

雷神科技(920190.BJ)

投资评级：增持（首次）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年12月10日

收盘价 (元)	24.73
一年内最高 / 最低 (元)	48.62/19.88
总市值 (百万元)	2,473.00
流通市值 (百万元)	2,440.23
总股本 (百万股)	100.00
资产负债率 (%)	54.89
每股净资产 (元/股)	8.58

资料来源：聚源数据

——“电竞+信创”双轮驱动，积极推出AI PC和AI智能眼镜产品

投资要点：

- **2025年PC市场或将逐步复苏，进入商用市场更新周期。**在计算机制造的价值链体系中，理想情况下品牌商或将获得品牌塑造、核心技术专利和销售阶段的价值，价值分配比例相对较高。2024年Q4全球台式电脑、笔记本和工作站总出货量达到6740万台(yoy+4.6%)，实现连续5个季度增长。全球台式机、笔记本电脑和工作站2025年Q1出货量6270万台(yoy+9.4%)，2025年Q2出货量6760万台(yoy+7.4%)，PC市场有望复苏，进入商用市场更新周期。中国消费游戏本市场方面，联想持续稳居榜首，2024Q2-2025Q2各季度，联想、华硕、软通动力和惠普合计占中国消费游戏本市场份额均超过80%。
- **公司主营电竞PC及外设硬件设备，2025Q1-Q3营收同比+13.9%。**雷神科技是海尔集团“人单合一”模式下投资孵化的创客公司，实控人为海尔集团。在电竞领域，雷神科技打造出“雷神”和“机械师”两大电竞硬件品牌，形成以电竞笔记本、电竞台式机、外设周边三大产品阵列为主的电竞全场景硬件装备解决方案。在信创领域，雷神及海尔品牌信创笔记本、台式机等产品已在金融、党政、教育、医疗等八大行业广泛采用。自公司成立以来，先后获得国家高新技术企业、中国计算机行业发展成就奖、山东省专精特新企业、山东省瞪羚企业、青岛市市长质量奖等多项荣誉。2024年公司前五大客户包括海尔集团公司、深圳市怡亚通供应链股份有限公司、北京京东世纪贸易有限公司等，前五大客户合计占营收比例提升至68.36%。
- **深度聚焦AI技术与高性能硬件的融合，着力打造信创第二增长曲线。**电竞PC方面，紧跟PC行业技术迭代以及AI PC发展趋势，推出RTX50系列PC新品和AI PC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、视频创作等功能，为用户带来更智能、更高效的产品体验。未来，公司或将继续以AI技术为核心，探索其在电竞和智能设备中的应用。智能眼镜方面，2025年3月，雷神科技AI新品发布会发布了AI智能眼镜重磅新品Aura AI。该产品全面支持DeepSeek和火山智能大语言模型，提供AI语音助手、实时翻译、图像识别等功能。2025年5月，雷神科技与博士眼镜、汇鼎光学在深圳博士眼镜公司总部举行了战略合作签约仪式。信创业务方面，2022年-2024年，信创业务营收年均增长率达76.8%，2025年上半年延续高增态势，营收同比增速达62%。为进一步强化业务增长势能，2025年雷神信创锚定“100家金牌代理商、100家行业TOP用户”的双轨目标。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为0.27/0.37/0.48亿元，当前股价对应的PE分别为91/67/52倍。公司坚持“电竞+信创”双轮驱动战略，深度布局国产信创，有望打造“第二增长曲线”，并以AI技术为核心，积极布局AI PC和AI智能眼镜，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**汇率波动的风险、核心人才流失风险、境外供应商核心原材料供应的风险

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,555	2,955	3,275	3,662	4,074
同比增长率 (%)	5.80%	15.65%	10.82%	11.81%	11.25%
归母净利润 (百万元)	34	21	27	37	48
同比增长率 (%)	-49.78%	-37.66%	25.74%	37.40%	28.36%
每股收益 (元/股)	0.34	0.21	0.27	0.37	0.48
ROE (%)	4.12%	2.52%	3.07%	4.05%	4.94%
市盈率 (P/E)	71.71	115.03	91.48	66.58	51.87

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.27/0.37/0.48 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 91/67/52 倍。公司坚持“电竞+信创”双轮驱动战略，深度布局国产信创，有望打造“第二增长曲线”，并以 AI 技术为核心，积极布局 AI PC 和 AI 智能眼镜，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合对下游市场逐步复苏以及对于公司新品表现和市场拓展的积极预期，我们假设如下：

(1) 笔记本：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +18%/+14%/+12%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 23.12/26.35/29.51 亿元；

(2) 台式机：预计收入逐步恢复，假设 2025-2027 年营业收入同比 -15%/+5%/+8%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 2.70/2.83/3.06 亿元；

(3) 外设及周边：预计收入逐步恢复，假设 2025-2027 年营业收入同比 -5%/+3%/+5%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 3.73/3.84/4.03 亿元；

(4) 电脑配件及其他：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +12%/+12%/+15%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 3.21/3.60/4.13 亿元。

投资逻辑要点

公司以“电竞+信创”双轮驱动战略为指引，通过举办新品发布活动、深化品牌战略合作、参与顶尖行业展会等举措，持续扩大品牌辐射力。电竞方面，发布 RTX50 系列新品，巩固高端市场竞争力；信创方面，充分发挥在信创整机制造等领域的优势，持续深化技术创新与生态协同，拓展信创产品在多领域的场景落地。

公司聚焦 AI 技术与高性能硬件的融合布局，紧跟 PC 行业技术迭代发布 AI PC 新品，围绕 AI 眼镜赛道，推出智能眼镜和智能拍摄眼镜产品，未来不断探索 AI 在电竞和智能设备中的应用。

核心风险提示

汇率波动的风险、核心人才流失风险、境外供应商核心原材料供应的风险

内容目录

1. 2025年PC市场或将逐步复苏，进入商用市场更新周期.....	5
2. 主营电竞PC及外设硬件设备，2025Q1-Q3营收同比+13.9%	9
3. 深度聚焦AI技术与高性能硬件的融合，着力打造信创第二增长曲线	13
4. 盈利预测与评级	18
5. 风险提示	18

