

雷神科技 (872190.BJ)

2025 年 09 月 29 日

投资评级：增持（首次）

日期	2025/9/26
当前股价(元)	28.02
一年最高最低(元)	48.62/14.29
总市值(亿元)	28.02
流通市值(亿元)	27.65
总股本(亿股)	1.00
流通股本(亿股)	0.99
近 3 个月换手率(%)	196.19

北交所研究团队

专注全场景电竞装备，布局 AIPC 新领域释放算力潜能

——北交所首次覆盖报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 专注全场景电竞装备，AIPC + AI 智能眼镜+雷神 AI 智能体产品生态体系

雷神科技是一家专业电竞 PC 及外设硬件设备商，产品包括电竞笔记本、台式机、AIPC，以及电竞显示器、机械键盘、电竞鼠标、游戏手柄、AI 智能眼镜等外设周边产品。2025 年，公司发布雷神 ZERO18 等 RTX50 系新品，巩固高端市场竞争力；布局智能眼镜赛道，推出雷神 AuraAR 智能眼镜、雷神 AuraAI 智能拍摄眼镜。2025H1 实现营业收入 13.88 亿元，同比增长 13.19%，归母净利润 1433.53 万元，同比增长 69.31%，毛利率/净利率分别为 8.36%/1.06%。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 40/45/59 百万元，对应 EPS 分别为 0.40/0.45/0.59 元/股，对应 PE 分别为 72.5/65.2/49.6 倍，考虑标的具有一定的稀缺性，是国内少数专注于高性能电竞 PC 及外设的全场景电竞装备品牌，首次覆盖给予“增持”评级。

● 电竞行业空间广阔，AIPC 推动 PC 产业快速发展

2024 年，全球 AIPC 出货量将达到 4800 万台，占个人电脑（PC）总出货量的 18%。预计 2025 年，AIPC 出货量将超过 1 亿台，占 PC 总出货量的 40%。2023 年以来，随着游戏行业政策修复及电竞赛事活动全面恢复，相关投融资市场有望实现较为强势的反弹。预计到 2027 年，整体电竞市场规模有望突破 2000 亿元。随着行业信创的深入、应用程序的成熟，信创产品将渗透至更多核心业务场景，预期 2025 年恢复高增速，于 2026 年突破 2000 亿。

● “电竞+信创”双轮驱动战略，品牌价值 218.39 亿元

公司坚持“电竞+信创”双轮驱动战略，深度布局国产信创，打造“第二增长曲线”，公司紧跟电竞 PC 及 AIPC 发展趋势，持续开发推出与用户需求相契合的产品。推出 ZERO18Pro、猎刃 S、曙光 16pro 等游戏本新品；电竞外设方面，推出 ML9MINI8K 竞技游戏鼠标、KG98 机械键盘、G3v2、G80 雷切游戏手柄；以及为满足用户需求结合 AI 眼镜发展趋势，推出雷神 AuraAR 智能眼镜、雷神 AuraAI 智能拍摄眼镜。2025 年 6 月，公司连续五年入选“世界品牌实验室”中国 500 最具价值品牌，品牌价值 218.39 亿元。

● 风险提示：宏观经济波动风险、原材料供应的风险、业务开拓风险

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,555	2,955	3,297	3,584	3,963
YOY(%)	5.8	15.7	11.6	8.7	10.6
归母净利润(百万元)	34	21	40	45	59
YOY(%)	-49.8	-37.7	87.4	11.4	31.3
毛利率(%)	8.1	7.9	8.3	8.4	8.5
净利率(%)	1.3	0.7	1.2	1.3	1.5
ROE(%)	4.2	2.5	4.6	4.9	6.1
EPS(摊薄/元)	0.34	0.21	0.40	0.45	0.59
P/E(倍)	84.75	135.96	72.55	65.15	49.61
P/B(倍)	3.5	3.4	3.3	3.2	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 看点：“电竞+信创”双轮驱动战略，品牌价值 218.39 亿元 .....	1
1.1、 研发：发布首款增程式 AIPC，聚焦多场景差异化需求 .....	1
1.2、 格局：专注专业化计算机硬件赛道，电竞电脑国内市占率位列前四 .....	1
2、 行业：电竞行业空间广阔，AIPC 推动 PC 产业快速发展 .....	1
2.1、 电竞行业：加码产业扶持政策，预计 2027 年市场规模突破 2000 亿 .....	1
2.2、 PC 行业：预计 2025 年 AIPC 出货量将超 1 亿台，应用场景拓展 .....	1
2.3、 信创行业：预期 2025 年恢复高增速，于 2026 年突破 2000 亿 .....	1
3、 公司：以 AI 技术为核心，专注全场景电竞装备 .....	1
3.1、 产品：构建 AIPC + AI 智能眼镜+雷神 AI 智能体产品生态体系 .....	1
3.2、 模式：委外加工、买断式经销相结合，推动产销协同稳定发展 .....	1
3.3、 财务：2025H1 实现营收 13.88 亿元、归母净利润 1433.53 万元 .....	2
4、 盈利预测与投资建议 .....	2
5、 风险提示 .....	2
附：财务预测摘要 .....	2

## 图表目录

图 1： 公司坚持“电竞+信创”双轮驱动战略，深度布局国产信创，打造“第二增长曲线” .....	1
图 2： 雷神科技构建 AIPC + AI 智能眼镜+雷神 AI 智能体的产品生态体系 .....	1
图 3： 公司发布雷神 2025 旗舰 AI 游戏本——雷神 ZERO 18 Pro .....	1
图 4： 雷神 aibook15 定位 AIPC，搭载英特尔酷睿 Ultra7 处理器 .....	1
图 5： 2023-2025H1 公司研发支出占营业收入的比例分别为 1.79%、1.55%、1.88% .....	1
图 6： 公司毛利率低于可比品牌商均值，变动趋势趋于一致（%） .....	1
图 7： 2022 年以来，全国多地继续加码电竞产业扶持政策 .....	1
图 8： 年轻化是电竞用户最主要的特征之一 .....	1
图 9： 2024 年中国电竞产业在剔除电竞游戏产品后，营业收入达到 275.68 亿元 .....	1
图 10： 预计到 2027 年，整体电竞市场规模有望突破 2000 亿元 .....	1
图 11： 电竞行业和元宇宙行业相关投融资金额和事件数量均获得翻倍式增长 .....	1
图 12： AIPC 产业链的创新涵盖了从硬件创新到智能应用的全面发展 .....	1
图 13： 2025 年整体 PC 市场预计将同比增长 3%，达到 4100 万台 .....	1
图 14： 预计到 2025 年，AIPC 出货量将超过 1 亿台，占 PC 总出货量的 40% .....	1
图 15： 中国信创产业全景 .....	1
图 16： 信创产品预期 2025 年恢复高增速，于 2026 年突破 2000 亿 .....	1
图 17： 2022 年中国数据库市场规模达 335 亿 .....	1
图 18： 2022 年中国协同办公产品市场规模 607 亿 .....	1
图 19： 2025H1，主营业务收入为 12.19 亿元（万元） .....	1
图 20： 公司主营收入以游戏笔记本和台式机为主 .....	1
图 21： 2024 年公司主营业务境外收入达到 11.50 亿元，增幅 57.54%（万元） .....	1
图 22： 2025H1 实现营业收入 13.88 亿元 .....	2
图 23： 2025H1 公司归母净利润为 1433.53 万元 .....	2
图 24： 2025H1 公司综合毛利率为 8.36% .....	2
图 25： 2025H1 游戏笔记本的毛利率为 9.28% .....	2
图 26： 2025H1 公司期间费用率为 7.74% .....	2
图 27： 2025H1 净利率为 1.06% .....	2
表 1： 公司围绕笔记本电脑、台式机、外设及周边三大类产品开展产品开发工作 .....	1
表 2： 公司与主要可比品牌商的产品结构及销售模式存在差异 .....	1
表 3： 公司营收规模相较于可比品牌商存在较大差距（单位：亿元） .....	1
表 4： AIPC 产业链上游主要包括软硬件供应商和 AI 芯片制造商 .....	1
表 5： PC 产品方面，推出 ZERO18Pro、猎刃 S、曙光 16pro 等游戏本新品 .....	1
表 6： 2024 年，公司向前五大供应商采购占比 59.54% .....	1
表 7： 2024 年前五大客户销售额占比营收 68.36%，集中度较高 .....	2

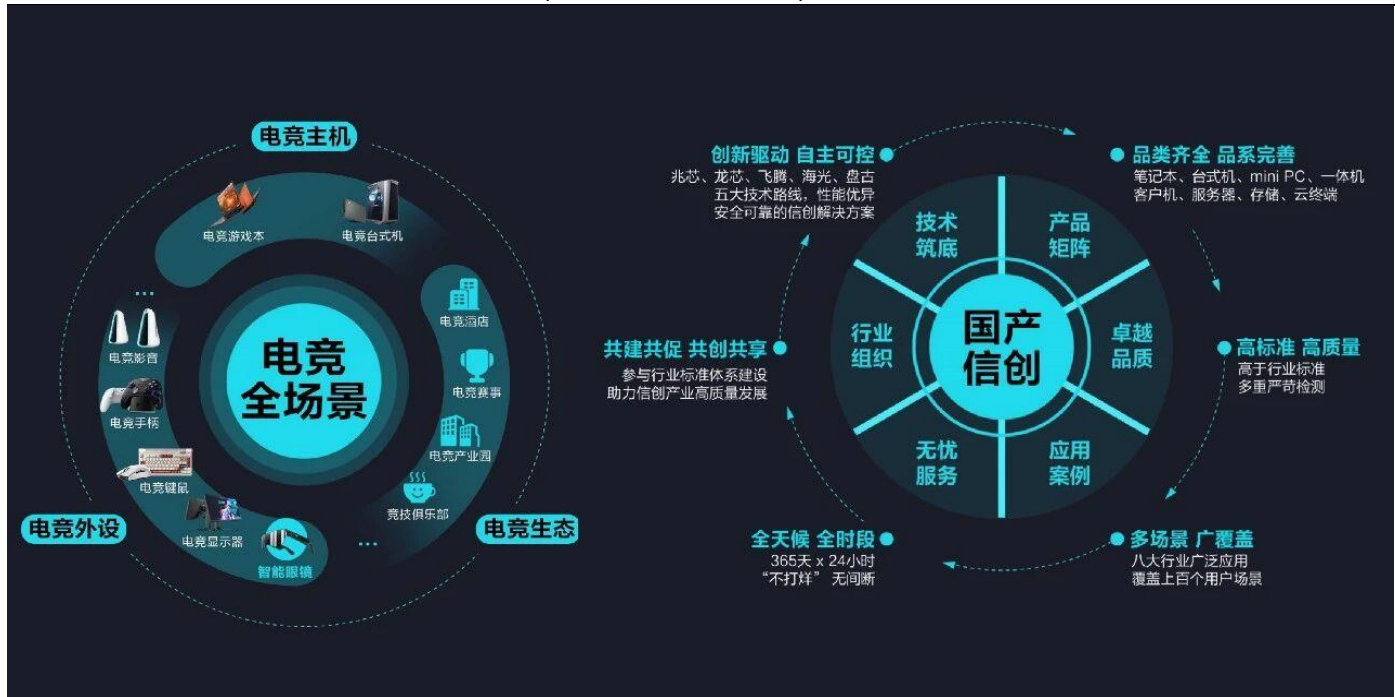
表 8：同行业可比公司 PE2025 均值为 19.2X .....	2
------------------------------------	---

