

科威尔

688551

审慎增持 (维持)

营收高速增长，加强研发筑牢企业护城河

2022年4月17日

## 市场数据

市场数据日期	2022-04-15
收盘价(元)	38.10
总股本(百万股)	80.00
流通股本(百万股)	51.85
总市值(百万元)	3048.00
流通市值(百万元)	1975.38
净资产(百万元)	970.94
总资产(百万元)	1147.82
每股净资产(元)	12.10

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	248	400	602	878
同比增长	52.3%	61.7%	50.4%	46.0%
归母净利润(百万元)	57	87	132	187
同比增长	5.3%	52.4%	52.1%	41.6%
毛利率	51.4%	49.8%	48.3%	46.9%
净利率	23.0%	21.7%	21.9%	21.3%
净资产收益率	5.9%	8.2%	11.1%	13.6%
每股收益(元)	0.71	1.08	1.65	2.34
每股经营现金流(元)	0.15	0.73	0.92	1.35

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2021 全年实现营业收入 2.48 亿元, 同比+52.34%; 实现归母净利润 0.57 亿元, 同比+5.33%, 扣非后归母净利润 0.31 亿元, 同比-23.44%。全年毛利率同比下降 8.62pct 至 51.43%, 净利率同比下降 10.26pct 至 22.93%。分季度看, Q1/Q2/Q3/Q4 实现营收 0.37/0.65/0.70/0.76 亿元, 同比+163.96%/+26.86%/+36.59%/+64.25%, 实现归母净利润 0.13/0.18/0.19/0.08 亿元, 同比+1043857.99%/-23.69%/+53.03%/-58.60%。
- **营收高速增长, 从实验室拓展至产线测试, 突破原业务增长天花板。**2021 年公司重新梳理产品线, 调整组织架构, 成立电源、燃料电池及功率半导体三大事业部。测试电源、燃料电池测试装备、功率半导体测试装备营收分别为 1.70/0.60/0.16 亿元, 分别同比增长 48.53%/41.08%/321.41%。
- **横跨多个高景气度行业, 公司业绩上行推力强劲。**公司产品行业覆盖新能源发电、电动车辆、燃料电池、功率器件等四大行业。立足公司大功率测试电源的传统优势, 在光伏和电动汽车市场保持领先地位; 在燃料电池和功率半导体领域, 公司紧抓当前进口替代的行业机遇, 业务放量显著。
- **大幅加大研发投入, 积极实施员工股权激励, 不断巩固公司技术优势。**2021 年研发费用 4,694.03 万元, 占营业收入比例 18.96%, 同比增长 149.13%。公司研发人员大幅扩张, 2021 年增长至 224 人, 同比增长 133.33%, 2021 年公司实施了新一轮股权激励, 其中面向研发的人员占比达到 50%以上。
- **盈利改善可期。**随着行业竞争加剧及产品结构调整, 2021 年毛利率有所下滑, 但仍维持在 50%以上的较高水平; 净利率下滑幅度大于毛利率主要是由于研发费用率的增长, 2021 年公司组织结构进行重大调整, 大幅增加研发人员, 未来业绩的增长将降低(研发)人员大幅增长对于盈利的影响。
- **投资建议:** 我们调整了盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润调整为 0.87、1.32、1.87 亿元, 同比增速分别为 52.4%、52.1%、41.6%, 对应 2022 年 4 月 15 日收盘价 PE 分别为 35.1、23.1、16.3 倍。

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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



分析师:

王帅

wangshuai21@xyzq.com.cn

S0190521110001

## 报告正文

### 事件

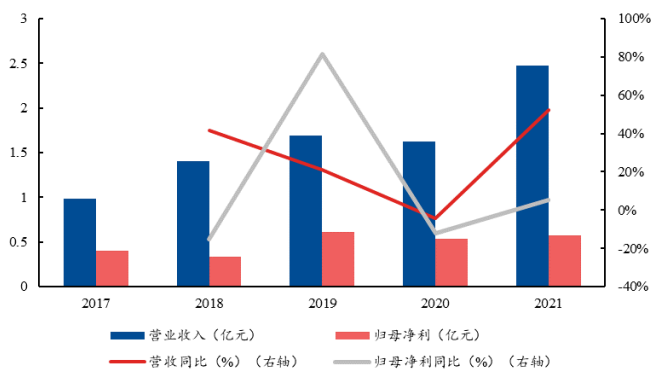
公司发布年报，2021 年实现营收 2.48 亿元，同比增长 52.34%；实现归母净利润 0.57 亿元，同比增长 5.33%；实现经营现金流净额 0.12 亿元，同比下降 73.75%。