图表目录

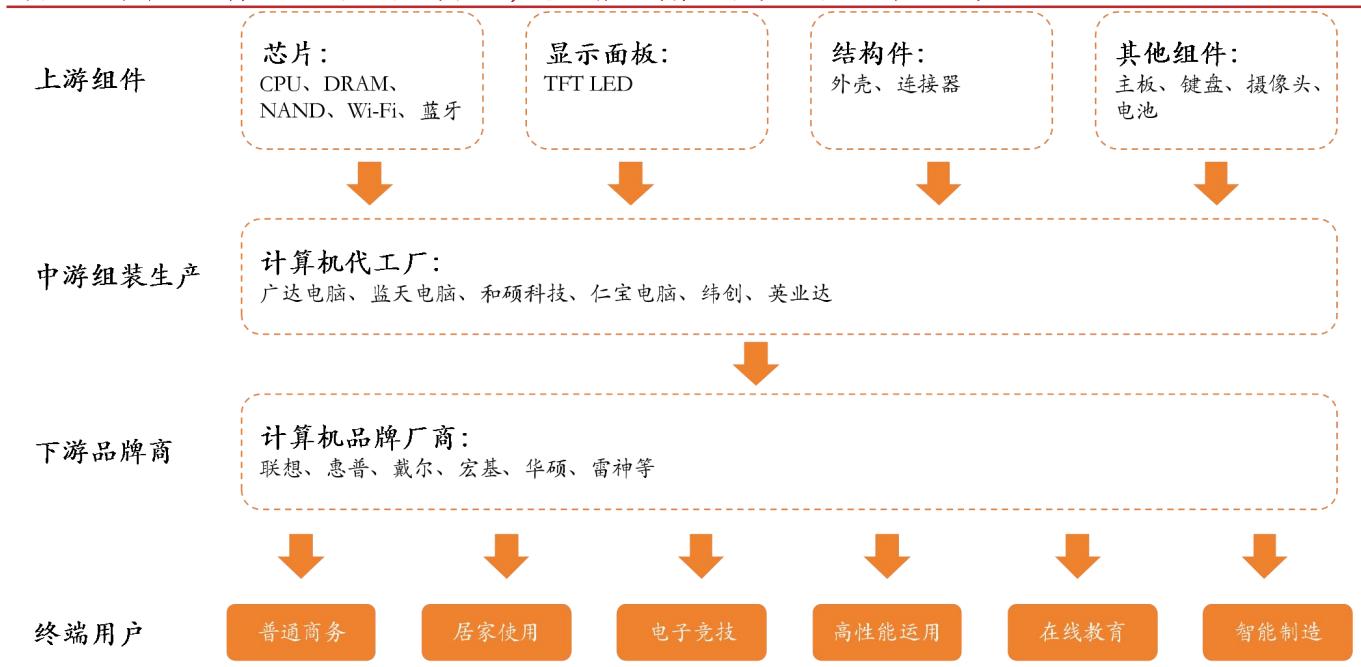
图表 1: 计算机硬件产品终端使用场景广泛，包括普通商务、居家使用、电子竞技等 ...	5
图表 2: 2025H1 全球台式电脑、笔记本和工作站出货量约为 1.30 亿台	6
图表 3: 2024 年联想占全球 PC 市场份额的 24.2%，排名第一	6
图表 4: 2025Q2 联想、华硕、软通动力和惠普合计占中国游戏本市场份额超过 80% ...	7
图表 5: 公司的主要竞争对手包括联想、戴尔、惠普等公司	7
图表 6: 2022-2024 年雷神科技营收低于可比公司	8
图表 7: 2022-2024 年雷神科技毛利率低于可比公司	8
图表 8: 海尔集团是公司实际控制人	9
图表 9: 公司的主要产品包括笔记本电脑、台式机、外设及周边等系列产品	10
图表 10: 2024 年笔记本营收达 19.6 亿元（单位：万元）	10
图表 11: 2024 年外设周边毛利率达 11.05%	10
图表 12: 2024 年公司前五大客户销售金额占总营收比为 68.36%	11
图表 13: 2025Q1-Q3 公司营收同比+13.9%，归母净利润同比+10.36%	12
图表 14: 截至 2024 年公司有 5 项研发项目，包括猎刃 15 等	13
图表 15: 2025H1 境内销售收入达 89988 万元，同比+23.81%（万元）	14
图表 16: 关于品牌与产品的募投项目预计于 2025 年 12 月底达到可使用状态（单位：元）	14
图表 17: 发布雷神 ZERO 18 Pro 等三款笔记本产品	15
图表 18: 举办“超绝一代，颠覆战局”2025 新品发布会	15
图表 19: 雷神科技发布 AI 智能眼镜新品 Aura AI	15
图表 20: 雷神科技与博士眼镜、汇鼎光学举行战略合作签约仪式	16
图表 21: 2025 年公司启动“雷神科技信创双百计划赋能仪式”	17

1. 2025 年 PC 市场或将逐步复苏，进入商用市场更新周期

参考雷神科技招股书信息，PC 制造产业链上游主要由芯片、显示面板、结构件、其他组件组成。中游主要为代工厂，主要承担综合制造商的角色，通过向各专业的零组件制造厂采购零组件来制造各类 PC。下游为各大品牌商，主要负责产品的功能设计研发、品牌形象设计、营销服务，进行品牌运营及产品销售。公司作为 PC 品牌商之一，深耕全场景、专业化计算机硬件设备领域，目前已发展成为国内知名的专业化计算机硬件制造商之一。

参考雷神科技招股书信息，在计算机制造的价值链体系中，较理想的情况下，品牌商或将获得品牌塑造、核心技术专利（如专利、设计授权等）和销售阶段的价值，价值分配比例相对较高。当前计算机硬件产品按照使用场景划分，可分为普通商务、居家使用、电子竞技、视频创作、创意设计、在线教育等场景。近年来，随着电子竞技、创意设计、视频创作、数字化办公等领域的发展加速，计算机硬件产品在传统商业办公及家庭应用之外获得了丰富的使用场景，为计算机行业发展提供了广阔的增量市场。

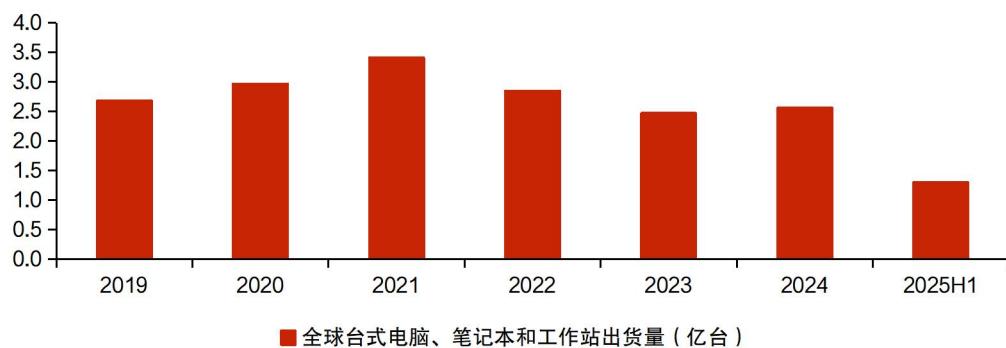
图表 1：计算机硬件产品终端使用场景广泛，包括普通商务、居家使用、电子竞技等



资料来源：雷神科技招股书、华源证券研究所

参考中商产业研究院、Canalys 等数据，2024 年全球台式电脑、笔记本和工作站出货量约为 2.56 亿台，同比增长 3.64%，全球 PC 市场趋于稳定，2024 年 Q4 全球台式电脑、笔记本和工作站出货量实现连续 5 个季度的增长，总出货量达到 6740 万台，同比增长 4.6%。进入 2025 年，Q1 全球台式电脑、笔记本和工作站出货量 6270 万台 (yoY+9.4%)，Q2 全球台式电脑、笔记本和工作站出货量 6760 万台 (yoY+7.4%)，PC 市场有望复苏，进入商用市场更新周期。

