申万宏源研究 SWS RESEARCH

通信

2025 年 12 月 29 日

锐捷网络 (301165)

——敏锐迅捷的 AI 智算网络筑基者

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2025 年 12 月 26 日
收盘价（元）	82.80
一年内最高/最低（元）	106.80/47.21
市净率	13.3
股息率%（分红/股价）	0.73
流通 A 股市值（百万元）	65,864
上证指数/深证成指	3,963.68/13,603.89

注："股息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	6.24
资产负债率%	47.15
总股本/流通 A 股(百万)	795/795
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

-

证券分析师
李国盛 A0230521080003
ligs@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
联系人
陈力扬 A0230124040003
chenly@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **穿越技术周期，ICT 设备行业领先。**公司是行业领先的 ICT 基础设施及解决方案提供商，主营业务涵盖网络设备、云桌面及网络安全服务三大板块，在网络设备及云桌面业务领域稳居市场前三。其中，数据中心交换机业务已深度切入云厂商供应链，建立起稳定的供货与合作关系，是公司业绩增长的核心引擎。2025 年前三季度，公司实现营业收入 106.8 亿元人民币，同比增长 27.5%；归母净利润 6.8 亿元，同比增长 65.3%。
- **数据中心以太网交换机市场空间广阔。**通信网络优化成为提升算力集群效率的关键，光模块/交换机迭代速度显著加快，拉长 400G/800G/1.6T 等高速率产品整体的景气周期。受云厂商资本开支高增所驱动，全球数据中心交换机市场规模 25 年预计达 367 亿美元，到 29 年预计将达 612 亿美元。技术趋势上，一方面 Scale-out 长期倾向以太网方案，另一方面 Scale-up 开始出现更多基于以太网搭建的云厂商生态，两者将共同推动以太网交换机的新增量。
- **白盒趋势显著，锐捷具备先发优势。**软硬解耦已成为行业共识。云厂商倾向于购买白盒交换机并自行加载操作系统，但软件技术背景的差异决定了海外 ODM 直供，国内 JDM 联合研发的主流商业模式。锐捷在 2023 年中标了字节、阿里、腾讯下一代交换机产品的研发标，通过联合研发模式协助云厂商开发自有生态内的交换机，并于 24 年起大批量出货。得益于这一关键生态卡位，公司在中国 200G/400G 数据中心交换机出货量份额排名中连续 14 个季度（2022-2025Q2）第一，长期领先。
- **LPO、CPO 等已形成技术卡位，蓄势待发。**LPO 光模块采用线性直驱技术优化传输性能，在字节的组网方案中已与对应交换机配套形成规模应用；CPO 通过先进封装将光电转换单元直接与交换芯片集成，可能重构智算网络格局。针对上述新技术可能引发的产业链变化，公司已形成充分技术储备，在 LPO、NPO、CPO 等方案"代际重叠"的共存状态下能够与云厂商协同共进，快速实现量产交付。
- **首次覆盖，给予"买入"评级。**预计公司 2025-2027 年收入分别为 151.47/181.34/214.16 亿元，归母净利润分别为 9.77/14.01/18.45 亿元。公司在交换机等网络设备领域深耕多年，形成了深厚的技术壁垒和渠道壁垒。考虑到公司基于长期的技术积累及与云厂商的紧密合作关系，预计将显著受益于智算中心建设下交换机等网络设备的增量市场，基于可比公司 26 年 1.59 的平均 PEG，计算得到公司 26 年合理 PE 约为 59x，对应 2026 年目标市值 833 亿。首次覆盖，给予"买入"评级。
- **风险提示：**算力需求不及预期，供应链波动风险，市场竞争加剧，产业链超预期重构。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11,699	10,680	15,147	18,134	21,416
同比增长率（%）	1.4	27.5	29.5	19.7	18.1
归母净利润(百万元)	574	680	977	1,401	1,845
同比增长率（%）	43.1	65.3	70.3	43.4	31.7
每股收益（元/股）	1.01	0.86	1.23	1.76	2.32
毛利率（%）	38.6	34.1	32.6	30.0	28.5
ROE（%）	12.5	13.7	19.1	24.3	28.2
市盈率	115		67	47	36

注：　"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2025-2027 年收入分别为 151.47/181.34/214.16 亿元，归母净利润分别为 9.77/14.01/18.45 亿元。公司在交换机等网络设备领域深耕多年，形成了深厚的技术壁垒和渠道壁垒。考虑到公司基于长期的技术积累及与云厂商的紧密合作关系，预计将显著受益于智算中心建设下交换机等网络设备的增量市场，基于可比公司 26 年 1.59 的平均 PEG，计算得到公司 26 年合理 PE 约为 59x，对应 2026 年目标市值 833 亿。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

我们对公司网络设备收入的预测基于以下假设：1）需求侧，国内 AI 算力集群建设将驱动数据中心交换机市场持续扩张；2）公司凭借与头部云厂商的 JDM 合作模式及自有工厂提升的交付能力，能充分捕获该市场需求。综上，我们预测公司 2025-2027 年网络设备的营业收入分别为 131.79/161.91/194.51 亿元，同比增速分别为 36.5%/22.8%/20.1%。

由于数据中心交换机的白盒化趋势，相关产品毛利会受到云厂商的部分挤压，因此网络设备毛利将略有下降。我们预测公司 2025-2027 年网络设备的毛利率分别为 31.1%/28.5%/27.1%。

有别于大众的认识

市场可能低估了以太网交换机在 Scale-up 中的渗透潜力。当前，以太网交换机主要应用于 Scale-out 网络，但随着云厂商对 Scale-up 组网的重点突破以及 UALink、ETH-X 等基于以太网的开放标准逐渐成熟，以太网正在向 Scale-up 网络加速渗透，这将打开新的市场空间。结合国内云厂商面向以太网优化的技术路径，国内超节点/AI 算力集群中使用的 Scale-up Switch，有望白盒/ODM 化并为市场带来显著新增量。

市场可能低估了公司在交换机产业链中的竞争壁垒。实际上海外与国内不同网络系统的技术背景决定了公司在合作中具备较深的护城河。海外云厂商具备底层 OS 自研能力，倾向于 ODM 直采；而国内云厂商基于 SONiC 定向优化操作系统，底层 SAI 适配与系统调优复杂度高，必须依赖设备商通过 JDM 模式深度参与。这种先“解耦”再“耦合”的开发模式，构成了公司在白盒化浪潮中的深厚护城河。此外，在未来 LPO/NPO/CPO 的演进趋势中，公司已形成充分技术储备，与云厂商的深入合作以及敏捷的交付能力都将使公司难以被替代。

股价表现的催化剂

1）云厂商 26 年及未来资本开支指引超预期，带动交换机设备需求上修。

2）公司与核心客户深化合作，渗透率/市场份额预期上修。

核心假设风险

算力需求不及预期，供应链波动风险，市场竞争加剧，产业链超预期重构。

目录

1. 穿越技术周期，ICT 设备行业领先 7

2. 数据中心交换机成为核心增量市场 11

2.1 Scale-out 与 Scale-up 共同带动成长 12

2.2 规模持续扩张，白盒趋势显著 16

3. 敏锐把握趋势，迅捷匹配需求 20

3.1 商业模式：通过 JDM 嵌入字节、阿里等 20

3.2 技术卡位：LPO/CPO 蓄势待发 23

3.3 销售&供给：渠道优化，积极扩容 26

3.4 运营商及其他市场：技术外溢，稳中有进 27

4. 盈利预测与估值 30

5. 风险提示 32

图表目录

图 1：锐捷网络发展历程 7

图 2：公司股权结构梳理（截至 2025 年 9 月 30 日） 7

图 3：锐捷网络的产品矩阵 9

图 4：面向互联网的数据中心交换机和园区交换机是公司交换机业务的主要组成部分（指标：营业收入；单位：亿元人民币） 9

图 5：园区交换机毛利率相对较高，数据中心交换机毛利率相对较低 9

图 6：25 年以来受数据中心交换机市场拉动，公司营收重回增长轨道（单位：亿元人民币，%） 10

图 7：数据中心交换机收入 24 及 25H1 均翻倍增长（单位：亿元人民币，%） . 10

图 8：公司期间费用率优化显著 10

图 9：毛利率受产品结构影响下降，但归母净利率稳中有升 10

图 10：SerDes 速率演进带动历史上每一轮网络升级周期 11

图 11：200/400G 端口速率交换机为当前主力，25 年起 800G 端口速率交换机加速渗透 12

图 12：除部署规模外，AI 网络的内在优化亦推动交换机增量需求 13

图 13：InfiniBand 专为 RDMA 设计，性能优于传统以太网 13

图 14：预计以太网在 AI 后端网络中的占比将超越 InfiniBand 14

图 15：全球主流算力方案已各自形成 Scale up 网络生态，封闭和开源两大方向预计并行 15

图 16：字节 EthLink Scale-up 方案，基于以太网构建互联 15

图 17：Scale-up Switch 将成为交换机市场的重要增量 15

图 18：全球数据中心交换机市场收入连续 6 个季度增速上行（单位：亿美元，%）16

图 19：全球交换机市场规模稳定增长，24-29 年间五年 CAGR 约为 14.4%（单位：亿美元） 16

图 20：全球数据中心交换机市场规模，高速增长且占总市场规模比值逐年提升（单位：亿美元，%） 16

图 21：数据中心交换机市场增速拐点晚于 BAT CAPEX 拐点约 2-3 个季度（单位：亿美元，%） 17

图 22：狭义的以太网交换机产业链拆解 17

图 23：全球以太网交换芯片市场规模情况（以销售额计）（单位：亿元人民币） 18

图 ：博通、Marvell 占据商用以太网交换芯片的超 %市场份额.....

图 25：25 年前三季度全球数据中心交换机市场份额划分 18
图 26：国内数据中心交换机市场中，华为、新华三、锐捷占据主要份额 18
图 27：截至 25Q3，数据中心交换机中 ODM 直供交换机渗透率已达 28% 19
图 28：在国内交换机市场中，锐捷市场份额在华为、新华三、思科等巨头中突围20
图 29：而在数据中心交换机市场，锐捷市场份额的突围之势再次显现..... 20
图 30：锐捷网络在国内交换机主要供应商的净营运周期对比中具有优势 22
图 31：而放在全球市场中对比，锐捷的净营运周期好于 Arista，弱于封闭硬件系统为主的 Cisco 22
图 32：锐捷网络是阿里 Tigatron 白盒交换机的重要合作企业..... 22
图 33：字节跳动于 2024 年推出 B5020 51.2T 自研交换机..... 22
图 34：公司优化研发费用率的同时，维持人工费用占比的高水位（单位：亿元人民币，%） 23
图 35：研发人员平均年薪每年维持稳定涨幅..... 23
图 36：LPO 光模块与传统光模块的异同..... 24
图 37：字节自研 51.2T 交换机支持 LPO 光模块..... 24
图 38：英伟达发布 CPO 产品..... 25
图 39：博通积极推进 CPO 方案渗透..... 25
图 40：公司在 25 年 9 月展示的 51.2T 硅光 CPO 交换机..... 25
图 41：从 20 年直销收入拆分来看，80%以上直销收入来自数据中心交换机..... 26
图 42：公司的直销收入占比持续提升（亿元人民币，%） 26
图 43：公司 24H2 起自有产线产能和销量跃升..... 27
图 44：公司的极简以太彩光 4.0 方案适配教育、医疗、办公、智能制造、仓储物流等多场景..... 28
图 45：公司境外营收 24 年起持续高增（单位：亿元人民币，%） 29
图 46：当前境外收入对应毛利率高于境内收入对于毛利率 29

表 1：公司高管具备丰富的网络业务从业经验，且长期在锐捷网络任职 8
表 2：白盒交换机与品牌交换机对比 19
表 3：不同的软件技术路径决定了云厂商不同的商业模式 21
表 4：JDM 模式平衡技术与成本，是国内云厂商交换机布局的最优解..... 21
表 5：锐捷网络 22-25 年运营商中标情况梳理（不完全统计） 28

表 6：公司各业务营收及盈利能力拆分（单位：百万元人民币）.....30
表 7：公司整体营收及利润预测（单位：百万元人民币）.....31
表 8：可比公司估值表.....31

1. 穿越技术周期，ICT 设备行业领先

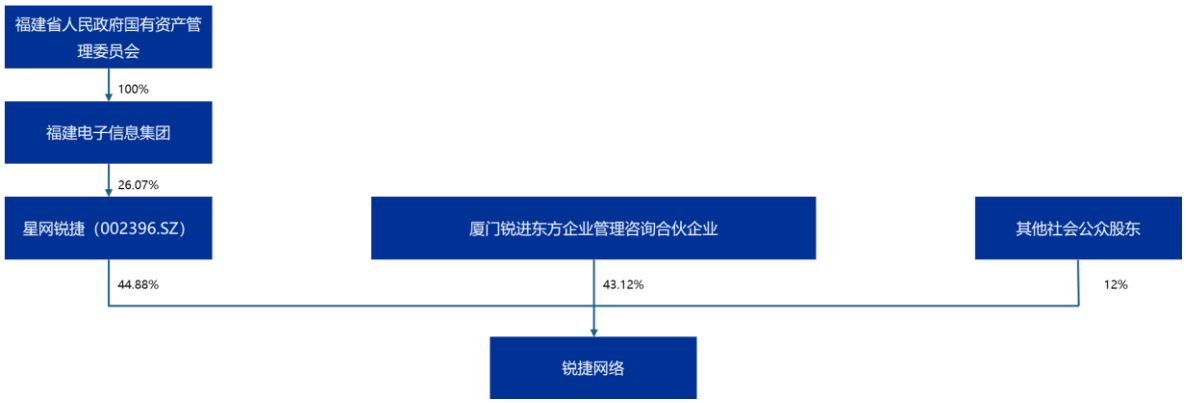
坚持场景创新，穿越技术周期，转向全国领先的 AI 算力网络供应商。公司于 2003 年成立，前身为实达网络科技公司，实达网络主营宽带接入设备与解决方案。公司发展历经四个阶段：创业起步期（2003-2006），通过推出高性价比网管交换机等产品切入市场，并在教育等领域建立优势；快速成长期（2007-2016），凭借“智分”等差异化方案在医疗、政府等行业全面渗透，并进军企业级 WLAN 市场；战略升级期（2017-2022），开辟云桌面第二增长曲线，并在数据中心交换机领域实现高端突围；融合创新期（2023 至今），全面拥抱数字经济与 AI，在 400G/800G 交换机、LPO 等领域构筑核心壁垒，成为智算中心网络建设的关键力量。

