

2025 年 11 月 17 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

电源业务增长超预期，AI 服务器打开测试电源需求空间

—科威尔 (688551. SH) 公司事件点评报告

分析师：臧天律 S1050522120001

 zangt1@cfsc.com.cn

基本数据

2025-11-14

当前股价（元）	38.6
总市值（亿元）	32
总股本（百万股）	84
流通股本（百万股）	84
52 周价格范围（元）	24.08-46
日均成交额（百万元）	54.87

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

科威尔发布 2025 年三季报：公司 2025Q1-Q3 实现营收 3.70 亿元，同比下降 1.97%，归母净利润 5160 万元，同比下降 0.09%；其中 2025Q3 实现营业收入 1.45 亿元，同比增长 17.90%，环比增长 23.77%；归母净利润 2059 万元，同比增长 110.36%，环比增长 94.05%。

投资要点

电源业务订单超预期，降本成效显著

公司 2025Q3 营收和利润均实现高增速，主要系公司主营业务测试电源订单增长超过年初预期，收入占比约 80%；销售/管理费用率为 9.02/9.25%，同比下降 6.26/0.96pct，环比下降 4.72/0.68pct，反映公司成本控制水平明显提升。

测试电源市场价格战缓和，公司毛利率触底回升

受测试电源市场价格竞争影响，公司 2025Q3 实现销售毛利率 40.16%，同比下降 5.93pct，虽因部分大客户订单集中确认的影响导致环比下降 4.26pct，但 2025 前三季度毛利率总体保持平稳；毛利率相比于 2024Q4 的 30.16%已实现触底回升，反映测试电源市场市场价格竞争态势已逐步稳定，当前产品价格虽仍处于历史较低区间，但相较去年已有所缓和，部分产品价格仍有承压，而个别产品线已呈现企稳或小幅回升的态势，有望增强公司的盈利能力。

■ AI 服务器与固态电池检测双轮驱动，技术领先与客户导入并举

当前 AI 服务器电源技术路线迭代较快，最新的 OCP 大会确定了 800V 系统的技术方向，功率可达兆瓦级别，明确了大功率解决方案的需求。AI 服务器电源对测试电源、负载在拉载斜率、拉载频率等方面的技术要求更高，但随着 HVDC、SST 固态变压器等供电方案新平台的推出，传统测试企业的先发优势也逐步减弱。并且测试电源产品下游客户在新产品开发与迭代方面投入仍保持稳定，相关需求未出现明显放缓。

在 AI 服务器测试电源领域，公司目前已实现测试电源和负载的小批量订单，并完成部分交付，并积极推动相关产品和整

体测试自动化解决方案导入行业头部客户产线。公司在大功率测试电源方面具备扎实的技术积累和案例经验，客户认可度高，尤其在兆瓦级测试领域具有显著优势。同时，公司积极持续拓展海外市场，相关订单呈增长态势。

另外在固态电池检测领域，公司已布局覆盖电芯测试、PACK级电性能充放电测试及静态安规等多类测试装备。目前已与部分行业内头部电池厂达成合作，并交付应用相关设备。

盈利预测

我们看好公司测试电源产品在 AI 服务器、固态电池等行业需求增长下持续放量，预测公司 2025-2027 年收入分别为 5.27、7.31、10.1 亿元，EPS 分别为 0.98、1.52、2.12 元，当前股价对应 PE 分别为 39.6、25.4、18.2 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

行业技术发展不及预期风险、行业政策变化风险、市场竞争风险、大盘系统性风险等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	478	527	731	1,010
增长率（%）	-9.6%	10.1%	38.8%	38.1%
归母净利润（百万元）	49	82	128	178
增长率（%）	-58.1%	67.3%	55.9%	39.3%
摊薄每股收益（元）	0.58	0.98	1.52	2.12
ROE（%）	3.8%	6.0%	8.9%	11.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	478	527	731	1,010
现金及现金等价物	448	487	478	460	营业成本	263	289	396	544
应收款	200	220	305	422	营业税金及附加	4	5	6	9
存货	274	305	419	576	销售费用	64	53	66	86
其他流动资产	422	433	480	544	管理费用	50	47	51	66
流动资产合计	1,343	1,445	1,683	2,002	财务费用	-11	-9	-9	-8
非流动资产：					研发费用	79	79	110	151
金融类资产	311	311	311	311	费用合计	181	170	218	295
固定资产	166	294	274	256	资产减值损失	-7	0	0	0
在建工程	139	0	0	0	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	22	21	20	19	投资收益	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	46	83	131	183
其他非流动资产	42	42	42	42	加：营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	369	357	336	317	减：营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1,712	1,802	2,019	2,318	利润总额	47	85	132	184
流动负债：					所得税费用	-1	4	7	9
短期借款	30	30	30	30	净利润	48	80	125	175
应付账款、票据	230	256	352	484	少数股东损益	-1	-2	-3	-4
其他流动负债	47	47	47	47	归母净利润	49	82	128	178
流动负债合计	387	422	552	730					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	23	23	23	23	营业收入增长率	-9.6%	10.1%	38.8%	38.1%
非流动负债合计	23	23	23	23	归母净利润增长率	-58.1%	67.3%	55.9%	39.3%
负债合计	411	445	575	754	盈利能力				
所有者权益					毛利率	45.0%	45.2%	45.8%	46.2%
股本	84	84	84	84	四项费用/营收	37.9%	32.3%	29.8%	29.2%
股东权益	1,301	1,356	1,443	1,565	净利率	10.1%	15.3%	17.2%	17.3%
负债和所有者权益	1,712	1,802	2,019	2,318	ROE	3.8%	6.0%	8.9%	11.4%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	24.0%	24.7%	28.5%	32.5%
净利润	48	80	125	175	营运能力				
少数股东权益	-1	-2	-3	-4	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
折旧摊销	13	12	21	19	应收账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
公允价值变动	1	0	0	0	存货周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
营运资金变动	8	-28	-117	-159	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	69	63	27	31	EPS	0.58	0.98	1.52	2.12
投资活动现金净流量	-269	11	20	18	P/E	66.1	39.6	25.4	18.2
筹资活动现金净流量	239	-25	-38	-53	P/S	6.8	6.2	4.4	3.2
现金流量净额	40	49	8	-4	P/B	2.5	2.4	2.2	2.1

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天津：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。