



| 证券研究报告 |

联合研究 | 公司深度 | 新雷能 (300593.SZ)

高性能电源龙头，乘 AI 算力之风

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

公司近年来受特种及通信行业订单节奏影响经营短期波动，但随着前期高研发投入迎来收获期、多地新建产能释放在即以及新一轮股权激励落地，有望重回中高速增长。在高可靠特种领域，基于装备电气化提升趋势以及国产大飞机、商业航天等新兴方向兴起，高可靠特种电源市场空间广阔，公司作为本土龙头厂商将核心受益；在 AIDC 及通信领域，AIDC 电源市场蓬勃发展，公司凭借在高性能电源领域的深厚积淀切入该领域，已形成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，产品落地后有望带来显著营收增量。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



王贺嘉

SAC: S0490520110004

SFC: BUX462



司鸿历

SAC: S0490520080002

SFC: BVD284



张晨晨

SAC: S0490524080007

新雷能 (300593.SZ)

2025-12-15

高性能电源龙头，乘 AI 算力之风

新雷能：深耕高性能电源，基本面向上拐点显现

公司成立于 1997 年，自成立以来一直致力于高效率、高可靠性、高功率密度电源产品的研发、生产和销售，在航空、航天及特种高等级电源领域积淀深厚。经过多年发展，公司已经形成丰富的产品谱系，包括集成电路类、电源类以及电驱类产品，具备多行业多品类电力电子产品解决方案能力，可为客户提供多品类、多型号、一站式解决方案。2023-2024 年，受特种行业采购订单波动，通信行业周期性波动及数据中心行业市场拓展不及预期的影响，公司营收及利润短期波动。立足当下，我们认为有三重因素将驱动公司经营拐点向上：1) 公司持续坚持高研发投入，形成完善核心技术体系与产品布局，正逐步进入收获期；2) 公司多地新建产能投放在即，为高效满足特种电源、半导体、数据中心等领域的市场需求打下坚实基础；3) 公司实施了多轮股权激励绑定核心骨干，新一轮激励考核目标彰显管理层对重回高速增长的信心。

高可靠特种领域：需求稳步复苏，长期趋势向好

受下游需求节奏影响，近年来高可靠特种电源市场有所波动，但长周期来看我们认为该市场仍具广阔成长空间，而公司作为本土龙头厂商将核心受益。首先从产业趋势来看，电源是航空航天装备的核心组成部分，模块电源及其构成的电源系统大量应用。随着装备持续迭代升级，电气化水平显著提升，将牵引装备电源应用增多，同时功率密度等性能指标提升。目前，国产大飞机、商业航天等新兴方向如火如荼，将牵引高可靠特种电源市场持续扩容。根据测算，未来二十年我国国产民航客机、卫星星座建设对应电源年均需求共计达 169 亿。从产业格局来看，自主可控要求下，国内特种市场对于本土电源厂商的采购份额逐年加大，VICOR 等国外企业在华收入大幅减少。公司作为本土特种电源龙头，产品系列丰富，多项性能指标达到国际一流水平，市场份额有望随着国产化深化持续提升。

AIDC 及通信领域：AI 算力建设牵引高景气周期

在 AI 时代，随着芯片算力提升，AIDC 服务器功耗显著提高，叠加电源架构冗余度增大，对电源需求显著增多。同时为满足单机架能耗从 100kW 攀升至超过 1MW 的需求，数据中心的电源架构正加速向 800V 直流（或 ±400V）HVDC 高压体系演进，催动服务器电源持续迭代升级。我们预计，在 AI 产业景气爆发的驱动下，服务器电源市场有望进入长周期景气。根据 Valuates Reports 预测，2025-2031 年全球 AI 服务器电源模组市场规模将从 65 亿美元增长至 608 亿美元。公司将数据中心电源作为战略方向之一，积极引进具备深厚技术背景和丰富经验的电源工程师、研发专家等人才，积极与供应商、客户等合作伙伴建立紧密的合作关系。目前公司已形成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，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，未来产品放量后有望为公司贡献显著营收增量，带动业绩快速增长。

风险提示

- 1、下游需求不及预期的风险；
- 2、行业竞争格局恶化的风险；
- 3、产品快速迭代导致研发费用较高的风险；
- 4、盈利预测不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

联合研究 | 公司深度

投资评级 | 买入 | 首次

公司基础数据

当前股价(元)	24.85
总股本(万股)	54,250
流通A股/B股(万股)	45,026/0
每股净资产(元)	4.40
近12月最高/最低价(元)	28.85/9.90

注：股价为 2025 年 12 月 11 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

新雷能：深耕高性能电源，基本面向上拐点显现	6
专注高等级电源二十余载，多品类一体布局优势突出	6
受需求节奏影响经营短期波动，前三季度已显著改善	7
技术与产能储备释放在即，股权激励指引新一轮成长	9
高可靠特种领域：需求稳步复苏，长期趋势向好	11
国产大飞机、商业航天兴起带动高可靠电源市场扩容	11
高可靠电源国产化率提升，公司为本土龙头核心受益	13
AIDC 及通信领域：AI 算力建设牵引高景气周期	14
AIDC：AI 产业景气爆发推动服务器电源市场高速增长	14
通信：国内外网络建设进入稳定阶段，电源需求平稳	17
公司深耕通信电源，战略性布局服务器电源蓝海市场	18
风险提示	21

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权架构示意图	7
图 3：公司主要产品及下游应用领域	7
图 4：公司年度营收及归母净利润变化情况	8
图 5：公司季度营收及归母净利润变化情况	8
图 6：公司毛利率变化情况	8
图 7：公司毛利率、期间费用率、净利率变化情况	8
图 8：公司各项期间费用率变化情况	9
图 9：公司持续增大研发投入	9
图 10：公司逆势增加技术人员数量	9
图 11：公司围绕各业务领域形成完善的核心技术体系	10
图 12：公司固定资产及在建工程期末余额（亿元）	10
图 13：定增募投项目投产后对应新增产能情况	10
图 14：公司历次股权激励计划概况	11
图 15：以民航飞机为例，飞机升级过程用电功率需求持续提升	12
图 16：VICOR 不断迭代推出更高功率密度的模块电源	12
图 17：2025-2044 年全球和中国各类型客机交付量和价值预测	12
图 18：各类飞机电源系统价值量占比情况	12
图 19：我国国内主要星座计划概况	13
图 20：各分系统占卫星平台成本比重	13
图 21：新雷能部分航空、航天、车辆、船舶及特种电源产品	14
图 22：数据中心从电网到芯片的供电解决方案（UPS 架构）	15
图 23：英伟达服务器功耗逐代提升（单位：kW）	15
图 24：英飞凌 AI PSU 供电解决方案	15

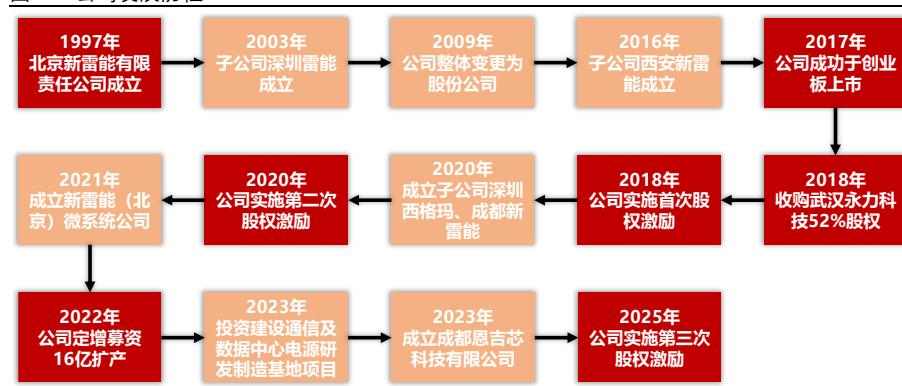
图 25: N+2 电源配置示意图	16
图 26: 未来数据中心的供电方案 (HVDC 架构)	16
图 27: 在 HVDC 架构中大量采用 DC-DC	16
图 28: 全球人工智能 (AI) 市场规模及预测 (亿人民币)	17
图 29: 全球 AI 服务器电源市场规模及预测 (亿美元)	17
图 30: 从 4G 到 5G, 单站功耗大幅提升	17
图 31: 我国 5G 基站数量持续增长渗透率提升 (单位: 万个)	18
图 32: 全球通信电源市场规模及预测 (亿美元)	18
图 33: 公司具有丰富的通信电源产品	19
表 1: 公司近年来重点扩产项目进展情况	10
表 2: 我国高可靠特种模块及定制电源主要供应商概况	13
表 3: 服务器电源系统中不同部分的功能 (UPS 架构)	15
表 4: 2024 年度全球电源供应商 TOP15 榜单	18
表 5: 公司近年来加快开发数据中心服务器电源	19
表 6: 公司营业收入和归母净利润的敏感性分析 (单位: 百万元)	21