图 1：锐捷网络发展历程

资料来源：公司官网，申万宏源研究

股权结构呈现出鲜明的“国资控股、核心团队深度绑定”的混合所有制特征，兼具战略稳定性与市场活力。截至 2025Q3，控股股东福建星网锐捷通讯股份有限公司持股约 44.88%，其实际控制人为福建省国资委。同时，公司的核心管理层与骨干员工通过“锐进”系列合伙企业合计持股比例达 43.12%。这一架构将核心人才的利益与公司长远发展深度绑定，保证了高管团队的长期稳定，也为公司在市场竞争中提供了强大的执行力与凝聚力。

图 2：公司股权结构梳理（截至 2025 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

核心高管团队工程背景深厚，长期履职，技术与服务兼备。现任董事长阮加勇先生是星网锐捷体系的核心奠基人之一，长期致力于推动国产网络设备技术的自主可控，为公司确立了务实创新的企业文化基调。总经理刘忠东先生自 2003 年起便担任公司总经理，是锐捷从细分市场突围到全面领先的实际操盘手，其敏锐的市场洞察力主导了公司在云桌面和数据中心市场的关键布局。

表 1：公司高管具备丰富的网络业务从业经验，且长期在锐捷网络任职

姓名	现任职务	学历背景	过往履历
阮加勇	董事长	博士，高级工程师	历任实达电脑公司科研中心主任、副总工程师、终端事业部总经理，以及星网锐捷董事、副董事长、总经理；现任星网锐捷董事长及包括锐捷网络在内的多家子公司董事长。
刘忠东	总经理	博士，工程师	曾在实达电脑公司从事销售与管理，03 年至今任锐捷网络总经理，具有深厚的网络通信行业管理背景。
陈宏涛	副总经理	本科，高级工程师	历任实达电脑公司软件工程师、产品经理及星网锐捷网络通讯研究院副院长；03 年至今任公司副总经理及研究院院长，主导技术研发。
诸益平	副总经理	硕士，工程师	03 年即在锐捷网络任职，现任公司副总经理、中小企业网络事业群总经理；长期负责中小企业网络业务的营销与管理。
黄育辉	副总经理	本科	现任公司副总经理、企业级事业网络群总经理；长期负责教育、企业级网络业务的销售与事业部管理。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司主营业务涵盖网络设备、云桌面及网络安全服务三大板块。

网络设备：包括以太网交换机、路由器、无线产品等主要网络设备，其中交换机根据场景可划分为数据中心交换机、园区交换机及 SMB 交换机，在不同场景中与互联网企业、运营商、政府部门及教育、医疗、制造、商业等行业客户形成稳定合作关系。其中与云厂商深度合作并供货的数据中心交换机业务，是当前公司业绩增长的核心引擎。

云桌面：将算力和存储迁移到虚拟化平台，从而实现更高的数据安全性、更简便的运维管理以及灵活访问等新特性。具体产品包括云服务器、云终端、云桌面软件等，服务于教育、医疗等具体细分场景。据 IDC（国际数据公司）统计，公司在中国 IDV/TCI/VOI 云终端市场占有率中排名第二。

网络安全：主要包括安全网关、防火墙等硬件安全产品以及安全态势感知、身份管理产品等软件安全产品。

在 AI 时代，公司业务重心正加速向算力网络倾斜，通过“极简以太全光”和“AI Fabric”等创新方案，解决数据中心高吞吐、低延时及园区网极简运维的核心诉求。

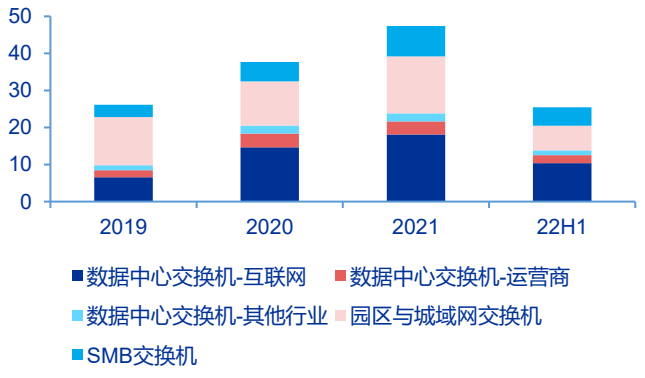
图 3：锐捷网络的产品矩阵

资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：以网络设备为例，“88%@25H1”表示 25 年上半年网络设备收入占总收入的 88%。

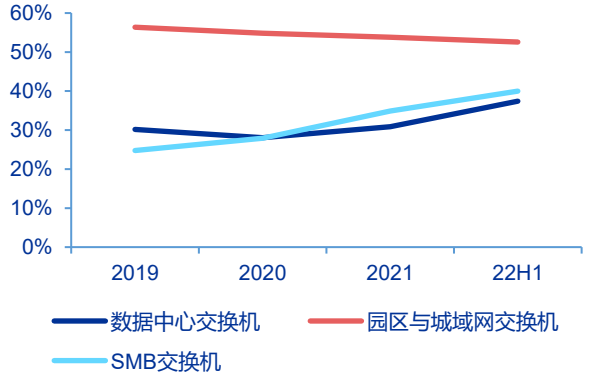
历史上公司的交换机业务面向多元市场，其中数据中心交换机主要面向云厂商和运营商市场，园区交换机终端客户主要包括政府部门及高教、普教、医疗、金融、电力能源等行业，SMB 交换机主要服务中小企业客户。其中，园区交换机毛利相对较高，达到 50%以上。但近年来，公司逐渐聚焦面向云厂商为主的数据中心交换机市场。据公司 25 年三季报交流会披露，在数据中心市场中，25 年前三季度来自云厂商的收入达到 52 亿元，该板块内占比高达 94%。

图 4：面向互联网的数据中心交换机和园区交换机是公司交换机业务的主要组成部分（指标：营业收入；单位：亿元人民币）



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

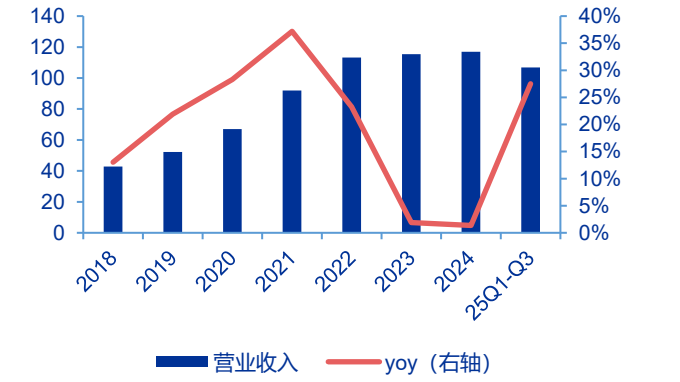
图 5：园区交换机毛利率相对较高，数据中心交换机毛利率相对较低



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

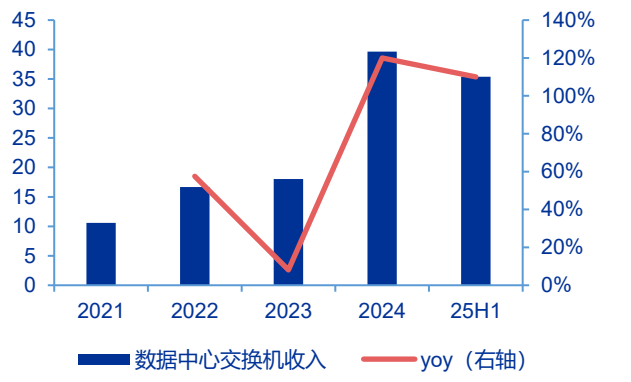
数据中心交换机驱动公司营收重回增长轨道。23-24 年，由于面向运营商、教育医疗等园区的传统通信行业硬件设备需求下行，公司的营收增速有较大幅度的放缓；25 年伴随 AI 场景下组网需求持续爆发式增长，面向 Tier 1 互联网客户的 400G/800G 交换机大规模交付，有效对冲了通用网络设备市场的周期性下行压力，推动公司整体营收重回增长轨道。据公司 25 年三季报披露，2025 年前三季度公司实现营业收入 106.8 亿元人民币，同比增长 27.5%；归母净利润 6.8 亿元，同比增长 65.3%。

图 6：25 年以来受数据中心交换机市场拉动，公司营收重回增长轨道（单位：亿元人民币，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

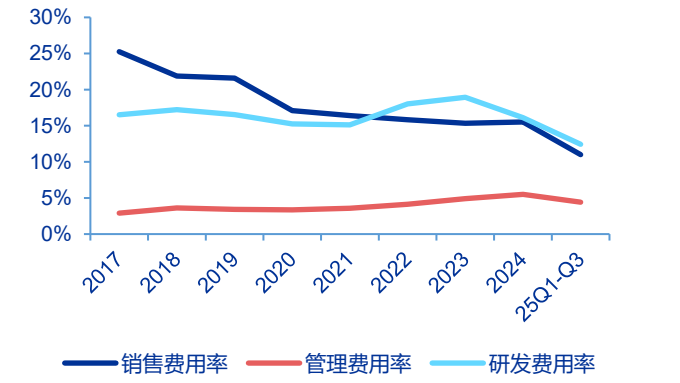
图 7：数据中心交换机收入 24 及 25H1 均翻倍增长（单位：亿元人民币，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

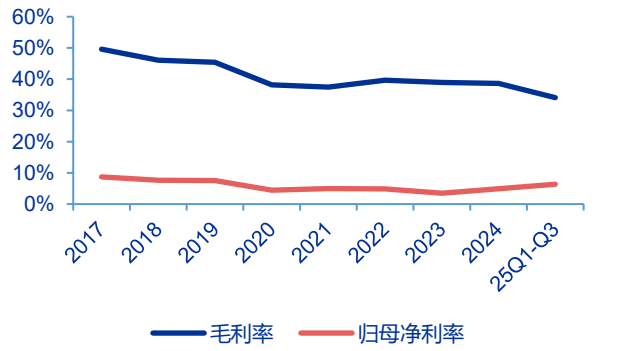
公司费率优化、降本增效成效显著。由于公司的业务结构中，服务于云厂商的白盒类数据中心交换机占比显著提升，这部分业务客户降本要求较高，导致公司的毛利率近两年有所下滑。但一方面公司针对头部客户直销占比提升，有效精简了销售费用，结合营收增长的摊薄效应与降本增效，公司的销售、管理、研发三项费用率显著优化，因此在营收大幅增长的同时，公司的归母净利率仍持续稳中有升。

图 8：公司期间费用率优化显著



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：毛利率受产品结构影响下降，但归母净利率稳中有升



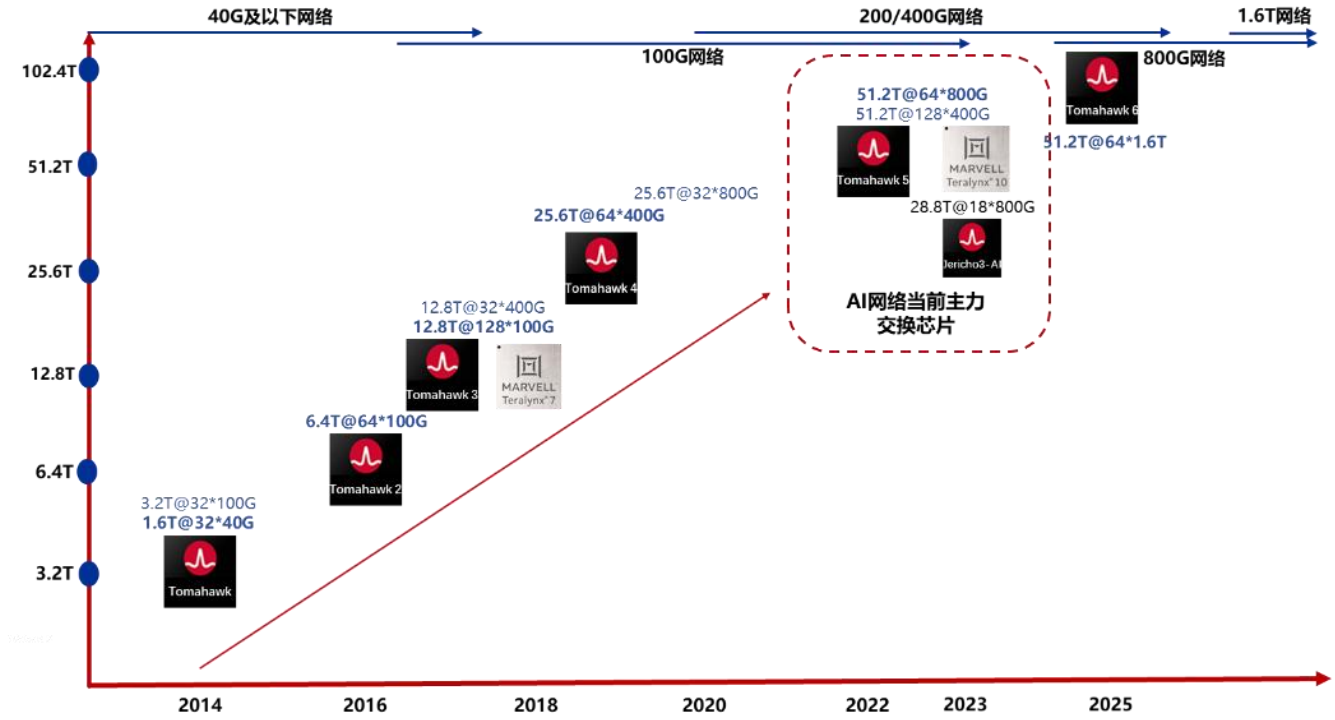
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 数据中心交换机成为核心增量市场

21 世纪以来，交换机行业展现出明显的长周期嵌套短周期特征：长周期（10-15 年），由应用的总体需求决定（企业网络 -> 云服务 -> AI/HPE）；短周期（2-3 年），由芯片制程和 SerDes 速率的供给决定（10G -> 25G -> 56G -> 112G ->224G SerDes）。

在传统短周期内，SerDes 速率的突破是必要前提。对应的交换芯片发布后，由于需要经过样片验证、生态培育与规模效应显现的过程，相关交换机与光模块的规模放量通常滞后 2-3 年，如 100G 光模块/交换机市场在市场首款 32X100G 交换芯片（博通 Tomahawk 1 代）开始送样的 2 年后放量。交换机也与光模块一样，在每一轮产品迭代放量后在市场化的量价博弈形成出货量剧增、单位端口价格年降的客观规律。

