

新雷能 (300593.SZ)

有望在 AIDC 电源等领域获得新一轮成长

公司深耕电源行业近三十年，专注于高效率、高可靠性的高端电源市场。公司过去在通信领域深耕，技术、客户群均有良好基础，近几年已经将数据中心电源作为战略业务加大投入，其 AIDC 的二/三次电源等新品如果在海外市场形成突破，有望获得较强劲的盈利回报。我们看好公司的长期经营潜力，给予“增持”评级。

- 专精于电源行业，在高标准电源行业有竞争力。公司 1997 年成立，专注电源行业近三十年，是高可靠性、高功率密度电源产品的专业供应商，产品涵盖模块电源、定制电源和大功率电源，广泛应用于通信、航空航天、军工、铁路等高门槛行业，并已成为国内外多家大客户的核心供应商。
- 公司有望在 AIDC 电源等市场获得新成长。公司过去在通信领域深耕多年，在 5G 时代就是三星、诺基亚的重要供应商，现有产品与底层技术与 AIDC 电源紧密相关。公司将数据中心电源作为战略方向，加大投入，积极配合客户紧密合作，形成了从交流供电侧到终端服务器计算核心单元、存储单元芯片的电源解决方案。其中，DCDC 二次电源壁垒高，终端需求迫切，公司具有较好的竞争优势，如果其 AIDC 电源成功进入海外大客户体系，有望获得强劲的盈利回报，进而驱动公司开启新一轮新成长。
- 主业经营有望好转。公司重视研发，上市后 2018-2022 年研发费用率基本在 14-17% 之间，近几年由于在新领域投入加大，23、24、25Q1-3 研发费用率大幅提升到 23%、42%、32%，叠加海外通信、高可靠等产业的不利影响，盈利表现不佳。不过 25 年公司经营情况已明显好转，未来伴随 AI 电源等培育业务的起量，经营表现有望大幅改善。公司 2025 年 9 月推出了新一期的限制性股票激励和员工持股计划，也有望更好激发团队活力。
- AIDC 供电环节面临升级和变革，中国公司有机会。AI 的快速发展，在带来巨大需求的同时，也给供电环节带来更多挑战，除了电力供应的问题，机柜的一次、二次、三次电源体系，可能都面临重大升级甚至变革，这些变化给中国电力电子企业进入海外供应链带来良好机遇。
- 投资建议：公司在电源行业积淀深厚，有望在 AI 电源领域抓住机遇期，预计公司 26-27 年归母净利润分别 1.32、3.53 亿元，对应 PE98X、37X。考虑公司未来的发展潜力，给予“增持”评级。
- 风险提示：AIDC 装机扩容速度低于预期、应收账款回款风险、传统业务相关产品需求不及预期、新产品批量进度不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1467	922	1266	1729	2327
同比增长	-14%	-37%	37%	37%	35%
营业利润(百万元)	91	(483)	(97)	143	382
同比增长	-71%	-631%	-80%	-248%	166%
归母净利润(百万元)	97	(501)	(98)	132	353
同比增长	-66%	-617%	-80%	-235%	167%
每股收益(元)	0.18	-0.92	-0.18	0.24	0.65
PE	134.1	-25.9	-132.3	98.3	36.8
PB	4.3	5.3	5.5	5.2	4.6

资料来源：公司数据、招商证券

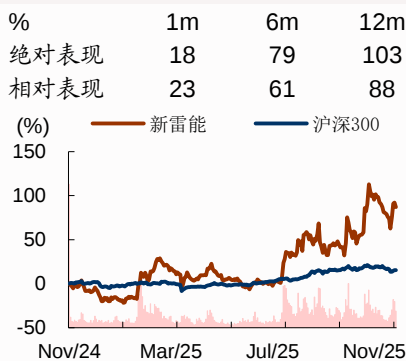
增持（维持）

中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：23.93 元

基础数据

总股本（百万股）	542
已上市流通股（百万股）	450
总市值（十亿元）	13.0
流通市值（十亿元）	10.8
每股净资产（MRQ）	4.4
ROE（TTM）	-19.0
资产负债率	41.4%
主要股东	王彬
主要股东持股比例	19.35%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

梁旭 S1090525080004

liangxu1@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司简介	4
1、长期深耕电源行业	4
2、涵盖三大类电源产品	5
3、财务分析	6
二、有望在 AIDC 电源等市场获得新成长	9
1、现有技术与产品平台可很好支撑 AI 电源新业务	9
2、拥有优质的客户资源，早已深入海外供应体系	10
3、战略投入 AIDC 电源业务，有望获得突破	10
4、今年刚实施新一轮激励	11
三、AIDC 柜内供电在升级，中国公司在导入	13
1、机柜内供电涉及三次降压电源	13
2、机柜功率升级会导致三次电源发生变化	14
3、中国企业面临良好机会	15
3.1 从格局看，一次、二次、三次电源的格局不同	15
3.2 中国企业正加速出海	15
盈利预测	16
风险提示	17

图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2025 年 Q3 末）	4
图 2：公司模块电源应用场景	5
图 3：公司主要产品及应用领域	9
图 4：公司招股说明书中披露的行业及客户	10
图 5：公司一次电源产品图	11
图 6：公司的非隔离 DC/DC 模块电源产品图	11
图 7：数据中心的供电主要涉及三个电压层级的转换	13
图 8：UPS 供电框架下一次电源拓扑结构	14
图 9：台达发布的未来机柜供电架构的升级路径	14
图 10：新雷能历史 PE Band	17

图 11: 新雷能历史 PB Band.....	17
表 1: 绝大多数管理层人员为技术背景出身	4
表 2: 公司电源产品系列全、应用领域广	6
表 3: 业绩摘要	7
表 4: 负债情况	8
表 5: 现金流情况	8
表 6: 资产回报率情况	8
表 7: 固定资产和在建工程情况	8
表 8: 公司人才分布情况	9
表 9: 公司股权激励目标	12
表 10: 盈利预测	16
附: 财务预测表	18

