



2025 年 08 月 30 日

中高端以太网交换芯片厂商，有望受益于下游大厂 Capex 高增和国产替代

—盛科通信-U（688702.SH）公司事件点评报告 买入（首次）事件

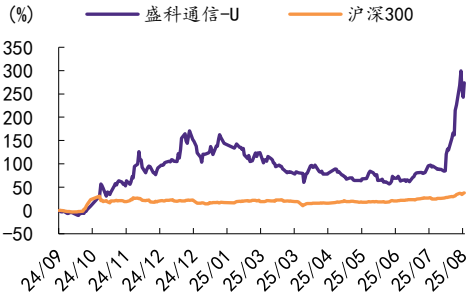
分析师：何鹏程 S1050525070002
hepc@cfsc.com.cn
联系人：石俊烨 S1050125060011
shijy@cfsc.com.cn

基本数据

2025-08-29

当前股价（元）	123.02
总市值（亿元）	504
总股本（百万股）	410
流通股本（百万股）	201
52 周价格范围（元）	31.51-141
日均成交额（百万元）	227.84

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

公司发布 2025 年半年报：2025 年上半年公司实现营业收入 5.08 亿元，同比下降 4.56%；实现归母净利润-0.24 亿元，同比增长 58.36%；实现扣非归母净利润-0.63 亿元，同比增长 21.62%。

投资要点

■ 25H1 业绩符合预期，公司加大以太网交换芯片领域研发投入

2025 年第二季度，公司实现营业收入 2.85 亿元，同比增长 2.53%，环比增长 27.78%；实现归母净利润-0.08 亿元，同比增长 83.29%，环比增长 44.13%；实现扣非归母净利润-0.26 亿元，同比增长 54.91%，环比增长 28.34%。盈利能力方面，2025 年第二季度，公司实现销售毛利率 48.77%，同比上升 11.74pct，环比上升 4.72pct。公司保持高强度研发投入，2025 年半年，公司发生研发费用 23924.75 万元，同比增长 6.76%，研发费用占营业收入比例为 47.10%。公司不断深化布局工艺平台，加快以太网交换芯片产品的迭代，推动产品性能的提升和成本优化。

■ 阿里巴巴云业务表现亮眼，AI Capex 超预期

8 月 29 日，阿里巴巴集团在 2026 财年第一季度实现了显著的业绩增长，其中阿里云业务表现尤为突出，收入同比大幅增长 26%至 333.98 亿元，增速创三年新高。AI 相关产品收入连续八个季度保持三位数增长，成为驱动增长的核心动力。集团整体营收达到 2476.52 亿元，剔除已出售业务影响后同口径增长 10%，净利润达到 423.82 亿元，同比增长 76%。这一增长主要得益于阿里巴巴在 AI+云和大消费两大战略领域的持续投入。本季度，阿里巴巴在 AI+云领域的资本开支达到 386 亿元，同比增长 220%。今年以来，阿里云已在全球范围内，包括北京、上海、杭州，及泰国、韩国、马来西亚、迪拜和墨西哥，投入启用 8 个新的 AI 和云数据中心及可用区。今年下半年，阿里云的全球基础设施布局将扩展至 30 个地域、95 个可用区。阿里作为行业龙头，Capex 的持续高增将带动上游数据中心建设需求扩张。数据中心内部服务器、存储之间的海

量数据流动，需要高速、无阻塞的网络连接，高端交换机和路由器通过提供高密度的100G、400G甚至800G端口，构建高速互联的通信网络，使得任意两点间都能实现高效的多路径数据传输，避免了网络瓶颈。因此，高端网络设备数据中心的建设必然会带动高端网络设备的需求。根据贝哲斯咨询统计，2024年全球以太网交换芯片市场规模达347.44亿元。预计到2030年全球以太网交换芯片市场规模将达到482.53亿元，2024-2030年CAGR为5.63%。我们看好AI加速发展背景下海内外CSP大厂对于AI领域资本开支投入持续增长的趋势。交换芯片作为影响数据中心内部数据传输速率的重要元器件有望受益于下游AI的加速发展。

■ 以太网芯片技术领先，公司有望受益于下游数据中心建设以及芯片供应链国产化趋势

公司的主营业务为以太网交换芯片及配套产品的研发、设计和销售。公司主要产品包括：1) TsingMa.MX系列：交换容量达到2.4Tbps，支持400G端口速率，适用于新一代网络通信技术的承载特性和数据中心特性；2) GoldenGate系列：交换容量达到1.2Tbps，支持100G端口速率，具备可视化和无损网络特性；3) TsingMa系列：集成高性能CPU，为企业提供安全、可靠的网络，并面向边缘计算提供可编程隧道、安全互联等特性；4) 高端旗舰芯片：交换容量为12.8Tbps及25.6Tbps，支持端口速率800G，搭载增强安全互联、增强可视化和可编程等先进特性。以太网交换芯片领域集中度较高，少量参与者掌握了大部分市场份额。公司凭借高性能、灵活性、高安全、可视化的产品优势，自主研发的以太网交换芯片产品已进入国内主流网络设备商的供应链，以公司芯片为核心生产的以太网交换设备已在国内主要运营商以及金融、政府、交通、能源等各大行业网络实现规模应用。同时，相对于博通、美满、瑞昱等境外竞争对手，公司坚持立足中国，符合芯片供应链国产替代的行业趋势；另一方面，公司更为贴近、了解本土市场，能够深度理解客户需求并快速响应，予以充分的服务支持，以本地化的支持和服务来吸引客户和提高客户粘性，稳步占据供应链的关键位置。我们认为公司交换芯片技术领先，扎根于中国本土市场，有望充分受益于下游CSP大厂Capex高增以及芯片供应链国产化的大趋势。

■ 盈利预测

预测公司2025-2027年收入分别为13.32、17.74、22.81亿元，EPS分别为-0.06、0.13、0.32元，当前股价对应PE分别为-1984.3、929.9、387.3倍，我们认为公司交换芯片技术领先，扎根于中国本土市场，有望充分受益于下游CSP大厂Capex高增以及芯片供应链国产化的大趋势，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

以太网芯片研发进展不及预期；下游 CSP 大厂 AI Capex 不及预期；国产替代进度不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	1,082	1,332	1,774	2,281
增长率（%）	4.3%	23.1%	33.2%	28.6%
归母净利润（百万元）	-68	-25	54	130
增长率（%）				140.1%
摊薄每股收益（元）	-0.17	-0.06	0.13	0.32
ROE（%）	-2.9%	-1.1%	2.3%	5.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	1,082	1,332	1,774	2,281
现金及现金等价物	671	641	675	694	营业成本	648	730	974	1,255
应收款	188	182	194	206	营业税金及附加	2	2	2	3
存货	735	742	749	793	销售费用	41	40	60	75
其他流动资产	754	764	768	781	管理费用	62	64	85	98
流动资产合计	2,349	2,329	2,387	2,474	财务费用	0	0	0	0
非流动资产：					研发费用	428	549	623	741
金融类资产	644	644	644	644	费用合计	531	652	768	915
固定资产	194	230	224	213	资产减值损失	-5	-3	-3	-3
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	11	10	10	9	投资收益	4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	-73	-25	57	136
其他非流动资产	109	109	109	109	加：营业外收入	5	0	0	0
非流动资产合计	313	349	342	330	减：营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2,662	2,678	2,729	2,804	利润总额	-68	-25	57	136
流动负债：					所得税费用	0	0	2	5
短期借款	0	0	0	0	净利润	-68	-25	54	130
应付账款、票据	67	70	80	86	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	85	85	85	85	归母净利润	-68	-25	54	130
流动负债合计	283	301	336	359					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	46	46	46	46	营业收入增长率	4.3%	23.1%	33.2%	28.6%
非流动负债合计	46	46	46	46	归母净利润增长率				140.1%
负债合计	329	347	382	405	盈利能力				
所有者权益					毛利率	40.1%	45.2%	45.1%	45.0%
股本	410	410	410	410	四项费用/营收	49.1%	49.0%	43.3%	40.1%
股东权益	2,333	2,331	2,347	2,399	净利率	-6.3%	-1.9%	3.1%	5.7%
负债和所有者权益	2,662	2,678	2,729	2,804	ROE	-2.9%	-1.1%	2.3%	5.4%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	12.4%	13.0%	14.0%	14.4%
净利润	-68	-25	54	130	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.8
折旧摊销	45	14	17	16	应收账款周转率	5.7	7.3	9.1	11.1
公允价值变动	5	0	0	0	存货周转率	0.9	1.0	1.3	1.6
营运资金变动	192	8	11	-45	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	174	-3	82	102	EPS	-0.17	-0.06	0.13	0.32
投资活动现金净流量	-149	-36	6	11	P/E	-738.9	-1984.3	929.9	387.3
筹资活动现金净流量	-55	23	-38	-78	P/S	46.6	37.9	28.4	22.1
现金流量净额	-30	-16	50	35	P/B	21.6	21.6	21.5	21.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 电子通信组介绍

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、模拟 IC、量子计算、光通信。

石俊烨：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。