图 10：SerDes 速率演进带动历史上每一轮网络升级周期

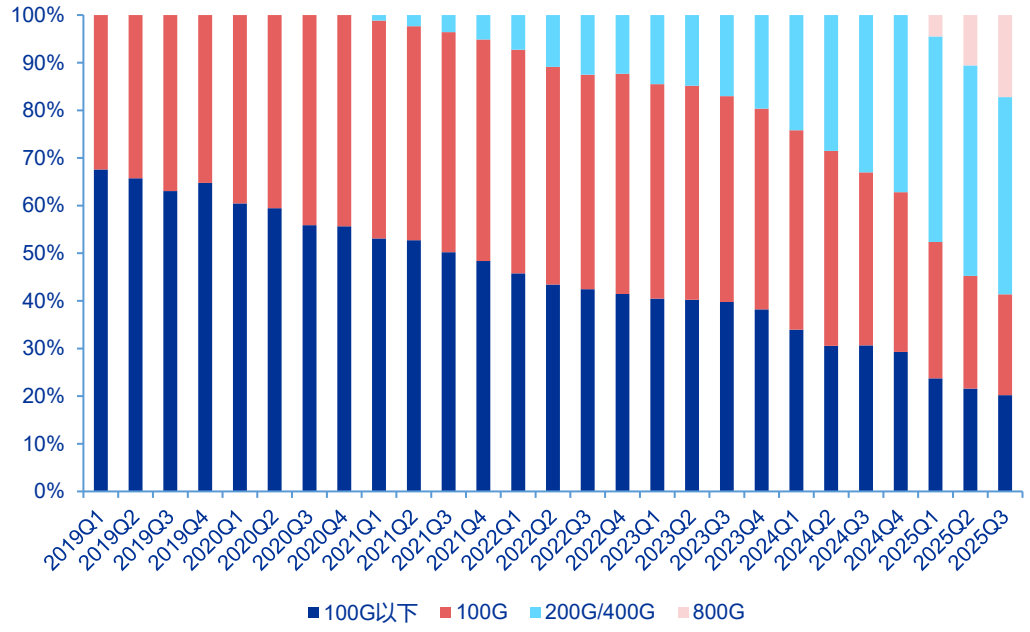


资料来源：博通官网，Marvell 官网，申万宏源研究

为什么 AI 周期不一样？从长周期（需求）而言，需求由云服务转向 AI，对网络带宽、延迟和稳定性的要求呈数量级提升，彻底改变了网络设计的目标与约束。从短周期（供给/技术）而言，由 Scaling Law 到 MOE、推理场景，随着芯片制程的迭代出现瓶颈，通信网络优化成为提升算力集群效率的关键，所带来的收益远大于建设成本。因此，原有的技术与经济性的平衡考量与之形成的周期被打破，在技术（SerDes）未触及瓶颈的前提下，光模块/交换机迭代速度显著加快，这改变了传统周期节奏，延长了新技术的红利期。

其中，光通信速率与交换机端口速率是一体两面，800G 和 1.6T 的迭代周期已从传统 3-4 年缩短至 1-2 年，同时 400G、800G 需求并未因 1.6T 的推出而萎缩、反而持续景气。据 Dell'Oro Group（戴尔奥罗咨询集团）预测，2025 年 AI 后端网络部署的交换机端口大部分将达到 Gbps ，到 年将达 Gbps ，到 年将达到 Gbps。

图 11：200/400G 端口速率交换机为当前主力，25 年起 800G 端口速率交换机加速渗透



资料来源：IDC（国际数据公司），申万宏源研究

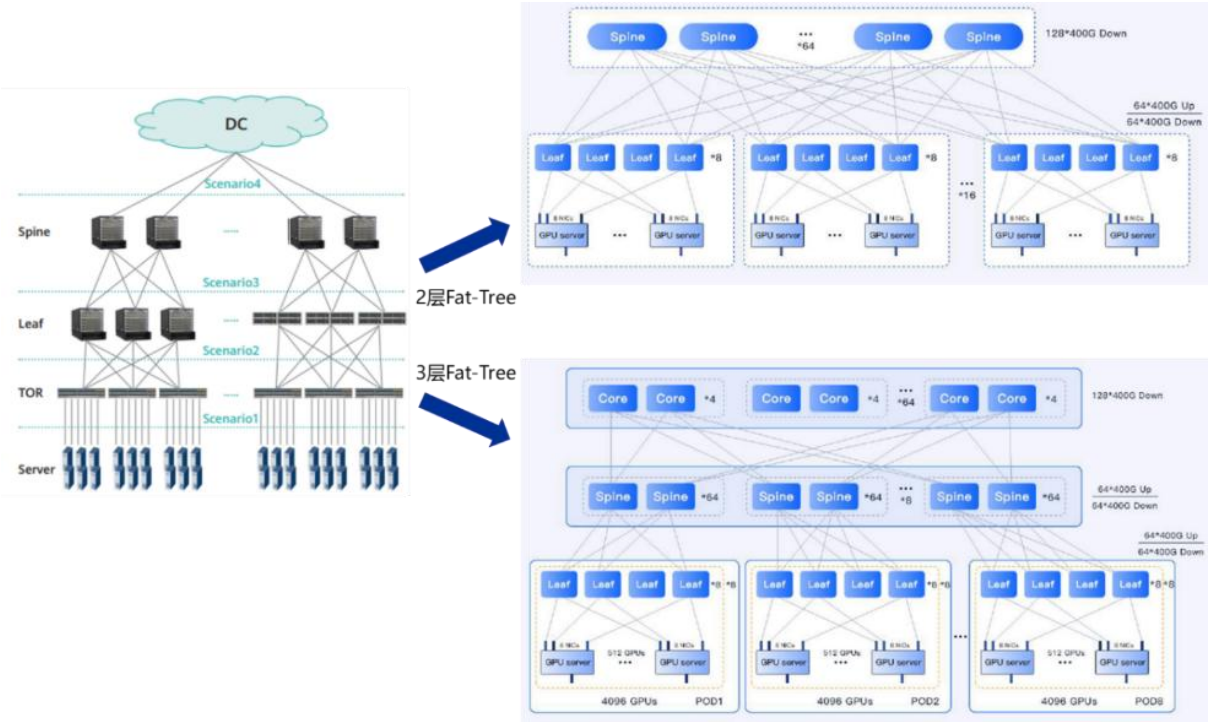
2.1 Scale-out 与 Scale-up 共同带动成长

Scale-out：网络架构与此前云计算核心差异在于流量走向。拥有较大外部客户群、提供传统云服务等场景的数据中心更多由南北向流量主导，流量对外服务为主；而 AI 训练采用分布式计算架构，成千上万个 GPU 协同工作，每完成一轮计算都需要在 GPU 之间同步海量参数梯度数据，上述通信模式使得服务器之间的横向流量往往是外部业务流量的数千倍，这对交换机的吞吐能力和调度能力提出了更高的要求。具体体现在以下几点：

1）**Fat-Tree 网络架构下带宽与算力同步“通胀”。**区别于传统数据中心网络存在收敛比（上层带宽小于下层），AI 集群普遍采用上下行带宽 1:1 无收敛的 Spine-Leaf（叶脊）网络架构，该架构要求每一层的总上行带宽与下行带宽相等，这导致需要部署更多 Spine 交换机以提供足量的横向带宽。

更重要的是，随着集群规模突破单台交换机端口数所能支撑的两层网络极限（两层网络为 $P^2/2$，三层网络为 $P^3/4$），网络拓扑必须从两层扩展至三层。这种扩展会进一步推高交换机端口与 GPU 数量的配比关系。

图 12：除部署规模外，AI 网络的内在优化亦推动交换机增量需求

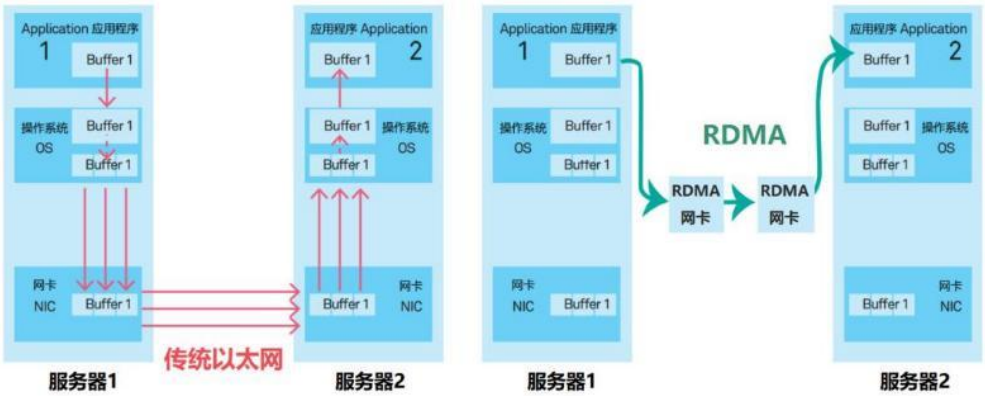


资料来源：MSA 800G 白皮书，AI 网络技术白皮书，申万宏源研究

2） **零丢包与低延迟。**传统以太网本质上是一种允许丢包的网络技术，上层的 TCP/IP 协议可以通过重传机制保证数据的最终可靠性。但在 AI 训练集群中，海量 GPU 通过集合通信频繁同步梯度与参数。一旦发生网络丢包，不仅会触发重传增加延迟，更可能破坏全局通信的同步性，导致所有计算单元等待，产生严重的“长尾延迟”，甚至迫使训练任务回退到之前的检查点，极大降低训练效率。

当前，零丢包与低延迟网络主要通过 InfiniBand 和基于 RoCEv2 的以太网两条技术路径实现。Infiniband 具备原生的无损网络特性，加之深度绑定英伟达硬件，使得其在 AI 训练集群构建的早期成为建设“AI Factory”的最优解。以太网方面，RoCEv2 是当前主流，而新兴的 UEC (Ultra Ethernet Consortium) 协议栈旨在提供更优的解决方案。

图 13：InfiniBand 专为 RDMA 设计，性能优于传统以太网

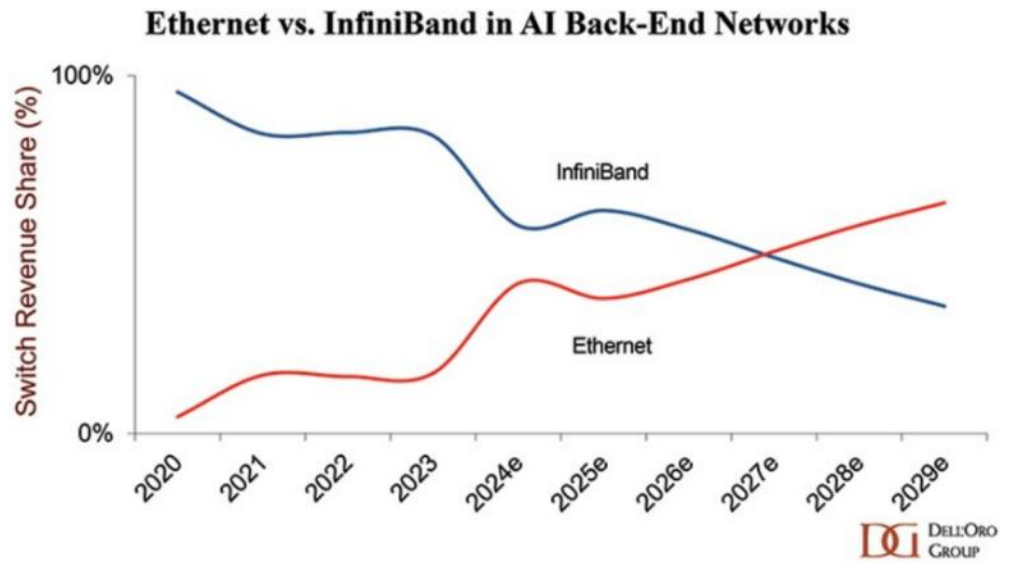


资料来源：鲜枣课堂，申万宏源研究

但以太网与 IB 间的性能护城河已被逐渐填平，现代以太网已成功解决了拥塞控制与多路径负载均衡难题。2025 年的实测数据显示，在千卡至万卡规模的集群中，优化后的 ROCEv2 网络与 IB 的有效算力产出差距已缩小至忽略不计，甚至在部分多租户云场景下，以太网凭借更优的故障隔离能力实现了系统级效能的反超。

当技术不存在绝对的壁垒，以太网的开放性与低成本将成为其难以复制的优势。Dell'Oro Group 预测以太网在 AI 后端网络中的市场份额将在 2027 年超越 InfiniBand；英伟达 24 年起亦开始销售以太网交换芯片/交换机，基于英伟达 GPU 的大型集群（如 xAI 的 Colossus）也选择了以太网进行部署。

图 14：预计以太网在 AI 后端网络中的占比将超越 InfiniBand

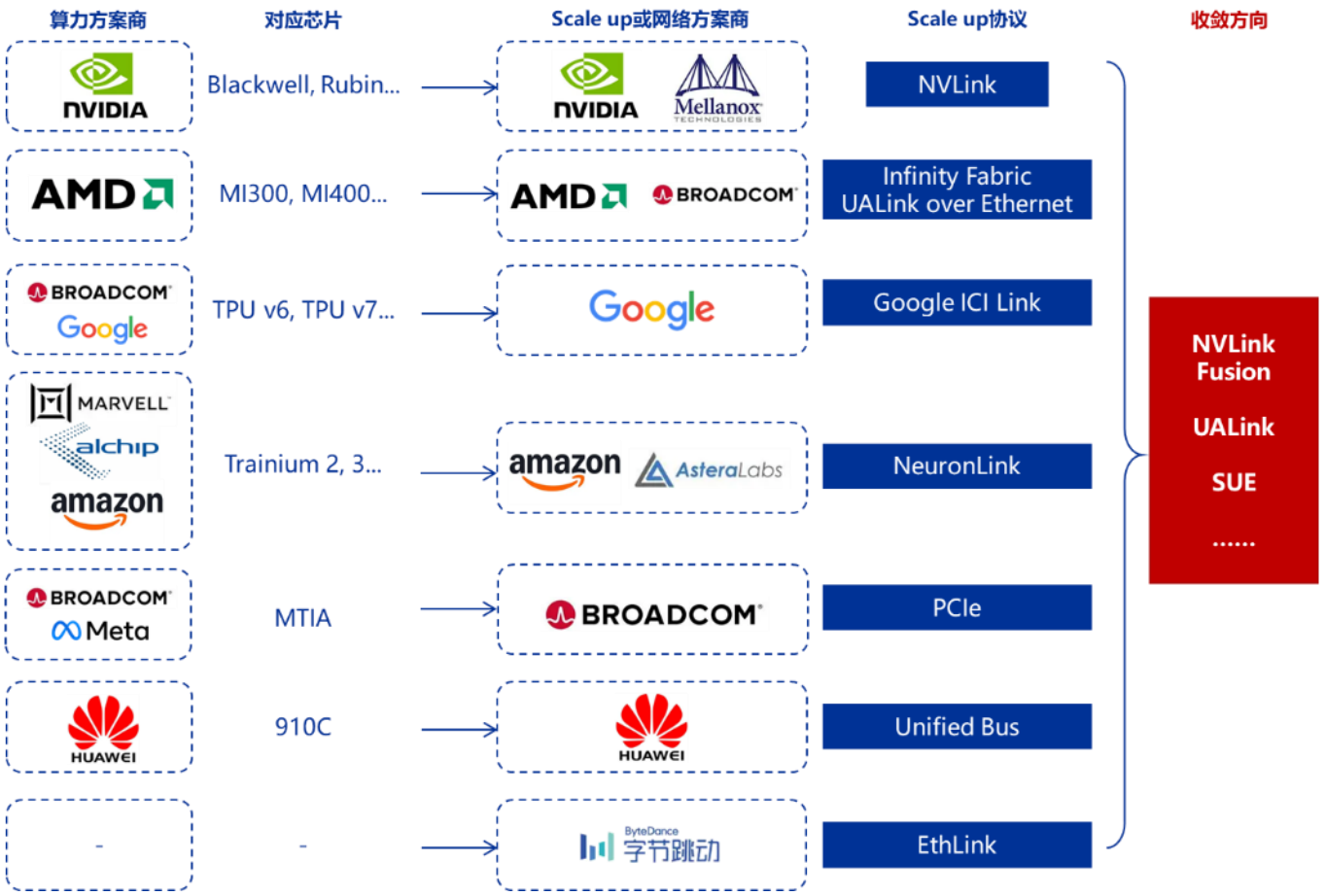


资料来源：Dell'Oro Group，申万宏源研究

Scale-up 的新动能：AI 头部玩家各自形成协议，带动产业发展。Scale-up 是当前全球算力网络发展的重心：XPU 在“超节点”内部进行性能扩充，原因是大模型的张量并行、专家并行等，需要放在超高带宽、超低时延的网络中进行处理。而在 Scale-up 的网络协议中，除 NVLink 和谷歌 ICI Link 外，包括 UALink、ETH-X 等都基于以太网搭建。

