

2025年09月30日

网通&车载以太网双轮驱动，布局高端高速有线通信芯片新蓝海

买入（首次）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	273.53	396.23	573.90	815.31	1,146.79
同比（%）	(32.13)	44.86	44.84	42.07	40.66
归母净利润（百万元）	(150.10)	(201.68)	(175.71)	(122.05)	10.84
同比（%）	(36,647.47)	(34.36)	12.88	30.54	108.88
EPS-最新摊薄（元/股）	(1.88)	(2.52)	(2.20)	(1.53)	0.14
P/E（现价&最新摊薄）	(61.40)	(45.70)	(52.46)	(75.51)	850.16

投资要点

■ **国内高速有线通信芯片龙头企业：**公司专注于高速有线通信芯片的研发、设计和销售，已形成网通以太网物理层芯片、网通以太网交换机芯片、网通以太网网卡芯片、车载以太网物理层芯片、车载以太网交换机芯片、车载网关芯片、车载高速视频传输芯片七条产品线。公司产品覆盖数通、安防、消费、电信、工业、车载等多个领域，可满足不同终端客户各种场合的应用需求。下游客户包括联想、小米、富士康、施耐德、德赛西威、比亚迪等各行业中的知名品牌。

■ **网通、车载双轮驱动，成长空间广阔。**

(1) **网通：**公司在网通以太网芯片领域具备显著竞争优势，产品涵盖千兆/2.5G 物理层芯片、交换机芯片及网卡芯片，已在华为、小米、锐捷等头部客户广泛应用于路由器、企业网关、数据中心等场景。随着 WiFi7 普及和 2.5G 速率渗透，原有千兆网口瓶颈被放大，2.5G PHY 芯片需求快速增长，2024 年单个 2.5G 网通产品项目实现营业收入超 1.4 亿元，成为核心增长引擎。新推出的 YT9230 系列 8/16/24 口交换机芯片实现全国产化，软件特性与硬件规格均对标国际一线产品，补齐了国产中高端交换芯片空白，未来三到五年有望实现较快成长。

(2) **车载：**在汽车智能化和“智驾平权”趋势下，整车算力与高速车载通信需求激增，公司已形成涵盖百兆/千兆物理层、交换机的完整车载高速有线通信芯片矩阵。车载 PHY 芯片已在国内几乎所有主流车厂大规模量产，千兆 PHY 预计 2025 年持续放量；2025 年 4 月发布的首款车载 TSN SWITCH 芯片标志着公司车载以太网技术的深化应用，并与在研车载 SerDes 芯片形成协同。车载 SerDes 芯片采用 HSMT 公有协议，速率达 6.4Gbps，满足 360 环视、ADAS、激光雷达等核心应用场景的实时传输需求。

■ **盈利预测与投资建议：**作为从事高速有线通信芯片的研发、设计和销售的公司，裕太微在 A 股市场具有稀缺性。我们认为，随着公司网通 2.5G 新品和车载以太网芯片新品放量，公司业绩有望再上新台阶。当前股价对应可比公司 2025-2027 年平均 PS 估值为 13/10/8 倍。我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 5.7/8.2/11.5 亿元，对应当前 PS 估值为 17/12/8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争风险，下游需求不及预期，半导体行业周期性及政策变化波动风险。

证券分析师 陈海进

执业证书：S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

研究助理 李雅文

执业证书：S0600125020002

liyw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	115.21
一年最低/最高价	66.50/124.87
市净率(倍)	6.07
流通 A 股市值(百万元)	5,739.69
总市值(百万元)	9,216.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.97
资产负债率(% ,LF)	8.65
总股本(百万股)	80.00
流通 A 股(百万股)	49.82

相关研究

内容目录

1. 裕太微：专注于高速有线通信芯片	5
1.1. 股权结构：股权结构稳定，华为、中移入股.....	6
1.2. 财务分析：营收大幅增长，研发投入不断加强.....	7
2. 以太网：有线局域网通讯协议，用于不同设备之间的通信传输	10
3. 网通市场：物理层、交换机芯片齐增长	14
3.1. 5G、WiFi7 升级推动公司 2.5G PHY 产品.....	14
3.2. 多口交换机芯片助力公司拓展细分市场.....	17
4. 车载市场：“智驾平权”推动车载以太网&SerDes 发展.....	20
4.1. 汽车智能化推动车载以太网技术发展.....	20
4.2. 车载 SerDes 芯片市场成为全新赛道.....	23
5. 盈利预测与投资建议	27
5.1. 盈利预测.....	27
5.2. 投资建议.....	28
6. 风险提示	28

图表目录

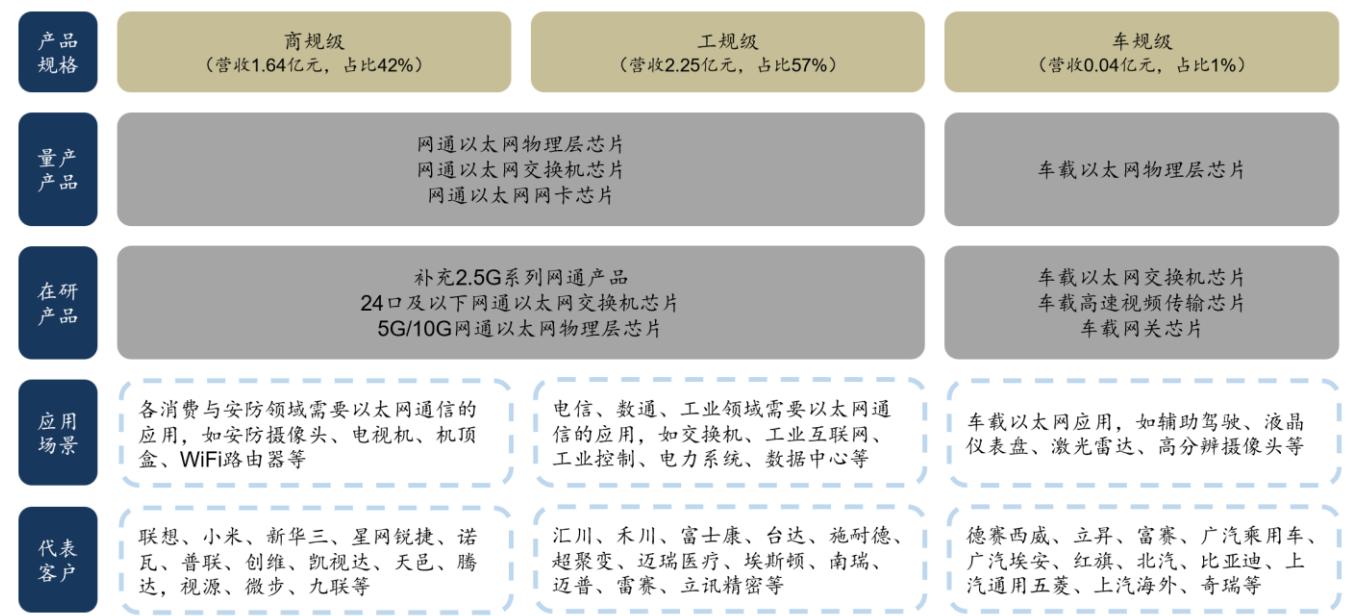
图 1: 公司产品矩阵情况.....	5
图 2: 公司规模量产条线.....	5
图 3: 公司发展历程.....	6
图 4: 公司股权结构（截至 2025/6/30）.....	7
图 5: 公司营收情况.....	7
图 6: 公司归母净利润与净利率情况.....	7
图 7: 公司主营业务结构.....	8
图 8: 公司主营业务毛利率情况.....	8
图 9: 公司费用率情况.....	8
图 10: 公司研发费用与研发费用率情况.....	8
图 11: 公司存货与存货周转率情况.....	9
图 12: 以太网蓝图.....	10
图 13: IEEE 标准制定情况.....	11
图 14: 以太网传输速率发展历程.....	12
图 15: OSI 七层网络模型	12
图 16: 802.11 标准的演进.....	14
图 17: 2019-2023 年中国路由器行业市场规模	15
图 18: 2024-2028 年中国路由器行业市场规模预测	15
图 19: WiFi 各代速率区别	15
图 20: 华为 TC7620 路由器拆机	16
图 21: 小米 BE3600 路由器拆机	16
图 22: 运营商采购项目 1.....	16
图 23: 运营商采购项目 2.....	16
图 24: 交换机工作原理.....	17
图 25: 中国数据量预测 (ZB)	18
图 26: 全球以太网交换机市场规模 (亿美元)	18
图 27: 低高速交换机集成方式对比.....	18
图 28: 小米千兆交换机 SW-108G 拆机.....	19
图 29: 盒式交换机.....	19
图 30: 全球新能源汽车销量及预测 (万辆)	20
图 31: 中国新能源汽车销量及预测 (万辆)	20
图 32: 各类汽车 ECU 数量 (个)	21
图 33: 车内常用总线特性对比.....	21
图 34: 博世提出的汽车控制 5 域架构.....	22
图 35: 中国新能源汽车销量及预测 (万辆)	22
图 36: 多家车企宣布推动“智驾平权”.....	22
图 37: 裕太微发布第一款车载 TSN SWITCH 芯片，逐步形成车载以太网芯片完整方案	23
图 38: 车载 SerDes 芯片工作原理	24
图 39: 车载 SerDes 芯片应用场景	24
图 40: 全球车载 SerDes 芯片主要厂商芯片方案	25
图 41: 全球车载 SerDes 芯片市场规模 (亿美元)	26
图 42: 中国车载 SerDes 芯片市场规模 (亿美元)	26

图 43: 裕太微盈利预测.....	27
图 44: 可比公司估值表.....	28

1. 裕太微：专注于高速有线通信芯片

公司专注于高速有线通信芯片，产品矩阵丰富。公司持续研发投入，已形成网通以太网物理层芯片、网通以太网交换机芯片、网通以太网网卡芯片、车载以太网物理层芯片、车载以太网交换机芯片、车载网关芯片、车载高速视频传输芯片七条产品线。公司产品覆盖数通、安防、消费、电信、工业、车载等多个领域，产品分为商规级、工规级、车规级等不同性能等级，以及百兆、千兆、2.5G 等不同传输速率和不同端口数量的产品组合，涵盖路由器、机顶盒、数据中心、工业互联网、辅助驾驶、智能中控等多个应用场景，可满足不同终端客户各种场合的应用需求。下游客户包括联想、小米、富士康、施耐德、德赛西威、比亚迪等各行业中的知名品牌。