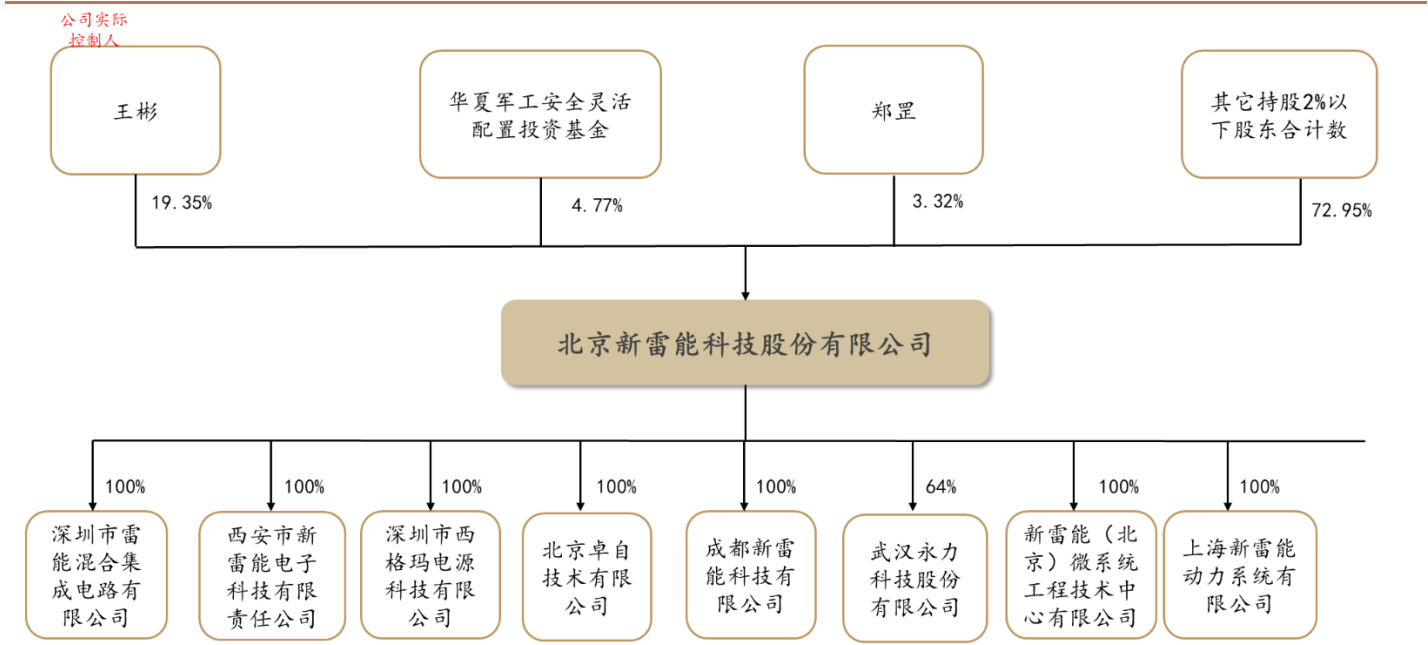
一、公司简介

1、长期深耕电源行业

公司自成立以来一直深耕电源行业。公司自 1997 年成立以来，深耕电源行业近 30 年，始终专注于高效率、高可靠性、高功率密度电源产品的研发、生产和销售。公司以模块电源定制电源、大功率电源及供配电系统为核心，产品广泛应用于通信及网络、航空、航天、军工、铁路、电力、工控等关键领域，凭借技术积累与创新驱动，在行业内树立了领先的品牌影响力，已成为国内电源行业具有领先竞争优势地位和品牌影响力的专业电源供应商。

股权结构：公司股权结构较为分散。截至 2025 年 Q3 末，公司董事长兼总经理王彬是公司的控股股东、实际控制人，持有公司 19.35% 股权。此外，公司现任董事杜永生、刘志宇分别持有公司 1.03%、0.45% 股权。

图 1：公司股权结构（截至 2025 年 Q3 末）



资料来源：iFind，招商证券

核心团队技术背景深厚，研发队伍强壮。公司核心高管和技术人员均来自国内外一流的电源模块相关企业，创始人兼大股东王彬曾任职北京迪赛通用技术研究所，担任总工程师，副所长，（北京迪赛成立于 1984 年，是中国最早从事电源模块开发设计生产的企业）。其余核心高管来自艾默生等国内外一流企业，具有丰富的模块电源研发经验。

表 1：绝大多数管理层人员为技术背景出身

现任职务	姓名	出生年	履历
董事长，总经理	王彬	1964	电子科技大学电讯电磁场工程专业硕士，曾任职于北京市海淀区迪赛通用技术研究所，担任总工程师、副所长。
董事，副总经理	杜永生	1967	1999 至今任职于北京新雷能科技股份有限公司，历任开发工程师、开发部经理、副总工程师、总工程师。

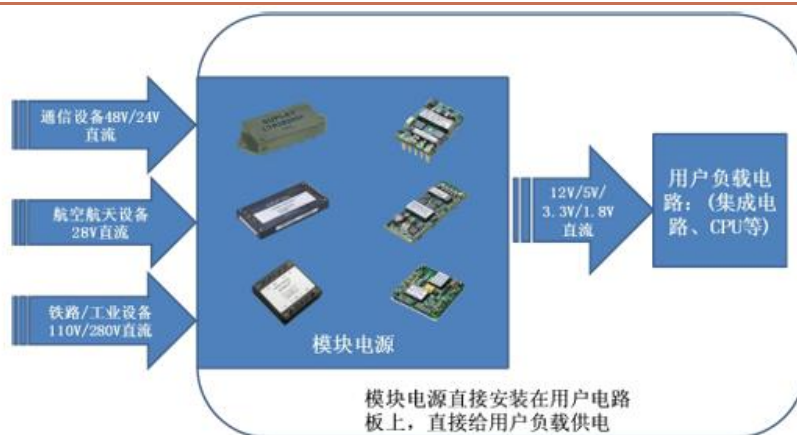
现任职务	姓名	出生年	履历
董事，副总经理	刘志宇	1978	清华大学机械工程系材料加工工程专业硕士。2004-2009 年任职于艾默生网络能源有限公司，任工程师、硬件经理、技术经理；2009 年至今任职于北京新雷能科技股份有限公司，任公司研发总监、副总经理。
董事	尚春	1981	硕士学历，毕业于长沙理工大学通信工程专业，北京交通大学工商管理专业。历任深圳市雷能混合电路有限公司研发工程师，现任深圳市西格玛电源科技有限公司副总经理，运营总监。
副总经理	郭霄飞	1979	本科学历，毕业于北京科技大学自动化专业。2001 年至今任职于本公司，历任开发工程师，开发部经理，项目经理，总裁高级助理（质量）兼管理者代表。现任北京新雷能科技股份有限公司副总经理，总裁高级助理兼管理者代表，武汉永力科技股份有限公司董事长。
副总经理，财务总监， 董事会秘书	王华燕	1968	硕士学历，毕业于北京理工大学，中国矿业大学管理与科学专业。1990 年至 1997 年任职于内蒙古第一机械制造厂销售总公司；2000 年至 2001 年任职于北汽福田汽车股份有限公司财务部；2002 年至今任职于本公司，历任财务部经理助理，财务部经理，财务总监，董事会秘书。
副总经理	乐新风	1983	硕士研究生学历，毕业于北京科技大学电子信息工程专业，北京理工大学工商管理专业。2006 年 7 月至今，任职于北京新雷能科技股份有限公司，历任销售工程师，销售部副经理，销售三部经理，营销中心总监，副总经理。2019 年至今，任武汉永力科技股份有限公司董事。