### 点评

## 1、营收高速增长，研发费用大幅扩张

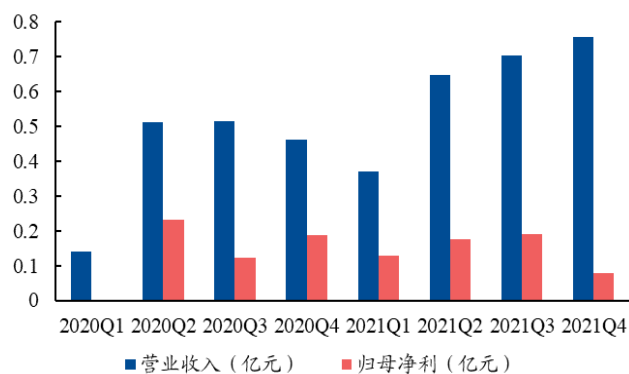
公司营收和归母净利稳步增长。2021 年实现营收 2.48 亿元，同比增长 52.34%，2021 年公司归母净利 0.57 亿，同比增长 5.33%。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 实现营收 0.37/0.65/0.70/0.76 亿元，同比+163.96%/+26.86%/+36.59%/+64.25%，实现归母净利润 0.13/0.18/0.19/0.08 亿元，同比+1043857.99%/-23.69%/+53.03%/-58.60%

图 1、公司营收、归母净利及增速（分年度）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

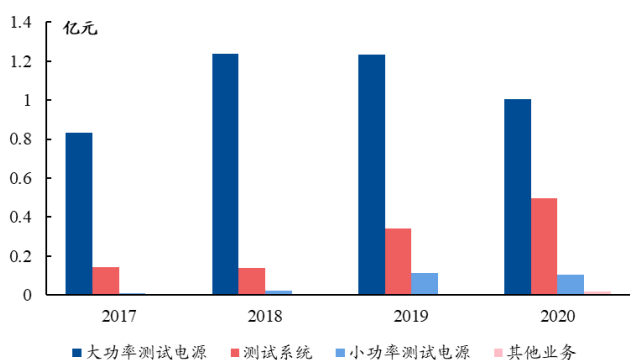
图 2、公司营收、归母净利（分季度）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

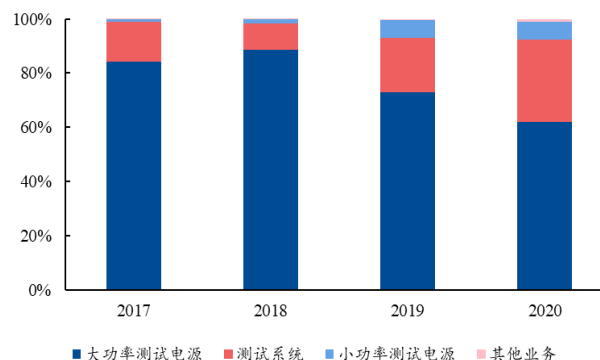
测试电源营收保持稳步增长，燃料电池和功率半导体业务业务放量显著。从 2017 年到 2020 年，公司测试系统和小功率测试电源的营业收入和占比逐步增长，大功率测试电源的营业收入和占比有所下降。2021 年公司重新划分了产品的分类，分为测试电源、燃料电池测试装备、功率半导体测试及智能制造装备，营收分别为 1.7 亿、0.6 亿、0.16 亿，分别同比增长 48.53%、41.08%、321.41%，占总营收比重分别为 68.77%、24.17%和 6.65%。

图 3、2017-2020 公司各业务营收



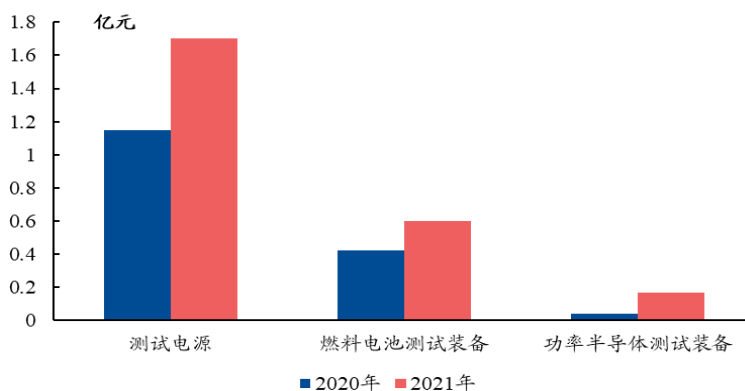
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2017-2020 公司各业务营收占比