图1：公司产品矩阵情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

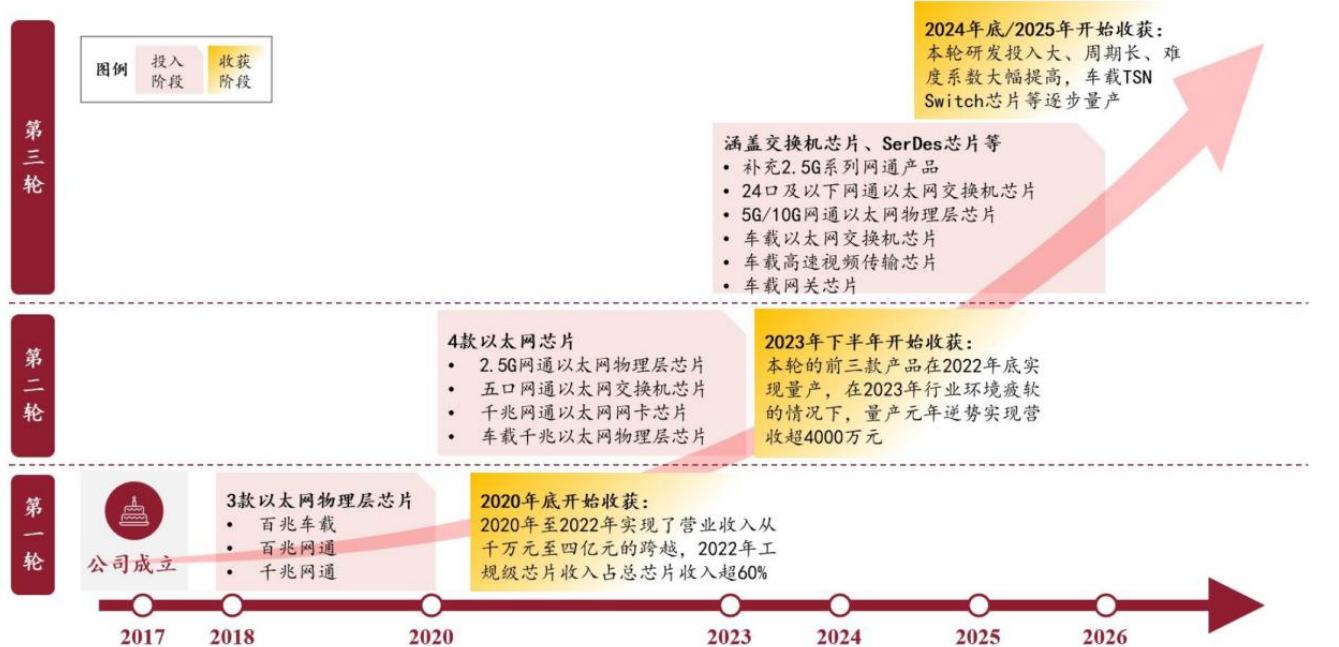
图2：公司规模量产条线

产品种类	产品项目	量产型号数量	代表产品
网通以太网物理层芯片	单口网通以太网物理层芯片	20款	YT8531SC-CA YT8522H
	多口网通以太网物理层芯片	6款	YT8618H YT8614H
	2.5G网通以太网物理层芯片	2款	YT8821C
网通以太网交换机芯片	多口网通以太网交换机芯片	12款	YT6801 YT6801S
网通以太网网卡芯片	千兆网通以太网网卡芯片	3款	YT6801 YT6801S
车载以太网交换机芯片	百兆/千兆车载以太网交换机芯片	4款	YT8010A YT8011A

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从公司内部经营组织架构来看，公司为更快推进网通和车载应用领域的拓展，成立了网通事业部和车载事业部。网通事业部在 2024 年年初成立，主要由网通以太网物理层芯片、网通以太网交换机芯片、网通以太网网卡芯片组成，覆盖所有除车载业务以外的其他所有的行业和应用领域，对应公司商规级、工规级产品。公司于 2020 年实现了车载百兆物理层芯片的量产，2023 年实现了车载千兆物理层芯片的量产，2024 年成立单独的车载事业部，专注于车载高速有线通信芯片的产品战略和规格制定、研发设计、市场推广和销售。2025 年将实现车载交换芯片的量产，以及车载摄像头端加解串芯片的送样。截至 2024 年，公司的车载以太网物理层芯片已经在几乎所有的国内车厂实现了大规模量产，新推出的车载以太网交换芯片在多家车厂进行测试当中。未来几年，公司车载业务将重点围绕车载以太网、SerDes 等车载高速有线通信芯片进行开展。

图3：公司发展历程

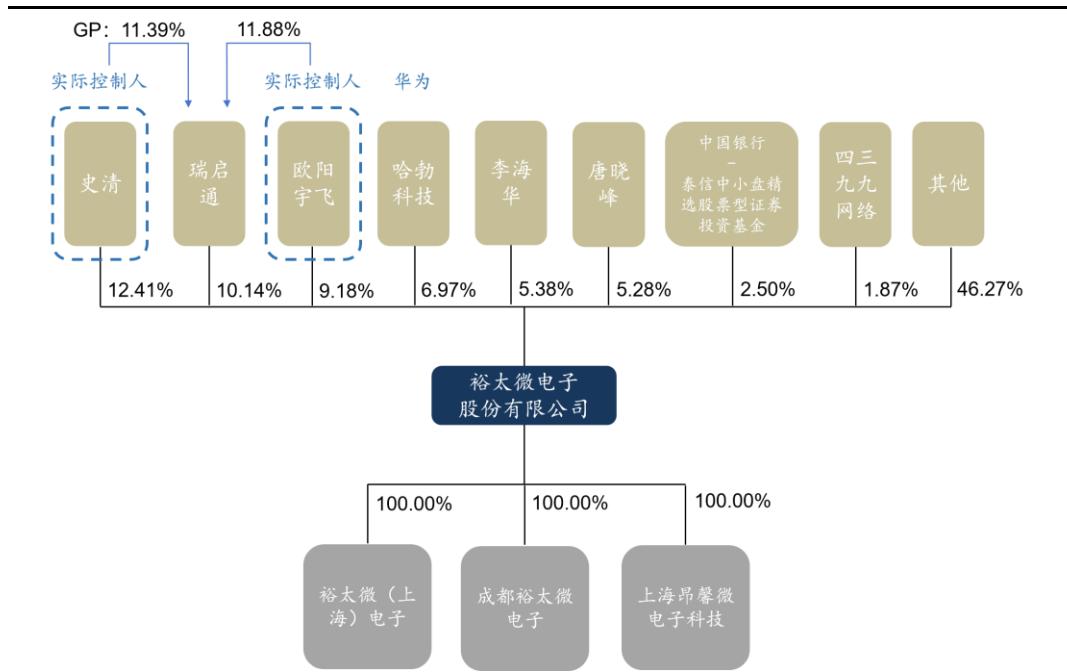


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 股权结构：股权结构稳定，华为、中移入股

公司实控人经验丰富，下游客户投资入股。公司控股股东、实际控制人为史清、欧阳宇飞，其中史清任董事长、总经理职位，欧阳宇飞任董事职位。史清先生毕业于中国科学院，博士研究生学历，曾任职于上海伽利略导航有限公司、上海贝尔阿尔卡特股份有限公司、高通企业管理有限公司；欧阳宇飞先生曾任职于上海士兰微电子科技有限公司、创锐讯通讯技术有限公司、高通企业管理有限公司。两人在芯片设计行业经验丰富。此外，由华为投资有限公司控股的哈勃科技和中移资本控股有限责任公司控股的中移股权投资基金分别持有裕太微 6.97% 和 1.65% 的股份（截至 2025/6/30），有助于稳定公司经营情况。

图4：公司股权结构（截至 2025/6/30）

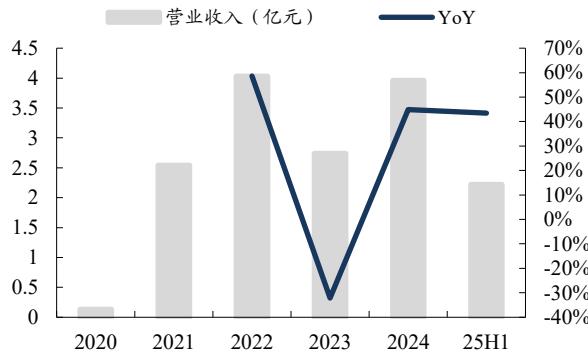


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 财务分析：营收大幅增长，研发投入不断加强

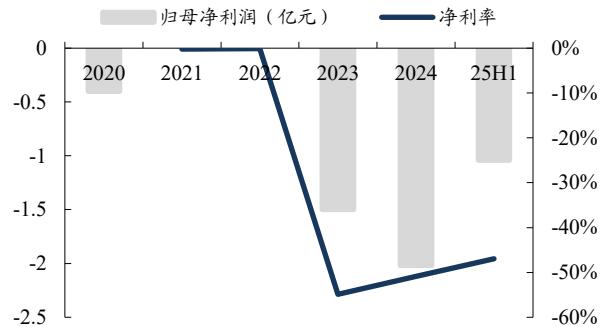
2024 年公司营收重回高速增长，营业收入约为 4 亿元，较 2023 年增加 44.86%；2025 年上半年实现营收 2.22 亿元，较去年同期增长 43.41%。主要系本期受半导体市场延续增长态势和 2.5G 网通以太网物理层芯片等产品销售放量增长影响，营业收入规模实现了较大幅度增长。2024 年公司归母净利润为 -2 亿元。公司虽实现营业收入与毛利的双增以及资产减值损失减少，但由于公司仍处于产品研发和新产品放量阶段，销售费用和研发费用的增长额远大于上述因素带来的影响，仍处于亏损状态。

图5：公司营收情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：公司归母净利润与净利率情况

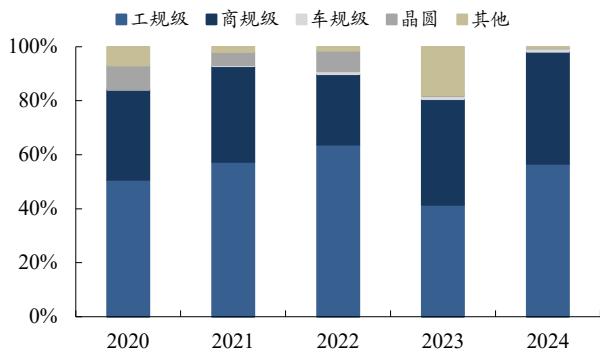


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从公司主营业务结构看，2024 年公司工规级产品实现营收 2.25 亿元，占总营收比

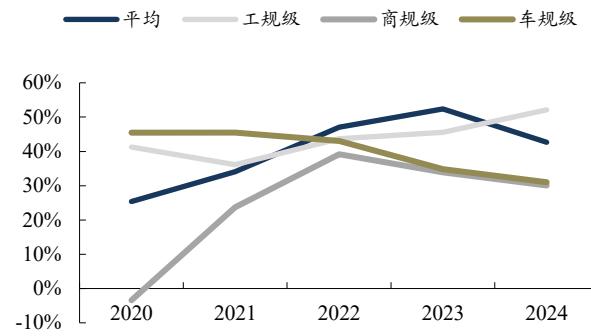
重为 56.67%；商规级产品实现营收 1.64 亿元，占总营收比重为 41.47%；车规级产品实现营收 0.04 亿元，占总营收占比 1.13%。其中工规级/商规级/车规级产品毛利率分别为 52.1%/30.0%/31.0%，主营业务毛利率为 42.7%，较去年同期减少 7.10 个百分点。技术服务收入大幅度减少，使得其他收入较上年减少 96.36%，其他收入毛利率减少 47.88 个百分点。