资料来源：iFind，招商证券

2、涵盖三大类电源产品

第一，模块电源：又称电源模块、板上安装式电源，其结构紧凑、体积小，可以直接安装(主要为焊接)在印刷电路板上，可为专用集成电路（ASIC）、数字信号处理器(DSP)、微处理器、存储器、现场可编程门阵列(FPGA) 及其他数字或模拟负载提供供电。由于模块式结构的优点明显，因此模块电源广泛用通信、汽车电子、及航空航天等领域。

图 2：公司模块电源应用场景



资料来源：公司招股说明书，招商证券

第二，定制电源：利用电子器件、相关自动化控制技术及嵌入式软件技术对电能进行变换及控制，并为满足客户特殊需要而定制的一类电源。与模块电源相比，定制电源的设计和制作工艺多样，是根据客户所处应用领域的特殊要求而设计制造的定制产品，具有符合客户要求的非标准外观，可以通过模块电源组合、模块电源与其他元器件搭配、或者用分立元器件全新设计来实现客户的定制要求。

第三，大功率电源及系统：将电网市电（一般为 380V 或 220V 的交流电）转换成直流电的电源及电源系统。相比较而言，模块电源一般由电阻、电容等电子元器件组成，而大功率电源及系统一般由整流器单元、监控单元等部件及配电部分组合而成。从用户角度一般将模块电源归为电子元器件类产品，而将大功率电源及系统归为部件类或设备类产品；模块电源的功率一般较小，从几瓦、几十瓦到上百瓦不等，而大功率电源及系统的功率大都为千瓦级以上。

表 2：公司电源产品系列全、应用领域广

类别	细分	产品特点	典型应用领域
模块电源	通用模块电源	高效率；高功率密度；工业标准尺寸，兼容性好；使用方便	通信及 IT 系统应用，如分布式电源系统、无线网络、光通讯网络设备、企业网络、数据库等
	铁路模块电源	高效率；宽输入范围；标准尺寸；环境适应性强；符合铁路相关应用标准	机车信号系统、铁路通信系统、列车监控系统、驱动器控制器、灯光和音响广播系统、信息显示屏等
	航天及军工模块电源	宽应用温度范围（-55℃ ~ +105℃）；适应严酷应用环境；单路或多路输出；全金属屏蔽	航空、航天、军工及其他高可靠性应用领域
	厚膜工艺电源	宽应用温度范围（-55℃ ~ +125℃）；裸芯片键合工艺；金属气密封装；可长时间存储；适应严酷应用环境	航空、航天、军工及其他高可靠性应用领域
定制电源	工业级定制电源	用户定制外形规格；转换效率高；宽输入电压范围；输入过欠压保护；单路或多路输出；输出过压、过流、短路保护	通信、铁路、电力、工控等领域
	特种定制电源	满足用户空间需求，提供定制外形和接口服务；宽范围交流输入；多路输出；多种保护和附加功能可选；输入输出加强滤波；低输出波纹噪声；配置电源智能管理系统；适用于特种应用环境	航空、航天、军工及其他高可靠性应用领域
	模块组合集成电源	模块自由搭建组合、开发周期短；输入输出宽范围可选；外形接口方式多样；快速灵活响应用户需求	航空、航天、军工及其他高可靠性应用领域
大功率电源及系统	整流器	全数字控制；标准 1U 高度；交流输入；输出电压：24V/48V；输出电流：15A ~ 100A	通信基础设备供电，包括通信机房、工业控制、电力系统和铁路信号等
	监控单元	前面板键盘输入及 LCD 显示；通讯接口 CAN/RS232/RS485；可编程的继电器告警输出；输入数字量；电池管理；告警管理；整流器管理	用于嵌入式系统和一体化通信电源系统的监控
	大功率电源系统	由整流器单元、监控单元及配电单元组成，可根据功率需要灵活配置整流器单元数量及配电设计，并由监控单元实现对电源系统的智能监控和电池管理	广泛应用于通信、铁路、电力等行业领域

资料来源：公司招股说明书，招商证券

3、财务分析

我们认为公司本质的商业模式是：依托电力电子研发平台，给不同下游开发特定的电源产品。基于以上特性，财务报表端就会有如下特征：

第一，支撑研发平台的成本偏刚性，甚至在收入降速的时候，研发费用还要继续增加。公司核心的壁垒是电源研发平台，这个平台核心是由一些研发、销售工程师共同构建。这个平台过去几年看需要的各项费用成本是 4-6 亿左右。公司在 24 年甚至在收入下滑的时候，继续加速研发产品。因此在培育业务起量之前，对当期盈利表现影响较大。

第二，一旦核心产品进入从 1 到 N，盈利能力有望显著回升。根据 24 年年报，公司已有多款产品进入放量前期：

- 1) 在航空航天行业：公司新增多家具备发展潜力的重点客户，进一步完善公司在相关行业领域的市场布局；公司在机载电机、电机控制器及机载二次电源市场取得了突破性进展，获得了相关客户供方资格认证，其中部分产品进入小批量交付阶段，奠定了公司在该领域的客户基础和示范应用样本。2024 年增加十余家集成电路产品新用户，并建立良好合作关系。
- 2) 在通信行业：重点在小基站、绿色基站改造进行开拓。国内几家微小基站和直放站设备供应商均为公司客户，多款直放站和微小基站供电电源批量发货。在绿色基站改造领域，重点拓展了基站叠光设备供应商市场。
- 3) 数据中心行业：2024 年服务器电源开始在多家客户进行测试和试用，数据中心板卡用模块电源已经完成系列化开发并送样。
- 4) 其他：2024 年开展了低轨卫星市场工作，争取到多款产品的研制任务。

