

新雷能 (300593.SZ)

AI 驱动电源市场重塑，公司迎来成长拐点

优于大市

核心观点

电源解决方案齐全，公司卡位优势突出，2026 年业绩转正可期。新雷能深耕高性能电源领域近三十年，已形成覆盖集成电路类、电源类、电驱及电机类的完整产品矩阵。在数据中心领域，公司产品覆盖一次电源、二次电源和三次电源，是全市场稀缺的具备服务器一次电源到三次电源全系列研制生产能力的厂商。经营层面，公司 2026 年第一季度实现营收 3.24 亿元，同比增长 38.77%；归母净利润亏损 4307 万元，同比亏损小幅收窄。公司于 2025 年 9 月底发布股权激励草案，考核目标彰显管理层对重回高速增长的信心。

AI DC 算力爆发驱动电源需求高增，与 ADI 深度合作打开海外成长空间。随着 AI 芯片功耗持续提升，服务器电源市场迎来长周期景气。根据 QYResearch，2025 年全球数据中心电源市场销售额已达到 160.3 亿美元，预计到 2032 年将增长至 580 亿美元。公司在数据中心领域与全球模拟芯片龙头 ADI 深度合作，绕过海外客户长周期认证壁垒，成功切入北美头部客户供应链。随着 AI 算力基础设施建设加速推进，公司与 ADI 的合作有望持续放量，为公司贡献显著营收增量。

特种业务基本盘稳固，需求复苏叠加国产替代驱动稳步增长。公司深度绑定航空航天等下游客户，参与了嫦娥探月、北斗组网、神舟飞船等国家级重大项目。长期来看，特种装备电气化水平提升、商业航天及国产大飞机等快速发展将牵引电源需求持续扩容，公司作为本土特种电源龙头，市场份额有望持续提升。

新建产能陆续释放，股权激励彰显信心。数据中心业务方面，模块类产品理论产能 5 亿元、非模块类产品理论产能 4 亿元，合计 9 亿元，公司预留了一条产线空间，扩建周期 3-6 个月，完成后将新增 4-5 亿元产能。同时，子公司深圳雷能计划在马来西亚新建产线，目前正在进行备案流程，预计 2026 年下半年投产。特种电源扩产项目投资总额 9.49 亿元，预计 2026 年 4 月达到预定可使用状态。并且公司于 2025 年 9 月底发布股权激励草案，考核指标覆盖未来三年业绩，彰显管理层对公司重回高速增长的坚定信心。

盈利预测与估值：公司作为特种电源龙头，战略卡位航空、航天及 AI 数据中心等高景气赛道，其 AI 电源业务已迎来重要拐点，二次电源达国际水平并与国际巨头 ADI 合作批量供货。预计 2026-208 年归母净利润 1.13/3.68/5.3 亿元，EPS 分别为 0.21/0.68/0.98 元。考虑公司未来与 ADI 合作后业绩增量显著，给予“优于大市”评级。

风险提示：激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑的风险；海外订单拓展的风险；上游原材料供应不及时风险；主业订单不及预期风险；

公司研究 · 财报点评

国防军工 · 军工电子 II

证券分析师：李聪

证券分析师：石昆仑

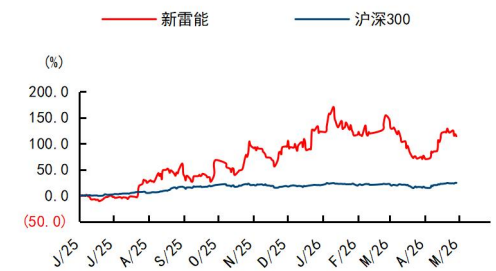
licong3@guosen.com.cn
S0980525080006

shikulun@guosen.com.cn
S0980526020002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
收盘价	28.59 元
总市值/流通市值	15510/12873 百万元
52 周最高价/最低价	37.99/11.88 元
近 3 个月日均成交额	576.91 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	922	1,188	2,009	2,815	3,515
(+/-%)	-37.2%	28.9%	69.1%	40.1%	24.9%
归母净利润(百万元)	-501	-195	113	368	530
(+/-%)	-617.2%	-61.0%	—	226.3%	44.2%
每股收益(元)	-0.92	-0.36	0.21	0.68	0.98
EBIT Margin	-22.8%	-12.3%	12.2%	19.9%	21.7%
净资产收益率 (ROE)	-20.3%	-8.5%	4.7%	13.6%	16.9%
市盈率 (PE)	-32.0	-81.9	142.1	43.5	30.2

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

EV/EBITDA	-128.1	-276.5	53.3	28.3	22.2
市净率 (PB)	6.51	6.95	6.68	5.92	5.09

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

公司概况	5
公司沿革及经营概况	5
财务分析	7
行业简析：算力需求爆发在即，电源赛道黄金时代	10
AI 市场进入高速增长期，缺电为企业带来新机遇	10
AI 技术迭代促使 AI 服务器电源功率密度不断提升	12
全球数据中心电源市场进入高速增长期，配电系统迎来新机遇	13
公司业务分析：深圳雷能技术领先，AIDC 算力需求催生成长机遇	15
公司提供一次、二次和三次全系列电源解决方案	15
深圳雷能技术实力行业领先	15
盈利预测	16
假设前提	16
投资建议	18
风险提示	19
财务预测与估值	21

图表目录

图 1: 新雷能发展史	5
图 2: 公司股权架构图	6
图 3: 公司近 5 年营业收入情况 (亿元)	7
图 4: 公司近 5 年归母净利润情况 (亿元)	7
图 5: 公司 2025 收入占比情况	8
图 6: 2025 年毛利占比情况	8
图 7: 公司近 5 年毛利率与净利率情况	8
图 8: 公司近 5 年分产品毛利率	8
图 9: 公司近 5 年费用端情况	9
图 10: 公司近 5 年研发投入情况 (亿元)	9
图 11: 公司近 5 年应收账款及存货周转情况	9
图 12: 公司近 5 资产负债率情况	9
图 13: 全球 AI 市场规模高速增长	10
图 14: 数据中心电源架构	11
图 15: 数据中心三级电源转换	12
图 16: GB200 NVL72 服务器机架	13
图 17: 全球数据中心电源未来规模预测 (亿美元)	13
图 18: 数据中心资本开支占比情况	14
图 19: 配电系统成本占比情况	14
表 1: 公司主要产品谱系	6
表 2: 2025 年公司股权激励计划	7
表 3: 公司募投项目进展情况	10
表 4: 不同电源具体含义	12
表 5: 公司数据中心业务相关产品谱系	15
表 6: 新雷能业务拆分	16
表 7: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	17

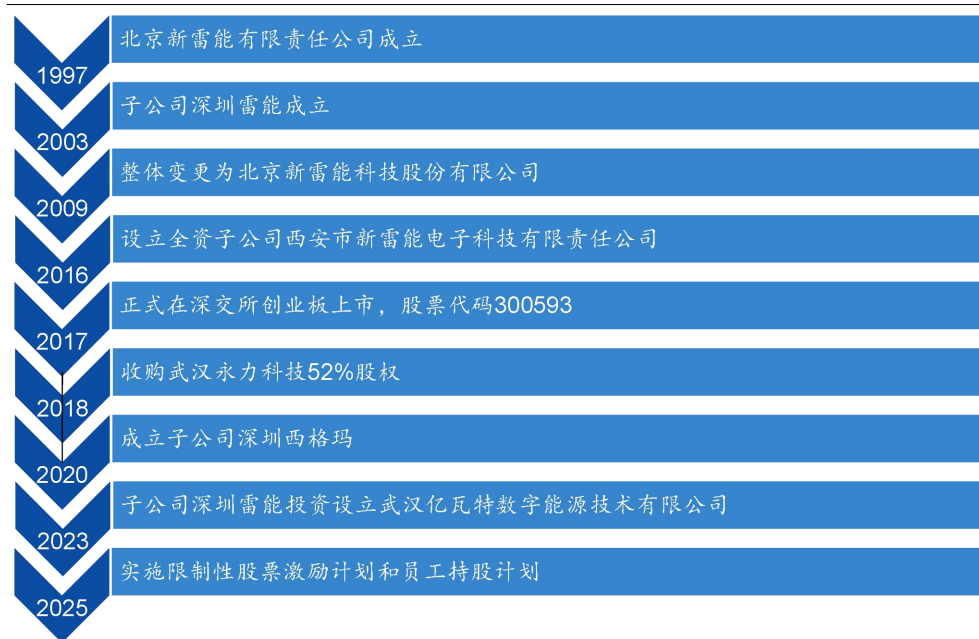
公司概况

公司沿革及经营概况

新雷能是国内电源行业少数具备全品类、高可靠、定制化能力的平台型龙头企业。公司成立于1997年，总部位于北京市中关村科技园区昌平园，是专注于高可靠电力电子产品研发与制造的国家高新技术企业，2017年1月在深圳证券交易所创业板挂牌上市，在深圳、武汉、西安、成都、上海等地建有子公司及研发中心，厂区及办公面积合计约20万平方米。经过二十余年的发展，公司已形成“特种电源为基、AIDC电源为翼”的双轮驱动格局：一方面巩固在特种电源领域的领先地位，另一方面积极把握AI算力基础设施建设和商业航天发展的历史性机遇，实现从特种配套企业向全球高端电源供应商的战略转型。

公司已成功从军工配套企业转型为全球AI算力电源核心供应商。公司1997年创立后开发首款自主知识产权模块电源打破外资垄断，2010年设立深圳子公司形成“北京研发+深圳制造”格局，2017年创业板上市并收购永力科技52%股权完善大功率电源布局，2020年成立子公司深圳西格玛，2023年投资武汉亿瓦特数字能源技术有限公司，开始布局新能源领域，2025年实施第三轮股权激励和员工持股计划，彰显公司发展信心。

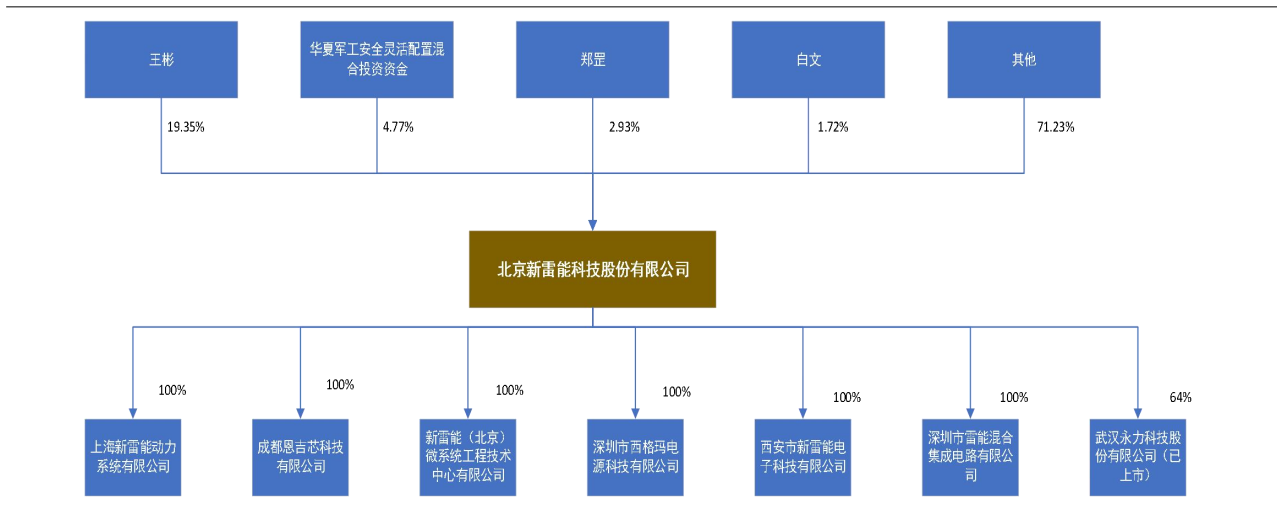
图1：新雷能发展史



资料来源：公司招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权结构较为分散，王彬是实际控制人。截止2026年3月，王彬持股比例约19.35%。王彬先生自1997年公司创立以来一直担任董事长兼总经理，是公司发展的核心领军人物，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，其深厚的技术背景、丰富的行业经验和卓越的战略眼光，为公司的长期发展提供了稳定的领导力。

图2: 公司股权架构图



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新雷能的产品体系主要分为集成电路类、模块电源类、电机驱动类三大技术方向，构建了覆盖从芯片级到系统级的完整电源解决方案。在业务布局上，公司形成了“特种领域+数据中心”的双轮驱动格局：一方面深耕航空、航天等高可靠特种领域，提供高集成度的定制电源与系统；另一方面聚焦数字经济，打造了覆盖从一次电源到三次电源的全场景数据中心供电方案。

表1: 公司主要产品谱系

产品大类	主要产品/系列	简述与应用方向
集成电路类	电源管理芯片、驱动芯片、微模组	包括 PWM 控制器、驱动芯片等，用于高密度集成场景。
模块电源类	微电路模块电源（DC/DC、AC/DC）、厚膜混合集成电路模块电源、浪涌抑制器及滤波器	公司传统优势领域，提供基础的电能变换和滤波功能。
电机驱动类	电机控制器、电机驱动模块、智能功率模块（IPM）	面向高可靠特种领域及工业应用的电机控制和驱动解决方案。
电源组件及系统类	定制电源、大功率电源、供配电电源系统、CPCI/VPX 电源、逆变器	包括雷达电源、服务器电源、嵌入式电源系统等，为特定设备或系统提供完整的电源解决方案。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司上市以来共实施三次股权激励计划，进一步完善人才激励机制。2018年、2022年的股权激励计划均已达到解锁条件，最近的2025年股权激励分4个解锁期，归属比例分别为20%、40%、40%，业绩考核目标以2024年经审计的营业收入为基数，2025-2027年收入增长率不低于20%、60%、120%。股权激励计划有望激发人才积极性和创新活力，推动公司向战略和经营目标稳步前进。

本激励计划拟向激励对象授予限制性股票数量不超过705.00万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额54,249.8469万股的1.30%，首次授予价格为9.15元/股。其中，首次授予605.00万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的1.12%，占拟授予权益总额的85.82%；预留授予100.00万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.18%，占拟授予权益总额的14.18%。

表2: 2025 年公司股权激励计划

归属类型	归属期	归属时间	归属比例	业绩考核目标 (以 2024 年营收为基数)
首次授予	第一个归属期	自授予日起 12 个月后至 24 个月内	20%	2025 年营业收入增长率不低于 20%
	第二个归属期	自授予日起 24 个月后至 36 个月内	40%	2026 年营业收入增长率不低于 60%
	第三个归属期	自授予日起 36 个月后至 48 个月内	40%	2027 年营业收入增长率不低于 120%
预留授予	第一个归属期	自预留授予日起 12 个月后至 24 个月内	50%	2026 年营业收入增长率不低于 60%
	第二个归属期	自预留授予日起 24 个月后至 36 个月内	50%	2027 年营业收入增长率不低于 120%

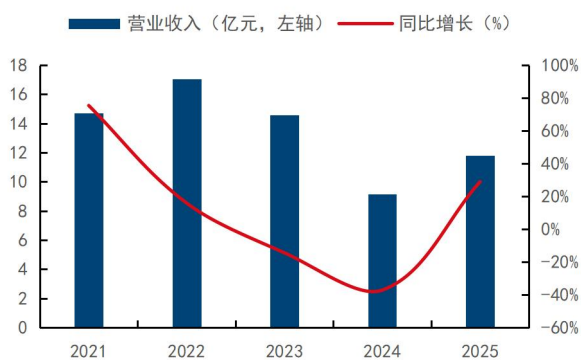
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析

收入端

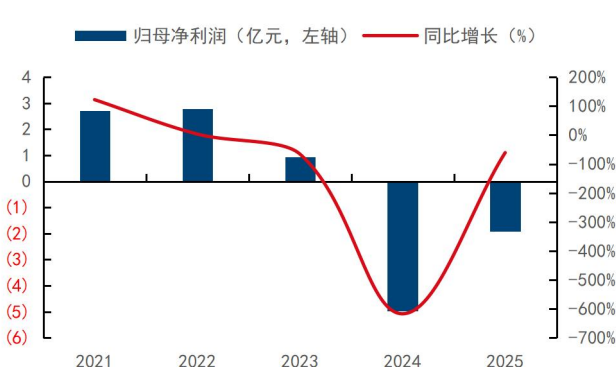
营收已恢复同比增长, 净利润亏损幅度大幅收窄。2023—2024 年受下游需求阶段性影响有所回落, 但 2025 年营收同比增长 28.91%至 11.88 亿元, 增长势头明确。利润端方面, 2021—2022 年归母净利润分别达到 2.74 亿元和 2.83 亿元, 盈利基础扎实; 2023 年降至 0.97 亿元, 2024 年因大额存货减值及高强度研发投入出现短期亏损, 而 2025 年亏损已大幅收窄至-1.95 亿元, 同比减亏 60.97%, 边际改善十分显著。整体看, 随着下游需求持续回暖及费用管控效果逐步释放, 公司盈利水平有望进一步修复, 长期成长值得期待。

图3: 公司近 5 年营业收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司近 5 年归母净利润情况 (亿元)

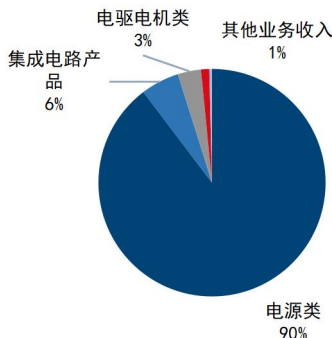


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新雷能核心电源类集成电路产品收入强劲, 为公司盈利提供坚实支撑。2025 年公司总收入约 11.84 亿元, 其中集成电路产品收入达 10.65 亿元, 占比近 90%, 是绝对收入主力; 电驱电机类收入 0.65 亿元, 其他业务收入 0.39 亿元, 其他类 0.14 亿元, 新业务已开始贡献增量。毛利方面, 集成电路产品贡献毛利 3.85 亿元, 对应毛利率约 36.1%, 技术溢价优势显著; 其他业务毛利 0.07 亿元, 毛利率约 17.6%。

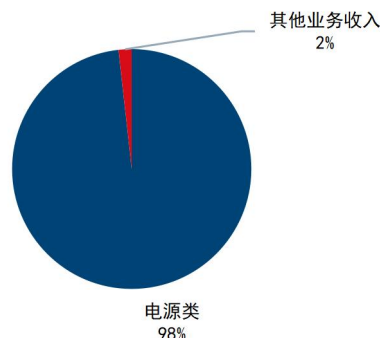
整体看，公司高度聚焦高毛利的特种电源核心业务，盈利底盘稳固，同时积极拓展新赛道，随着下游需求回暖及新业务放量，整体盈利水平具备进一步修复与提升空间。

图5：公司 2025 收入占比情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：2025 年毛利占比情况

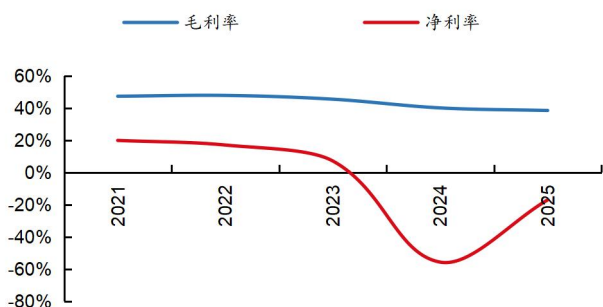


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利端

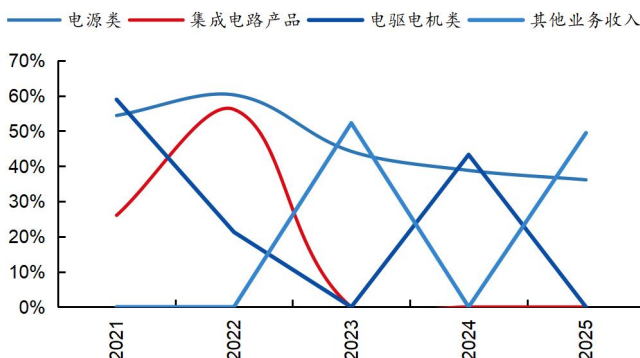
新雷能整体毛利率稳定在行业较优水平，净利率在经历短期调整后已实现快速大幅修复。2021 年至 2025 年，公司综合毛利率始终保持在 38% 以上，长期维持在 40% 左右的高位区间，其中核心电源类业务 2025 年毛利率为 36.14%，技术溢价与产品竞争力仍然突出。净利率方面，2024 年因行业阶段性承压及研发高强度投入出现短期波动后，2025 年已迅速从 -55.77% 强势回升至 -17.10%，修复速度远超预期。整体看，公司核心电源盈利底盘坚实，凭借特种电源领域深厚的技术壁垒和持续优化的业务结构，随着下游需求回暖及规模效应释放，净利率有望快速转正并重返增长轨道，未来盈利弹性值得高度期待。

图7：公司近 5 年毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司近 5 年分产品毛利率

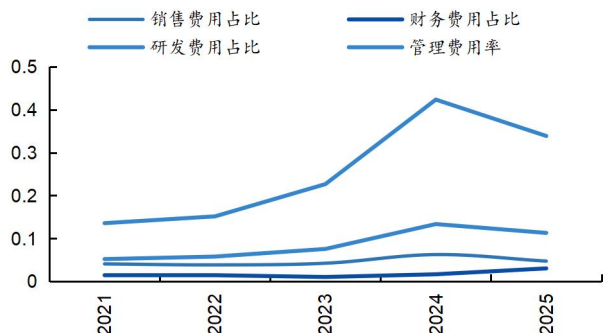


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

费用管控成效显著，研发投入持续保持高强度。从期间费用看，销售费用率从 2024 年的 6.26% 大幅下降至 2025 年的 4.74%，财务费用率始终控制在 3.05% 的较低水平，体现出公司精细化管理能力的提升。管理及研发费用合计占比在 2024 年因行业阶段性承压升至 55.69% 后，2025 年已快速回落至 45.17%，费用结构明显优化。在研发投入方面，2021 年至 2025 年研发投入金额从 2.18 亿元持续增长至 4.08 亿元，累计增长近一倍；研发投入占营收比重从 14.77% 攀升至 34.35%，2025 年

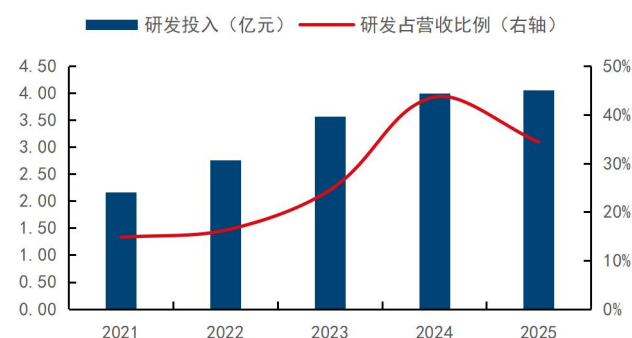
仍保持超过 34% 的高强度投入，充分彰显公司对核心技术壁垒的坚定投入与长期发展信心。整体看，公司在主动优化销售及管理费用结构的同时，持续加码研发创新，未来随着收入规模恢复增长，规模效应逐步释放，费用有望进一步下降，成长后劲充足。

图9: 公司近 5 年费用端情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10: 公司近 5 年研发投入情况 (亿元)

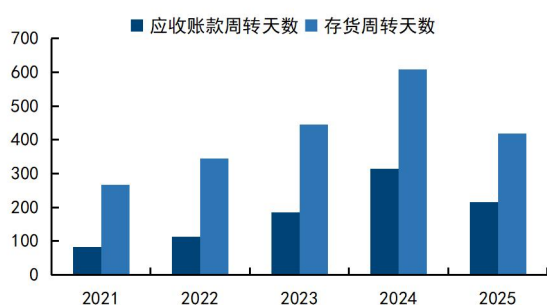


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资产端

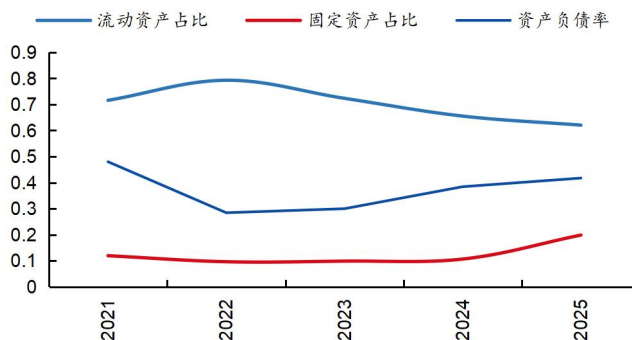
公司营运效率显著提升，资产结构持续优化。从营运能力看，应收账款周转天数从 2024 年的 609.2 天大幅下降至 2025 年的 418.1 天，降幅超过 31%，回款速度明显加快，现金流状况显著改善。资产结构方面，流动资产占比从 2021 年的 71.57% 逐步优化至 2025 年的 62.05%，而固定资产占比从 11.9% 稳步提升至 19.9%，五年间增长近 8 个百分点，充分体现了公司持续加大产能建设、夯实实体制造能力的战略发展方向。整体看，公司正通过优化资产配置、加速资金回笼、扩大生产性投入，不断提升运营质量和抗风险能力，随着下游需求回暖及新增产能逐步释放，公司盈利能力和资产回报率有望迎来双重提升。

图11: 公司近 5 年应收账款及存货周转情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 公司近 5 年资产负债率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司产能布局逐步完善，为特种领域、数据中心及通信电源等核心业务的持续增长提供坚实的产能保障。新雷能 2022 年向特定对象发行股票募集的 15.47 亿元资金共投向五个项目，截至 2025 年 10 月 20 日，1) “特种电源扩产项目” 投资进度 63.72%、2) “高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目” 投资进度 61.07%、3) “研发中心建设项目” 投资进度 38.30%。由于上述三个项目主体工程已完成、目

前处于内部装修及验收阶段，公司于 2025 年 10 月 29 日审议通过将这三个项目达到预定可使用状态的时间由原计划的 2025 年 10 月统一延期至 2026 年 4 月。4) “5G 通信及服务器电源扩产项目”和“补充流动资金”仍在正常推进中。

表3: 公司募投项目进展情况

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	调整后募集资金投入额(万元)	截至 2025. 10. 20 投资进度	最新状态
1	特种电源扩产项目	94,943.35	76,147.87	63.72%	延期至 2026 年 4 月
2	高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目	16,684.64	14,508.05	61.07%	延期至 2026 年 4 月
3	5G 通信及服务器电源扩产项目	11,273.25	9,370.05	—	正常推进中
4	研发中心建设项目	19,655.72	8,714.72	38.30%	延期至 2026 年 4 月
5	补充流动资金	47,000.00	46,000.00	—	已基本完成

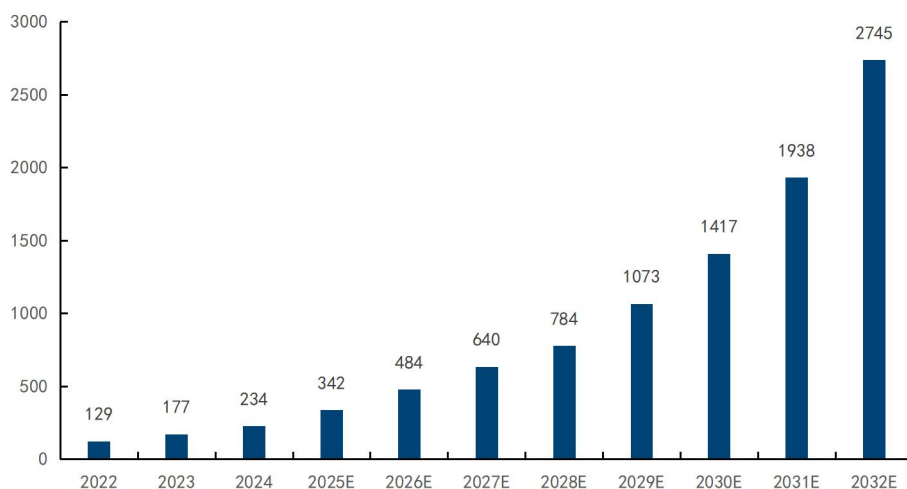
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业简析：算力需求爆发在即，电源赛道黄金时代

AI 市场进入高速增长期，缺电为企业带来新机遇

全球 AI 市场规模高速增长。随着 GPT、Deepseek 等生成式 AI 问世驱使全球 AI 事业进入技术奇点时刻，全球 AI 市场规模进入高速增长期。根据 IEA 预测，2024 年全球 AI 产业市场空间约 234 亿美元，到 2032 年全球市场规模有望达到 2745 亿美元，CAGR 高达 36%。

图13: 全球 AI 市场规模高速增长

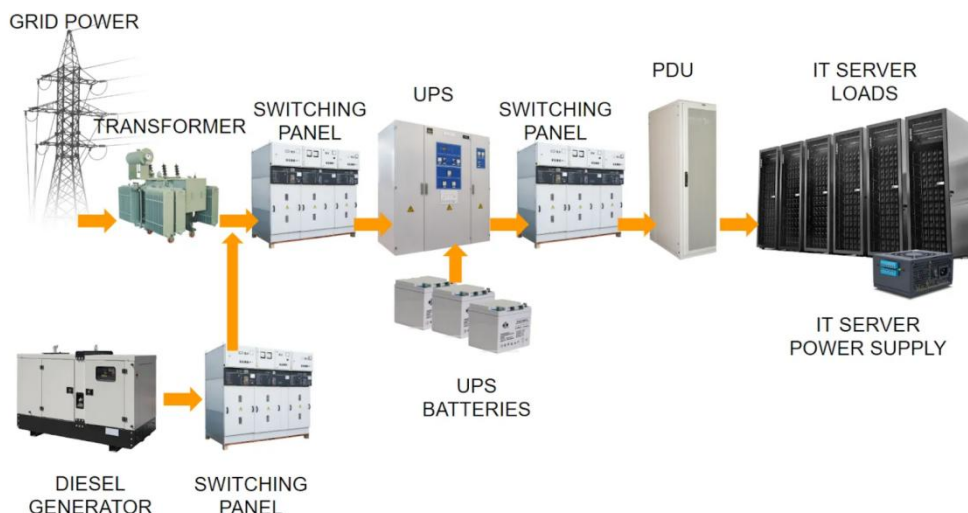


资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

全球缺电为电源企业带来的新发展机遇。AI 的快速发展致使以美国等国家的电力系统跟不上节奏，电力系统由发电、输电、配电、用电四大环节构成，其中配电环节处于发电与用电之间的核心位置。数据中心供配电系统目的在于实现市电对 IT 负载的供电并在市电断电时提供紧急备电功能

AI 服务器电源作为高性能计算和数据中心的基础设备，担负着为服务器集群提供稳定、高效电能供应的任务。数据中心电源并非单一设备，而是一套完整的电能传输与变换体系，其核心任务是将电网输入的交流电，经过多级转换后，以极低的电压偏差和极高的动态响应速度，输送给服务器内部的 CPU、GPU 等核心芯片。

图14: 数据中心电源架构

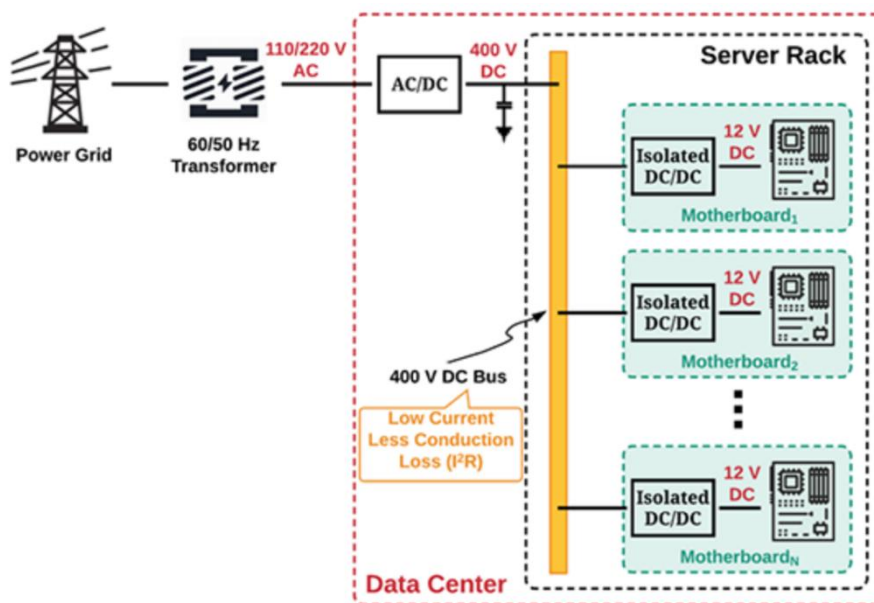


资料来源：SGCircuits 官网，国信证券经济研究所整理

数据电源配电体系通常采用“三级架构”。第一级为交流/直流（AC/DC）转换，即市电进入数据中心后，通过不间断电源（UPS）或高压直流（HVDC）系统，将交流电转换为 380V 或 240V 的直流电，并作为机柜级的母线电压；第二级为直流/

直流（DC/DC）转换，在服务器主板层面，将母线电压进一步降压，为芯片供电做好准备；第三级则为负载点（PoL）电源，直接紧贴 CPU/GPU，将电压降至 1V 以下的芯片核心电压，并需承受数百甚至上千安培的瞬态电流。随着 AI 算力需求激增，传统的“UPS+市电”架构正逐步向更高电压等级的“HVDC+固态变压器（SST）”方向演进，以减少转换环节损耗，支撑单机柜功率从几十千瓦向兆瓦级跃升。

图15: 数据中心三级电源转换



资料来源：MPEL，国信证券经济研究所整理

表4: 不同电源具体含义

电源类别	具体含义
UPS	即不间断电源，是一种含有储能装置的不间断电源。当市电输入正常时，UPS 将市电稳压后供应给负载使用，此时的 UPS 就是一台电稳压器，同时它还向机内电池充电。当市电意外中断时，UPS 立即将电池的直流电能，通过逆变器切换转换的方法向负载继续供应电能，使负载维持正常工作并保护负载软、硬件不受电网波动而造成损坏
AC/DC (powershell) 转换器	将电网的交流电转换为适合服务器使用的 50V 直流电。AC/DC 电源模块包含电源模块（PSU）和电源管理控制器（PMC）
PSU（电源供应单元）	PSU 负责将来自电网的交流电（AC）转换为伺服器电子组件所需的直流电（DC）。PSU 的效率很关键，它会直接影响整体的能源消耗和散热需求，高效的 PSU 可以延长 DC 电源的寿命，并降低因为电源问题导致的服务器停机时间
PMC（电源管理控制器）	用于管理和优化服务器电源的控制器。PMC 通过监控和调整服务器电源的供应和消耗来实现最佳的电源管理，以提高服务器的能效和性能
DC/DC 转换器	进一步将 50V 直流电降至芯片可接受的 12V、5V、3V3 和 0.8V 等，DC/DC 电源的难点在于如何尽可能降低板路损耗。因为采用 7nm 甚至更先进的制程的 CPU 或者 GPU，核电压通常采用 1V 或 0.8V 的额定电压供电，供电电流往往超过 1000A，高电流使主板损耗大量热量。因此 DC/DC 转换器最近的技术趋势是供电模式会从原本水平供电，走向“背后供电”。即原本的电源模组围绕在 GPU 晶片的周围，为了缩短距离，电源模组改放到芯片正下方来供电，距离缩短成仅是 PCB 板的厚度，从数十 mm 缩短至 1、2mm

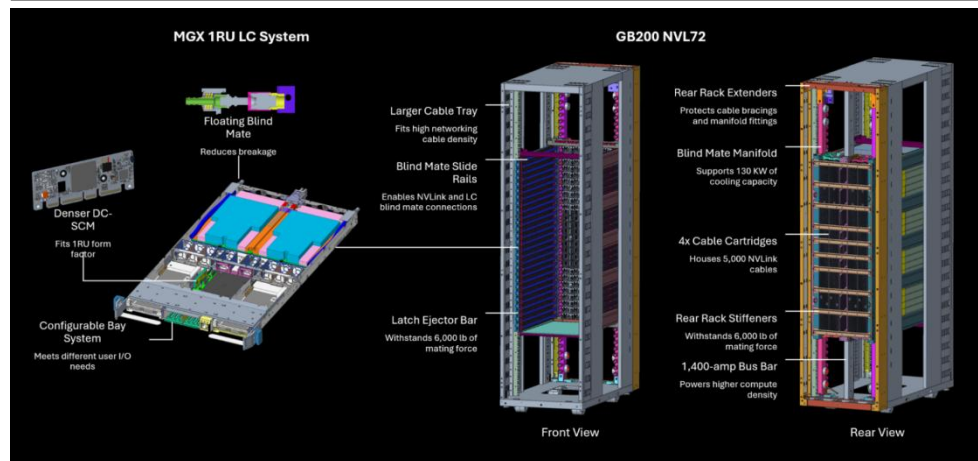
资料来源：明阳电路官网，国信证券经济研究所整理

AI 技术迭代促使 AI 服务器电源功率密度不断提升

AI 模型与 GPU 技术的迭代促使 AI 服务器电源的功率密度不断提升。国际能源署（IEA）的数据指出，2023 年 NVIDIA 芯片的电力消耗已达 7.3TWh，预估至 2026 年，这一数字将飙升至 2023 年的十倍。相较于传统服务器电源 96% 的转换效率，AI 服务器电源需达到 97.5%–98% 的高标准，以降低能量损耗并支撑更高功率密度

的 GPU，以 H100 服务器机架为例，10.2kW 的功率需要配备 19.8kW 的电源。NVL72 机架的 120kW 功率则要求 198kW 的电源模块。AI 服务器电源的功率密度可达 100W/in³，远超普通服务器电源的 50W/in³。

图16: GB200 NVL72 服务器机架



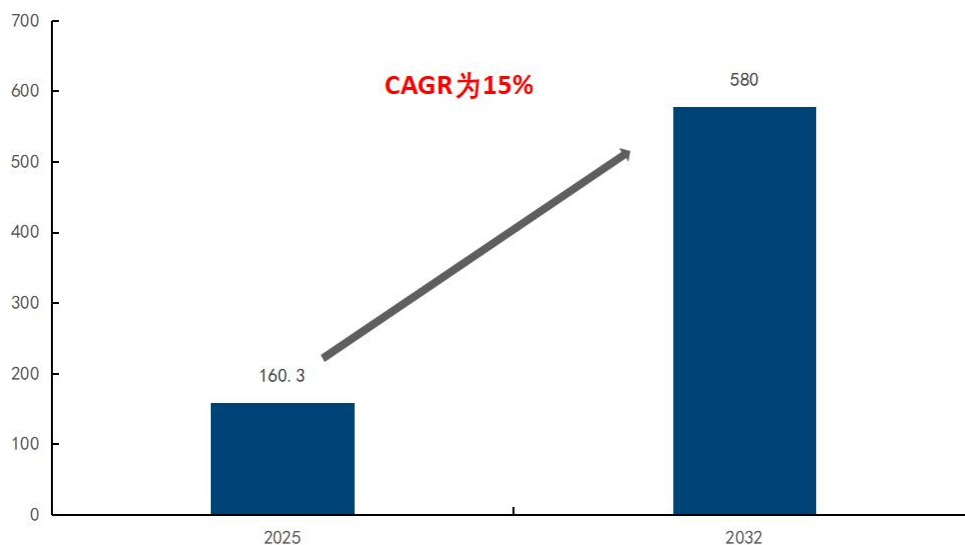
资料来源: Nvidia, 国信证券经济研究所整理

厂商格局呈现“系统集成商 + 电源架/模块供应商 + 关键器件”的分层协同：施耐德电气、伊顿、维谛、华为数字能源、台达、ABB、西门子等覆盖数据中心电源的端到端组合（UPS、开关设备、配电、预制化 skids/eHouses、监控与服务），并向更靠近负载的 HVDC/机柜级方案延伸；服务器侧 AC-DC/DC-DC 与电源架则由台达、光宝、伟创力等与机柜生态协同推进。产业链上游关键在功率半导体（SiC/GaN 等）、磁性器件与高可靠电容/母排铜铝材料；中游在整机电源柜/电源架、BMS 与数字控制；下游在工程交付、运维与备件体系。近期采购侧出现“锁定产能、锁定交付窗口”的趋势：头部机房运营商与头部电气厂商签署电力设备供给能力协议，覆盖 UPS、低压开关设备与预制化 skids，以增强供应链韧性并保证扩容节奏，这类交易把 数据中心电源从“项目型交付”推向“产能型合作”

全球数据中心电源市场进入高速增长期，配电系统迎来新机遇

在 AI 数据中心（AIDC）建设浪潮的强力推动下，全球数据中心电源市场正进入高速增长期。根据 QYResearch 发布的最新数据，2025 年全球数据中心电源市场销售额已达到 160.3 亿美元（约合人民币 1160 亿元），预计到 2032 年将增长至 3944.8 亿美元（约合 580 亿美元），2026 年至 2032 年的年复合增长率（CAGR）高达 15%。分区域看，北美凭借超大规模数据中心的密集建设占据全球约 33.7% 的份额，处于领先地位；亚太地区则因中国、日本、印度的数字化进程加速，成为未来增长最快的市场。

图17: 全球数据中心电源未来规模预测（亿美元）



资料来源: Nvidia, 国信证券经济研究所整理

算力中心配电系统在整体资本开支中占据约10%的份额。对应每兆瓦IT负载需投入210万至700万美元的电气设备成本。从内部价值量分布来看,备用发电机是其中价值占比最高的单项设备,其次为变压器、开关设备、不间断电源(UPS)以及末端配电单元(PDU)。其中,配电单元作为末端配电环节,2025年全球市场规模约50.5亿美元,预计2035年将增长至121.8亿美元,年复合增长率达9.2%。随着AI算力需求的持续扩张,数据中心对供电可靠性和功率密度的要求不断提升,配电系统内部各核心设备环节的价值量有望进一步向高功率、高可靠性的解决方案集中。从投资角度而言,可重点关注备用发电机组、变压器、UPS及配电单元等占据价值链核心位置的环节,尤其是在北美等电力基础设施紧张、数据中心建设需求旺盛的区域,具备海外产能布局和本地化服务能力的配电设备供应商有望迎来结构性增长机遇。

图18: 数据中心资本开支占比情况

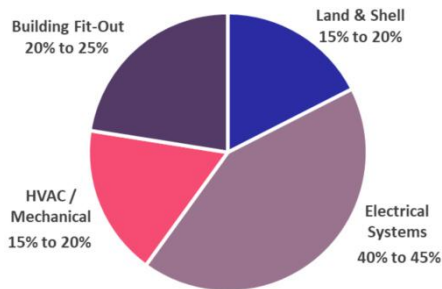
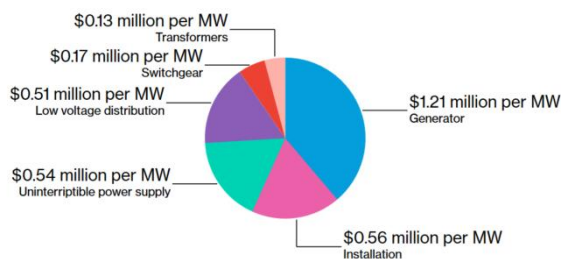


图19: 配电系统成本占比情况



资料来源：数字储能网，国信证券经济研究所整理

资料来源：BloombergNEF，国信证券经济研究所整理

公司业务分析：深圳雷能技术领先，AIDC 算力需求催生成长机遇

公司提供一次、二次和三次全系列电源解决方案

公司产品覆盖数据中心所需的一次、二次和三次电源，可提供全系列的电源解决方案。其中，一次电源包括 HVDC 电源、PSU 电源和 CRPS 电源等，广泛应用于通信、网络、安防及工业领域；二次电源涵盖多款母线变换器、比例变换器等；三次电源则包括 Power Block、VPD 等产品。此外，针对高压供电架构，公司正在布局 800V 或 ±400V 高压 HVDC 产品，在这一领域与国际厂商处于同一起跑线。

一次电源：公司一次电源主要包括 HVDC 电源、PSU 电源和 CRPS 电源等产品。其中，CRPS 服务器电源已完成 3.6KW 以下全系列产品的开发，该产品已实现收入，较上年有所上升，但因市场推广因素暂未达到预期。在高压供电架构领域，公司正在布局 800V 或 ±400V 高压 HVDC 产品，与国际厂商处于同一起跑线，正在积极论证 SST 相关产品，待市场需求明朗后展开开发。

二次电源：公司二次电源涵盖多款母线变换器、比例变换器等产品。技术实力方面，公司数据中心业务由子公司深圳雷能承担，深圳雷能在通信模块电源领域与国际一流电源厂商处于同一梯队，针对数据中心领域的二次电源产品，技术水平与国际厂商处于同一起跑线，部分产品已经处于领先水平。目前，二次电源产品已向部分国内客户开始送样，同时与 ADI（亚德诺半导体）联合开发的产品已有进入小批量阶段，预计今年将有更多二次电源产品陆续进入小批量阶段。

三次电源：公司三次电源主要包括 Power Block 和 VPD（电压调节模块）等产品。根据公司 2026 年 2 月 2 日在投资者互动平台的答复，三次电源中 Power Block 已经处于内部测试阶段，VPD 产品已有客户提出需求。

表5：公司数据中心业务相关产品谱系

电源层级	主要产品	技术特点/应用
一次电源	HVDC 电源、PSU 电源、CRPS 电源	输入电压 90Vac~264Vac，输出功率 550W~1600W，具备 N+N 冗余、热插拔、自主均流设计
二次电源	母线变换器、比例变换器	电压变换与分配，将高压直流转换为中间母线电压
三次电源	Power Block、VPD	末端供电，为服务器芯片提供精准电压
高压架构	800V/±400V HVDC	与国际厂商同一起跑线，正在积极论证 SST 相关产品

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

深圳雷能技术实力行业领先

公司数据中心业务由子公司深圳雷能承担，技术实力处于行业领先水平。从历史来看，深圳雷能在通信模块电源领域就与国际一流电源厂商处于同一梯队，技术

水平基本持平，部分产品处于领先水平。针对数据中心领域的二次电源产品，技术水平与国际厂商处于同一起跑线，部分产品已经处于领先水平。公司研发投入常年保持大于销售收入 15% 的水平，累计获得知识产权 423 项（其中发明专利 71 项），研发技术团队合计 1100 余人。在高压供电架构领域，公司与国际厂商处于同一起跑线，正在积极论证 SST 相关产品，待市场需求明朗后展开开发。

根据公司 2026 年 1-2 月在投资者互动平台的答复，子公司深圳雷能计划在马来西亚新建产线，目前正在进行备案流程，后续将根据市场需求情况逐步加大投入。这是公司为应对海外市场需求、提升供应链韧性而推进的重要战略布局，将主要面向数据中心电源业务（包括二次电源和三次电源模块），服务海外头部云服务商与 AI 芯片厂商。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

电源及电机驱动：2024 年受特种行业需求周期波动影响，公司业绩下滑较大。2025 年需求开始逐步恢复。考虑到“十四五”末期国防建设任务推进及卫星互联网建设加速，2026-2028 年将恢复增长态势，叠加 2026 年与 ADI 合作进入批量交付阶段，预计 2026-2028 年公司营业收入为 18.77/26.28/32.84。考虑到 2026 年规模效应提示带来成本降低，以及公司强大的成本控制能力，预计公司 2026-2028 年毛利率为 39.30%/39.50%/40.00%。

其他业务：公司的其他业务收入主要是集成电路、电机等产品，需求增速保持较高增长，预计其他业务未来 3 年营收为 1.32/1.87/2.30 亿元，毛利率维持在 44% 左右。

表6：新雷能业务拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
电源及电机驱动						
收入（亿元）	13.58	8.66	11.04	18.77	26.28	32.84
增速	-15.13%	-36.23%	27.48%	70.00%	40.00%	25.00%
毛利（亿元）	6.01	3.36	4.21	7.38	10.38	13.14
增速	-22.10%	-44.05%	25.18%	75.35%	40.71%	25.00%
毛利率	44.22%	38.80%	38.10%	39.30%	39.50%	40.00%
其他业务						
收入（亿元）	1.09	0.56	0.84	1.32	1.87	2.30
增速	-4.39%	-48.62%	34.00%	57.00%	42.00%	23.00%
毛利（亿元）	0.57	0.24	0.36	0.57	0.82	1.01
增速	-3.24%	-57.44%	49.03%	57.00%	45.30%	23.00%
毛利率	52.25%	43.28%	43.00%	43.00%	44.00%	44.00%
合计						
总营收（亿元）	14.67	9.22	11.88	20.09	28.15	35.15
增速	-14.41%	-37.15%	28.85%	69.08%	40.13%	24.87%
毛利（亿元）	6.57	3.60	4.57	7.94	11.20	14.15
增速	-20.76%	-45.21%	26.79%	73.90%	41.04%	26.32%
毛利率	44.82%	39.07%	38.45%	39.54%	39.80%	40.26%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 20.09/28.15/35.15 亿元，同比

+69.08%/40.13%/24.87%，毛利率 39.54%/39.80%/40.26%，毛利 7.94/11.20/14.15 亿元，同比+73.90%/41.04%/26.32%。

费用端：公司近年经营稳步推进，持续贯彻降本增效，各项费用基本保持稳定，未来几年也不会发生重大变化。

未来 3 年业绩预测

表7：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1188	2009	2815	3515
营业成本	731	1125	1534	1881
销售费用	56	70	84	98
管理费用	134	136	174	199
财务费用	36	69	105	127
营业利润	(202)	124	403	581
利润总额	(206)	124	403	581
归属于母公司净利润	(195)	113	368	530
EPS	-0.36	0.21	0.68	0.98
ROE	-8.48%	5%	14%	17%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2026–2028 年收入分别为 20.09/28.15/35.15 亿元，归属母公司净利润 1.13/3.68/5.30 亿元。每股收益 2026–2028 年分别为 0.21/0.68/0.98 元。

投资建议

新雷能作为高端电源龙头，战略卡位航空、航天及 AI 数据中心等高景气赛道，其 AI 电源业务已迎来重要拐点，二次电源达国际水平并与国际巨头 ADI 合作批量供货。考虑公司未来与 ADI 合作后业绩增量显著，给予“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长+69%/40%/25%，可能存在对公司出口业务进展偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利增速分别为+74%/41%/26%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

新业务拓展不及预期的风险：公司正在积极拓展数据中心、低轨卫星、机电电驱等新兴领域，其中三次电源 Power Block 尚处于内部测试阶段，VPD 产品处于开发阶段。若新业务拓展进度不及预期，或商业化推广受阻，可能对公司未来业绩增长产生不利影响；

行业竞争加剧的风险：公司所处的电源行业竞争激烈，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。随着技术迭代和行业持续出现技术创新，将加剧行业竞争；

新产品的研发及市场推广的风险：公司近期拟推出的新产品尚处于研发或内部测试阶段，实现批量生产和销售还有一定时间，且存在研发失败的风险；另一方面，目前市场已有同类产品或在研竞品，未来商业化预计会面临激烈竞争，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响；

贸易保护主义和贸易摩擦风险：公司产品外销占一定比例，若贸易摩擦进一步加剧，境外客户可能会减少订单、要求公司降价或者承担相应关税，进而对公司的经营业绩形成不利影响；

境外经营的风险：公司下设境内外子公司，面临各国法律及税收的监管要求。如果未来境外子公司所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险。

财务风险

应收账款风险：公司应收账款规模较大，若宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险；

存货跌价风险：公司存货规模较大，若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响；

经营性现金流风险：公司经营性净现金流状况需关注，若持续为负或处于较低水平，将影响公司日常经营周转和资本开支能力；

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，涉及电力电子等相关技术。在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺

利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响；

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响；

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

公司所处电源、特种电源、数据中心等行业一定程度上受到国家产业政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险；

公司产品部分用于出口，出口退税政策对公司经营影响较大，未来由于贸易摩擦、中国出口退税政策可能发生改变，进而导致公司经营存在不确定的风险；

特种行业政策变化风险：公司部分业务涉及特种行业应用，若特种行业政策或采购周期发生变化，可能对公司经营产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	628	654	650	650	650	营业收入	922	1188	2009	2815	3515
应收款项	1037	1000	1761	2237	2793	营业成本	553	731	1125	1534	1881
存货净额	860	839	1394	1930	2378	营业税金及附加	8	10	10	11	14
其他流动资产	181	141	139	180	225	销售费用	58	56	70	84	98
流动资产合计	2806	2634	3944	4997	6046	管理费用	123	134	136	174	199
固定资产	913	1288	1382	1459	1518	研发费用	390	402	422	450	562
无形资产及其他	122	130	125	120	114	财务费用	15	36	69	105	127
投资性房地产	431	184	184	184	184	投资收益	5	3	7	7	7
长期股权投资	10	10	9	8	8	资产减值及公允价值变动	(274)	(48)	(60)	(60)	(60)
资产总计	4282	4245	5644	6768	7870	其他收入	(378)	(377)	(422)	(450)	(562)
短期借款及交易性金融负债	507	646	1920	2477	2908	营业利润	(483)	(202)	124	403	581
应付款项	366	311	535	734	904	营业外净收支	(0)	(3)	0	0	0
其他流动负债	120	126	169	228	279	利润总额	(483)	(206)	124	403	581
流动负债合计	993	1083	2624	3439	4091	所得税费用	31	(2)	6	20	29
长期借款及应付债券	612	643	413	413	413	少数股东损益	(13)	(8)	5	15	22
其他长期负债	40	46	36	27	19	归属于母公司净利润	(501)	(195)	113	368	530
长期负债合计	652	688	449	440	432	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1645	1771	3072	3879	4523	净利润	(501)	(195)	113	368	530
少数股东权益	176	168	173	185	203	资产减值准备	214	(229)	21	10	5
股东权益	2461	2305	2399	2704	3145	折旧摊销	72	82	112	142	164
负债和股东权益总计	4282	4245	5644	6768	7870	公允价值变动损失	274	48	60	60	60
关键财务与估值指标						财务费用	15	36	69	105	127
每股收益	(0.92)	(0.36)	0.21	0.68	0.98	营运资本变动	426	73	(1036)	(794)	(831)
每股红利	0.15	0.07	0.04	0.12	0.17	其它	(230)	220	(16)	3	12
每股净资产	4.54	4.25	4.42	4.98	5.80	经营活动现金流	256	(1)	(746)	(212)	(59)
ROIC	-6.04%	-4.41%	4%	8%	10%	资本开支	0	(162)	(283)	(283)	(283)
ROE	-20.34%	-8.48%	5%	14%	17%	其它投资现金流	141	100	0	0	0
毛利率	40%	38%	44%	45%	46%	投资活动现金流	142	(61)	(282)	(282)	(282)
EBIT Margin	-23%	-12%	12%	20%	22%	权益性融资	0	16	0	0	0
EBITDA Margin	-15%	-5%	18%	25%	26%	负债净变化	371	31	(230)	0	0
收入增长	-37%	29%	69%	40%	25%	支付股利、利息	(82)	(37)	(19)	(63)	(90)
净利润增长率	-617%	-61%	-158%	226%	44%	其它融资现金流	(1177)	86	1273	557	431
资产负债率	43%	46%	57%	60%	60%	融资活动现金流	(600)	89	1024	495	341
股息率	0.5%	0.2%	0.1%	0.4%	0.6%	现金净变动	(202)	26	(4)	0	0
P/E	(32.0)	(81.9)	142.1	43.5	30.2	货币资金的期初余额	830	628	654	650	650
P/B	6.5	6.9	6.7	5.9	5.1	货币资金的期末余额	628	654	650	650	650
EV/EBITDA	(128.1)	(276.5)	53.3	28.3	22.2	企业自由现金流	0	(151)	(973)	(403)	(227)
						权益自由现金流	0	(34)	4	55	84

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032