图7：公司主营业务结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

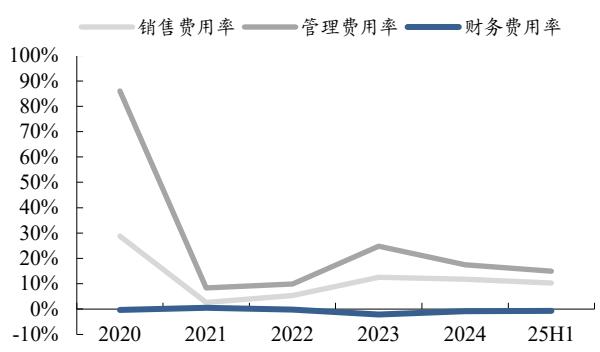
图8：公司主营业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

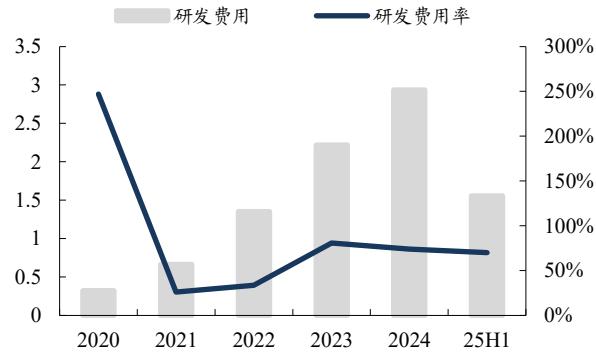
公司研发投入保持高位，2024 年累计 2.9 亿元，同比提升 32.40%，研发费用率为 74.10%，主要系公司持续加大新产品研发投入力度和持续改进现有产品以满足终端客户不断衍生的新需求，重点聚焦 2.5G 网通产品迭代、24 口及以下以太网交换机芯片开发、车规级以太网交换机芯片研发等战略领域，相关产品规划于 2024-2026 年分阶段量产。2025 年上半年公司持续加大研发投入，研发费用为 1.6 亿元，研发费用率保持 70% 的高位水平，因营收规模增长，同比略有下降。此外，2024 年公司销售费用约为 0.5 亿元，同比增长 36.59%，主要系为了持续开拓和渗透国内本土市场，积极开拓海外市场。

图9：公司费用率情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图10：公司研发费用与研发费用率情况

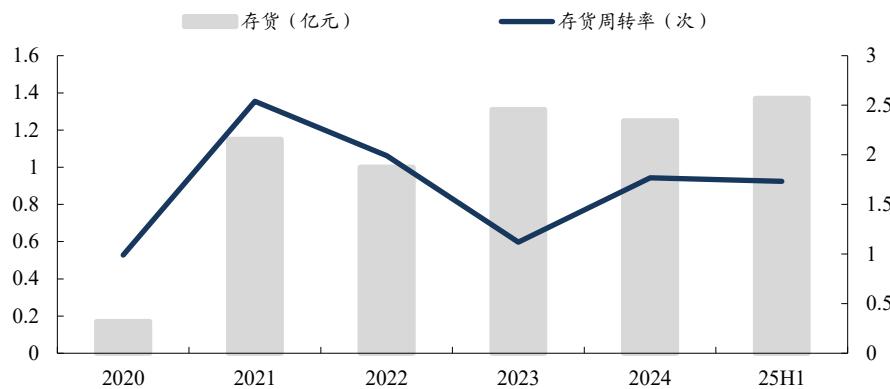


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

随着半导体行业下行周期接近尾声，公司的存货管理显示出谨慎乐观的趋势。存货水平可能在周期低点时有所积累，以应对前期需求疲软，但随着市场需求逐步回暖，下

游客户需求有所增长，同时新产品经下游用户陆续验证导入，销售放量增长。2024年公司存货由2023年的1.31亿元下降至1.25亿元，存货周转率上升至1.77次，后期有望进一步提升。同时，由于销量回升，2025年上半年销售商品、提供劳务收到的现金增加，较去年同期增长53%，企业资金流动性进一步提升。

图11：公司存货与存货周转率情况

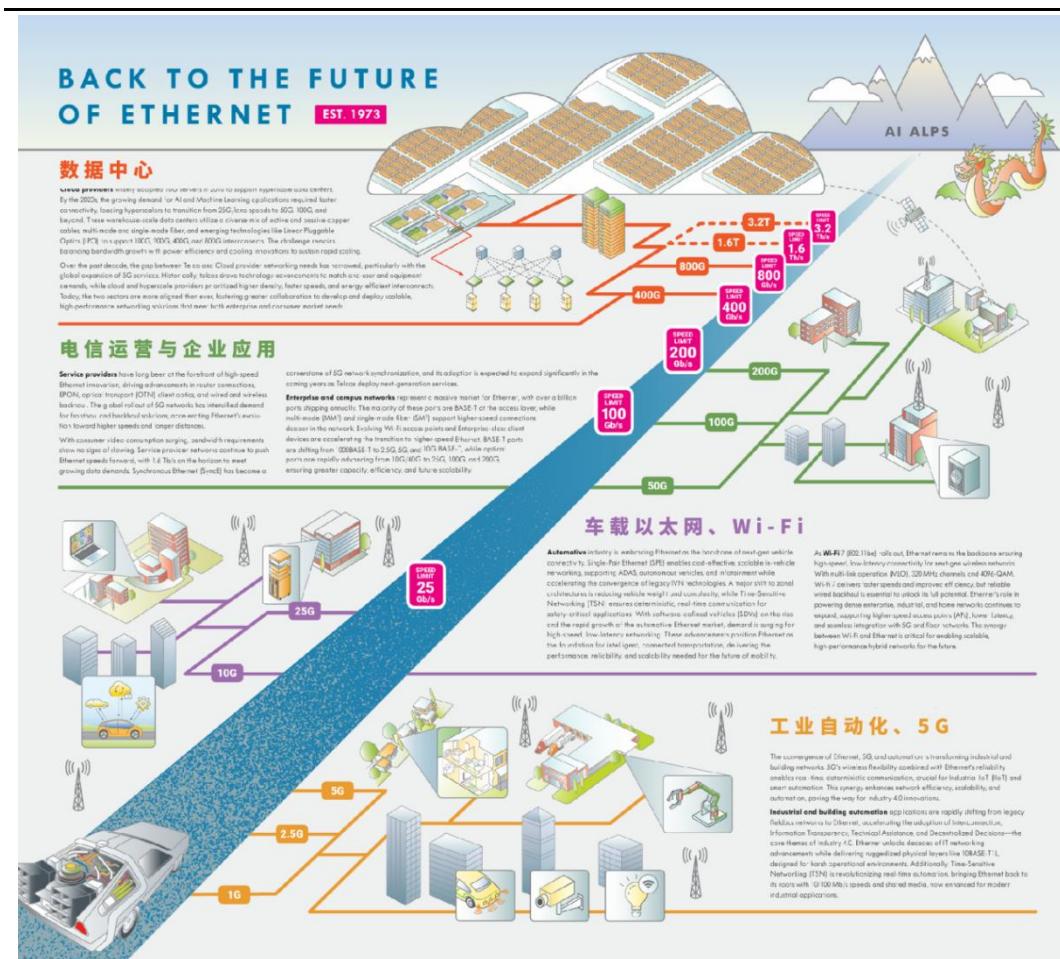


数据来源：公司公告，iFinD，东吴证券研究所

2. 以太网：有线局域网通讯协议，用于不同设备之间的通信传输

以太网是 Ethernet 的英译名，是 IEEE 电气电子工程师协会制订的一种有线局域网通讯协议，应用于不同设备之间的通信传输。IEEE 组织的 IEEE802.3 标准制定了以太网的技术标准，规定了包括物理层的连线、电子信号和介质访问层协议的内容。以太网自 1973 年发明以来，已经历 40 多年的发展历程，因其同时具备技术成熟、高度标准化、带宽高以及低成本等诸多优势，已取代其他网络成为当今世界应用最普遍的局域网技术，覆盖家庭网络以及用户终端、企业以及园区网、运营商网络、大型数据中心和服务提供商等领域，在全球范围内形成了以太网生态系统，为万物互联提供了基础。进入 2020 年，中央会议多次提及“新基建”概念，会议要求出台新型基础设施投资支持政策，改造提升传统产业，培育壮大新兴产业，加快 5G 网络、数据中心、工业互联网等新型基础设施建设进度。以太网作为信息网络中的重要通信传输技术标准，“新基建”的大力发发展，也为以太网芯片的发展提供了强大动能。

图12：以太网蓝图



数据来源：EthernetAlliance, 东吴证券研究所

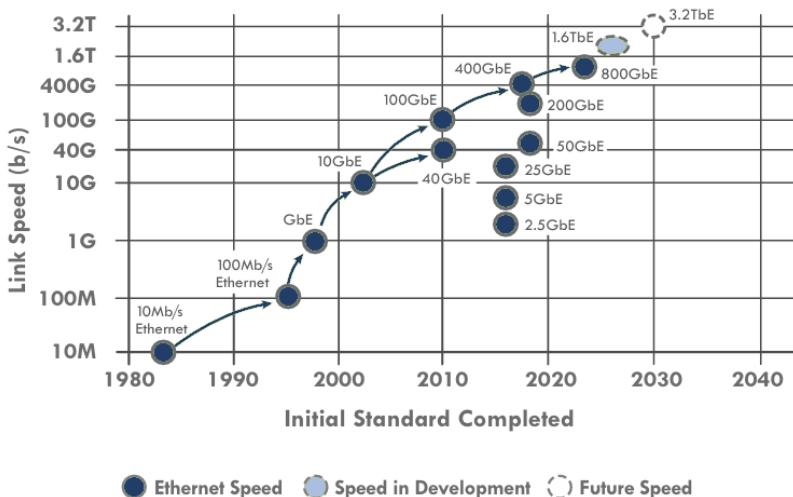
从传输介质看，以太网可主要分为光纤和铜双绞线两类。光纤具有传导损耗低、传输距离远等特性，被广泛用于长距离有线数据传输，应用场景主要涵盖电信运营商和数据中心等，但由于光纤质地脆、机械强度差、弯曲半径大且光电转换器材成本较高，终端数据传输较难取代铜线。铜双绞线机械强度好、耐候性强、弯曲半径小，同时无需光电转换设备即可直接使用，因而成为数据传输“最后一百米”的最优解决方案。随着PoE供电技术的成熟，铜双绞线在传输数据的同时还能为终端设备提供一定功率的电能。因此，铜双绞线是智能楼宇、终端设备、企业园区应用、工业控制以及新兴的车载以太网的主要选择。从传输速率看，以太网自1973年诞生后的前30年间接连发展出了10M、100M、1000M、10GE、40GE、100GE 6种以太网速度标准，近几年为了适应应用的多样化需求，以太网速率打破了以10倍为来提升的惯例，开始出现2.5GE、5GE、25GE、50GE、200GE、400GE等6种新的以太网速率标准。