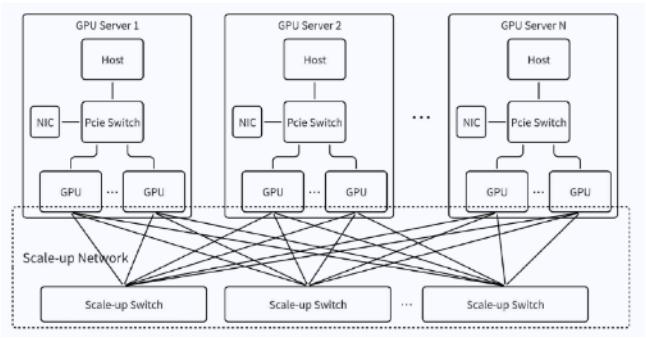
海外最具代表性的是使用搭载 NVLink 协议的 NVSwitch 构建 NVL144/NVL576 等超高功率密度机柜，也包括 SUE、UALink 等其他合作条线；国内超节点 Scale-up 分化为“单柜高密高电多 XPU”和“多机柜多 XPU”两大路径，前者包括阿里磐久、字节 EthLink 等方案，后者包括华为基于 UB 网络的 CM384 方案。其中，国内方案里使用的 Scale-up Switch，有望白盒/ODM 化并为市场带来显著新增量。

图 15：全球主流算力方案已各自形成 Scale up 网络生态，封闭和开源两大方向预计并行



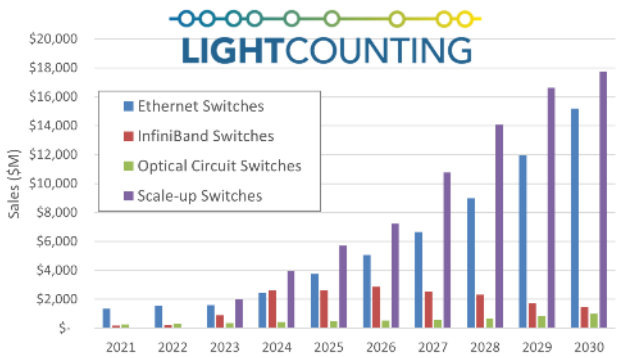
资料来源：申万宏源研究

图 16：字节 EthLink Scale-up 方案，基于以太网构建互联



资料来源：《字节跳动 GPU Scale-up 互联技术白皮书》，申万宏源研究

图 17：Scale-up Switch 将成为交换机市场的重要增量



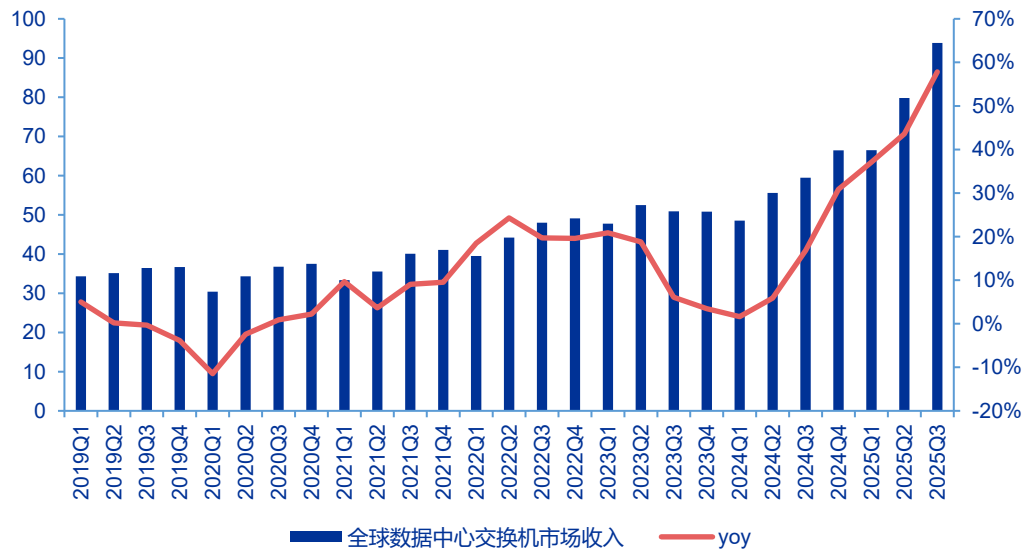
资料来源：Lightcounting（光通信市场机构），申万宏源研究

2.2 规模持续扩张，白盒趋势显著

AI 的加速部署成为推动全球以太网交换机市场显著扩展的核心动力。据 IDC 统计，2025 年前三季度，全球以太网交换机市场收入同比增长 49.6%，增长主要由数据中心市场驱动；其中 25Q3 数据中心交换机单季度市场收入同比增长 62%，环比增长 18.2%。

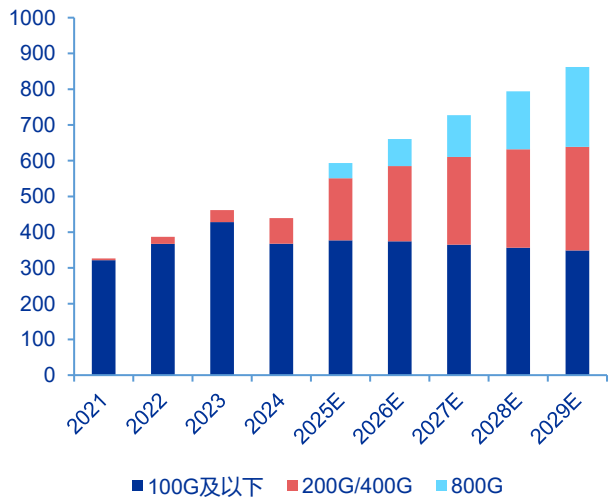
据 IDC 预测，2025 年全球交换机市场规模约为 593 亿美元，2026 年将增长至约 660 亿美元，年增速约 11.3%；其中，数据中心交换机是核心驱动力，其市场规模预计将从 2025 年的约 367 亿美元（占总规模的 62%）增长至 2026 年的约 428 亿美元（占比提升至约 65%），年增速约 16.4%。

图 18：全球数据中心交换机市场收入连续 6 个季度增速上行（单位：亿美元，%）



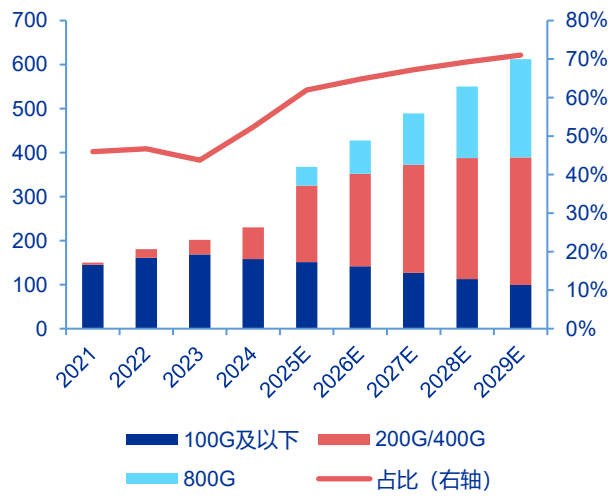
资料来源：IDC，申万宏源研究

图 19：全球交换机市场规模稳定增长，24-29 年间五年 CAGR 约为 14.4%（单位：亿美元）



资料来源：IDC，申万宏源研究

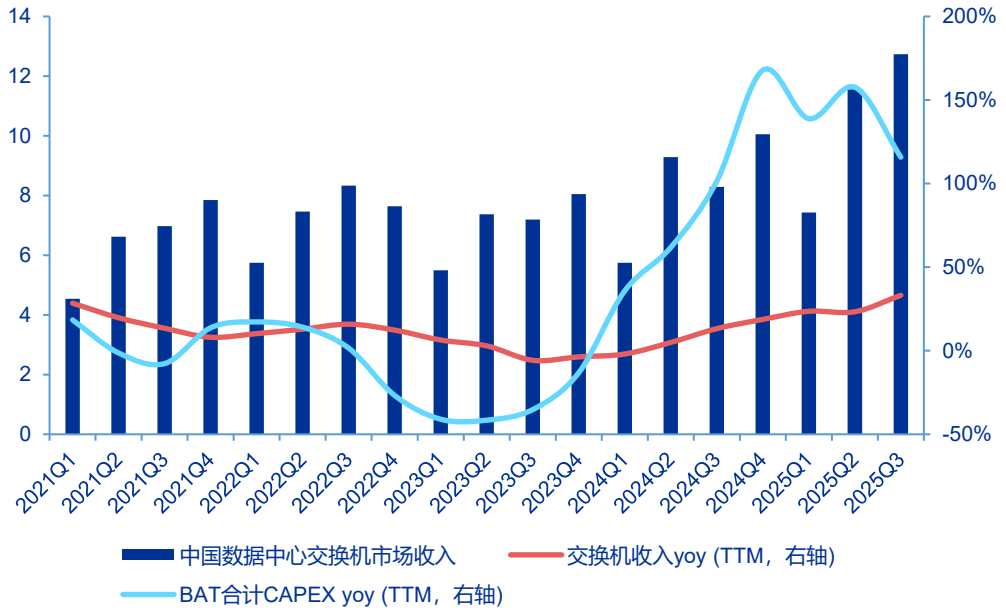
图 20：全球数据中心交换机市场规模，高速增长且占总市场规模比值逐年提升（单位：亿美元，%）



资料来源：IDC，申万宏源研究

国内数据中心交换机市场：增长空间广阔。据 IDC 统计，2025 年前三季度，中国数据中心交换机市场收入约 32 亿美元，同比增长 36%，主要受云厂商资本开支加速、大力投建算力集群所驱动。且云厂商仍持续加大 AI 投入力度，如阿里在 9 月云栖大会上提出“在 3 年 3800 亿 CAPEX 基础上追加投入”。鉴于交换机是算力基础设施的关键组成部分，其市场需求与云厂商的 AI 资本开支高度正相关，因此我们预计国内数据中心交换机市场将伴随云厂商持续的 AI 建设而保持上行趋势。

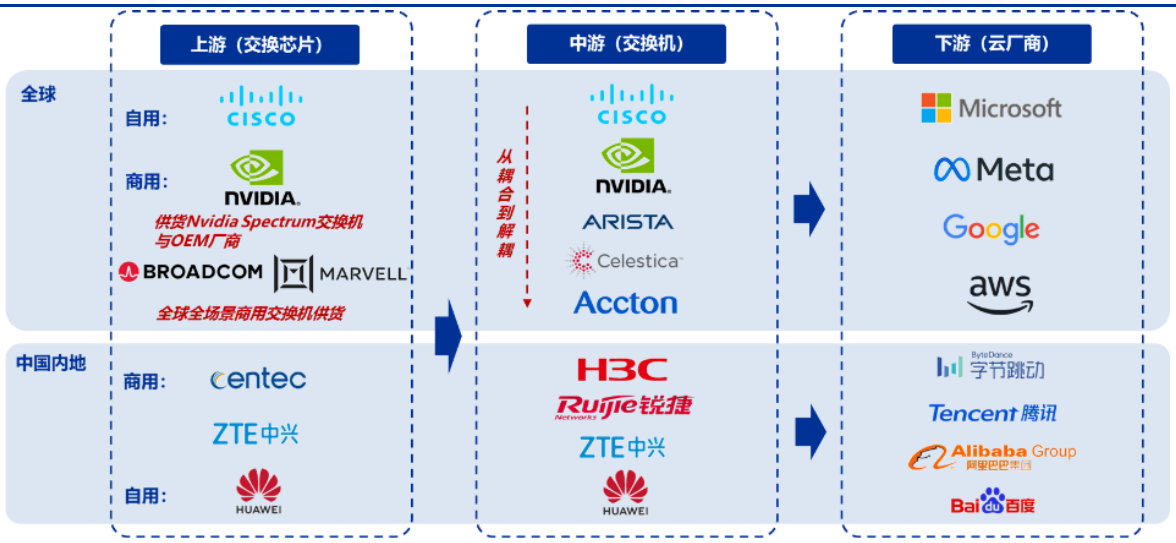
图 21：数据中心交换机市场增速拐点晚于 BAT CAPEX 拐点约 2-3 个季度（单位：亿美元，%）



