

科威尔（688551）

AI 测试电源打开新空间，主业修复+激励落地共振

报告摘要

◆ 布局 AI 服务器电源测试赛道，国产替代打开高毛利新空间

公司自 2024 年初布局 AI 服务器电源测试赛道，目前产品已覆盖 PSU、HVDC、SST、Power Shelf、BBU 等各类数据中心电源转换装置测试需求，产品涵盖测试电源单体设备及整体 ATE 测试系统。2025 年公司已陆续向国内外主流头部服务器电源厂商完成产品送样及验证工作，部分客户实现订单落地与小批量供货；2026 年 AI 服务器测试电源板块开局良好，有序稳步推进。竞争格局来看，目前 AI 服务器电源测试领域外资及台湾品牌占据主要份额，公司凭借大功率测试电源领域的技术积累与性价比优势，叠加与头部电源厂商的长期合作基础，具备显著的国产替代卡位优势。公司产线采用柔性共用模式，现阶段产能充足，未来随着新产品放量，产品结构改善有望为公司盈利能力提升提供弹性。

◆ 价格战趋缓量价齐升，传统主业盈利修复趋势明确

2025 年公司实现营收 5.13 亿元(同比+7.18%)，归母净利润 0.64 亿元(同比+30.38%)，其中测试电源业务收入 4.36 亿元（同比+19.48%）。2025 年全年综合毛利率 42.32%，较 2024 年的 45.00%有所下降，主要受行业价格竞争及氢能业务毛利率下滑拖累。进入 2026 年，盈利修复趋势已明确体现：26Q1 公司毛利率回升至 51.82%，较 25Q1 的 37.60%大幅提升 14.2pcts，环比 25Q4 亦有改善。26Q1 扣除非经常性损益后归母净利润 451.7 万元，同比增长 82.5%，体现核心业务盈利能力的实质性改善。毛利率提升主要受益于：1) 行业价格竞争趋缓，部分产品价格企稳；2) 收入结构优化，高毛利率新业务（AI 测试电源及海外市场）占比提升；3) 产品标准化降本持续推进。26Q1 营收 0.89 亿元（同比-16.78%），收入端波动主要系项目确认节奏差异所致，全年维度公司订单承接态势良好，营收有望稳步上行。此外，公司海外市场拓展工作稳步推进，有望为测试电源业务贡献增量。

◆ 股权激励深度绑定核心团队，前期压制因素消除

2026 年 5 月 26 日，公司公告向 112 名激励对象（含董监高及核心技术人员 11 人）授予 156.00 万股第二类限制性股票，占总股本 1.86%，授予价格 24.68 元/股；业绩考核条件为营业收入或扣非净利润相比 2025 年分别同比增长 10%、21%、33%。本次激励计划覆盖面广、激励力度较大，有助于深度绑定核心管理层与技术骨干利益，增强团队稳定性，保障公司中期战略目标实现。同时，本次激励计划的顺利实施亦标志着前期市场对公司治理层面的担忧消除，有助于改善市场预期。

◆ 投资建议

投资评级

买入

维持评级

2026 年 06 月 18 日

收盘价(元):

70.00

公司基本数据

总股本(百万股)	108.99
总市值(百万)	7,629.62
流通股本(百万股)	108.99
流通市值(百万)	7,629.62
12 月最高/最低价(元)	80.33/27.50
资产负债率(%)	21.48
每股净资产(元)	15.66
市盈率(TTM)	150.03
市净率(PB)	4.47
净资产收益率(%)	0.55

股价走势图



作者

闫智

分析师

SAC 执业证书: S0640524070001

邮箱: yanz031@avic.com

相关研究报告

营收高速增长，小功率与氢能板块有望持续放量 —2023-11-06
盈利能力快速提升，看好小功率与氢能板块持续放量 —2023-09-06
盈利能力显著提升，氢能&IGBT 业务贡献第二增长极 —2023-05-15

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

预计公司 2026-28 年实现营收 6.32 亿元/7.78 亿元/9.73 亿元，归母净利润 0.88 亿元/1.33 亿元/2.00 亿元，当前股价对应市盈率为 96.0X/63.4X/42.0X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

新产品放量不及预期、新能源行业资本开支不及预期、市场竞争加剧等

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	478.27	512.60	631.72	777.66	972.61
增长率（%）	-9.58	7.18	23.24	23.10	25.07
归母净利润（百万元）	49.05	63.95	87.67	132.73	200.41
增长率（%）	-58.10	30.38	37.09	51.40	50.99
毛利率（%）	45.00	42.32	45.81	47.63	49.49
每股收益	0.45	0.59	0.80	1.22	1.84
市盈率 PE	171.55	131.58	95.98	63.39	41.99
市净率 PB	6.47	6.38	6.18	5.89	5.50
净资产收益率 ROE（%）	3.77	4.85	6.44	9.29	13.11

