

2025 年 04 月 30 日

雷神科技 (872190)

——24H2 国补刺激 PC 市场复苏，关注 50 系显卡产品及 AI 眼镜新品表现

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 30 日

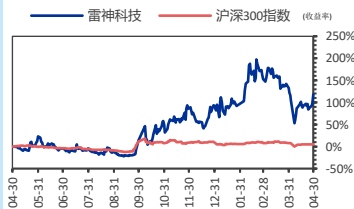
收盘价 (元)	32.98
一年内最高/最低 (元)	48.62/11.23
市净率	3.8
股息率% (分红/股价)	0.30
流通 A 股市值 (百万元)	3,254
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	8.63
资产负债率%	51.66
总股本/流通 A 股 (百万)	100/99
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《雷神科技 (872190) 点评：北证稀缺 AI 端侧标的，三款智能眼镜参展 CES》
2025/01/15

《雷神科技 (872190) 深度：A 股稀缺 AIPC 标的，业务出海业绩弹性大》 2024/11/11

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

研究支持

汪秉涵 A0230123090006
wangbh@swsresearch.com

联系人

汪秉涵
(8621)23297818×
wangbh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布 2024 年年报，实现营收 29.55 亿元，同比+15.65%；实现归母净利 0.21 亿元，同比-37.66%；扣非归母净利 0.17 亿元，同比-27.23%。营收超预期，利润低于预期。
- 公司发布 2024 年度权益分配预案，公司拟每 10 股分派现金红利 1.2 元。
- 公司发布 2025 年一季报，实现营收 5.71 亿元，同比-8.79%；实现归母净利 949.40 万元，同比+55.88%；扣非归母净利 941.96 万元，同比+91.87%。业绩符合预期。

投资要点：

- 24H2 国补刺激 PC 市场复苏，应收账款跨期结算部分利润递延至 25Q1，综合导致公司业绩不及预期。**24 年公司营业收入为 29.55 亿元，YoY+15.65%，其中单 Q4YoY+53.18%，主要系国补刺激 PC 消费市场复苏，需求回暖；同时境外业务爆发，为 24 年核心增长点，YoY+57.54%，主要系公司与海外多地经销商达成合作所致。24 年归母净利润为 0.21 亿元，YoY-37.66%，主要系：1) PC 市场 24 年景气度复苏较慢，根据 Canalys 数据，24 年全球 PC 出货量为 2.56 亿台，YoY+3.9%，叠加国内 PC 市场竞争加剧致使公司毛利率承压，24 年主营业务毛利率为 8.08%，YoY-0.58pcts；2) 公司采购计算机核心部件及整机以美元结算，美元汇率上升致使公司承担汇兑损失同期增加 0.13 亿元；3) 客户信用账期随境外业务高增而增加，致使公司应收账款增加，信用减值损失同比增加 185.76%，应收账款跨期结算使部分利润递延至 25Q1，致使公司 25Q1 净利润增速显著高于营收，25Q1 归母净利润为 949.40 万元，YoY+55.88%。公司 25Q1 营收同比下滑 8.79%，但主营收入为正增长，YoY+1.92%，系公司降低了电脑配件销量所致。
- 4 月多款新品发布+电竞游戏 IP 破圈，关注后续边际改善。**公司于 2025 年 3 月 31 日开启新品发布会，主要新品包括搭载 RTX 50 系显卡的雷神 ZERO 18 Pro 等 3 款游戏本以及首款雷神 AI 智能眼镜，并在 4 月上线京东商城，我们认为多款新品的发布将有效改善公司盈利能力，叠加公司 25 年将发展重心转移至国内，持续增加营销投入，开展与 CFPL、永劫无间、无畏契约等电竞赛事合作，加大自媒体 KOL 方面布局，建议关注公司后续边际改善。2024 年为国产 3A 游戏大年，《黑神话：悟空》等现象级游戏相继发布突破传统玩家圈层，带动大众市场对电竞场景的认知度显著提升，非核心用户群体加速渗透，驱动电竞用户基数扩容。据 Technavio 数据，2024-2028 电竞电脑市场规模预计将增长 223.1 亿美元，CAGR 达 9.71%，行业空间广阔。
- 央国企信创业务落地加速，深化产业合作打造信创生态圈。**公司持续推动信创业务发展，公司产品入围中央国家机关、中国工商银行等多所单位采购项目，入驻中国铁路总公司旗下电商平台，信创业务加速落地推动公司 24 年台式机实现营收 3.17 亿元，YoY+82.37%，同时公司持续深化与麒麟软件、宏杉科技合作，共同打造信创合作生态圈。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,955	571	3,258	3,574	3,928
同比增长率 (%)	15.7	-8.8	10.2	9.7	9.9
归母净利润 (百万元)	21	9	40	45	52
同比增长率 (%)	-37.7	55.9	84.1	14.9	14.3
每股收益 (元/股)	0.22	0.09	0.40	0.45	0.52
毛利率 (%)	7.9	9.3	8.3	8.7	9.1
ROE (%)	2.5	1.1	4.4	4.9	5.3
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- **投资分析意见：维持增持评级。**公司作为电竞装备第一股，具备强品牌效应，受益于爆款游戏+新品发布销售端有望取得超行业平均水平的增速，我们上调 2025-2026 营收预测并新增 2027 营收预测，预计公司 2025-2027 年营业收入为 32.58 亿（前值为 30.16 亿）、35.74 亿（前值为 33.19 亿）、39.28 亿（新增），但考虑到目前国内笔记本市场价格战严重，公司产品主要为代工厂代加工，毛利率有一定波动，下调 2025-2026 盈利预测并新增 2027 盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.40 亿（前值为 0.55 亿）、0.45 亿（前值为 0.74 亿）、0.52 亿（新增）。因行业目前处于复苏初期，利润率波动较大，营收相对稳定，故选取 PS 估值，对应当前（2025/4/30 收盘）PS 倍数分别为 1.01/0.92/0.84 倍，可比公司选取春秋电子、华勤技术、亿道信息，25E 平均 PS 为 1.11 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**消费电子复苏不及预期风险；汇率波动的风险；市场竞争加剧风险。

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,555	2,955	3,258	3,574	3,928
其中：营业收入	2,555	2,955	3,258	3,574	3,928
减：营业成本	2,348	2,722	2,986	3,264	3,571
减：税金及附加	2	1	2	2	2
主营业务利润	205	232	270	308	355
减：销售费用	81	89	114	125	141
减：管理费用	32	32	39	46	51
减：研发费用	46	46	55	64	82
减：财务费用	13	22	22	26	25
经营性利润	33	43	40	47	56
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-7	-19	-4	-4	-5
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-3	-5	0	0	0
加：投资收益及其他	12	3	6	7	6
营业利润	37	22	41	49	57
加：营业外净收入	0	0	0	0	0
利润总额	38	22	41	49	57
减：所得税	3	1	2	4	4
净利润	35	22	40	46	52
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	34	21	40	45	52

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。