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

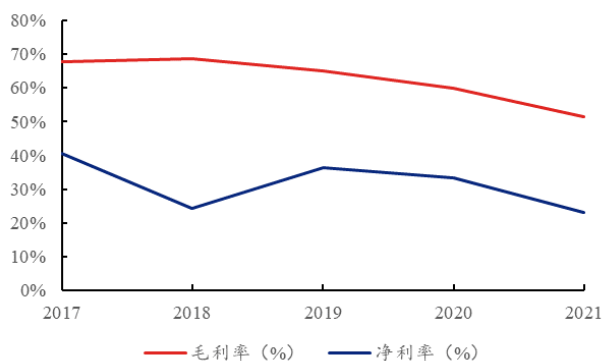
图 5、2021 公司各业务营收情况 (最新产品分类)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

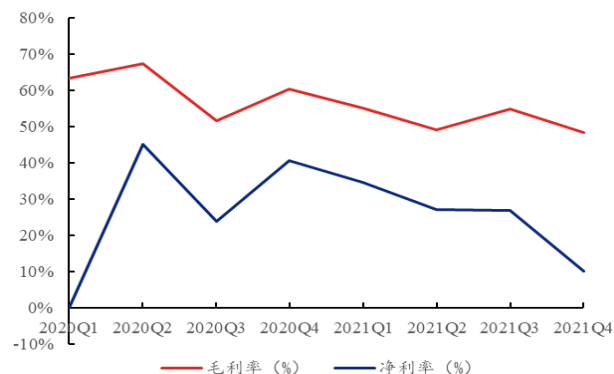
2021 年研发费用显著提升, 净利端承压。公司 2021 年实现毛利润 1.27 亿元, 毛利率同比下降 8.62pct 至 51.43%, 主要是由于行业竞争加剧和产品结构调整, 不过公司总体毛利率仍在较高水平。2021 年实现净利润 0.57 亿元, 净利率同比下降 10.33pct 至 22.93%, 主要是由于研发费用的大幅提升。分季度来看, Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 55.3%/49.1%/54.8%/48.4%, 净利率分别为 34.5%/27.2%/26.8%/10.0%。

图 6、公司毛利率及净利率略有下降



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司毛利率与净利率 (分季度)

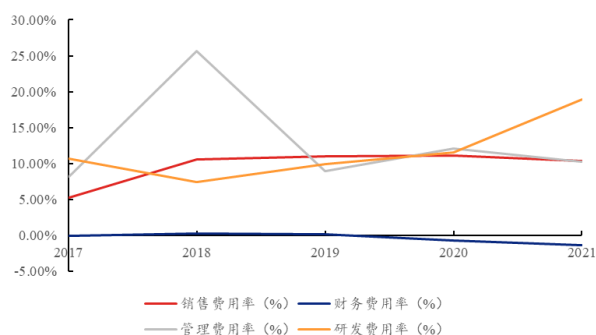


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年公司三费费用率管控较好,同比小幅下降,研发费用率上升明显。公司 2021 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 10.3%、10.4%、-1.3%、19%。2021 年公司投入研发费用 4,694.03 万元,占营业收入比例 18.96%,同比增长 149.13%。公司在电源、燃料电池、功率半导体三大事业部及研究院的研发费用占比分别是 46.11%、21.50%、13.56%及 18.83%,其中小功率测试电源系列化、大功率可回馈式交流电子负载、大功率双向直流电源、电机模拟器以及第二代燃料电池发动机测试系统等研发项目是公司重点投入的方向和领域。

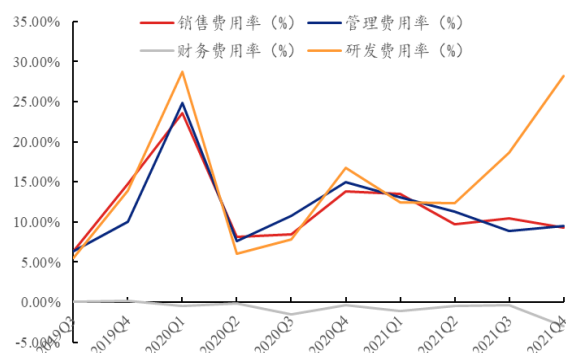
公司重视人才队伍建设,积极实施员工股权激励。截至 2021 年末,公司研发人员 224 人,同比增长 133.33%。同时,2021 年公司实施了新一轮股权激励计划,分两次执行,主要激励对象为公司的高级管理人员和核心技术人员,其中,对研发人员的激励占比达到 50%以上。