## 1、看点：“电竞+信创”双轮驱动战略，品牌价值 218.39 亿元

雷神科技是一家专业电竞 PC 及外设硬件设备商，产品包括电竞笔记本、台式机，以及电竞显示器、机械键盘、电竞鼠标、游戏手柄等外设周边产品，主要应用于电子竞技、视频创作、创意设计、数字化办公等场景，作为全场景电竞装备品牌，雷神致力于为用户提供高性能、高品质、高颜值的高端电竞装备解决方案。同时，公司坚持“电竞+信创”双轮驱动战略，深度布局国产信创，打造“第二增长曲线”，基于信息技术应用创新产业发展，为客户提供涵盖信创笔记本、台式机、miniPC、一体机、客户机、服务器、存储、云终端等信创产品。

雷神科技同时发力海光、兆芯、飞腾、龙芯四大技术路线，构建了以信创服务器、存储、工作站、桌面终端、交互式一体机为核心的产品矩阵，信创产品在党政领域，金融、教育、医疗等八大重点行业及其他行业广泛采用，中标工商银行、人民银行、中国移动、中国石油、中国联通、管网集团、国能集团、南方电网、国铁商城等 300 多个项目，成为中国信创产业的重要力量。

图1：公司坚持“电竞+信创”双轮驱动战略，深度布局国产信创，打造“第二增长曲线”



资料来源：公司公众号

公司自 2014 年设立以来，在产品、品牌等方面累计获得百余项荣誉。公司产品多次荣获德国红点奖、iF 设计大奖、艾普兰智能创新奖以及业内各类权威媒体评测奖项。公司为国家高新技术企业、山东省专精特新企业、山东省瞪羚企业、青岛市专精特新示范企业，并荣获中国计算机行业协会评选的“2021 年度中国计算机行业发展成就奖”，以及青岛市政府评选的“青岛市长质量奖”。雷神（THUNDEROBOT）在 2021 年-2022 年连续两年入选世界品牌实验室《中国 500 最具价值品牌》。2024H1，公司成功入围中央国家机关 2024 年度台式计算机/便携式计算机框架协议采购项目、2024 年度中国工商银行桌面终端项目，中国海洋大学塔式图形工作站等设备采购项目，信创相关产品入驻中国铁路总公司旗下电商平台-国铁商城，与麒麟软件、宏杉科技进一步加深合作关系，深入开展多样化的合作探



索，推动打造广泛、可持续的信创合作生态圈。2025H1 在能源、物流、金融、电信等关键领域实现多维度突破，成功入围中粮集团国产办公计算机终端框架采购、中国石油天然气集团有限公司 2025 年网络设备国产化集中采购项目、国家能源电子商务中心 2025 年度集团级国产化办公终端多元铺货采购项目等。同时，通过“双百计划”（100 家金牌代理商、100 家行业头部用户）构建开放生态体系，为业务增长奠定坚实基础。

产品创新方面，公司举办“超绝一代，颠覆战局”2025 新品发布会，发布雷神 ZERO18 等 RTX50 系新品，巩固高端市场竞争力；布局智能眼镜赛道，推出雷神 AuraAR 智能眼镜、雷神 AuraAI 智能拍摄眼镜。品牌活动方面，公司参加 2025 腾讯云城市峰会·青岛峰会、火山引擎 Force 原动力大会、全球 AI 眼镜创新技术趋势论坛等行业峰会，以前瞻视角拥抱 AI 浪潮，筑牢场景落地优势；牵头成立智能眼镜产业联盟，与汇鼎光学、博士眼镜达成战略合作，深化“技术+渠道+服务”全链条布局，助力产业转型升级与高质量发展；产品及解决方案亮相美国国际消费类电子产品展览会（CES2025）、上海国际眼镜业展览会（SIOF2025）、香港电子展、巴西 EletrolarShow 等行业展会，进一步扩大全球市场声量，行业影响力持续提升。用户交互方面，聚焦粉丝用户，公司陆续开展多场“雷神玩家联盟粉丝派对”及校园活动，并着力打造线下场景体验店，持续迭代用户体验，有力赋能品牌建设与业务增长。2025 年 6 月，公司连续五年入选“世界品牌实验室”中国 500 最具价值品牌，品牌价值 218.39 亿元。

### 1.1、研发：发布首款增程式 AIPC，聚焦多场景差异化需求

AI 成为新质生产力发展的核心引擎。2025 年，雷神科技将深度聚焦 AI 技术与高性能硬件的融合，构建 AIPC + AI 智能眼镜+雷神 AI 智能体的产品生态体系。雷神科技全系新品均预装雷神 AI 智能体，不仅接入了 DeepSeek 大模型，同时还拓展心光同步、Aippt、小 IN 等生态应用，为用户带来更智能、更高效的产品体验。英特尔®酷睿™ Ultra 200HX 平台处理器拥有卓绝的性能、效率和平台能力，以及非凡的 AI 特性，该平台凭借 CPU、GPU、NPU 三大 AI 引擎的协同发力，为 AIGC（生成式人工智能）在 PC 端的应用提供了强劲动力。

**图2：雷神科技构建 AIPC + AI 智能眼镜+雷神 AI 智能体的产品生态体系**



资料来源：雷神科技公众号

2025 年 3 月，雷神科技举行 AI 新品发布会，发布雷神 2025 旗舰 AI 游戏本——雷神 ZERO 18 Pro，作为首款 18 英寸旗舰机型，雷神 ZERO 18 Pro 最大亮点便是行业领先的 AI 交互体验。全新 AI 光效交互应用“心光同步”，通过高清前置摄像头监测技术，使用 AI 算法对玩家心率和情绪进行动态感知，配合整机 154 颗 RGB 灯珠所组成的光幕系统，将玩家的喜怒哀乐通过光效变换即时表现出来，营造出更加个性化的娱乐氛围。此外还预装了广受用户好评的 AI 专属游戏应用“逗逗游戏助手”，支持全平台实时智能 AI 语音交流，玩家可在游戏过程中与 AI 角色无障碍沟通，为玩家提供了一个沉浸式的游戏陪伴体验。性能和规格方面，雷神 ZERO 18 Pro 采用了 18 英寸最高 4K 240Hz 的“雷神蜂鸟护眼屏”，英特尔®酷睿™Ultra 9 275HX 处理器，至高搭载 NVIDIA® GeForce RTX™ 5090 笔记本电脑 GPU，270W 的整机功耗释放显著增强了它的 AI 能力。“鼯科技 2.0”三风扇七铜管散热系统，使得散热效能大幅提升。同时发布的还有雷神高性能 AI 游戏本猎刃 S 和猎刃 16 2025。

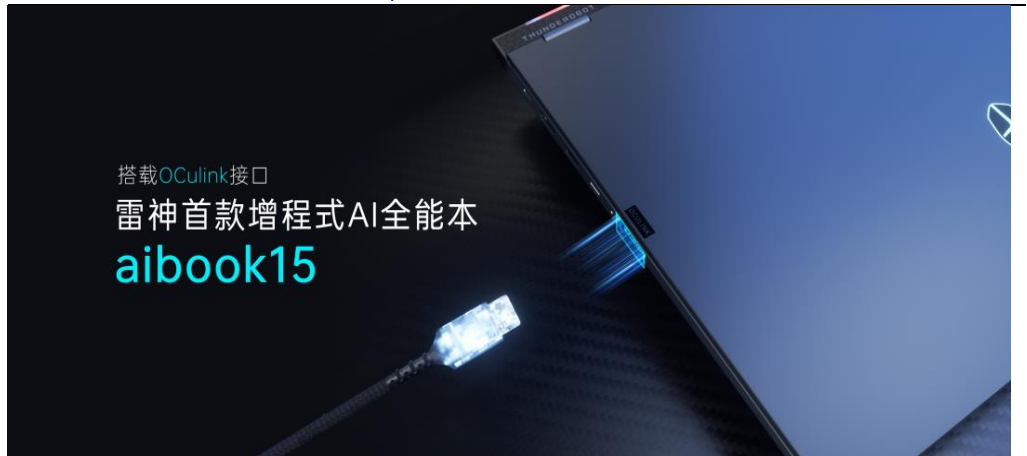
图3：公司发布雷神 2025 旗舰 AI 游戏本——雷神 ZERO 18 Pro



资料来源：雷神科技公众号

咨询机构麦肯锡预计，以 AIGC 为代表的 AI 技术将给全球经济带来超过 7.9 万亿美元价值。2024 年 5 月，雷神科技在中国青岛举办“智竞 AI 新世代”2024 新品发布会。雷神 aibook15 定位 AIPC，搭载英特尔酷睿 Ultra7 处理器，采用 3D 高性能混合架构、intel4 先进工艺制程 CPU 模块，带来性能的大幅提升，CPU+GPU+NPU 三大 AI 引擎提供混合算力，助力 AIGC 秒生成，在复杂图形处理、大型数据分析等方面也能轻松应对。