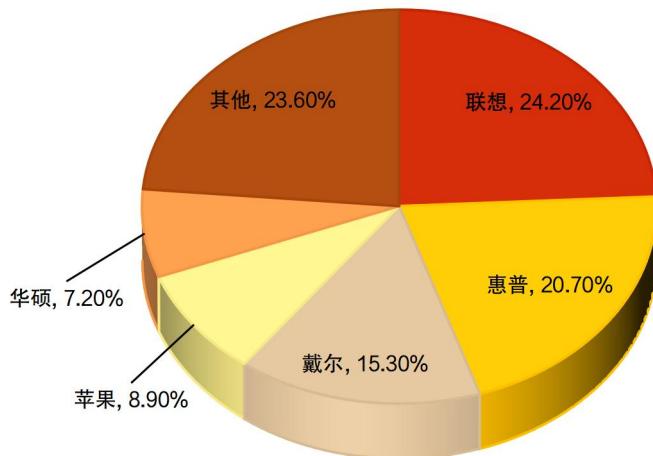
图表 2：2025H1 全球台式电脑、笔记本和工作站出货量约为 1.30 亿台



资料来源：Canalys、中商产业研究院等、华源证券研究所

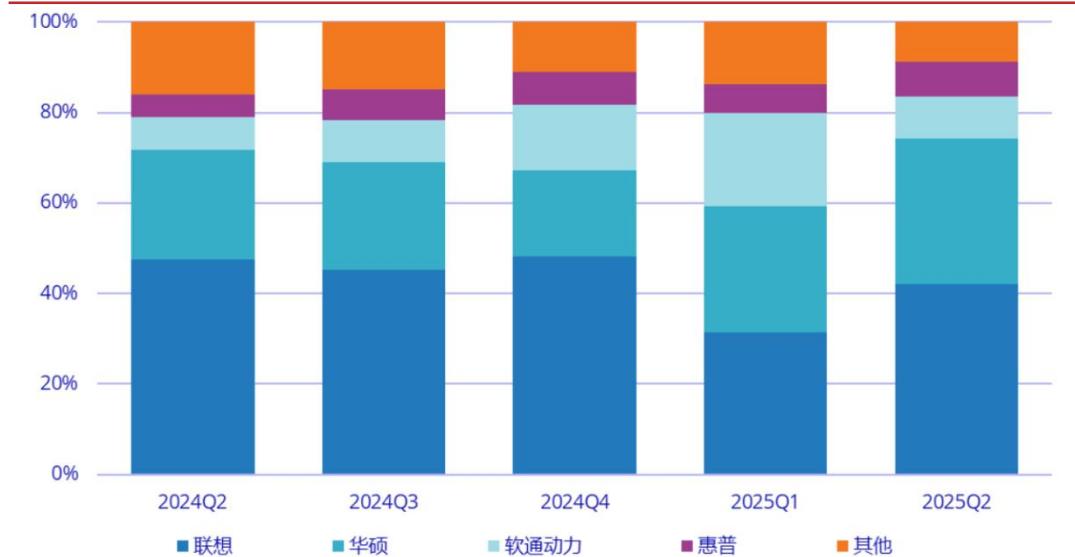
参考中商产业研究院、Canalys 信息，2024 年全球个人电脑市场竞争格局变化不大，联想凭借 24.2% 的市场份额排名第一。其次分别为惠普、戴尔、苹果、华硕，市场份额分别为 20.7%、15.3%、8.9%、7.2%。

图表 3：2024 年联想占全球 PC 市场份额的 24.2%，排名第一



资料来源：Canalys、中商产业研究院、华源证券研究所

根据 IDC 中国数据，中国消费游戏本市场方面，联想持续稳居榜首，2025 年第二季度市场份额达到 42.0%；华硕凭借其“玩家国度”和“天选”系列产品表现强劲，市场份额快速提升，占比 32.1%，位列第二；软通动力则依靠价格优势在近几个季度实现快速增长，排名第三；惠普旗下“暗影精灵”和“光影精灵”系列也在近期实现份额回升，稳居第四位。2024Q2-2025Q2 各季度，联想、华硕、软通动力和惠普合计占中国消费游戏本市场份额均超过 80%。

图表 4: 2025Q2 联想、华硕、软通动力和惠普合计占中国游戏本市场份额超过 80%


资料来源：IDC 中国、华源证券研究所

参考雷神科技招股书信息，公司主营业务为笔记本电脑、台式机、外设及周边等产品的设计、研发、生产和销售。公司的主要竞争对手包括联想、戴尔、惠普、华硕、微星科技等公司。

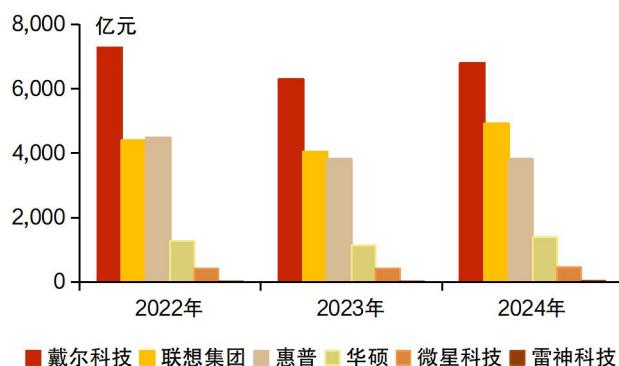
图表 5：公司的主要竞争对手包括联想、戴尔、惠普等公司

主要竞争对手	主营业务
联想	联想集团有限公司成立于 1993 年，是中国的一家信息产业多元化发展的大型企业集团和国际化科技公司。联想提供包括个人电脑、工作站、服务器、存储、智能电视以及智能手机、平板电脑和应用软件等一系列移动互联网产品的组合和服务。目前，联想旗下电竞笔记本电脑产品主要为“拯救者”系列
戴尔	戴尔科技集团成立于 1987 年，拥有并生产“Alienware 外星人”品牌和“游匣”系列电竞笔记本电脑。旗下“Alienware 外星人”于 1996 年创立，是全球较早一批也是著名的电竞电脑品牌，总体定位为高端专业路线，在 2006 年被戴尔收购，并作为子品牌继续运作
惠普	惠普公司成立于 1939 年，总部位于美国特拉华州，于 1957 年在纽约证券交易所上市。惠普公司是面向个人用户、大中小型企业和研究机构的全球技术解决方案提供商，其提供的产品涵盖信息技术基础设施、个人计算与接入设备、全球服务的图像与打印设备等。在电竞笔记本电脑领域，惠普公司拥有“暗影精灵”“光影精灵”等系列产品
华硕	华硕电脑股份有限公司创立于 1990 年，注册地位于中国台湾地区，主要从事主板、显卡、笔记本电脑、台式机、通讯工具等产品的生产。华硕旗下拥有并生产“天选”“ROG 玩家国度”“飞行堡垒”“暗夜火神”等系列电竞笔记本电脑及相关硬件
微星科技	微星科技股份有限公司成立于 1986 年，位于中国台湾地区，是全球知名的电子设备制造商，主要产品包括笔记本电脑、显示器、主板、主机壳等。微星科技旗下拥有“武士”“强袭”“绝影”等多个系列的电竞笔记本电脑产品

资料来源：雷神科技招股书、华源证券研究所

营收对比：戴尔、联想和惠普 2022-2024 年营收均高于 3000 亿元，在行业中占据领先地位，雷神科技 2024 年营收 29.55 亿元，同比增长 16%。**盈利能力方面：**可比公司毛利率呈现出一定的规模效应，雷神科技由于营收较低，毛利率亦低于可比公司，尚有较大发展空间。

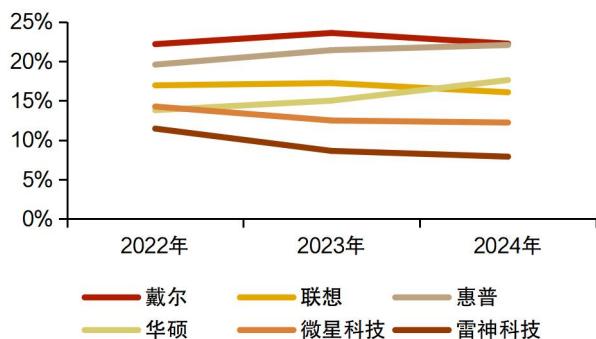
图表 6: 2022-2024 年雷神科技营收低于可比公司



资料来源: iFinD、华源证券研究所

注: 2024 年戴尔科技统计周期为 2024. 2-2025. 1, 惠普为 2023. 11-2024. 10, 联想集团为 2024. 4-2025. 3, 其他年份以此类推, 下同

图表 7: 2022-2024 年雷神科技毛利率低于可比公司



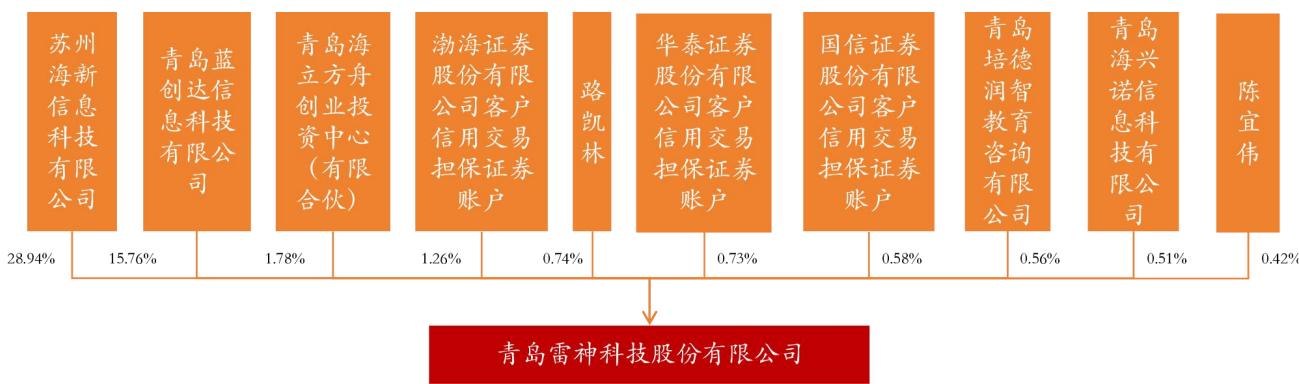
资料来源: iFinD、华源证券研究所

2. 主营电竞 PC 及外设硬件设备，2025Q1-Q3 营收同比+13.9%

雷神科技(THUNDEROBOT)成立于 2014 年，是海尔集团“人单合一”模式下投资孵化的创客公司。在电竞领域，雷神科技以“无交互不开发，无公测不上市”为产品开发理念，打造出“雷神(THUNDEROBOT)”和“机械师(MACHENIKE)”两大电竞硬件品牌，形成以电竞笔记本、电竞台式机、外设周边三大产品阵列为主的电竞全场景硬件装备解决方案。并与合作方共创，打造电竞房、电竞酒店、电竞赛事、电竞产业园等新业态，不断拓展电竞生态产业边界。在信创领域，雷神科技下雷神及海尔品牌信创笔记本、台式机、miniPC、一体机、瘦客户机、服务器、存储、云终端等产品已在金融、党政、教育、医疗等八大行业广泛采用，中标兴业银行、民生银行、太平保险、中国移动、各级政府、国内高校等上百个项目，成为中国信创产业的重要力量。自公司成立以来，先后获得国家高新技术企业、中国计算机行业发展成就奖、山东省专精特新企业、山东省瞪羚企业、青岛市市长质量奖等多项荣誉，连续三年入选“世界品牌实验室”《中国 500 最具价值品牌》，2023 年品牌价值 155.26 亿；入选《每日经济新闻》“2023 中国上市公司新锐品牌价值榜 Top50”、AsiaBrand (亚洲品牌集团) “2023 中国创新品牌 500 强”。

海尔集团是公司实际控制人。控股股东苏州海新、青岛海立方舟创业投资中心（有限合伙）的合伙人青岛海立方舟管理咨询有限公司及青岛海尔创业投资有限责任公司，均为实际控制人海尔集团控制或持股的企业，具有关联关系。青岛蓝创达信息科技有限公司、青岛海兴诺信息科技有限公司为公司员工持股平台，路凯林为其控股股东，具有关联关系。

图表 8：海尔集团是公司实际控制人



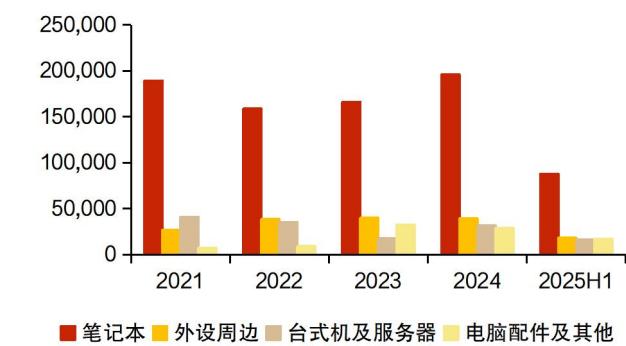
资料来源：雷神科技 2025 半年报、华源证券研究所

公司是一家专业电竞 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，让每一位用户都能拥有极致的使用体验。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。公司的主要产品按照产品类别划分，包括笔记本电脑、台式机、外设及周边等系列产品。

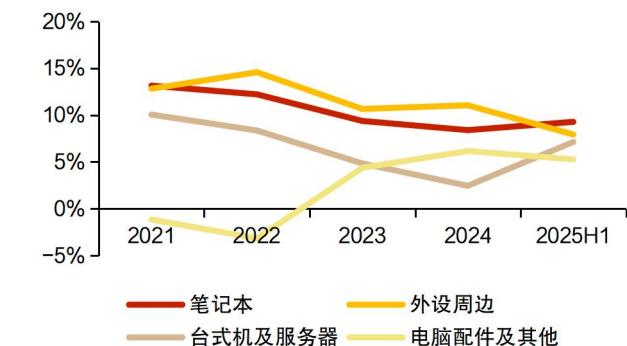
图表9：公司的主要产品包括笔记本电脑、台式机、外设及周边等系列产品


资料来源：雷神科技公告、华源证券研究所

收入情况：2024年笔记本、外设周边、台式机及服务器、电脑配件及其他业务收入营收分别为195892万元、39272万元、31716万元、28662万元。2023–2024年，笔记本、台式机及服务器营收均同比上升，外设周边、电脑配件及其他业务收入呈现一定程度的下滑，主要是公司根据市场需求、生产规划、运营节奏，降低了电脑配件销售量。**毛利率情况：**2024年笔记本、外设周边、台式机及服务器、电脑配件及其他业务毛利率分别为8.40%、11.05%、2.45%、6.17%。2022–2023年电脑配件及其他毛利率增幅较大，经过资源整合与模式调整，成功实现由负转正。

图表10：2024年笔记本营收达19.6亿元（单位：万元）


资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表11：2024年外设周边毛利率达11.05%


资料来源：iFinD、华源证券研究所

公司销售模式主要包括经销模式和直销模式，经销模式为公司产品销售的主要模式。在经销模式下，公司与经销商签署销售合同，公司将产品销售给经销商，均为买断式销售。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、海内外的销售网络。公司直销模式主要包括在官方网站

商城和电商平台自营店铺直销，由公司直接面向终端消费者进行销售。2021年四季度以来，公司通过在京东商城开设自营店铺的形式，面向终端消费者销售计算机硬件产品。

2024年公司前五大客户包括海尔集团公司、深圳市怡亚通供应链股份有限公司、北京京东世纪贸易有限公司、广州乐道电子商务有限公司、联强国际贸易(中国)有限公司。2023年，公司前五大客户销售金额合计174486.69万元，占销售总额比68.28%；2024年，公司前五大客户销售金额增长至202022.05万元，占比提升至68.36%。

图表 12：2024 年公司前五大客户销售金额占总营收比为 68.36%

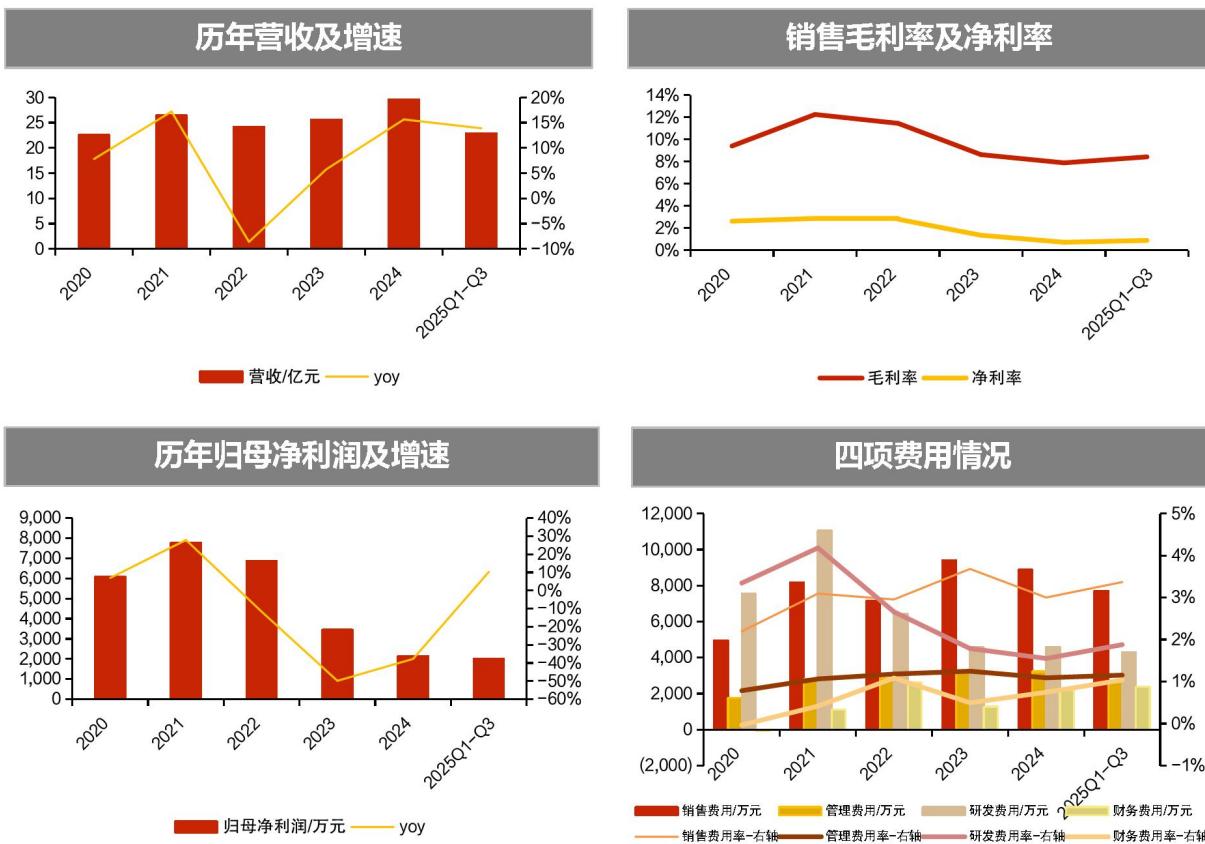
客户名称	营业收入总额（万元）	占公司总营业收入的比例
2023 年		
海尔集团公司	73007.47	28.57%
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	51673.72	20.22%
北京京东世纪贸易有限公司	17203.47	6.73%
联强国际贸易(中国)有限公司	17066.42	6.68%
广州乐道电子商务有限公司	15535.61	6.08%
合计	174486.69	68.28%
2024 年		
海尔集团公司	106558.48	36.06%
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	36699.21	12.42%
北京京东世纪贸易有限公司	26650.5	9.02%
广州乐道电子商务有限公司	23974.39	8.11%
联强国际贸易(中国)有限公司	8139.47	2.75%
合计	202022.05	68.36%

资料来源：雷神科技 2023-2024 年年报、华源证券研究所

营收方面：2020-2024 年公司营收波动较小，2023 年营收 25.55 亿元，2024 年营收达 29.55 亿元 (yoy+15.65%)，主要系公司坚持“电竞+信创”双轮驱动战略，专注高性能计算机产品，聚焦用户需求。**利润方面：**公司归母净利润从 2020 年的 6075.95 万元降至 2024 年的 2149.86 万元，主要系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。**盈利能力方面：**2020-2024 年，公司毛利率和净利率波动较小，2024 年公司毛利率为 7.90%，净利率为 0.73%。**成本管控方面：**2020-2024 年公司期间费用率分别为 6.31%、8.77%、7.89%、7.22%、6.40%。

2025Q1 公司实现总营收 5.71 亿元 (yoy-8.79%)，主要原因是公司根据市场需求、生产规划、运营节奏，降低了电脑配件销售量，其他业务收入降低所致；2025Q1 归母净利润 949.40 万元 (yoy+55.88%)，主要应收账款减少，坏账准备转回所致，同时毛利率同比有所增加。2025Q1-Q3 公司营收同比+13.9%，归母净利润同比+10.36%。

图表 13：2025Q1-Q3 公司营收同比+13.9%，归母净利润同比+10.36%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

3. 深度聚焦 AI 技术与高性能硬件的融合，着力打造信创第二增长曲线

公司始终坚持以用户需求为核心，以实现用户零距离、用户最佳体验度为目标，电竞 PC 方面，紧跟 PC 行业技术迭代以及 AI PC 发展趋势，聚焦 AI 技术与高性能硬件的融合，推出 RTX50 系列 PC 新品和 AI PC 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，公司或将继续以 AI 技术为核心，探索其在电竞和智能设备中的应用，为玩家和用户带来更多惊喜与可能。2025年上半年，公司在 PC 产品方面，推出 ZERO 18 Pro、猎刃 S、曙光 16pro 等游戏本新品；电竞外设方面，推出 ML9 MINI 8K 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 Aura AR 智能眼镜、雷神 Aura AI 智能拍摄眼镜，为用户带来便捷高效的智能交互体验。

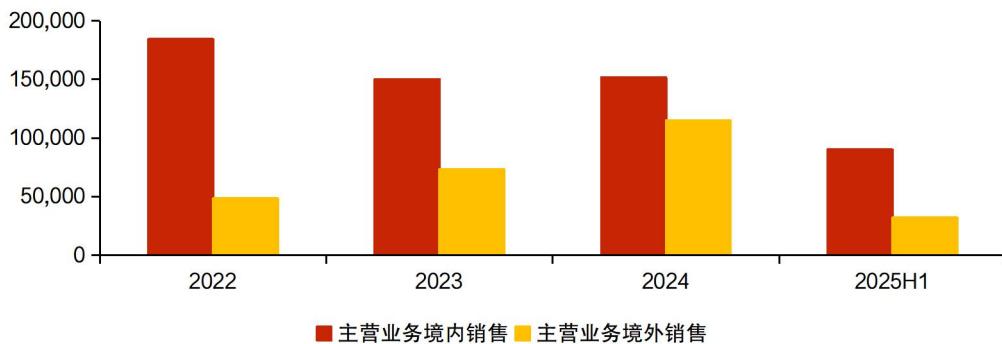
截至 2024 年末，公司拥有专利数量 166 项，其中发明专利五项。截至 2024 年公司有 5 项研发项目，包括猎刃 15、ZERO2024、911X、猎刃 16、曙光 16pro2024。

图表 14：截至 2024 年公司有 5 项研发项目，包括猎刃 15 等

研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
猎刃 15	英特尔酷睿第 14 代 HX 系列处理器；全新模具，增强散热系统	完成	主流电竞笔记本	提升用户体验及产品竞争力
ZERO2024	英特尔酷睿第 14 代 HX 系列处理器；升级 2.5K 高分辨率、360Hz 超高刷新率电竞屏，融合 200: 1ACR (高环境光对比度) 技术，实现极速、护眼、绚丽的显示效果	完成	高端旗舰形象电竞笔记本	提升用户体验及产品竞争力
911X	英特尔酷睿第 14 代 HX 系列处理器	完成	主流入门高性价比电竞笔记本	提升用户体验及产品竞争力
猎刃 16	英特尔酷睿第 14 代 HX 系列处理器；三风扇散热模具、机甲风格设计	完成	主流无短板电竞笔记本	提升用户体验及产品竞争力
曙光 16pro2024	英特尔酷睿第 14 代 HX 系列处理器；双风扇六热管低噪音散热系统	完成	高端电竞笔记本	提升用户体验及产品竞争力

资料来源：雷神科技 2024 年年报、华源证券研究所

公司主营业务收入以内销为主，2025H1 境内市场受政府补贴推动，消费回暖、需求增加的影响，境内销售收入达 89988 万元，同比增幅 23.81%。此外，2022-2024 年海外销售金额不断增长，2024 年境外收入达到 115043 万元，同比增幅 57.54%，主要是因为公司持续优化销售结构，积极开拓海外市场，通过与专业 IT 分销商合作建立亲密伙伴关系。2025H1 境外销售有所下滑，公司未来预计将持续推进产品、销售、服务、营销、售后等方面“本土化”海外销售体系建设。营销方面，坚持社交账号精细化日常运营、联合 KOL 打造定制化视频内容，结合对营销舆情数据的实时监测与深度洞察，实现高频曝光，为海外品牌建设与业务增长提供了有力赋能。同时，亮相多个国际行业展会，拓深、拓广全球当地客户，推进本土化服务，持续深化市场渗透与用户连接。

图表 15：2025H1 境内销售收入达 89988 万元，同比+23.81%（万元）


资料来源：iFinD、雷神科技公告、华源证券研究所

公司募投项目包括“品牌升级及总部运营中心建设项目”、“产品开发设计中心建设及硬件产品开发设计项目”等。根据公司招股说明书，“品牌升级及总部运营中心建设项目”建设内容包括建立以青岛为总部的总部运营中心。同时，以青岛总部运营中心为核心，自项目启动时点起，用三年时间在国内完成专业化计算机全场景硬件产品品牌升级的布局。“产品开发设计中心建设及硬件产品开发设计项目”建设内容包括两方面，一是新增产品开发设计中心办公场所并建立产品研发、新技术研发等相关实验室和技术中心，并购置研发设备；二是在产品开发设计中心建成后，围绕笔记本电脑、台式机、外设及周边等持续开展新品研发、升级迭代、品类扩充等相关研究，致力于适应高端机型高性能、个性化、轻薄化等特点，为公司主要产品提供技术支撑，并开拓新的应用领域。“品牌升级及总部运营中心建设项目”和“产品开发设计中心建设及硬件产品开发设计项目”预计于 2025 年 12 月 31 日达到预定可使用状态。

