

高速交换机销售收入同比大幅增长，关注后续国内大厂资本开支计划

核心观点

公司营收增速保持快速增长，2025Q3 归母净利润同环比有所下降，预计主要系公司提前计提员工奖金所致。受益于 AI 浪潮，全球交换机市场规模大幅增长，2025H1，全球 200G/400G 交换机市场规模同比增长 177.50%；中国 200G/400G 交换机市场规模同比增长 112.08%。得益于公司在互联网白盒交换机市场的多年深耕，公司 2025H1 200G/400G 交换机销售收入同比大幅增长 155.28%，占国内市场份额为 41%，份额位列国内第一，建议后续重点关注国内互联网大厂 2026 年资本开支计划，公司有望直接受益。

事件

公司发布三季报，2025 前三季度营业收入 106.80 亿元，同比增长 27.50%；归母净利润 6.80 亿元，同比增长 65.26%；扣非归母净利润 6.55 亿元，同比增长 76.41%。

简评

1、收入保持较快增速，奖金计提致利润小幅下滑。

2025 前三季度营业收入 106.80 亿元，同比增长 27.50%；归母净利润 6.80 亿元，同比增长 65.26%；扣非归母净利润 6.55 亿元，同比增长 76.41%；基本每股收益 0.86 元，同比增长 18.04%。单季度看，2025Q3 营业收入 40.31 亿元，同比增长 20.93%；归母净利润 2.28 亿元，同比减少 11.49%；扣非归母净利润 2.23 亿元，同比减少 9.50%。公司 2025Q3 归母净利润同环比有所下降，预计主要系公司提前计提员工奖金所致，截至 2025 年 9 月，公司应付职工薪酬 3.53 亿元，去年同期为 0.24 亿元，增加了 3.29 亿元，此次奖金计提预计不会对年度盈利水平造成影响。此外，2025Q3，公司毛利率企稳，2025 前三季度公司毛利率 34.08%，同比下降 1.42pct；2025Q3 毛利率 35.56%，同比提升 0.78pct。

成本费用方面，2025 前三季度销售费用率 11.00%，同比下降 3.04pct；研发费用率 12.43%，同比下降 1.83pct；管理费用率 4.42%，同比下降 0.60pct；财务费用率 0.07%，同比增加 0.13pct；合计期间费用率为 27.91%，同比下降 5.34pct。2025Q3 销售费用率 12.26%，同比增加 0.14pct；研发费用率 13.92%，同比增加 2.25pct；管理费用率 4.03%，同比下降 0.21pct；财务费用率 0.07%，同比下降 0.07pct；合计期间费用率为 30.28%，同比增加 2.11pct。

锐捷网络 (301165. SZ)

调升

买入

阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

010-56135172

SAC 编号:S1440518040002

SFC 编号:BNS315

刘永旭

liuyongxu@csc.com.cn

010-56135169

SAC 编号:S1440520070014

SFC 编号:BVFO90

曹添雨

caotianyu@csc.com.cn

010-56135167

SAC 编号:S1440522080001

发布日期：2025 年 10 月 28 日

当前股价：78.72 元

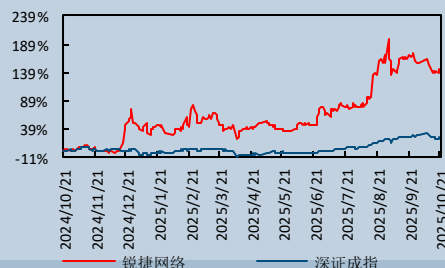
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.99/-8.51	35.65/24.85	80.63/60.56
12 月最高/最低价 (元)		103.61/48.37
总股本 (万股)		79,545.45
流通 A 股 (万股)		9,545.45
总市值 (亿元)		626.18
流通市值 (亿元)		75.14
近 3 月日均成交量 (万)		1233.39

主要股东

福建星网锐捷通讯股份有限公司 44.88%



2、受益于 AI 浪潮，全球交换机市场规模大幅增长。

2025H1，全球交换机市场规模 308.80 亿美元，同比增长 35.49%，其中 200G/400G 交换机市场规模为 85.48 亿美金，同比增长 177.50%。中国交换机市场规模为 36.34 亿美金，同比增长 16.54%，其中 200G/400G 交换机市场规模为 11.03 亿美金，同比增长 112.08%。交换机作为重要的算力基础设施，受益于全球 AI 投资浪潮，高速交换机销售同比大幅增长，进而带动了整体交换机市场规模的增长。预计 25H2 起，800G 交换机也将迎来放量。

3、公司高速交换机市场份额国内第一，受益于国内互联网大厂资本开支增加。

根据 IDC 数据，公司 2025H1 200G/400G 交换机销售收入为 3.79 亿美金，同比大幅增长 155.28%，占国内市场份额为 41%，份额位列国内第一，得益于公司在互联网白盒交换机市场的多年深耕，公司已经成为阿里巴巴、腾讯、字节跳动重要的网络设备供应商，建议后续重点关注国内互联网大厂 2026 年资本开支计划，公司有望直接受益。

4、盈利预测与投资建议。

公司营收增速保持快速增长，2025Q3 归母净利润同环比有所下降，预计主要系公司提前计提员工奖金所致。受益于 AI 浪潮，全球交换机市场规模大幅增长，2025H1，全球 200G/400G 交换机市场规模同比增长 177.50%；中国 200G/400G 交换机市场规模同比增长 112.08%。得益于公司在互联网白盒交换机市场的多年深耕，公司 2025H1 200G/400G 交换机销售收入同比大幅增长 155.28%，占国内市场份额为 41%，份额位列国内第一，建议后续重点关注国内互联网大厂 2026 年资本开支计划，公司有望直接受益。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 9.34 亿元、15.54 亿元、21.39 亿元，对应 PE 67X、40X、29X，给予“买入”评级。

图表 1：重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,541.57	11,698.76	14,783.94	18,496.66	21,883.86
YoY (%)	1.90	1.36	26.37	25.11	18.31
净利润(百万元)	401.20	574.08	934.30	1,553.93	2,139.35
YoY (%)	-27.05	43.09	62.75	66.32	37.67
毛利率 (%)	38.94	38.62	36.22	35.17	34.37
净利率 (%)	3.48	4.91	6.32	8.40	9.78
ROE (%)	9.36	12.55	18.88	27.90	33.29
EPS (摊薄/元)	0.50	0.72	1.17	1.95	2.69
P/E (倍)	156.08	109.08	67.02	40.30	29.27
P/B (倍)	14.61	13.69	12.65	11.24	9.74

资料来源：iFind、中信建投

5、风险提示

博通新一代交换芯片 TH5、TH6 供应紧缺，部分时间段存在缺货涨价风险；国内互联网厂商自研交换机，或引入其他代工厂，影响公司份额；行业竞争加剧，毛利率下滑；宏观经济承压，政府及中小企业 IT 开支持续收缩，公司 SMB 市场恢复不及预期；华为在销售 GPU 时通过整体解决方案将交换机打包销售，影响其他公司在 AI 市场中的份额；客户需求变化、产品结构、原材料价格等变化导致毛利率下降；人才紧缺、人才流失、用工成本上升；客户采购周期导致的季节性亏损；公司 2025 年 11 月有大额解禁。

分析师介绍

阎贵成

TMT 及海外研究组组长，通信行业首席分析师，北京大学学士、硕士，7 年中国移动工作经验，2017 年加入中信建投证券研究发展部通信团队。目前专注于人工智能、云计算、物联网、5G/6G、光通信、运营商等领域研究，2019 年以来曾多次获得证券行业各大评选的通信行业第一名，如新财富、水晶球、金麒麟、上证报、Wind 等。

刘永旭

通信行业联席首席分析师，南开大学学士、硕士，曾从事军工行业研究工作，2020 年加入中信建投通信团队，主要研究云计算 IDC、工业互联网、通信新能源、卫星应用、专网通信等方向。2020-2021 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队成员。

曹添雨

中信建投证券通信行业分析师，中央财经大学硕士，曾在国家电网从事信息通信工作，2020 年加入中信建投通信团队，2020-2021 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk