

买入 (上调)

科威尔 (688551)

研发费用率下降明显, 23 年进入利润放量期

2023 年 4 月 26 日

市场数据

日期	2023/4/26
收盘价(元)	70.28
总股本(百万股)	80.30
流通股本(百万股)	53.15
净资产(百万元)	1054.48
总资产(百万元)	1390.00
每股净资产(元)	13.13

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

【兴证电新】科威尔: 利润拐点已现, 盈利大超预期-20221106

【兴证电新】科威尔一季报点评: 营收高速增长, 高研发投入导致利润承压-20220425

【兴证电新】科威尔: 横跨多个高景气赛道, 公司业绩推力强劲-20220302

分析师:

王帅

wangshuai21@xyzq.com.cn

S0190521110001

投资要点

事件:

2023 年 4 月 24 日, 科威尔发布 2023 年一季度报。23Q1 公司实现营收 0.97 亿元, 同比+63.63%, 环比-20.49%, 归母净利 0.22 亿元, 同比+195.86%, 环比+29.41%, 扣非净利 0.20 亿元, 同比+693.19%, 环比+33.33%。

点评:

- 23Q1 公司经营业绩亮眼, 盈利水平大幅改善, 23 年全面进入利润放量期。单季度营收增速再创新高, Q1 淡季不淡。23Q1 毛利率 56%, 同比+9pct, 环比+6pct, 22Q1 毛利率较低主要是由于个别 IGBT 订单外购设备比例较高拉低毛利率 23Q1 毛利率回归平均水平以上; 净利率 22.68%, 同比+11pct, 环比+9pct, 净利率改善主要研发费用率下降, 23Q1 研发费率 19.81%, 同比-9.51pct, 环比-0.68pct。
- 23 年公司营收增长点较多, 看好未来公司营收端的持续增长。22 年光储充、新能源汽车行业景气攀升, 测试电源板块业绩超预期增长, 氢能行业增速放缓公司逆势增长, IGBT 实现时代电气以外客户开拓。22 年营收拆分(3.75 亿): 测试电源 2.66 亿(+56%, 其中光储行业增长 40%、电动车行业增长 76%)+氢能 0.82 亿(+38%)、功率半导体 0.23 亿(+39%)。23 年随着小功率产品系列化机渠道逐渐搭建, 23 年小功率测试电源将迎来高速增长; 氢能下游客户投资复苏, 公司加快研发碱性电解槽测试设备, PEM 槽已实现供货, 氢能检测设备是当前氢能设备中壁垒较高、毛利率较高的细分板块, 公司在燃料电池基础上布局制氢端碱性电解槽及 PEM 电解槽检测, 未来将持续受益于行业增速; IGBT 时代电气订单占比下降至 20%左右, IGBT 键合机预计年中送样试用, IGBT 市场全面打开。
- 盈利预测与投资建议: 公司是大功率测试电源龙头, 随着研发费用率的下降, 利润拐点已现, 未来净利润增速将显著快于营收增速, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.3 亿(+115%)/1.9 亿(+45%)/2.7(+37%), 对应 2023 年 4 月 26 日收盘价 PE 分别为 42/29/21 倍, 上调为“买入”评级。
- 风险提示: 市场竞争加剧风险、下游应用市场开拓风险、新产品研发不及预期

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	375	603	910	1355
同比增长	51.6%	60.8%	50.8%	48.9%
归母净利润(百万元)	62	134	194	267
同比增长	9.3%	114.7%	45.4%	37.3%
毛利率	49.8%	53.0%	53.1%	52.6%
ROE	6.0%	11.8%	14.6%	16.7%
每股收益(元)	0.78	1.67	2.42	3.33
市盈率	90.6	42.2	29.0	21.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

公司 23 年 Q1 实现营业收入 9714.76 万元, 同比上升 63.63%; 归母净利润 2209.44 万元, 同比上升 195.86%; 扣非净利润 2021.56 万元, 同比上升 693.19%。

表 1、科威尔分季度业绩对比 (单位: 百万元)

报告期	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	59	94	100	122	97	63.6%	248	375	51.6%
营业成本	31	52	45	60	43	36.4%	120	188	56.6%
毛利	28	42	55	62	54	94.1%	127	187	46.8%
销售费用	8	13	8	15	11	28.8%	26	43	69.3%
管理费用	8	11	9	12	10	26.7%	25	39	53.6%
财务费用	-3	-3	-4	-4	-4	-	-3	-13	-
研发费用	17	17	17	25	19	10.6%	47	77	63.4%
资产减值	0	-0	-0	-1	-0	-	-1	-2	-
公允价值	3	-3	0	-2	0	-94.3%	-1	-1	-
投资收益	0	5	2	3	1	179.3%	19	10	-48.0%
营业利润	-0	9	28	26	23	-	55	63	14.8%
利润总额	9	9	28	16	23	158.7%	60	63	4.5%
归母净利润	7	8	30	17	22	195.9%	57	62	9.3%
EPS	0.09	0.10	0.37	0.21	0.28	1.96	0.71	0.77	9.3%
销售费用率	13.8%	13.6%	8.0%	11.9%	10.9%	-2.9%	10.4%	11.6%	1.2%
管理费用率	13.3%	11.4%	8.7%	9.7%	10.3%	-3.0%	10.3%	10.4%	0.1%
财务费用率	-4.4%	-3.7%	-3.6%	-2.9%	-3.7%	0.7%	-1.3%	-3.5%	-2.2%
研发费用率	29.3%	18.2%	17.4%	20.3%	19.8%	-9.5%	19.0%	20.5%	1.5%
所得税率	19.6%	19.5%	-4.4%	-3.2%	4.9%	-14.7%	5.3%	2.9%	-2.5%
毛利率	47.2%	44.3%	55.1%	51.0%	55.9%	8.8%	51.4%	49.8%	-1.6%
净利率	12.6%	8.3%	30.0%	13.9%	22.7%	10.2%	23.0%	16.6%	-6.4%

资料来源: 天软投资系统, 兴业证券经济与金融研究院整理

点评

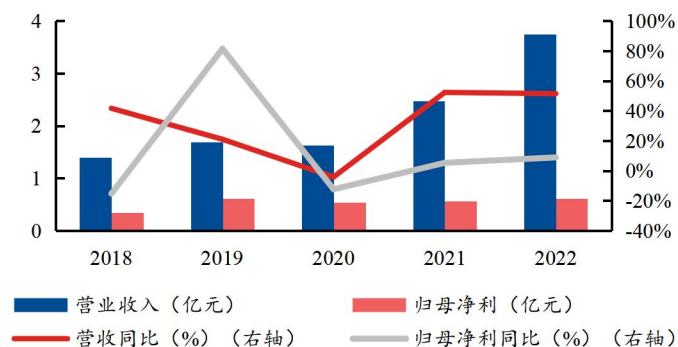
1、营收稳步增长, 盈利水平保持平稳

公司营收稳步增长, 盈利能力稳健。2023Q1 年实现营收 0.97 亿元, 同比增长 63.63%, 环比下降 20.49%; 实现归母净利润 0.22 亿, 同比增长 195.86%, 环比增长

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

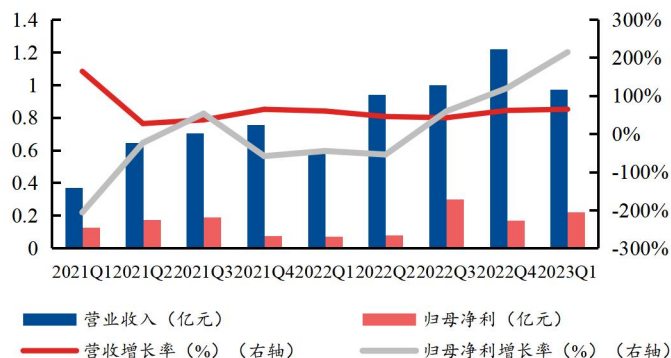
29.41%。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 实现营收 0.59/0.94/1.0/1.22 亿元，同比 +59.78%/+45.35%/+42.22%/+61.36%，实现归母净利 0.07/0.08/0.3/0.17 亿元，同比 -45.06%/-54.47%/+58.99%/+119.84%

图 1、公司营收、归母净利及增速（分年度）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

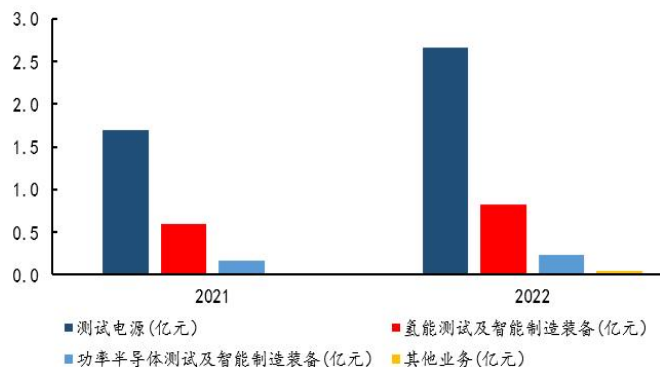
图 2、公司营收、归母净利及增速（分季度）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

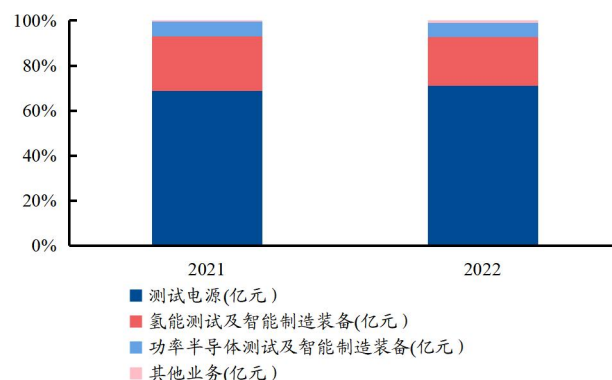
测试电源营收大幅增长，燃料电池和功率半导体业务放量显著。2021 至 2022 年，公司各业务营业收入均高速增长。2021 年公司重新划分了产品的分类，分为测试电源、燃料电池测试装备、功率半导体测试及智能制造装备，2022 年其营收分别为 2.66 亿、0.82 亿、0.23 亿，分别同比增长 56%、38%、39%，占总营收比重分别为 70.93%、21.87%和 6.13%。

图 3、2021-2022 公司各业务营收



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

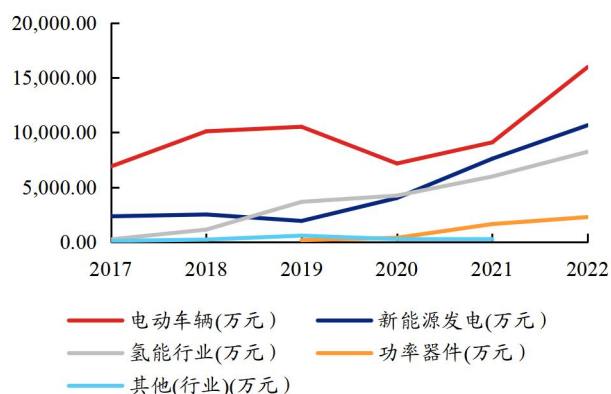
图 4、2021-2022 公司各业务营收占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

22 年光储充、新能源汽车行业景气攀升，测试电源板块业绩超预期增长，氢能行业增速放缓公司逆势增长，IGBT 实现时代电气以外客户开拓。公司目前产品主要应用于新能源发电、电动车辆、氢能、功率半导体等行业测试领域。22 年营收拆分（3.75 亿）：测试电源 2.66 亿（+56%，其中光储行业增长 40%、电动车行业增长 76%）+ 氢能 0.82 亿（+38%）、功率半导体 0.23 亿（+39%）。

图 5、2017-2022 公司各行业营收



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

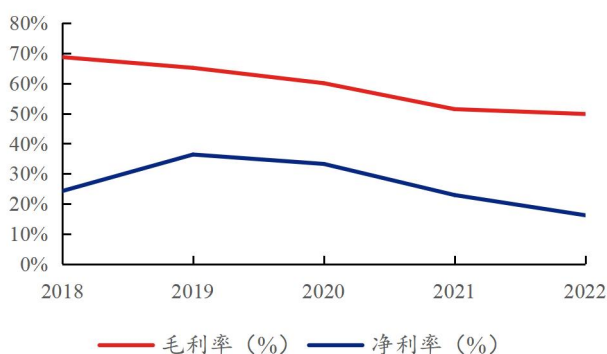
图 6、2017-2022 公司各行业营收占比



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

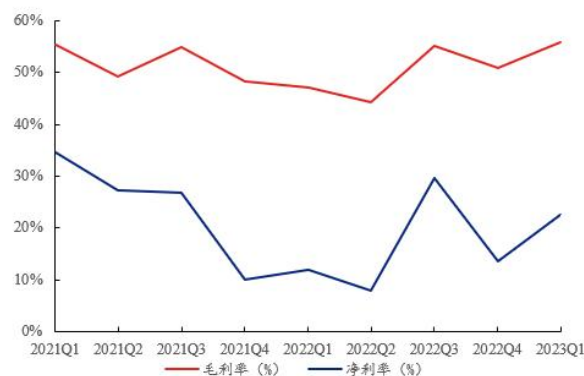
2022 年研发费用显著提升, 净利端承压。公司 2022 年实现毛利润 0.63 亿元, 毛利率同比下降 1.61pct 至 49.82%, 主要是由于行业竞争加剧和产品结构调整, 不过公司总体毛利率仍在较高水平。2022 年实现净利润 0.61 亿元, 净利率同比下降 6.71pct 至 16.22%, 主要是由于研发费用的大幅提升。分季度来看, Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 47.15%/44.35%/55.11%/51.00%, 净利率分别为 12.01%/7.99%/29.62%/13.60%。

图 7、公司毛利率及净利率略有下降



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

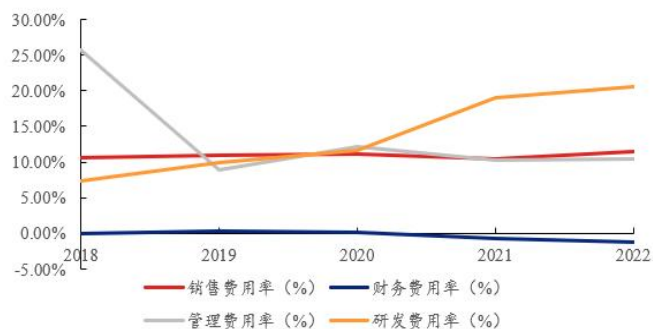
图 8、公司毛利率与净利率 (分季度)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

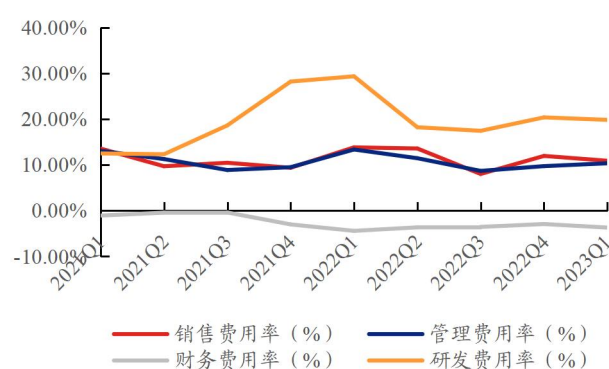
2022 年公司三费费用率管控较好, 研发费用率上升明显。公司 2022 年管理费用率、销售费用率、财务费用率和研发费用率分别为 10.44%、11.59%、-3.51%、20.45%。2022 年公司投入研发费用 7,671.71 万元, 占营业收入比例 20.45%, 同比增长 63.44%。自 2020 年上市以来, 公司三年累计研发投入超过 1.4 亿元, 合计新增立项研发项目数量达 35 个, 8 个重要项目完成结项。截至 2022 年末, 公司研发人员 259 人, 同比增长 15.63%。

