仅供内部参考，请勿外传！

AI 算力驱动成长，二次电源出海有望提速

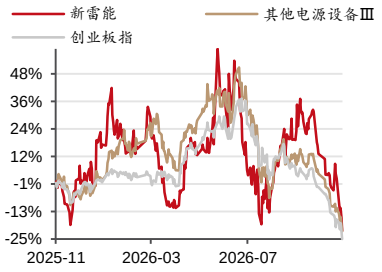
新雷能（300593.SZ）首次覆盖报告

证券研究报告

2026 年 11 月 01 日

公司评级	买入
股票代码	300593.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	20.19

近一年股价走势



分析师

张恒晅 S0800525020001

zhanghengxuan@research.xbmail.com.cn

温晓 S0800525030001

wenxiao@research.xbmail.com.cn

王玉茜 S0800526070001

wangyuqian@xbmail.com.cn

相关研究

• 核心结论

近三十年电源“老兵”，2026 年上半年 AI 电源业务开始贡献增量。北京新雷能科技股份有限公司（以下简称“新雷能”）成立于 1997 年，拥有广泛的客户资源。2026 年上半年，公司实现营业收入 7.24 亿元，同比增长 31.22%；归母净利润-0.74 亿元，亏损同比收窄 21.80%。主要系公司上半年数据中心电源业务放量及特种业务交付恢复。

AI 算力需求增长带动电源端需求变革，单机架功率密度提升，电源升级空间打开。人工智能产业的快速增长，正在从根本上重塑全球算力基础设施的需求结构。在这一轮浪潮中，北美四大云服务提供商（CSP）构成了全球 AI 服务器的重要买方力量。AI 算力竞赛正在把数据中心从“通算时代”推向“智算时代”。为支撑单机架功耗跃迁，数据中心供电体系正加速向 800V 直流或±400V HVDC 高压体系演进。

以 ADI 为合作支点“借船出海”，AI 数据中心电源业务有望成为公司重要增长曲线。深圳雷能为 ADI 在数据中心领域认证的二次电源合作伙伴：一方输出电源产品研发与制造，一方输出芯片、品牌与渠道，形成"芯片＋电源"的组合，共同开拓海外数据中心市场。

盈利预测：预计新雷能 2026-2028 年实现营收 15.07/27.67/36.28 亿元，同比增 26.83%/83.58%/31.15%；实现归母净利润 0.29/3.16/5.55 亿元，同比增 114.81%/993.02%/75.53%，对应 EPS 为 0.05/0.58/1.02 元。**公司具有较强的技术和客户粘性，有望深度受益于 AI 数据中心电源需求，业绩增长动能强劲，首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示：技术研发不及预期、下游需求不及预期、产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动、客户集中度过高、增发募投实施、产能消化及即期回报摊薄不及预期等风险。

• 核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	921.73	1188.20	1507.02	2766.58	3628.27
增长率	-37.16%	28.91%	26.83%	83.58%	31.15%
归母净利润（百万元）	-500.78	-195.45	28.95	316.39	555.34
增长率	-617.17%	60.97%	114.81%	993.02%	75.53%
每股收益（EPS）	-0.92	-0.36	0.05	0.58	1.02
市盈率（P/E）	-21.87	-56.04	378.39	34.62	19.72
市净率（P/B）	4.45	4.75	4.70	4.23	3.60

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传！

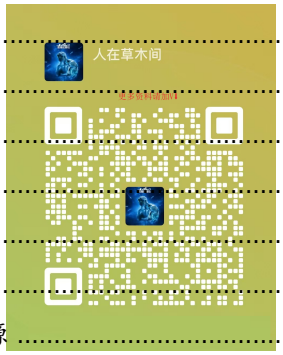
索引

内容目录

投资要点 4
关键假设 4
区别于市场的观点 4
股价上涨催化剂 4
估值与目标价 4
新雷能核心指标概览 5
一、 公司概况：近三十年电源“老兵”，客户资源较广 6
二、 财务分析：AI 数据中心业务突破，驱动海外收入增长 8
三、 AI 算力需求增长带动电源端需求变革 9
3.1 云服务商（CSP）资本开支扩张构成需求基础 10
3.2 单机架功率密度提升，电源升级空间打开 11
四、 AI 数据中心电源业务有望成为公司重要增长曲线 12
4.1 AI 数据中心为公司重要战略方向 12
4.2 以 ADI 为合作支点“借船出海” 12
4.3 定向增发：积极扩张，进一步提升产能 13
五、 盈利预测与投资建议 14
5.1 关键假设与盈利预测 14
5.2 投资建议 14
六、风险提示 16

图表目录

图 1：新雷能核心指标概览图 5
图 2：新雷能发展历程关键节点梳理 6
图 3：模块电源为新雷能主要电源产品 7
图 4：公司营收情况 8
图 5：公司归母净利润情况 8
图 6：公司业务结构 9
图 7：公司毛利率及净利率水平 9
图 8：数据中心电源架构的演进 9
图 9：NVIDIA 800V HVDC_架构-分布式电源边柜 10
图 10： NVIDIA 800V HVDC_架构-集中式 AC/DC 电源 10
图 11： Google Cloud 官方展台图 11
图 12： NVIDIA Kyber 机架供电示意图 12



仅供内部参考，请勿外传！

图 13：第六届中国国际进口博览会进博会 ADI 展台实拍 13

表 1：新雷能产品梳理 6
表 2：公司三轮驱动战略拆解 12
表 3：新雷能向特定对象发行股票募集资金拟使用项目（单位：万元） 13
表 4：新雷能盈利预测收入拆分 14
表 5：新雷能可比公司估值（2026 年 10 月 30 日收盘价） 15

仅供内部参考，请勿外传！

投资要点

关键假设

电源及电机驱动：2026 年上半年，AI 电源业务开始贡献增量，但受缺料影响电源业务增长或较为稳健；2027-2028 年，随着定增落地、产能扩产，在 AI 需求饱满、商业航天加速发展的情况下电源及电机驱动业务或高增速扩张。预计 2026-2028 年公司电源及电机驱动业务营业收入为 13.80/25.68/33.09 亿元，同比增长 24.96%/86.00%/28.89%。随着规模效应体现，预计毛利率较为稳健，毛利率分别为 36.45/36.30%/36.00%。

其他业务：公司其他业务收入主要是集成电路、电机等产品，需求增速或保持较高增长，预计 2026-2028 年其他业务营业收入为 1.27/1.99/3.19 亿元，同比增长 51.64%/57.19%/60.25%。由于非核心业务，毛利率或保持稳定，预计毛利率分别为 62.46%/62.74/62.74%。

区别于市场的观点

市场可能认为，新雷能传统特种及通信业务增长承压，AI 数据中心电源业务仍处于拓展阶段，海外客户验证、订单转化及新增产能消化存在不确定性。

我们认为，公司 AI 数据中心电源业务已进入海外大客户批量交付阶段，与 ADI 的深度合作有助于拓展客户渠道、推进产品验证。随着算力机架功率密度提升及供电架构向 HVDC 演进，电源产品的技术门槛与价值量有望提升。公司具备覆盖一次、二次及三次变换的产品布局，并已开发±400V/800V 高压输入母线变换模块，有望同时受益于算力设备扩容与供电架构升级。随着在验证客户逐步转化、新产品放量及产能释放，AI 数据中心电源业务有望成为公司重要增长曲线。

股价上涨催化剂

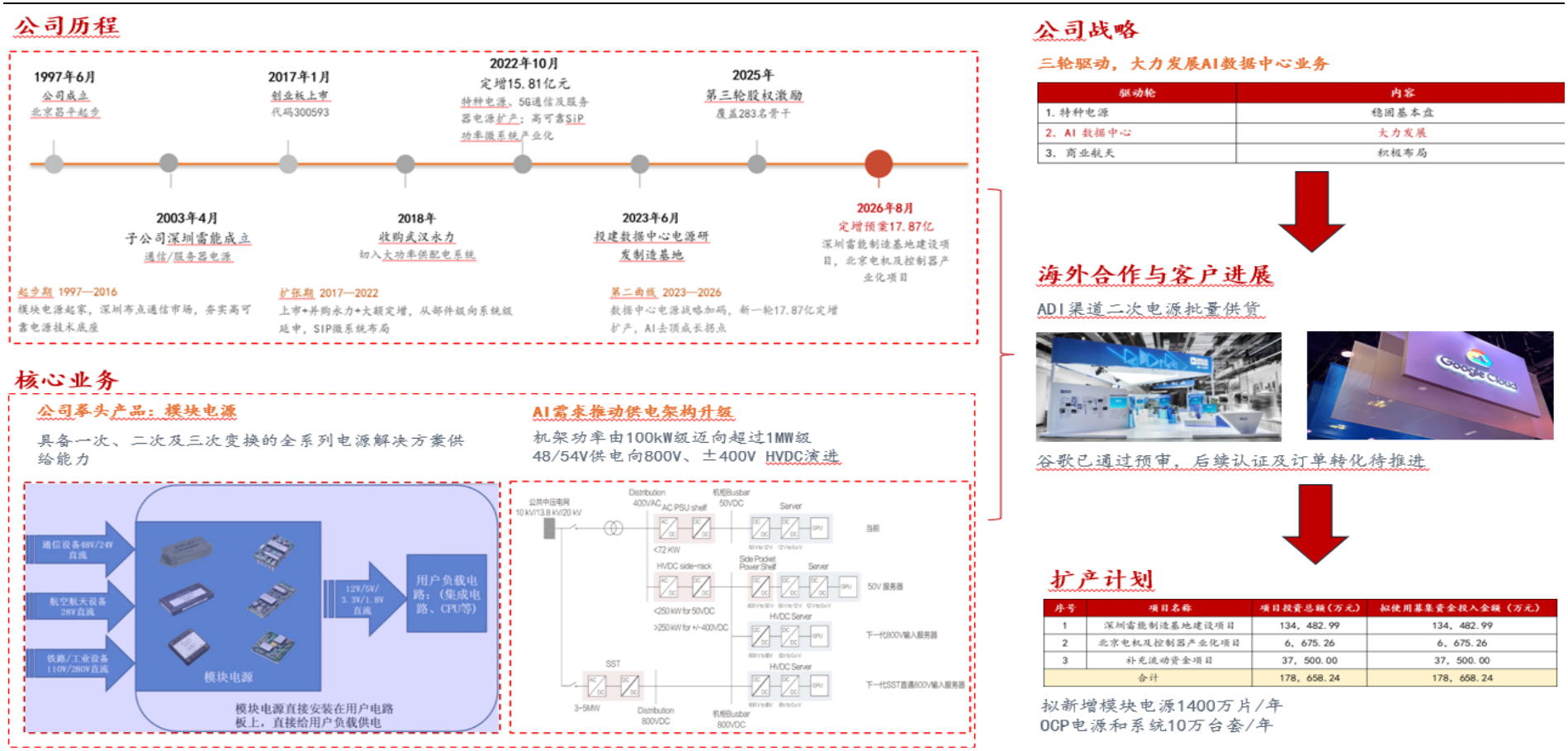
海外云厂商 AI 资本开支持续增长，高功率密度及 HVDC 电源需求加速释放；ADI 合作渠道下海外大客户验证取得突破，谷歌预审后续认证及订单转化取得进展；高压母线变换模块等产品实现批量交付，数据中心电源订单及收入增长超出市场预期；定增及制造基地建设顺利推进，新增产能加快释放，产品结构优化带动盈利能力改善等。

估值与目标价

预计公司 2026-2028 年实现营收 15.07/27.67/36.28 亿元，同比增 26.83%/83.58%/31.15%；实现归母净利润 0.29/3.16/5.55 亿元，同比增长 114.81%/993.02%/75.53%，对应 EPS 为 0.05/0.58/1.02 元。公司具有较强的技术和客户粘性，有望深度受益于 AI 数据中心电源需求，业绩增长动能强劲，首次覆盖给予“买入”评级。

新雷能核心指标概览

图 1：新雷能核心指标概览图



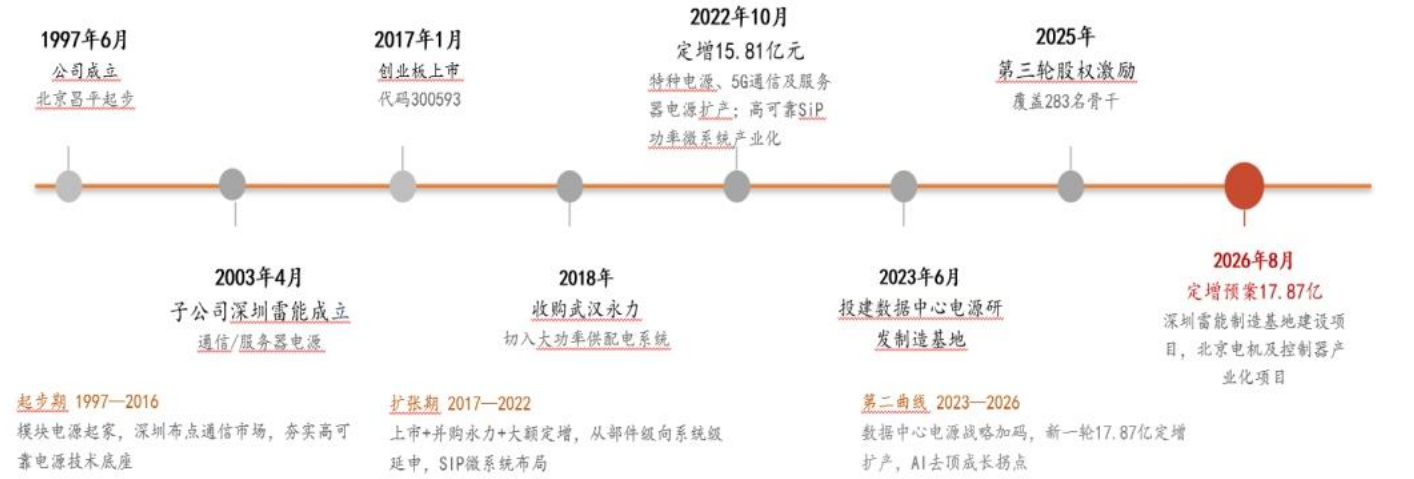
资料来源：新雷能招股说明书，新雷能 2018 年年报、2026 年半年度报告，新雷能 2022 年向特定对象发行 A 股股票预案，新雷能 2025 年限制性股票激励计划（草案），新雷能 2026 年度向特定对象发行 A 股股票预案，《AI 超节点硬件架构演进趋势》，新华三集团云与计算存储产品线 汪新新，西部证券研发中心。

仅供内部参考，请勿外传！

一、公司概况：近三十年电源“老兵”，客户资源较广

北京新雷能科技股份有限公司（以下简称“新雷能”）成立于 1997 年，注册于北京市中关村科技园区-昌平园，在深圳、武汉、西安、成都、上海等地建有公司。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 年在深圳证券交易所创业板挂牌上市。根据 2026 年半年度报告，董事长、总经理王彬持股比例 19.35%，为公司实际控制人，具有北京通用技术研究所工程师工作经验。公司主要产品包括集成电路（IC）类产品、电源类产品和电驱电机类产品，广泛应用于数据中心、通信、航空、航天、船舶、铁路等各个领域，是电子设备和机电设备的基础。

图 2：新雷能发展历程关键节点梳理



资料来源：新雷能招股说明书，新雷能 2018 年年报、2026 年半年度报告，新雷能 2022 年向特定对象发行 A 股股票预案，新雷能 2025 年限制性股票激励计划（草案），新雷能 2026 年度向特定对象发行 A 股股票预案，北京新雷能科技股份有限公司关于公司对外投资建设通信及数据中心电源研发制造基地项目的公告，西部证券研发中心

表 1：新雷能产品梳理

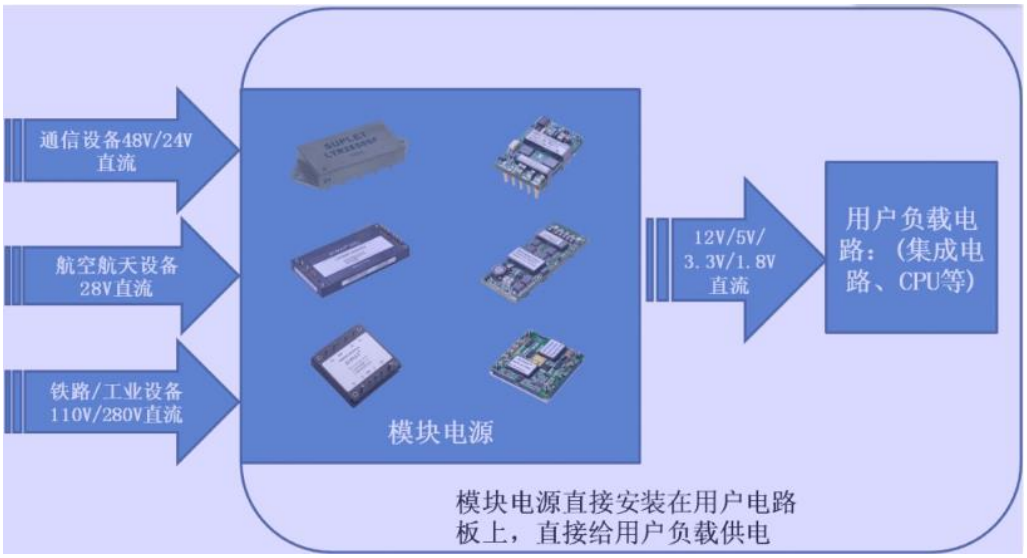
产品大类	主要产品	简述与应用方向
集成电路（IC）类产品	电源管理芯片	涵盖隔离、非隔离、栅极驱动三大芯片系列，小型化、高可靠；具备抗辐照加固能力，满足太空辐射环境要求，主要用于航天飞行器各类电子系统设备。
	电机驱动芯片	集成控制与功率器件，覆盖多种电机驱动品类，可搭建完整运动控制系统，广泛应用于各类高可靠工控、精密驱动场景。
	集成电路微模组	自研芯片为核心，集成无源、有源器件，功能完整。适配 CPU、FPGA、DSP 负载点供电，应用于航空、航天、船舶、铁路等高可靠领域。
电源类产品	模块电源（含三次电源）	小型板载式电源，功率覆盖广，可抗辐照适配商业航天星载场景；三次电源为 AI 算力芯片末端供电，超高稳压精度、超快动态响应，适配数据中心高端算力

仅供内部参考，请勿外传！

产品大类	主要产品	简述与应用方向
		设备。
	电源组件、设备及系统	按需定制功率覆盖几十瓦-几十千瓦级电源组件及千瓦-兆瓦级成套供电系统，支持抗辐照、真空航天环境，广泛用于数据中心、通信、军工航天、轨道交通、新能源等领域。
电驱及电机类产品	电机驱动模块	集成功率、控制、保护电路，可精准调节电机参数，适配多规格电机精准控制场景。
	电机控制器	管控动力电源与驱动电机的能量传输，是电机动力系统的核心控制单元。
	电机设备	含各类电动机、发电机及配套辅助装置；适配低空飞行器、通用航空、大型无人机等高端航空场景。

资料来源：新雷能 2026 年半年度报告，西部证券研发中心

图 3：模块电源为新雷能主要电源产品



资料来源：新雷能招股说明书， 西部证券研发中心

公司客户资源较广，与多家行业主要客户建立长期稳定的配套合作关系。

数据中心领域，国内市场方面，深圳雷能已顺利完成联想、超云、海康、比亚迪等多家重点国内企业审厂认证，涉及的产品覆盖一次电源 CRPS 系列 PSU、二次电源 DC/DC 模块，以及面向信创 PC 领域的 TFX 系列电源，全面适配数据中心及信创产业多元需求。其中，在核心重点客户联想的审厂认证中，深圳雷能凭借完善成熟的质量管控体系与工程制造实力，首次审厂便成功获评银牌供应商，获得行业高度认可；海外市场方面，依托与国际头部企业 ADI 深度战略合作，深圳雷能二次母线变换等高功率密度电源产品已实现批量稳定供货。

通信领域，凭借稳定的交付能力、高可靠的产品质量和快速响应的服务能力，深圳雷能通

仅供内部参考，请勿外传！

过了国内外客户的相关认证程序，并与三星、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。

二、财务分析：AI数据中心业务突破，驱动海外收入增长

2021-2022 年公司处于高景气扩张期，2023 年进入需求回落与利润压缩阶段；2024 年受特种领域需求不足、通信行业周期波动影响收入下滑、利润由盈转亏；2025 年收入已有所修复，受益于减值压力缓解利润改善。

2026 年上半年，新雷能业绩迎来拐点，AI 电源业务开始贡献增量。公司实现营业收入 7.24 亿元，同比增长 31.22%；归母净利润-0.74 亿元，亏损同比收窄 21.80%。主要系公司上半年数据中心电源业务放量及特种业务交付恢复。其中，Q2 单季度实现营收 4.01 亿元，环比增长 23.75%，归母净利润-0.31 亿元，亏损环比大幅收窄，显示出强劲的增长动能。

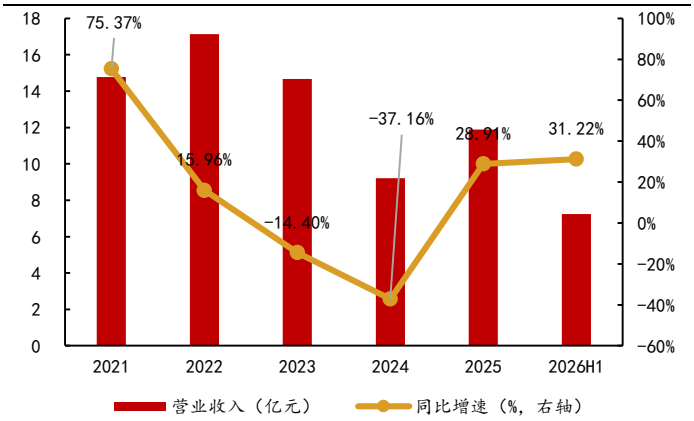
核心亮点：

1. **AI 数据中心业务突破，驱动海外收入快速增长**：公司与国际芯片巨头 **ADI** 的 **ODM** 深度合作模式进入收获期，二次电源已实现对海外大客户的**供货**。这直接推动上半年**国外业务收入达 0.99 亿元，同比增长 310.15%**。

2. **抢占下一代电源技术高地，远期空间广阔**：公司前瞻性布局下一代 AI 服务器供电架构。在 **800V 高压直流（HVDC）**方向，公司已开发出 800V（±400V）输入的 PDB 产品，相关高压变换模块已进入小批量阶段。在**三次电源**领域，公司已突破 **Power Block** 和 **VPD（垂直供电）**核心技术，是国内少数具备该能力的企业，正与 ADI 合作开发相关产品，卡位未来高功率芯片近端供电的关键市场。

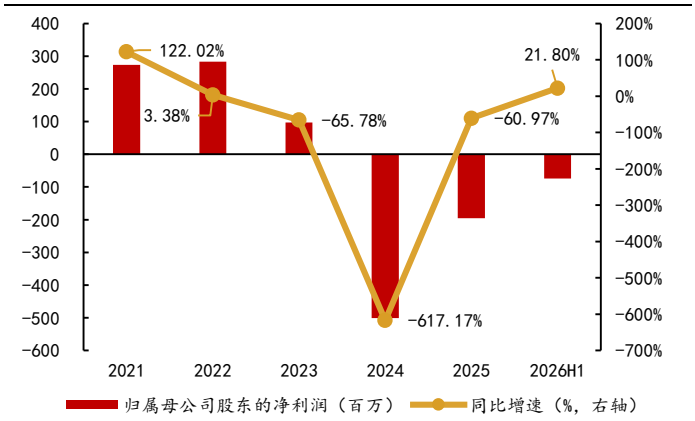
- **传统高可靠业务稳健，提供坚实业绩基础**：航空航天等传统优势业务较为稳健，为公司在新兴领域的持续高研发投入（上半年研发投入 **2.06 亿元**）提供了坚实后盾。

图 4：公司营收情况



资料来源：iFinD，新雷能 2026 年半年报，西部证券研发中心

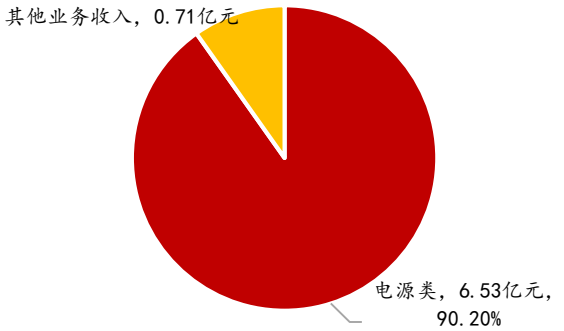
图 5：公司归母净利润情况



资料来源：iFinD，新雷能 2026 年半年报，西部证券研发中心

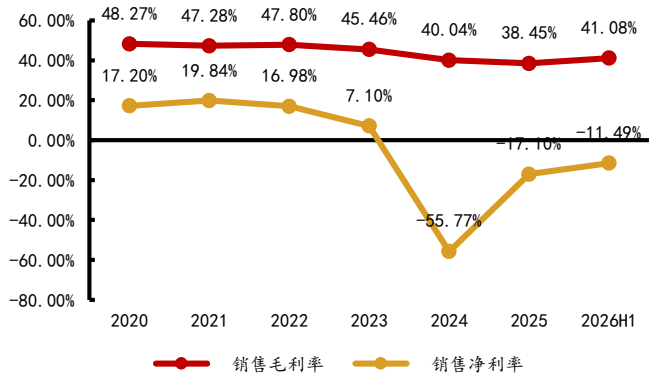
仅供内部参考，请勿外传！

图 6：公司业务结构



资料来源：iFinD，新雷能 2026 年半年报，西部证券研发中心

图 7：公司毛利率及净利率水平

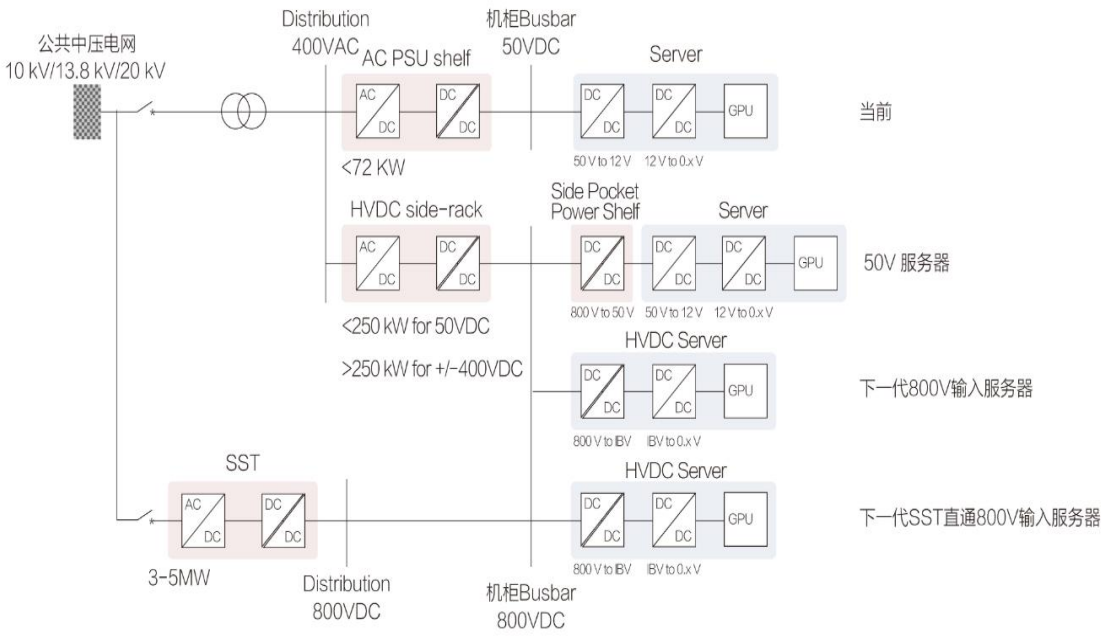


资料来源：iFinD，新雷能 2026 年半年报，西部证券研发中心

三、AI算力需求增长带动电源端需求变革

AI 算力竞赛正在把数据中心从“通算时代”推向“智算时代”。在这一过程中，单颗 GPU、单台服务器、单个机架的功率密度持续攀升，当前 AI 服务器主流以 48V/54V 低压直流为核心的服务器电源架构，正在不断接近电流、铜耗、散热、空间和可靠性的物理极限。为支撑单机架功耗从 100kW 级向超过 1MW 级跃迁，数据中心供电体系正加速向 800V 直流或±400V HVDC 高压体系演进。这一变化不是简单的电压等级提升，而是从电网接入、UPS、配电、机架母排、服务器 PSU、板级 DC/DC、备用电池到功率半导体的全链路重构。

图 8：数据中心电源架构的演进

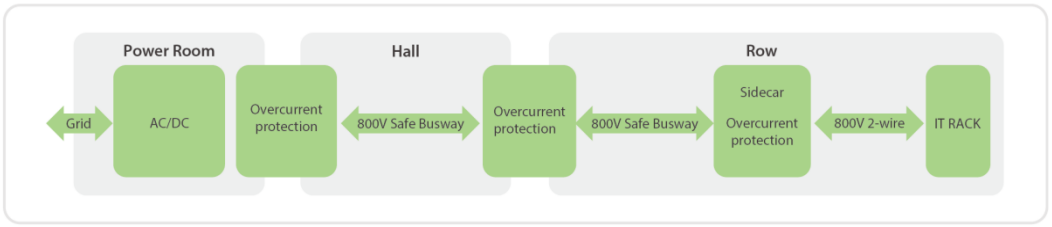


资料来源：《AI 超节点硬件架构演进趋势》，新华三集团云与计算存储产品线 汪新新，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传！

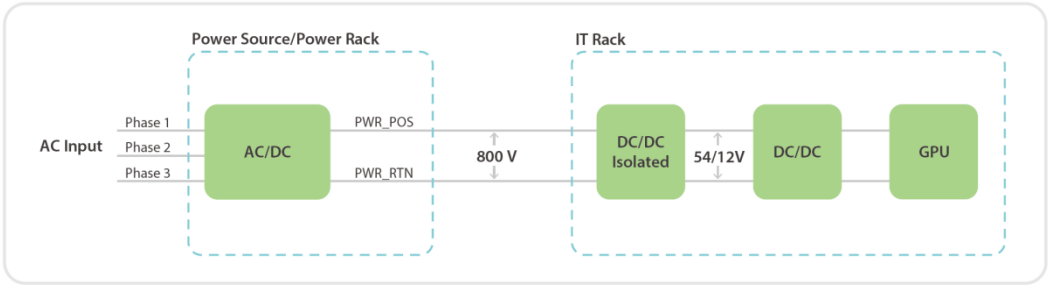
CSP 厂商的态度存在差异。北美三家头部 CSP 云商（微软、Google、META）倾向于±400V HVDC 的渐进式制式，而 NVIDIA 主导的 800V HVDC 是“跳跃式”制式。对于电源厂商而言，这意味着需要支持多种高压输入、绝缘等级、保护策略和热插拔规范。

图 9：NVIDIA 800V HVDC_架构-分布式电源边柜



资料来源：中兴通讯技术（简讯）第 29 卷 第 8 期 2025 年 8 月，西部证券研发中心

图 10： NVIDIA 800V HVDC_架构-集中式 AC/DC 电源



资料来源：中兴通讯技术（简讯）第 29 卷 第 8 期 2025 年 8 月，西部证券研发中心

3.1 云服务商（CSP）资本开支扩张构成需求基础

人工智能产业的快速增长，正在从根本上重塑全球算力基础设施的需求结构。在这一轮浪潮中，北美四大云服务提供商（CSP）—— 微软（Microsoft）、谷歌（Alphabet/Google）、Meta 以及亚马逊（AWS/Amazon）—— 构成了全球 AI 服务器的重要买方力量；而英伟达作为上游核心芯片与整机柜平台供应商，是支撑这一波算力采购浪潮最核心的供给侧主体。AMD Instinct 系列 GPU、Helios 整机柜方案作为英伟达的重要替代方案，被多家头部 CSP 采购，用于实现算力供应链多元化。

其中，Alphabet（谷歌）方面，Gemini 模型迭代、搜索等产品推理侧算力扩容及云客户算力租用需求，共同推动公司持续加码 AI 基础设施投资。Alphabet 资本开支由 2023 年的 323 亿美元、2024 年的 525 亿美元增至 2025 年的 914 亿美元，2026 年上半年已支出 805.98 亿美元；公司在 2026 年二季度电话会上将全年指引由 1,800 亿–1,900 亿美元上调至 1,950 亿–2,050 亿美元，主要用于加快产能交付以满足需求。需求端，2026 年二季度 Google Cloud 收入同比增长 82%至 248 亿美元；供给端，公司已开始向客户机房交付 TPU 系统，并计划在三季度阶段性增加第三方产能使用。

仅供内部参考，请勿外传！

图 11： Google Cloud 官方展台图



资料来源：Converge!NETWORK DIGEST，西部证券研发中心

AWS 方面，生成式 AI 训练与推理需求、云客户迁移以及自研 Trainium 和 Inferentia 芯片部署，正推动亚马逊持续扩大数据中心和服务器投资。亚马逊资本开支已由 2023 年的 481 亿美元增至 2024 年的 777 亿美元，2025 年进一步升至 1,283 亿美元；公司预计 2026 年资本开支约 2,000 亿美元，主要投向 AI 基础设施、芯片、服务器、网络设备和数据中心。AWS 服务器规模的实际增长仍取决于芯片交付、机架部署、数据中心投产以及电力和液冷设施建设进度。随着 Trainium、Inferentia 及配套 GPU 服务器持续上线，AWS AI 服务器数量和算力节点预计保持较快增长。

微软方面，Azure 云业务、Copilot 产品及大模型训练和推理需求共同推动其扩大数据中心与 AI 服务器部署。微软在资本开支中持续增加对服务器、数据中心和网络设备的投入，并通过 Azure 向客户提供 GPU 及自研 AI 基础设施。微软 2025 财年资本开支达到约 645.5 亿美元，其中主要用于建设和扩充支持 AI 工作负载的数据中心及采购服务器、GPU 等设备；微软预计 2026 财年资本开支将继续保持较快增长，以满足 Azure AI 服务需求和客户对算力的持续增长。Azure AI 服务需求增长、数据中心扩建以及对 GPU 和专用加速器的持续采购，构成服务器需求扩张的重要来源。

3.2 单机架功率密度提升，电源升级空间打开

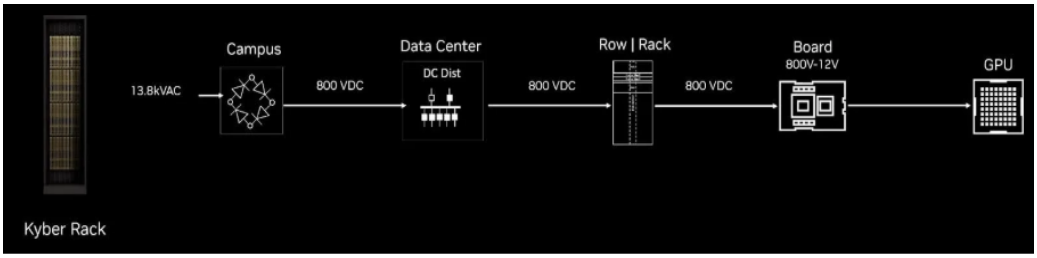
单机架功率密度提升促使电源升级是 AI 基础设施演进的核心命题。这一逻辑的起点，是大模型对低延迟、高带宽互联的需求高度依赖高速铜缆；而铜缆的有效传输距离存在物理上限，由此形成性能密度瓶颈。为搭建算力更强的 AI 系统，行业需要在更小的物理空间内集成更多 GPU，这种架构选择，使得算力性能与功率密度深度绑定。

AI 系统的低时延、高带宽互联对物理距离提出约束。NVIDIA 指出，铜缆有效传输距离有限，扩大互联域需要在更紧凑的空间内部署更多 GPU，使系统性能提升与机架功率密度上升相伴。以 Hopper 至 Blackwell 的架构演进为例，NVIDIA 披露单颗 GPU 的 TDP 增加 75%；互联域扩展至 72 颗 GPU 后，机架功率密度达到此前的 3.4 倍。AMD 公布的 Helios 方案同样采用单机架 72 颗 GPU 配置，体现了机架级集成趋势。

功率进一步集中后，面向高密度机架的配电架构逐步成形。 Google 表示，既有 48 V 架构覆盖约 10—100 kW 的 IT 机架，并判断 2030 年前机器学习机架的需求将超过 500 kW；其提出的 ±400 V 方案以最高 1 MW/机架为目标。Google 的首阶段方案将 AC/DC 电源移至相邻电源机架，以释放 IT 机架空间，并称端到端效率提高约 3%。NVIDIA 也提出面向高密度机架的 800 VDC 配电架构。

仅供内部参考，请勿外传！

图 12： NVIDIA Kyber 机架供电示意图



资料来源： NVIDIA DEVELOPER，西部证券研发中心

四、AI数据中心电源业务有望成为公司重要增长曲线

4.1 AI数据中心为公司重要战略方向

公司以往海外业务主要受通信业务的 5G 拉动，随 5G 投入期结束公司的海外业务即随之萎缩。公司将数据中心电源确立为重要战略方向，在该领域已形成覆盖一次、二次及三次变换的全系列电源解决方案供给能力。

数据中心供电体系长期遵循“三级架构”，随着 AI 算力密度提升，数据中心功率密度与供电电压等级持续上移，供电体系向更高电压的直流架构演进。公司围绕这一方向布局了高压输入母线变换模块以适配数据中心的电压升级趋势。针对高压 HVDC 母线的趋势，公司开发了±400V/800V 输入母线变换模块，采用独创电路拓扑结构，在全砖封装下实现超过 98%的转换效率的 10KW/12KW 输出，效率水平在同类产品中处于国际领先地位，可有效降低超算中心能耗。

根据公司公告《300593 新雷能投资者关系管理信息 20251202》披露，公司产品可以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。包括 HVDC 电源、PSU 电源和 CRPS 电源等一次电源，多款母线变换器、比例变换器等二次电源，以及 Power Block、VPD 等三次电源产品。

表 2：公司三轮驱动战略拆解

驱动轮	内容
1.特种电源	稳固基本盘
2. AI 数据中心	大力发展
3. 商业航天	积极布局

资料来源：公司公告《300593 新雷能投资者关系管理信息 20260827》，西部证券研发中心

4.2 以 ADI 为合作支点“借船出海”

公司与 ADI 建立"技术共创、渠道共赢"的深度合作。北美是全球数据中心投资最集中的区域之一，也是海外大客户验证的主战场；全球模拟芯片龙头 ADI 总部位于美国、渠道覆盖全球，公司藉此切入海外供应链体系。深圳雷能为 ADI 在数据中心领域认证的二次电源合作伙伴：一方输出电源产品研发与制造，一方输出芯片、品牌与渠道，形成"芯片＋电源"的组合，共同开拓海外数据中心市场。

公司已通过 ADI 顺利供货海外市场。证券日报网 5 月 24 日讯，新雷能在接受调研者提问时表示，国际市场方面，公司通过与 ADI 的合作目前已成功实现一家数据中心大客户的批量供货，同时 ADI 正在积极推进其他客户，目前已经有 3-4 家海外大客户在进行产品验证

仅供内部参考，请勿外传！

阶段。根据公司公告《300593 新雷能投资者关系管理信息 20260511》，数据中心电源海外业务二次电源 DC/DC 模块电源已有型号进入大批量生产交付。此外，根据公司公告《300593 新雷能投资者关系管理信息 20260827》，公司已于近期通过了谷歌的预审。谷歌有望成为公司重要客户。

图 13：第六届中国国际进口博览会进博会 ADI 展台实拍



资料来源：ADI 官网，西部证券研发中心

4.3 定向增发：积极扩张，进一步提升产能

需求快速增长，产能瓶颈显现。根据 Valuates Reports 发布数据，在人工智能技术发展的刺激下，2024 年全球 AI 服务器电源市场规模为 28.46 亿美元，预计到 2031 年将增长至 608.10 亿美元，2025-2031 年复合增长率达到 45.00%。数据中心领域，高功率密度电源是深圳雷能重点战略方向，深圳雷能在该领域已形成覆盖一次（OCP 及 CRPS 电源）、二次及三次变换的全系列电源解决方案供给能力。深圳"通信及数据中心电源研发制造基地"于 2025 年 10 月投产，建筑面积约 2.2 万平方米，规划 7 条 SMT 产线、2 条全自动化生产线与 9 条组装线。但深圳雷能模块电源产能仅能达到 330 万片/年（其中 110 万片/年产能预计 2026 年底前建成）。目前厂房空间和产线与未来业务需求差距较大，无法有效承接未来持续增长的市场订单，恐面临丢失重要战略项目的风险。

定增募资 17.87 亿元，进一步扩充生产能力。2026 年 8 月 15 日，新雷能公告《2026 年度向特定对象发行 A 股股票预案》。本次发行募集资金拟主要投向深圳雷能制造基地建设项目和北京电机及控制器产业化项目，通过完善生产场地、工艺装备和制造配套条件，提升公司对市场需求变化的响应能力。本次发行计划募集资金总额不超过 178,658.24 万元。扣除发行费用后的募集资金净额将用于投资以下项目：

表 3：新雷能向特定对象发行股票募集资金拟使用项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金投入金额（万元）
1	深圳雷能制造基地建设项目	134，482.99	134，482.99
2	北京电机及控制器产业化项目	6，675.26	6，675.26
3	补充流动资金项目	37，500.00	37，500.00
合计		178，658.24	178，658.24

资料来源：新雷能《2026 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传！

五、盈利预测与投资建议

5.1 关键假设与盈利预测

对公司各板块进行预测：

电源及电机驱动：2026 年上半年，AI 电源业务开始贡献增量，但受缺料影响电源业务增长或较为稳健；2027-2028 年，随着定增落地、产能扩产，在 AI 需求饱满、商业航天加速发展的情况下电源及电机驱动业务或高增速扩张。预计 2026-2028 年公司电源及电机驱动业务营业收入为 13.80/25.68/33.09 亿元，同比增长 24.96%/86.00%/28.89%。随着规模效应体现，预计毛利率较为稳健，毛利率分别为 36.45/36.30%/36.00%。

其他业务：公司其他业务收入主要是集成电路、电机等产品，需求增速或保持较高增长，预计 2026-2028 年其他业务营业收入为 1.27/1.99/3.19 亿元，同比增长 51.64%/57.19%/60.25%。由于非核心业务，毛利率或保持稳定，预计毛利率分别为 62.46%/62.74/62.74%。

预计 26-28 年总体实现营收 15.07/27.67/36.28 亿元，同比增 26.83%/83.58%/31.15%，公司总体毛利率为 38.64%/38.20%/38.35%。

以上预测符合公司股权激励目标。公司 2026 年上半年营收已恢复增长态势。根据公司 2025 年设定的股权激励及员工持股计划考核目标，2026 年营业收入增长率目标不低于 60%（以 2024 年为基数）即不低于 14.75 亿元，2027 年目标不低于 120%（以 2024 年为基数）即不低于 20.28 亿元。

表 4：新雷能盈利预测收入拆分

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	921.73	1188.20	1507.02	2766.58	3628.27
yoy	-37.16%	28.91%	26.83%	83.58%	31.15%
毛利率	40.04%	38.45%	38.64%	38.20%	38.35%
电源及电机驱动	866.10	1104.69	1380.39	2567.53	3309.29
yoy	-36.22%	27.55%	24.96%	86.00%	28.89%
毛利率	38.80%	36.42%	36.45%	36.30%	36.00%
收入占比	93.96%	92.97%	91.60%	92.81%	91.21%
其他	55.63	83.51	126.63	199.05	318.98
yoy	-48.84%	50.12%	51.64%	57.19%	60.25%
毛利率	59.24%	65.25%	62.46%	62.74%	62.74%
收入占比	6.04%	7.03%	8.40%	7.19%	8.79%

资料来源：同花顺 iFinD，西部证券研发中心（2025 年电源及电机驱动毛利率为推算值，公司当年未披露该毛利率）

5.2 投资建议

预计公司 2026-2028 年实现营收 15.07/27.67/36.28 亿元，同比增 26.83%/83.58%/31.15%；实现归母净利润 0.29/3.16/5.55 亿元，同比增 114.81%/993.02%/75.53%，对应 EPS 为 0.05/0.58/1.02 元。我们选取国博电子、中富电路、麦格米特作为可比公司。

可比性在于：1、业务品类角度，麦格米特电源业务包含数据中心电源，与公司未来增长弹性较高的电源业务重合，行业成长逻辑具备可比性；国博电子与公司均覆盖军工电子领域，供货航空航天，因此都受军工订货节奏影响，具备周期共振特征。2.产业链景气角度，

仅供内部参考，请勿外传！

中富电路虽非电源制造商，但其生产的 PCB 处于 AI 电源产业链关键配套位置，产业链主题与景气共振可比。

预计 2027 年在海外云服务商（CSP）资本开支扩张拉动下公司 AI 相关电源业务或增长较快，且公司新一轮定增扩产也逐步放量。因此可比估值选取 2027 年数据。2027 年可比公司平均 PE 为 44 倍（可比公司预测数据来自 Wind 一致预期）。新雷能有望深度受益于 AI 数据中心电源业务，业绩增长动能强劲，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：新雷能可比公司估值（2026 年 10 月 30 日收盘价）

股票代码	股票名称	总市值	股价	EPS（元/股）					PE（倍）		
		（亿元）	（元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688375.SH	国博电子	355.76	59.69	0.81	0.85	0.89	1.13	1.43	67.29	52.94	41.75
300814.SZ	中富电路	178.22	93.10	0.22	0.16	0.71	1.80	2.80	131.59	51.68	33.31
002851.SZ	麦格米特	454.86	77.72	0.87	0.27	1.36	2.91	4.46	57.30	26.73	17.41
平均数									85.40	43.78	30.82
300593.SZ	新雷能	109.53	20.19	-0.93	-0.36	0.05	0.58	1.02	378.39	34.62	19.72

资料来源：西部证券研发中心；注：可比公司一致性预测来自 Wind 一致性预期

仅供内部参考，请勿外传！

六、风险提示

技术研发不及预期风险：电源行业技术迭代较快，若公司在高效二次 / 三次电源（POWER BLOCK、VPD）、800V HVDC 高压直流架构、抗辐照空间电源及高功率密度特种电源模块等核心技术方向的研发与工艺迭代进度不及海外龙头及国内同行竞品，将削弱公司产品竞争力，延缓 ADI 等国际客户的产品认证与优质订单获取，进而影响市场份额与盈利水平。

下游需求不及预期风险：公司特种电源、数据中心电源、商业航天电源分别主要面向军工装备采购、AI 数据中心算力建设及低轨卫星组网。若军方装备列装节奏放缓、海外云厂商 AI 资本开支收缩或 800V 高压直流渗透不及预期、商业卫星发射组网节奏延后，将直接导致公司各业务板块订单承接量下滑，营业收入与利润兑现承压。

产能扩张不及预期风险：若产线建设延期、客户认证进度延后、量产良率不及规划，将延缓产能释放节奏，无法匹配 ADI 渠道国际客户及军工客户的交付需求，进而拖累营收增长与业绩兑现。

原材料价格大幅波动风险：上游原材料价格出现持续性大幅上涨，或进口器件供应趋紧、交期拉长，公司产品成本将显著抬升；若产品调价传导存在滞后性，会直接压缩特种电源与数据中心电源各业务板块的毛利空间，带来毛利率下行压力。

客户集中度过高的风险：公司特种电源业务主要供应军工集团及军方客户，数据中心电源产品通过 ADI 渠道对接国际客户，客户集中度相对偏高。若核心军工客户缩减采购、数据中心业务 ADI 渠道订单不及预期，或国际客户切换供应商、转向自研替代，而公司新客户与新行业开拓不顺，将导致营业收入与产能利用率下滑，损害公司业绩与现金流。

增发募投不及预期风险：公司本次向特定对象发行股票募集资金主要投向深圳制造基地、北京电机及控制器产业化项目。若项目建设进度延期、产线调试良率爬坡不及预期，叠加 AI 算力、商业航天下游资本开支放缓，新增产能存在消化压力；同时本次增发存在即期回报摊薄、发行审批不及预期的风险，若募投效益不达预期，将对公司盈利水平与长期业绩兑现形成拖累。

仅供内部参考，请勿外传！

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	627.73	654.06	150.70	276.66	362.83
应收款项	1056.82	1043.77	1197.36	1894.92	2465.24
存货净额	859.75	839.03	937.45	1030.49	1225.64
其他流动资产	243.28	81.92	133.73	245.51	321.97
流动资产合计	**2805.60**	**2633.68**	**2443.42**	**3491.95**	**4433.87**
固定资产及在建工程	951.45	1303.72	1626.73	1807.44	1855.24
长期股权投资	9.91	9.64	8.99	8.34	7.68
无形资产	122.23	129.97	143.89	190.34	177.66
其他非流动资产	378.99	162.53	200.65	188.77	126.90
非流动资产合计	**1476.50**	**1610.87**	**1982.76**	**2194.89**	**2167.49**
资产总计	**4282.11**	**4244.55**	**4426.18**	**5686.84**	**6601.35**
短期借款	253.48	170.13	283.79	607.22	722.88
应付款项	366.19	310.61	481.23	889.68	1163.97
其他流动负债	373.58	602.26	492.78	842.43	1070.53
流动负债合计	**993.24**	**1083.00**	**1257.80**	**2339.34**	**2957.38**
长期借款及应付债券	633.19	651.15	633.05	539.72	357.96
其他长期负债	18.62	37.18	37.18	37.18	37.18
长期负债合计	**651.81**	**688.33**	**670.23**	**576.91**	**395.14**
负债合计	**1645.05**	**1771.33**	**1928.03**	**2916.24**	**3352.53**
股本	542.50	542.50	542.50	542.50	542.50
股东权益	2637.05	2473.22	2498.15	2770.60	3248.83
负债和股东权益总计	**4282.11**	**4244.55**	**4426.18**	**5686.84**	**6601.35**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-514.05	-203.18	30.30	331.24	581.41
折旧摊销	107.20	107.82	227.45	287.22	326.75
利息费用	15.47	36.20	39.61	47.07	49.58
其他	358.89	-8.14	-237.09	-149.63	-338.51
经营活动现金流	-32.49	-67.29	36.46	492.09	595.42
资本支出	346.91	437.68	600.00	500.00	300.00
其他	86.71	346.93	9.61	9.61	9.61
投资活动现金流	-260.19	-90.75	-590.39	-490.39	-290.39
债务融资	216.20	-65.40	95.56	230.11	-66.11
权益融资	7.81	-0.11	0.00	0.00	0.00
其它	-109.13	234.61	-44.98	-105.85	-152.76
筹资活动现金流	114.88	169.10	50.57	124.26	-218.86
汇率变动					
现金净增加额	-177.81	9.24	-503.35	125.96	86.17

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**921.73**	**1188.20**	**1507.02**	**2766.58**	**3628.27**
营业成本	552.69	731.38	924.78	1709.68	2236.79
税金及附加	8.13	9.95	12.10	22.21	29.13
销售费用	57.72	56.32	60.28	85.76	108.85
管理费用	123.15	134.32	113.03	190.89	199.56
财务费用	15.47	36.20	39.61	47.07	49.58
其他费用/（-收入）	647.56	422.26	327.55	398.87	457.52
营业利润	**-482.99**	**-202.24**	**29.68**	**312.09**	**546.86**
营业外净收支	-0.38	-3.36	-1.25	-1.25	-1.25
利润总额	**-483.37**	**-205.60**	**28.44**	**310.84**	**545.61**
所得税	30.67	-2.43	-1.87	-20.39	-35.80
净利润	**-514.05**	**-203.18**	**30.30**	**331.24**	**581.41**
少数股东损益	-13.27	-7.73	1.36	14.85	26.07
归属于母公司净利润	**-500.78**	**-195.45**	**28.95**	**316.39**	**555.34**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	-20.34%	-8.48%	1.24%	12.23%	18.28%
毛利率	40.04%	38.45%	38.64%	38.20%	38.35%
营业利润率	-52.40%	-17.02%	1.97%	11.28%	15.07%
销售净利率	-55.77%	-17.10%	2.01%	11.97%	16.02%
成长能力					
营业收入增长率	-37.16%	28.91%	26.83%	83.58%	31.15%
营业利润增长率	-630.90%	58.13%	114.68%	951.34%	75.23%
归母净利润增长率	-617.17%	60.97%	114.81%	993.02%	75.53%
偿债能力					
资产负债率	38.42%	41.73%	43.56%	51.28%	50.79%
流动比	2.82	2.43	1.94	1.49	1.50
速动比	1.96	1.66	1.20	1.05	1.08

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	-0.92	-0.36	0.05	0.58	1.02
BVPS	4.54	4.25	4.29	4.77	5.60
估值					
P/E	-21.87	-56.04	378.39	34.62	19.72
P/B	4.45	4.75	4.70	4.23	3.60
P/S	11.88	9.22	7.27	3.96	3.02

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传！

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

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。

分析师声明

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，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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。