图4：雷神 aibook15 定位 AIPC，搭载英特尔酷睿 Ultra7 处理器



资料来源：公司公众号

公司产品研发人员围绕笔记本电脑、台式机、外设及周边三大类产品持续开展产品开发工作，致力于不断开发出满足客户需求、引领市场趋势的各类计算机硬件产品。

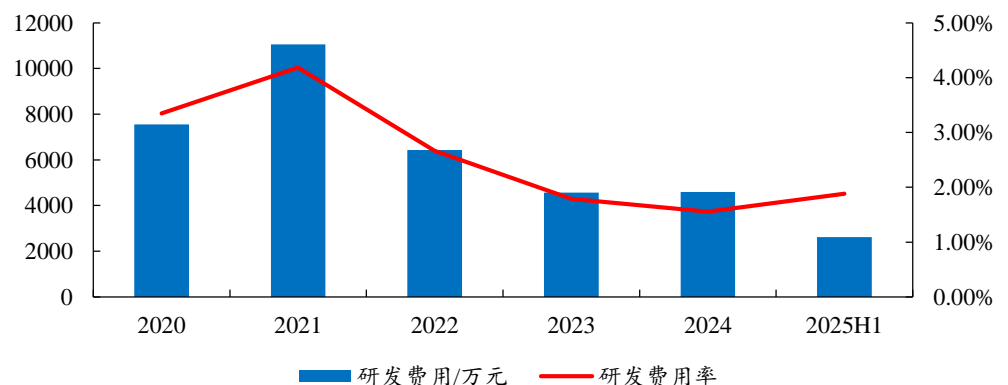
表1：公司围绕笔记本电脑、台式机、外设及周边三大类产品开展产品开发工作

产品	设计方向
笔记本电脑	兼顾高性能和便携性为一身，同时具有炫酷个性化外观，满足用户群体的需求。相比于传统笔记本电脑，公司专业化笔记本电脑在运算性能、显示效果等方面拥有更好的使用体验。除电子竞技外，公司的专业化笔记本电脑产品亦面向程序员、设计师、AI 工程师等对计算机性能要求较高的用户。
台式机	满足发烧友用户群体的需求，拥有良好的性能体验与散热效果。同时，可定制化炫酷外观已成为时下年轻用户群体彰显个性、标新立异的一种生活方式。
显示器	相比办公显示器而言，公司显示器大多拥有更快速响应、更高刷新显示、更宽广色域等特点，能够带来耳目一新更畅爽的使用体验。
外设及周边	围绕终端用户对于低延迟、高响应、人体工学等方面的使用需求，公司通过炫酷造型及灯光的应用、IP 联名、方案定制等方式，开发设计显示器、键盘、鼠标、耳机等外设及周边产品，提升用户全场景的使用体验。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司 2020-2025H1 研发费用分别为 7546.42 万元、11052.57 万元、6430.09 万元、4570.97 万元、4590.62 万元、2615.83 万元，公司研发支出占营业收入的比例分别为 3.35%、4.18%、2.66%、1.79%、1.55%、1.88%。

图5：2023-2025H1 公司研发支出占营业收入的比例分别为 1.79%、1.55%、1.88%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、格局：专注专业化计算机硬件赛道，电竞电脑国内市占率位列前四

公司与主要可比品牌商的产品结构及销售模式存在差异。联想的产品矩阵较广，包含电脑、云服务等；华硕及微星科技均采用直销、经销相结合的销售模式。与竞争对手相比，公司自 2014 年创立以来持续专注于专业化计算机硬件细分赛道。通过长期在专业化计算机硬件领域的深耕，公司已经在专业化计算机硬件的目标受众群体中构建起了专业的品牌形象，同时在市场上积累了良好的口碑和知名度，更易获得用户的信任与青睐。

表2：公司与主要可比品牌商的产品结构及销售模式存在差异

证券简称	产品构成	销售模式及客户构成	销售区域
联想集团	1、智能设备业务（含个人电脑、平板电脑、智能手机及其他智能设备）；2、基础设施方案业务（云服务基础设施等）；3、方案服务业务（SaSS 等新 IT 服务）	80%以上为经销商，20%为政府采购及全球大型企业客户	全球化经营，包括中国、美洲、欧洲、中东、非洲等
华硕	主板、显卡、笔记本电脑、台式机、通讯工具等	经销和直销相结合	全球化经营，包括美洲、亚洲及大洋洲、欧洲和非洲
微星科技	笔记本电脑、显示器、主板、主机壳等	经销和直销相结合	全球化经营，包括欧洲、亚洲、美洲等
雷神科技	笔记本、台式机、外设及周边产品	以经销商为主	以中国境内为主

资料来源：公司第二轮问询回复、开源证券研究所

财务对比：营收规模存在差距，毛利率走势基本一致。2020 年-2023 年，公司收入波动趋势与同行业可比公司基本一致，不存在重大差异。

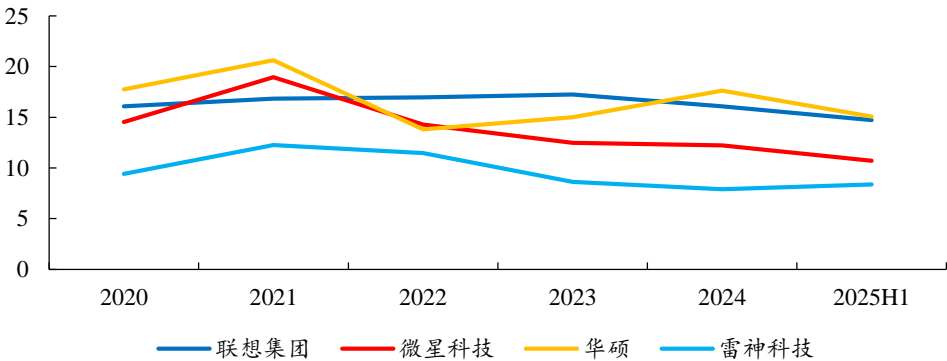
表3：公司营收规模相较于可比品牌商存在较大差距（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
联想集团	4,317.38	5,090.41	4,403.00	4,041.71	4,909.78	
华硕	970.71	1,257.37	1,274.63	1,142.17	1,394.70	797.54
微星科技	344.54	475.16	426.72	427.45	466.48	269.19
雷神科技	22.54	26.42	24.15	25.55	29.55	13.88

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：汇率日期为 2025.9.24；联想集团为财年，即 2024 年 4 月至 2025 年 3 月

毛利率方面，可比公司毛利率平均水平整体呈波动趋势，其中华硕及微星科技毛利率与公司毛利率变动水平大致一致。

图6：公司毛利率低于可比品牌商均值，变动趋势趋于一致（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所



## 2、行业：电竞行业空间广阔，AIPC 推动 PC 产业快速发展

### 2.1、电竞行业：加码产业扶持政策，预计 2027 年市场规模突破 2000 亿

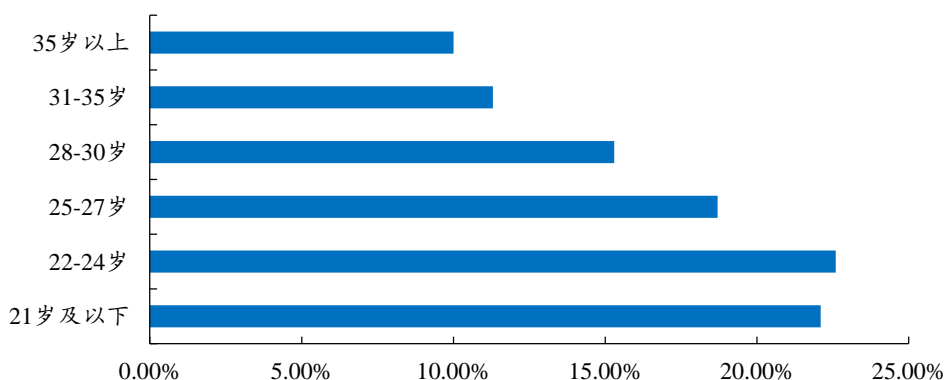
2022 年以来，全国多地继续加码电竞产业扶持政策，致力于更好、更快地建设电竞城市。以杭州市为例，借助亚运会契机，杭州在新一轮动漫游戏产业支持政策中，首次纳入电竞产业，并提出到 2025 年，初步建成国际动漫之都、电竞名城。

图7：2022 年以来，全国多地继续加码电竞产业扶持政策

探索期：1998-2008	发展期：2009-2013	爆发期：2014-2022	成熟期：2023-
<b>电竞市场特征：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 第一批电竞游戏进入中国市场</li> <li>➢ 第三方赛事主导行业发展</li> <li>➢ 中国电竞俱乐部开始萌芽</li> </ul>	<b>电竞市场特征：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 电竞游戏网游化发展</li> <li>➢ 游戏厂商开始主办电竞赛事</li> <li>➢ 电竞俱乐部涌现，电竞职业化发展</li> </ul>	<b>电竞市场特征：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 国家和地方支持电竞产业良性发展</li> <li>➢ 移动电竞逐渐崛起</li> <li>➢ 职业电竞赛事启动联盟化改革</li> </ul>	<b>电竞市场特征：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 电竞体育化持续推进，社会认可度提升</li> <li>➢ 电竞商业化发展迈入新阶段</li> <li>➢ 电竞产业与传统产业融合加速</li> </ul>
<b>典型电竞游戏：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 《反恐精英》</li> <li>➢ 《星际争霸》</li> <li>➢ 《魔兽争霸 III》</li> </ul>	<b>典型电竞游戏：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 《英雄联盟》</li> <li>➢ 《刀塔2》</li> <li>➢ 《星际争霸 II》</li> </ul>	<b>典型电竞游戏：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 《穿越火线》</li> <li>➢ 《王者荣耀》</li> <li>➢ 《和平精英》</li> </ul>	<b>典型电竞游戏：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 《无畏契约》</li> <li>➢ 《永劫无间》</li> <li>➢ 《英雄联盟手游》</li> </ul>
<b>代表性电竞赛事：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ WCG 世界电子竞技大赛</li> <li>➢ ESWC 电子竞技世界杯</li> <li>➢ CEG 全国电子竞技运动会</li> </ul>	<b>代表性电竞赛事：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ DOTA2 国际邀请赛</li> <li>➢ TGA 腾讯游戏竞技平台</li> <li>➢ NEST 全国电子竞技大赛</li> </ul>	<b>代表性电竞赛事：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ LPL 英雄联盟职业联赛</li> <li>➢ KPL 王者荣耀职业联赛</li> <li>➢ PEL 和平精英职业联赛</li> </ul>	<b>代表性电竞赛事：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 杭州第 19 届亚运会电子竞技比赛</li> <li>➢ 奥林匹克电子竞技运动会</li> <li>➢ EWC 沙特电竞世界杯</li> </ul>