第三，25 年已看到研发转化为收入的初步成效，导致报表端出现拐点。根据公司三季报，25 年前三季度公司实现营收 9.29 亿元，同比增长 36.16%；归母净利润为-0.90 亿元，同比减亏（去年同期为-1.38 亿元）。其中，Q3 单季度表现亮眼：营收达 3.77 亿元，同比增长 94.87%，创近 9 个季度新高；归母净利润 0.05 亿元，成功扭亏，终结连续 8 个季度亏损。

表 3：业绩摘要

（人民币，百万）	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化(%)
营业收入	1,713.51	1,466.72	921.73	682.02	928.66	36.16%
营业成本	894.43	800.02	552.69	394.89	556.82	41.01%
毛利	819.08	666.70	369.04	287.14	371.84	29.50%
营业税金及附加	11.28	10.09	8.13	7.09	7.36	3.78%
销售费用	66.22	62.30	57.72	40.06	41.05	2.46%
管理费用	99.37	111.06	123.15	82.16	91.04	10.81%
研发费用	259.68	332.33	390.18	293.15	296.97	1.30%
财务费用	26.24	15.39	15.47	17.34	26.17	50.87%
四费合计	451.50	521.09	586.53	432.72	455.23	5.20%
信用减值损失	20.08	8.81	4.96	10.80	10.34	-4.24%
资产减值损失	40.47	67.43	281.81	0.00	8.32	-
公允价值变动净收益	0.88	5.34	7.37	0.00	4.19	-
投资净收益	7.53	11.56	5.13	3.10	1.85	-40.36%
资产处置收益	0.32	0.37	0.07	0.00	0.27	-
其他收益	9.88	14.43	16.82	14.84	14.86	0.16%
营业外收入	1.02	0.55	1.06	0.86	1.47	70.46%
营业外支出	0.78	0.54	1.44	3.34	2.03	-39.27%
利润总额	314.61	90.98	-483.37	-148.00	-88.80	-40.00%
所得税	23.64	-13.21	30.67	-2.40	-0.67	-72.25%
净利润	290.97	104.19	-514.05	-145.60	-88.13	-39.47%
少数股东损益	8.26	7.36	-13.27	-7.98	1.73	-
归属于母公司所有者的净利润	282.70	96.83	-500.78	-137.62	-89.86	-34.71%
非经常性损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
扣非净利润	282.70	96.83	-500.78	-137.62	-89.86	-34.71%
主要比率						百分点变化
毛利率（%）	47.80	45.46	40.04	42.10	40.04	(2.06)
销售费用率（%）	3.86	4.25	6.26	5.87	4.42	(1.45)
管理费用率（%）	5.80	7.57	13.36	12.05	9.80	(2.24)

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化(%)
研发费用率 (%)	15.15	22.66	42.33	42.98	31.98	(11.00)
财务费用率 (%)	1.53	1.05	1.68	2.54	2.82	0.27
归母净利率 (%)	16.50	6.60	(54.33)	(20.18)	(9.68)	10.50
扣非净利率 (%)	16.50	6.60	(54.33)	(20.18)	(9.68)	10.50

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 负债情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化(%)
负债率 (%)	28.42	29.97	38.42	32.63	41.41	8.79
短期借款 (百万元)	426.39	407.50	253.48	223.55	155.10	-30.62%
一年内到期的非流动负债 (百万元)	142.74	168.09	253.63	223.23	374.35	67.70%
长期借款 (百万元)	77.10	240.96	611.88	521.86	729.77	39.84%
应付债券 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款 (百万元)	19.92	27.52	0.00	0.00	0.00	-
在手现金 (百万元)	633.14	829.69	627.73	531.89	401.01	-24.61%

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 现金流情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	百分点变化
赊销比 (%)	61.59	78.50	111.51	151.90	125.68	(26.22)
存货营收比 (%)	56.77	68.92	93.28	158.79	95.49	(63.31)
销售商品、劳务获现金/营收 (%)	66.87	93.77	116.90	117.65	83.38	(34.27)
经营性现金流净额 (百万元)	(303.25)	37.60	(30.42)	6.83	(127.79)	-
经营现金流净额/税后净利润 (%)	(104.22)	36.08	5.92	(4.69)	145.00	149.69

资料来源：公司公告、招商证券

表 6: 资产回报率情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	百分点变化
归母净利率 (%)	16.50	6.60	(54.33)	(20.18)	(9.68)	10.50
总资产周转率 (%)	48.66	32.27	20.72	15.07	21.45	6.38
权益乘数	1.40	1.43	1.62	1.48	1.71	0.22
ROE (%)	13.77	3.24	(18.33)	(4.74)	(3.71)	1.03
ROA (%)	8.26	2.29	(11.55)	(3.22)	(2.04)	1.18
ROIC (%)	10.96	3.13	-	-	-	-

资料来源：公司公告、招商证券

表 7: 固定资产和在建工程情况

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化
固定资产	429.83	454.71	455.53	454.29	614.38	35.24%
在建工程	60.81	195.04	457.70	283.13	620.47	119.15%

资料来源：公司公告、招商证券

二、有望在 AIDC 电源等市场获得新成长

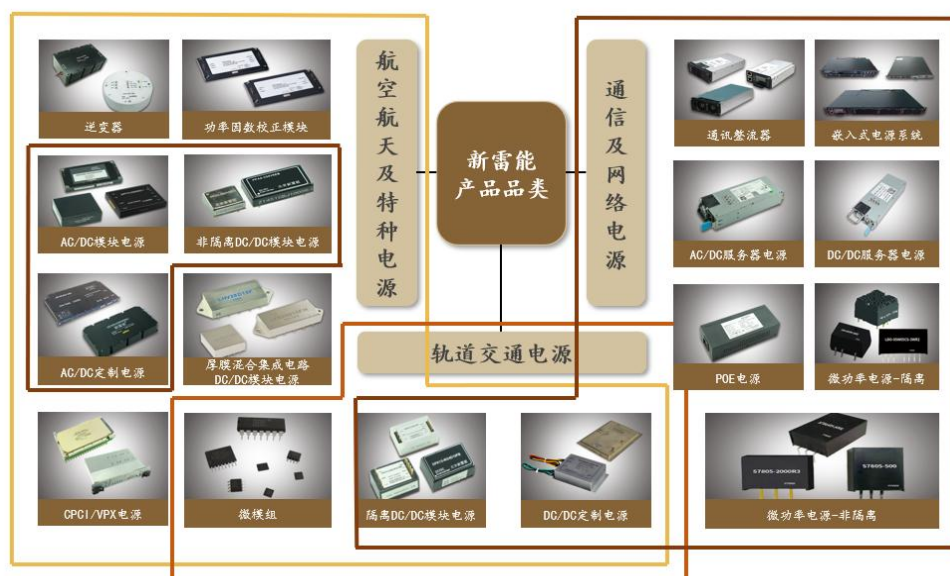
1、现有技术与产品平台可很好支撑 AI 电源新业务

公司经过近三十年的技术积累，已建立起模块电源、定制电源和大功率电源三大核心技术平台，并拥有完全自主知识产权的电源设计与工艺技术体系，其核心优势包括：

第一，产品研发平台完备。其研发规范覆盖电路设计、可靠性设计、电磁兼容性、安规等关键环节，符合国际及行业标准。同时，公司构建了完善的测试验证体系，具备电性能、热、安规、电磁兼容及环境可靠性等全方位测试能力，确保产品达到国际一流水平。