资料来源：IDC，公司公告，申万宏源研究

狭义的以太网交换机产业链可简化为上游（交换芯片）-中游（交换机厂商）-下游（以超大规模云厂商为主的客户）。

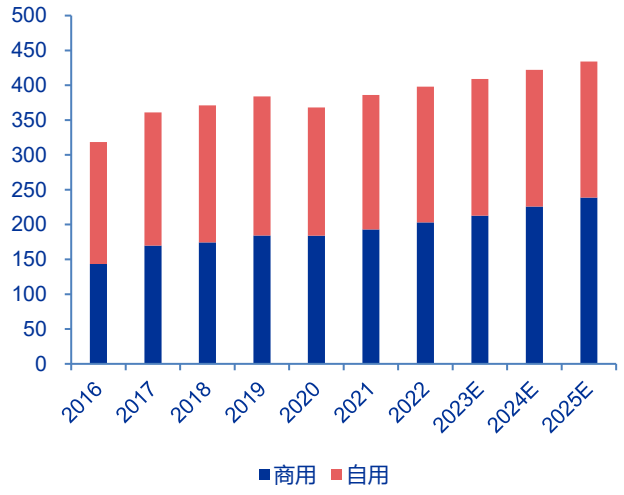
图 22：狭义的以太网交换机产业链拆解



资料来源：申万宏源研究

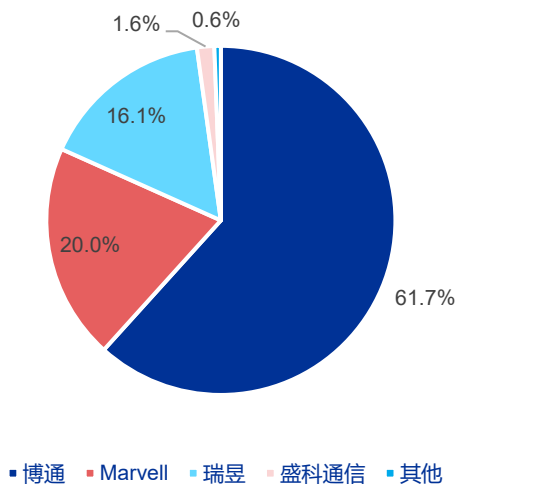
交换芯片：定义了交换机的性能和形态，占据高价值环节。其中，博通和 Marvell 在商用以太网交换芯片，尤其是高端芯片领域，占据市场主导地位。此外上游还涵盖 CPU/PHY 芯片、光模块、电路板、电容器等组件。

图 23：全球以太网交换芯片市场规模情况（以销售额计）（单位：亿元人民币）



资料来源：盛科通信招股书，灼识咨询，申万宏源研究

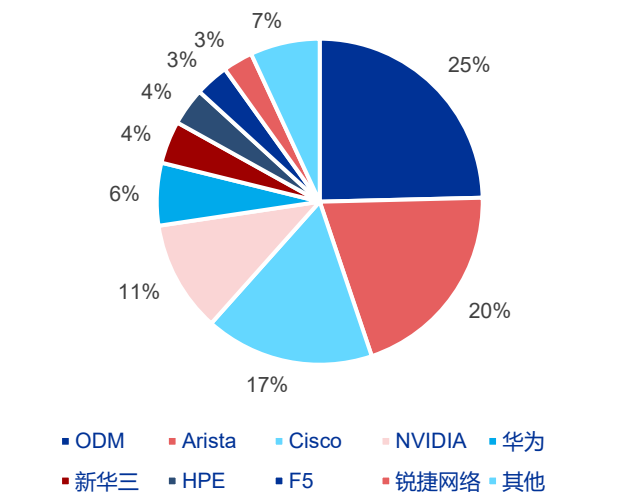
图 24：博通、Marvell 占据商用以太网交换芯片的超 80%市场份额



资料来源：盛科通信招股书，灼识咨询，申万宏源研究

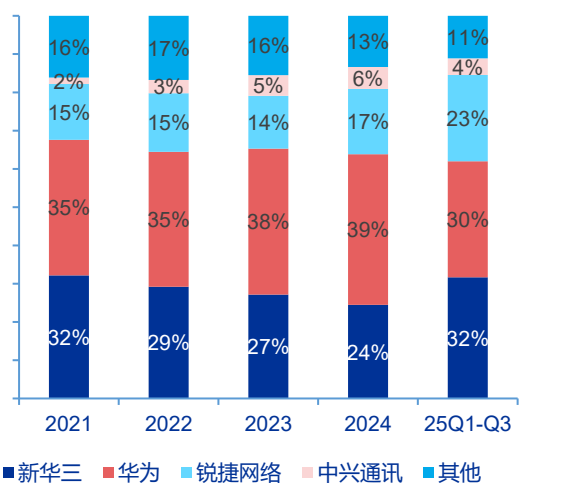
交换机：制造与集成环节，市场份额清晰。在全球数据中心交换机市场中，Arista、Cisco、Nvidia、华为等占据主要市场份额；但以天弘科技、智邦科技为代表的 ODM 厂商直供的白盒交换机亦占据了 25%市场份额，占比显著提升。国内市场中，华为、新华三、锐捷网络占据了 80%以上数据中心交换机市场份额，且马太效应有所提升。

图 25：25 年前三季度全球数据中心交换机市场份额划分



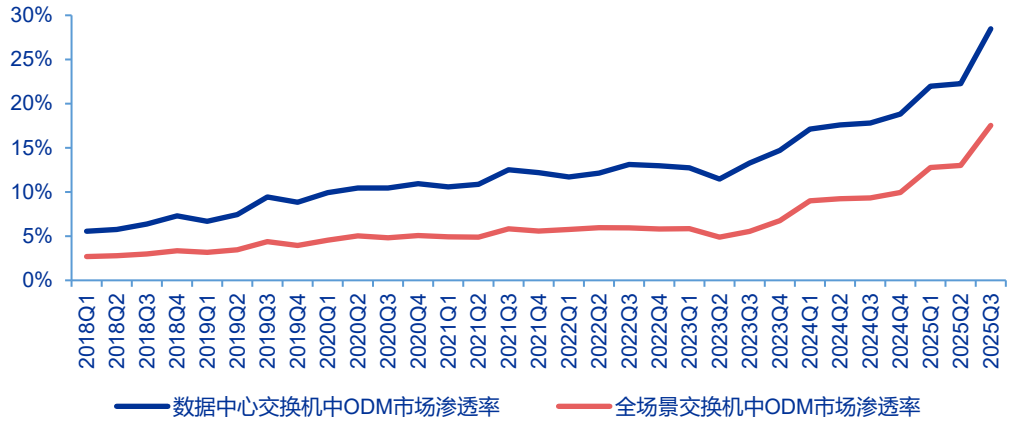
资料来源：IDC，申万宏源研究

图 26：国内数据中心交换机市场中，华为、新华三、锐捷占据主要份额



资料来源：IDC，申万宏源研究

图 27：截至 25Q3，数据中心交换机中 ODM 直供交换机渗透率已达 28%



资料来源：IDC，申万宏源研究

白盒化/软硬件解耦是数据中心交换机的核心发展趋势。面对网络带宽加速增长及无损网络的高要求，黑盒交换机 18 个月以上的标准研发周期，已与云厂商快速迭代（如 800G/1.6T 代际切换）的需求产生显著错配。加之其高昂的购置成本与运维灵活性不足等弊端，软硬解耦已成为行业共识。云厂商倾向于购买标准化的裸金属交换机，然后自行加载操作系统。这催生了白盒交换机市场的爆发。

表 2：白盒交换机与品牌交换机对比

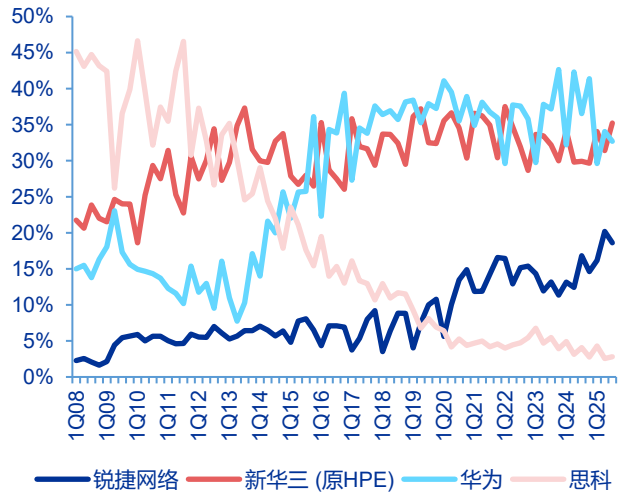
	白盒交换机	品牌交换机
核心架构	**软硬件解耦。**硬件（如采用博通、Marvell 的交换芯片）与网络操作系统分离。	**软硬件捆绑。**硬件与厂商自研的专用操作系统深度集成。
操作系统	用户可自选或自行开发（如基于开源 SONiC），或由白盒厂商提供开放式系统。	厂商提供封闭的专用操作系统（如 Cisco IOS、华为 VRP）。
定制化与灵活性	高。具备较强软件能力的云厂商和大型企业可基于底层 API 进行深度定制，以匹配自身业务和架构。	低。功能和服务由厂商定义，用户主要在既定框架内进行配置。
商业模式	ODM 厂商（如 Accton、Celestica）负责硬件设计制造，以“白盒”形式销售给客户或品牌商。价值主要在硬件制造。	品牌商（如思科、华为）提供从芯片、软件到服务的完整解决方案，价值包含品牌、软件、服务和整体集成。
主要客户	超大规模云厂商、大型互联网公司、部分电信运营商。	广泛的企业、政府、中小型数据中心及部分云厂商。
成本与定价	透明交付，硬件按 BOM 成本定价，软件通常免费或单独授权，毛利较低。	厂商提供全套服务（设备+软件+售后），价格通常更高，毛利也更高。

资料来源：申万宏源研究

3. 敏锐把握趋势，迅捷匹配需求

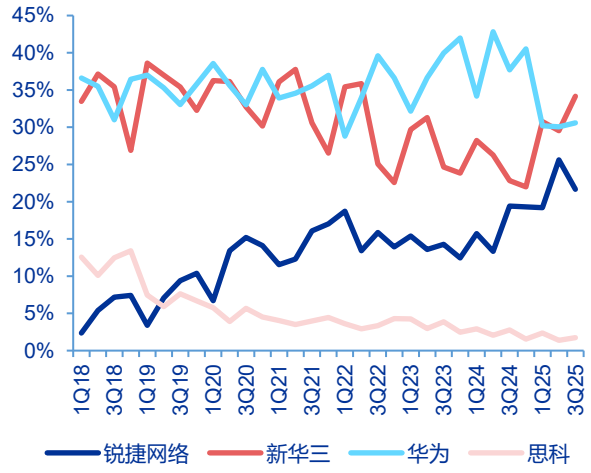
公司在交换机等网络设备市场深耕多年，形成了深厚的技术壁垒和渠道壁垒。在 AI 浪潮中，公司通过敏锐把握 AI 网络、LPO、CPO 等技术趋势，同时快捷响应字节、阿里、腾讯等核心客户在新场景中的技术、合作模式等需求，将公司发展历程中“贴近用户与场景进行方案设计与创新从而突围”的核心思路再度复用，占据了独特的生态位并实现了市场份额的领先。据 IDC 数据，公司在中国 200G/400G 数据中心交换机出货量份额排名中连续 14 个季度（2022-2025Q2）第一，长期领先。

图 28：在国内交换机市场中，锐捷市场份额在华为、新华三、思科等巨头中突围



资料来源：IDC，申万宏源研究

图 29：而在数据中心交换机市场，锐捷市场份额的突围之势再次显现



资料来源：IDC，申万宏源研究

3.1 商业模式：通过 JDM 嵌入字节、阿里等

接续第二章白盒化的行业研究。云厂商在采用白盒硬件后，其网络操作系统（NOS）的选择成为关键。

海外云厂商在网络操作系统的选择上分化为完全自研与基于开源（如 SONiC）深度定制两条路径，国内主要基于 SONiC 开发自研系统。谷歌和亚马逊在数据中心交换机中基本采用自研系统与封闭生态战略，将 NOS 视为核心竞争壁垒，与自家计算架构深度耦合。微软和 Meta 则积极推动软硬件解耦与开源生态，通过采用标准化白盒硬件并主导开发 SONiC 等开源网络操作系统，以打破传统网络设备的供应商锁定。其中微软自研并开源了 SONiC。国内字节、阿里、腾讯等云厂商不约而同地在 SONiC 基础上针对性优化，推出自己的定制化操作系统，以兼顾开发速度与自主可控。

上述技术路径的差异实际导致了交换机厂商的差异化定位。海外与国内相同的一点是，传统的 OEM 模式逐渐式微。不同的是，海外云厂商操作系统底层自研，除 Arista 基于可编程的 EOS 操作系统+白盒交换机解耦的方式切入微软、Meta 等云厂商供应链外，云厂商更倾向于 ODM 直采方式与 Celestica、Accton 等 ODM 厂商合作。而国内云厂商基于 SONiC

定制化的路径，决定了其难以完全照搬纯硬件 ODM 直采模式。由于底层 SAI 适配与系统调优的高复杂性，云厂商需要交换机厂商需通过 JDM 模式深度参与，分担在底层硬件驱动和性能优化方面的开发压力，从而在实现白盒化的同时保障交付效率与系统稳定性。

表 3：不同的软件技术路径决定了云厂商不同的商业模式

云厂商	操作系统策略	核心 OS 名称	硬件采购模式	核心交换机供应商
亚马逊	自研闭源系统	专有 OS	ODM 直采	Celestica, Accton
谷歌	自研闭源系统	Stratum (配合 Orion SDN)	ODM 直采	Celestica, Quanta
微软	自研开源系统+外采商业软件	SONiC、EOS	多种模式混合	Arista, Cisco, Celestica, Accton, Nvidia
Meta	自研开源系统+外采商业软件	SONiC、FBOSS	多种模式混合	Arista, Accton, Celestica
字节跳动	基于开源系统定制	Lambda OS（基于 SONiC）	JDM / 白盒	锐捷网络，新华三
阿里巴巴	基于开源系统定制	AliNOS (基于 SONiC)	JDM / 白盒	锐捷网络，新华三
腾讯	基于开源系统定制	Tencent NOS（基于 SONiC）	JDM / 白盒	新华三，锐捷网络

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

锐捷网络基于自身技术能力的 JDM 模式超越了传统代工范畴，本质上是联合创新。公司深度参与开源操作系统项目的研发，较早便参与 ONF 组织及 ONOS 和 SONiC 等项目。在云厂商技术路径向 SONiC 收敛的进程中，公司可以通过深度介入芯片底层的驱动开发与 SAI 接口适配，解决云厂商在 SONiC 商用落地中面临的硬件兼容性痛点，同时云厂商仍可以保持对关键设计思路的控制权，这也使其成功嵌入阿里、字节跳动等头部云厂商的核心技术路线图，从而快速响应 AI 数据中心对高速率、低时延交换机的定制化需求。