图13：IEEE 标准制定情况

IEEE标准制定情况			
分类	铜双绞线（1对）	铜双绞线（4对）	光纤
特点	耐磨、不易损坏、成本低、可供电		传输速度快、距离远
主要应用	车载以太网、Wi-Fi、5G等	企业应用、工业自动化	电信运营、数据中心
10BASE-	√	-	-
100BASE-	√	-	-
1000BASE-	√	√	-
2.5GBASE-	√	√	-
5GBASE-	√	√	-
10GBASE-	√	√	√
25GBASE-	√	-	√
40GBASE-	√	-	√
50GBASE-	√	-	√
100GBASE-	√	-	√
200GBASE-	√	-	√
400GBASE-	√	-	√
800GBASE-	√	-	√

数据来源：EthernetAlliance，东吴证券研究所

图14：以太网传输速率发展历程



数据来源：EthernetAlliance，东吴证券研究所

公司产品主要为基于铜线的以太网物理层芯片，近年也推出多款以太网交换机芯片。首先对 OSI 七层网络模型近介绍。OSI 七层网络模型是互联网发展过程中的重要模型，作为一个开放性的通信系统互连参考模型，其含义就是建议所有公司使用这个规范来控制网络。从硬件的角度看，以太网接口电路主要由 MAC 控制器和物理层接口 PHY 两大部分构成，对应 OSI 里第一层物理层 (PHY) 和第二层介质访问层 (MAC)。以太网物理层芯片 (PHY) 工作于 OSI 网络模型的最底层，是以以太网有线传输为主要功能的通信芯片，用以实现不同设备之间的连接，广泛应用于信息通讯、汽车电子、消费电子、监控设备、工业控制等众多市场领域，同时，以太网物理层芯片也是交换机的重要组成部分之一，通过与数据链路层 (MAC) 芯片配合或集成实现更高层的网络交换功能。具体而言，以太网物理层芯片 (PHY) 连接数据链路层的设备 (MAC) 到物理媒介，并为设备之间的数据通信提供传输媒体，处理信号的正确发送与接收。

图15：OSI 七层网络模型



数据来源：EthernetAlliance，东吴证券研究所

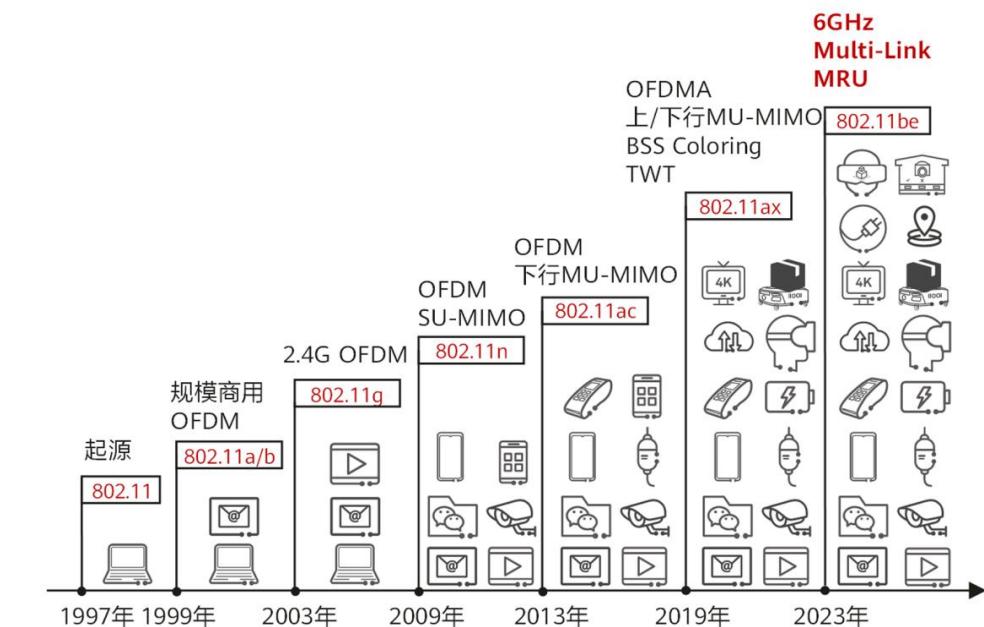
高效和稳定的信息传输离不开传输标准和硬件技术发展的共同作用。传输标准方面，2.5G 以太网是基于万兆（10G）以太网调降时脉/速率开发而来，IEEE802.3bz 国际标准如同千兆以太网，使用了 4 对导线负责传输(Tx)与接收(Rx)，但是每对导线的传输能力提升至 625Mbps，因此传输速率总和能够达到 2.5Gbps。硬件技术方面，千兆网口是目前广泛应用的一种提供高速、高带宽的网络接口技术。千兆网口的传输速度是每秒 1 千兆位（1Gbps），目前已广泛应用，能够满足大多数常见场景的网络需求，如家庭网络、办公环境等。随着网络技术的不断发展以及应用场景的日益丰富，人们对于更高带宽的需求愈发迫切，2.5G 网口应运而生，其在千兆网口的基础上发展而来，旨在满足部分场景对更高带宽的需求，是连接需要更高带宽设备（如高清视频流、大文件传输等）的理想选择。

3. 网通市场：物理层、交换机芯片齐增长

3.1. 5G、WiFi7 升级推动公司 2.5G PHY 产品

技术升级带动 WiFi 芯片行业扩容。 WiFi 是短程物联网中的主流通信技术之一，具备传输速率高、部署简单、成本低等优点。自 1997 年 IEEE 推出第一代 WLAN 协议后，WiFi 技术每隔 4-6 年左右都会进行一次技术变革，提高带宽和容量等性能。2024 年 1 月 8 日，WiFi 联盟正式宣布推出 WiFi CERTIFIED 7 认证计划，可提升 WiFi7 (802.11be) 性能并改善各种环境中不同 WiFi7 设备之间的连接性。在 WiFi6 的基础上，WiFi7 引入了 320MHz 带宽、4096-QAM、Multi-RU、多链路操作等技术，可以提供更高吞吐量和更低时延，传输速率显著提升，其作为下一代无线局域网技术，正在逐渐走向市场，旨在有效应对无线办公、教育等高密场景和远程医疗、智慧教育、扩展现实等前沿应用的多元场景挑战。

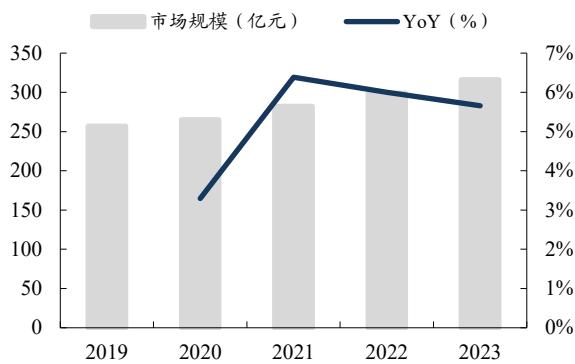
图 16：802.11 标准的演进



数据来源：华为《IP 网络系列丛书：WiFi 7》，东吴证券研究所

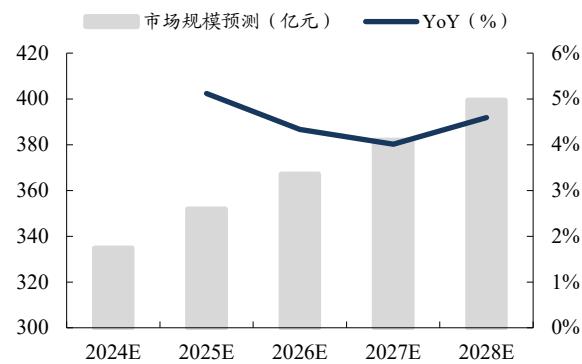
路由器作为网络基础设施的关键组成部分，市场空间将随着技术革新逐步扩大。 根据智研产业研究院的统计数据，2023 年中国路由器市场规模为 316 亿元，同比增长 5.66%；2024-2030 年中国路由器行业市场规模平稳上升，预计 2030 年中国路由器行业市场规模将达到 433 亿元。随着智能技术与无线网络技术的飞速演进，无线路由器将朝着功能更完整、更独立的方向发展。这些路由器将配备独立的操作系统，允许用户自由安装各类应用，实现带宽的自主控制，真正意义上实现网络与设备的智能化管理。在此过程中，应用的智能化与选择的个性化将日益凸显，为用户提供更加个性化和智能化的网络体验。以中国家用路由器市场为例，WiFi 6 销量份额降低至 55%，WiFi 7 销量份额快速突破 20% 大关。

图17：2019-2023年中国路由器行业市场规模



数据来源：智研瞻产业研究院，东吴证券研究所

图18：2024-2028年中国路由器行业市场规模预测



数据来源：智研瞻产业研究院，东吴证券研究所

2.5G 将成为带宽升级后的主流传输速率。当前网络正经历从 WiFi 6 到 WiFi 7 的关键升级：升级前主流配置是 WiFi 6 配合千兆以太网 (1Gbps)，能满足高清视频播放、常规文件传输等需求；而升级后的 WiFi 7 单流速率突破 4.8Gbps，无线端的高速率使得原有千兆网口成为明显瓶颈——当无线设备接收数据后需通过有线接口传输至终端时，1Gbps 的速率限制会严重拖累整体网络效率。回顾过去十年的升级路径，速率提升并非每次迭代的核心。比如从 WiFi 4 到 WiFi 5，重点是引入 MU-MIMO 技术优化多设备连接；从 WiFi 5 到 WiFi 6，OFDMA 技术成为提升多用户并发能力的关键。但此次从 WiFi 6 到 WiFi 7 的升级，因速率提升幅度显著，且高清视频串流、多设备 4K 投屏、大文件秒传等场景对带宽需求激增，有线接口的速率短板被放大。此时 2.5G 以太网应运而生，它能适配 WiFi 7 的高速传输需求，填补千兆网口与万兆以太网之间的性能空白，成为衔接无线与有线网络的理想选择。

图19：WiFi 各代速率区别

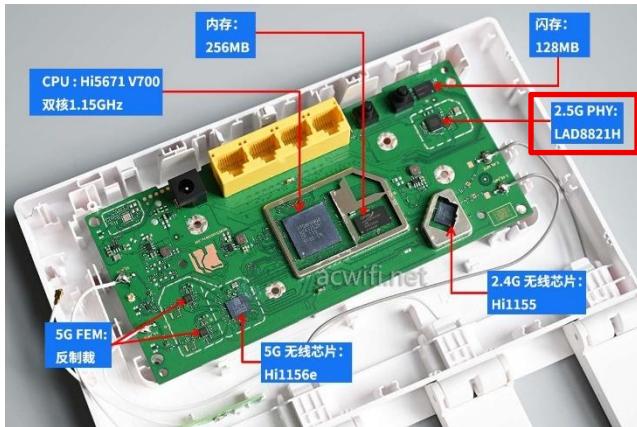
时间	协定	WiFi	最高传输速率
1997	802.11	/	2 Mbps
1999-2003	802.11a/b/g	WiFi	54 Mbps
2009	802.11n	WiFi 4	600 Mbps
2013	802.11ac	WiFi 5	6.9 Gbps
2019-2021	802.11ax	WiFi 6, WiFi 6E	9.6 Gbps
2024	802.11be	WiFi 7	46 Gbps

数据来源：华为《IP 知识百科》，东吴证券研究所

公司的千兆/2.5G 网通以太网物理层/交换机芯片广泛应用于华为、小米、锐捷等下游客户。例如，华为 TC7620 路由器作为电信运营商定制机，搭载了一颗 YT8821，属于 2.5G PHY 芯片；小米 BE3600 路由器搭载了一颗 YT9215S，属于 5 口千兆交换机芯片。

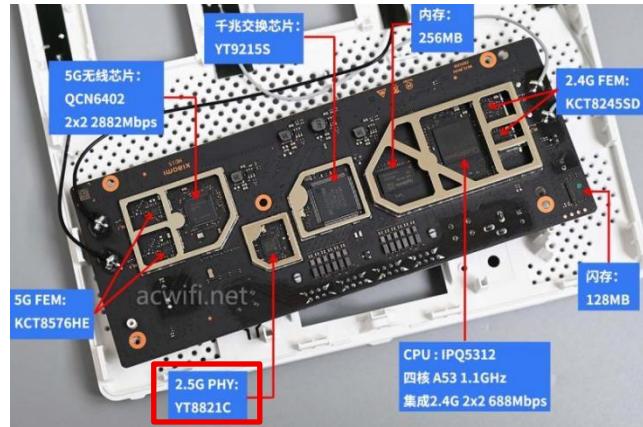
此外，裕太微的下游客户，如华为、新华三、锐捷等，多次进入三大运营商集采与招标项目。在我国通信运营商采购计划的推动下，公司有望借助市场需求和政策红利的双重驱动，进一步扩大市场份额，提升行业地位。

图20：华为 TC7620 路由器拆机



数据来源：acwifi，东吴证券研究所

图21：小米 BE3600 路由器拆机



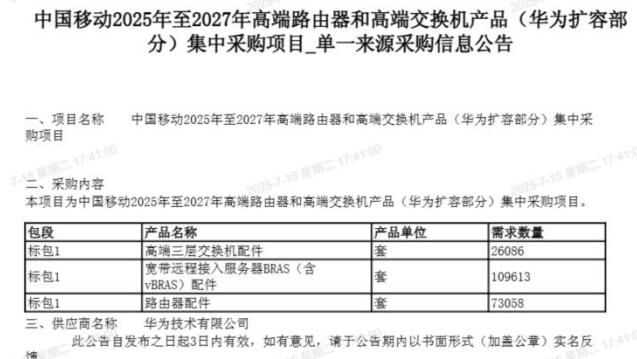
数据来源：acwifi，东吴证券研究所

图22：运营商采购项目 1



数据来源：中国移动采购与招标网，东吴证券研究所

图23：运营商采购项目 2



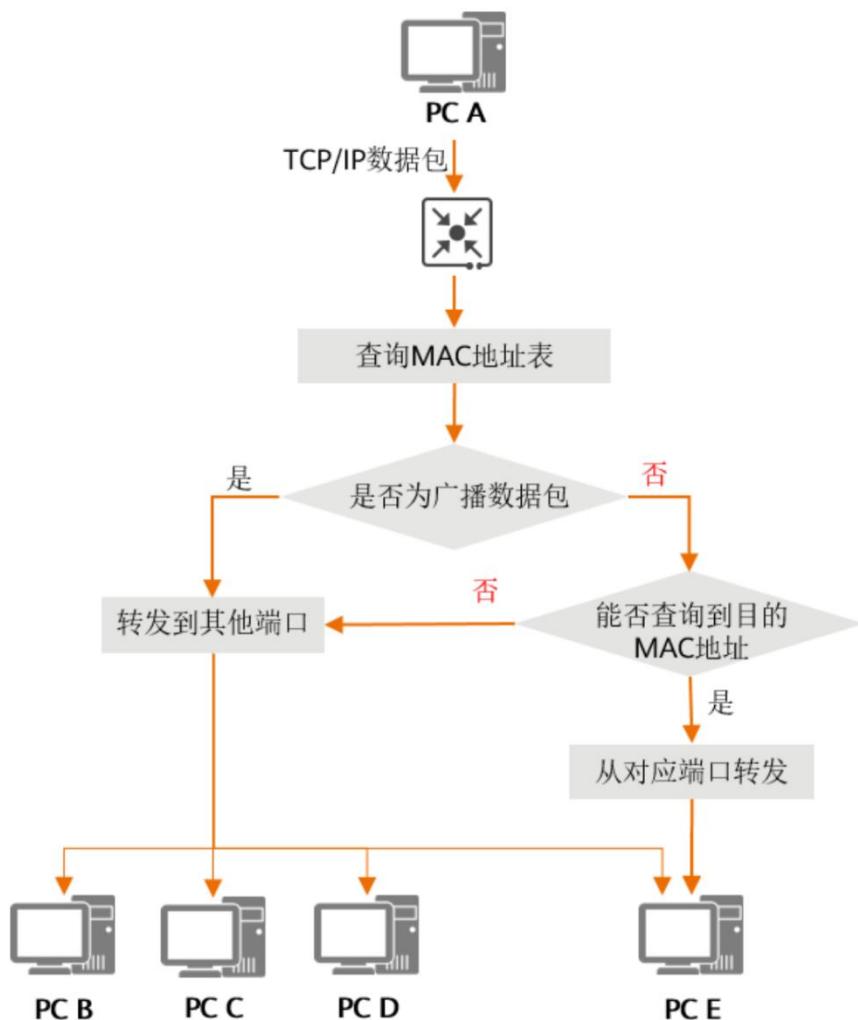
数据来源：中国移动采购与招标网，东吴证券研究所

公司作为中国境内极少数实现千兆以太网物理层芯片全领域大规模出货以及 2.5G 以太网物理层芯片规模出货的企业，未来将获得巨大的市场机会。随着 10GPON 路由器、50GPON 路由器和 5G 基站的应用数量与日俱增，2.5G 及以上速率的网通以太网物理层芯片需求量也逐步增加。目前公司的 2.5G 网通以太网物理层芯片产品可以搭配 WiFi6 和 WiFi7 路由器一起使用，在应用领域相对前沿。2024 年作为 2.5G 网通产品项目的量产爆发年，实现了单个产品项目 14,169.78 万元的营业收入。同时，在千兆以太网物理层芯片市场，广泛应用于国内显示屏、服务器以及机顶盒市场，稳固地占据着国产千兆以太网物理层芯片市场份额的领先地位。百兆以太网物理层芯片产品在国内工业伺服、机器人以及工业控制市场展现了强大的竞争力。

3.2. 多口交换机芯片助力公司拓展细分市场

交换机是一种为所连接的 IT 设备提供网络通信的设备，工作在 OSI 模型的数据链路层。交换机的主要作用是转发传输数据，实现网络设备之间的通信互联。可概括为以下功能：1) 对网络进行分段和隔离，划分多个虚拟网段，提高网络的安全性；2) 识别接收到的数据，精准向目标设备转发，提高网络的性能；3) 对不同端口、用户和应用进行流量控制和管理，优化网络环境，提高网络的可靠性和稳定性；4) 优化数据传输方式，提高传输速率。交换机除了以上基本作用之外，还具备了一些新的功能，如对 VLAN（虚拟局域网）的支持、对链路汇聚的支持，甚至有的还具有防火墙的功能。

图24：交换机工作原理

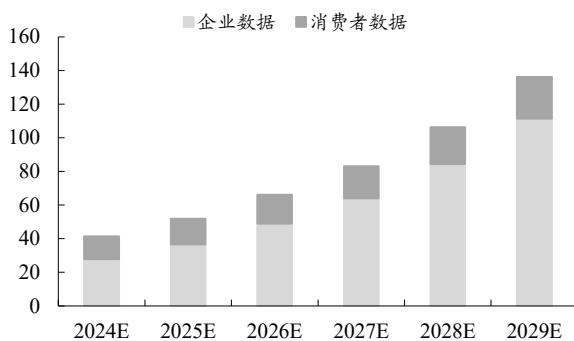


数据来源：华为，东吴证券研究所

园区网与数据中心是交换机重要的应用场景。IDC 预计，2025 年全球将产生 213.56ZB 数据，到 2029 年将增长一倍以上达到 527.47ZB。其中，中国市场 2025 年将产生 51.78ZB 数据，到 2029 年增长至 136.12ZB，CAGR 达到 26.9%。中国数据市场的快速发展得益于大规模的工业数字化、数字化转型升级、云计算的扩张以及消费者服务的普及和升级，企业转型和消费者的数字活动共同推动着数据生成市场发展。IDC 最新

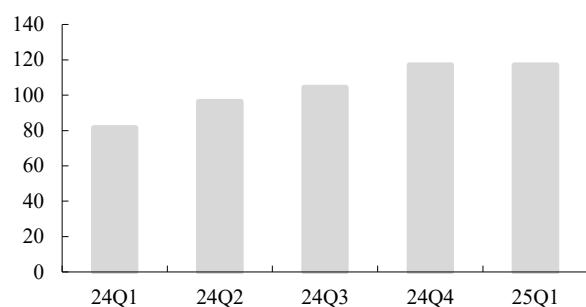
发布的季度以太网交换机追踪报告显示，25Q1 全球以太网交换机市场收入达到 117 亿美元，同比增长 32.3%。这一增长主要受到市场数据中心部分的强劲推动，因为超大规模云服务商和云服务提供商正在为人工智能（AI）时代建设基础设施容量。

图25：中国数据量预测（ZB）



数据来源：IDC，东吴证券研究所

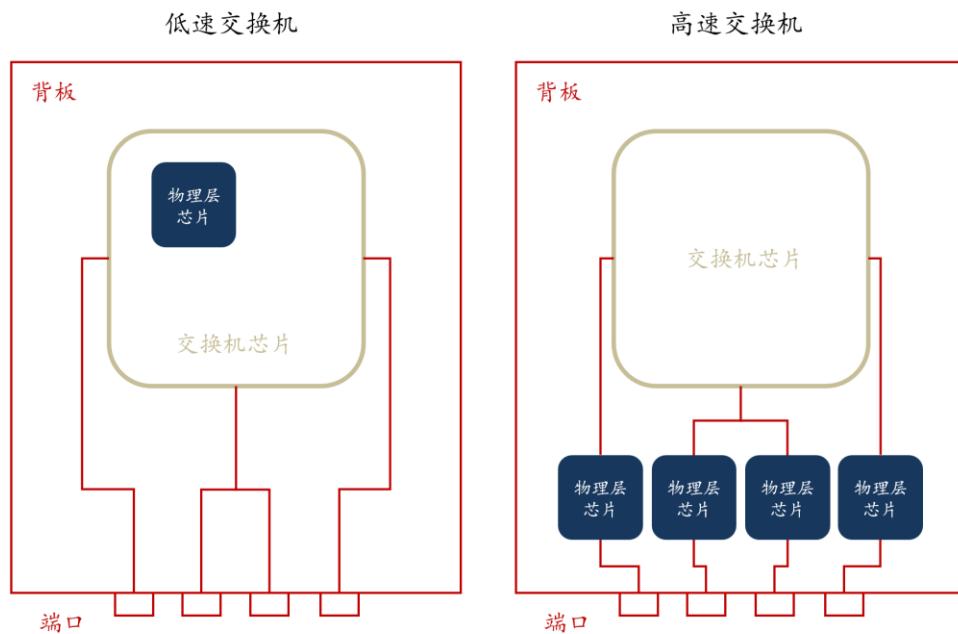
图26：全球以太网交换机市场规模（亿美元）



数据来源：IDC，东吴证券研究所

由于网络交换功能是在以太网的第二层（MAC）实现，所以早期以太网交换芯片中只包含 MAC 层，要想真正接上以太网，还必须有以太网第一层（PHY）物理层芯片来实现（一般也称之为收发器）。因此以太网交换机中，必须有至少 2 个以太网芯片才能实现网络互连。随着集成电路制造水平的提高，为了简化系统结构，出现了将物理层（PHY）和链路层（MAC）集成在一起的网络交换机芯片。目前对于 10M/100M 交换芯片，很多都实现了这种集成化，但是对于高速交换机芯片，一般仍然需要使用专用的物理层芯片。

图27：低高速交换机集成方式对比



数据来源：博客园，东吴证券研究所

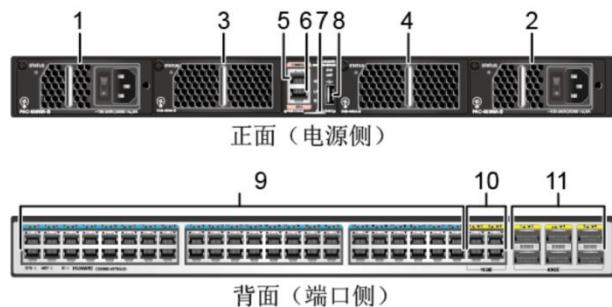
公司是中国境内极少数实现集成以太网物理层芯片的以太网交换机芯片规模量产的企业。公司于2024年底正式推出YT9230系列交换芯片，能够提供8/16/24全端口千兆交换机方案，对标国际一线产品，在软件特性与硬件规格上，做了大量改进和提升。该系列交换芯片已实现全系列完全国产化，补齐了国产的全系列解决方案的空白。未来三到五年，公司的2.5G以太网物理层芯片和多口交换机芯片将拥有更多机遇。

图28：小米千兆交换机 SW-108G 拆机



数据来源：acwifi，东吴证券研究所

图29：盒式交换机



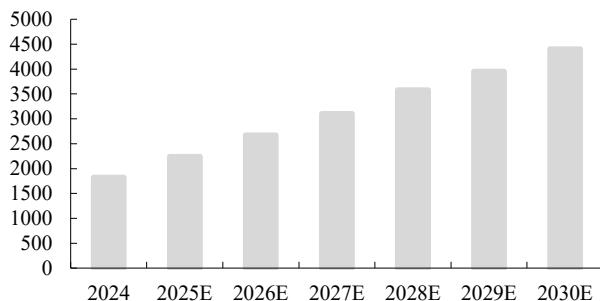
数据来源：华为官网，东吴证券研究所

4. 车载市场：“智驾平权”推动车载以太网&SerDes发展

4.1. 汽车智能化推动车载以太网技术发展

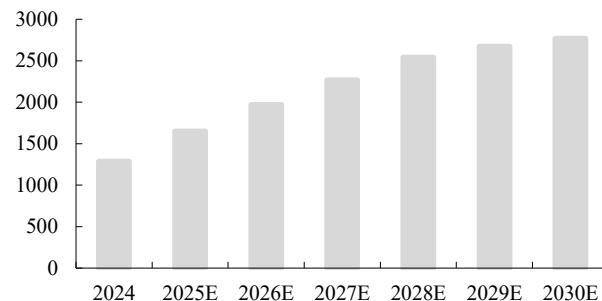
近年来，我国新能源汽车产业取得了显著成就，产销量持续增长，技术水平不断提升，市场竞争力日益增强，为实现汽车产业的转型升级和可持续发展奠定了坚实基础。根据 EVTank、伊维经济研究院联合中国电池产业研究院共同发布的《中国新能源汽车行业发展趋势白皮书（2025 年）》显示，2024 年全球新能源汽车销量达到 1,823.6 万辆，同比增长 24.4%。2024 年中国新能源汽车销量达到 1,286.6 万辆，同比增长 35.5%，占全球销量比重由 2023 年 64.8% 提升至 70.5%。EVTank 预计 2025 年全球新能源汽车销量将达到 2,239.7 万辆，其中中国将达到 1,649.7 万辆，2030 年全球新能源汽车销量有望达到 4,405.0 万辆。

图30：全球新能源汽车销量及预测（万辆）



数据来源：EVTank，东吴证券研究所

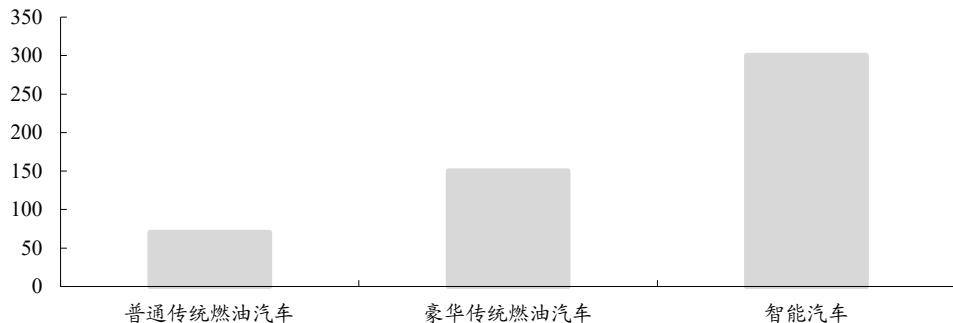
图31：中国新能源汽车销量及预测（万辆）



数据来源：EVTank，东吴证券研究所

近年来汽车智能化网联化浪潮的快速发展，汽车内部电子电气元器件的数量和复杂度大幅提升。ECU（电子控制单元）是控制汽车各种功能的核心部件，利用各种传感器、总线的数据采集与交换监测和调节发动机及其他系统的运行状态。车身电子化智能化趋势推动了汽车传感器数量的快速增长。电动车需要额外的传感器来监控电池和电机性能，而智能驾驶功能（如自动驾驶和 ADAS）则依赖摄像头、雷达和激光雷达等传感器。这些变化使得现代车辆的传感器种类和数量远超传统燃油车。单辆车 ECU 数量已逐渐从 20-30 个发展到 100 多个，部分车辆线束长度已高达 2.5 英里，E/E 架构已经不能满足汽车智能化时代的发展需求，故而车载网络转向域控制和集中控制的趋势越来越明显，总线也需要往高带宽方向发展。

图32：各类汽车 ECU 数量（个）



数据来源：第一财经，东吴证券研究所

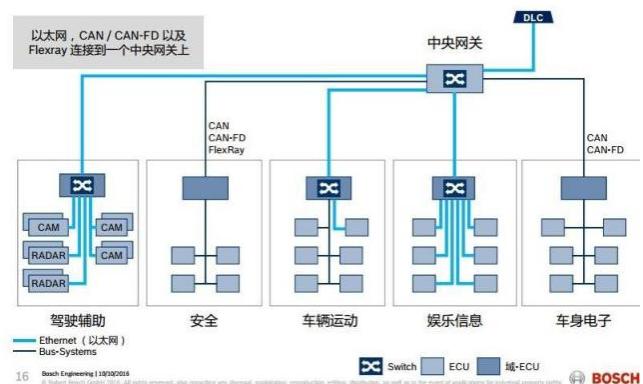
图33：车内常用总线特性对比

总线技术 相关特性	以太网	CAN	CANFD	FlexRay	MOST	LIN	LVDS
最高带宽	100Mbit/s	1Mbit/s	5Mbit/s	20Mbit/s	150Mbit/s	20Mbit/s	1Gbit/s
网络长度	15m	40m	40m	24m	1280m	40m	/
传输介质	非屏蔽双绞线UTP	非屏蔽双绞线UTP	非屏蔽双绞线UTP	非屏蔽双绞线UTP	光纤UTP	单线	屏蔽双绞线STP
成本	低	低	低	高	高	低	高

数据来源：中国汽车工业信息网，东吴证券研究所

架构的改变和自动驾驶传感器带来的大量数据处理需求，都使得带宽成为下一代汽车网络技术的关键。传统的汽车电子电气（E/E）架构主要基于分布式架构，每个电子控制单元（ECU）负责特定的功能，通过点对点线束和低带宽总线（如 CAN、LIN）进行通信。然而，随着汽车智能化、网联化和电动化的快速发展，传统 E/E 架构逐渐暴露出以下问题，使其难以满足现代汽车的需求：1) ECU 数量激增导致复杂性过高；2) 数据处理和带宽需求不足；3) 冗余硬件和低效通信导致能耗增加。博世、采埃孚、特斯拉等纷纷提出下一代网络架构，国内大部分车企也在规划落地域控制架构方案。车载以太网在单对非屏蔽双绞线上可实现 100Mbit/s 甚至 1Gbit/s 的数据传输速率，同时可满足汽车行业对高可靠性、低电磁辐射、低功耗、带宽分配、低延迟及同步实时性等方面的要求。根据以太网联盟的预测，随着汽车智能化应用需求推动的车联网技术不断发展，未来智能汽车单车以太网端口将超过 100 个，为车载以太网芯片带来巨大市场空间。

图34：博世提出的汽车控制5域架构



数据来源：博世官网，东吴证券研究所

图35：中国新能源汽车销量及预测（万辆）



数据来源：谈思汽车，东吴证券研究所

目前，高阶智驾加速渗透，2025年将进入汽车智能化的高速发展时期，多家车企宣布将推动“智驾平权”。2025年2月，比亚迪举行智能化战略发布会，正式发布高阶智能系统“天神之眼”，并表示比亚迪全系都将搭载高阶智驾，首发21款车型，10万级以上车型全系标配。长安汽车发布“北斗天枢2.0”智能化战略，从2025年起将不再开发非智能化新产品，未来3年将推出35款数智新车，涵盖长安启源、深蓝、阿维塔等多个品牌，满足不同用户群体的需求。华为鸿蒙智行旗下多款车型也将全系升级为ADS3.0，标配华为智驾。小鹏汽车推出AI鹰眼智驾方案，宣布2025年年中推出准L3级自动驾驶，年底落地全场景L3。在“智驾平权”的推动下，以车载以太网通信芯片为代表的车载芯片行业规模将加速增长；随着国际贸易摩擦加剧，中国汽车工业协会于2024年12月建议中国汽车企业谨慎采购美国芯片，也将加速国产车载芯片的国产替代进程，进而显著打开长期市场空间。

图36：多家车企宣布推动“智驾平权”



数据来源：比亚迪、长安汽车、华为、小鹏汽车官网，东吴证券研究所

车载以太网交换机芯片和车载网关芯片促进公司完善车内高速有线通信芯片整体方案。公司车载百兆以太网物理层芯片已实现规模量产，车载千兆以太网物理层芯片预计2025年将继续放量。公司于2025年4月25日发布第一款车载TSN SWITCH芯片，该芯片的问世标志着车载以太网技术在智能化汽车领域的进一步深化应用，为未来更多端口数的TSN SWITCH以及音视频传输芯片的研发和应用奠定了基础。此外，公司车载网关芯片产品线正处于高投入研发中，预计将于2026年内推出产品，成为公司车载高速有线通信芯片的支撑性产品线之一，叠加已规模量产的车载以太网物理层芯片，为客户整体方案的需求提供更大的便捷性和统一性。目前公司已获得SGS ISO 26262:2018汽车电子功能安全标准体系认证，并获得体系最高等级ASILD等级，这标志着公司在满足功能安全流程的质量能力上已经达到了国际水准。公司也作为参与单位牵头起草汽车以太网交换芯片标准、汽车以太网100MbpsPHY芯片标准、汽车以太网1GbpsPHY芯片标准和汽车以太网交换芯片标准，旨在聚焦车载PHY芯片与交换芯片两大关键技术环节，建立覆盖物理层、协议层与测试验证的统一技术标准，为智能汽车构建高效可靠的“神经网络”奠定基础。

图37：裕太微发布第一款车载TSN SWITCH芯片，逐步形成车载以太网芯片完整方案



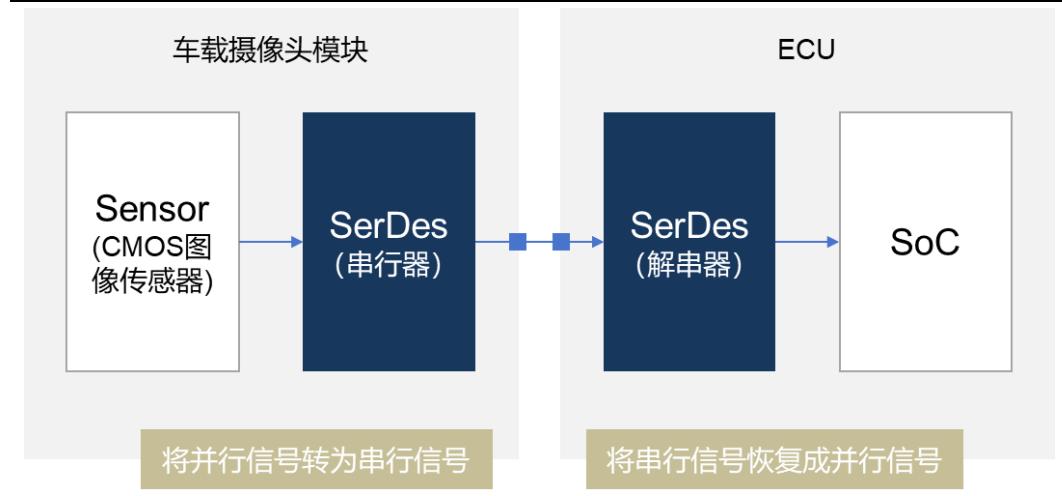
数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

4.2. 车载SerDes芯片市场成为全新赛道

在汽车智能化浪潮的推动下，高速、低延迟的车载SerDes芯片市场前景日益明朗。SerDes，即Serializer（串行器）和Deserializer（解串器）的缩写，其功能在于发送端将多路低速并行信号转换为一路高速串行信号，在接收端则反之，既能消除高速并行数据线缆间的串扰，又能降低功耗，实现更高的传输速率并削减线缆成本。车载SerDes是电

动汽车智能化发展下的刚需，也是当前主流可以满足车载高清摄像头、高清车载屏，以及下一代激光雷达/4D 毫米波雷达高宽带数据实时传输的主流。目前 SerDes 芯片大量用于车载的 360 环视、全景倒车影像以及智能座舱和其它 ADAS 功能场景实现中，这也是新能源汽车和中大型油车的标配，其场景实现的需求在众多车载功能中仍然居于首位。

图38：车载 SerDes 芯片工作原理



数据来源：谈思汽车，东吴证券研究所

图39：车载 SerDes 芯片应用场景



数据来源：中国科技信息，东吴证券研究所

在车规芯片中，车载 SerDes 芯片技术领域门槛较高，导致本土玩家屈指可数：一方面，SerDes 芯片需在轴线缆上实现双向高速传输，同时克服车内电磁干扰，对信号完整性、噪声抑制、纠错能力要求极高，设计难度大；另一方面，作为汽车中的重要安全件，往往需通过 AEC-Q100（可靠性）和 ISO26262ASIL-B（功能安全）认证，研发周期长，严苛的车规认证使得验证成本高；最后，从协议兼容性来看，国际大厂长期采用私有协议，而本土厂商需适配 ASA、MIPI A-PHY 等公有协议生态，技术积累不足。据 QYResearch 数据，全球车载 SerDes 芯片第一梯队供应商为 ADI（原美信 Maxim）和德州仪器（TI），2023 年二者占据 92% 的市场份额；第二梯队包括 InovaSemiconductors、SonySemiconductor 和 ROHMSemiconductor 等，共占约 6% 的市场份额。

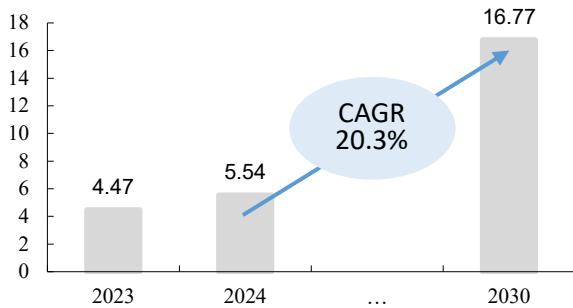
图40：全球车载 SerDes 芯片主要厂商芯片方案

开发企业	技术名称	传输速度	应用场景	应用车企
美信半导体(Maxim)	GSML	2-12Gbps	适用于车辆内部多种视频和数据传输	美系车企、中国车企
德州仪器(TI)	FPD-Link	2-6Gbps	用于车载摄像头的高速视频传输解决方案	美系车企、中国车企
慷智(AIM)	AHDL(Automotive High Definition Link)	6Gbps (第二代产品) 单通道13-15Gbps 双通道26-30Gbps(在研)		中国车企
Inova Semiconductor(德)	APIX (Automotive Pixel link)	12Gbps (第三代产品)	适用于车载显示和摄像头系统	欧系车企
索尼半导体	GVIF	800万像素45fps(约8.63Gbps)		丰田系车企
罗姆半导体(Rohm)	Clockless Link	2.7Gbps	用于车载多媒体和显示应用	
ASA(车载SerDes联盟)	暂未命名	2/4/8/12/16G五个等级		
MIPI(移动产业处理器接口联盟)	A-PHY	16Gbps以上		

数据来源：谈思汽车，东吴证券研究所

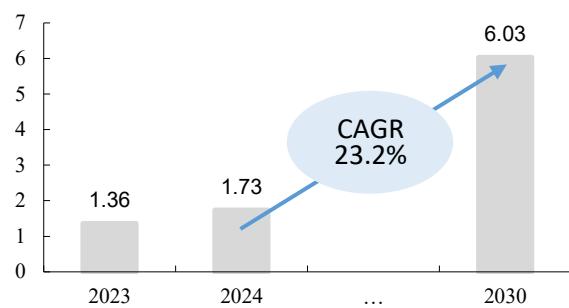
随着智驾车型渗透率及智驾等级的提高，智能汽车搭载的车载摄像头数量也正在急剧增长，与之配套的车载 SerDes 芯片市场规模巨大。据 QYResearch 数据，2023 年是全球车载 SerDes 芯片市场显著增长的一年，全球 SerDes 芯片市场规模达到了 4.47 亿美元，预计 2030 年将达到 16.77 亿美元，2024 年至 2030 年的年复合增长率（CAGR）为 20.28%；其中中国市场 2023 年市场规模为 1.36 亿美元，约占全球的 30.40%，预计 2030 年将达 6.03 亿美元，届时全球占比将达到 35.96%，全球范围内中国地区增长最快，2024 年至 2030 年期间复合增长率大约为 23.15%。

图41：全球车载 SerDes 芯片市场规模（亿美元）



数据来源：QYResearch, 东吴证券研究所

图42：中国车载 SerDes 芯片市场规模（亿美元）



数据来源：QYResearch, 东吴证券研究所

公有标准协议成为车内高速有线 SerDes 芯片的一大发展趋势，公司车载 SerDes 芯片采用 HSMT 公有协议。通信协议是 SerDes 技术实现数据传输的重要组成部分，私有协议和公有协议是车载 SerDes 领域的两种不同的类型。目前，主流的芯片制造商如 TI、ADI、ROHM 都采用私有协议。私有协议的特点是封闭性强，限制了芯片的应用范围，而公有协议如 ASA、MIPI A-PHY 和 HSMT 则更具开放性，促进了不同厂商间产品的互操作性，有利于形成统一的生态系统，推动技术的普及和应用。公司具备 MIPI A-PHY 和 HSMT 两套协议开发能力和经验，自研基于 HSMT 协议的车载高速视频传输芯片预计于 2025 年年底前问世，速率达 6.4Gbps，可支持 200 万至 800 万像素摄像头的图像传输需求。面对智能驾驶传感器高带宽传输需求激增，国产 SerDes 生态协同效应加速显现。公司凭借技术积累与本土产业链资源，深度参与芯片自主化进程，推动高端车载芯片自主化取得实质性突破。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 5.74/8.15/11.47 亿元，增速分别为 45%/42%/41%，综合毛利率分别为 44%/45%/47%。分业务假设如下：

(1) 网通：公司在网通以太网芯片领域竞争优势显著，其中网卡芯片作为国内唯一的消费类千兆 PCIE 产品，有效解决卡脖子问题，已在信创企业 PC 等领域被联想、星网锐捷等厂商量产使用；以太网交换机芯片进入头部网通企业，在多市场大量出货，广泛应用于家庭网关、路由等场景，还在企业网关等领域替换欧美厂商方案，保障网络安全，24 口系列推出后布局完整，2025 年预计量产放量；物理层芯片在 2.5G、千兆、百兆领域分别在运营商市场、显示屏等市场及工业控制市场占据领先或优势地位，构建了多速率与多端口的完整技术矩阵。我们预计公司 2025-2027 年网通以太网芯片营业收入分别达到 5.4/7.4/10.0 亿元，毛利率分别为 44%/45%/47%。

