



# 科威尔 (688551.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 竞争加剧盈利承压，在手订单仍增长

### 业绩简评

4月25日，公司发布2024年年报及2025年一季报。2024年全年公司实现营业收入4.78亿元，同比-9.58%；实现归母净利润0.49亿元，同比-58.1%；2025年一季度营业收入1.07亿元，同比-3.64%；实现归母净利润0.2亿元，同比+11.26%。

### 经营分析

**存货及合同负债情况良好，保障后续收入确认。**25Q1末，公司存货为2.79亿元，合同负债为0.95亿元，侧面反映公司在手订单充足，后续收入确认规模有所保障。截至25Q1，公司货币资金及交易性金融资产合计达7.02亿元，现金类资产充裕。

**持续拓展市场，在手订单规模保持增长。**公司下游行业处在周期底部，部分订单交付延迟致使公司24年收入减少。此外，为拓展市场，公司在人员配备、售前售后服务、样机投入以及市场推广等方面投入有所增加。尽管面临阶段性挑战，公司截至2024年底的在手订单规模仍保持同比增长。分板块看：

- **测试电源：**24年收入3.65亿元，同比+0.86%，在新能源发电和电动汽车行业中占比分别为44%、56%；毛利率为44.17%，毛利率承压主要系市场竞争加剧，但在下游市场需求放缓的情况下，销量仍有所增长，彰显公司市场竞争力。
- **氢能：**24年收入0.95亿元，同比-15%，毛利率为46.86%。主要系氢能产业发展和标准体系的完善仍需一定时间，加之市场的不确定性，增长未达到年初预期。公司继续加大对氢能领域的资源投入，完成了制氢电解槽和氢燃料电池产品线的技术迭代和性能提升，未来将受益于氢能行业政策加持和需求增长带动。
- **功率半导体：**收入0.16亿元，同比下降71%，毛利率为44.16%。公司推出了静态测试系统2.0版本提升了测试效率与稳定性，获得了众多头部客户认可。后续随着产业链进一步去库和终端需求的复苏，公司有望受益。

### 盈利预测、估值与评级

预计2025~2027年公司归母净利润为0.64/0.94/1.34亿元，对应的EPS分别为0.76/1.12/1.60元，PE分别为34.62/23.58/16.49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

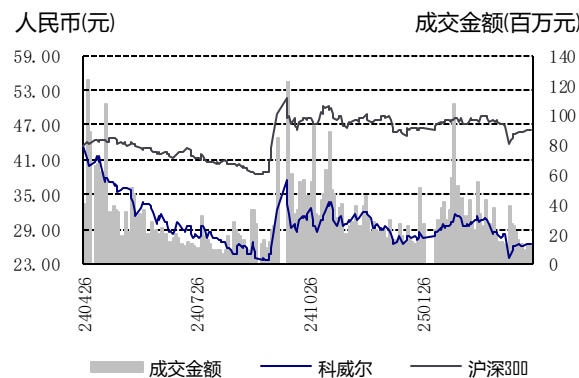
分析师：唐雪琪 (执业S1130525020003)

tangxueqi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.33元

相关报告：

1. 《科威尔公司点评：利润短期承压，回购彰显成长信心》，2024.8.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	529	478	543	641	803
营业收入增长率	41.00%	-9.58%	13.53%	18.07%	25.29%
归母净利润(百万元)	117	49	64	94	134
归母净利润增长率	88.14%	-58.10%	30.37%	46.84%	42.93%
摊薄每股收益(元)	1.403	0.584	0.761	1.117	1.596
每股经营性现金流净额	1.02	0.82	1.70	1.12	1.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.93%	3.77%	4.82%	6.84%	9.21%
P/E	40.69	47.95	34.62	23.58	16.49
P/B	3.64	1.81	1.67	1.61	1.52

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>375</b>	<b>529</b>	<b>478</b>	<b>543</b>	<b>641</b>	<b>803</b>
增长率		41.0%	-9.6%	13.5%	18.1%	25.3%
主营业务成本	-188	-244	-263	-298	-350	-437
%销售收入	50.2%	46.1%	55.0%	54.9%	54.6%	54.4%
毛利	187	285	215	245	291	366
%销售收入	49.8%	53.9%	45.0%	45.1%	45.4%	45.6%
营业税金及附加	-4	-5	-4	-5	-5	-6
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
销售费用	-43	-57	-64	-70	-77	-88
%销售收入	11.6%	10.7%	13.3%	12.8%	12.0%	11.0%
管理费用	-39	-51	-50	-54	-59	-67
%销售收入	10.4%	9.6%	10.4%	10.0%	9.2%	8.3%
研发费用	-77	-82	-79	-84	-90	-104
%销售收入	20.5%	15.6%	16.5%	15.5%	14.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	24	90	19	32	60	100
%销售收入	6.4%	17.0%	3.9%	5.9%	9.3%	12.5%
财务费用	13	15	11	11	13	14
%销售收入	-3.5%	-2.9%	-2.3%	-2.1%	-2.0%	-1.8%
资产减值损失	-7	-6	-9	-3	-1	0
公允价值变动收益	-1	0	1	0	1	1
投资收益	10	3	5	5	5	5
%税前利润	16.2%	2.7%	11.2%	7.4%	5.0%	3.5%
营业利润	63	126	46	66	98	141
营业利润率	16.7%	23.9%	9.6%	12.2%	15.3%	17.5%
营业外收支	0	-1	1	1	1	1
税前利润	63	125	47	67	99	142
利润率	16.7%	23.7%	9.9%	12.4%	15.5%	17.7%
所得税	-2	-9	1	-4	-5	-8
所得税率	2.9%	7.3%	-1.6%	5.5%	5.5%	5.5%
净利润	61	116	48	63	94	134
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>62</b>	<b>117</b>	<b>49</b>	<b>64</b>	<b>94</b>	<b>134</b>
净利率	16.6%	22.1%	10.3%	11.8%	14.6%	16.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	61	116	48	63	94	134
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	0	0
非现金支出	24	24	27	20	18	17
非经营收益	-12	-4	-6	-3	-6	-5
营运资金变动	-82	-51	0	62	-12	-29
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-10</b>	<b>85</b>	<b>69</b>	<b>143</b>	<b>94</b>	<b>117</b>
资本开支	-59	-84	-130	-7	-4	-5
投资	205	-12	-145	-2	-2	-3
其他	10	3	6	5	5	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>156</b>	<b>-93</b>	<b>-269</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>
股权募资	4	192	5	12	0	0
债权募资	30	3	-3	6	8	7
其他	-24	-37	-66	-51	-51	-51
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>10</b>	<b>158</b>	<b>-64</b>	<b>-33</b>	<b>-43</b>	<b>-45</b>
<b>现金净流量</b>	<b>157</b>	<b>151</b>	<b>-264</b>	<b>107</b>	<b>51</b>	<b>69</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	569	734	448	554	605	674
应收款项	222	297	266	286	314	358
存货	172	229	274	243	271	297
其他流动资产	209	212	355	361	375	395
流动资产	1,172	1,472	1,343	1,444	1,564	1,723
%总资产	86.2%	84.9%	78.5%	80.2%	82.0%	83.8%
长期投资	5	5	9	9	9	9
固定资产	140	203	305	295	285	275
%总资产	10.3%	11.7%	17.8%	16.4%	15.0%	13.4%
无形资产	29	27	28	31	34	36
非流动资产	188	261	369	357	344	334
%总资产	13.8%	15.1%	21.5%	19.8%	18.0%	16.2%
<b>资产总计</b>	<b>1,360</b>	<b>1,733</b>	<b>1,712</b>	<b>1,801</b>	<b>1,908</b>	<b>2,057</b>
短期借款	33	34	32	37	44	51
应付款项	206	253	245	291	330	372
其他流动负债	77	113	110	126	140	154
流动负债	316	400	387	454	515	576
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	23	23	21	23	26
负债	330	423	411	475	538	602
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,029</b>	<b>1,310</b>	<b>1,301</b>	<b>1,327</b>	<b>1,372</b>	<b>1,456</b>
其中：股本	80	84	84	84	84	84
未分配利润	159	234	227	241	285	370
少数股东权益	1	0	-1	-1	-1	-1
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,360</b>	<b>1,733</b>	<b>1,712</b>	<b>1,801</b>	<b>1,908</b>	<b>2,057</b>

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.775	1.403	0.584	0.761	1.117	1.596
每股净资产	12.821	15.707	15.487	15.790	16.317	17.324
每股经营现金净流	-0.120	1.023	0.823	1.701	1.122	1.389
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.590	0.590	0.590
<b>回报率</b>						
净资产收益率	6.05%	8.93%	3.77%	4.82%	6.84%	9.21%
总资产收益率	4.58%	6.75%	2.87%	3.55%	4.92%	6.52%
投入资本收益率	2.18%	6.21%	1.42%	2.23%	4.00%	6.28%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	51.56%	41.00%	-9.58%	13.53%	18.07%	25.29%
EBIT 增长率	-10.45%	278.46%	-79.30%	71.97%	86.63%	67.16%
净利润增长率	9.33%	88.14%	-58.10%	30.37%	46.84%	42.93%
总资产增长率	18.47%	27.47%	-1.26%	5.22%	5.95%	7.78%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	133.5	136.6	153.5	153.0	140.0	125.0
存货周转天数	257.4	299.9	348.8	300.0	285.0	250.0
应付账款周转天数	130.8	145.4	162.4	158.0	155.0	130.0
固定资产周转天数	133.3	114.7	126.7	102.1	78.4	56.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-68.58%	-66.40%	-55.83%	-62.53%	-63.74%	-64.39%
EBIT 利息保障倍数	-1.8	-5.9	-1.7	-2.8	-4.6	-7.0
资产负债率	24.25%	24.39%	24.01%	26.36%	28.18%	29.26%

来源：公司年报、国金证券研究所



**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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