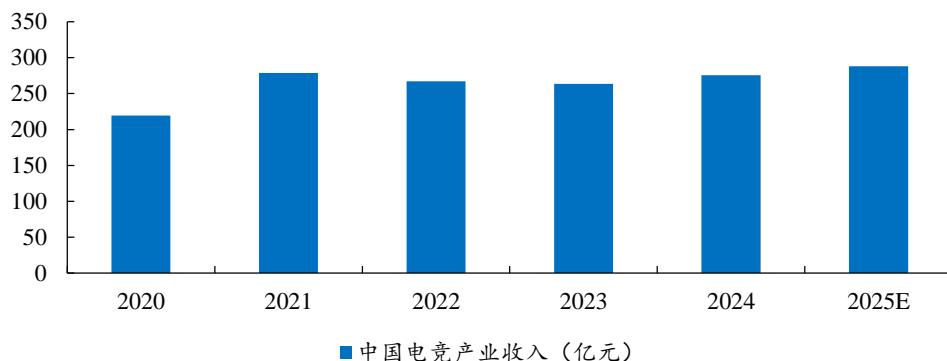
资料来源：艾瑞咨询

根据艾瑞咨询发布的《2023 年中国电竞行业研究报告》，中国电竞用户属性分析中，据电竞用户调研数据显示，年轻群体是电竞用户主力军：男性用户占比接近 7 成；25 岁以下的用户占比达到 44.7%，30 岁及以下的用户占比则达到 78.7%，年轻化是电竞用户最主要的特征之一。电竞用户具备较好的收入水平和消费能力：据电竞用户调研数据显示，2023 年中国电竞用户（除学生、待业及退休等无收入人群中，个人月收入在 6001-8000 元的占比最高，达到 31.9%；个人月消费则集中在 2001-3000 元和 3001-5000 元，占比分别为 26.9%和 26.5%。电竞满足用户多元化需求，用户忠实度较高：对电竞用户而言，电竞不仅是休闲、娱乐的方式，也是社交的手段，62.2%的用户喜欢电竞的原因是“和朋友一起玩，有共同话题”，同时，用户对电竞已产生较高的忠实度，关注电竞时长在 3-5 年的用户占比最高，达到 35.2%，关注电竞时长超过 5 年的占比也接近 40%。头部内容类型关注超 6 成，用户频繁接触电竞内容：从电竞用户偏好的内容类型看，MOBA 类、战术竞技类和射击类电竞内容仍最受到电竞用户的喜爱，三者的渗透率均超过 60%；同时，非对称竞技类内容作为电竞市场的新生力量，其渗透率也已超过 30%。从关注频次看，接近 5 成的用户每天都会关注电竞内容，用户对电竞已产生很强的粘性。

**图8：年轻化是电竞用户最主要的特征之一**


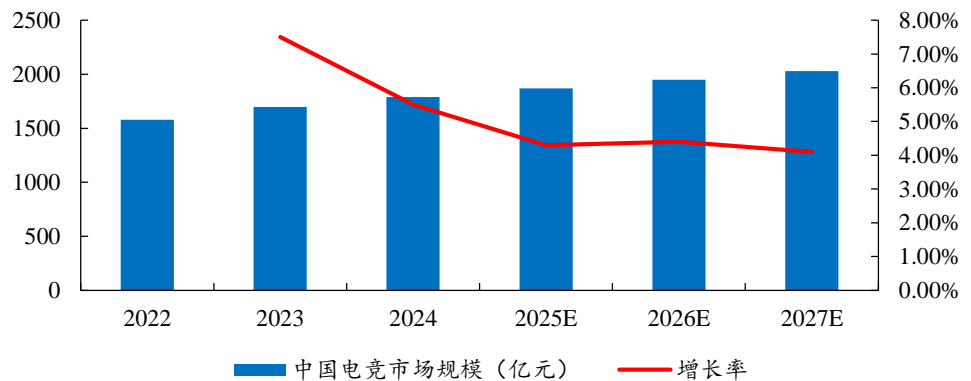
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

中商产业研究院发布的《2025-2030 年中国电子竞技专题研究及发展前景预测评估报告》显示，2024 年中国电竞产业在剔除电竞游戏产品后，营业收入达到 275.68 亿元，预计 2025 年将达到 288.09 亿元。

**图9：2024 年中国电竞产业在剔除电竞游戏产品后，营业收入达到 275.68 亿元**


数据来源：中国音像与数字出版协会电子竞技工作委员会、中商产业研究院、开源证券研究所

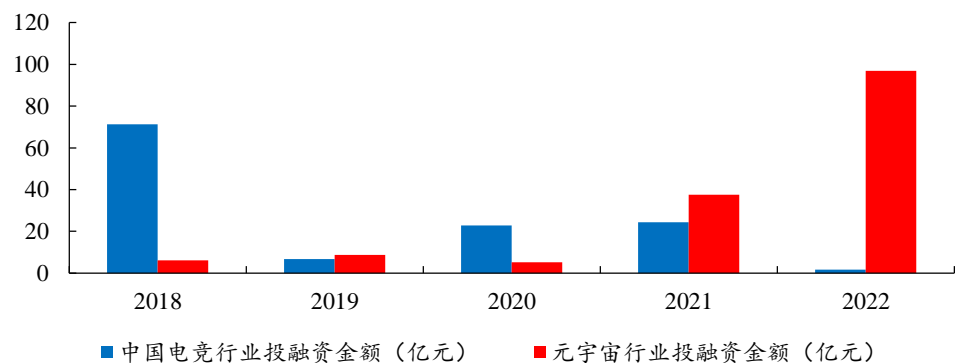
2024 年中国电竞市场规模约为 1790 亿元，同比增长 5.5%，展现出稳健发展的活力和持续增长的潜力。整体来看，电竞市场规模的扩张得益于电竞游戏的稳健增长、职业电竞赛事和大众电竞赛事的蓬勃发展，以及电竞生态市场的日益完善，这些因素共同推动了中国电竞市场的壮大和繁荣。展望未来，中国电竞市场将继续保持增长势头，预计到 2027 年，整体电竞市场规模有望突破 2000 亿元。

**图10：预计到2027年，整体电竞市场规模有望突破2000亿元**


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

电竞游戏收入目前依然是电竞市场的主要组成部分，2024年，电竞游戏在整体电竞市场中的占比为77.7%，这和电竞游戏广泛的用户基础和强大的变现能力有着密切的关系。此外，2024年电竞生态市场规模约400亿元，随着电竞赛事运营的深入、电竞商业化能力的提升和电竞衍生内容的创新，电竞生态市场有望迎来进一步发展。

2022年，受市场大环境影响，游戏行业和电竞行业投融资急剧降温，投融资金额及投融资事件数量均创下2018年以来的新低。2023年以来，随着游戏行业政策修复及电竞赛事活动全面恢复，相关投融资市场有望实现较为强势的反弹。而元宇宙行业在2022年国内创投市场相对低迷的情况下，仍获得了资本的青睐，相关投融资金额和事件数量均获得翻倍式增长。未来，随着元宇宙相关技术和业态的不断发展和成熟，也将给电竞产业带来更多的想象空间。

**图11：电竞行业和元宇宙行业相关投融资金额和事件数量均获得翻倍式增长**


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

## 2.2、PC行业：预计2025年AIPC出货量将超1亿台，应用场景拓展

计算机由硬件系统和软件系统组成。计算机是现代一种用于高速计算的电子计算机器，可以进行数值计算，又可以进行逻辑计算，还具有存储记忆功能。是能够按照程序运行，自动、高速处理海量数据的现代化智能电子设备。计算机由硬件系统和软件系统所组成，主要分为超级计算机、工业控制计算机、网络计算机、个人计算机、嵌入式计算机五类。

AIPC 作为个人计算设备与人工智能技术结合的产物，具备强大的计算能力和智能化功能，将为用户带来更加高效、便捷、个性化的使用体验。随着技术的不断进步和应用场景的拓展，AIPC 有望成为未来个人电脑市场的主流产品之一，推动整个 PC 产业的快速发展。AIPC 产业链的创新涵盖了从硬件创新到智能应用的全面发展。产业链上游主要是软硬件供应，硬件包括 AI 芯片、存储器、显示面板、结构件等组件，软件包括操作系统、中间件、应用软件、大模型等；中游为整机制造厂商和品牌厂商；下游为销售及应用场景。

图12：AIPC 产业链的创新涵盖了从硬件创新到智能应用的全面发展



资料来源：财联社

AIPC 产业链上游主要包括软硬件供应商和 AI 芯片制造商，这些企业为 AIPC 提供关键的硬件和芯片支持，是 AIPC 产业链中至关重要的环节。

表4：AIPC 产业链上游主要包括软硬件供应商和 AI 芯片制造商

领域	重点企业
CPU	英特尔、AD、华为、海光信息、龙芯中科、中国长城等
GPU	英伟达、AD、华为、寒武纪、海光信息、壁仞科技、摩尔线程等
NPU	英伟达、高通、瑞芯微、国科微等
存储	澜起科技、聚辰股份、深科技、江波龙等
触控显示	京东方、莱宝高科、长信科技、TCL 科技、深天马等
结构件、散热	领益智造、长盈精密、光大同创、英力股份、中石科技、飞荣达等
电池	珠海冠宇、德赛电池、欣旺达等
连接器	立讯精密、得润电子、中航光电、瑞可达等
操作系统	中科创达、通信软件、麒麟软件等
应用软件	福昕软件、金山办公、腾讯文档等
大模型等	百度、腾讯、华为、第四范式、商汤科技等

