

锐捷网络（301165.SZ）

持续受益 AI 数据中心发展, 股权激励彰显信心

优于大市

核心观点

受益 AI 发展, 公司 2025 年前三季度营收业绩实现双增。2025 年前三季度公司实现营业收入 106.80 亿元, 同比增长 27.5%; 归母净利润为 6.80 亿元, 同比增长 65.26%; 扣非净利润为 6.55 亿元, 同比增长 76.41%。单季度来看, 公司营收及利润环比有所下滑, 2025Q3 实现营收 40.31 亿元, 同比增长 20.93%, 环比下滑 2%; 归母净利润为 2.28 亿元, 同比及环比分别下滑 11.5% 和 33.8%。

盈利能力稳健, 费用率有所下滑。2025 年前三季度公司毛利率为 34.08%, 相较于 2024 年下滑 4.54pp, 2025Q3 实现毛利率 35.56%, 同比提升 0.78pp, 环比提升 5.02pp。2025 年前三季度公司费用率下滑明显, 销售费用率/管理费用率/研发费用同比分别下降 3.04pp/0.6pp/1.83pp, 至 11%/4.42%/12.43%。

国内 AI 需求景气度高, 公司有望持续受益。公司聚焦企业园区/云数据中心/中小企业三张网以及安全、云桌面业务方向。在数据中心方面, 运营商及国内互联网厂商纷纷加大资本开支投入在 AI 领域, 公司目前已中标中国电信天翼云高性能核心交换机采购招标项目, 与阿里巴巴、腾讯、字节跳动等互联网大厂在智算网络、通算网络领域的合作进一步加深, 公司有望在 AI 浪潮中持续受益。

公司推出股权激励计划, 展现未来发展信心。2025 年 9 月 30 日, 公司发布 2025 年限制性股票激励计划实施考核管理办法, 考核范围包括董事、高级管理人员、中高层管理人员及核心业务骨干。公司层面考核指标包括净资产收益率 (A)、应收账款周转率 (B)、净利润增长率 (C), 分年度设定目标值与触发值, 并与对标企业 75 分位值或同行业平均水平比较。参考第三个归属期 (2027 年), 公司对于净利润的目标是 2022-2024 年净利润平均值为基数, 2025-2027 年净利润平均增长率不低于 46%, 充分展现公司对未来的发展信心。

风险提示: AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议: 考虑到 AI 浪潮下公司持续受益于数据中心业务发展, 上调 2025-2027 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利率分别为 10.9/14.4/18.4 亿元 (前值为 6.7/7.8/8.9 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 57/43/34X, 维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	11,542	11,699	14,666	18,233	22,527
(+/-%)	1.9%	1.4%	25.4%	24.3%	23.5%
净利润 (百万元)	401	574	1089	1435	1841
(+/-%)	-27.0%	43.1%	89.8%	31.7%	28.3%
每股收益 (元)	0.71	1.01	1.37	1.80	2.31
EBIT Margin	-0.7%	1.1%	7.8%	8.2%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	9.4%	12.5%	20.8%	23.6%	25.6%
市盈率 (PE)	109.8	76.7	56.6	43.0	33.5
EV/EBITDA	2219.7	214.6	55.5	44.1	35.0
市净率 (PB)	10.28	9.63	11.79	10.12	8.57

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师: 袁文翀

021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

S0980523110003

证券分析师: 张宇凡

021-61761027

zhangyufan1@guosen.com.cn

S0980525080005

基础数据

投资评级

优于大市 (维持)

合理估值

收盘价

77.50 元

总市值/流通市值

61648/7398 百万元

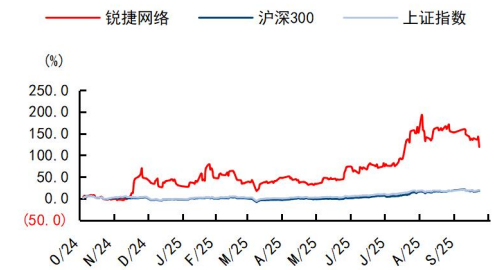
52 周最高价/最低价

106.80/47.21 元

近 3 个月日均成交额

1019.50 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《锐捷网络 (301165.SZ) - 2024 年归母净利润同比增长 43%, 持续受益数据中心发展》——2025-04-17

《锐捷网络 (301165.SZ) - 2024 上半年净利润同比增长 10%, 迎 AI 发展机遇》——2024-08-25

《锐捷网络 (301165.SZ) - 一季度经营承压, 加大投入迎 AI 新机遇》——2024-04-26

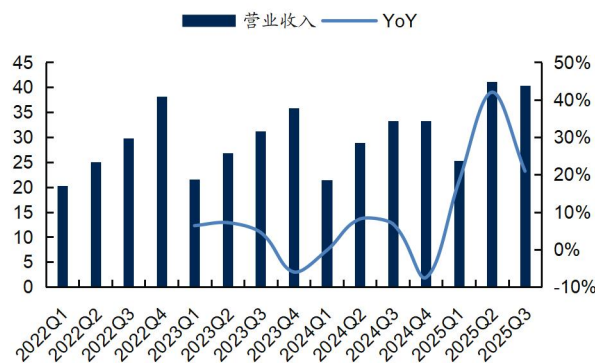
前三季度营收稳健增长，业绩同比增幅显著。2025 年前三季度公司实现营业收入 106.80 亿元，同比增长 27.5%；归母净利润为 6.80 亿元，同比增长 65.26%；扣非净利润为 6.55 亿元，同比增长 76.41%。单季度来看，公司营收及利润环比有所下滑，2025Q3 实现营收 40.31 亿元，同比增长 20.93%，环比下滑 2%；归母净利润为 2.28 亿元，同比及环比分别下滑 11.5%和 33.8%。

图1：锐捷网络营业收入及增速（单位：亿元、%）



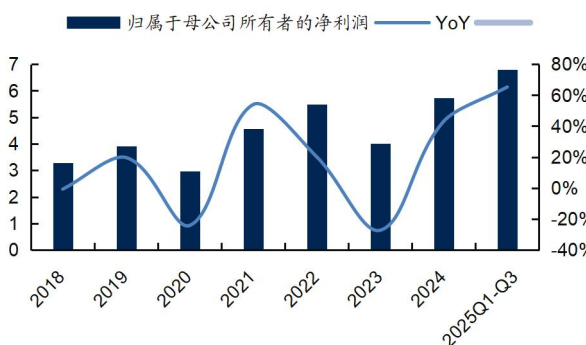
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：锐捷网络单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



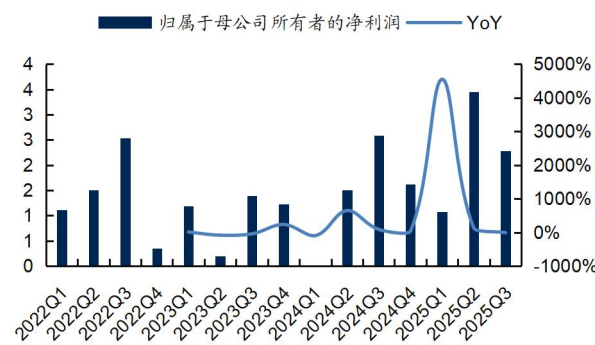
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：锐捷网络归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：锐捷网络单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