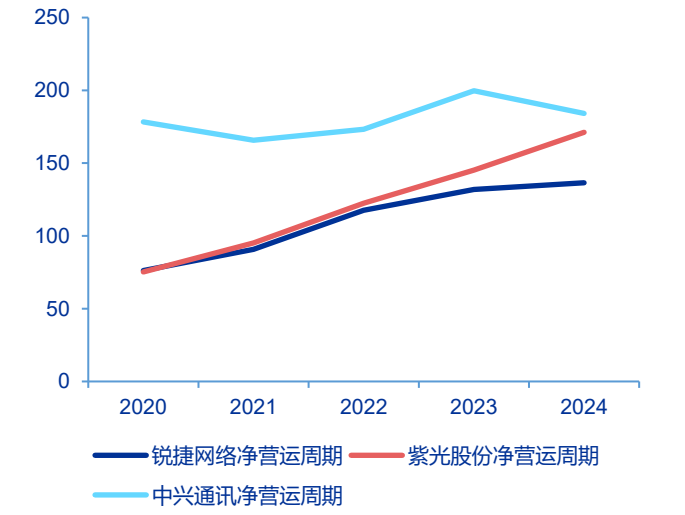
表 4：JDM 模式平衡技术与成本，是国内云厂商交换机布局的最优解

维度	OEM	ODM 直供	JDM
主导设计方	交换机品牌商	客户	客户与制造商协同
软硬耦合度	极高（一体化封闭）	极低（完全解耦）	低（针对性优化）
知识产权	品牌商持有	客户持有	双方共享或由客户持有
技术门槛	低（开箱即用）	极高（需搭配自研系统）	中高（需联合研发）
定制化能力	低（标准化产品）	极高（自行修改）	高（深度定制）
交付周期	现货/标准周期	短（现有设计）	中（需研发周期）
成本结构	CAPEX 高, OPEX 低	CAPEX 低, OPEX 高	CAPEX 中, OPEX 中低
适配客户	企业、政府、SMB	具备完整技术栈的云厂商	拥有一定内部研发能力但需要特定技术支持的云厂商
典型供应商	Cisco，华为	Arista（白盒但卖独家系统），Accton, Celestica, Quanta	锐捷网络，新华三

资料来源：申万宏源研究

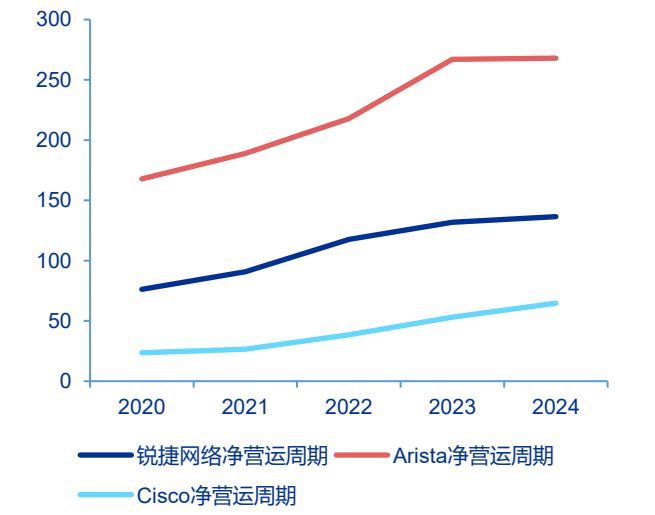
而 JDM 模式对于公司运营效率与技术能力提升的赋能同样显著。一方面，在芯片短缺或价格波动的周期中，JDM 模式下的需求来自于客户明确的算力扩容计划而非模糊的市场预测，这使得锐捷能够实现相对精准的备货与库存管理。上游芯片厂商也倾向于优先保障此类有明确最终用户的订单，这也赋予锐捷更强的供应链话语权。另一方面，通过搭建超大规模集群网络，锐捷积累了大量较新的工程 Know-how，内化后公司完全可以通过技术下沉策略赋能给企业网与运营商市场，形成“高端突破、全线受益”的技术溢出效应。

图 30：锐捷网络在国内交换机主要供应商的净营运周期对比中具有优势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 31：而放在全球市场中对比，锐捷的净营运周期好于 Arista，弱于封闭硬件系统为主的 Cisco



资料来源：Wind，申万宏源研究

深度参与字节跳动、阿里、腾讯等数据中心交换机研发与供货。公司早期与阿里、腾讯深度合作，且已初步参与部分硬件兼容与研发流程，如 18 年加入阿里云专有云产业联盟，22 年负责验证设计、制造和测试腾讯 25.6Tbps CPO 交换机系统，并向腾讯交付成品等。此外，据锐捷技术文档，锐捷向字节跳动交付的 100G 单芯片交换机数量超过了字节跳动数据中心采用多级 Clos 架构所用交换机数量的一半。

2023 年，公司中标了字节、阿里、腾讯下一代交换机产品的研发标，规模交付 200G/400G 数据中心交换机，助力阿里、腾讯、字节、百度、快手等大型互联网公司构建 AI 训练基础设施。这标志着公司与核心客户的 JDM 合作模式正式确立，也推动了自 2024 年起数据中心交换机收入的跃升。

图 32：锐捷网络是阿里 Tigatron 白盒交换机的重要合作企业

资料来源：OCP（开放计算项目）峰会，申万宏源研究

图 33：字节跳动于 2024 年推出 B5020 51.2T 自研交换机

资料来源：字节跳动 SYS Tech，申万宏源研究

综上，长期行业工程 Know-how + 云厂商 AI 新网深度协同（客户粘性） + 研发能力&供应链管理的正向飞轮，共同形成了 AI 浪潮下锐捷网络的新护城河。

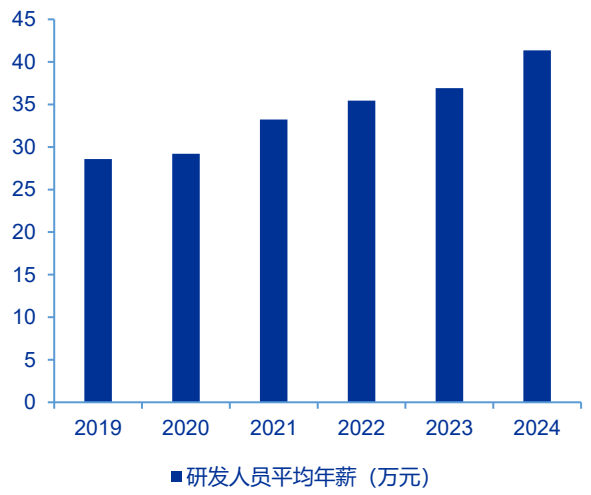
3.2 技术卡位：LPO/CPO 蓄势待发

长期研发投入为场景化创新与前瞻研究奠定基础。公司始终维持较高的研发投入占比，持续且高度针对客户需求的研发投入，使得公司在 AI 驱动的新需求下，快速灵活响应并形成差异化、配套性强的产品解决方案。据公司 25 年半年报，截至 25H1 公司已拥有八大研发中心，研发人员占比超 50%；公司研发投入占营业收入比例为 12.6%。尽管该比率因营收的快速增长而有所摊薄，但研发费用中的职工薪酬占比持续提升，体现了公司对核心研发人才投入的重视。

图 34：公司优化研发费用率的同时，维持人工费用占比的高水位（单位：亿元人民币，%）

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 35：研发人员平均年薪每年维持稳定涨幅

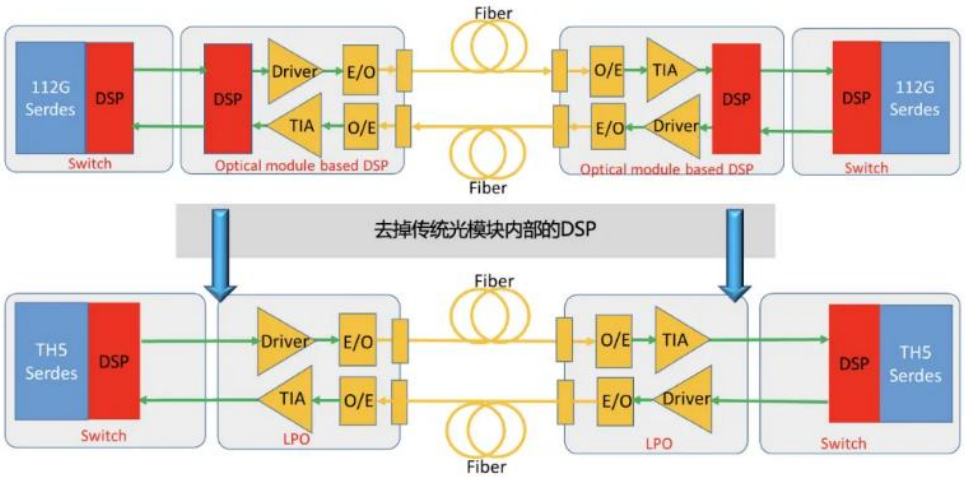


资料来源：Wind，申万宏源研究

在客户新的技术趋势卡位上，公司具备显著先发优势：

LPO：LPO 模块去掉了传统 DSP 模块中的 DSP 芯片，利用交换芯片中 DSP 进行电信号的处理，模块中采用常规性能的 Driver 和 TIA 芯片，并选用合适的电光转换方案，即可以实现优异的传输性能。电光转换部分可以采用 VCSEL、EML 或者硅光方案，硅光具有更好的线性度、更低的电反射。

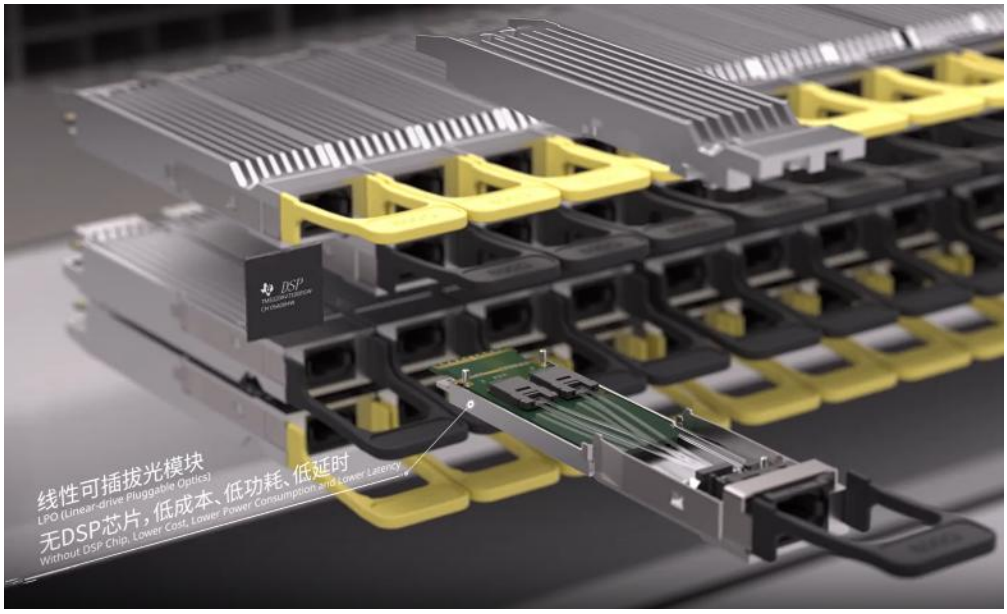
图 36：LPO 光模块与传统光模块的异同



资料来源：锐捷技术文档，申万宏源研究

字节跳动在 OFC 2024、火山引擎源动力大会等多项重要会议中，均重点推介并展示支持全端口 LPO 交换机的高性能自研交换机，以适配智算版 2.0 组网架构。在 LPO 技术方面，锐捷网络于 2023 年第一季度率先发布了支持 400G 和 800G LPO 的交换机解决方案。至 2024 年上半年，搭载 LPO 技术的交换机产品已进入量产阶段，成为其高性能 400G/800G 数据中心交换机解决方案的关键组成部分。

图 37：字节自研 51.2T 交换机支持 LPO 光模块

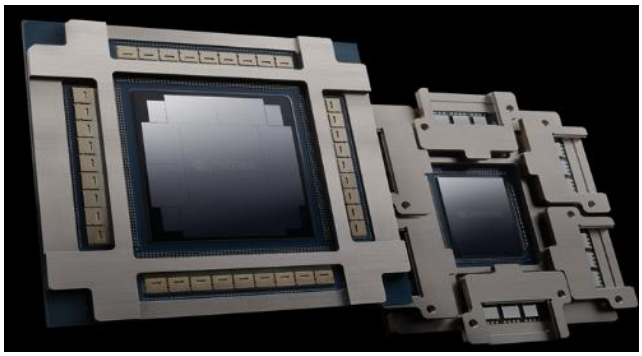


资料来源：字节跳动 SYS Tech，申万宏源研究

CPO：中长期演进方案，公司已有充分技术储备。通过光通信技术创新来解决算力硬件的性能瓶颈，已经成为海外科技大厂的共识。CPO 技术通过先进封装（.D/D Packaging ）

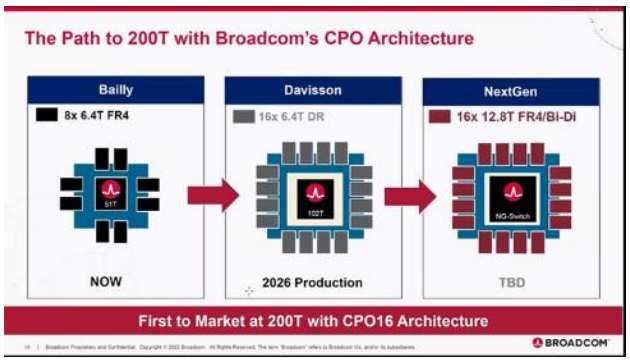
将光电转换单元直接与交换芯片集成，极短的电互连路径保证了极高的信号完整性，从而显著降低了端到端的传输延迟。英伟达、博通等将硅光技术与光电共封装结合，预计 2026 年是海外 CPO 方案重要突破的元年。

图 38：英伟达发布 CPO 产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 39：博通积极推进 CPO 方案渗透

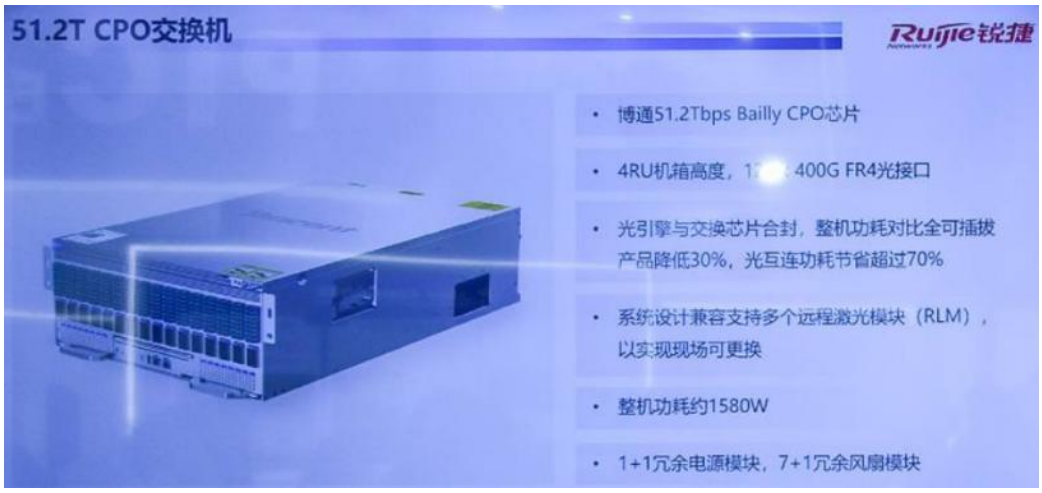


资料来源：公司官网，申万宏源研究

在海外市场，博通、英伟达等基于高端交换芯片与硅光设计/制造能力，有望在 CPO 产业中进一步收拢价值量。而在国内市场，由于已与云厂商形成 JDM 的主流合作模式，交换机厂商有望在 CPO 生态中扮演更为关键的“系统集成商”角色，包括集成定制化光引擎液冷系统以及光纤管理系统等。

锐捷在 CPO 场景下前瞻布局，静待需求爆发。2021 年，公司发布了业界领先的 25.6T 硅光 NPO 冷板式液冷交换机，作为 CPO 技术的过渡方案。2022 年，在 OCP 全球峰会上，公司发布了 51.2T 硅光 CPO 交换机样机，与可插拔光模块方案相比，该 CPO 方案能使交换机整机光模块功耗降低 50%以上。2025 年 9 月，公司在光博会上首次公开演示了 51.2T CPO 交换机商用互联方案。

图 40：公司在 25 年 9 月展示的 51.2T 硅光 CPO 交换机



资料来源：光博会现场拍摄，申万宏源研究

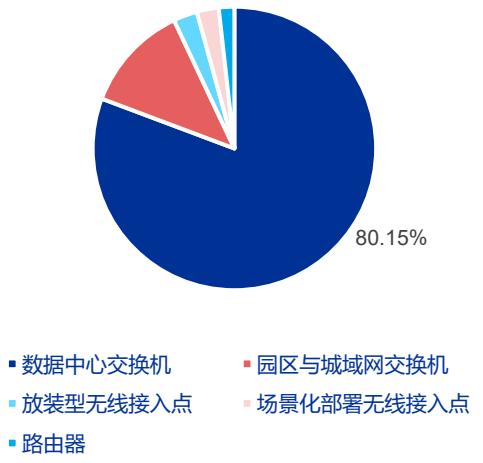
LPO、NPO、CPO 并非互相替代，而是处于“代际重叠”的共存状态，未来将根据实际场景中成本、功耗、密度与可维护性的综合需求协同发展。一旦 CPO 在 2026 年及未来迎来规模商用，公司有望成为国内最快实现量产交付的整机厂商之一。

3.3 销售&供给：渠道优化，积极扩容

公司直销收入占比显著提升。公司的销售模式分为直销和渠道销售。面向字节、阿里等云厂商以及移动等运营商的金额较大订单，公司主要采用直销模式，所销售产品主要为数据中心交换机。渠道销售主要面向教育、医疗、制造、商业等政企行业客户与 SMB 客户。伴随面向云厂商的数据中心交换机收入占比大幅提高，公司 25 年前三季度直销收入占比已达到 57%。这从侧面验证了公司紧握住 AI 带来的市场机会，同时直销占比的提升也将优化销售费用，使得规模效应对成本的摊薄更加显著。

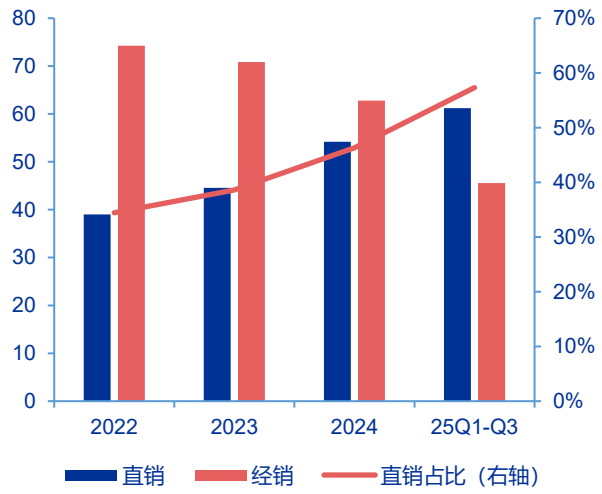
而在渠道销售资源方面，公司在企业级网络设备的销售渠道广泛而稳定。据公司 25 年半年报，公司拥有 20000 多家合作伙伴，销售网络遍布国内，并深入至地市及区县级客户。同时，公司业务范围也已覆盖亚洲、欧洲、美洲、非洲等 100 多个国家和地区。

图 41：从 20 年直销收入拆分来看，80%以上直销收入来自数据中心交换机



资料来源：公司公告，申万宏源研究

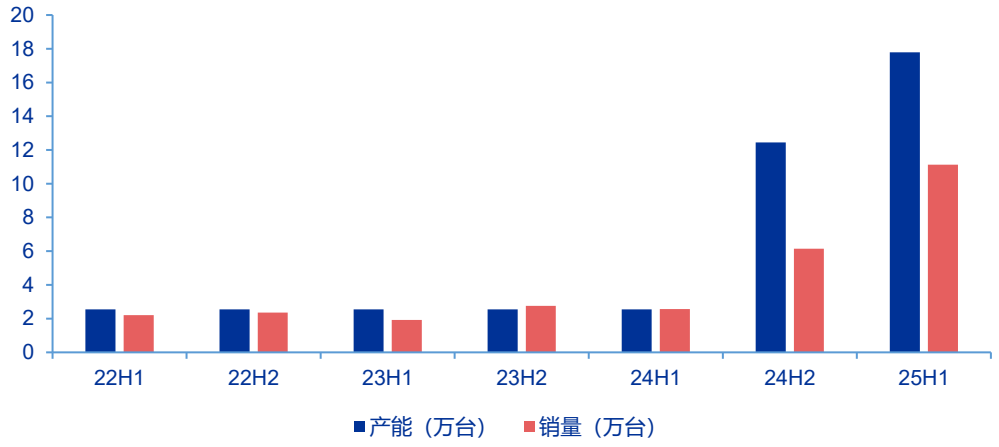
图 42：公司的直销收入占比持续提升（亿元人民币，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司生产模式主要为委托外部厂商进行代工生产，根据设备的工艺复杂度，可进一步分为纯代工模式和代工代采模式，但同时，在云厂商加速布局 AI 网络节奏下，公司敏锐调动资源，加快建设自有生产线以用于部分数据中心交换机等高端产品的生产。公司的数字化智能工厂于 2024 年 11 月正式投入使用，这推动了产能的显著提升与 2025 年以来的加速交付。

图 43：公司 24H2 起自有产线产能和销量跃升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.4 运营商及其他市场：技术外溢，稳中有进

除服务于云厂商的数据中心交换机外，公司的网络设备还包括其他交换机产品、路由器、无线产品等，主要服务于运营商、政企园区、中小企业等多个市场。

运营商市场：25 年实现重点突破。公司 25 年在移动、电信等交换机产品招投标中有较多斩获。其中量级较大的是中国移动 2025 年至 2027 年数据中心交换机产品(新建部分)集中采购项目，该项目采购数据中心交换机产品约 3.33 万台，锐捷网络 6 个标包全部入围，总中标金额约为 4.1 亿，与中兴通讯、新华三份额基本接近。此外，在中国电信天翼云 2025 年两批白盒交换机的招标中，锐捷均为第一中标候选人，总中标金额约 5000 万，这也意味着与云厂商深度合作的白盒交换机模式，在其他市场中亦开始实现技术外溢。

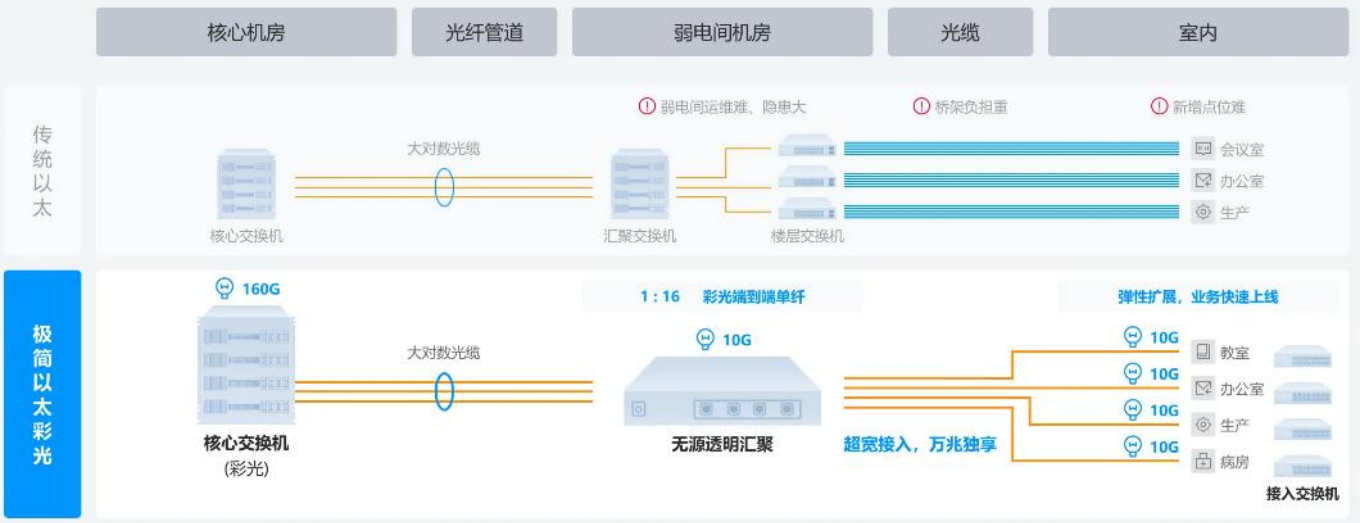
表 5：锐捷网络 22-25 年运营商中标情况梳理（不完全统计）

年份	运营商	集采项目	项目金额	锐捷情况	对应金额
2022	中国移动	2022 年至 2023 年数据中心交换机集中采购(新建部分)	约 24 亿	中标 3 个标包	约 5.44 亿
	中国联通	2022 年中国联通数据中心交换机	约 10 亿	中标 3 个标包	-
2023	中国移动	2023 年至 2024 年数据中心交换机产品(新建部分)	约 23 亿	中标特定场景-高性能等标包	约 5.8 亿
	中国电信	中国电信云网路由交换设备（2022 年）	约 6 亿	中标盒式交换机标包	-
	中国电信	中国电信云网路由交换设备（2022 年）（框式交换机部分）	约 6 亿	中标数据中心交换机和汇聚交换机标包	-
2024	中国移动	2024 年低端路由器和低端交换机产品	约 1.8 亿	中标 3 个标包	约 5415 万
	中国联通	2024 年中国联通数据中心交换机	约 4 亿	中标 1 个标包	-
2025	中国移动	2025 年至 2027 年数据中心交换机产品（新建部分）	约 20 亿	6 个标包全部入围	约 4.1 亿
	中国移动	2025 年至 2027 年高端路由器和高端交换机产品	约 15 亿	中标标包 6 约 23%份额	约 7000 万
	中国移动	2025 年至 2026 年低端路由器和低端交换机产品	约 1.3 亿	中标标包 3 约 27%份额	约 1100 万
	中国移动	RoCE 交换机采购	约 1000 万	单独中标	约 1000 万
	中国电信	中国电信天翼云 2025 年白盒交换机	约 2000 万	第一中标候选人	约 2000 万
	中国电信	中国电信天翼云 2025 年白盒交换机（第二批）	约 3000 万	第一中标候选人	约 3000 万

资料来源：C114 通信网，通信产业网等公众号，申万宏源研究

园区市场：核心产品持续迭代升级。公司以“极简光”与“EDN 体验驱动”构建数智底座，推出最新升级的极简以太彩光网络解决方案 4.0、EDN 体验驱动网络解决方案、磐石无线解决方案及新一代 Wi-Fi 7 企业无线办公方案等，全面适配教育、医疗、制造、交通、政府、仓储等多行业场景需求。

图 44：公司的极简以太彩光 4.0 方案适配教育、医疗、办公、智能制造、仓储物流等多场景

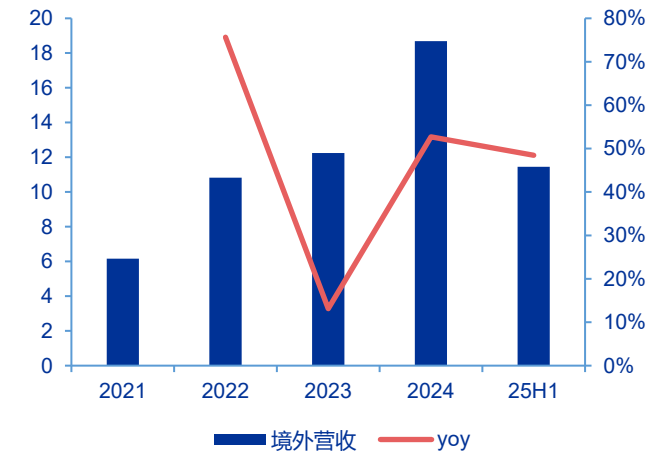


资料来源：公司官网，申万宏源研究

细分来看，公司在教育和医疗领域优势稳固。根据 IDC 2025 年第一季度数据，公司园区交换机在普教行业排名第一、高职教与批发行业排名第二，WLAN 产品在教育行业市场占有率排名第一，医疗领域通过全光方案助力医院园区升级。截至 25H1，公司已累计服务 5000 多家全国卫生医疗机构及超过 60%的全国百强医院、2600 多所高校及 100%的双一流院校。

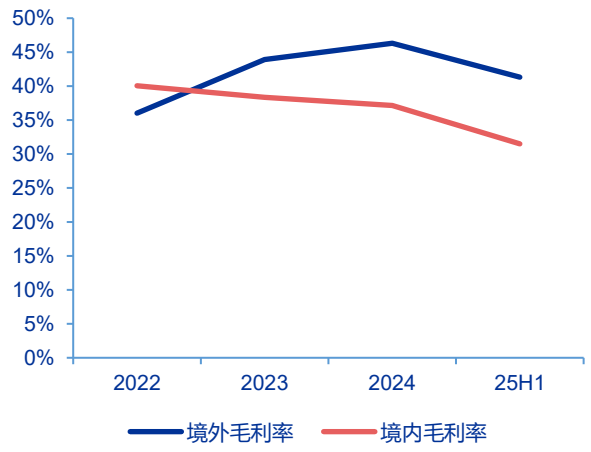
SMB 市场：受出海业务驱动明显。公司采用渠道销售模式覆盖全球 SMB 客户，扩张方面以东南亚为基点，已拓展至欧洲、中东非等多个区域，通过生态共赢模式与国际合作伙伴共同开拓市场。2025 年上半年海外业务收入同比增长 48.5%，亚太、欧洲市场表现突出，海外合作伙伴数量增至 2620 家。