资料来源：中商产业研究院、开源证券研究所

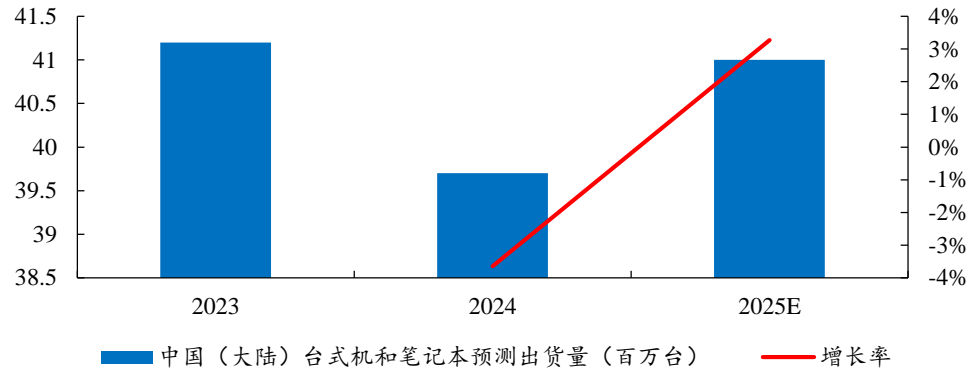
根据市场调研机构 Gartner 公司统计显示，2024 年，中国大陆 PC 市场出货量下降 4%，降至 3970 万台。然而，平板电脑市场却大幅增长了 11%，达到 3150 万台，预计 2025 年将保持增长势头。Canalys 预测，在政府补贴以及政府和大型央企持续替换国产设备的推动下，中国大陆的 PC 市场将在 2025 年恢复增长。整体 PC 市场预计将同比增长 3%，达到 4100 万台。消费市场预计将从 2024 年上半年的较低基数反弹，2025 年上半年同比增长将达到 13%。与此同时，商用领域全年预计将同比增长 7%，但中小企业需求的全面复苏可能需要更长时间。平板电脑市场预



计将实现 1% 的温和增长，2025 年出货量预计达到 3190 万台。在政府补贴的推动下，平板电脑的消费市场预计将同比增长 3%。

Canalys 发布 2025 年第二季度中国内地台式机与笔记本电脑出货数据。报告显示，该季度中国市场 PC 总出货量为 1020 万台，同比增长 12%。

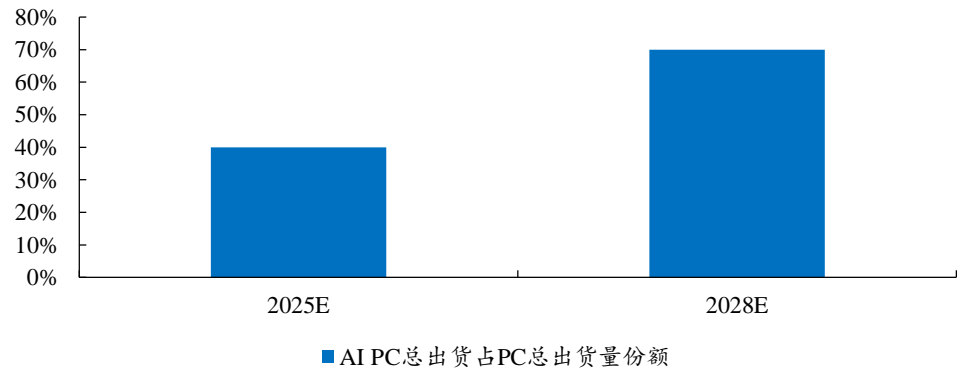
**图13：2025 年整体 PC 市场预计将同比增长 3%，达到 4100 万台**



数据来源：Canalys、开源证券研究所

Canalys 最新预测数据显示，2024 年，全球 AIPC 出货量将达到 4800 万台，占个人电脑（PC）总出货量的 18%。但这仅是市场转型的开始，预计到 2025 年，AIPC 出货量将超过 1 亿台，占 PC 总出货量的 40%。预计到 2028 年，AIPC 出货量将达到 2.05 亿台，2024 年至 2028 年期间的复合年增长率（CAGR）将达到惊人的 44%。

**图14：预计到 2025 年，AIPC 出货量将超过 1 亿台，占 PC 总出货量的 40%**



数据来源：Canalys、开源证券研究所

### 2.3、信创行业：预期 2025 年恢复高增速，于 2026 年突破 2000 亿

“信创”即信息技术应用创新，旨在针对硬件及云等基础设施、基础软件、应用软件、网络安全等 IT 产业链核心技术产品进行自主研发，为我国经济发展、社会运转构建安全可控的信息技术支撑，避免核心技术受制于人。信创建设从党政军局部起步，在应用实践中迭代产品性能，逐步扩展至金融、电信、电力等对国计民生有重要影响的关基行业，基础产品由可用提升至好用，支撑起行业常态化采购。展望未来，央国企将大举开展信创建设工作，信创应用也将由综合办公向经营管理、生产运营等实时核心系统发展，数字中国的技术创新体系和数字安全屏障将愈发坚

实，信创产业迎来高速增长。

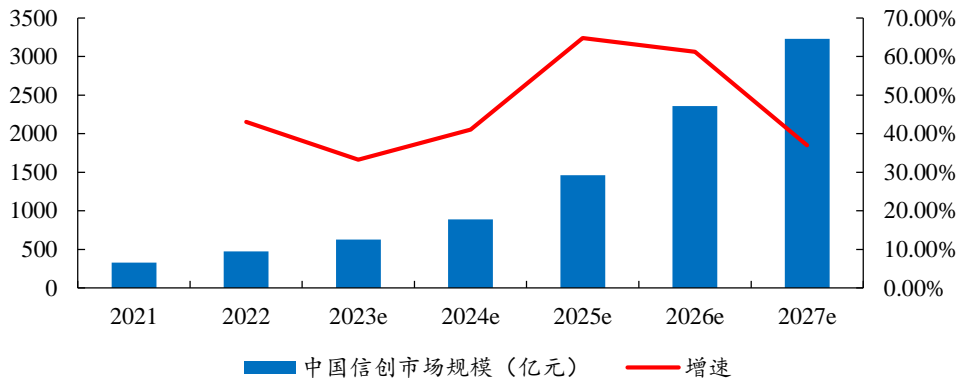
图15：中国信创产业全景



资料来源：艾瑞咨询

根据艾瑞咨询发布的《2023 年中国信创行业研究报告》，艾瑞预期中国信创市场整体规模仍将保持 30%以上的年增长。随着行业信创的深入、应用软件的成熟，信创产品将渗透至更多核心业务场景，预期 2025 年恢复高增速，于 2026 年突破 2000 亿。

图16：信创产品预期 2025 年恢复高增速，于 2026 年突破 2000 亿



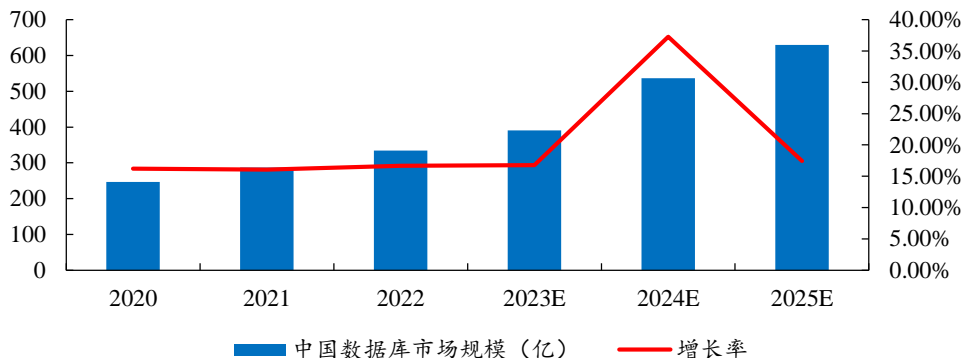
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2022 年中国数据库市场规模达 335 亿，艾瑞预期中国数据库市场将延续稳步增长，由以下因素促成：1) 信创利好，国家对信创数据库的支持力度大；2) 需求催化，数字化业务场景带动数据库多元化发展；3) 供给侧厂商厚积薄发，技术创新涌现，产品性能显著提升；4) 国内用户对基础软件的 IT 支出和信创数据库的付费意愿逐年提升。

Oracle 等国外厂商在本地部署的关系型数据库市场仍具备一定优势，但借助政策东风和自身产品技术实力的增强，中国数据库厂商的市场份额连年增长，2021 年中国数据库厂商在中国数据库整体市场的份额已达 64%。需要指出的是，中国数据库厂商的营收中有相当比例来自于托管国外机构主导的开源数据库获取的收入，自

主创新性有待提升。

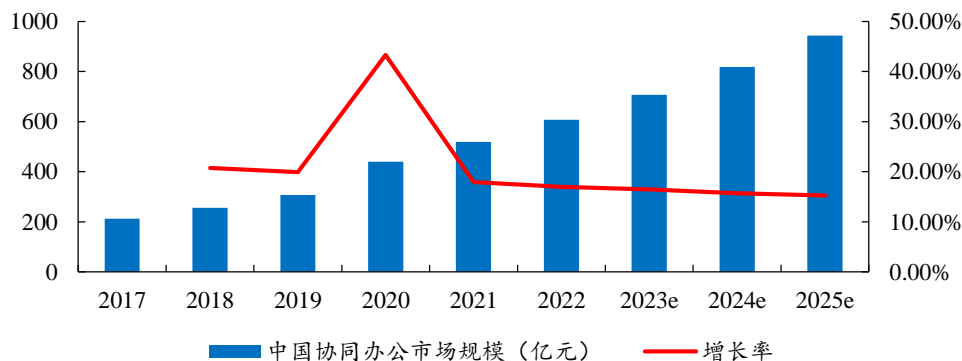
**图17：2022 年中国数据库市场规模达 335 亿**



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

云计算和移动互联网的发展加速了协同办公产品的市场渗透，但因 SaaS 产品均价相对低于传统软件，2021 年起中国协同办公产品市场规模增速有所放缓。作为优先升级的应用软件品类，自主创新的协同办公产品已经受益于党政信创的政策红利，预期未来将伴随党领信创的深化下沉和行业信创的扩散拓展，进一步提升份额占比；与此同时，客户需求的复杂度不断提升，头部厂商因为在研发、产品、交付等各维度的综合优势，有望拿下更多订单，提升行业集中度。

**图18：2022 年中国协同办公产品市场规模 607 亿**



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

### 3、公司：以 AI 技术为核心，专注全场景电竞装备

雷神科技成立于 2014 年，是海尔集团投资孵化的创客公司。公司是一家专业化计算机硬件设备商，主要产品包括笔记本电脑、台式机、外设及周边（包括显示器、键盘、鼠标、耳机等）。目前，公司已形成“雷神（THUNDEROBOT）”和“机械师（MACHENIKE）”两大高性能专业化计算机硬件品牌以及主要面向商用办公和国产信创场景的“海尔”（Haier）计算机硬件品牌体系。截至 2025H1，苏州海新持有雷神科技 28.94% 的股份，为公司控股股东。控股股东苏州海新为海尔集团的全资子公司，海尔集团为公司的实际控制人。

2025H1，公司基于信息技术应用创新产业发展，为客户提供涵盖信创笔记本、台式机、miniPC、一体机、客户机、服务器、存储、云终端等信创产品，在政府


机关、金融、电信、教育等部门及行业广泛采用。市场渠道方面，坚持产品为基础，营销赋能、运营驱动，深化与京东、天猫、拼多多、抖音、得物等线上渠道合作，与合作伙伴优势互补、资源共享、互利共赢，在价格体系管理、站内外营销联动、大促节点针对性策略等方面，与渠道、品牌、供应商三方协同联动，助力销售提升。京东平台“618”大促期间，“雷神”和“机械师”品牌产品在品类排名、营业额、市占率等方面均有较大幅度提升。

### 3.1、产品：构建 AIPC + AI 智能眼镜+雷神 AI 智能体产品生态体系

公司坚持“无交互不开发，无公测不上市”的准则，进行产品设计、研发，电竞 PC 方面，2025H1 公司紧跟 PC 行业技术迭代以及 AIPC 发展趋势围绕，聚焦 AI 技术与高性能硬件的融合，推出 RTX50 系 PC 新品和 AIPC 新品。产品预装雷神 AI 智能体，为用户提供了文档总结、PPT 生成、视频创作、邮件撰写等功能，涵盖了工作、学习和生活的各个方面，为用户带来更智能、更高效的产品体验。未来，公司将继续以 AI 技术为核心，探索其在电竞和智能设备中的应用。


PC 产品方面，推出 ZERO18Pro、猎刃 S、曙光 16pro 等游戏本新品；电竞外设方面，推出 ML9MINI8K 竞技游戏鼠标、KG98 机械键盘、G3v2、G80 雷切游戏手柄；以及为满足用户需求结合 AI 眼镜发展趋势，推出雷神 AuraAR 智能眼镜、雷神 AuraAI 智能拍摄眼镜，为用户带来便捷高效的智能交互体验。2025H1 公司信创产品涵盖笔记本电脑、台式机、服务器、一体机、miniPC 等产品形态，满足不同用户的多场景差异化需求，重点推出博越 G42 系列笔记本、博越 LX 系列台式机、雷神博越海光服务器等信创产品。

表5：PC 产品方面，推出 ZERO18Pro、猎刃 S、曙光 16pro 等游戏本新品

品类	产品系列	产品简介	产品图示
PC 产品	ZERO18Pro 系列笔记本	1、顶级性能释放：全系采用全新英特尔酷睿 Ultra200 系列 CPU+RTX50 系列 GPU；2、18 英寸雷神蜂鸟护眼屏：2.5K 高分辨率+240Hz 高刷新率，画质细腻无拖影；3、“蠡”科技三风扇 2.0，全新散热再升级：3 风扇，进风量提升 40%，10 秒内迅速降温；7 高效 3D 导热管，导热效率提升 25%；4、雷神 AI 光幕系统，光随心（芯）动：AI 智能光效调节，游戏，音乐，视频，实时动态氛围光效。	
	猎刃 15S2025 系列笔记本	1、16 英寸蜂鸟护眼屏：2.5K 高分辨率+240Hz 高刷新率，画质细腻无拖影；2、满血性能释放：Intel 酷睿 i9-13900HX 或 AMD 锐龙 R9-7945HX+RTX50 系列 GPU；3、风驭散热系统：双涡流内吹架构，重构风道设计，核心温度直降 10°C，键盘区域触感清凉；4、刃影美学设计：金属机身+180° 开合，轻约 2.5kg、薄至 23mm，移动电竞无负担。	
	曙光 16pro2025 系列笔记本	1、300Hz 星幻巨幕屏：300Hz 超高刷新率+2560×1600 2.5K 分辨率，画面零拖影；2、230W 满血性能释放：AMD 锐龙 R9-7945HX 或英特尔酷睿 Ultra7255HX+RTX5080/5070Ti 系列 GPU；3、Tri-Frost 三驱飓风散热系统：三风扇内吹架构，气流效率提升 40%，10 秒骤降核心温度；4、未来曙光美学：ED 电泳工艺白色机身，细闪微光触感如玉，抗腐蚀耐刮擦。	



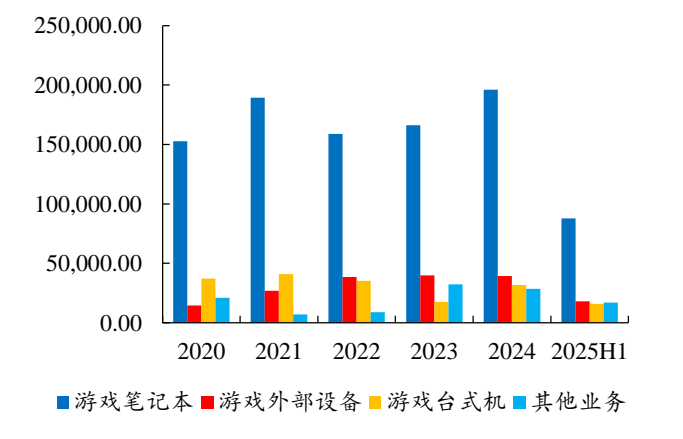
品类	产品系列	产品简介	产品图示
	ML9MINI8K 竞技版	1、PAW339526000dpi；2、轻量化对称模具，54g 轻量化；3、表面细磨砂晒纹+手感涂层(拉法红、鸚鵡绿覆金属漆面)；4、凯华白刃 100M,一亿次寿命；5、原相 PAR2862 主控，稳定低功耗,有线 +2.4G 双 8KHz 轮询率。	
	G3v2 系列游戏手柄	1、无极力调节霍尔摇杆，精准适配不同游戏类型操控；2、2.4G 及有线双 1000Hz 高回报率，精准捕捉，光速响应；3、六轴体感操作，NS 原生体感高精复刻；4、专属智能充电底座，拿起唤醒，放下关机；5、双霍尔扳机，0 接触，255 级高精响应；6、1000mAh 大电池，持续续航尽情玩；7、三模多平台连接，手机电脑 switch 等；8、双核接收器，同时连接 2 个手柄协作畅玩。	
外设周边	G80 雷切游戏手柄	1、自研双布局切换，Xbox/NS 一键随心匹配键位；2、EDC 机械手感无极力调节 TMR 摇杆，高精度急速响应；3、进口 ThunderSense 自适应 HD 音圈马达；4、2.4G 及有线双 1000Hz 高回报率，精准捕捉，光速响应；5、六轴体感操作，NS 原生体感高精复刻；6、双行程切换霍尔扳机，0 接触，操作极速响应；7、1200mAh 大电池，持续续航尽情玩；8、三模多平台连接，手机电脑 switch 等；9、双核接收器，同时连接 2 个手柄协作畅玩。	
	AuraAR 智能眼镜	1、画质更鲜活：600 尼特高亮度，还原真实的色彩；2、佩戴更舒适：不到 80g 轻盈设计，亲肤镜腿可调鼻托，舒适随心；3、听感更真实：自研高保真音响享受立体声的现场音乐体验；4、私密更沉浸：回旋式音仓定向传导设计，音不外漏畅享刺激精彩的私人空间；5、视界更自由：清晰视界，0-600 度近视轻松适配；6、移动游戏厅，随时开战：可连接主机 SWITCH/PS5/XBOX 等主机。	
	AuraAI 智能拍摄眼镜	1、第一视角 AI 智能拍摄眼镜；2、带 1200W 微型摄像头，随时随地记录生活；3、OWS 耳机，结构带防漏音设计，无时无刻享受音乐；4、全天候 AI 助手，“hi 雷神”语音唤醒，帮你解答万物；5、符合亚洲人面孔的眼镜人体工学设计，采用 TR90 亲肤材质，30°可调节亲肤鼻托、-5~10°回弹铰链，应付各种头型。裸重（不带镜片）仅有 39g；6、173mAh 电池+佩戴检测，极致功耗设计，hold 住一整天；7、配有 3000mAh 眼镜充电盒，支持 8 次充电，为眼镜提供一个移动充电站。	
信创产品	博越 G42 系列笔记本	1、龙芯 3A6000M 是龙芯第四代微架构处理器，4 核 8 线程，主频高达 2.0GHz。采用龙芯自主指令集 (LoongArch™),完全自主可控，基于全新研制的 LA664 处理器核，相较上一代 CPU 单核定/浮点性能分别提升 60%和 90%以上，多核定/浮点性能分别提升 100%和 90%2、全金属轻量化设计仅 1.5kg，14 英寸 16:10 高屏占比，内置背光键盘与大触控板，5 个 USB 接口，集成网口，满足不同行业移动办公需求 3、多重安全隐私防护：实体隐私开关（可开关无线/蓝牙/摄像头/麦克风），摄像头物理滑盖，指纹识别，硬盘加密。	

品类	产品系列	产品简介	产品图示
博越 LX 系列台式机		1、台式电脑采用兆芯 KX-7000 处理器，2G 芯动独显；2、顶置提手、前置支持扩展 7 个 USB 接口 (其中双 Type-C 接口)、免工具设计，预留串并口扩展位，接口丰富可以满足不同需求；3、产品适用于政府、能源、制造、医疗、金融、教育、交通等行业。	
	雷神博越海光服务器	1、基于 HygonC86-4G 系列处理器的一款全新 2U 双路机架式服务器。单处理器最高可支持 64 个物理核心。支持 DDR5 内存和 PCIe5.0，内存和 IO 性能全面提升；2、全新、多维 RAS 特性，有效提升产品整体可靠性。全新升级加密特性，提供多样化加密方式，适用不同业务需求，保障数据机密性与完整性；3、具备强大计算性能并兼具灵活扩展、简单易用、高可靠、高安全等特性。	

资料来源：公司半年报、开源证券研究所

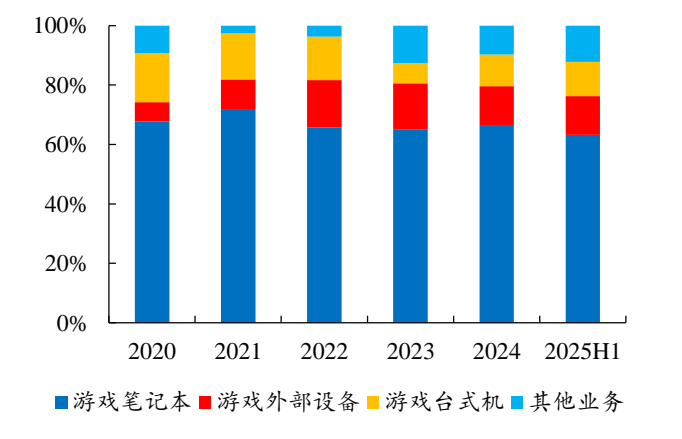
公司主营收入以游戏笔记本和台式机为主。2025H1，主营业务收入为 12.19 亿元，同比增长 11.31%，主要是由于游戏笔记本销售收入较 2024H1 增加，其中台式机及服务器销售收入为 1.60 亿元，外设周边产品销售收入为 1.81 亿元。其他业务收入为 1.70 亿元，增幅 28.86%，主要为公司根据市场需求、生产规划、运营节奏，增加了电脑配件销售量。

图19：2025H1，主营业务收入为 12.19 亿元（万元）



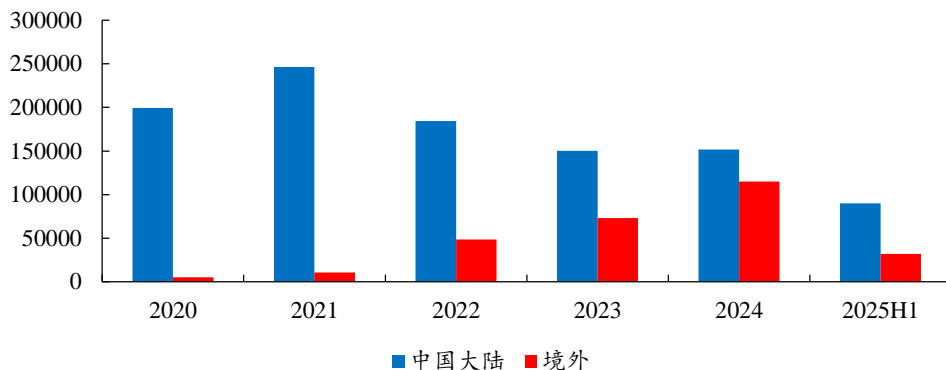
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：公司主营收入以游戏笔记本和台式机为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司持续优化销售结构，积极开拓海外市场。通过专业 IT 分销商合作建立亲密伙伴关系，境外销售金额不断增长，2024 年公司主营业务境外收入达到 11.50 亿元，增幅 57.54%。2025H1 公司主营业务境外收入达到 3.19 亿元。

**图21：2024 年公司主营业务境外收入达到 11.50 亿元，增幅 57.54%（万元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、模式：委外加工、买断式经销相结合，推动产销协同稳定发展

**采购模式：直接采购模式+委外加工厂商采购模式。**对于核心或具有成本优势的零部件，如 CPU、屏幕、内存、硬盘、网卡等，公司通常采用直接采购模式；委外加工厂商采购模式下，公司授权委外加工厂商直接进行部分物料的采购。公司供应商集中度较高，主要为计算机硬件代工厂商及原材料供应商。在原材料方面，公司 CPU、屏幕等核心原材料的技术门槛和壁垒很高，行业内仅有少量供应商具备生产能力，以英特尔、京东方等龙头企业为代表。

**表6：2024 年，公司向前五大供应商采购占比 59.54%**

序号	供应商	采购金额（万元）	年度采购额占比（%）
<b>2024 年</b>			
1	CLEVOCO.	45232.87	16.68
2	IntelSemiconductor(US)LLC	40941.04	15.1
3	达丰(重庆)电脑有限公司	30179.84	11.13
4	东莞市艾普达科技有限公司	22592.76	8.33
5	WPIINTERNATIONALHKLT.D.	22504.91	8.3
合计		161451.41	59.54
<b>2023 年</b>			
1	IntelSemiconductor(US)LLC	51310.11	23.47
2	达丰(重庆)电脑有限公司	32156.35	14.71
3	CLEVOCO.	27883.85	12.75
4	BOETECHNOLOGY(HK)LIMITE D	11482.72	5.25
5	香港华胜泓邦科技有限公司	10579.55	4.84
合计		133412.59	61.02

数据来源：Wind、开源证券研究所

**生产模式：外协生产为主。**公司笔记本电脑、台式机、外设及周边等产品主要采用外协生产模式。2021 年开始，对于部分工艺简单、以组装为主的台式机、笔记本电脑、外设产品，基于成本效益等因素，公司在东莞设立自有工厂，从事相关产品的组装加工。专业化计算机硬件对于产品质量、生产能力和产品交期的要求很高，公司当前主要的外协生产采购商有蓝天电脑、广达电脑等。

**销售模式及客户情况：2024 年前五大客户销售额占比营收 68.36%，集中度较高。**公司销售模式以经销模式为主，通过对经销商的经营合规性、主营业务及经营

规模、资金实力、销售经验等方面进行考察，确定最终合作的经销商，经销商主要通过互联网电商平台、线下实体店等方式向终端消费者进行销售，公司已建立覆盖线上线下的销售网络。

**表7：2024年前五大客户销售额占比营收68.36%，集中度较高**

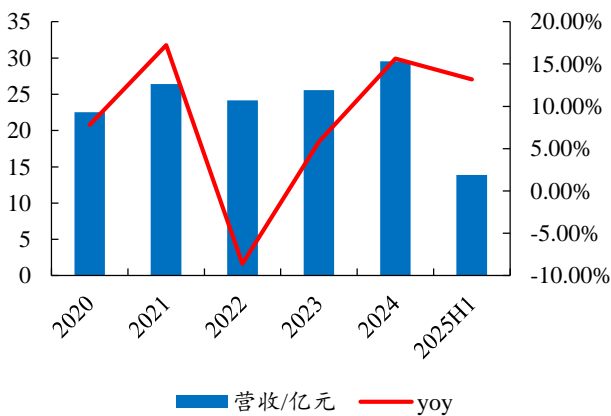
期间	序号	客户名称	销售金额/万元	占比 (%)
2024 年度	1	海尔集团公司	106558.48	36.06
	2	深圳市怡亚通供应链股份有限公司	36699.21	12.42
	3	北京京东世纪贸易有限公司	26650.50	9.02
	4	广州乐道电子商务有限公司	23974.39	8.11
	5	联强国际贸易(中国)有限公司	8139.47	2.75
	合计		174486.69	68.36
2023 年度	1	海尔集团公司	73007.47	28.57
	2	深圳市怡亚通供应链股份有限公司	51673.72	20.22
	3	北京京东世纪贸易有限公司	17203.47	6.73
	4	联强国际贸易(中国)有限公司	17066.42	6.68
	5	广州乐道电子商务有限公司	15535.61	6.08
	合计		173754.61	68.28

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3、财务：2025H1 实现营收 13.88 亿元、归母净利润 1433.53 万元

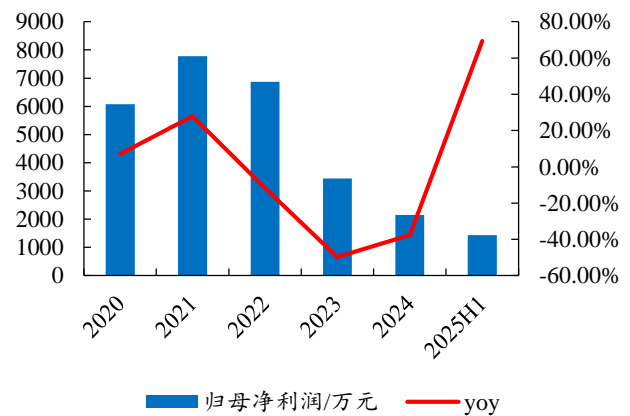
2024 年公司实现营业收入 29.55 亿元，同比增长 15.65%，其中主营业务收入为 26.69 亿元，同比增长 19.58%。公司采购计算机核心部件及整机主要以美元结算，美元对人民币的汇率上涨，导致汇兑损失较 2023 年同期增加 1,291.89 万元。信用减值损失较 2023 年同期增加 1,256.45 万元，造成归母净利润 2149.86 万元，同比下滑 37.66%。2025H1 实现营业收入 13.88 亿元，同比增长 13.19%，归母净利润 1433.53 万元，同比增长 69.31%。