图 9、公司三费费用率及研发费用率（分年度）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司三费费用率及研发费用率（分季度）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、盈利预测

公司是大功率测试电源龙头，随着研发费用率的下降，利润拐点已现，未来净利润增速将显著快于营收增速，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.3 亿 (+115%) / 1.9 亿 (+45%) / 2.7(+37%)，对应 2023 年 4 月 26 日收盘价 PE 分别为 42/29/21 倍，上调为“买入”评级。

3、风险提示

市场竞争加剧风险、下游应用领域市场开拓风险、新产品研发不及预期。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1172	1779	2429	3376
货币资金	569	784	1183	1761
交易性金融资产	171	500	500	500
应收票据及应收账款	188	311	469	698
预付款项	3	9	13	19
存货	172	170	256	385
其他	69	6	9	14
非流动资产	188	155	141	128
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	137	125	113	99
在建工程	3	2	1	0
无形资产	22	22	22	22
商誉	3	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4
其他	19	2	2	2
资产总计	1360	1934	2570	3504
流动负债	316	795	1237	1904
短期借款	30	531	848	1328
应付票据及应付账款	195	240.90	362.46	545.43
其他	91	23	27	30
非流动负债	14	5	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他	14	5	5	5
负债合计	330	800	1242	1909
股本	80	80	80	80
资本公积	765	765	765	765
未分配利润	159	249	424	664
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	1030	1134	1328	1595
负债及权益合计	1360	1934	2570	3504

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	62	134	194	267
折旧和摊销	11	13	13	14
资产减值准备	2	-18	0	0
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	1	-7	11	21
投资损失	-10	0	0	0
少数股东损益	-1	0	0	0
营运资金的变动	-94	-77	-126	-183
经营活动产生现金流量	-10	28	93	118
投资活动产生现金流量	156	-318	0	0
融资活动产生现金流量	10	505	305	460
现金净变动	157	215	399	578
现金的期初余额	362	569	784	1183
现金的期末余额	519	784	1183	1761

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	375	603	910	1355
营业成本	188	283	426	642
税金及附加	4	6	9	14
销售费用	43	49	86	135
管理费用	39	49	82	149
研发费用	77	85	90	105
财务费用	-13	-7	11	21
其他收益	24	4	4	4
投资收益	10	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
信用减值损失	-5	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	63	141	209	293
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	63	141	209	293
所得税	2	7	15	26
净利润	61	134	194	267
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	62	134	194	267
EPS(元)	0.78	1.67	2.42	3.33

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	51.6%	60.8%	50.8%	48.9%
营业利润增长率	14.8%	124.6%	48.6%	40.3%
归母净利润增长率	9.3%	114.7%	45.4%	37.3%
盈利能力				
毛利率	49.8%	53.0%	53.1%	52.6%
归母净利率	16.6%	22.2%	21.4%	19.7%
ROE	6.0%	11.8%	14.6%	16.7%
偿债能力				
资产负债率	24.2%	41.4%	48.3%	54.5%
流动比率	3.71	2.24	1.96	1.77
速动比率	3.16	2.02	1.76	1.57
营运能力				
资产周转率	29.9%	36.6%	40.4%	44.6%
应收帐款周转率	247.6%	264.0%	267.3%	265.9%
存货周转率	141.2%	165.0%	200.2%	200.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.78	1.67	2.42	3.33
每股经营现金	-0.12	0.35	1.16	1.47
每股净资产	12.82	14.12	16.54	19.86
估值比率(倍)				
PE	90.6	42.2	29.0	21.1
PB	5.1	4.6	4.0	3.3

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中: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;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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,本公司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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn