>	<b>76</b>	<b>110</b>	<b>159</b>
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>117</b>	<b>77</b>	<b>111</b>	<b>160</b>
EPS (按最新股本摊薄)	1.39	0.92	1.32	1.91

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%	8.9%	33.5%	35.9%
EBIT 增长率	122.4%	-27.2%	45.9%	45.8%
归母公司净利润增长率	88.1%	-34.2%	44.0%	44.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	53.9%	48.8%	49.0%	49.2%
净利率	21.9%	13.2%	14.3%	15.2%
ROE	8.9%	5.8%	7.9%	10.6%
ROIC	9.6%	6.8%	9.3%	12.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.4%	26.4%	30.8%	35.0%
流动比率	3.7	3.2	2.7	2.4
速动比率	3.1	2.6	2.1	1.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转天数	135	148	135	134
存货周转天数	296	308	296	293
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.39	0.92	1.32	1.91
每股经营现金流	1.01	0.83	0.52	0.77
每股净资产	15.59	15.92	16.74	18.05
<b>估值比率</b>				
P/E	21	31	22	15
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	70	92	64	45

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：hfjys@hfzq.com.cn