(2) 车规级：公司在车载以太网芯片领域布局积极，2020 年实现车载百兆物理层芯片量产，2023 年实现车载千兆物理层芯片量产，2024 年成立单独的车载事业部专注相关业务，2025 年将实现车载交换芯片量产及车载摄像头端加解串芯片送样。目前，车载以太网物理层芯片已在几乎所有国内车厂大规模量产，新推出的车载以太网交换芯片正在多家车厂测试中。我们预计公司 2025-2027 年车载以太网芯片营业收入分别为 0.3/0.7/1.4 亿元，毛利率分别为 31%/35%/42%。

图43：裕太微盈利预测

688515.SH	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收	亿元	0.01	0.13	2.54	4.03	2.74	3.96	5.74	8.15	11.47
网通		0.0	0.1	2.3	3.5	2.1	3.9	5.4	7.4	10.0
工规级		0.0	0.1	1.4	2.5	1.1	2.2	3.1	4.3	5.9
商规级		0.0	0.0	0.9	1.0	1.0	1.6	2.3	3.1	4.2
车规级		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.7	1.4
晶圆		0.0	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他		0.0	0.0	0.0	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
营收同比		877%	1862%	59%	-32%	45%	45%	42%	41%	
网通		3390%	2018%	52%	-41%	86%	40%	37%	35%	
工规级		15959%	2073%	75%	-57%	109%	40%	38%	35%	
商规级		1498%	1934%	16%	-1%	62%	40%	35%	35%	
车规级		89191%	335%	-29%	47%	498%	155%	104%		
晶圆		96%	952%	146%	-98%	119%	0%	0%	0%	
其他		109%	436%	16%	738%	-96%	0%	0%	0%	
毛利率		22%	25%	34%	47%	52%	43%	44%	45%	47%
网通		56%	24%	31%	42%	40%	43%	44%	45%	47%
工规级		70%	41%	36%	44%	46%	52%	52%	53%	56%
商规级		54%	-3%	24%	39%	34%	30%	33%	35%	35%
车规级		45%	45%	43%	35%	31%	31%	35%	42%	
晶圆		11%	20%	35%	76%	88%	36%	67%	64%	37%
其他		13%	54%	88%	83%	95%	47%	75%	72%	65%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

5.2. 投资建议

公司主营业务为高速有线通信芯片的研发、设计和销售，我们选取了产品与裕太微有交集的四家公司作为可比公司，包括盛科通信、创耀科技、翱捷科技、思瑞浦。作为从事高速有线通信芯片的研发、设计和销售的公司，裕太微在 A 股市场具有稀缺性。当前该行业国产化率较低，国产替代空间广阔。我们认为，随着公司网通 2.5G 新品和车载以太网芯片新品放量，公司业绩有望再上新台阶。当前股价对应可比公司 2025-2027 年平均 PS 估值为 13/10/8 倍。我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 5.7/8.2/11.5 亿元，对应当前 PS 估值为 17/12/8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图44：可比公司估值表

单位：亿元	总市值	营业收入			PS(X)		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
688702.SH 盛科通信	336	13.4	17.8	22.8	25	19	15
688259.SH 创耀科技	51	6.8	8.1	8.1	7	6	6
688220.SH 翱捷科技	391	44.2	58.1	73.0	9	7	5
688536.SH 思瑞浦	197	19.9	25.8	32.4	10	8	6
平均值					13	10	8
688515.SH 裕太微	77	5.7	8.2	11.5	17	12	8

数据来源：各公司公告，iFinD，东吴证券研究所预测

注：收盘价信息截至 2025 年 9 月 26 日，除裕太微采用东吴预测外，其他 A 股上市公司均采用 iFinD 一致预期

6. 风险提示

尚未盈利的风险。公司所从事的高速有线通信芯片设计行业具有技术门槛高、高端人才密集、研发周期长、资金投入大的特点。2024 年合计支出研发费用 29,360.50 万元，占营业收入 74.10%，较 2023 年研发费用增长 32.40%。公司 2024 年实现归属于上市公司股东的净利润和归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润分别为 -20,167.84 万元和 -23,199.18 万元，较上年同期减少 5,157.51 万元和 3,664.59 万元，主要系本期虽实现营业收入与毛利的双增以及资产减值损失减少，但销售费用和研发费用的增长额大于上述因素带来的影响。综上，公司短期营收规模还无法覆盖中长期战略布局投入需求是公司在报告期内尚未实现盈利的主要因素之一。

市场竞争风险。全球拥有突出研发实力和规模化运营能力的以太网物理层芯片供应商主要集中在境外。与行业龙头相比，公司在市场份额、产品布局、经营规模、盈利能力等方面均存在明显差距。此外，由于客户在选择以太网芯片供应商时仍会考虑行业龙头所带来的便捷性与可靠性，存在一定程度的惯性和粘性，不会轻易更换芯片供应商，而公司成立时间尚短，导致公司产品在进行市场推广时处于劣势，存在被成熟厂商利用其先发优势挤压公司市场份额的风险。

下游需求不及预期。公司客户集中度较高，营收主要来源于五大终端客户。未来，如果主要终端客户对经营战略进行调整安排，终止与公司的业务合作，公司无法持续获得主要终端客户的认可并持续获得订单，无法继续维持与主要终端客户的合作关系，将对公司营收产生不利影响。业绩下滑或将造成公司亏损扩大。

半导体行业周期性及政策变化波动风险。公司所处的半导体行业是面临全球化的竞争与合作并得到国家政策大力支持的行业，受到国内外宏观经济、行业法规和贸易政策及终端应用市场等宏观环境因素的影响。近年来，国家出台了相关的政策法规大力支持半导体行业的发展。未来，若相关政策或标准发生预期之外的重大变化，致使公司产品或经营模式需要进行重大调整，或公司未能及时制定有效的应对措施，可能会对公司经营业绩造成不利影响。

裕太微-U 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,619	1,415	1,316	1,360	营业收入	396	574	815	1,147
货币资金及交易性金融资产	1,322	1,185	997	927	营业成本(含金融类)	227	324	452	613
经营性应收款项	162	43	61	86	税金及附加	0	1	1	1
存货	125	180	251	341	销售费用	47	57	65	67
合同资产	0	0	0	0	管理费用	69	69	73	78
其他流动资产	10	6	6	6	研发费用	294	333	400	459
非流动资产	125	143	152	160	财务费用	(3)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	13	16	21	34
固定资产及使用权资产	39	51	60	67	投资净收益	9	18	32	46
在建工程	44	44	44	44	公允价值变动	19	0	0	0
无形资产	34	34	34	34	减值损失	(6)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	1	2
长期待摊费用	6	6	6	6	营业利润	(202)	(176)	(122)	11
其他非流动资产	1	8	8	8	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,744	1,558	1,468	1,520	利润总额	(202)	(176)	(122)	11
流动负债	127	89	121	162	减:所得税	0	0	0	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	10	7	7	7	净利润	(202)	(176)	(122)	11
经营性应付款项	33	22	31	43	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	10	3	4	6	归属母公司净利润	(202)	(176)	(122)	11
其他流动负债	74	56	78	107	每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.52)	(2.20)	(1.53)	0.14
非流动负债	8	22	22	22	EBIT	(234)	(176)	(122)	11
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(203)	(169)	(113)	21
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.68	43.58	44.57	46.51
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	(50.90)	(30.62)	(14.97)	0.95
其他非流动负债	7	21	21	21	收入增长率(%)	44.86	44.84	42.07	40.66
负债合计	135	111	144	185	归母净利润增长率(%)	(34.36)	12.88	30.54	108.88
所有者权益合计	1,608	1,446	1,324	1,335					
负债和股东权益	1,744	1,558	1,468	1,520					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(251)	(155)	(203)	(100)	每股净资产(元)	20.11	18.08	16.55	16.69
投资活动现金流	592	(6)	15	29	最新发行在外股份 (百万股)	80	80	80	80
筹资活动现金流	(51)	24	0	0	ROIC(%)	(13.49)	(11.43)	(8.76)	0.81
现金净增加额	291	(137)	(188)	(70)	ROE-摊薄(%)	(12.54)	(12.15)	(9.22)	0.81
折旧和摊销	31	7	9	10	资产负债率(%)	7.77	7.15	9.78	12.15
资本开支	(68)	(18)	(17)	(16)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(45.70)	(52.46)	(75.51)	850.16
营运资本变动	(58)	32	(57)	(73)	P/B (现价)	5.73	6.37	6.96	6.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

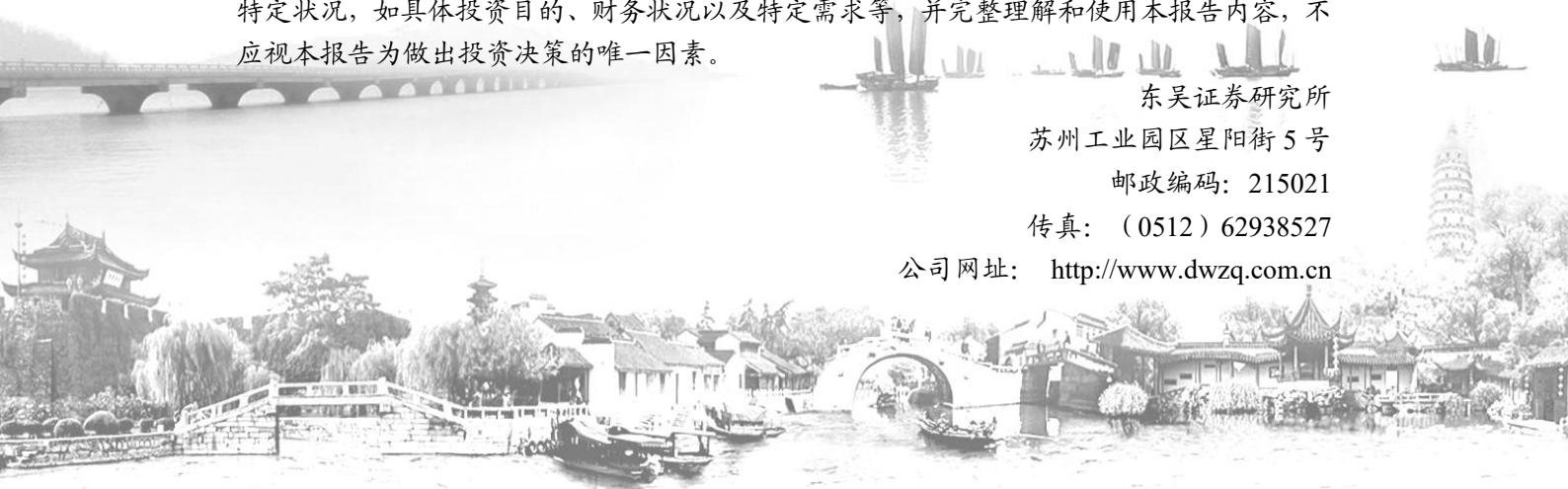
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>