新雷能：深耕高性能电源，基本面向上拐点显现

专注高等级电源二十余载，多品类一体布局优势突出

深耕高性能电源二十余载，逐步发展为我国电源领域领军企业。公司成立于 1997 年，自成立以来一直致力于高效率、高可靠性、高功率密度电源产品的研发、生产和销售。2000 年，公司开始研制航空、航天及特种高等级电源，在高效率、高可靠性、高功率密度以及电磁兼容性等方面取得了长足进步。2017 年，公司成功于创业板上市，此后通过收并购、募投项目等方式持续扩充能力。经过二十多年的深耕，公司已逐渐发展成为我国电源领域领军企业，被工信部评为专精特新“小巨人”企业，荣获中国电源产业“十大知名品牌企业”称号，不断为实现“成为国际一流、国内领先的多品类电力电子企业”的品牌形象而砥砺前行。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

实控人及核心管理层技术背景深厚，多个子公司协同形成全国化产业布局。公司董事长王彬先生为公司实控人，目前持股 19.35%。王彬先生毕业于电子科技大学电磁场工程专业，曾任北京通用技术研究所副所长，技术背景深厚。此外，公司董事、副总经理及总工程师杜永生先生曾任山东德州电工器材厂、北京振中公司开发工程师。公司旗下有多家子公司与北京本部协同配合，形成全国多点布局。公司目前有六家核心子公司，分布在成都、西安、深圳、武汉等地，其中北京本部、成都、西安和深圳西格玛子公司主要面向特种市场，子公司深圳雷能主要面向通信、数据中心等市场，子公司武汉永力则较为综合，面向特种、民船及通信市场。

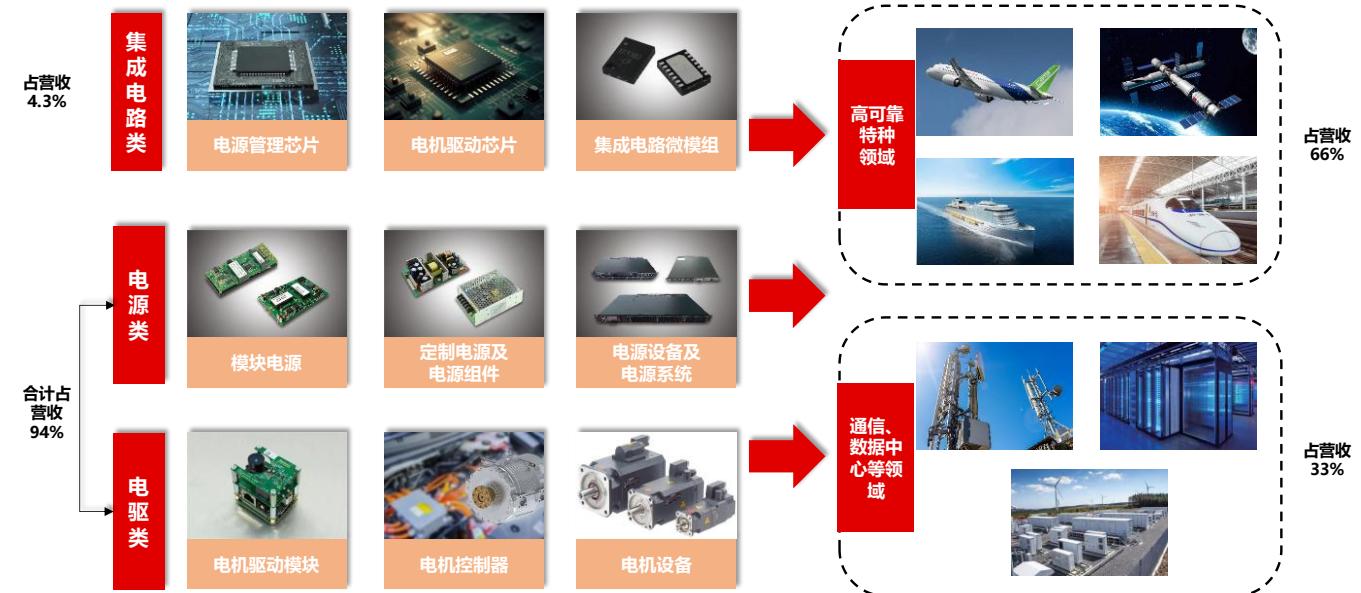
图 2：公司股权架构示意图



资料来源：Wind，公司公告，公司官网，长江证券研究所（截至 2025 年 10 月 23 日）

产品谱系完善全产业链布局优势突出，可为客户提供多品类、多型号、一站式解决方案。
 经过多年发展，公司已经形成丰富的产品谱系，包括集成电路类产品（单片电源管理芯片、电机驱动芯片、集成电路微模组等），电源类产品（模块电源、定制电源及电源组件、电源设备及电源系统等），以及电驱类产品（电机驱动模块、电机控制器、电机设备等），具备多行业多品类电力电子产品解决方案能力，可为客户提供多品类、多型号、一站式解决方案。公司凭借较强的研发创新能力和技术实力、快速响应的服务能力、稳定的交付保障能力和高可靠的产品质量保证能力，通过了多家国内外大客户的资质认证程序，产品广泛应用于航空、航天、通信、数据中心、铁路、船舶等领域。

图 3：公司主要产品及下游应用领域



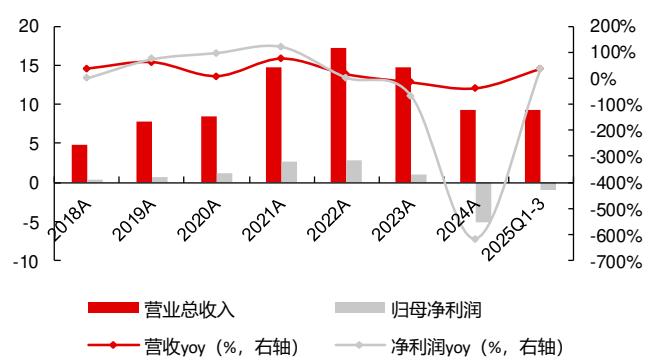
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（注：分应用领域营收占比数据为 2023 年数据，分产品营收占比数据为 2024 年数据；部分产品图样非公司实际产品，仅作展示）

受需求节奏影响经营短期波动，前三季度已显著改善

受通信及特种需求波动影响，公司经营短期承压，25Q1-3 基本面拐点逐步显现。2017-2022 年，在国内外 5G 通信网络设施的建设，中国航空、航天、船舶产业投入持续加大

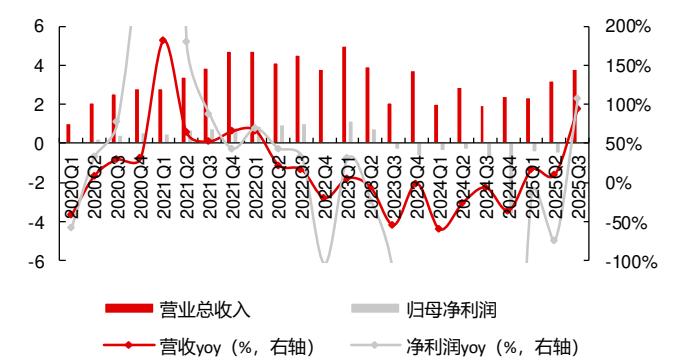
牵引下，公司迎来高速增长期，收入从3.46亿增至17.14亿，CAGR达38%，利润从0.36亿增至2.83亿，CAGR达51%，其中航空航天特种业务收入从1.51亿增至9.98亿，CAGR达46%，通信业务收入从1.44亿增至6.51亿，CAGR达35%。2023-2024年，受特种行业采购订单波动，通信行业周期性波动及数据中心行业市场拓展不及预期的影响，公司营收及利润短期波动，2024年营收及利润分别为9.22、-5.01亿，相较2022年下滑46%、277%。2025Q1-3，在去年低基数及订单改善影响下，公司实现营收9.29亿，yoY+36%，净利润-0.9亿，有所减亏。

图4：公司年度营收及归母净利润变化情况



资料来源：Wind，长江证券研究所（单位：亿元）

图5：公司季度营收及归母净利润变化情况

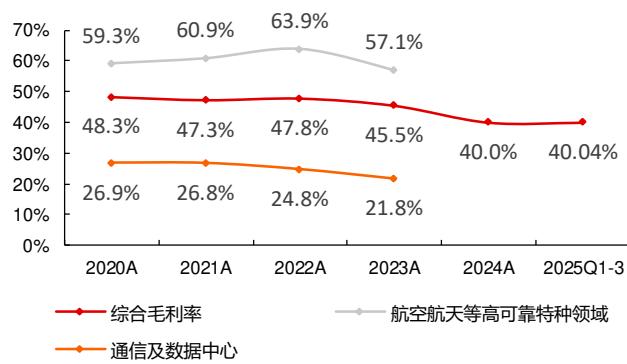


资料来源：Wind，长江证券研究所（单位：亿元）

受产品结构调整及研发费用增长影响，公司盈利能力波动明显，25Q1-3已显著改善。

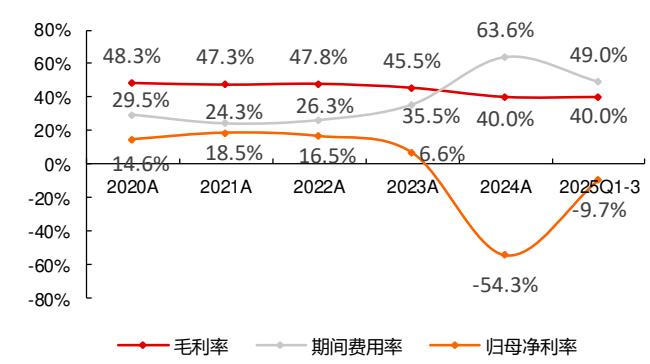
公司毛利率近年有所降低，2024、2025Q1-3公司毛利率分别为40.0%、40.0%，同比-5.4%、-2.1pcts。公司毛利率波动或系产品结构、营收结构等多种因素影响，一方面公司近年来开拓电源设备及系统等新产品，该类产品价值量高但毛利率较低，放量会导致公司综合毛利率降低，另一方面公司航空航天等高可靠特种领域产品毛利率较高，但近年来采购订单减少，或导致高毛利率产品降低。费用端，2023-2024年公司期间费用率显著提升，主要系公司坚持研发投入，导致研发费用率较高。在此背景下，公司近年来净利率承压较为明显，2024年叠加计提资产减值损失影响，归母净利率下降至-54.3%。2025Q1-3受营收增长规模效应显现，公司期间费用率降至49%，归母净利率回升至-9.7%。

图6：公司毛利率变化情况



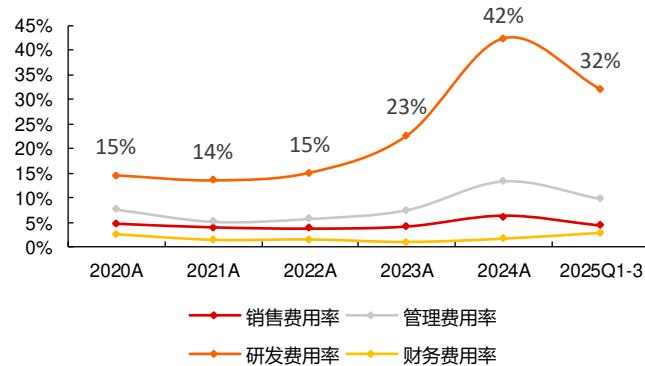
资料来源：Wind，长江证券研究所

图7：公司毛利率、期间费用率、净利率变化情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：公司各项期间费用率变化情况

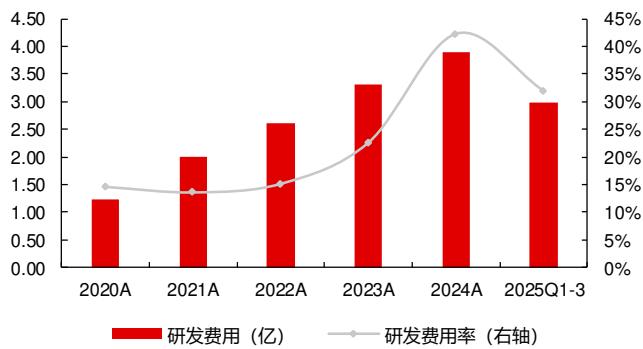


资料来源：Wind，长江证券研究所

技术与产能储备释放在即，股权激励指引新一轮成长

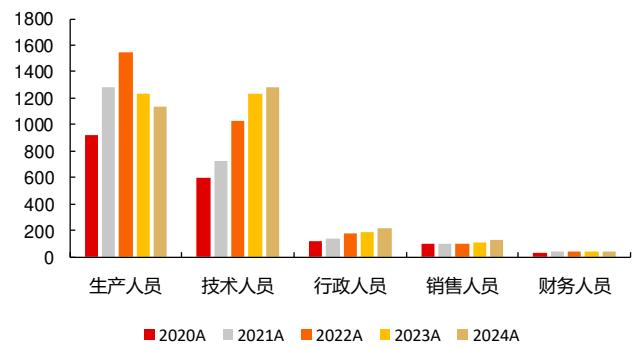
公司持续坚持高研发投入，围绕各业务领域形成完善核心技术体系，夯实长期竞争力。公司始终坚持“科技领先”的发展理念，高度重视对新产品、新工艺和新技术的研发投入，长期专注于高效率、高功率密度、高可靠性、良好电磁兼容性等技术的研发。2023年以来，尽管营收有所波动，但公司坚持扩充研发人员队伍，围绕产品品类及应用领域拓展持续加大研发投入。目前公司在电源类、电驱及电机类、集成电路类等领域积累了大量的知识产权和核心技术，保持了公司在行业内的技术领先地位。截至 2024 年末，公司累计获得各项知识产权 399 项（其中发明专利 67 项、集成电路布图设计 26 项）；2024 年度公司获得专利及各项知识产权 67 项，其中发明专利 8 项、集成电路布图设计 8 项。

图 9：公司持续增大研发投入



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：公司逆势增加技术人员数量



资料来源：Wind，长江证券研究所

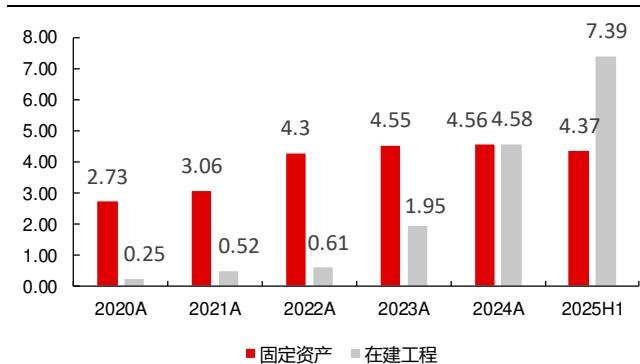
图 11：公司围绕各业务领域形成完善的核心技术体系



资料来源：公司公告，长江证券研究所

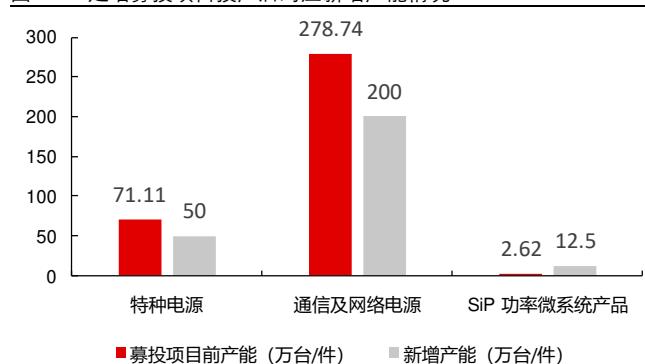
公司多地新建产能投放在即，为高效满足特种电源、半导体、数据中心等领域的市场需求打下坚实基础。公司自上市以来，通过上市募投、定增募投及自筹资金等方式积极推进建设北京、深圳、成都、西安等多地的产能建设项目，实现了生产基地的全国化布局。目前，公司多地新建产能建设接近尾声，大部分项目有望在 2025 年或 2026 年投入使用，有望带动公司产能及收入规模显著提升。1) 北京：特种电源扩产项目主体工程已经完成，进入竣工验收和内部装修阶段，预计 2026 年 4 月投入使用，满产后产值超 12 亿；2) 深圳：通信及数据中心电源研发制造基地项目正在建设中，预计 2025 年 Q3 投入使用；3) 成都：恩吉芯功率半导体研发及结算总部项目预计 2025 年 Q3 投入使用；4) 西安：电机驱动及电源研发制造基地项目正在建设中，预计 2025 年 Q3 投入使用。

图 12：公司固定资产及在建工程期末余额（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：定增募投项目投产后对应新增产能情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 1：公司近年来重点扩产项目进展情况

序号	项目名称	实施主体	地点	投资总额（亿）	满产产值（亿）	项目进展
1	特种电源扩产项目	北京新雷能科技股份有限公司	北京市中关村科技园区-昌平园	7.61	12.50	预计 2026 年 4 月投入使用
2	高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目	北京新雷能科技股份有限公司、新雷能（北京）微系统工程技术中心有限公司、成都恩吉芯科技有限公司	北京市中关村科技园区-昌平园、成都市高新区	1.45	2.50	预计 2026 年 4 月投入使用
3	5G 通信及服务器电源扩产项目	深圳市雷能混合集成电路有限公司	深圳市	0.94	3.00	已投入使用
4	研发中心建设项目	北京新雷能科技股份有限公司、新雷能（北京）微系统工程技术中心有限公司、成都恩吉芯科技有限公司	北京市中关村科技园区-昌平园、成都市高新区	0.87	-	预计 2026 年 4 月投入使用
5	通信及数据中心电源研发制	深圳市雷能混合集成电路有限公司	深圳市	2.90	-	预计 2025 年三季度

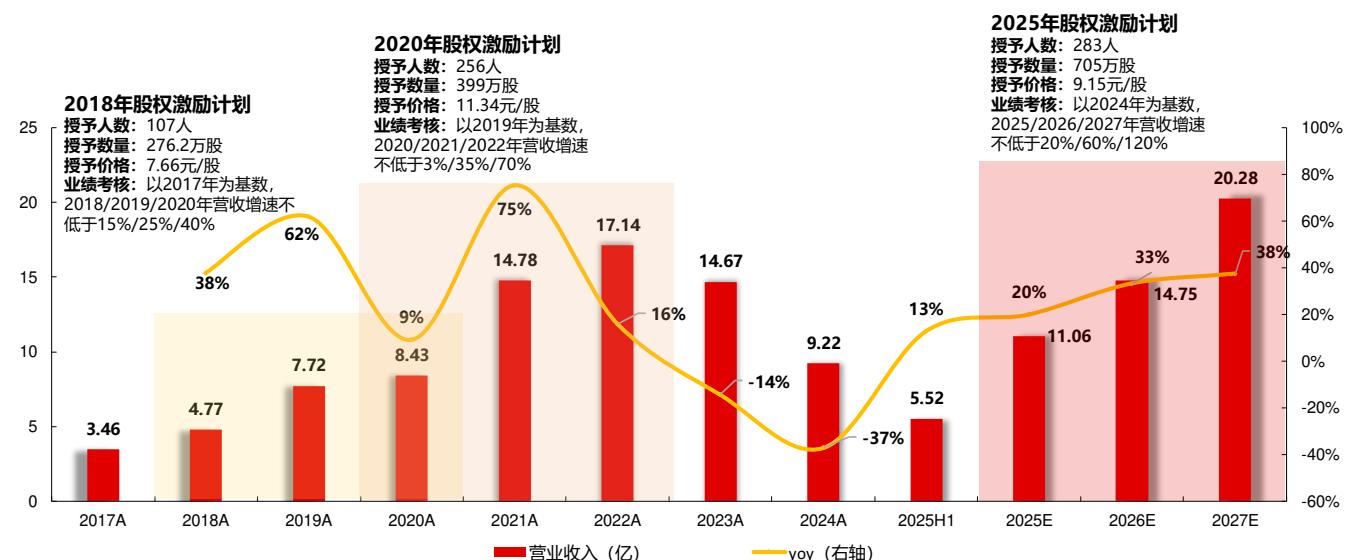
造基地项目					投入使用	
6 功率半导体研发及结算总部项目	成都全资子公司	成都市高新区	5.00	-	预计 2025 年三季度投入使用	
7 电机驱动及电源研发制造基地项目	西安新雷能电子科技有限责任公司	西安市	1.70	-	预计 2025 年三季度投入使用	
8 深圳西格玛电源生产、研发基地项目	深圳市西格玛电源科技有限公司	深圳市	2.5	-	-	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

实施多轮股权激励绑定核心骨干，新一轮激励考核目标指引未来三年重回高速增长。

2025年9月，公司发布新一轮股权激励计划。本次激励计划拟首次授予的激励对象总人数共计283人，包括公司核心骨干员工，拟授予限制性股票数量不超过705.00万股，授予价格为每股9.15元。本次激励计划的归属考核年度为2025-2027年，业绩考核目标为以2024年为基数，2025/2026/2027年营收增速不低于20%/60%/120%，即对应2025-2027年营收分别达11.06、14.75、20.28亿，同比增速为20%、33%、38%。本次激励计划为公司上市以来进行的第三次股权激励，2018、2020年公司进行了两轮股权激励，此后公司营收及业绩均迎来快速增长，此次股权激励计划或可反映公司对于未来增长的坚定信心。

图 14：公司历次股权激励计划概况



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（注：2025E-2027E 营收为 20205 年股权激励计划业绩考核的下限值）

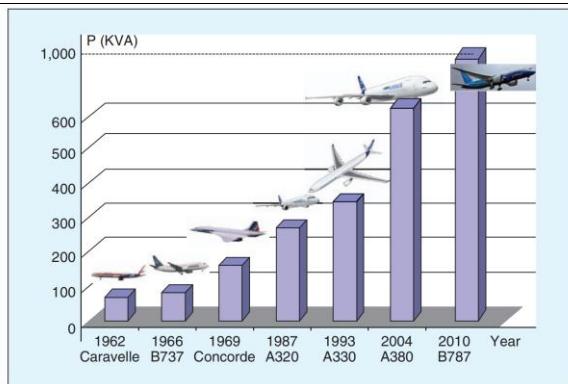
高可靠特种领域：需求稳步复苏，长期趋势向好

国产大飞机、商业航天兴起带动高可靠电源市场扩容

航空航天装备升级过程中电气化率提高，牵引电源功率密度及效率显著提高。以民航飞机为例，进入21世纪以来，多电/全电飞机诞生，电能逐渐替代液压能和气压能，调速电动机、伺服电动机的应用不断扩大，飞机用电功率需求持续提升。为在不增加负载的同时满足飞机用电需求，模块电源向更高功率密度、更高效率方向发展，价格亦随之提高。以VICOR的BCM系列产品为例，其BCM6123模块相较BCM48模块，功率密度

从数百 W/in^3 提升至上千 W/in^3 ，价格亦从一百美元以下提高至两百美元以上（采购 25 块+）。

图 15：以民航飞机为例，飞机升级过程用电功率需求持续提升



资料来源：Xavier Roboam 等《More Electricity in the Air》，长江证券研究所

国产大飞机实现从 0 到 1 突破，国产客机持续交付带动旺盛电源需求。2022 年 9 月，国产大飞机 C919 完成全部适航审定工作后获中国民用航空局颁发的型号合格证。2022 年 12 月，中国商飞将首架 C919 交付首家用户中国东方航空，标志着中国民航运市场首次拥有中国自主研发的喷气式干线飞机。根据中国商飞市场预测年报(2025-2044)，未来二十年我国客机新机交付量预计达 9736 架。假设国产飞机占 1/3 份额，则对应市场规模约为 3.5 万亿。根据 ARI，电气化率较高的客机中电源系统约占整机价值 5%，据此测算未来二十年我国国产民航空客机对应电源年均需求达 87 亿。

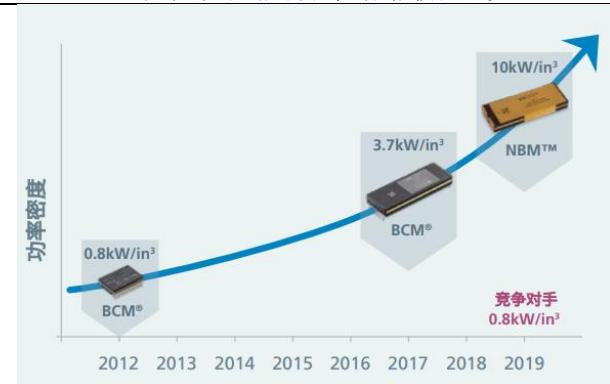
图 17：2025-2044 年全球和中国各类型客机交付量和价值预测

	全球		中国
	新机交付量 (架)	市场价值 (亿美元)	新机交付量 (架)
涡扇支线客机	小型	10	3
	中型	652	312
	大型	3,037	1,573
单通道喷气客机	小型	3,601	3,382
	中型	15,937	18,705
	大型	14,155	19,171
双通道喷气客机	小型	5,597	16,933
	中型	1,388	5,388
	大型	795	3,854

资料来源：COMAC，长江证券研究所

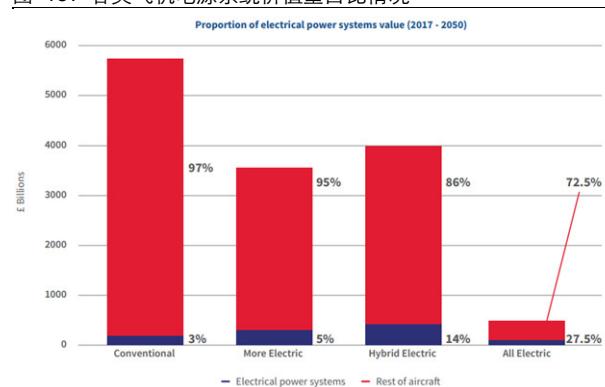
我国推出多个低轨星座建设规划后发直追，牵引卫星电源需求显著增长。近年来我国推出了多个星座建设计划，2020 年 9 月，我国以“GW”为代号申报了两个低轨卫星星座，共计 12992 颗卫星。2023 年 7 月，上海“G60 星链”实验卫星完成发射并成功组网，一期将实施 1296 颗，未来将实现 12000 多颗卫星的组网。电源系统是卫星平台重要组成部分，根据艾瑞咨询，电源系统占卫星平台总成本的 22%。参照马斯克“星链”规划，假设星网工程及 G60 星链项目在未来 10 年内完成全部卫星的发射组网，即年均发射 2492 颗，则对应电源系统年需求约 82 亿元。

