

通信

2026年04月03日

锐捷网络 (301165)

——看好 26 年 Scale-up 边际突破与整体规模增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

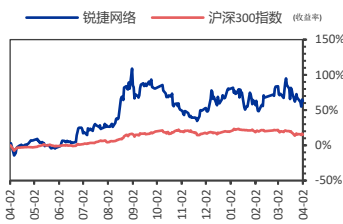
投资要点：

市场数据：	2026年04月02日
收盘价(元)	80.34
一年内最高/最低(元)	106.80/47.21
市净率	12.8
股息率%(分红/股价)	0.75
流通A股市值(百万元)	63,907
上证指数/深证成指	3,919.29/13,486.94

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025年12月31日
每股净资产(元)	6.27
资产负债率%	51.20
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

《锐捷网络(301165)深度：敏锐迅捷的AI智算网络筑基者》 2025/12/29

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

- 事件：公司发布 25 年年报，业绩基本符合预期。**25 年全年公司实现营业收入 143.16 亿元，同比增长 22.4%；实现归母净利润 6.96 亿元，同比增长 21.3%。全年整体营收与利润实现较好增长，主要得益于公司数据中心场景下以交换机为代表的 ICT 产品放量。单季度来看，25Q4 公司实现营收 36.36 亿元，同比增长 9.5%；归母净利润 0.16 亿元，同比下降 90.2%。Q4 归母净利润表现较弱，主要由于：1) 研发费用加计扣除金额减少，2) 本期对应可抵扣事项未确认递延所得税资产影响较大，两者导致当期所得税费用提升。
- 网络设备(交换机)与海外收入增速亮眼。**根据产品拆分营收来看，网络设备 25 年实现营业收入 125.21 亿元，同比增长 29.7%，维持较快增速；网络安全产品 25 年实现营业收入 4.94 亿元，同比增长 9.2%；云桌面解决方案 25 年实现营业收入 5.73 亿元，同比增长 4.4%；网络安全产品与云桌面解决方案相较 24 年增速转正。根据区域拆分营收来看，境外营收 25 年达 26.59 亿元，同比增长 42.2%，主要得益于公司积极开拓海外业务，海外合作伙伴数量增长到 2600 多家，公司的 SMB 等业务在亚太、欧洲地区增长显著。
- 三费优化显著，经营性净现金流创新高。**公司 25 年全年毛利率达 35.5%，同比下降 3.14pcts，主要由于毛利水平较低的白盒交换机在收入中占比提升。但相对应的，直销占比的提升与研发费用的前置使得公司的三费基于规模效应有效摊薄。25 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 11.6%/4.8%/14.0%，同比分别下降 3.9/0.7/2.0pcts。此外，公司 25 年经营性净现金流达 18.28 亿，相比 25 年提升约 16.09 亿，体现公司实际经营规模有效提升。
- 合同负债提升，Scale-up 建设趋势下公司有望核心受益。**公司 25 年底合同负债达 5.36 亿，相较 24 年底提升 1.89 亿，在 23Q1-25Q4 披露的资产负债表中达到新高。我们认为，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。
- 维持“买入”评级。**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。我们维持对公司 26-27 年的归母净利润预测，并新增对公司 28 年的归母净利润预测。预计公司 26-28 年归母净利润分别为 14.01/18.45/25.12 亿元，对应 PE 为 46/35/25x，维持“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	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	11,699	14,316	18,134	21,813	25,866
同比增长率(%)	1.4	22.4	26.7	20.3	18.6
归母净利润(百万元)	574	696	1,401	1,845	2,512
同比增长率(%)	43.1	21.3	101.3	31.7	36.1
每股收益(元/股)	1.01	0.88	1.76	2.32	3.16
毛利率(%)	38.6	35.5	32.6	30.8	29.4
ROE(%)	12.5	14.0	23.5	26.4	30.0
市盈率	111	92	46	35	25

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	11,699	14,316	18,134	21,813	25,866
其中：营业收入	11,699	14,316	18,134	21,813	25,866
减：营业成本	7,181	9,237	12,222	15,088	18,249
减：税金及附加	45	58	74	89	105
主营业务利润	4,473	5,021	5,838	6,636	7,512
减：销售费用	1,814	1,655	1,632	1,745	1,733
减：管理费用	644	693	725	753	828
减：研发费用	1,886	1,998	2,031	2,181	2,199
减：财务费用	-14	16	2	-10	-19
经营性利润	143	659	1,448	1,967	2,771
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-13	1	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-57	-66	-17	-15	-35
加：投资收益及其他	303	219	219	219	219
营业利润	384	816	1,649	2,171	2,955
加：营业外净收入	22	9	0	0	0
利润总额	406	825	1,649	2,171	2,955
减：所得税	-169	129	247	326	443
净利润	574	696	1,401	1,845	2,512
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	574	696	1,401	1,845	2,512

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

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

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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

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”) 在中华人民共和国境内 (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。

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。