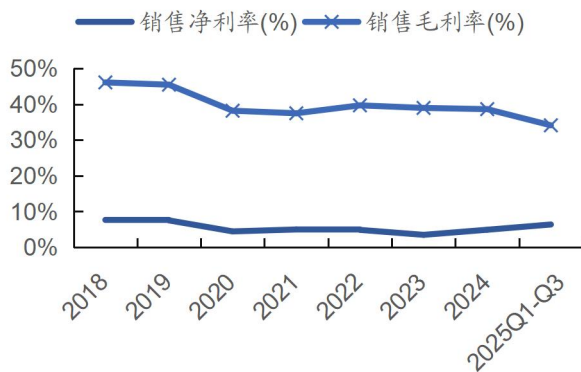


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

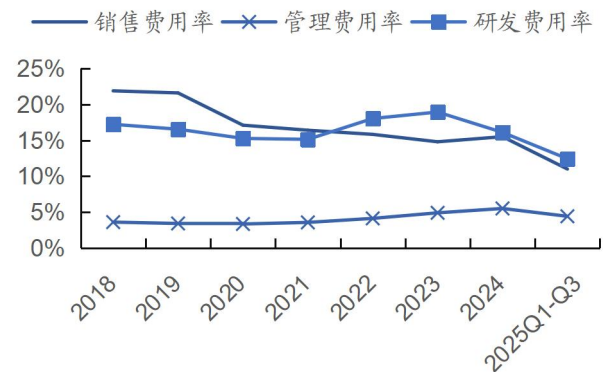
盈利能力稳健，费用率有所下滑。2025 年前三季度公司毛利率为 34.08%，相较于 2024 年下滑 4.54pp，2025Q3 实现毛利率 35.56%，同比提升 0.78pp，环比提升 5.02pp。2025 年前三季度公司费用率下滑明显，销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别下降 3.04pp/0.6pp/1.83pp，至 11%/4.42%/12.43%。

图5：锐捷网络毛利率、净利率变化情况

图6：锐捷网络三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

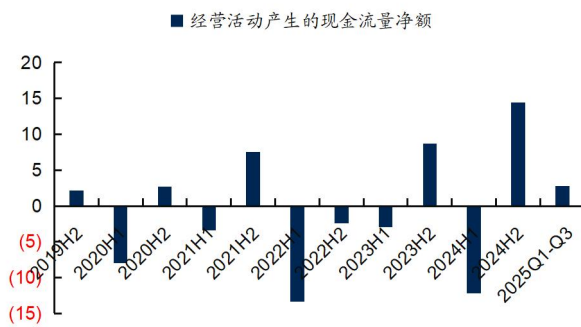


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

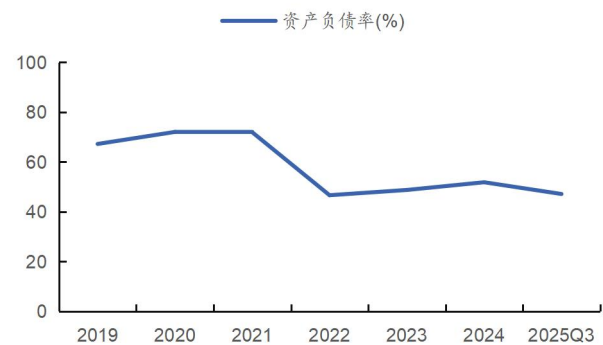
公司 2025 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为 2.77 亿元，同比增长 5.23 亿元，体现出公司经营活动产生的现金流量净额持续改善。

图7: 锐捷网络经营性现金流情况

图8: 锐捷网络资产负债情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2025-2027 年营收预测如下：

表1: 锐捷网络营收预测拆分（单位：万元、%）

收入分类预测(万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
网络设备					
收入	840,161.89	965,332.73	1,268,225.48	1,621,012.08	2,047,717.14
增长率	-0.87%	14.90%	31.38%	27.82%	26.32%
毛利率	41.33%	38.76%	32.94%	33.24%	33.54%
网络安全产品					
收入	85778.46	45200.00	49720.00	53697.60	56382.48
增长率	-1%	-47%	10%	8%	5%
毛利率	44.00%	60.76%	63.00%	63.00%	62.00%
云桌面解决方案					
收入	76,100.70	54,900.00	49,410.00	49,410.00	49,410.00
增长率	3.00%	-28%	-10.00%	0.00%	0.00%
毛利率	34.5%	31.9%	32.0%	31.0%	31.0%
收入合计	1,154,841.0	1,169,932.7	1,466,630.5	1,823,394.7	2,252,784.6
增长率	1.95%	1.31%	25.36%	24.33%	23.55%
毛利率	38.92%	39.40%	34.40%	34.42%	34.48%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到 AI 浪潮下公司持续受益于数据中心业务发展，上调 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润率分别为 10.9/14.4/18.4 亿元（前值为 6.7/7.8/8.9 亿元），当前股价对应 PE 分别为 57/43/34X，维持“优于大市”评级。

表2：可比公司盈利预测估值比较（更新至 2025 年 10 月 22 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润			PE			PEG
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E
000063.SZ	中兴通讯	优于大市	49.9	2388.9	85.1	91.8	102.9	28.1	26.0	23.2	28.2
000938.SZ	紫光股份	优于大市	27.7	792.0	21.0	25.8	31.2	37.8	30.6	25.4	1.1
301165.SZ	锐捷网络	优于大市	77.5	616.5	10.9	14.4	18.4	56.6	43.0	33.5	0.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；中兴通讯、紫光股份估值取自 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2298	1407	2875	4064	4482	营业收入	11542	11699	14666	18233	22527
应收款项	1408	1956	1286	1599	2284	营业成本	7047	7181	9620	11957	14760
存货净额	2875	3367	4347	5405	6874	营业税金及附加	49	45	73	91	108
其他流动资产	52	191	147	187	275	销售费用	1772	1814	1467	1814	2235
流动资产合计	6633	6984	8717	11318	13977	管理费用	566	644	633	768	926
固定资产	512	502	661	799	933	研发费用	2185	1886	1731	2115	2568
无形资产及其他	16	53	52	51	50	财务费用	19	(14)	(2)	(42)	(46)
投资性房地产	1188	1949	1949	1949	1949	投资收益	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)
长期股权投资	15	15	20	27	31	资产减值及公允价值变动	30	57	30	20	15
资产总计	8364	9503	11399	14145	16940	其他收入	(1977)	(1700)	(1731)	(2115)	(2568)
短期借款及交易性金融负债	753	1447	350	850	882	营业利润	141	384	1174	1549	1991
应付款项	2129	2030	3952	4914	6065	营业外净收支	14	22	10	10	10
其他流动负债	1011	1340	1757	2181	2687	利润总额	155	406	1184	1559	2001
流动负债合计	3892	4817	6059	7944	9634	所得税费用	(246)	(169)	95	125	160
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	187	111	111	111	111	归属于母公司净利润	401	574	1089	1435	1841
长期负债合计	187	111	111	111	111	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4080	4929	6170	8056	9746	净利润	401	574	1089	1435	1841
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(30)	35	(6)	10	11
股东权益	4285	4575	5228	6089	7194	折旧摊销	99	100	79	93	112
负债和股东权益总计	8364	9503	11399	14145	16940	公允价值变动损失	(30)	(57)	(30)	(20)	(15)
关键财务与估值指标						财务费用	19	(14)	(2)	(42)	(46)
每股收益	0.71	1.01	1.37	1.80	2.31	营运资本变动	(712)	(1750)	2067	(17)	(572)
每股红利	0.83	0.61	0.55	0.72	0.93	其它	30	(35)	6	(10)	(11)
每股净资产	7.54	8.05	6.57	7.65	9.04	经营活动现金流	(241)	(1133)	3206	1491	1366
ROIC	-4%	4%	22%	34%	39%	资本开支	0	(173)	(201)	(221)	(241)
ROE	9%	13%	21%	24%	26%	其它投资现金流	0	(63)	0	0	0
毛利率	39%	39%	34%	34%	34%	投资活动现金流	(15)	(236)	(206)	(228)	(245)
EBIT Margin	-1%	1%	8%	8%	9%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	0%	2%	8%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	2%	1%	25%	24%	24%	支付股利、利息	(473)	(346)	(436)	(574)	(736)
净利润增长率	-27%	43%	90%	32%	28%	其它融资现金流	561	1169	(1097)	500	32
资产负债率	49%	52%	54%	57%	58%	融资活动现金流	(387)	477	(1532)	(74)	(704)
息率	1.1%	0.8%	1.0%	1.3%	1.7%	现金净变动	(643)	(892)	1468	1190	417
P/E	109.8	76.7	56.6	43.0	33.5	货币资金的期初余额	2941	2298	1407	2875	4064
P/B	10.3	9.6	11.8	10.1	8.6	货币资金的期末余额	2298	1407	2875	4064	4482
EV/EBITDA	2219.7	214.6	55.5	44.1	35.0	企业自由现金流	0	(1642)	2997	1225	1075
						权益自由现金流	0	(473)	1902	1763	1151

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032