图 45：公司境外营收 24 年起持续高增（单位：亿元人民币，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 46：当前境外收入对应毛利率高于境内收入对于毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4．盈利预测与估值

盈利预测部分，按照不同业务板块进行拆分，拆分为网络设备、网络安全产品、及云桌面解决方案三块业务。

网络设备：包括交换机、无线设备、路由器等设备，交换机分为数据中心交换机、园区交换机、SMB 交换机等不同场景下的产品，而服务于数据中心场景的交换机是未来公司最主要的收入增长来源。

从需求的角度看，数据中心交换机市场规模将伴随以云厂商为主导的国内 AI 算网集群建设而持续扩大，而公司已通过 JDM 深度定制模式与头部云厂商绑定，实现研发与供应链的协同。而从供给的角度看，公司除代工生产外，已在 24 年通过自有工厂的投入使用实现高端产能的显著提升。尽管非数据中心市场受通信建设周期影响出现短期波动，但得益于数据中心交换机的规模交付，公司整体收入仍将实现持续增长。**我们预测公司 2025-2027 年网络设备的营业收入分别为 131.79/161.91/194.51 亿元，同比增速分别为 36.5%/22.8%/20.1%。**

网络安全产品及云桌面解决方案方面，预计将维持稳定基本盘。综上，我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 151.47/181.34/214.16 亿元，同比增速分别为 29.5%/19.7%/18.1%。

表 6：公司各业务营收及盈利能力拆分（单位：百万元人民币）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
网络设备：						
营业收入	8475	8402	9653	13179	16191	19451
yoy	28.3%	-0.9%	14.9%	36.5%	22.8%	20.1%
毛利率	43.3%	41.3%	37.9%	31.1%	28.5%	27.1%
网络安全产品：						
营业收入	867	855	452	430	430	451
yoy	23.0%	-1.3%	-47.1%	-5.0%	0.0%	5.0%
毛利率	40.3%	43.6%	60.8%	60.8%	60.8%	60.8%
云桌面解决方案：						
营业收入	737	757	549	494	469	469
yoy	-34.2%	2.7%	-27.5%	-10.0%	-5.0%	0.0%
毛利率	30.2%	34.5%	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%
其他：						
营业收入	1247	1528	1045	1045	1045	1045
yoy	64.8%	22.5%	-31.6%	-	-	-
毛利率	20.4%	21.2%	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

毛利率方面，由于数据中心交换机的白盒化趋势，相关产品毛利会受到云厂商的部分挤压，因此公司整体毛利将略有下降。但受益于规模效应、直销渠道占比的提升以及提前研发相关重点技术，公司的销售费用、研发费用等在 年及 年前三季度呈显著优化趋势，

我们预测这一费用改善的趋势将维持。**综上，我们预测公司 2025-2027 年毛利率为 32.6%/30.0%/28.5%，归母净利润为 9.77/14.01/18.45 亿元，同比增速 70.3%/43.4%/31.7%，净利率为 6.5%/7.7%/8.6%。**

表 7：公司整体营收及利润预测（单位：百万元人民币）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11326	11542	11699	15147	18134	21416
yoy	23.3%	1.9%	1.4%	29.5%	19.7%	18.1%
毛利率	39.7%	38.4%	38.6%	32.6%	30.0%	28.5%
归母净利润	552	401	574	977	1401	1845
yoy	20.5%	-27.3%	43.1%	70.3%	43.4%	31.7%
归母净利率	4.9%	3.5%	4.9%	6.5%	7.7%	8.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

由于公司主营业务所处的交换机行业，在智算中心投建力度加大趋势下成长性凸显，因此我们采用 PEG 对公司进行估值。选取中兴通讯、紫光股份、菲菱科思、迪普科技、深信服作为可比公司。其中，中兴通讯、紫光股份是 ICT 设备的领军企业，主营业务为包括交换机在内的网络设备，与公司整体业务结构高度可比；中兴通讯、紫光股份、菲菱科思、迪普科技均具备高端交换机交付能力，与公司成长属性可比；迪普科技、深信服均重点布局网络安全、云桌面等业务，与公司网络设备外的其他业务可比。

上述可比公司 26 年的平均 PEG 为 1.59。锐捷网络基于长期的技术积累及与云厂商的紧密合作关系，预计显著受益于智算中心建设下交换机等网络设备的增量市场。**因此，基于可比公司 26 年 1.59 的平均 PEG，计算得到公司 26 年合理 PE 约为 59x，对应 2026 年目标市值 833 亿。首次覆盖，给予“买入”评级。**

表 8：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润预测值（亿元）			PE			G	PEG
		2025/12/26	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2026E
000063.SZ	中兴通讯	1,716.96	79.93	89.29	102.95	21	19	17	13%	1.43
000938.SZ	紫光股份	708.16	18.81	23.95	29.98	38	30	24	26%	1.13
301191.SZ	菲菱科思	80.81	0.75	1.22	1.99	107	66	41	62%	1.06
300768.SZ	迪普科技	121.30	1.94	2.40	2.97	63	50	41	24%	2.12
300454.SZ	深信服	476.99	4.23	6.11	7.74	113	78	62	35%	2.21
平均 PE/PEG：						**68**	**49**	**37**		**1.59**
301165.SZ	锐捷网络	658.64	9.77	14.01	18.45	67	47	36	37%	1.26

资料来源：Wind，申万宏源研究

注 1：可比公司 25-27 年归母净利润采取 Wind 一致预期，锐捷网络 25-27 年归母净利润采用申万宏源预测值。

注 2：G = 25-27 年公司归母净利润预测值年化复合增速。

5．风险提示

1）算力需求不及预期。国内 AI 算力需求低于预期将导致配套交换机等网络设备的需求低于预期。

2）供应链波动风险。公司交换机产品中的交换芯片主要依赖海外的博通和 Marvell，供应链可能存在一定的不确定性。

3）市场竞争加剧。在公司经营规模扩大进程中，市场竞争可能加剧，公司应对竞争研发等投入增加，可能导致运营成本控制未达预期。

4）新技术带来的产业链价值再分配。CPO/硅光等技术处于产业放量早期，未来成熟的商业模式中网络设备产业链可能重构。

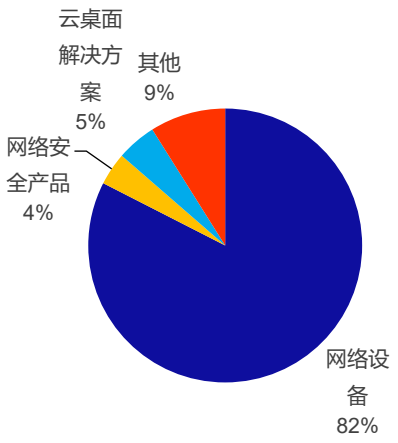
财务摘要

合并损益表

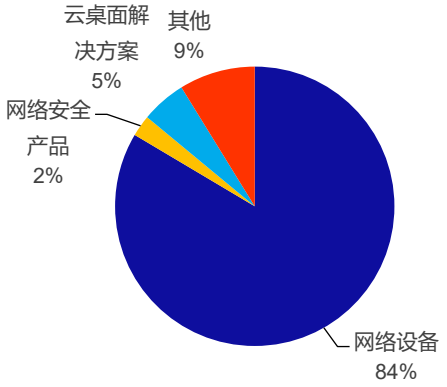
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,542	11,699	15,147	18,134	21,416
营业收入	11,542	11,699	15,147	18,134	21,416
网络设备	8,402	9,653	13,179	16,191	19,451
网络安全产品	855	452	430	430	451
云桌面解决方案	757	549	494	469	469
其他	1,528	1,045	1,045	1,045	1,045
营业总成本	11,638	11,557	14,584	17,217	20,130
营业成本	7,047	7,181	10,216	12,694	15,311
网络设备	4,929	5,999	9,080	11,575	14,183
网络安全产品	483	177	168	168	177
云桌面解决方案	496	373	336	319	319
其他	1,204	632	632	632	632
税金及附加	49	45	59	71	83
销售费用	1,772	1,814	1,666	1,705	1,820
管理费用	566	644	666	689	750
研发费用	2,185	1,886	1,939	2,031	2,142
财务费用	19	-14	37	28	24
其他收益	271	304	304	304	304
投资收益	-1	-1	-1	-1	-1
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
信用减值损失	-4	-13	0	0	0
资产减值损失	-31	-57	-60	-60	-60
资产处置收益	2	8	8	8	8
营业利润	141	384	814	1,168	1,537
营业外收支	14	22	0	0	0
利润总额	155	406	814	1,168	1,537
所得税	-246	-169	-163	-234	-308
净利润	401	574	977	1,401	1,845
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	401	574	977	1,401	1,845

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入结构



成本结构

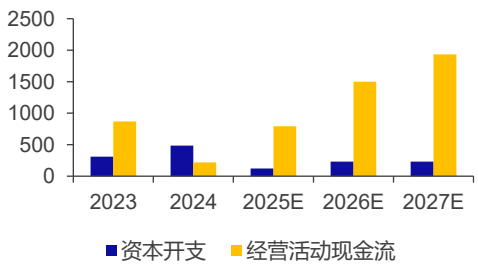


合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	401	574	977	1,401	1,845
加：折旧摊销减值	161	207	160	170	179
财务费用	22	25	37	28	24
非经营损失	-248	-183	-6	-6	-6
营运资本变动	423	-478	-376	-93	-108
其它	109	74	0	0	0
经营活动现金流	869	219	792	1,499	1,934
资本开支	309	484	123	232	232
其它投资现金流	-95	-586	-1	-1	-1
投资活动现金流	-404	-1,070	-124	-233	-233
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-557	68	-398	-249	0
支付股利、利息	473	346	497	810	1,145
其它融资现金流	-94	-71	32	32	32
融资活动现金流	-1,123	-349	-862	-1,026	-1,113
净现金流	-661	-1,195	-195	240	588

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流

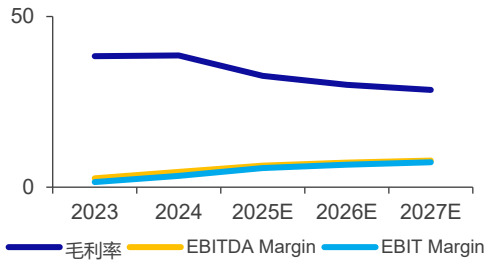


合并资产负债表

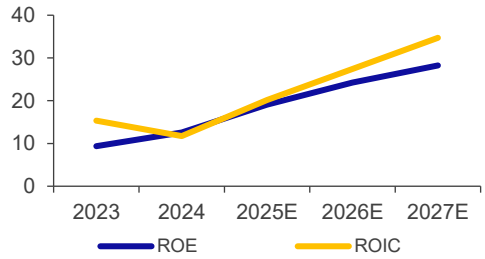
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,633	6,984	6,984	7,347	8,283
现金及等价物	2,298	1,407	1,212	1,452	2,040
应收款项	1,428	1,974	1,974	1,974	1,974
存货净额	2,875	3,367	3,562	3,686	4,033
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	32	235	235	235	235
长期投资	21	21	21	21	21
固定资产	512	502	476	640	794
无形资产及其他资产	1,198	1,996	2,053	2,019	1,985
资产总计	8,364	9,503	9,535	10,028	11,083
流动负债	3,892	4,817	4,298	4,140	4,440
短期借款	753	1,447	1,049	800	800
应付款项	2,533	2,675	2,554	2,645	2,944
其它流动负债	607	695	695	695	695
非流动负债	187	111	111	111	111
负债合计	4,080	4,929	4,410	4,251	4,551
股本	568	568	795	795	795
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,244	2,280	2,085	2,117	2,149
其他综合收益	3	2	2	2	2
盈余公积	252	284	340	419	524
未分配利润	1,218	1,440	1,903	2,443	3,062
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	4,285	4,575	5,125	5,776	6,532
负债和股东权益合计	8,364	9,503	9,535	10,028	11,083

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

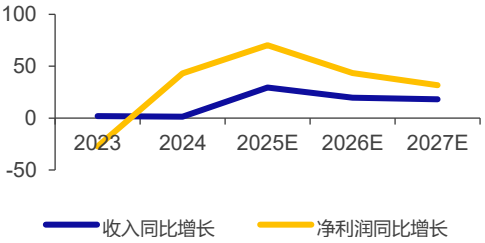


重要财务指标

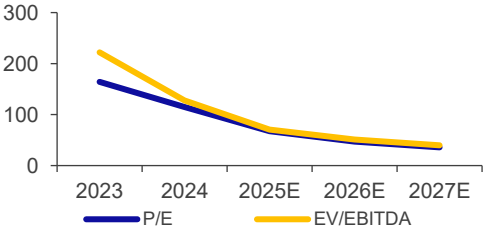
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.72	1.23	1.76	2.32
每股经营现金流	1.09	0.28	1.00	1.89	2.43
每股红利	0.57	0.40	0.58	0.98	1.41
每股净资产	5.39	5.75	6.44	7.26	8.21
关键运营指标(%)					
ROIC	15.3	11.7	20.2	27.4	34.7
ROE	9.4	12.5	19.1	24.3	28.2
毛利率	38.4	38.6	32.6	30.0	28.5
EBITDA Margin	2.6	4.5	6.3	7.2	7.8
EBIT Margin	1.5	3.3	5.6	6.6	7.3
营业总收入同比增长	1.9	1.4	29.5	19.7	18.1
归母净利润同比增长	-27.3	43.1	70.3	43.4	31.7
资产负债率	48.8	51.9	46.2	42.4	41.1
净资产周转率	2.69	2.56	2.96	3.14	3.28
总资产周转率	1.38	1.23	1.59	1.81	1.93
有效税率	-157.5	-41.4	-20.0	-20.0	-20.0
股息率	0.7	0.5	0.7	1.2	1.7
估值指标(倍)					
P/E	164.2	114.7	67.4	47.0	35.7
P/B	15.4	14.4	12.9	11.4	10.1
EV/Sale	5.8	5.8	4.4	3.7	3.1
EV/EBITDA	222.0	127.5	70.4	51.2	39.7
股本	568	568	795	795	795

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

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、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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。