**图22：2025H1 实现营业收入 13.88 亿元**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图23：2025H1 公司归母净利润为 1433.53 万元**

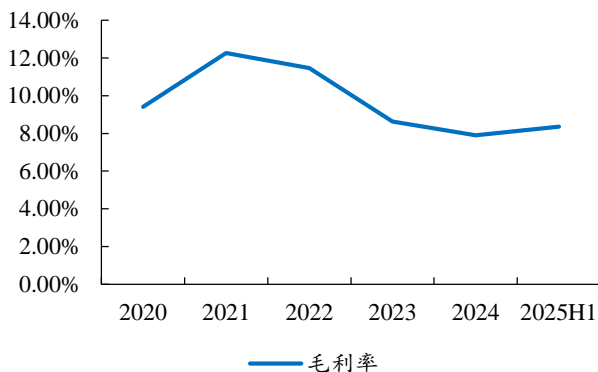


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年受国内市场需求及国内 PC 行业景气度下降、市场竞争加剧等因素影响，公司主营业务产品销售毛利率由 8.66%下降至 8.08%。

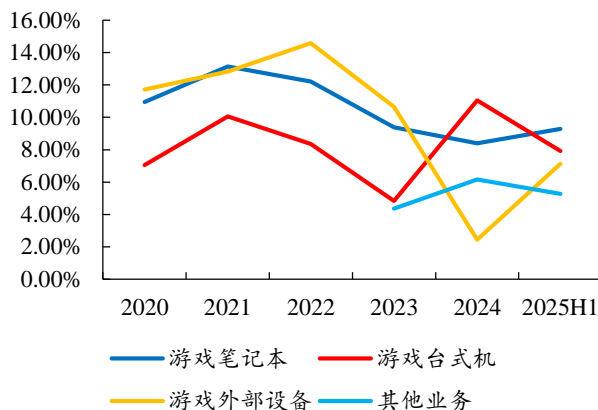


图24：2025H1 公司综合毛利率为 8.36%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2025H1 游戏笔记本的毛利率为 9.28%

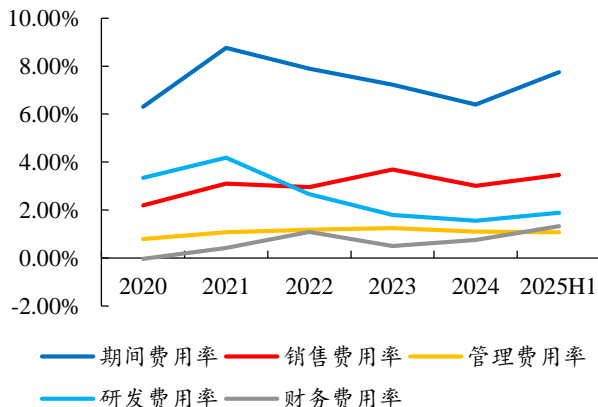


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020-2025H1，公司期间费用率分别为 6.30%、8.76%、7.89%、7.22%、6.40%、7.74%，其中，2024 年财务费用较 2023 年同期增加 9,356,896.69 元，增幅 73.20%，主要是由于受美元对人民币的汇率波动影响。

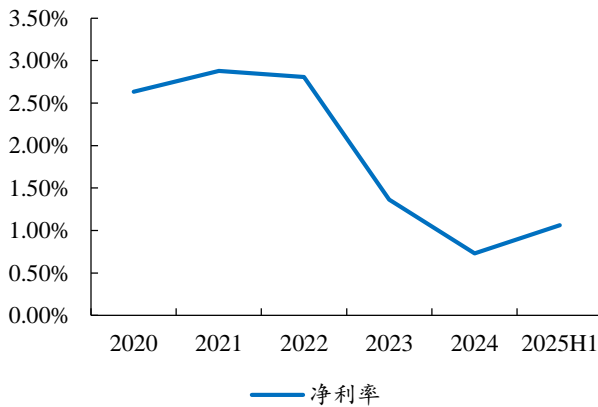
净利率受毛利率及期间费用率的综合影响，净利率整体有所波动，2025H1 净利率为 1.06%。

图26：2025H1 公司期间费用率为 7.74%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2025H1 净利率为 1.06%



数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

雷神科技是一家专业电竞 PC 及外设硬件设备商，产品包括电竞笔记本、台式机，以及电竞显示器、机械键盘、电竞鼠标、游戏手柄等外设周边产品，主要应用于电子竞技、视频创作、创意设计、数字化办公等场景，作为全场景电竞装备品牌，雷神致力于为用户提供高性能、高品质、高颜值的高端电竞装备解决方案。同时，公司坚持“电竞+信创”双轮驱动战略，深度布局国产信创，打造“第二增长曲线”，基于信息技术应用创新产业发展，为客户提供涵盖信创笔记本、台式机、miniPc、一体机、瘦客户机、服务器、存储、云终端等信创产品。同行业可比公司 PE2025-2027 的均值为 19.2/15.6/13.1 倍。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 40/45/59 百万元，对应 EPS 分别为 0.40/0.45/0.59 元/股，对应 PE 分别为 72.5/65.2/49.6 倍，考虑标的具有一定的稀缺性，是国内少数专注于高性能电竞 PC 及外设的全场景电竞装备品牌，首次覆盖给予“增持”评级。

表8：同行业可比公司 PE2025 均值为 19.2X

公司名称	股票代码	收盘价（元/股）	总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
雷柏科技	002577.SZ	20.35	57.34						
传艺科技	002866.SZ	18.85	54.57						
春秋电子	603890.SH	14.66	64.37	0.59	0.75	0.90	25.0	19.6	16.3
联想集团	0992.HK	12.04	1374.04	0.80	0.93	1.07	13.4	11.5	9.8
均值		16.48	387.58	0.69	0.84	0.98	19.2	15.6	13.1
雷神科技	872190.BJ	29.23	29.23	0.40	0.45	0.59	72.5	65.2	49.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：春秋电子盈利预测来自 Wind 一致预期，联想集团盈利预测来自开源证券研究所，数据截至 20250925；2025 年 9 月 25,汇率为人民币：港币=1:0.92，人民币：美元=7.13:1）

#### 5、风险提示

宏观经济波动风险、原材料供应的风险、业务开拓风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1351	1803	1504	2016	1802
现金	371	467	532	565	630
应收票据及应收账款	401	778	49	938	168
其他应收款	2	2	2	2	3
预付账款	34	16	0	15	0
存货	401	390	797	367	868
其他流动资产	141	149	122	127	133
<b>非流动资产</b>	59	61	47	49	48
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1	1	0	0	0
无形资产	23	22	20	18	15
其他非流动资产	35	38	27	31	33
<b>资产总计</b>	1410	1864	1551	2064	1850
<b>流动负债</b>	565	1007	661	1139	875
短期借款	192	506	199	589	320
应付票据及应付账款	293	416	372	483	461
其他流动负债	80	85	91	66	94
<b>非流动负债</b>	6	3	7	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	3	7	5	5
<b>负债合计</b>	571	1010	668	1144	880
少数股东权益	0	0	1	1	1
股本	100	100	100	100	100
资本公积	407	407	407	407	407
留存收益	318	329	347	367	393
<b>归属母公司股东权益</b>	838	854	882	919	969
<b>负债和股东权益</b>	1410	1864	1551	2064	1850

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	43	-219	411	-333	364
净利润	35	22	41	45	59
折旧摊销	8	8	3	-1	-2
财务费用	13	22	20	22	26
投资损失	-0	-0	-3	-3	-2
营运资金变动	-13	-286	338	-392	286
其他经营现金流	1	15	12	-4	-2
<b>投资活动现金流</b>	-30	30	3	6	6
资本支出	1	1	-8	-1	-3
长期投资	-29	30	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-5	5	3
<b>筹资活动现金流</b>	-128	305	-548	-31	-35
短期借款	-94	314	-307	390	-269
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	38	0	0	0	0
资本公积增加	-38	0	0	0	0
其他筹资现金流	-34	-9	-241	-421	234
<b>现金净增加额</b>	-123	97	-134	-358	335

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	2555	2955	3297	3584	3963
营业成本	2348	2722	3024	3283	3626
营业税金及附加	2	1	1	2	2
营业费用	81	89	99	118	117
管理费用	32	32	49	47	59
研发费用	46	46	66	72	79
财务费用	13	22	20	22	26
资产减值损失	-3	-5	0	0	0
其他收益	12	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	0	0	3	3	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	37	22	42	47	61
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	38	22	42	47	61
所得税	3	1	2	2	2
<b>净利润</b>	35	22	41	45	59
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	34	21	40	45	59
EBITDA	47	44	53	54	69
EPS(元)	0.34	0.21	0.40	0.45	0.59

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.8	15.7	11.6	8.7	10.6
营业利润(%)	-52.4	-40.2	88.6	10.7	31.3
归属于母公司净利润(%)	-49.8	-37.7	87.4	11.4	31.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	8.1	7.9	8.3	8.4	8.5
净利率(%)	1.3	0.7	1.2	1.3	1.5
ROE(%)	4.2	2.5	4.6	4.9	6.1
ROIC(%)	3.5	2.5	4.4	3.5	5.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.5	54.2	43.1	55.4	47.6
净负债比率(%)	-19.3	6.1	-37.8	2.6	-32.0
流动比率	2.4	1.8	2.3	1.8	2.1
速动比率	1.5	1.3	1.0	1.4	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0
应收账款周转率	8.5	5.4	10.5	8.2	8.0
应付账款周转率	8.4	7.7	7.7	7.7	7.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.21	0.40	0.45	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	-2.19	4.11	-3.33	3.64
每股净资产(最新摊薄)	8.38	8.54	8.82	9.19	9.69
<b>估值比率</b>					
P/E	84.8	136.0	72.5	65.2	49.6
P/B	3.5	3.4	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	57.7	67.1	49.3	55.0	38.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn