

# 锐捷网络 (301165)

证券研究报告

2025年07月04日

## AI时代的网络先锋

### 行业领先的网络解决方案设备商

锐捷网络成立于2003年，在全球拥有8大研发中心，业务覆盖100多个国家和地区，助力各行业客户实现数字化转型和价值升级。公司主要聚集网络设备、网络安全、云桌面三大产品线，其中，网络设备产品线收入贡献最高，占比超过70%，网络安全产品毛利率较高。公司重视自主研发，研发人员占比超过50%，采取经销为主，直销为辅的销售模式，并积累了广泛而稳定的渠道资源，助力公司业务发展。公司营业收入呈现持续增长，从2017年到2024年的复合增长率为17.48%。此外，公司积极拓展海外业务，坚持“深耕大国、渠道下沉”的战略方针，海外营收显著提升。

### 交换机市场迎来新发展机遇

全球交换机市场和中国交换机市场规模稳步增长，市场集中度较高，根据中商产业研究院数据，2024年，中国交换机前五厂商分别为华为、新华三、锐捷网络、思科、中兴通讯，其中华为份额位列国内第一。与此同时，白盒交换机在过去三十年里得到了快速发展，白盒交换机具有开放解耦，降低购置和运维成本的优势，用户可以任意购买交换机的硬件、安装软件。

AI模型训练、数据分析等任务需要高速的数据传输，推动了数据中心交换机的升级。根据Dell'Oro Group的预测，到2027年，400G和800G速率的端口占比将达到40%以上；到2025年，AI后端网络中的大多数交换机端口预计将达到800G，到2027年将达到1.6T。此外，CPO技术可降低交换机系统功耗，国内外大厂争相布局，英伟达发布CPO产品并加速量产。

### 竞争优势显著，成长价值凸显

公司聚焦运营商和大型互联网客户，高端产品在运营商集采中实现突围，中标中国移动GSE首标，并紧跟AI发展趋势，助力互联网大客户智算中心建设。公司积极拥抱白盒交换机，多次中标互联网大客户研发标，凭借场景化的产品和解决方案创新，在多个行业领域里，公司产品的市场占有率位居前列。公司已自建产线用于部分数据中心交换机的生产，截至到2024年底，数据中心交换机产能为15万台。此外，经过多年的发展，公司已建立专业的技术服务体系，具备快速响应能力和解决方案构建能力。

### 投资建议：公司有望充分受益于AI发展

我们预计公司在2025-2027年营业收入为139.65、160.84、182.69亿元，归母净利润为7.78、9.70、11.79亿元。基于公司在交换机产品的深度布局，有望充分受益于AI的发展，同时公司积极开拓海外市场，我们认为公司未来具备增长潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**AI应用发展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；产品研发失败的风险；国际贸易摩擦的风险。

### 投资评级

行业	通信/通信设备
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	57.95元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	795.45
流通A股股本(百万股)	95.45
A股总市值(百万元)	46,096.59
流通A股市值(百万元)	5,531.59
每股净资产(元)	8.26
资产负债率(%)	52.13
一年内最高/最低(元)	94.66/27.96

### 作者

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**康志毅** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110522120002  
kangzhiyi@tfzq.com

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**张天宇** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110525040002  
zhangjiantu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,541.57	11,698.76	13,965.20	16,084.22	18,269.31
增长率(%)	1.90	1.36	19.37	15.17	13.59
EBITDA(百万元)	2,236.15	2,169.77	562.07	706.48	871.09
归属母公司净利润(百万元)	401.20	574.08	778.07	969.90	1,178.68
增长率(%)	(27.05)	43.09	35.53	24.65	21.53
EPS(元/股)	0.71	1.01	0.98	1.22	1.48
市盈率(P/E)	82.07	57.35	59.24	47.53	39.11
市净率(P/B)	7.68	7.20	8.73	7.86	7.02
市销率(P/S)	2.85	2.81	3.30	2.87	2.52
EV/EBITDA	8.45	18.19	77.87	62.37	49.73

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 行业领先的网络解决方案设备商 .....	5
1.1. 公司聚焦三大产品线 .....	5
1.2. 公司坚持自主研发，经销和直销相结合 .....	7
1.3. 公司营业收入持续增长，海外业务占比提升 .....	8
2. 交换机市场迎来新发展机遇 .....	9
2.1. 交换机市场稳步增长，市场集中度较高 .....	9
2.2. 白盒交换机开放解耦，降低购置和运维成本 .....	10
2.3. AI 推动数据中心端口向更高速率发展 .....	11
2.4. CPO 交换机发展前景广阔 .....	12
2.5. 云桌面替代部分商用 PC，逐步从产品演变为服务方式 .....	14
2.6. 中国网络安全市场规模持续增长 .....	15
3. 竞争优势显著，成长价值凸显 .....	16
3.1. 公司聚焦大客户，突破运营商高端市场 .....	16
3.2. 聚焦产品研发，市占率位居前列 .....	17
3.3. 加大海外市场开拓，海外业务迅速增长 .....	19
3.4. 自建产能保障交付，建立快速响应的服务能力 .....	20
4. 盈利预测与投资建议 .....	21
4.1. 盈利预测 .....	21
4.2. 投资建议 .....	21
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1：公司产品应用情况 .....	5
图 2：公司股权架构图（截至公司 2025 年一季报） .....	5
图 3：公司主要产品情况 .....	6
图 4：公司三大产品线收入占比情况 .....	7
图 5：公司三大产品线毛利率情况 .....	7
图 6：公司 2017-2025Q1 研发费用及研发费用占比情况 .....	7
图 7：公司直销和经销占比 .....	7
图 8：公司渠道体系架构 .....	8
图 9：公司 2017-2025Q1 营业收入及同比增长率 .....	8
图 10：公司 2017-2025Q1 归母净利润及同比增长率 .....	8
图 11：公司期间费用率情况 .....	9
图 12：公司毛利率和净利率情况 .....	9
图 13：公司 2017-2024 国内和国外业务占比情况 .....	9
图 14：公司 2017-2024 国内和国外业务毛利率情况 .....	9

图 15: 交换机产业链概况 .....	9
图 16: 2019-2024E 年全球交换机市场规模 .....	10
图 17: 2019-2024E 年中国交换机市场规模 .....	10
图 18: 全球交换机市场份额 .....	10
图 19: 2024 年中国交换机市场竞争格局 .....	10
图 20: 白盒交换机的发展历史 .....	11
图 21: 白盒交换机架构 .....	11
图 22: 传统交换机与白盒交换机架构对比图 .....	11
图 23: 中国网络市场规模 (2020-2024 年) .....	12
图 24: AI 后端网络交换机端口演进趋势 .....	12
图 25: 数据中心以太网交换机年出货端口数 (百万个) .....	12
图 26: CPO 共封装技术 .....	12
图 27: 从 Pluggable 到 CPO 的 51.2T 系统功耗降低 .....	12
图 28: CPO 交换机的总体结构 .....	13
图 29: 博通 Bailly CPO 交换机 .....	13
图 30: 新华三 800G CPO 硅光交换机 .....	13
图 31: 英伟达两款硅光共封芯片 .....	14
图 32: 英伟达三款 CPO 交换机 .....	14
图 33: 云桌面技术 .....	14
图 34: 中国虚拟客户端软件市场规模及增长 .....	15
图 35: 中国桌面即服务市场规模及增长 .....	15
图 36: 中国虚拟客户端计算软件市场竞争格局 .....	15
图 37: 中国桌面即服务市场竞争格局 .....	15
图 38: 2022-2027 中国网络安全市场规模预测 .....	16
图 39: 中国网络安全市场竞争格局 .....	16
图 40: 公司前五大客户营收占比情况 .....	16
图 41: 2022H1 前五大直销客户营收占公司直销营业收入的比例 .....	16
图 42: 中国移动携手锐捷等合作伙伴发布 GSE 样机 .....	16
图 43: 锐捷网络广泛参与开放组织及产业合作 .....	17
图 44: 锐捷网络商用交换机经验复制到白盒交换机 .....	17
图 45: 锐捷网络 25G 白盒交换机 (48*25G+8*100G TOR) .....	17
图 46: 锐捷网络 100G 白盒交换机 (4 槽*32 口 100G) .....	17
图 47: 锐捷网络发布 51.2T 硅光 NPO 交换机 .....	18
图 48: 锐捷网络发布 25.6T 硅光 CPO 交换机 .....	18
图 49: 锐捷网络发布极简以太全光 4.0 方案 .....	18
图 50: 海外业务营收及同比增长情况 .....	19
图 51: 锐捷以太彩光方案在泰国兰纳皇家理工大学部署 .....	19
图 52: 锐捷网络在日本的公共无线网络建设 .....	19
图 53: 锐捷网络服务工具支撑 .....	20

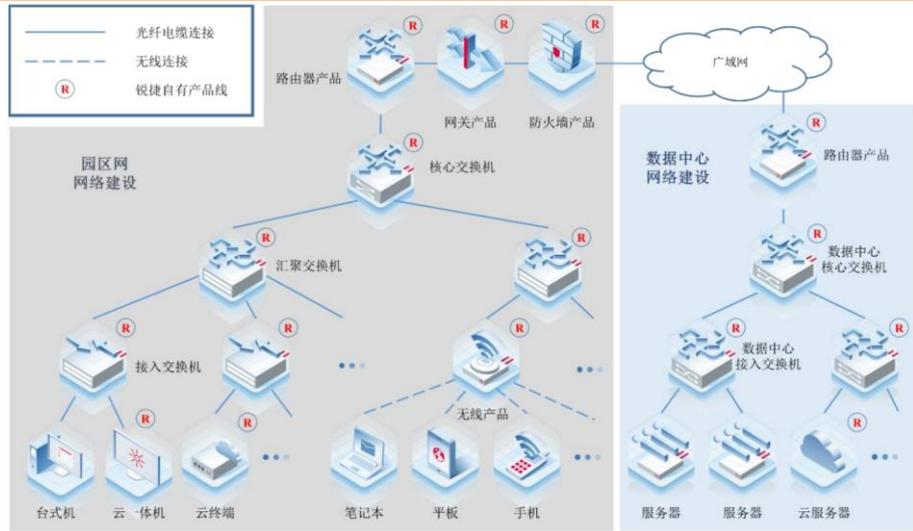
表 1: 公司主要管理层情况 .....	6
表 2: 公司部分产品市场排名 .....	19
表 3: 公司主要代工厂及代工产品类型 .....	20
表 4: 公司营业收入预测及拆分 (百万元) .....	21

## 1. 行业领先的网络解决方案设备商

### 1.1. 公司聚焦三大产品线

聚焦 ICT 领域，覆盖多个行业信息化建设。锐捷网络成立于 2003 年，是行业领先的 ICT 基础设施及解决方案提供商。公司在全球拥有 8 大研发中心，业务覆盖 100 多个国家和地区，服务各行业客户数字化转型。此外，公司的创新成果已广泛应用于政府、运营商、金融、教育、医疗、互联网、能源、交通、商业、制造业等行业信息化建设，助力各行业客户实现数字化转型和价值升级。同时，锐捷与各行业头部客户建立了深度合作关系，服务 1000 多家金融机构、100% 的双一流高校、60% 的全国百强医院、超 200 家中国 500 强企业。

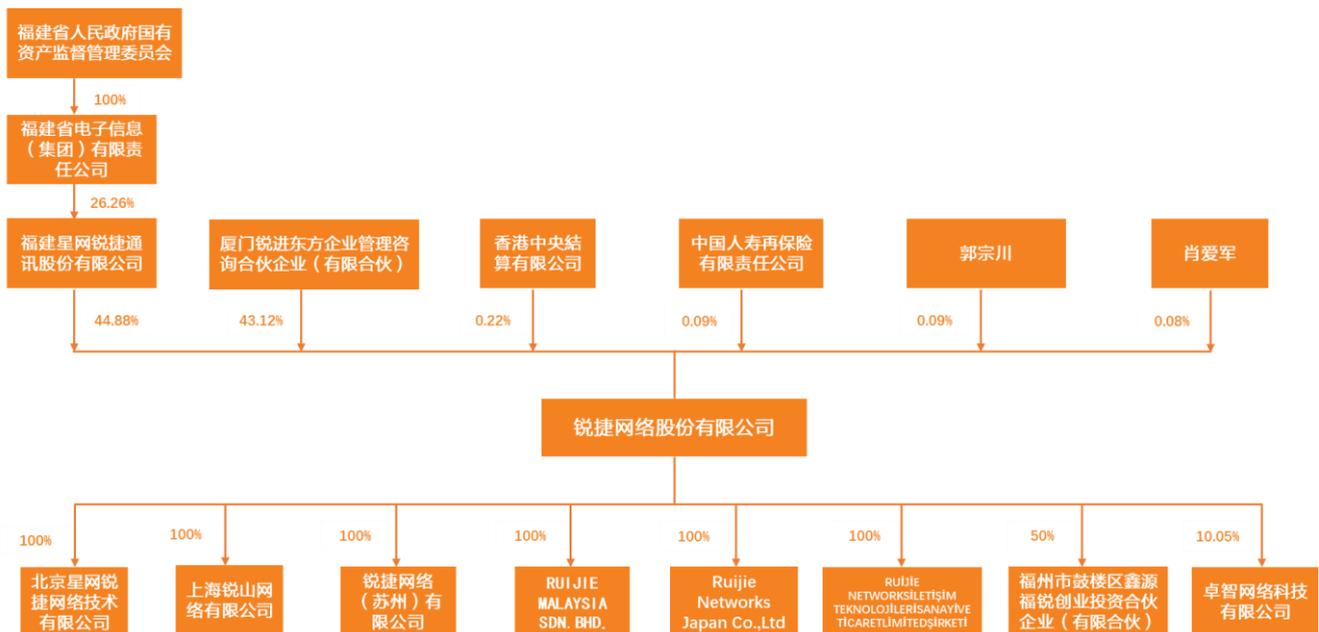
图 1：公司产品应用情况



资料来源：锐捷网络招股说明书，天风证券研究所

公司股权架构清晰，通过员工持股平台进行激励。公司第一大股东福建星网锐捷持股比例为 44.88%；第二大股东厦门锐进咨询为员工持股平台，公司自 2012 年起通过员工持股平台对核心骨干员工进行股权激励，目前员工持股平台持股比例高达 43.12%，激励举措极大地增强了骨干员工和团队的积极性、稳定性与使命感。长期以来，公司清晰稳固的股权架构和管理团队、完善的员工激励机制为公司稳健经营和持续发展提供了强有力的保障。

图 2：公司股权架构图（截至公司 2025 年一季度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司高管行业经验丰富。公司管理层深耕通信及云计算行业，了解相关领域的前沿技术走

向，使得公司的技术研发和服务得以紧跟经营战略和市场变化。

表 1：公司主要管理层情况

姓名	职位	主要经历
阮加勇	董事长，董事	历任福建实达电脑集团股份有限公司科研中心主任、副总工程师、终端事业部总经理、常务副总经理；福建星网锐捷通讯股份有限公司董事、副董事长，总经理。现任福建星网锐捷通讯股份有限公司董事长。2003 年至今，任公司董事，2024 年 11 月至今，任公司董事长。
刘忠东	董事、总经理	历任福建实达电脑集团股份有限公司销售员、北京分公司总经理、打印机事业部总经理、代理产品事业部总经理；福建星网锐捷通讯股份有限公司市场部总监、副总经理。2003 年至今，任公司董事、总经理。
陈宏涛	董事、副总经理	历任实达电脑集团股份有限公司软件工程师、产品经理；福建星网锐捷通讯股份有限公司网络通讯研究院副院长。2003 年至今，任公司研究院院长、董事、副总经理。
刘弘瑜	副总经理、财务负责人	曾任北京市三环毛纺针织集团公司第三毛条厂第一车间主任，北京市埃姆毛纺有限公司设备科专员，福建星网锐捷通讯股份有限公司网络营销部经理。2003 年至今，历任公司副总经理、财务负责人。
诸益平	副总经理	曾任北京首钢设计院设计员，日立工机株式会社北京办事处营业员，福建星网锐捷通讯股份有限公司网络事业部营销经理、网络分销部北方区经理。2003 年以来，历任公司分销部北方区经理、行业营销及销售训练部总经理、商业行业部总经理、SMB 事业部总经理、公司副总经理，现任公司副总经理、中小企业网络事业群总经理。
黄育辉	副总经理	曾任福州市闽清农村信用合作联社会计，福建星网锐捷通讯股份有限公司销售、分销部东北区域经理。2003 年以来，历任公司分销部东北区域经理、北方区经理、教育行业部总经理、销售部总经理、公司副总经理，现任公司副总经理、企业级网络事业群总经理。
姚斌	董事会秘书	曾任济南金钟电子衡器股份有限公司技术员、工程师、车间副主任、设备动力部长、董事，积成电子股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书。现任公司董事会秘书。

资料来源：锐捷网络年报，天风证券研究所

公司主要聚集网络设备、网络安全、云桌面三大产品线。公司的主要产品包括网络设备（交换机、路由器、无线产品等）、网络安全产品（安全网关、下一代防火墙、安全态势感知及审计检测等）、云桌面整体解决方案等。

图 3：公司主要产品情况



资料来源：锐捷网络公告，天风证券研究所

网络设备产品贡献主要收入，网络安全产品毛利率较高。2017-2024 年，网络设备产品线收入占比超过 70%，2024 年网络设备产品线收入占比为 82.52%；网络安全产品毛利率较高，2024 年该产品线毛利率为 60.79%。

图 4：公司三大产品线收入占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司三大产品线毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 公司坚持自主研发，经销和直销相结合

公司重视研发投入，研发人员占比超过 50%。公司自成立以来，即确立了技术与应用充分融合的技术路线，始终坚持“敏锐快捷”的创新之路，通过敏锐洞察行业发展趋势和客户场景应用需求，快速灵活响应，形成差异化的高价值产品解决方案。截至 2024 年 12 月底，公司拥有八大研发中心，研发人员占比超过 50%，公司累计申请并获受理专利 3430 项，其中发明专利 3211 项，拥有授权专利 1319 项，其中发明专利 1192 项。

图 6：公司 2017-2025Q1 研发费用及研发费用占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司采取经销为主，直销为辅的销售模式。经销模式主要面向政府部门及教育、医疗、制造、商业等行业客户和 SMB 客户。直销模式主要针对中国移动、中国电信、中国联通、阿里巴巴、腾讯等大客户。公司直销占比持续提升，从 2019 年的 17.18% 增长到 2024 年的 46.32%。

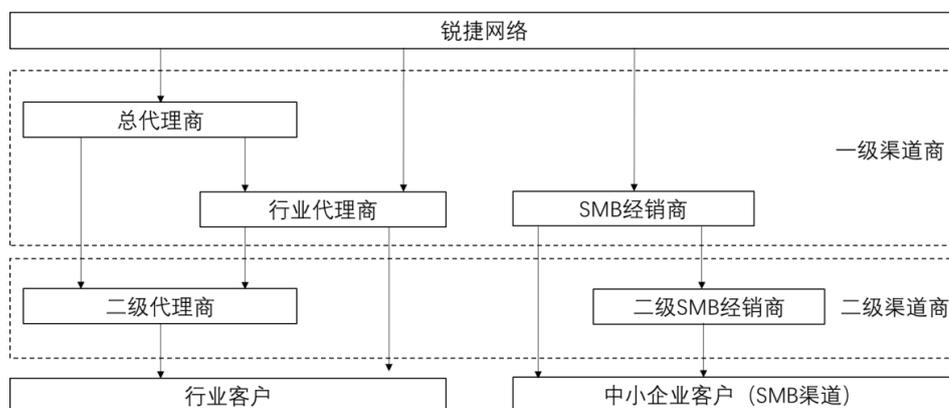
图 7：公司直销和经销占比



资料来源：锐捷网络公告，天风证券研究所

公司积累了广泛而稳定的渠道资源，为业务规模发展奠定良好基础。公司销售渠道可分为行业客户渠道和 SMB 渠道。行业客户渠道主要面向行业客户，包括总代理商、行业代理商和二级代理商；SMB 渠道主要面向中小企业客户，包括 SMB 经销商和二级 SMB 经销商。截至到 2024 年 12 月底，公司拥有 2 万多家合作伙伴，销售网络遍布国内，并深入至地市及区县级客户。同时，公司业务范围也已覆盖海外多个国家和地区。

图 8：公司渠道体系架构



资料来源：锐捷网络公告，天风证券研究所

### 1.3. 公司营业收入持续增长，海外业务占比提升

公司营业收入呈现持续增长的趋势。公司营业收入从 2017 年的 37.88 亿元增长到 2024 年的 116.99 亿元，年复合增长率为 17.48%；归母净利润从 2017 年的 3.30 亿元增长到 2024 年的 5.74 亿元，年复合增长率为 8.23%。2023 年公司归母净利润同比下降 27.26%。主要是由于随着公司经营规模扩大，人工等管理费用有所上升，研发投入增加所致。2025 年 Q1，公司营业收入和归母净利润均实现同比增长。

图 9：公司 2017-2025Q1 营业收入及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

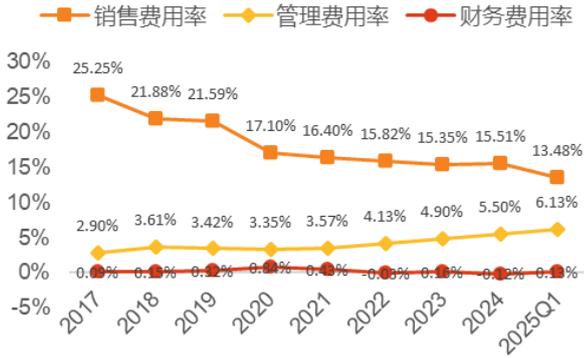
图 10：公司 2017-2025Q1 归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

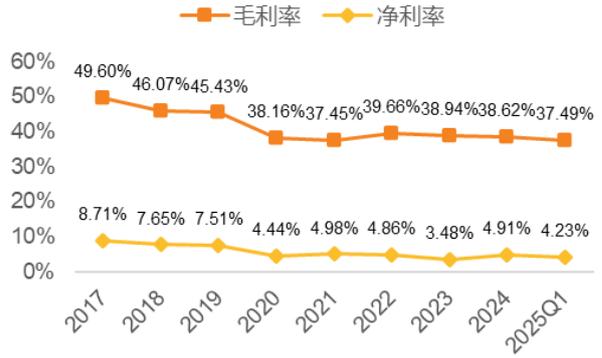
公司毛利率和净利率整体呈现下降趋势。公司销售费用率整体呈现下降的趋势，从 2017 年的 25.25% 下降到 2025Q1 的 13.48%；管理费用率整体呈现增长的趋势，从 2017 年的 2.90% 增长到 2025Q1 的 6.13%；财务费用率整体保持平稳。2025 年 Q1，公司毛利率和净利率分别为 37.49% 和 4.23%。

图 11：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

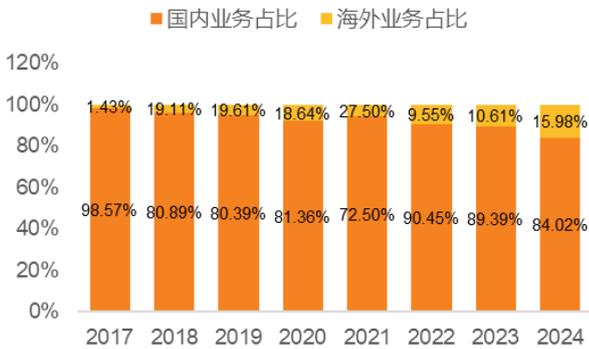
图 12：公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司积极拓展海外业务，海外业务占比逐步提升。公司海外业务占比从 2017 年的 1.43% 提升到 2024 年的 15.98%，且从 2023 年开始，海外业务毛利率超过国内业务毛利率。2024 年，公司海外业务毛利率为 46.31%。

图 13：公司 2017-2024 国内和国外业务占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司 2017-2024 国内和国外业务毛利率情况



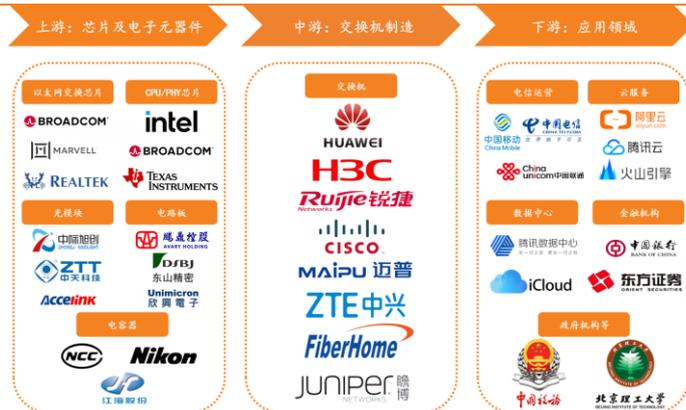
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 交换机市场迎来新发展机遇

### 2.1. 交换机市场稳步增长，市场集中度较高

交换机产业链上游为芯片及电子元器件，包括以太网交换芯片、CPU/PHY 芯片、电子元器件；中游为交换机制造，可分为广域网交换机和局域网交换机；下游应用于电信运营、云服务、数据中心、金融机构、政府机构等领域。

图 15：交换机产业链概况



资料来源：中商情报网公众号，中国银行官网，东方财富网，浙江省税务局官网，北京理工大学官网，天风证券研究所

**全球交换机市场和中国交换机市场规模稳步增长。**在数字化转型和人工智能趋势的推动下，全球交换机市场规模稳步增长，根据中商情报网的数据，全球交换机市场规模预计从 2019 年的 287.85 亿美元增长到 2024 年的 416.44 亿美元。此外，云计算、大数据、5G、物联网等信息技术的应用为网络设备行业带来了新的发展机遇，中国交换机市场规模从 2019 年的 380 亿元增长到 2024 年的 749 亿元。

图 16：2019-2024E 年全球交换机市场规模



资料来源：中商情报网，IDC，天风证券研究所

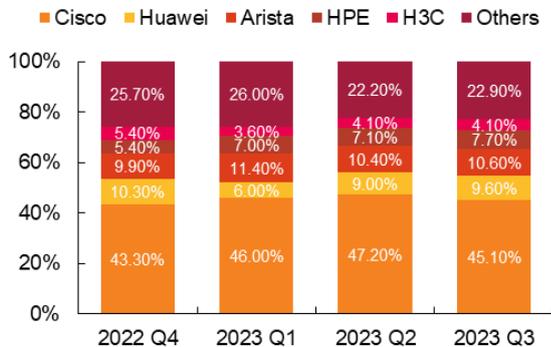
图 17：2019-2024E 年中国交换机市场规模



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

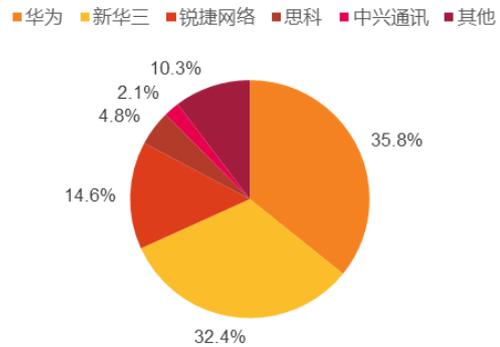
**交换机市场集中度较高，锐捷网络份额位列国内第三。**根据 IDC 统计数据，2023Q3，全球市场交换机前五厂商为思科、华为、Arista、HPE、新华三，其中思科以 45.10% 的市场份额位列全球第一；根据中商产业研究院统计数据，2024 年，中国交换机前五厂商分别为华为、新华三、锐捷网络、思科、中兴通讯，其中华为以 32.4% 的市场份额位列国内第一。

图 18：全球交换机市场份额



资料来源：IDC 官网，天风证券研究所

图 19：2024 年中国交换机市场竞争格局



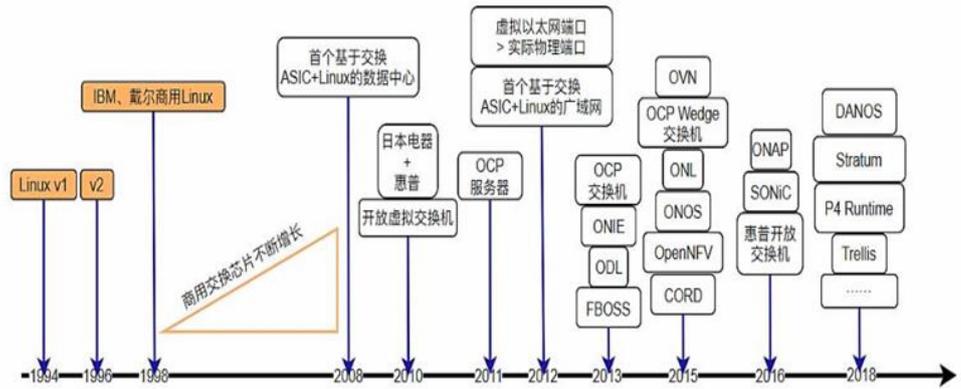
资料来源：中商情报网公众号，天风证券研究所

## 2.2. 白盒交换机开放解耦，降低购置和运维成本

**软硬件开放解耦，白盒交换机可降低成本。**根据网络通信与安全紫金山实验室，白盒交换机是一种软硬件解耦的开放网络设备，与传统软硬一体的封闭交换机相比具有诸多优势。首先，相比传统交换机软硬件捆绑购买、垄断使用，白盒交换机能够显著降低交换机的购置成本；另外，在软件功能方面，可以基于开源软件进行二次开发，降低开发周期和成本。其次，白盒交换机支持硬件数据面可编程和软件容器化部署，可以对网络功能进行快速升级迭代；另外，借助容器化部署，能统一简化管理运维，降低网络的运维成本。

**白盒交换机在过去三十年时间里得到了快速发展。**根据网络通信与安全紫金山实验室，Linux 1.0 版本于 1994 年正式发布，2 年后 2.0 版本正式更新，提供了网络协议/功能控制的开源框架；2015 年，OCP 成功推出第一款白盒交换机 Wedge；2016 年至今，白盒设备、软件操作系统、网络自动化等技术已得到蓬勃的发展。白盒交换机开源生态主要围绕几个国内外的开源组织：开放计算项目、开放网络基金会、电信基础设施项目、开源数据中心委员会。

图 20：白盒交换机的发展历史

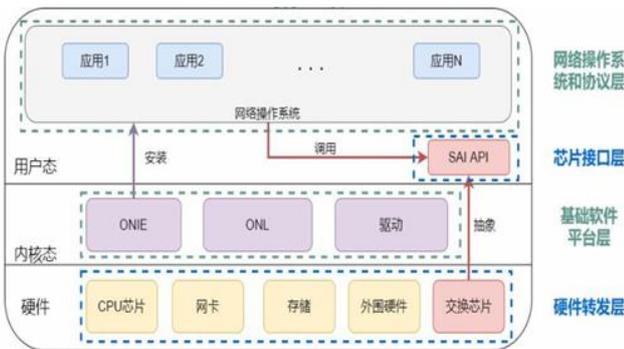


资料来源：网络通信与安全紫金山实验室，天风证券研究所

根据网络通信与安全紫金山实验室，白盒交换机分硬件和软件两个部分，用户可以任意购买交换机的硬件、安装软件。

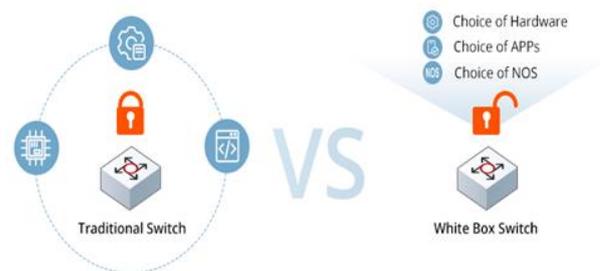
- 在白盒交换机中，网络操作系统一般通过基础软件平台的引导完成安装，芯片接口层则将交换芯片的硬件功能封装为统一的接口，解耦上层应用与底层硬件。具体而言，上层应用通过调用芯片接口定制底层转发逻辑，提供网络的可编程功能。
- 传统的品牌交换机从软件到硬件都是完全封闭开发的，导致不同厂商设备之间互通性低，运维团队难以统一管控，且难以快速定位故障，而且封闭式架构对后期网络的升级和功能拓展带来障碍。
- 白盒交换机将网络中的物理硬件和操作系统进行解耦，让标准化的硬件配置与不同的软件协议进行匹配。下游客户可以任意购买交换机的硬件、安装软件，也可以定制自己的牌子，可以获得更高的性价比和灵活性，不会再受制于某个厂商。

图 21：白盒交换机架构



资料来源：网络通信与安全紫金山实验室，天风证券研究所

图 22：传统交换机与白盒交换机架构对比图



资料来源：SDNLAB 公众号，天风证券研究所

### 2.3. AI 推动数据中心端口向更高速率发展

AI 推动数据中心交换机的升级和扩容。随着全球人工智能技术的发展，企业和数据中心对 AI 算力的需求急剧增加。AI 模型训练、数据分析等任务需要大量的计算资源和高速的数据传输，从而推动了数据中心交换机的升级和扩容。根据 IDC 统计数据，2024 年全球网络市场中数据中心交换机是唯一实现正增长的产品，中国交换机市场 2024 年同比增长 5.9%，其中数据中心交换机同比增长 23.3%，数据中心交换机产品中，AIGC 推动 200G/400G 设备收入同比增长 132.0%，端口出货量同比增长 166.5%。

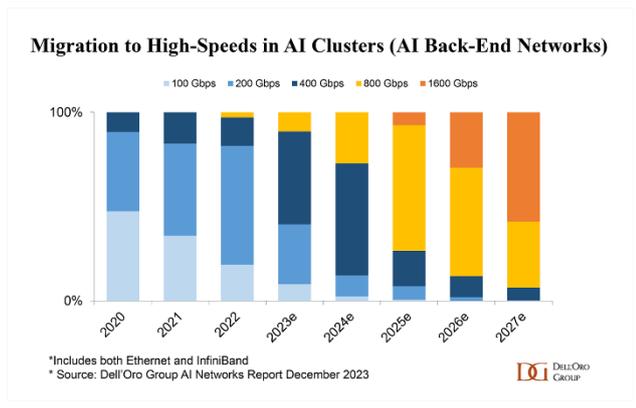
图 23：中国网络市场规模（2020-2024 年）



资料来源：IDC 官网，天风证券研究所

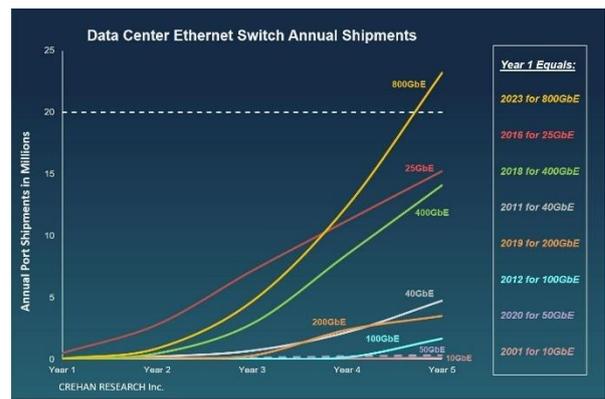
**800G 端口占比逐步提升。**根据 Dell' Oro Group 的预测，到 2027 年，400G 和 800G 速率的端口占比将达到 40%以上；到 2025 年，AI 后端网络中的大多数交换机端口预计将达到 800G，到 2027 年将达到 1.6T。根据 Crehan Research 的预测，由于 AI 对高网络带宽的需求，800G 交换机将得到客户的快速采用，出货量在 4 年内超过 2000 万个端口。

图 24：AI 后端网络交换机端口演进趋势



资料来源：Dell'Oro Group，天风证券研究所

图 25：数据中心以太网交换机年出货端口数（百万个）

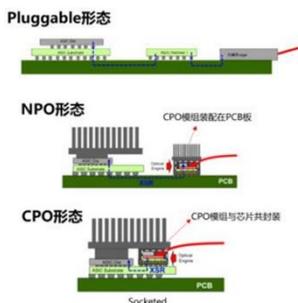


资料来源：PR Newswire，Crehan Research，天风证券研究所

## 2.4. CPO 交换机发展前景广阔

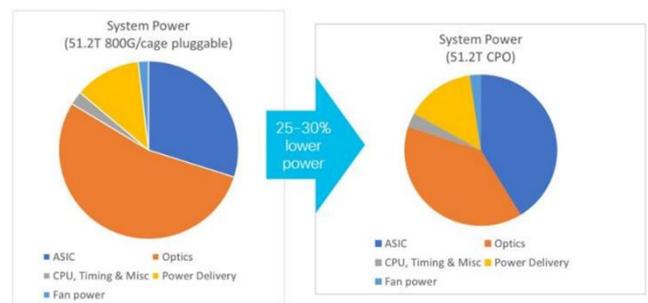
**CPO 技术优势明显，降低交换机系统功耗。**CPO 是将交换芯片和光引擎共同装配在同一个插槽上，形成芯片和模组的共封装，具有低功耗、低时延、高带宽、降低成本等优势。根据 Cisco 统计，对比可插拔方案，CPO 方案能够使得 ASIC 连接至可插拔光模块所需的功耗最多可降低 50%，可使 51.2T 交换机总功耗降低高达 25%-30%，这是由于取消了光学器件中功耗较高的 DSP，以及在 ASIC 上使用功耗较低的 Serdes。

图 26：CPO 共封装技术



资料来源：锐捷网络官网，天风证券研究所

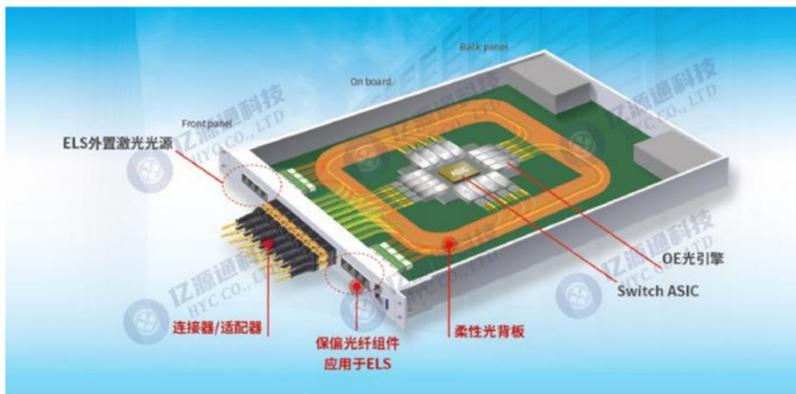
图 27：从 Pluggable 到 CPO 的 51.2T 系统功耗降低



资料来源：Cisco Blogs, 天风证券研究所

CPO 交换机主要由交换芯片 ASIC、OE 光引擎（含 PIC）、ELS 外置光源、柔性光背板、MPO 连接器等部件组成。芯片之间采用多平面技术。以英伟达 CPO 为例，即每一根交换机外面的光纤从 MPO 口进来之后，会用光纤分纤盒(shuffle box)将其信号拆分成四路并分别连接到四个不同的交换机芯片上，从而将信源切割成最小单元，最终在 CX8 网卡端进行数据汇聚。允许多个独立平面同时运行。Shuffle box 起到关键的信号分配和处理作用。

图 28：CPO 交换机的总体结构



资料来源：亿源通科技官网，天风证券研究所

国内外大厂跟进技术发展趋势，争相布局 CPO 交换机。博通于 2021 年初公布为配备 CPO 的以太网交换机制定了非常激进的时间表，到 2024 年 3 月博通宣布向客户交付了 CPO 交换机 Bailly，是业界首款 51.2Tbps CPO 以太网交换机，产品采用 8 个基于硅基光电子技术的 6.4Tbps 光学引擎与博通的 Tomahawk 5 交换机芯片集成在一起。Bailly 使光互连的功耗降低 70%，与可插拔光收发模块解决方案相比，硅面积利用率提高了 8 倍。新华三在 2023 年领航者峰会，首发了 800G CPO 硅光数据中心交换机。该 CPO 交换机单芯片支持 51.2T 交换能力，支持 64 个 800G 端口，并融合 CPO 硅光技术、液冷散热设计、智能无损等先进技术，适用于 AIGC 集群或数据中心高性能核心交换等业务场景中。

图 29：博通 Bailly CPO 交换机



资料来源：博通官网，天风证券研究所

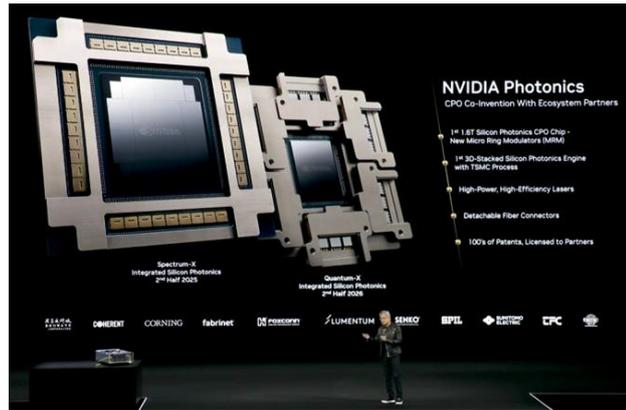
图 30：新华三 800G CPO 硅光交换机



资料来源：新华三公众号，天风证券研究所

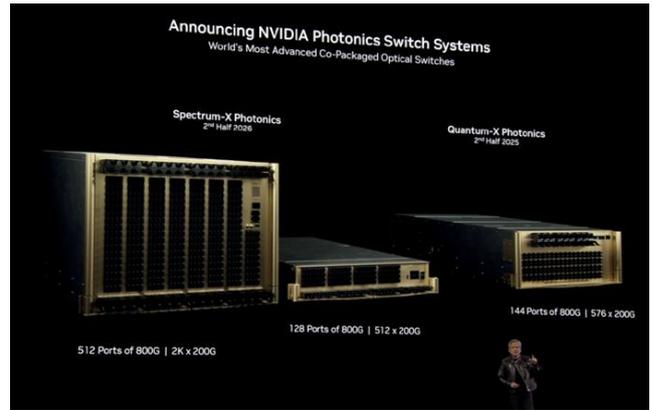
英伟达发布 CPO 产品，并加速量产。英伟达在 2025 年的 GTC 大会上推出了 Quantum-X 硅光共封芯片、Spectrum-X 硅光共封芯片以及衍生出来的三款交换机产品：Quantum 3450-LD、Spectrum SN6810 和 Spectrum SN6800。Quantum-X 交换机基于 IB 网络技术，预计 2025 年早些时候上市；Spectrum-X 交换机基于以太网技术，预计 2026 年上市。英伟达团队携手产业伙伴推动 CPO 联合创新，包括首款采用微环调制器 1.6T 硅光 CPO 芯片，首个采用 TSMC 制程 3D 堆叠硅光子引擎，搭载了高输出功率激光器和直连光纤连接器。

图 31：英伟达两款硅光共封装芯片



资料来源：讯石光通讯公众号，天风证券研究所

图 32：英伟达三款 CPO 交换机



资料来源：讯石光通讯公众号，天风证券研究所

## 2.5. 云桌面替代部分商用 PC，逐步从产品演变为服务方式

云桌面技术逐步成熟，替代部分传统商用 PC。传统商用 PC 模式下，操作系统、应用程序及数据均与每台硬件设备紧密关联，如果其中一个环节出现问题，都将导致桌面无法正常使用。此外，数据量日益增多、数据安全变得日益重要，传统商用 PC 模式下数据本地存储也将产生一定的安全问题。随着云计算和虚拟化技术的不断发展，云桌面技术逐步成熟，基于成本、资源利用率及数据安全方面的优势，云桌面在政企办公、教学、医疗等领域对传统商用 PC 形成了部分替代，市场规模有望持续快速增长。

云桌面逐步从产品演变为服务方式。从销售产品到销售服务是近年来云桌面的发展方向：从传统的一次性购买设备及软件，向购买订阅型云桌面服务（DaaS，桌面即服务）转变，从而为用户提供更轻的资产和更好的服务。近几年运营商在云桌面服务提供方面逐渐发力，云桌面厂商除了传统的政企客户外，也将面对运营商的庞大需求。云桌面厂商与运营商有望合作建设大型的云桌面服务平台，共同为中小客户提供订阅型云桌面服务。

图 33：云桌面技术



资料来源：深信服官网，天风证券研究所

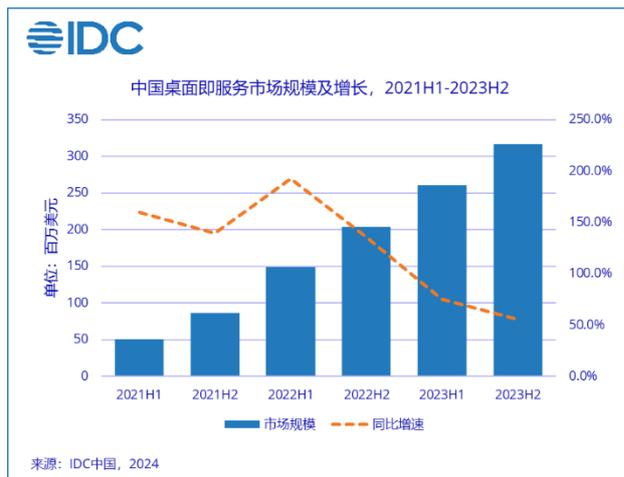
国内虚拟客户端软件和桌面即服务市场规模持续增长。根据 IDC 数据，2023 下半年，虚拟客户端计算软件（VCC）市场规模达到了 2.2 亿美元，同比增长 3.5%，全年增速 4.1%。2023 年下半年，桌面即服务（DaaS）市场规模为 3.2 亿美元，同比增速达到 55.6%，增速有所放缓。运营商凭借其庞大的数据中心和广泛的网络覆盖，利用云网融合资源池的优势，推出多样化的 DaaS 解决方案，满足中小企业、大型企业和政府机构等不同类型客户需求。

图 34：中国虚拟客户端软件市场规模及增长



资料来源：IDC 官网，天风证券研究所

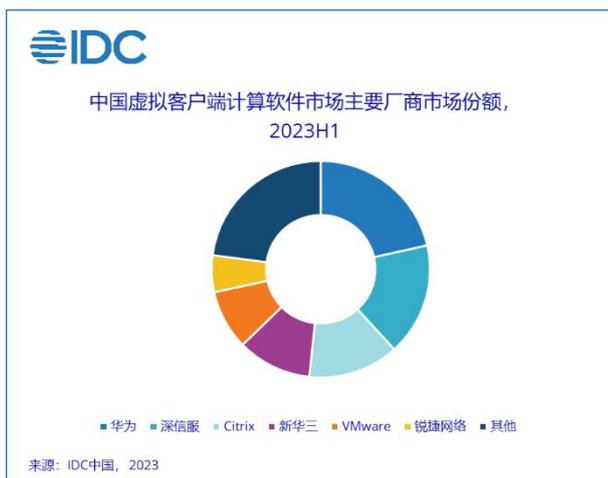
图 35：中国桌面即服务市场规模及增长



资料来源：IDC 官网，天风证券研究所

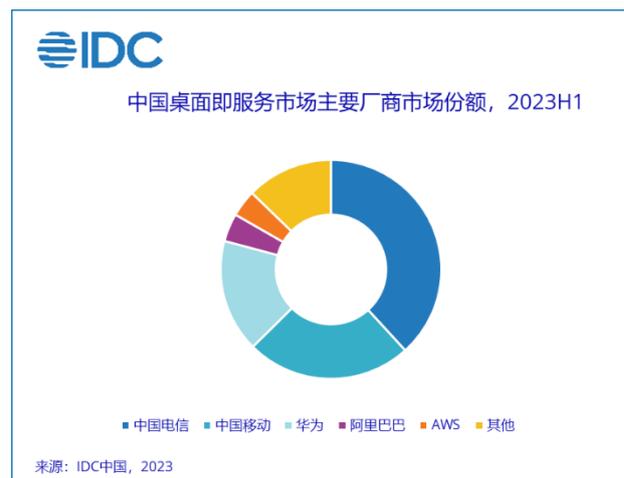
**国内厂商占据 VCC 和桌面即服务市场主要份额。**2023 年 H1，华为、深信服、Citrix 位居中国 VCC 市场前三，但 Citrix 退出中国的举措，预计将导致其市场份额在未来 1 至 2 年内显著下降。2023 年 H1，中国电信、中国移动、华为位居中国桌面即服务市场前三；2023 年，中国电信、中国移动和华为的总市场份额上升至 78%，市场集中度进一步提高。

图 36：中国虚拟客户端计算软件市场竞争格局



资料来源：IDC 生态合作俱乐部公众号，天风证券研究所

图 37：中国桌面即服务市场竞争格局



资料来源：IDC 生态合作俱乐部公众号，天风证券研究所

## 2.6. 中国网络安全市场规模持续增长

**整网体系化安全成为行业发展的重要方向。**随着信息技术及其应用范围的不断发展，信息安全问题也越来越复杂，对信息安全威胁的检测和防护已很难由单个安全设备来完成，将交换机、无线产品等网络设备与安全设备整合协同进行安全防护的整网体系化安全成为网络安全发展的必然趋势。通过“网络+安全”的融合使网络设备发挥安全价值、网络设备协同发现并防护安全已成为最新的安全建设模式。“等保 2.0”中进一步明确要求由安全管理中心对整网安全进行统一管理和运维。

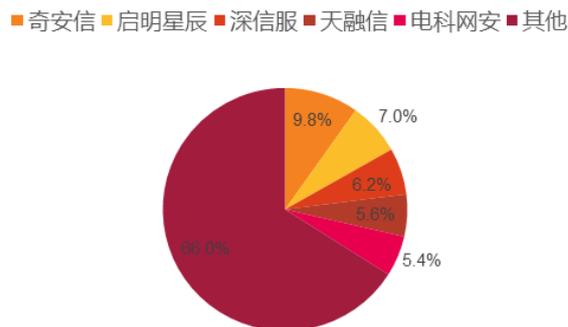
**中国网络安全市场规模持续增长。**随着网络安全“三法一条例”的稳步推进和实施，IDC 预测，中国网络安全市场规模从 2022 年的 123.5 亿元快速增长至 2027 年的 233.2 亿元，年均复合增长率为 13.5%，高于全球平均水平。未来中国网络安全市场将更加成熟，在整体技术市场组成中，安全防御硬件设备逐步云化，网络安全软件和服务市场持续增长，5 年复合增长率分别为 16.7%和 16.3%。此外，头部企业在规模和资源上拥有明显优势。奇安信、启明星辰、深信服、天融信、电科网安的市场份额分别为 9.8%、7.0%、6.2%、5.6%、5.4%。

图 38：2022-2027 中国网络安全市场规模预测



资料来源：IDC 官网，天风证券研究所

图 39：中国网络安全市场竞争格局



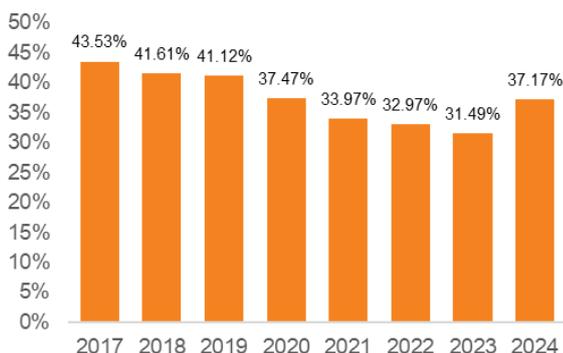
资料来源：中国网络安全产业联盟，中商情报网，天风证券研究所

### 3. 竞争优势显著，成长价值凸显

#### 3.1. 公司聚焦大客户，突破运营商高端市场

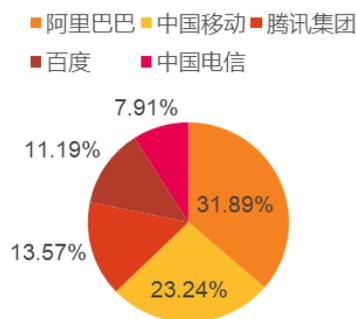
公司聚焦运营商和大型互联网客户，采取直销模式服务大客户。2024 年公司前五大客户收入占比为 37.17%。2022 年 H1，公司前五大直销客户分别为阿里巴巴、中国移动、腾讯集团、百度、中国电信，阿里巴巴的营收占公司直销营业收入的比例为 31.89%，位列第一。

图 40：公司前五大客户营收占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：2022H1 前五大直销客户营收占公司直销营业收入的比例



资料来源：锐捷网络招股说明书，天风证券研究所

高端产品在运营商集采中实现突围，公司中标中国移动 GSE 首标。公司入围中国移动高端三层交换机集采及高端路由器集采，中标中国移动研究院 GSE（全调度以太网）协同创新基地实验室用智算中心交换机采购项目，并高份额获得中国电信天翼云高性能核心交换机采购招标项目。此外，公司携手运营商开发了大规模、高性能的 SDN 云方案。

图 42：中国移动携手锐捷等合作伙伴发布 GSE 样机



资料来源：锐捷网络官网，天风证券研究所

**紧跟 AI 发展趋势，助力互联网客户智算中心建设。**公司作为阿里巴巴、腾讯、字节跳动、百度等互联网大厂在智算网络、通算网络领域的核心供应商，助力客户快速搭建起大规模 AI 基础设施。同时，公司不断拓展在数据中心领域的市场版图，新增成为滴滴、小红书自建数据中心集群的合作伙伴，并与 B 站、新浪合作，助力其数据中心集群建设。

### 3.2. 聚焦产品研发，市占率位居前列

**广泛参与开放组织，积极开展产业合作。**锐捷网络是 SDN2.0 STRATUM 联盟的首批成员，不仅在开放软件层面积积极参与 ONF 组织及 ONOS 和 SONiC 等开源网络操作系统项目，并在硬件层面积积极与产业前沿厂商保持合作，为开放网络产品化做出了积极贡献。

图 43：锐捷网络广泛参与开放组织及产业合作



资料来源：锐捷网络公众号，天风证券研究所

**商用交换机经验同步复制到白盒交换机。**公司白盒交换机和商用交换机采用同系列芯片，在商用交换机开发及规模商用过程中，锐捷在芯片 bug 发现及规避方面的经验，可实时同步到白盒交换机开发，为确保白盒交换机品质提供了有效支撑。此外，锐捷网络有自研 RGOS 和开放 SONiC 两个软件开发团队，同步进行商用交换机和白盒交换机开发，可为开源提供良好的软件服务支撑。

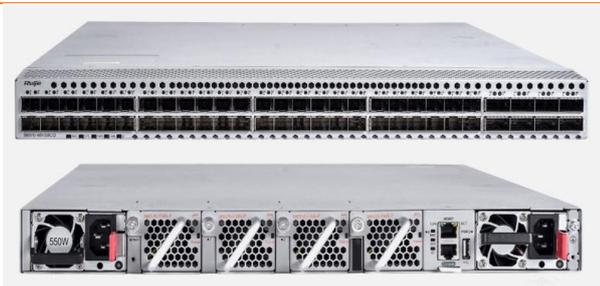
图 44：锐捷网络商用交换机经验复制到白盒交换机



资料来源：锐捷网络公众号，天风证券研究所

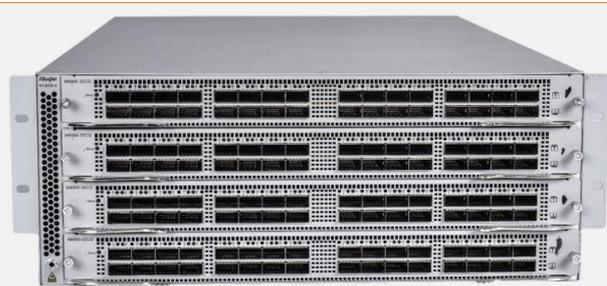
**公司积极拥抱白盒交换机，多次中标大客户研发标。**在数据中心场景，通过小型的白盒化交换机可搭建大型数据中心网络，可进一步降低运营商和互联网公司的建网成本。早在 2019 年，锐捷网络已经为顶级互联网用户交付了大量的 25G/100G 数据中心，率先实践了 RDMA 无损以太网、INT 可视化运维等最新的数据中心技术。2023 年，公司中标阿里、腾讯、字节下一代交换机产品研发标，并规模交付 200G/400G 数据中心交换机，助力阿里、腾讯、字节、百度、快手等大型互联网公司构建 AI 训练基础设施，帮助客户抢占先机。

图 45：锐捷网络 25G 白盒交换机（48\*25G+8\*100G TOR）



资料来源：锐捷网络公众号，天风证券研究所

图 46：锐捷网络 100G 白盒交换机（4 槽\*32 口 100G）



资料来源：锐捷网络公众号，天风证券研究所

**紧跟 AI 发展趋势，布局 CPO、NPO 交换机产品。**公司参与编写了 COBO 的 CPO 交换机设计白皮书，与合作伙伴共同推动 CPO 技术在交换网络中的应用。公司在 2022 OCP 峰会上，公司发布并展出了业界领先的 25.6T 硅光 CPO 交换机，整机交换容量 25.6T，与标准可插拔光模块方案相比，CPO 设计方案可以让整机光模块功耗降低 50%以上，可应用于数据中心，解决高速信号损耗过高的问题。此外，2024 年公司首发 51.2T CPO 交换机，与上游深度合作，打造产品性能极限。

图 47：锐捷网络发布 51.2T 硅光 NPO 交换机



资料来源：锐捷网络公众号，天风证券研究所

图 48：锐捷网络发布 25.6T 硅光 CPO 交换机



资料来源：锐捷网络公众号，天风证券研究所

**围绕园区网客户需求，持续迭代升级极简以太全光方案。**自 2021 年创新提出“以太全光网”架构以来，锐捷网络始终围绕园区网客户的实际场景适配需求，持续迭代升级解决方案，并于 2025 年推出极简光 4.0 方案，该方案持续保持全光二层架构，弱电间无源免运维的基础上，实现了单设备的端口密度的翻倍提升。目前市面上其他方案的彩光模块支持单端口 1:4 或是双端口 2:16。极简光 4.0 全新推出的彩光模块支持单端口 1:16，密度翻倍的同时，模块的体积保持不变。单台超聚合核心交换机端口承载能力翻倍，可支持 1408 个房间接入，为园区网络建设带来了更高的效率和灵活性。

图 49：锐捷网络发布极简以太全光 4.0 方案



资料来源：锐捷网络公众号，天风证券研究所

**凭借场景化的产品和解决方案创新，在多个行业领域里，公司产品的市场占有率位居前列。**根据 IDC 数据统计，2024 年度，公司以太网交换机市场占有率在国内互联网、教育、流通行业排名第一；公司数据中心交换机市场占有率在国内互联网、电子制造行业排名第一；公司 WLAN 产品市场占有率在国内教育、通信、服务行业排名第一。

表 2：公司部分产品市场排名

主营业务	细分领域	2024 年度排名
网络设备	中国以太网交换机市场占有率	3
	中国数据中心交换机市场占有率	3
	中国 200G/400G 数据中心交换机市场占有率	1
	中国企业级 WLAN 市场占有率	3
	中国企业级 WLAN 产品出货量	1
云桌面	中国 IDV 云终端市场占有率	2
	中国 IDV/TCI/VOI 云终端市场占有率	2

资料来源：锐捷网络公告，天风证券研究所

### 3.3. 加大海外市场开拓，海外业务迅速增长

海外业务主要面向 SMB 及企业级市场，坚持“深耕大国、渠道下沉”的战略方针。公司海外业务营收从 2017 年的 0.54 亿元增长到 2024 年的 18.69 亿元，年复合增长率为 65.84%。2024 年公司创新产品方案进入 100 多个国家和地区，较 2023 年增加 20 余个，海外合作伙伴数量由 1600 家增长到 2600 余家，并加大了英国、西班牙、南非、沙特阿拉伯、泰国、墨西哥、巴西等 12 个重点国家的市场开拓力度，销售渠道数量大幅增加。

图 50：海外业务营收及同比增长情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

产品深入国际市场，助力客户建设高效安全的网络。锐捷网络携手泰国兰纳皇家理工大学，通过部署极简以太彩光方案，为学校打造一张面向未来的高速智能无线网络，为师生带来丝滑的 Wi-Fi 体验，也为国际智慧教育树立了新标杆。此外，锐捷网络与 LifeSeed 株式会社合作，在日本东京都多摩消费生活中心、大井码头中央海滨公园、北海道斜里郡小清水町实施了公共环境的无线网络建设、覆盖。

图 51：锐捷以太彩光方案在泰国兰纳皇家理工大学部署



资料来源：锐捷网络公众号，天风证券研究所

图 52：锐捷网络在日本的公共无线网络建设



资料来源：锐捷网络公众号，天风证券研究所

聚焦能力建设和海外市场开拓。2025 年，公司将继续在能力建设和市场开拓两方面推进海外战略落地。能力建设方面，继续完善合规体系，以应对国际市场经营风险，支撑海外市

场拓展；在制造、交付、运维等环节，持续打造海外业务支撑平台能力，为海外业务拓展提供基础保障。此外，公司加强国际化人才培养与梯队建设，打造友好的 IT 系统与流程，助力开拓海外市场。

### 3.4. 自建产能保障交付，建立快速响应的服务能力

公司采取外部代工和自建产线的生产模式。对于网络设备、网络安全硬件产品以及云服务器和云终端，公司在研发完成并确定可批量生产后，主要委托外部厂商进行代工生产，根据设备的工艺复杂度，公司代工模式可分为纯代工模式和代工代采模式。此外，公司已自建产线用于部分数据中心交换机的生产，锐捷数字化智能工厂于 2024 年 11 月投入使用，截至到 2024 年底，数据中心交换机产能为 15 万台。

表 3：公司主要代工厂及代工产品类型

公司名称	代工产品类型
NEWEB HOLDING CORPORATION	交换机、无线产品
智微智能	云终端
恒茂高科	交换机、无线产品
伟创力	交换机
星网锐捷	交换机、无线产品、路由器
共进电子	交换机、无线产品、安全网关、路由器
武汉艾德蒙	显示器、云一体机
北京浪潮	云服务器
双翼科技	无线产品

资料来源：锐捷网络招股说明书，天风证券研究所

建立专业的技术服务体系，强力支撑业务的发展。经过多年的发展，公司已建立专业的技术服务体系，具备快速响应能力和解决方案构建能力，可提供“代码级”技术支持服务。同时，公司在全国还建立了上百家直属服务支持中心，在海外拥有数十个直属服务网点。此外，公司开发了一系列便捷服务工具，如智能客服闪电兔、小锐云服、小锐云桥、无线智能服务 WIS、云桌面云助手 Halo、线上 400 等，并得到广泛应用。

图 53：锐捷网络服务工具支撑



资料来源：《2025年锐捷网络EBG合作伙伴服务政策》，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

对公司的业务按照网络设备、云桌面解决方案、网络安全产品、其他主营业务共四项进行拆分，结合当前实际情况以及公司运营规划，对公司各项业务在未来的营业收入情况和毛利率情况进行预测和假设。

#### (1) 网络设备

在 AI 算力网络加速建设推动下，公司互联网数据中心交换机收入大幅增长，带动网络设备业务增长，我们预计该业务在 2025-2027 年的营业收入增速分别为 22.0%、16.6%、14.6%，预计 2025-2027 年的毛利率为 36.8%、36.2%、35.8%。

#### (2) 云桌面解决方案

云桌面业务和宏观经济关联性较强，预计逐步复苏，我们预计该业务在 2025-2027 年的营业收入增速分别为 5.0%、5.0%、5.0%，预计 2025-2027 年的毛利率分别为 32.0%、33.0%、34.0%。

#### (3) 网络安全产品

网络安全产品业务和宏观经济关联性较强，预计逐步复苏，我们预计该业务在 2025-2027 年的营业收入增速分别为 3.0%、5.0%、5.0%，预计 2025-2027 年的毛利率为 50.0%、50.0%、50.0%。

#### (4) 其他主营业务

在营收层面，基于过往数据，我们预计公司其他主营业务在 2025-2027 年营业收入增速分别为 10.0%、10.0%、10.0%；预计 2025-2027 年的毛利率为 40.0%、40.0%、40.0%。

表 4：公司营业收入预测及拆分（百万元）

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	115.42	116.99	139.7	160.8	182.7
	YoY	1.9%	1.4%	19.4%	15.2%	13.6%
	毛利率	38.94%	38.62%	37.3%	36.8%	36.5%
网络设备	营业收入	84.02	96.53	117.7	137.3	157.3
	YoY	-0.86%	14.89%	22.0%	16.6%	14.6%
	毛利率	38.94%	38.62%	36.8%	36.2%	35.8%
云桌面解决方案	营业收入	7.57	5.49	5.76	6.05	6.36
	YoY	2.71%	-27.48%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	34.48%	31.92%	32.0%	33.0%	34.0%
网络安全产品	营业收入	8.55	4.52	4.7	4.9	5.1
	YoY	-1.27%	-47.13%	3.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	43.58%	60.79%	50.0%	50.0%	50.0%
其他主营业务	营业收入	15.3	10.5	11.5	12.6	13.9
	YoY	22.53%	-31.61%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	25.43%	39.55%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4.2. 投资建议

我们预计公司在 2025-2027 年营业收入为 139.65、160.84、182.69 亿元，归母净利润为 7.78、9.70、11.79 亿元。基于公司在交换机产品的深度布局，有望充分受益于 AI 的发展，同时公司积极开拓海外市场，我们认为公司未来具备增长潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

- 1) **AI 应用发展不及预期的风险。**若 AI 应用发展不及预期，则可能对 AI 算力的建设产生不利影响，进而可能影响公司交换机产品的采购，对公司业绩产生不利影响。
- 2) **市场竞争加剧的风险。**若后续市场竞争加剧，则可能影响公司的毛利率，进而对公司业绩产生不利影响。
- 3) **产品研发失败的风险。**由于新技术的研发和产业化存在一定的不确定性，如果公司在研发过程中关键技术未能实现突破、性能指标无法达到预期，公司将面临研发失败的风险，前期的研发投入将难以取得相匹配的回报，对公司业绩产生不利影响。
- 4) **国际贸易摩擦的风险。**公司已与国际及国内芯片厂商均保持着稳定的合作关系，但在短时间内公司将现有产品上的芯片全部切换为国产芯片的可行性较低。若未来国际经济贸易形势出现重大不利变化，公司将面临芯片供应不足的风险，可能对公司生产经营产生不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,298.27	1,406.75	2,138.50	1,751.12	2,496.37
应收票据及应收账款	1,352.36	1,895.01	2,139.38	2,328.45	2,746.35
预付账款	5.89	2.37	10.35	4.18	11.43
存货	2,874.50	3,367.49	4,021.63	4,639.66	5,288.91
其他	101.89	312.34	243.90	263.98	288.53
<b>流动资产合计</b>	<b>6,632.91</b>	<b>6,983.95</b>	<b>8,553.76</b>	<b>8,987.40</b>	<b>10,831.59</b>
长期股权投资	15.03	15.03	15.03	15.03	15.03
固定资产	492.56	502.03	512.45	521.87	527.29
在建工程	19.58	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	119.10	462.83	495.18	525.04	552.39
其他	1,085.10	1,539.61	1,194.57	1,286.76	1,280.07
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,731.37</b>	<b>2,519.50</b>	<b>2,217.24</b>	<b>2,348.69</b>	<b>2,374.78</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,364.29</b>	<b>9,503.45</b>	<b>10,770.99</b>	<b>11,336.09</b>	<b>13,206.37</b>
短期借款	692.04	1,384.70	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	2,128.58	2,030.17	2,701.19	2,798.45	3,628.56
其他	1,071.66	1,402.34	1,639.39	1,524.63	1,870.47
<b>流动负债合计</b>	<b>3,892.29</b>	<b>4,817.21</b>	<b>5,340.58</b>	<b>5,323.09</b>	<b>6,499.03</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	187.23	111.48	149.89	149.53	136.97
<b>非流动负债合计</b>	<b>187.23</b>	<b>111.48</b>	<b>149.89</b>	<b>149.53</b>	<b>136.97</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,079.52</b>	<b>4,928.69</b>	<b>5,490.47</b>	<b>5,472.62</b>	<b>6,635.99</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	568.18	568.18	795.45	795.45	795.45
资本公积	2,244.25	2,280.13	2,292.91	2,292.91	2,292.91
留存收益	1,469.67	1,724.56	2,191.41	2,773.34	3,480.55
其他	2.66	1.88	0.76	1.77	1.47
<b>股东权益合计</b>	<b>4,284.77</b>	<b>4,574.76</b>	<b>5,280.53</b>	<b>5,863.47</b>	<b>6,570.38</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,364.29</b>	<b>9,503.45</b>	<b>10,770.99</b>	<b>11,336.09</b>	<b>13,206.37</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	401.20	574.08	778.07	969.90	1,178.68
折旧摊销	127.01	137.21	127.22	150.72	177.22
财务费用	21.85	24.51	15.39	7.63	5.58
投资损失	0.79	1.17	0.49	0.82	0.83
营运资金变动	(174.57)	(750.86)	446.40	(928.24)	70.45
其它	492.28	232.74	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>868.56</b>	<b>218.85</b>	<b>1,367.56</b>	<b>200.84</b>	<b>1,432.75</b>
资本支出	215.83	509.60	131.60	190.35	222.57
长期投资	15.03	(0.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(634.65)	(1,579.18)	(298.61)	(381.17)	(433.39)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(403.79)</b>	<b>(1,069.59)</b>	<b>(167.02)</b>	<b>(190.82)</b>	<b>(210.83)</b>
债权融资	79.66	708.06	(396.49)	(10.45)	(4.90)
股权融资	(268.69)	(309.22)	(72.30)	(386.95)	(471.77)
其他	(934.05)	(747.93)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,123.08)</b>	<b>(349.09)</b>	<b>(468.80)</b>	<b>(397.40)</b>	<b>(476.67)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(658.31)</b>	<b>(1,199.82)</b>	<b>731.75</b>	<b>(387.38)</b>	<b>745.26</b>

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>11,541.57</b>	<b>11,698.76</b>	<b>13,965.20</b>	<b>16,084.22</b>	<b>18,269.31</b>
营业成本	7,046.85	7,181.05	8,756.01	10,159.01	11,609.21
营业税金及附加	49.28	45.48	55.86	64.34	73.08
销售费用	1,771.77	1,814.29	1,927.20	2,171.37	2,393.28
管理费用	565.95	644.01	754.12	804.21	876.93
研发费用	2,185.46	1,886.00	2,136.68	2,428.72	2,722.13
财务费用	18.60	(14.15)	15.39	7.63	5.58
资产/信用减值损失	(34.32)	(69.53)	(103.70)	(105.34)	(106.37)
公允价值变动收益	(0.96)	0.17	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.79)	(1.17)	(0.49)	(0.82)	(0.83)
其他	273.65	312.02	320.00	330.00	340.00
<b>营业利润</b>	<b>141.23</b>	<b>383.56</b>	<b>535.76</b>	<b>672.78</b>	<b>821.91</b>
营业外收入	27.87	40.01	40.00	40.00	40.00
营业外支出	13.80	18.01	20.00	20.00	20.00
<b>利润总额</b>	<b>155.30</b>	<b>405.56</b>	<b>555.76</b>	<b>692.78</b>	<b>841.91</b>
所得税	(245.89)	(168.52)	(222.31)	(277.11)	(336.76)
<b>净利润</b>	<b>401.20</b>	<b>574.08</b>	<b>778.07</b>	<b>969.90</b>	<b>1,178.68</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>401.20</b>	<b>574.08</b>	<b>778.07</b>	<b>969.90</b>	<b>1,178.68</b>
每股收益(元)	0.71	1.01	0.98	1.22	1.48

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	1.90%	1.36%	19.37%	15.17%	13.59%
营业利润	-66.18%	171.58%	39.68%	25.57%	22.17%
归属于母公司净利润	-27.05%	43.09%	35.53%	24.65%	21.53%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.94%	38.62%	37.30%	36.84%	36.46%
净利率	3.48%	4.91%	5.57%	6.03%	6.45%
ROE	9.36%	12.55%	14.73%	16.54%	17.94%
ROIC	30.93%	31.61%	25.62%	32.26%	30.26%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.77%	51.86%	50.97%	48.28%	50.25%
净负债率	-36.07%	0.87%	-20.32%	-11.74%	-21.81%
流动比率	1.70	1.45	1.60	1.69	1.67
速动比率	0.97	0.75	0.85	0.82	0.85
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.31	7.21	6.92	7.20	7.20
存货周转率	3.88	3.75	3.78	3.71	3.68
总资产周转率	1.41	1.31	1.38	1.46	1.49
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.71	1.01	0.98	1.22	1.48
每股经营现金流	1.53	0.39	1.72	0.25	1.80
每股净资产	7.54	8.05	6.64	7.37	8.26
<b>估值比率</b>					
市盈率	82.07	57.35	59.24	47.53	39.11
市净率	7.68	7.20	8.73	7.86	7.02
EV/EBITDA	8.45	18.19	77.87	62.37	49.73
EV/EBIT	8.84	19.07	100.65	79.28	62.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com