图 8、公司三费费用率及研发费用率(分年度)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司三费费用率及研发费用率(分季度)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、投资建议

公司是测试电源行业龙头,尤其是在大功率测试电源领域优势明显,随着之后产品线从实验室设备逐渐向产线环节转移,并且卡位多个下游高景气行业,将不断突破原业务增长天花板。我们调整了盈利预测,预计公司 2022-2024 年归母净利润调整为 0.87、1.32、1.87 亿元,同比增速分别为 52.4%、52.1%、41.6%,对应 2022 年 4 月 15 日收盘价 PE 分别为 35.1、23.1、16.3 倍

## 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	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1028	1391	1846	2473
货币资金	378	520	782	1142
交易性金融资产	382	500	500	500
应收票据及应收账款	122	230	346	505
预付款项	9	6	9	14
存货	93	130	202	303
其他	42	4	6	9
<b>非流动资产</b>	120	100	94	87
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	58	65	62	55
在建工程	30	15	8	4
无形资产	10	15	19	24
商誉	3	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3
其他	15	2	2	2
<b>资产总计</b>	1148	1490	1940	2560
<b>流动负债</b>	163	428	745	1179
短期借款	0	174	363	621
应付票据及应付账款	107	171	265	396
其他	56	83	117	162
<b>非流动负债</b>	14	5	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他	14	5	5	5
<b>负债合计</b>	177	433	750	1184
股本	80	80	80	80
资本公积	749	749	749	749
未分配利润	122	200	319	487
少数股东权益	3	3	3	3
<b>股东权益合计</b>	971	1058	1190	1376
<b>负债及权益合计</b>	1148	1490	1940	2560

会计年度	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	57	87	132	187
折旧和摊销	6	9	10	11
资产减值准备	1	-12	0	0
资产处置损失	-1	0	0	0
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	-1	-10	-4	1
投资损失	-19	0	0	0
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	-44	-2	-65	-91
<b>经营活动产生现金流量</b>	12	58	74	108
<b>投资活动产生现金流量</b>	101	-114	-5	-5
<b>融资活动产生现金流量</b>	-21	197	193	256
现金净变动	92	142	262	360
现金的期初余额	270	378	520	782
现金的期末余额	362	520	782	1142

会计年度	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	248	400	602	878
营业成本	120	201	311	466
税金及附加	3	4	7	10
销售费用	26	40	59	86
管理费用	25	40	54	79
研发费用	47	43	44	45
财务费用	-3	-10	-4	1
其他收益	11	10	10	10
投资收益	19	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
信用减值损失	-6	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	55	92	140	201
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	60	92	140	201
所得税	3	5	8	14
净利润	57	87	132	187
少数股东损益	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	57	87	132	187
<b>EPS(元)</b>	0.71	1.08	1.65	2.34

## 主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	52.3%	61.7%	50.4%	46.0%
营业利润增长率	-0.7%	68.3%	52.9%	43.1%
归母净利润增长率	5.3%	52.4%	52.1%	41.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	51.4%	49.8%	48.3%	46.9%
净利率	23.0%	21.7%	21.9%	21.3%
ROE	5.9%	8.2%	11.1%	13.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	15.4%	29.0%	38.7%	46.2%
流动比率	6.31	3.25	2.48	2.10
速动比率	5.74	2.95	2.21	1.84
<b>营运能力</b>				
资产周转率	22.9%	30.3%	35.1%	39.0%
应收帐款周转率	245.9%	248.9%	235.5%	232.7%
存货周转率	175.8%	179.5%	187.1%	184.5%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.71	1.08	1.65	2.34
每股经营现金	0.15	0.73	0.92	1.35
每股净资产	12.10	13.19	14.84	17.17
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	53.6	35.1	23.1	16.3
PB	3.1	2.9	2.6	2.2



### 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。

### 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股市场以上证综指或深圳成指为基准,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%
		审慎增持	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。我们也不承诺也不保证,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	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2
15层	32层01-08单元	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