图 16：VICOR 不断迭代推出更高功率密度的模块电源



资料来源：VICOR，长江证券研究所

图 18：各类飞机电源系统价值量占比情况



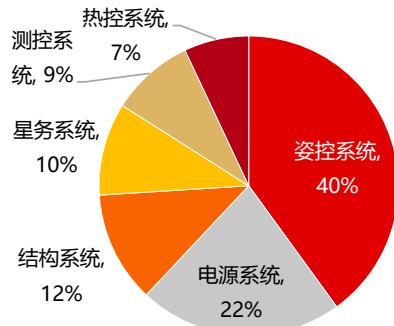
资料来源：ATI，长江证券研究所

图 19：我国国内主要星座计划概况

属性	星座名称	运营方	卫星数量（颗）
国有	星网工程	中国卫星网络集团	12992
	鸿雁星座	中国航天科技集团	324
	天基互联星座	上海蔚星数据科技	186
	虹云工程	中国航天科工集团	156
	天地一体化信息网络	中国电科38所	100
	行云工程	航天行云科技	80
	“瓢虫系列”卫星	西安中科天塔科技	72
民营	银河Galaxy	银河航天（北京）科技	1000
	天启	北京国电高科科技	36

资料来源：铖昌科技招股说明书，UCS 数据库，长江证券研究所

图 20：各分系统占卫星平台成本比重



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

高可靠电源国产化率提升，公司为本土龙头核心受益

自主可控要求下特种电源加速国产替代，国产厂商核心受益。由于国内电源行业起步较晚，技术及工艺相对落后，且航空、航天及特种领域对于电源产品的性能及可靠性要求更高，因此过去我国模块电源市场主要被国际品牌主导，包括 VICOR、SynQor、Interpoint 等品牌。随着我国电子电力技术和特种现代化进程的加速发展，我国电源产业已取得了长足的进步，产品性能与可靠性均实现了显著提升。2018 年中美贸易摩擦以来，国内特种市场对于本土电源厂商的采购份额逐年加大，VICOR 等国外企业在华收入大幅减少。目前国内特种电源市场主要参与者包括中电科 43 所、中电科 24 所、振华微、新雷能等。

表 2：我国高可靠特种模块及定制电源主要供应商概况

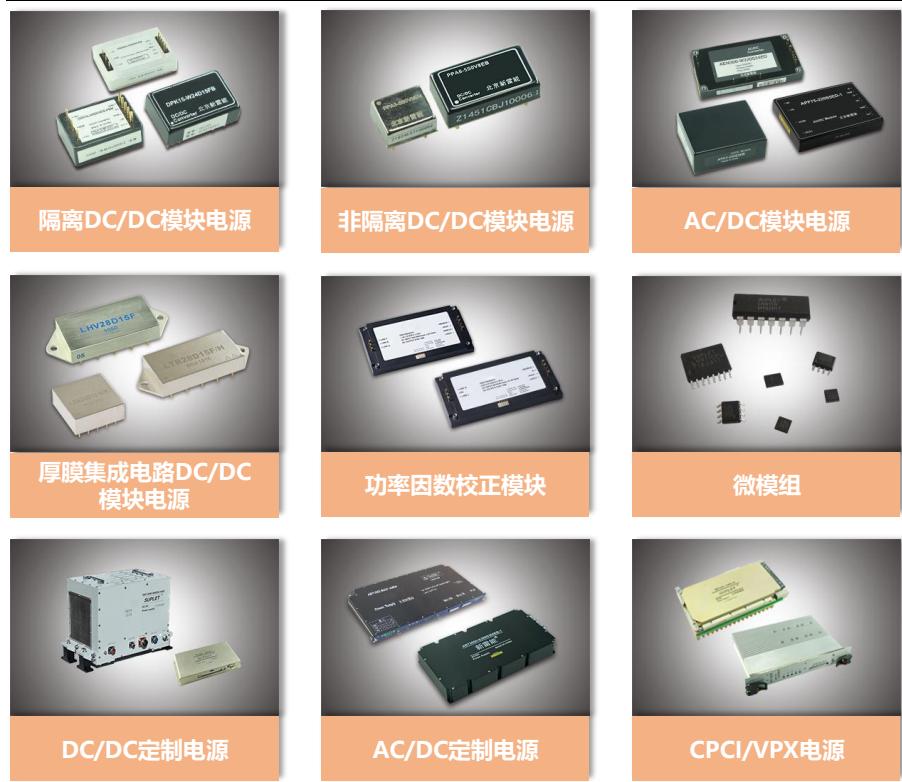
公司	相关产品	2024 年营收 (亿)	简介
中电科 43 所	模块电源	-	我国最早从事微电子技术研究的国家一类研究所，也是唯一定位混合微电子的专业研究所。
中电科 24 所	模块电源 定制电源	-	我国最早成立的半导体集成电路专业研究所，也是我国唯一的模拟集成电路专业研究所。
西安微电子技术研究所 (771 所)	模块电源	-	我国唯一集计算机、半导体集成电路和混合集成科研生产为一体的大型专业研究所。
振华微 (振华科技子公司)	模块电源 定制电源	-	致力于高可靠厚薄膜混合集成电路及系统整机的研发和制造，电源产品包括系统电源、组件电源、电源变换器、浪涌抑制器、电源滤波器、电源维持模块、电源管理芯片等。
新雷能	模块电源 定制电源	9.22	中国电源产业“十大知名品牌企业”，电源产品包括微电路模块电源、厚膜混合集成电路模块电源、浪涌抑制器及滤波器等。
航天长峰朝阳电源 (航天长峰子公司)	模块电源 定制电源	3.52	国内最大的专业电源生产商之一，生产三十多个系列三十余万品种稳压电源、恒流电源、UPS 电源、脉冲电源、滤波器等各种电源和电源相关产品。
升华电源 (甘化科工子公司)	模块电源 定制电源	2.56	主营模块电源系统和定制电源系统两大类产品，电源产品包括 DC-DC 模块电源、AC-DC 模块电源、PFC 模块、定制电源等。
霍威电源 (通合科技子公司)	模块电源 定制电源	1.06	从事特种电源、电源模块的研制、生产和服务，研发生产多种型号的线性电源、开关电源、DC-DC 电源、恒流电源、逆变电源、滤波器等高品质电源及相关电子产品。

资料来源：新雷能招股说明书，各公司公告，各公司官网，Wind，长江证券研究所

公司特种产品系列丰富，多项性能指标达到国际一流水平，产品广泛应用于高可靠特种领域。公司是电源行业起步较早、技术实力雄厚、规模较大的专业电源供应商，在产品研发、技术创新方面一直保持高投入，并持续不断地将技术成果转化成高效率、高可靠性、高功率密度的电源系列产品。公司众多产品性能指标达到了国际一流企业的技术水

平，如 1/8 砖总线转换器、1/16 砖产品、高压输入砖系列产品、航天微电路电源产品等，广泛应用在航空、航天等高可靠特种领域。

图 21：新雷能部分航空、航天、车辆、船舶及特种电源产品



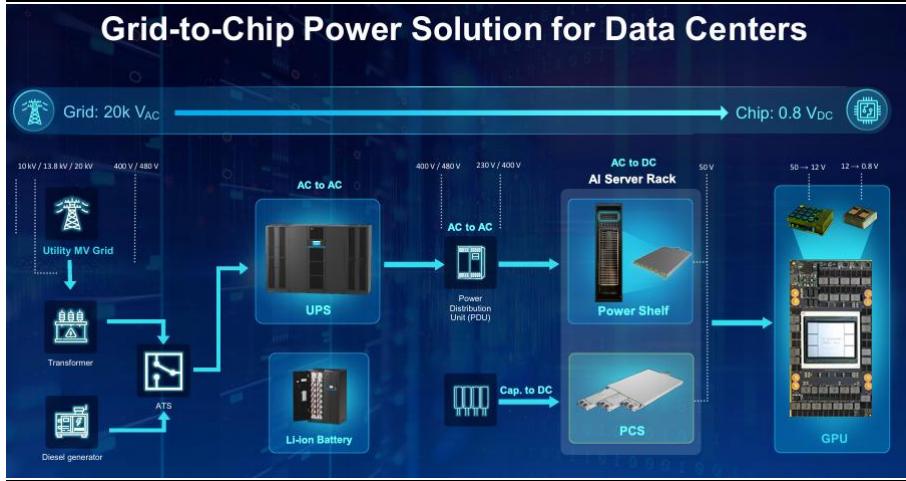
资料来源：公司官网，长江证券研究所

AIDC 及通信领域：AI 算力建设牵引高景气周期

AIDC：AI 产业景气爆发推动服务器电源市场高速增长

电源系统是数据中心的核心组成部分，贯穿从电网到芯片负载。数据中心电源系统是将市电（交流电）转换为适合服务器中 CPU、GPU、内存、硬盘等所有硬件组件使用的稳定直流电，确保服务器能够正常启动、运行和处理数据的电源系统。按照位置与功能划分，数据中心电源系统大致可分为不间断电源、机架电源和板载电源三个层级，其中不间断电源主要功能为连接市电、初步配电以及保护，确保电力持续稳定供应，目前主要采用传统 UPS；机架电源主要功能为将高压交流电转换为低压直流电并在断电时提供备用，主要包括 PSU、PMC 和 BBU；板载电源则是低压直流电进一步降压，直接为 CPU/GPU 等供电，主要包括 PDB 和 VRM（或 POL）。

图 22: 数据中心从电网到芯片的供电解决方案 (UPS 架构)



资料来源: Delta, 长江证券研究所

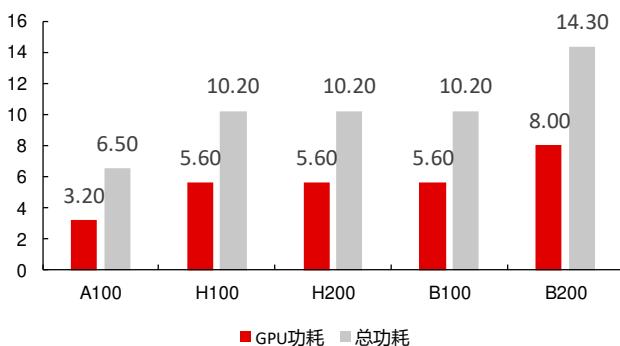
表 3: 服务器电源系统中不同部分的功能 (UPS 架构)

电源级别	主要功能	典型输出/特点	关键技术/备注
UPS (不间断电源)	应急电力保障, 市电中断时接管供电	稳定电压和频率的交流电	内置储能装置(如电池组), 核心为逆变器, 防止数据丢失
AC/DC 转换器 (机架电源)	将市电(交流)转换为服务器使用的直流电	48V-50V 直流电(通常为 48V)	包含 PSU(电源供应单元) 和 PMC(电源管理控制器); 采用 N+1 或 N+N 备份设计提高可靠性
DC/DC 转换器 (板载电源)	将 48V 直流电降至 12V、5V、3V、1V、0.8V 等(先进制程芯片所需的工作电压)	直接为 CPU/GPU 等核心芯片供电, 要求高效率、大电流、快速响应负载变化, 通常靠近芯片部署	0.8V 等(先进制程芯片常用 0.8V 或 1V)

资料来源: 中商产业研究院, 长江证券研究所

芯片算力提升带动 AI 服务器功耗提高, 叠加电源架构冗余度增大, 对电源需求显著增多。AI 时代, GPU 芯片的算力在不断提升, 目前 H100/H200/H800 等芯片 TDP 设计功耗已达 700W, B200 达 1000W, GB200 已达到 2700W 功耗。通常 AI 服务器由 8 卡 GPU 或 NPU 模组构成, 因此每台 AI 服务器的功耗在 5kW~10kW。同时, 在传统数据中心时代, 常见电源冗余技术为 1+1 冗余形式, 而在智算中心时代, 服务器系统的可靠性和可用性非常重要, 可能具有 N+1 或 N+N (N>2) 冗余, 如 DGXH100 服务器电源架构是 N+2 的电源冗余的架构, 正常需要配置 6 个 IECC20 接口的开关电源。

图 23: 英伟达服务器功耗逐代提升 (单位: kW)



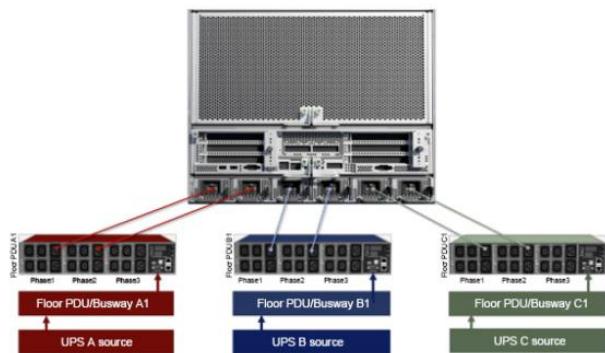
资料来源: 维谛技术《智算中心基础设施演进》, 长江证券研究所

图 24: 英飞凌 AI PSU 供电解决方案



资料来源: 英飞凌官网, 长江证券研究所

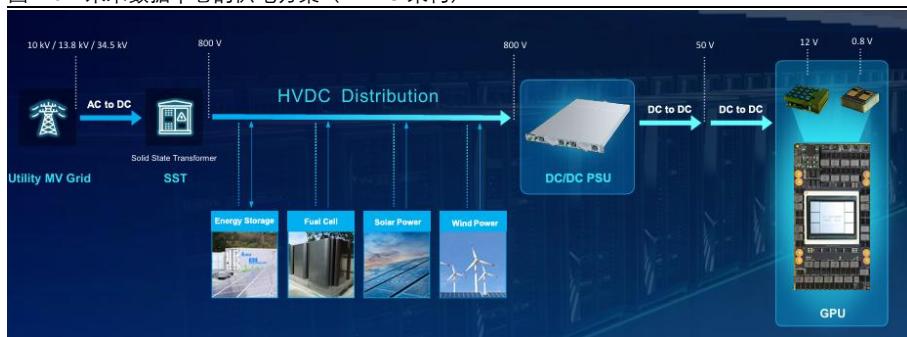
图 25: N+2 电源配置示意图



资料来源：维谛技术《智算中心基础设施演进》，长江证券研究所

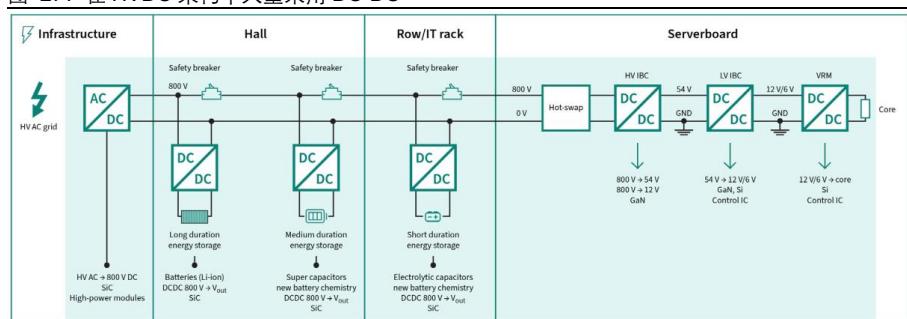
数据中心供电系统转换为 HVDC 架构后，DC/DC 转换器将会发挥更重要作用，价值量或迎显著提升。2025 年 5 月，英伟达在 COMPUTEX 2025 上宣布，从 2027 年开始率先将数据中心机架电源从 54V 往 800V HVDC 过渡，通过高压架构以支持 1MW 以上的数据中心 IT 机架。在传统的供电架构中，电能经过多次 AC/DC、DC/AC 转换，结构复杂，而在 HVDC 架构中，高压直流电直接进入服务器机架，PSU 也由传统的 AC/DC PSU 转换为了 DC/DC PSU。

图 26: 未来数据中心的供电方案 (HVDC 架构)



资料来源：Delta，长江证券研究所

图 27: 在 HVDC 架构中大量采用 DC-DC



资料来源：Infineon，长江证券研究所

全球人工智能市场扩容牵引服务器电源需求迎高景气周期，预计 2031 年全球服务器电源市场规模将达 608 亿美元。人工智能技术不断创新推动了应用场景的深度发展，牵动

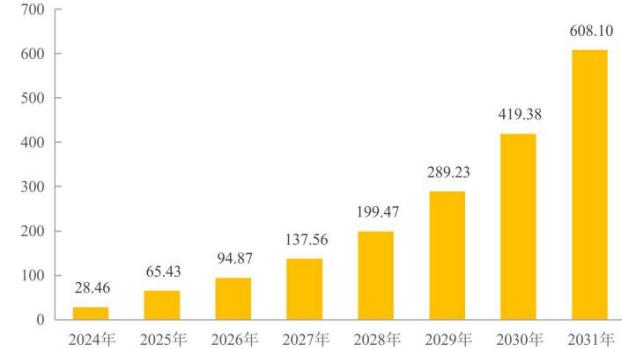
着以 AIGC、数字人、多模态、AI 大模型、智能决策为代表的技术浪潮，为人工智能市场规模的长期增长奠定了坚实基础。根据 Precedence Research 市场预测，从 2023 年至 2030 年，全球人工智能（AI）市场有望实现超过 35% 的复合增长率。在 AI 市场扩容过程中，服务器电源作为基础设施也有望迎来快速发展，根据 Valuates Reports 预测，2025-2031 年全球 AI 服务器电源模组市场规模将从 65 亿美元增长至 608 亿美元。

图 28：全球人工智能（AI）市场规模及预测（亿人民币）



资料来源：维谛技术《智算中心基础设施演进》，长江证券研究所

图 29：全球 AI 服务器电源市场规模及预测（亿美元）

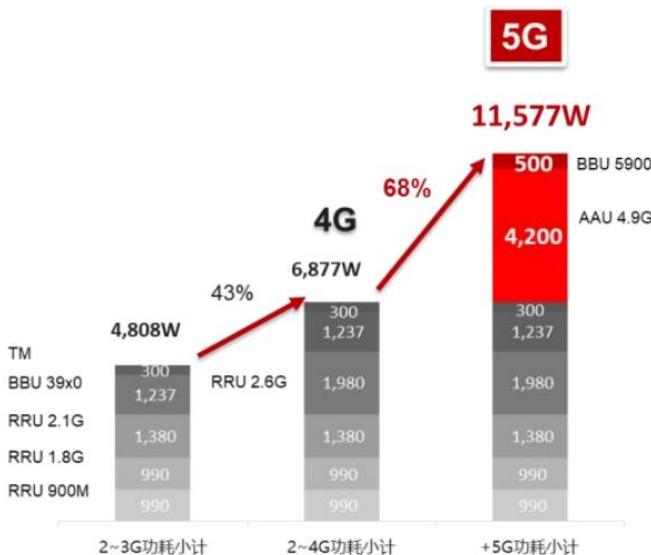


资料来源：麦格米特公告，Valuates Reports，长江证券研究所

通信：国内外网络建设进入稳定阶段，电源需求平稳

电源系统是保障通信设备稳定供电的核心装置，应用价值量随基站等功耗提升而增大。通信电源作为通信系统的“心脏”，其性能直接决定了通信网络的稳定性与可靠性。在移动通信网络中，基站是主要耗能部分，内部的 BBU、射频单元（RRU/AAU）、功率放大器（PA）、主电源、天线接口、散热系统等均显著耗电。而随着移动基站不断升级，其功耗也在不断提升。根据华为《5G 电源白皮书》，5G 单站典型最大功耗将从 4G 的 6,877W 增至 11,577W，增幅达到 68%。通常电源价格与功率呈正相关，5G 基站中电源的价值量也相应有所提升。

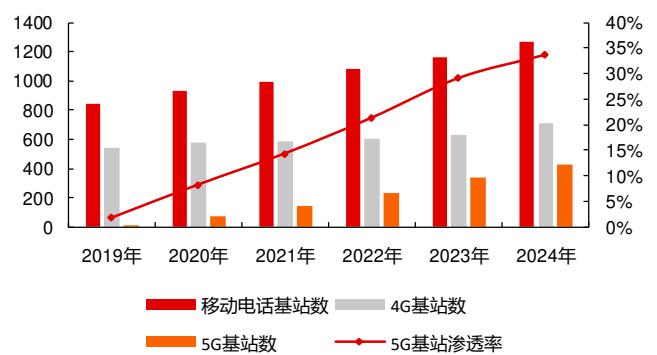
图 30：从 4G 到 5G，单站功耗大幅提升



资料来源：华为《5G 电源白皮书》，长江证券研究所

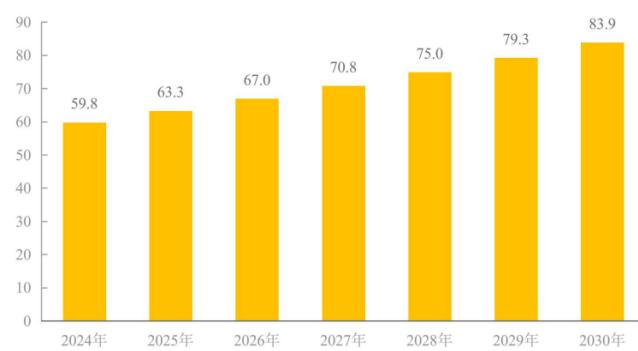
我国通信基站建设稳步推进，牵引通信电源市场有望保持平稳增长。2020 年以来我国 5G 基站建设持续推进，根据工信部数据，截至 2024 年末，我国 5G 基站总数达 425 万个，占移动基站总数的 34%。展望未来，5G 基站建设仍将持续，叠加云计算、人工智能、物联网等新一代信息技术的快速发展，通信电源市场需求有望保持稳健增长趋势。根据 QY Research 数据，预计 2024-2030 年间，全球通信电源市场规模年复合增长率约为 5.8%，到 2030 年将增长至 83.9 亿美元。

图 31：我国 5G 基站数量持续增长渗透率提升（单位：万个）



资料来源：工信部，长江证券研究所

图 32：全球通信电源市场规模及预测（亿美元）



资料来源：麦格米特公告，QYResearch，长江证券研究所

公司深耕通信电源，战略性布局服务器电源蓝海市场

通信及数据中心等领域电源市场格局分散，目前台资企业占主导，大陆企业逐步拓展份额。根据 Micro-Tech Consultants，目前全球电源市场 CR10 约 35%，除台达电子外其余企业市占率均低于 3%。在头部企业中，台达电子、光宝科技、群光电能、明纬电源等台资企业凭借先发与长期积累优势，在数据中心、工业自动化、半导体设备、医疗等高端电源市场占有较高份额。近年来中国大陆电源企业依托“工程师红利”与技术积累加速全球化布局，逐步打破海外厂商在高端市场的垄断，麦格米特、奥海科技、长城电源、欧陆通等厂商开始跻身全球电源市场前列。

表 4：2024 年度全球电源供应商 TOP15 榜单

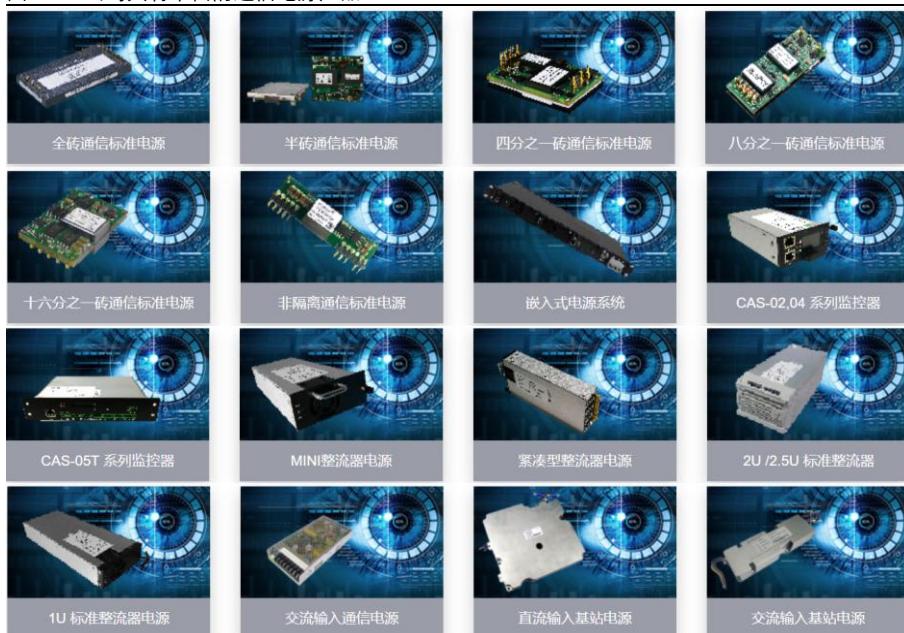
厂商	地区	销售额	市占率
Delta Electronics (台达电子)	中国台湾	~\$5600-5700	14.0%
Lite-On Technology (光宝科技)	中国台湾	~\$1150-1250	2.9%
Shenzhen Megmeet (麦格米特)	中国	~\$1173	2.9%
Chicony Power (群光电能)	中国台湾	~\$1116	2.8%
Mean Well (明纬电源)	中国台湾	~\$1023	2.6%
Salcomp	芬兰/中国	~\$900-1000+	2.2%
Flex	新加坡	~\$900-1000	2.2%
Dongguan Aohai Technology (奥海科技)	中国	\$780	1.9%
Great Wall Power Supply (长城电源)	中国	\$763	1.9%
Acbel (康舒科技)	中国台湾	~\$590	1.5%
Advanced Energy	美国	~\$565	1.4%
Shenzhen Honor Electric Co. (欧陆通)	中国	~\$521	1.3%

TDK-Lambda	日本	~\$511	1.3%
FSP Technology (全汉)	中国台湾	~\$482	1.2%
Inventronics (英飞特)	中国	~\$370-380	0.9%

资料来源：MTC，长江证券研究所

公司深耕通信电源多年，成为了国内外多家通信客户的优秀供应商。在通信领域，公司深耕多年，形成了从电网侧到最终 5G 基站等通信设备，经过电源系统进行一次变换，形成中间母线，再经过模块级电源进行二次变换，给通信设备负载进行供电的供电架构。在绿色基站改造领域，公司可提供光伏适配器、光伏控制、高低压光伏模块等叠光系统供电方案，同时，升级了自然冷整流器系列，扩展了功率等级，重量更轻，效率更高，同时研发了全新的通信备电系统。通过不断研发新品类、新产品和提升产品性能，公司已成为了国内外多家通信客户的优秀供应商，与三星、烽火通信、中信科移动、NOKIA 等国内外重要的（光）通信、网络设备商建立了长期稳定的合作关系。

图 33：公司具有丰富的通信电源产品



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司加码布局数据中心电源，已形成完整解决方案，部分产品已送样。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，可提供服务器用 AC/DC 电源，板卡用母线变换器、比例变换器、信创产品用 TFX 电源等产品，可提供完整的 IDC 机房电源解决方案。2024 年公司重点开展了比例变换器模块、高压输入母线变换模块、国产化服务器升级换代及液冷机柜用双输入服务器电源的研发。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。2025 年公司产品将继续向高功率密度、高效率、高可靠性方向进行拓展布局，重点完成 8KW 以内 OCP 服务器电源开发，开始进行高压电源的相关配套开发；针对模块电源，二次变换持续进行功率、效率提升。

表 5：公司近年来加快开发数据中心服务器电源

年份	主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
2023 年	数据中心用 1300W 服务器电源	研制数据中心用高效高性价比服务器电源	已完成	采用 LLC 谐振技术和数字化控制，提高了效率，减小了损耗，保证效	扩大数据中心业务的产品覆盖范围，提升市场竞争力

			率达到 94%以上	
	数据中心用 1/8 砖、1/4 砖模块 电源	为客户研制研制高效率、高 功率密度的模块电源产品	已完成	提高 1/8 电源砖的转换效率到 95%以上, 1/4 电源砖的转换效率 到 97%以上 提高产品竞争力, 提升市场 占有率
	数据中心高功率密度比例变换器	为客户提供对高功率、高效 率的电源产品	已完成	研发高输出电流、高功率密度、高 效率、高可靠的非隔离固定比率 DC-DC 模块 拓宽产品品类
2024 年	数据中心 2000W 服务器电源	为客户提供数据中心用高效 高性价比服务器电源	已完成	研发高功率密度、高可靠、性价比 高的服务器电源 提供新产品, 提高市场竞争 力
	数据中心高效非隔离模块电源	满足市场针对数据中心电源 的需求	已完成	研发高功率密度, 大功率, 高效率, 非隔离 1/4 砖变换器 扩展公司产品系列

资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、下游需求不及预期的风险：**公司产品应用领域涵盖航空、航天、船舶、通信、数据中心等诸多领域，产品需求取决于宏观经济环境、政策环境、行业投资周期等多种因素。如果受经济下滑、政策收紧、行业投资减少等影响，产品需求不及预期，则会导致公司产品采购减少，营业收入波动；
- 2、行业竞争格局恶化的风险：**电源产品具有多品类、多规格等特点，因此厂商众多，竞争格局较为分散。随着电源行业持续发展，不断有新进入者加入，公司也面临着新进入者所带来的竞争加剧的风险。行业竞争格局恶化不仅会导致公司市场份额下降、收入减少，还会引致产品降价、盈利水平降低；
- 3、产品快速迭代导致研发费用较高的风险：**电源产品升级迭代速度快，为保持市场领先地位，企业需要不断加大投入，进行新产品研发、技术创新，以便满足客户对电源产品质量和性能不断提升的要求。研发投入增大有助于夯实公司长期竞争力，但短期会导致期间费用率提升，盈利承压；
- 4、盈利预测不及预期的风险：**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司下游需求景气提升，产品价格逐步稳定，公司营收利润或维持良性上行的趋势。预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 0.12/2.16/5.17 亿元。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下，若订单下达较慢、产品价格承压，预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 0.03/1.96/4.21 亿元。

表 6：公司营业收入和归母净利润的敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形				悲观情形		
	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	921.73	1,271.53	1,848.81	2,607.93	1,198.25	1,617.64	2,102.93
YOY	-37.16%	37.95%	45.40%	41.06%	30.00%	35.00%	30.00%
毛利率	40.04%	45.59%	46.46%	46.97%	44.65%	46.70%	46.70%
归母净利润	-500.78	11.80	215.93	517.41	2.61	196.22	421.19
YOY	-617.17%	/	1729.15%	139.62%	/	7429.25%	114.65%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）				资产负债表（百万元）					
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	922	1272	1849	2608	货币资金	628	904	1038	1569
营业成本	553	692	990	1383	交易性金融资产	100	100	100	100
毛利	369	580	859	1225	应收账款	780	765	1027	1159
%营业收入	40%	46%	46%	47%	存货	860	901	962	1153
营业税金及附加	8	9	14	21	预付账款	9	11	15	22
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	429	488	615	745
销售费用	58	64	74	91	流动资产合计	2806	3169	3759	4748
%营业收入	6%	5%	4%	4%	长期股权投资	10	10	10	10
管理费用	123	134	185	170	投资性房地产	37	37	37	37
%营业收入	13%	11%	10%	7%	固定资产合计	456	605	629	590
研发费用	390	381	370	391	无形资产	122	107	92	78
%营业收入	42%	30%	20%	15%	商誉	2	2	2	2
财务费用	15	0	0	0	递延所得税资产	14	14	14	14
%营业收入	2%	0%	0%	0%	其他非流动资产	836	502	371	310
加：资产减值损失	-282	0	0	0	资产总计	4282	4447	4914	5788
信用减值损失	-5	0	0	0	短期贷款	253	253	253	253
公允价值变动收益	7	0	0	0	应付款项	321	304	464	687
投资收益	5	8	12	16	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-483	14	253	605	应付职工薪酬	64	61	94	138
%营业收入	-52%	1%	14%	23%	应交税费	4	6	8	12
营业外收支	0	0	0	0	其他流动负债	350	484	529	589
利润总额	-483	14	253	605	流动负债合计	993	1109	1348	1678
%营业收入	-52%	1%	14%	23%	长期借款	612	612	612	612
所得税费用	31	1	25	61	应付债券	0	0	0	0
净利润	-514	12	227	545	递延所得税负债	7	6	6	6
归属于母公司所有者的净利润	-501	12	216	517	其他非流动负债	33	56	56	56
少数股东损益	-13	1	11	27	负债合计	1645	1782	2022	2352
EPS (元)	-0.93	0.02	0.40	0.95	归属于母公司所有者权益	2461	2488	2704	3222
现金流量表（百万元）				归属于少数股东权益					
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	2637	2665	2892	3437
经营活动现金流净额	-30	22	123	514	负债及股东权益	4282	4447	4914	5788
取得投资收益收回现金	8	8	12	16	基本指标				
长期股权投资	1	0	0	0					
资本性支出	-326	-6	0	0	2024A	2025E	2026E	2027E	
其他	57	94	0	0	每股收益	-0.93	0.02	0.40	0.95
投资活动现金流净额	-260	95	12	16	每股经营现金流	-0.06	0.04	0.23	0.95
债券融资	0	0	0	0	市盈率	—	1204.03	65.82	27.47
股权融资	7	0	0	0	市净率	2.47	5.71	5.26	4.41
银行贷款增加（减少）	919	0	0	0	EV/EBITDA	—	116.12	38.49	19.31
筹资成本	-82	0	0	0	总资产收益率	-11.6%	0.3%	4.9%	10.2%
其他	-730	158	0	0	净资产收益率	-20.3%	0.5%	8.0%	16.1%
筹资活动现金流净额	115	158	0	0	净利率	-54.3%	0.9%	11.7%	19.8%
现金净流量（不含汇率变动影响）	-176	276	135	530	资产负债率	38.4%	40.1%	41.1%	40.6%
					总资产周转率	0.21	0.29	0.40	0.49

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10% 之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5%~5% 之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

无投资评级：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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add / 虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add / 武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add / 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add / 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。