第二，产品矩阵齐全。基于底层的电力电子技术，公司产品已经覆盖通信、航空、航天、军工、铁路等不同行业。其中，标准通信模块电源适用于主流通信设备；航天军用微电路模块电源专为高可靠、高环境适应性场景设计；而定制及大功率电源则可针对客户特定应用场景进行灵活开发。

图 3：公司主要产品及应用领域



资料来源：公司官网、招商证券

第三，研发力量强。公司技术人员数量 1280 人，技术团队覆盖电力电子、自动化等核心专业领域，研发力量强。

同时，公司具有较强的大客户直销与服务能力，在北京、深圳、武汉、西安、上海、成都、青岛等地，均有本地化的服务团队，能快速响应客户需求。

表 8：公司人才分布情况

	2020	2021	2022	2023	2024
员工总人数	1,780	2,295	2,902	2,811	2,796
人均薪酬(万元)	12.93	16.35	17.32	18.21	19.34
人均创利(万元)	6.93	11.93	9.74	3.44	-17.91

人均创收(万元)	47.34	64.39	59.05	52.18	32.97
专业构成					
生产人员	924	1,284	1,550	1,230	1,131
销售人员	96	100	105	108	127
技术人员	602	730	1,030	1,238	1,280
财务人员	36	40	42	43	45
行政人员	122	141	175	192	213
学历构成					
硕士博士	89	110	120	133	170
大学本科	506	626	957	1,165	1,210
大专及以下	1,185	1,559	1,825	1,513	1,416

资料来源：公司公告、招商证券

2、拥有优质的客户资源，早已深入海外供应体系

在航空、航天及军工领域公司是中国运载火箭技术研究院、中国航天科工集团第四研究院及中国电子科技集团公司第五十四研究所的优秀供应商。

公司长期在通信领域深耕，在国内与烽火通信、大唐移动、上海贝尔等国内重要设备商建立了长期稳定的合作关系，连续多年获得多家客户授予的“战略合作伙伴”、“优秀供应商”、“核心合作伙伴”等荣誉称号。

在全球 5G 大发展时期，公司已深入国际供应体系，全资子公司深圳雷能是包括三星电子、Aviat Networks、诺基亚通信、泰乐通信、阿尔卡特-朗讯等国际著名通信设备商的电源供应商。

图 4：公司招股说明书中披露的行业及客户

航空航天及军工	通信行业	铁路电力及其它
中国运载火箭技术研究院 	阿尔卡特-朗讯 	株洲中车时代电气 
中国电子科技集团公司第五十四研究所 	诺基亚通信 	北京华高世纪 
内蒙古北方工业集团 	三星电子 	中国北方车辆研究所 
	烽火通信 	北京佳讯飞鸿电气 
	大唐移动 	

资料来源：招股说明书、招商证券

3、战略投入 AIDC 电源业务，有望获得突破

公司已经有部分可以应用数据中心电源的产品

在一次电源 PSU 领域：根据公司官网，公司已有相关 AC/DC 服务器电源，该类型产品广泛应用于服务器、存储器和 IT 设备。官网展示的产品输出功率为 500W~1600W，符合 Intel CRPS 标准。在此基础上，公司开发出满足现在 AIDC 需要的 ORV3 电源难度相较于其他公司较小。

在二次电源 IBC 领域：根据公司官网，公司已有相关 DC/DC 非隔离 DC/DC 模块电源，该类型产品广泛应用于无线网络、各类企业网络、中间总线系统、各类

集成电路（DSP、FPGA、ASIC）和微处理器供电。在此基础上，公司开发出满足现在 AIDC 需要的 IBC 电源难度相较于其他公司较小。

公司过去的产品已经经过了海外客户的检验。公司全资子公司深圳雷能是包括 Aviat Networks、诺基亚通信、泰乐通信、阿尔卡特-朗讯、三星电子等多家国际著名通信设备商的电源供应商。

公司正在加快数据中心新产品的开发和推广。根据公司 25 年半年报，在数据中心领域，公司形成了从交流供电侧到终端服务器计算核心单元、存储单元芯片的电源解决方案。在 24 年年报也提到，公司 24 年服务器电源开始在多家客户进行测试和试用，数据中心板卡用模块电源已经完成系列化开发并送样。

图 5：公司一次电源产品图



图 6：公司的非隔离 DC/DC 模块电源产品图



资料来源：公司官网、招商证券

资料来源：公司官网、招商证券

4、今年刚实施新一轮激励

公司 2025 年 9 月 29 日发布了限制性股权激励和员工持股相关草案，并于 10 月 29 号完成授予。

其中限制性股权激励的方案如下：

- 1) 授予总量：不超过 705 万股，约占公司总股本的 1.30%。首次授予：605 万股，面向 283 名核心骨干员工；预留部分：100 万股，用于未来引进人才。
- 2) 激励对象范围：不包括独立董事、持股 5% 以上股东及其亲属、外籍员工；聚焦一线研发、工程、技术管理等关键岗位人员。
- 3) 授予价格：9.15 元/股。股票来源为定向发行或二级市场回购（公司称已完成回购，不影响现金流）。

员工持股的方案如下：

- 1) 参与对象：199 名员工，包括 7 名董事及高级管理人员，其余为公司核心骨干员工。
- 2) 总规模：175 万股，占总股本比例约 0.32%。
- 3) 受让价格：9.15 元/股，相关回购股份已完成，本次员工持股计划不会对后续经营现金流造成额外压力。

表 9：公司股权激励目标

归属期	对应考核年度	业绩考核目标	激励全部解锁需要的最少收入（亿元）
第一个归属期	2025 年	以 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 20%。	11.06
第二个归属期	2026 年	以 2024 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 60%。	14.75
第三个归属期	2027 年	以 2024 年营业收入为基数，2027 年营业收入增长率不低于 120%。	20.28

资料来源：公司公告、招商证券

三、AIDC 柜内供电在升级，中国公司在导入

1、机柜内供电涉及三次降压电源

1) 一次电源 PSU: 将输入电压 (277Vac 或者 800Vdc、 ± 400 Vdc) 转换成 48Vdc 输出

功能: 负责将柜外输入的电力转换为适合数据中心设备实际使用的电压和电流, 一般通过机柜内部的电源转换模块 (Powershell) 实现。一次电源主要是 PSU (Power Supply Unit, 为 Powershell 的构成部分), 其功能是将输入的如 277Vac 转换成 48Vdc。

备注: 输出的 48V 和 54V 是同一电压的两种不同表述。“48V”架构在实际操作中常涉及 48V 和 54V (或 54.5V) 两个电压等级, 主要原因如下: 48V 源于电信行业的传统标准 (如 -48V DC), 数据中心借鉴此设计。在 OCP Open Rack 标准中, 整个系统虽称为 “48V 架构”, 但标称电压定义为 54.5Vdc, 操作范围为 40V~59.5Vdc。

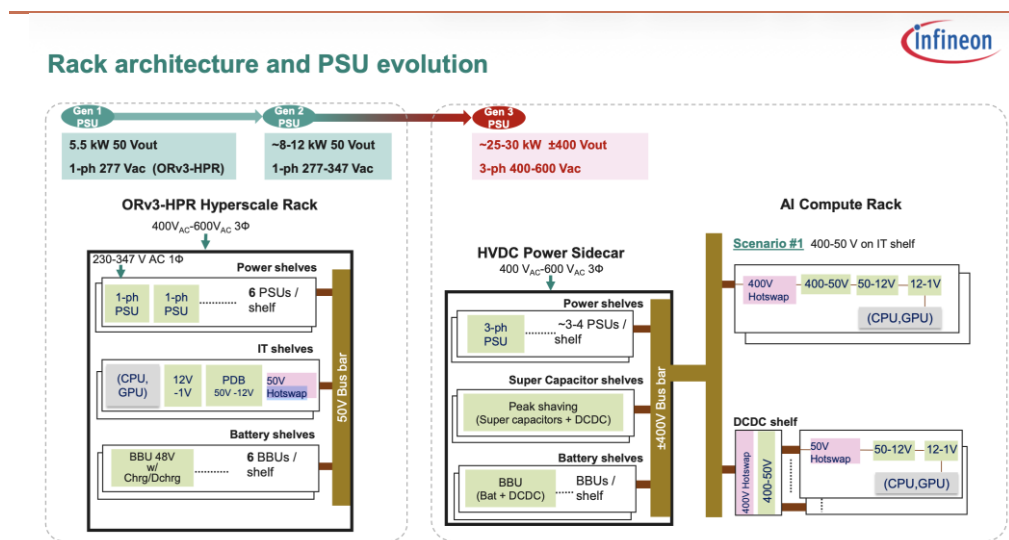
2) 二次电源 IBC: 将输入电压 48Vdc 转换成 12Vdc 输出

功能: IBC (Intermediate Bus Converter, 中间总线转换器), 功能是将 PSU 输出的 48Vdc 电压转换为较低的中间电压 12Vdc, 以供给下游的电压调节模块 (VRM) 或负载点 (PoL) 转换器。IBC 常集成于电源棚或机架级, 支持热插拔和 N+1 冗余设计, 确保系统在故障时无缝切换。同时, 与电池备份 (如 BBU) 结合, 提供稳定供电, 应对瞬态负载波动。

3) 三次电源 POL: 将输入电压 12Vdc 转换成 1Vdc 输出

功能: POL (Point-of-Load, 负载点) 供电是指位于负载 (如 CPU、GPU、内存或 ASIC) 附近的 DC-DC 转换器, 通常作为多级电源架构的最后一级。它负责将中间总线电压 12Vdc 转换为核心组件所需的 1Vdc 低电压以实现高效、精确的功率分配。在 xPU 处理器电流超过数百安培时, POL 可通过高频开关 (>1MHz) 和低阻抗路径 (如垂直供电) 维持稳定性, 减少噪声和热量。

图 7: 数据中心的供电主要涉及三个电压层级的转换



资料来源: 英飞凌、招商证券

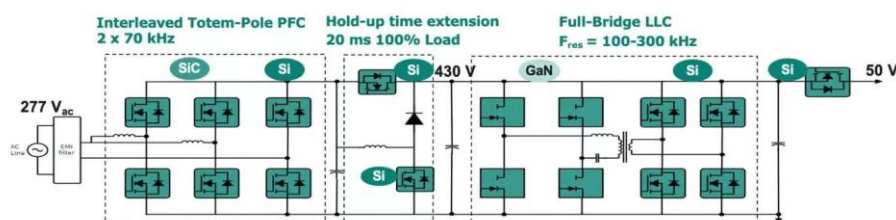
2、机柜功率升级会导致三次电源发生变化

第一步：一次电源升级（277Vac 转 48Vac 变成 800Vdc 转 54Vdc）

在传统的 UPS 供电框架下：一次电源的内部的结构是一个 PFC 电路+一个全桥 LLC 电路。第一步是 277Vac 转换成 430Vac，即 AC-DC；第二步是 430Vdc 降压到 50Vdc（50V 是为了简化，实际是 40V~59.5Vdc），即 DC-DC 的结构。

如果柜外供电改成 800V HVDC 系统：一次电源的内部的结构将变成一个全桥 LLC 电路，800Vdc 降压到，即仅有一个 DC-DC 的结构，但压差要比之前显著变大。第一代的 HVDC 一次电源预计机柜内部还需要专门的 Power Shelf 来放置。

图 8：UPS 供电框架下一次电源拓扑结构



资料来源：英飞凌、招商证券

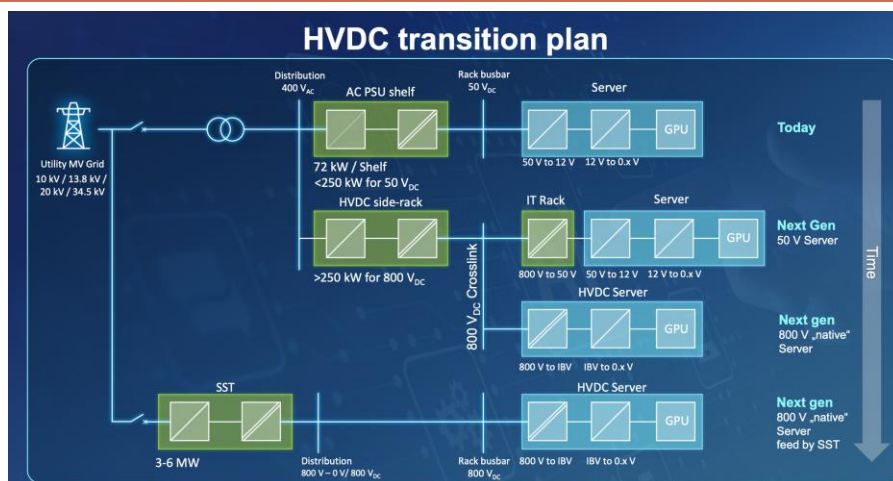
第二步：取消机柜内部 Power Shelf，800V 直接进主板

取消机柜内部 Power Shelf，一次电源将成为板载电源。当柜外的供电改成 HVDC 以后，第一代的一次电源还需要在机柜内部需要专门的 Power Shelf 来放置电源。为了进一步节省机柜内部的空间，未来的服务器主板（Compute Tray）将直接运行于 800 V 或 ± 400 V 电压下。即取消机柜内部的 Power Shelf，直接在 Compute Tray 上搭建一个板载的 800 Vdc $\rightarrow$ 54 Vdc 电源。

第三步：一、二次耦合，减少一次降压

直接 800Vdc 降压为 12Vdc。为了进一步节省主板的空间，以及提升电能转换效率。

图 9：台达发布的未来机柜供电架构的升级路径



资料来源：台达、招商证券

3、中国企业面临良好机会

3.1 从格局看，一次、二次、三次电源的格局不同

1) 一次电源领域:

在国内：已经实现大规模国产化，中国大陆公司已经有比较多的份额，主要的公司为华为数字能源、长城电源（中国长城子公司），欧陆通。目前新进入者包括麦格米特、奥海科技、Leadwealth（比亚迪电子子公司）、新雷能等。在国内，中国台湾的公司之前是主导的份额，目前份额依然较大，主要是台达电子、光宝科技等。

在海外：中国大陆公司正在加速出海。海外英伟达和 CSP 的 ASIC 机柜里面，中国台湾的公司依然主导了此市场，诸如台达电子、光宝科技等。但从 GB200 的机柜电源开始，陆续有中国大陆公司进入海外体系，如麦格米特、Leadwealth（比亚迪电子子公司）。此外像欧陆通、长城电源等公司也在加速出海。

2) 二次、三次电源领域:

二次、三次电源大部分都是半导体相关的公司参与度较高，基本上这类公司二次、三次电源全部覆盖

在国内：国产化率不如一次电源，中国大陆主要的公司为华为数字能源、新雷能、杰华特、及本土一些其他未上市的企业。中国台湾和海外的公司占比较大，如台达电子、Flex Power（伟创力电源）、Analog Devices（亚德诺半导体）、Infineon（英飞凌）、MPS（芯源）、Renesas（瑞萨电子）、Texas Instruments（德州仪器）、TDK（日本企业）等深度参与。

在海外：目前中国大陆公司参与度较低。主要还是中国台湾和海外公司主导，如台达电子、Flex Power、Analog Devices、Infineon、MPS、Renesas、Texas Instruments、TDK 等。

3.2 中国企业正加速出海

中国大陆企业有电力电子研发基础，且对海外需求配合度高。过去，中国在新能源、通信等环节积累了一批有较强研发实力的电力电子公司，这些公司已经具备特定产品从 0 到 1 的能力。当行业变化越快，研发的速度，响应的速度，工程师的综合水平这类因素将开始定价，中国公司优质工程师的团队将助力其快速帮助北美客户开发产品。

通过前期的代工，后续可能有直接导入的机会。目前机柜内部的二、三次电源暂未有中国大陆企业通过自有品牌直接导入。随着产业供电的升级，中国的部分公司或有望依托自身的电力电子技术储备，初步可能落地海外代工部分电源型号的产品。之后，这类公司或能直接对接到海外客户，最终不仅代工产品有突破，自有品牌出海也有望实现。

盈利预测

为更清晰的拆分通信行业对公司收入的拉动，我们以 23 年的报表科目为准，公司业务拆分为高可靠行业、通信行业（后面此两行业并入高端装备及配套行业）和其他行业三个板块

高可靠行业：24 年下滑较大，25 年我们预计恢复为 23 年 75% 左右收入水平，26-27 年预计每年 20% 左右的增长。毛利率方面预计维持在 50% 左右的水平。

通信行业：后续主要看点，25 年公司开始前瞻布局出海产品，预计 25、26、27 年收入分别增长 10%、60%、50%。26 年开始的收入快速增长是因为 25 年公司在柜内二次电源的布局将在 26 年有所收获。毛利率方面由于海外收入占比增加，26-27 年将大幅改善，预计 25-27 年毛利率分别为 25%、40%、40%。

其他行业：影响不大，假设收入、毛利率维持稳定。

综上，预计公司 2025-2027 年，营业收入分别为 12.66、17.29、23.27 亿元，综合毛利率分别为 39.46%、45.04%、44.49%。

表 10：盈利预测

亿元		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营收	高可靠领域	9.68		7.26	8.71	10.45
	通信行业	4.82		5.30	8.48	12.72
	高端装备及配套行业	14.50	9.12	12.56	17.19	23.17
	其他业务	0.17	0.10	0.10	0.10	0.10
	合计	14.66	9.22	12.66	17.29	23.27
成本	高可靠领域	4.15		3.63	4.36	5.23
	通信行业	3.77		3.97	5.09	7.63
	高端装备及配套行业	7.92	5.47	7.60	9.44	12.86
	其他业务	0.08	0.06	0.06	0.06	0.06
	合计	8.00	5.53	7.66	9.50	12.92
毛利	高可靠领域	5.53		3.63	4.36	5.23
	通信行业	1.05		1.32	3.39	5.09
	高端装备及配套行业	6.58	3.65	4.95	7.75	10.32
	其他业务	0.09	0.04	0.04	0.04	0.04
	合计	6.66	3.69	4.99	7.79	10.36
毛利率	高可靠领域	57.09%		50.00%	50.00%	50.00%
	通信行业	21.82%		25.00%	40.00%	40.00%
	高端装备及配套行业	45.37%	40.00%	39.45%	45.07%	44.51%
	其他业务	52.25%	43.28%	40.00%	40.00%	40.00%
	合计	45.45%	40.04%	39.46%	45.04%	44.49%

资料来源：公司公告、招商证券

参考报告：

《新雷能（300593）—高标准电源的专业供应商，受益于全球 5G 建设》20191224

《新雷能（300593）—业绩高增长，静待 5G 业务放量》20200119

风险提示

1、AIDC 装机扩容速度低于预期:

公司 AI 电源产品取得突破,有望成为未来业绩的重要增长点。其产品的销售情况将取决于 AIDC 行业的装机扩容速度,若后续行业装机不及预期,将影响公司电源产品收入情况。

2、应收账款回款风险:

截至 2025 年三季度末,公司应收账款为 9.91 亿元,超过同期营业总收入(占比 107.5%),显著高于收入规模。如果应收账款回款延长,不仅占用营运资金,还可能引发坏账风险,进一步加剧现金流压力。

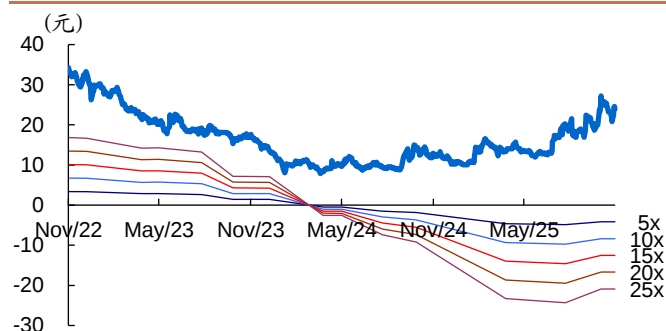
3、传统业务相关产品需求不及预期:

公司来源于航空、航天、船舶等特种领域的收入占比高,该类客户采购具有强计划性和周期性,易受国防预算调整、项目进度延迟或验收节奏影响;若下游特种行业需求持续疲软,将直接拖累公司营收与产能利用率。

4、新产品批量进度不及预期:

公司是产品驱动型的公司,如果目前储备的从 0 到 1 的新产品,在从 1 到 N 的过程中进展低于预期,将导致公司收入增长受到影响,进而影响利润增速。

图 10: 新雷能历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 11: 新雷能历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3339	2806	2488	2778	3235
现金	830	628	196	199	194
交易性投资	241	100	100	100	100
应收票据	323	248	253	311	372
应收款项	829	780	760	865	931
其它应收款	13	9	12	16	22
存货	1011	860	920	950	1163
其他	94	181	247	336	452
非流动资产	1277	1477	1499	1518	1535
长期股权投资	11	10	10	10	10
固定资产	455	456	497	534	567
无形资产商誉	188	168	152	136	123
其他	623	843	840	838	836
资产总计	4616	4282	3987	4296	4770
流动负债	1082	993	799	972	1097
短期借款	407	253	200	200	73
应付账款	379	366	460	618	840
预收账款	15	32	45	55	75
其他	280	341	94	99	109
长期负债	302	652	652	652	652
长期借款	241	612	612	612	612
其他	61	40	40	40	40
负债合计	1384	1645	1450	1624	1749
股本	538	542	542	542	542
资本公积金	1485	1472	1472	1472	1472
留存收益	980	447	348	480	820
少数股东权益	230	176	173	176	186
归属于母公司所有者权益	3003	2461	2363	2495	2835
负债及权益合计	4616	4282	3987	4296	4770

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	38	(30)	(34)	108	240
净利润	104	(514)	(101)	136	362
折旧摊销	75	87	76	79	82
财务费用	31	35	20	20	20
投资收益	(12)	(5)	(30)	(15)	(15)
营运资金变动	(158)	333	(2)	(116)	(214)
其它	(3)	33	2	4	5
投资活动现金流	24	(260)	(70)	(85)	(85)
资本支出	(283)	(326)	(100)	(100)	(100)
其他投资	307	66	30	15	15
筹资活动现金流	107	115	(327)	(20)	(160)
借款变动	229	241	(307)	0	(127)
普通股增加	125	4	0	0	0
资本公积增加	(148)	(12)	0	0	0
股利分配	(75)	(82)	0	0	(13)
其他	(24)	(36)	(20)	(20)	(20)
现金净增加额	168	(176)	(432)	3	(5)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1467	922	1266	1729	2327
营业成本	800	553	766	950	1292
营业税金及附加	10	8	8	9	9
营业费用	62	58	52	59	65
管理费用	111	123	122	128	135
研发费用	332	390	405	415	419
财务费用	15	15	20	20	20
资产减值损失	(76)	(287)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	5	7	5	5	5
其他收益	14	17	20	5	5
投资收益	12	5	5	5	5
营业利润	91	(483)	(97)	143	382
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	1	2	2	2
利润总额	91	(483)	(98)	142	381
所得税	(13)	31	3	7	19
少数股东损益	7	(13)	(3)	3	9
归属于母公司净利润	97	(501)	(98)	132	353

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-14%	-37%	37%	37%	35%
营业利润	-71%	-631%	-80%	-248%	166%
归母净利润	-66%	-617%	-80%	-235%	167%
获利能力					
毛利率	45.5%	40.0%	39.5%	45.0%	44.5%
净利率	6.6%	-54.3%	-7.8%	7.6%	15.2%
ROE	3.2%	-18.3%	-4.1%	5.4%	13.2%
ROIC	3.1%	-12.7%	-2.2%	4.5%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	30.0%	38.4%	36.4%	37.8%	36.7%
净负债比率	17.7%	26.1%	20.4%	18.9%	14.4%
流动比率	3.1	2.8	3.1	2.9	2.9
速动比率	2.2	2.0	2.0	1.9	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5
存货周转率	0.8	0.6	0.9	1.0	1.2
应收账款周转率	1.3	0.8	1.2	1.6	1.9
应付账款周转率	2.0	1.5	1.9	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	0.18	-0.92	-0.18	0.24	0.65
每股经营净现金	0.07	-0.06	-0.06	0.20	0.44
每股净资产	5.54	4.54	4.36	4.60	5.23
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.02	0.07
估值比率					
PE	134.1	-25.9	-132.3	98.3	36.8
PB	4.3	5.3	5.5	5.2	4.6
EV/EBITDA	93.4	-35.0	-38393.	59.4	29.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。