Q2 利润高增，互联网数据中心交换机强势增长

2025 年 08 月 25 日

推荐 维持评级

当前价格： 91.08 元

分析师 范宇
执业证书：S0100525030002
邮箱：fanyu@mszq.com

相关研究

1.锐捷网络（301165.SZ）2025 年中报预告点评：互联网数据中心交换机交付加快，Q2 利润高增-2025/07/15

2.锐捷网络（301165.SZ）2024 年年报点评：净利润实现较快增长，数据中心交换机需求强劲-2025/04/04

3.锐捷网络（301165.SZ）2024 年三季报点评：Q3 净利润超预期，数据中心交换机需求高增-2024/10/27

4.锐捷网络（301165.SZ）2024 年半年报点评：Q2 净利润高增，数据中心交换机收入快速增长-2024/08/24

5.锐捷网络（301165.SZ）2024 年一季报点评：Q1 业绩承压，顺应 AI 浪潮夯实产品竞争力-2024/04/26

➢ **事件：**2025 年 8 月 21 日，公司发布 2025 年半年报，H1 实现营收 66.49 亿元，同比增长 31.84%；实现归母净利润 4.52 亿元，同比增长 194.00%；实现扣非归母净利润 4.32 亿元，同比增长 245.14%。单 Q2 公司实现归母净利润 3.45 亿元，同比增长 127.66%，环比增长 221.46%；扣非归母净利润 3.38 亿元，同比增长 144.01%，环比增长 256.82%。

➢ **互联网数据中心交换机强势增长，Q2 利润高增。**

Q2 单季度净利润实现同环比高增，主因互联网行业数据中心加快建设，公司面向互联网客户的数据中心交换机产品订单加速交付，相关营业收入大幅增长。2025 年上半年的营收结构来看，按业务结构划分，**1）网络设备：**上半年营收 58.41 亿元，同比增长 46.58%，占营业收入比例为 87.85%，同比提升 8.83pct。其中，数据中心交换机收入 35.39 亿元，同比增长 110.03%，销量提升 333.07%至 11.13 万台，但受客户降本等因素影响，单价和毛利率有所下降。据 IDC，Q1 公司在中国 200G/400G 数据中心交换机市场占有率连续 13 个季度保持第一，数据中心交换机在中国互联网行业市场占有率排名第二，公司积极研发创新，推出的 AIGC 智算场景高密度 128 口 400G 盒式交换机和 64 口 800G 盒式交换机。**2）网络安全：**上半年营收 2.12 亿元，同比增长 19.10%。**3）云桌面**：上半年营收 1.89 亿元，同比下降 16.74%。国际市场方面，海外业务收入 11.45 亿元，同比增加 48.46%，亚太、欧洲市场增长显著，公司海外伙伴数量增长至 2620 家。直销模式占比显著提升，2025 年上半年直销收入占比达 58.81%，同比提升 8.96pct，大客户规模销售比例大幅上升。

➢ **费用端持续优化，规模效应下盈利能力有所提升。**

2025 年上半年，公司网络设备毛利率 31.01%，同比下降 6.85pct，数据中心交换机毛利率 20.79%，同比下降 6.85pct，主要受客户降本和价格竞争影响。SMB 收入稳步增加，且海外占比提升，其收入及毛利率增长有望对冲数据中心白盒产品的毛利率压力。且数据中心业务虽然毛利率偏低，但其直销模式为主，销售费用率低，规模效应下净利率贡献可观。费用端持续优化，销售/管理/研发费用率分别为 10.2%/4.7%/11.5%，同比变化-5.1/-0.9/-4.4pct。公司经营规模扩大增速较快，且数据中心交换机以直销为主降低销售费用，整体盈利能力有所提升。2025 年上半年公司净利率为 6.80%，同比提升 3.75pct。

➢ **投资建议：**考虑国内互联网算力资本开支高增，且 GPU 供应侧情况缓和，公司数据中心交换机有望持续放量，且规模效应下公司费用侧有望进一步下降，预计公司 25-27 年归母净利润为 12.7/18.7/26.3 亿元，对应 PE 分别为 57/39/28 倍，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示：**行业“价格战”加剧毛利率压力；下游需求不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,699	15,386	22,954	30,437
增长率（%）	1.4	31.5	49.2	32.6
归属母公司股东净利润（百万元）	574	1,272	1,869	2,629
增长率（%）	43.1	121.6	46.9	40.7
每股收益（元）	0.72	1.60	2.35	3.31
PE	126	57	39	28
PB	15.8	13.2	11.5	9.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**11,699**	**15,386**	**22,954**	**30,437**
营业成本	7,181	10,104	16,245	22,379
营业税金及附加	45	62	92	122
销售费用	1,814	1,692	1,951	2,009
管理费用	644	708	918	1,065
研发费用	1,886	1,846	2,295	2,739
EBIT	363	1,258	1,873	2,678
财务费用	-14	27	11	9
资产减值损失	-57	-49	-69	-83
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	**384**	**1,184**	**1,796**	**2,590**
营业外收支	22	24	25	27
利润总额	**406**	**1,209**	**1,822**	**2,617**
所得税	-169	-64	-47	-12
净利润	574	1,272	1,869	2,629
归属于母公司净利润	**574**	**1,272**	**1,869**	**2,629**
EBITDA	568	1,538	2,273	3,090

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,407	2,370	2,429	2,424
应收账款及票据	1,895	2,198	3,026	3,760
预付款项	2	8	13	18
存货	3,367	4,380	6,830	9,114
其他流动资产	312	306	286	320
流动资产合计	**6,984**	**9,263**	**12,583**	**15,636**
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	502	529	529	529
无形资产	53	485	430	413
非流动资产合计	**2,519**	**2,570**	**2,517**	**2,538**
资产合计	**9,503**	**11,834**	**15,100**	**18,173**
短期借款	1,385	2,027	2,027	2,027
应付账款及票据	2,030	2,685	4,050	5,212
其他流动负债	1,402	1,531	2,653	3,442
流动负债合计	**4,817**	**6,243**	**8,730**	**10,681**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	111	86	47	81
非流动负债合计	**111**	**86**	**47**	**81**
负债合计	**4,929**	**6,329**	**8,777**	**10,762**
股本	568	795	795	795
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**4,575**	**5,504**	**6,323**	**7,411**
负债和股东权益合计	**9,503**	**11,834**	**15,100**	**18,173**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力（%）				
营业收入增长率	1.36	31.52	49.18	32.60
EBIT 增长率	127.80	246.67	48.88	42.99
净利润增长率	43.09	121.64	46.89	40.68
盈利能力（%）				
毛利率	38.62	34.33	29.23	26.47
净利润率	4.91	8.27	8.14	8.64
总资产收益率 ROA	6.04	10.75	12.38	14.47
净资产收益率 ROE	12.55	23.12	29.56	35.48
偿债能力				
流动比率	1.45	1.48	1.44	1.46
速动比率	0.70	0.74	0.64	0.59
现金比率	0.29	0.38	0.28	0.23
资产负债率（%）	51.86	53.49	58.12	59.22
经营效率				
应收账款周转天数	57.04	50.00	46.00	43.00
存货周转天数	171.16	160.00	155.00	150.00
总资产周转率	1.31	1.44	1.70	1.83
每股指标（元）				
每股收益	0.72	1.60	2.35	3.31
每股净资产	5.75	6.92	7.95	9.32
每股经营现金流	0.28	1.24	1.81	2.47
每股股利	0.61	1.32	1.94	2.73
估值分析				
PE	126	57	39	28
PB	15.8	13.2	11.5	9.8
EV/EBITDA	129.47	47.80	32.33	23.79
股息收益率（%）	0.67	1.45	2.13	2.99

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	574	1,272	1,869	2,629
折旧和摊销	205	280	401	412
营运资金变动	-475	-587	-891	-1,181
经营活动现金流	**219**	**983**	**1,440**	**1,968**
资本开支	-484	-211	-182	-261
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	**-1,070**	**-163**	**-129**	**-261**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	68	645	0	0
筹资活动现金流	**-349**	**144**	**-1,254**	**-1,711**
现金净流量	**-1,195**	**964**	**58**	**-4**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

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

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048