

股票投资评级

增持 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	41.30
总股本/流通股本(亿股)	0.84 / 0.84
总市值/流通市值(亿元)	35 / 35
52周内最高/最低价	46.00 / 24.08
资产负债率(%)	24.0%
市盈率	70.79
第一大股东	傅仕涛

研究所

分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaiibo@cnpsec.com

科威尔(688551)

业绩符合预期，看好公司在 AI 测试电源和氢能产业的持续布局

● 投资要点

事件：2025 年 10 月 17 日，公司发布 2025 年三季报。

2025Q1-3 公司实现营收 3.7 亿元，同比-2.0%，归母净利润 0.5 亿，同比-0.1%；其中 2025Q3 营收 1.5 亿，同环比分别+17.9%/+23.8%，归母净利润 0.2 亿，同环比分别为+110.4%/+94.1%，业绩符合我们预期，测试电源业务增长超预期，但氢能业务不及预期。

利润端：销售费用率减少较多，维持高研发投入。2025Q1-3 公司毛利率、净利率分别 40.8%/13.9%，同比分别-8.2pcts/+0.4pct。2025Q1-3 公司主要费用中，销售费用率（11.6%）减少较多，研发费用率（15.3%）有所下降，管理费用率（9.9%）略有上升，财务费用率（-0.8%）有所增加，四项费用率总体减少 2.2pcts。

积极布局 AI 测试电源。在 AI 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，同时，公司积极推动相关产品和整体测试自动化解决方案在行业头部客户产线端的导入工作。

氢能行业有望在十五五景气提升。10 月 24 日，中共中央举行发布会，《十五五建议》提出前瞻布局未来产业，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点。此次表态将氢能提升至国家战略高度，因此我们预计氢能行业有望在十五五景气提升，相关政策也会持续出台。

● 盈利预测与投资评级：

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 5.5/6.6/8.4 亿元，归母净利润分别为 0.7/0.9/1.3 亿元，（2025 年 10 月 23 日）对应 PE 分别为 52/38/27 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示：

测试电源市场开拓不及预期；市场竞争加剧风险；氢能行业景气度不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	478	546	663	839
增长率(%)	-9.58	14.24	21.41	26.48
EBITDA（百万元）	47.03	87.81	119.99	164.86
归属母公司净利润（百万元）	49.05	67.24	91.24	128.67
增长率(%)	-58.10	37.09	35.70	41.01
EPS(元/股)	0.58	0.80	1.09	1.53
市盈率（P/E）	70.79	51.64	38.05	26.99
市净率（P/B）	2.67	2.65	2.60	2.52
EV/EBITDA	41.23	35.64	26.79	20.05

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	478	546	663	839	营业收入	-9.6%	14.2%	21.4%	26.5%
营业成本	263	290	347	434	营业利润	-63.5%	45.5%	35.5%	40.5%
税金及附加	4	5	6	8	归属于母公司净利润	-58.1%	37.1%	35.7%	41.0%
销售费用	64	71	85	105	获利能力				
管理费用	50	55	65	81	毛利率	45.0%	47.0%	47.7%	48.3%
研发费用	79	82	96	117	净利率	10.3%	12.3%	13.8%	15.3%
财务费用	-11	-6	-5	-3	ROE	3.8%	5.1%	6.8%	9.3%
资产减值损失	-7	-8	-9	-10	ROIC	2.2%	4.5%	6.2%	8.8%
营业利润	46	67	91	128	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	24.0%	26.0%	28.6%	32.3%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	3.47	3.02	2.64	2.29
利润总额	47	68	91	128	营运能力				
所得税	-1	1	2	2	应收账款周转率	2.38	2.79	2.80	2.89
净利润	48	66	90	126	存货周转率	1.05	1.06	1.16	1.19
归母净利润	49	67	91	129	总资产周转率	0.28	0.31	0.37	0.43
每股收益(元)	0.58	0.80	1.09	1.53	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.58	0.80	1.09	1.53
货币资金	448	377	293	202	每股净资产	15.48	15.56	15.91	16.40
交易性金融资产	311	311	311	311	估值比率				
应收票据及应收账款	196	241	286	359	PE	70.79	51.64	38.05	26.99
预付款项	5	4	5	7	PB	2.67	2.65	2.60	2.52
存货	274	274	325	403	现金流量表				
流动资产合计	1343	1319	1356	1455	净利润	48	66	90	126
固定资产	166	230	290	344	折旧和摊销	18	26	33	40
在建工程	139	153	163	170	营运资本变动	0	-8	-56	-80
无形资产	22	22	22	22	其他	3	3	5	4
非流动资产合计	369	445	513	574	经营活动现金流净额	69	87	72	90
资产总计	1712	1764	1869	2029	资本开支	-130	-100	-100	-100
短期借款	30	30	30	30	其他	-139	6	7	8
应付票据及应付账款	230	269	318	396	投资活动现金流净额	-269	-94	-94	-92
其他流动负债	127	137	166	208	股权融资	5	0	0	0
流动负债合计	387	436	513	634	债务融资	-3	0	0	0
其他	23	21	21	21	其他	-66	-64	-63	-89
非流动负债合计	23	21	21	21	筹资活动现金流净额	-64	-64	-63	-89
负债合计	411	458	535	655	现金及现金等价物净增加额	-264	-70	-85	-90
股本	84	84	84	84					
资本公积金	962	962	962	962					
未分配利润	227	239	254	276					
少数股东权益	-1	-2	-3	-6					
其他	29	23	37	56					
所有者权益合计	1301	1306	1334	1373					
负债和所有者权益总计	1712	1764	1869	2029					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：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；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵权行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048