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	448	235	360	428	523	营业收入	478	513	632	778	973
应收票据及账款	296	254	287	354	442	营业成本	263	296	342	407	491
预付账款	5	2	4	5	6	税金及附加	4	5	6	7	9
其他应收款	4	4	5	6	7	销售费用	64	58	68	82	97
存货	274	258	281	335	404	管理费用	50	50	60	70	83
其他流动资产	317	449	451	452	453	研发费用	79	77	88	97	107
流动资产总计	1343	1202	1389	1578	1834	财务费用	-11	-3	-1	-1	-2
长期股权投资	0	45	45	45	45	资产减值损失	-7	-10	-9	-11	-13
固定资产	171	367	322	294	259	信用减值损失	-2	-4	-3	-4	-5
在建工程	139	0	25	25	25	其他经营损益	-0	0	-0	-0	-0
无形资产	22	21	17	13	9	投资收益	5	22	10	10	10
长期待摊费用	3	3	1	0	0	公允价值变动损益	1	2	0	0	0
其他非流动资产	34	37	36	34	32	资产处置收益	-0	0	0	0	0
非流动资产合计	369	473	446	411	369	其他收益	19	21	21	21	21
资产总计	1712	1675	1834	1989	2204	营业利润	46	61	87	132	200
短期借款	30	0	0	0	0	营业外收入	1	1	1	1	1
应付票据及账款	230	210	294	349	421	营业外支出	0	-0	0	0	0
其他流动负债	127	128	160	195	240	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	387	337	454	544	661	利润总额	47	62	88	133	201
长期借款	2	1	0	0	-0	所得税	-1	-1	1	2	3
其他非流动负债	21	19	19	19	19	净利润	48	64	87	131	198
非流动负债合计	23	20	19	19	19	少数股东损益	-1	-0	-1	-1	-2
负债合计	411	357	473	563	680	归属母公司净利润	49	64	88	133	200
股本	84	84	84	84	84	EBITDA	54	81	164	216	290
资本公积	962	965	965	965	965	NOPLAT	27	30	85	129	196
留存收益	255	269	313	380	480	EPS (元)	0.45	0.59	0.80	1.22	1.84
归属母公司权益	1301	1318	1362	1428	1529						
少数股东权益	-1	0	-1	-2	-5						
股东权益合计	1301	1318	1361	1426	1524						
负债和股东权益合计	1712	1675	1834	1989	2204						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	48	64	55	100	167	成长能力					
折旧与摊销	18	22	77	85	91	营收增长率	-9.6%	7.2%	23.2%	23.1%	25.1%
财务费用	-11	-3	-1	-1	-2	营业利润增长率	-63.5%	32.5%	42.9%	51.7%	51.2%
投资损失	-5	-22	-10	-10	-10	EBIT增长率	-67.2%	63.9%	46.8%	51.6%	51.3%
营运资金变动	-1	30	56	-33	-44	EBITDA增长率	-57.7%	49.4%	101.7%	32.1%	34.2%
其他经营现金流	20	14	32	32	32	归母净利润增长率	-58.1%	30.4%	37.1%	51.4%	51.0%
经营性现金净流量	69	105	209	173	234	经营现金流增长率	-19.0%	51.7%	99.4%	-17.5%	35.7%
资本支出	130	89	50	50	50	盈利能力					
长期投资	-145	-174	0	0	0	毛利率	45.0%	42.3%	45.8%	47.6%	49.5%
其他投资现金流	6	25	10	10	10	净利率	10.1%	12.4%	13.7%	16.9%	20.4%
投资性现金净流量	-269	-238	-40	-40	-40	营业利润率	9.6%	11.9%	13.8%	17.0%	20.6%
短期借款	-3	-30	0	0	0	ROE	3.8%	4.9%	6.4%	9.3%	13.1%
长期借款	1	-2	-0	-0	-0	ROA	2.9%	3.8%	4.8%	6.7%	9.1%
普通股增加	0	0	0	0	0	ROIC	5.4%	4.9%	12.4%	21.0%	31.2%
资本公积增加	5	2	0	0	0	估值倍数					
其他筹资现金流	-67	-41	-43	-65	-98	P/E	171.6	131.6	96.0	63.4	42.0
筹资性现金净流量	-64	-70	-43	-65	-99	P/S	17.6	16.4	13.3	10.8	8.7
现金流量净额	-264	-203	126	67	95	P/B	6.5	6.4	6.2	5.9	5.5
						股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						EV/EBIT	46.1	41.7	88.4	57.9	37.9
						EV/EBITDA	30.6	30.4	46.8	35.2	25.9
						EV/NOPLAT	62.8	81.3	90.1	58.9	38.5

资料来源：iFind，中航证券研究

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示: 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558
传 真: 010-59562637