图表 16：关于品牌与产品的募投项目预计于 2025 年 12 月底达到可使用状态（单位：元）

募集资金用途	调整后投资总额	截至 2025H1 累计投入金额	截至 2025H1 投入进度	项目达到预定可使用状态日期
品牌升级及总部运营中心建设项目	74,200,000	60,483,106	81.51%	2025 年 12 月 31 日
产品开发设计中心建设及硬件产品开发设计项目	86,300,000	77,913,976	90.28%	2025 年 12 月 31 日
偿还银行贷款	35,000,000	35,006,853	100.00%	-
补充流动资金	80,000,000	80,000,000	100.00%	-

资料来源：《2025 年半年度募集资金存放、管理与实际使用情况的专项报告》、华源证券研究所

2025 年公司从多方面进行业务拓展。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 ZERO 18 等 RTX50 系列新品，巩固高端市场竞争力；布局智能眼镜赛道，推出雷神 Aura AR 智能眼镜、雷神 Aura AI 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（CES

2025)、上海国际眼镜业展览会、香港电子展、巴西 Eletrolar Show 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。

图表 17：发布雷神 ZERO 18 Pro 等三款笔记本产品



资料来源：雷神科技公告、华源证券研究所

图表 18：举办“超绝一代，颠覆战局”2025 新品发布会



资料来源：雷神科技公告、华源证券研究所

2025年3月31日晚，雷神科技AI新品发布会发布了AI智能眼镜重磅新品Aura AI。该产品全面支持DeepSeek和火山智能大语言模型，提供AI语音助手、实时翻译、图像识别等功能。搭载高通AR1芯片和索尼光学镜头，支持1080P视频录制和沉浸式音效，5麦克风阵列精准收音，为用户带来便捷高效的智能交互。在佩戴体验上采用TR90材质，重量仅39g，同时配备可调节鼻托和加长镜腿，专为亚洲人设计，确保长时间佩戴舒适。镜片部分，区别于行业普遍采用的玻璃垫片的形式，选择国内首创自由环曲面技术平镜片，实现全视野清晰，减少像差干扰，并具备蓝光防护、紫外线隔离和防飞沫功能，全面保护用户眼睛健康。发布会上，雷神科技宣布与汇鼎眼视光（光学技术）、火山引擎（AI云计算）、欧普康视（眼健康科技）、天键（智能声学）、亿境（智能硬件）共建智能眼镜产业生态联盟，推动智能眼镜技术的创新与普及。雷神AI智能眼镜作为联盟首款力作，在消费电子领域首次实现“智能交互+视觉增强+健康管理”三位一体功能架构，标志着智能穿戴设备正式迈入AI新时代。

图表 19：雷神科技发布AI智能眼镜新品 Aura AI

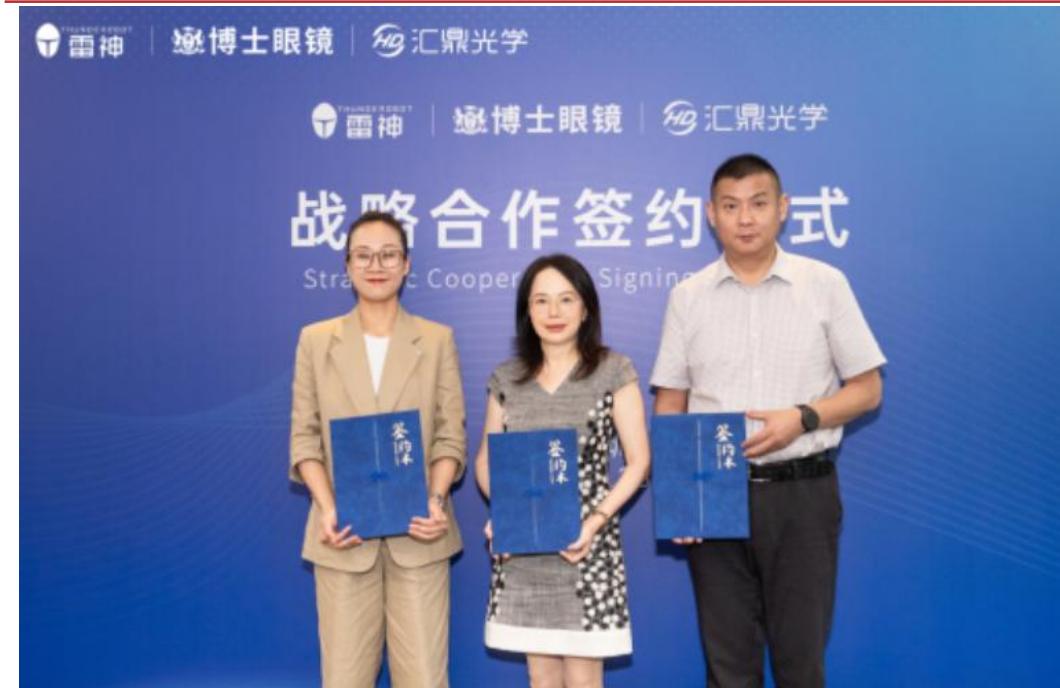


资料来源：雷神科技官网、华源证券研究所

2025年5月23日，雷神科技与博士眼镜、汇鼎光学在深圳博士眼镜公司总部举行了战略合作签约仪式。根据协议，雷神科技或将授权博士眼镜、汇鼎光学作为雷神AI智能眼镜的深度合作伙伴，通过博士眼镜、汇鼎光学集团的线下零售门店开展产品销售和品牌推广。此外，双方与雷神AI智能眼镜的合作还涵盖了线上线下一站式的专业配镜服务，力求为用户带来更具沉浸感、便捷性与舒适性的优质智能穿戴新体验。三方将在线下体验、产业链协同等方面持续发力，整合资源、优势互补，共建智能眼镜行业“最后一公里”，推动AI眼镜从“科技尝鲜”走向“大众刚需”，开启未来新视界。

2025年7月3日，公司发布公告，为满足用户对智能眼镜服务需求以及拓展智能眼镜销售渠道，公司拟与江苏汇鼎光学眼镜有限公司、欧普康视投资有限公司共同投资设立江苏雷欧汇鼎智能眼镜有限公司，注册资本为人民币1000万元，雷神科技持有35%股权，有助于公司整合服务、技术、市场渠道等资源，加强市场开拓能力，为用户提供更加优质的服务，提升公司的综合竞争实力。

图表 20：雷神科技与博士眼镜、汇鼎光学举行战略合作签约仪式



资料来源：雷神科技官网、华源证券研究所

2025年7月2日，2025雷神科技信创旗舰新品发布暨客户会于青岛科创生态园举行。本次会议以“信创风雷起，共赢芯未来”为主题，聚焦信创产业发展趋势，探讨产品技术突破路径、产业生态构建模式，瞭望产业前行方向。雷神科技创始人、董事长路凯林指出，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。雷神科技信创总经理谢玉辉围绕2025年信创业务，展开市场推广策略和全流程客户赋能保障体系分享。根据公司官网数据，2022年-2024年，信创业务营收年均增长率达

76.8%，2025年上半年延续高增态势，营收同比增速达62%。为进一步强化业务增长势能，**2025年雷神信创锚定“100家金牌代理商、100家行业TOP用户”的双轨目标**，携手生态伙伴共筑“标准共创、商机共享、市场共赢”的信创黄金生态链。同时，为赋能“双百计划”落地，雷神科技同步构建全维度支持体系：以价格保护规范市场秩序，以商务与技术赋能提升竞争力，以商机、用户、资源共享拓宽业务版图，以资金、价格、样机、技术支持筑牢服务后盾。立足合作共赢的战略共识，雷神科技携手中科方德、海光信息、飞腾、兆芯、龙芯中科、统信软件、麒麟软件等7家生态伙伴代表，共同启动“雷神科技信创双百计划赋能仪式”，多方将以仪式为起点，围绕信创产业转型升级与高质量发展深化协同，夯实发展根基、积蓄增长动能。

图表 21：2025年公司启动“雷神科技信创双百计划赋能仪式”



资料来源：雷神科技官网、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合对下游市场逐步复苏以及对于公司新品表现和市场拓展的积极预期，我们假设如下：

(1) 笔记本：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +18%/+14%/+12%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 23.12/26.35/29.51 亿元；

(2) 台式机：预计收入逐步恢复，假设 2025-2027 年营业收入同比 -15%/+5%/+8%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 2.70/2.83/3.06 亿元；

(3) 外设及周边：预计收入逐步恢复，假设 2025-2027 年营业收入同比 -5%/+3%/+5%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 3.73/3.84/4.03 亿元；

(4) 电脑配件及其他：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +12%/+12%/+15%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 3.21/3.60/4.13 亿元。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.27/0.37/0.48 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 91/67/52 倍。公司坚持“电竞+信创”双轮驱动战略，深度布局国产信创，有望打造“第二增长曲线”，并以 AI 技术为核心，积极布局 AI PC 和 AI 智能眼镜，首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

汇率波动的风险：公司采购计算机核心部件及整机主要以美元结算，美元与人民币间的汇率波动将直接影响公司的采购成本。若出现人民币贬值情况，将导致公司产生汇兑损失、采购成本上升等问题，将对公司的盈利情况造成不利影响。

核心人才流失风险：公司培养了一批研发、管理、营销等方面的专业人才，这是公司核心竞争力的重要组成部分。随着公司业务的发展，经营规模扩大、产品升级，对高层次管理人才、技术人才的需求也将不断增加。公司能否继续吸引并留住核心人才，对公司未来的发展至关重要。而随着市场竞争的不断加剧，行业内对人才的争夺也日趋激烈，公司将面临核心人才流失的风险。

境外供应商核心原材料供应的风险：公司采购的原材料主要为 CPU、内存、硬盘、GPU 等用于生产计算机硬件产品的核心零部件，前述原材料主要由英特尔、AMD、英伟达等境外供应商提供。如果公司上述重要原材料供应商的生产活动因不利的商业、政治或经济因素而受到影响，或者供应商所处的国家和地区与中国发生贸易摩擦、外交冲突等情形，进而影响到相应原材料的采购活动，且公司未能及时形成有效的替代方案，将会对公司盈利水平和经营业绩产生不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	467	413	392	411
应收票据及账款	849	906	963	1,016
预付账款	16	27	28	30
其他应收款	2	2	2	3
存货	390	411	441	469
其他流动资产	78	70	78	87
流动资产总计	1,803	1,829	1,905	2,016
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4	5	9	9
在建工程	0	4	5	3
无形资产	22	21	19	18
长期待摊费用	1	0	0	0
其他非流动资产	34	34	34	34
非流动资产合计	61	65	68	63
资产总计	1,864	1,894	1,972	2,080
短期借款	506	456	426	406
应付票据及账款	416	460	523	592
其他流动负债	85	93	101	113
流动负债合计	1,007	1,010	1,051	1,111
长期借款	0	0	1	0
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	3	3	3	3
负债合计	1,010	1,013	1,054	1,114
股本	100	100	100	100
资本公积	407	407	407	407
留存收益	347	374	411	459
归属母公司权益	854	881	918	966
少数股东权益	0	0	0	1
股东权益合计	854	881	919	966
负债和股东权益合计	1,864	1,894	1,972	2,080

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	22	23	33	44
折旧与摊销	8	5	7	9
财务费用	22	19	18	17
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-286	-29	-25	-13
其他经营现金流	15	5	4	3
经营性现金净流量	-219	22	37	61
投资性现金净流量	30	-8	-10	-5
筹资性现金净流量	305	-69	-48	-37
现金流量净额	97	-55	-21	19

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,955	3,275	3,662	4,074
营业成本	2,722	3,001	3,351	3,722
税金及附加	1	1	2	2
销售费用	89	111	128	145
管理费用	32	37	40	44
研发费用	46	59	67	74
财务费用	22	19	18	17
资产减值损失	-5	-3	-2	-3
信用减值损失	-19	-20	-19	-21
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	3	4	4	3
营业利润	22	28	38	49
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	22	28	39	50
所得税	1	1	1	2
净利润	22	27	37	48
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	21	27	37	48
EPS(元)	0.21	0.27	0.37	0.48

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	15.65%	10.82%	11.81%	11.25%
营业利润增长率	-40.18%	24.33%	38.19%	28.35%
归母净利润增长率	-37.66%	25.74%	37.40%	28.36%
经营现金流增长率	-607.65%	110.25%	64.30%	65.31%
盈利能力				
毛利率	7.90%	8.38%	8.49%	8.63%
净利率	0.73%	0.83%	1.01%	1.17%
ROE	2.52%	3.07%	4.05%	4.94%
ROA	1.15%	1.43%	1.88%	2.29%
P/E	115.03	91.48	66.58	51.87
P/S	0.84	0.76	0.68	0.61
P/B	2.90	2.81	2.69	2.56
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	62	54	45	38

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。