

锐捷网络 (301165.SZ) 从高端交换机到光模块全链条布局的网络设备龙头

2026年06月02日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

蒋颖（分析师）

jiangying@kysec.cn

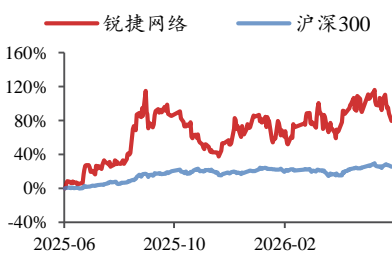
证书编号：S0790523120003

日期	2026/6/1
当前股价(元)	61.40
一年最高最低(元)	110.33/47.21
总市值(亿元)	683.77
流通市值(亿元)	683.77
总股本(亿股)	11.14
流通股本(亿股)	11.14
近3个月换手率(%)	61.27

● 国内高端交换机领军企业，AI 算力时代的网络筑基者

公司是网络设备领军企业，专注于网络设备和网络安全产品的研发销售，或深度受益于全球 AI 产业浪潮。公司现已在全球拥有 8 大研发中心，业务范围覆盖 100 多个国家和地区，公司以太网交换机在国内市场份额位居前三，以太光网络在国内市场份额第一。公司紧扣前沿科技，前瞻布局 NPO 液冷交换机、CPO 交换机、800G 高密交换机、超节点方案，同时自研 LPO 光模块，高速互联能力突破 800G/1.6T。我们认为公司战略卡位新技术或添新增长点，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 182.18、230.97、291.49 亿元，归母净利润分别为 16.05、21.13、27.31 亿元，当前收盘价对应 PE 为 42.7 倍、32.5 倍、25.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

股价走势图



数据来源：聚源

● 前瞻布局 NPO 液冷、CPO、高密度交换机和超节点方案，自研 LPO 光模块

交换机方面，公司于 2021-2022 年先后发布了 25.6T 的 NPO 冷板式液冷交换机和 51.2T 的 NPO 冷板式液冷交换机；于 2022 年正式推出首款 25.6T 的 CPO 数据中心交换机，于 2025 年展示了 51.2T CPO 交换机商用互联方案；针对 AI 数据中心算力集群，公司推出新一代高性能 128 口 800G 交换机 RG-S9910-128OC2VS。超节点方面，公司推出 ETH Based 超节点解决方案。光模块方面，公司于 2024 年发布了自研的 LPO 400G/800G 硅光光模块，并于 2025 光博会上展示了 400G 至 1.6T 的多个型号的 LPO 光模块。当前公司 LPO/NPO 处于样机小规模适配阶段，2026 年更看好 LPO/NPO 路线（工程化更务实），CPO 预计 2027-2028 年工艺成熟后放量。

● 与字节、阿里、腾讯等大客户建立稳定合作关系，并积极拓展海外业务

公司白盒交换机和商用交换机采用同系列芯片，在商用交换机开发及规模商用过程中，公司在芯片 bug 发现及规避方面的经验，可实时同步到白盒交换机开发，为确保白盒交换机品质提供了有效支撑。在 25G/100G 交换机白盒化方面，公司与用户积极展开合作，2024 年先后中标阿里、腾讯、字节下一代交换机产品 JDM 研发标，说明客户充分认可公司的技术能力和综合实力。在国际市场，公司建立起稳固的合作伙伴体系，海外合作伙伴数量增长到 2600 多家，2025 年，公司海外业务收入保持 40% 以上的增长。

● 风险提示：交换芯片放量不及预期、网络需求不及预期、上游供应链风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	11,699	14,316	18,218	23,097	29,149
YOY(%)	1.4	22.4	27.3	26.8	26.2
归母净利润(百万元)	574	696	1,603	2,106	2,720
YOY(%)	43.1	21.3	130.2	31.4	29.2
毛利率(%)	38.6	35.5	35.4	35.3	35.2
净利率(%)	4.9	4.9	8.8	9.1	9.3
ROE(%)	12.5	14.0	26.0	27.8	28.2
EPS(摊薄/元)	0.52	0.63	1.44	1.89	2.44
P/E(倍)	119.1	98.2	42.7	32.5	25.1
P/B(倍)	14.9	13.7	11.1	9.0	7.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内高端交换机领军企业，AI 算力时代的网络筑基者	4
1.1、深耕网络通信领域，铸就行业领先地位	4
1.2、AI 推动公司业绩重回高速增长轨道，盈利能力持续强化	9
2、AI 算力需求高增，以太网交换机市场快速扩张	11
2.1、交换机是网络设备的核心产品，支持多层级数据转发	11
2.2、AI 推动交换机升级扩容，白盒化趋势明显	13
2.3、下游应用驱动，交换机市场快速发展	17
3、自研 LPO 光模块，前瞻布局高性能高密度交换机，深度绑定大客户	19
3.1、自研 LPO 光模块，高速互联能力突破 800G/1.6T	19
3.2、紧扣前沿科技，前瞻布局 NPO 液冷交换机和 CPO 交换机	21
3.3、高密度交换机不断突破，现已具备推出自有品牌超节点方案的能力	22
3.4、借助 JDM 白盒化渗透大客户，建立长期稳定合作	24
3.5、积极拓展国际业务市场，打开新增长空间	26
4、盈利预测与投资建议	27
4.1、盈利预测及假设	27
4.2、估值分析与投资评级	28
5、风险提示	29
附：财务预测摘要	30

图表目录

图 1：公司深耕网络通信领域	4
图 2：公司的产品遍及网络建设中的各主要层级	5
图 3：三大核心业务协同发展	6
图 4：公司自主研发硬件设备操作系统	6
图 5：公司股权架构清晰（截至 2026 年 3 月 31 日）	6
图 6：网络设备业务修复公司增长动能	9
图 7：公司利润重新高速增长，凸显盈利韧性	9
图 8：三大核心业务高质量增长	9
图 9：公司业务毛利率水平稳定	10
图 10：公司重视成本管控与效率提升	10
图 11：公司重视技术创新与研发	10
图 12：交换机市场集中度较高	12
图 13：中国交换机网络市场稳健增长	13
图 14：800G 高速端口交换机占比持续提升	14
图 15：InfiniBand 凭借 RDMA 协议性能优于传统以太网	14
图 16：CPO 或将在高性能网络中逐渐普及	15
图 17：预计以太网占比将超越 InfiniBand	15
图 18：CPO 大幅缩短交换芯片和光引擎间的距离	15
图 19：CPO 有望成为交换机的重要选择	15
图 20：Nvidia 展示多款 CPO 交换机	16
图 21：国内数据流量保持高速增长	17

图 22: 中国云计算细分领域市场规模及增速 (亿元)	17
图 23: 全球交换机市场规模庞大	17
图 24: 中国交换机市场稳健增长	17
图 25: 2024 年国内数据中心交换机占比接近一半	18
图 26: 2024 年国内交换机制造以品牌商为主	18
图 27: 锐捷网络参与 OIF 工作组全球会议	19
图 28: LPO 技术采用线性直驱的方式	19
图 29: 锐捷网络部分 LPO 光模块产品	20
图 30: 自研光模块满足不同网络架构互联需求	20
图 31: 锐捷网络推出 51.2T CPO 交换机	21
图 32: 公司推出新一代高性能 128 口 800G 交换机	22
图 33: 公司推出计算节点设备	23
图 34: 公司推出交换节点设备	23
图 35: 锐捷网络广泛参与开放组织及产业合作	24
图 36: 白盒交换机具备芯片级 bug 预警及修复能力	24
图 37: 阿里/锐捷联合开发 Liquid Tigatron 交换机	25
图 38: 泰国兰纳皇家理工大学采用极简以太彩光网络	26
图 39: 锐捷网络无线设备遍布巴西“丰收节”现场	26
表 1: 股权激励助力公司长远发展	7
表 2: 限制性股票归属安排	7
表 3: 管理团队履历丰富	7
表 4: 交换机是网络设备的核心产品之一	11
表 5: 以太网设备发展阶段	11
表 6: 白盒交换机在数据中心具备应用优势	13
表 7: 针对以太网的超节点技术路径多线并行	23
表 8: 公司业绩有望迎来快速增长	27
表 9: 公司较可比公司平均估值仍有较大空间	28

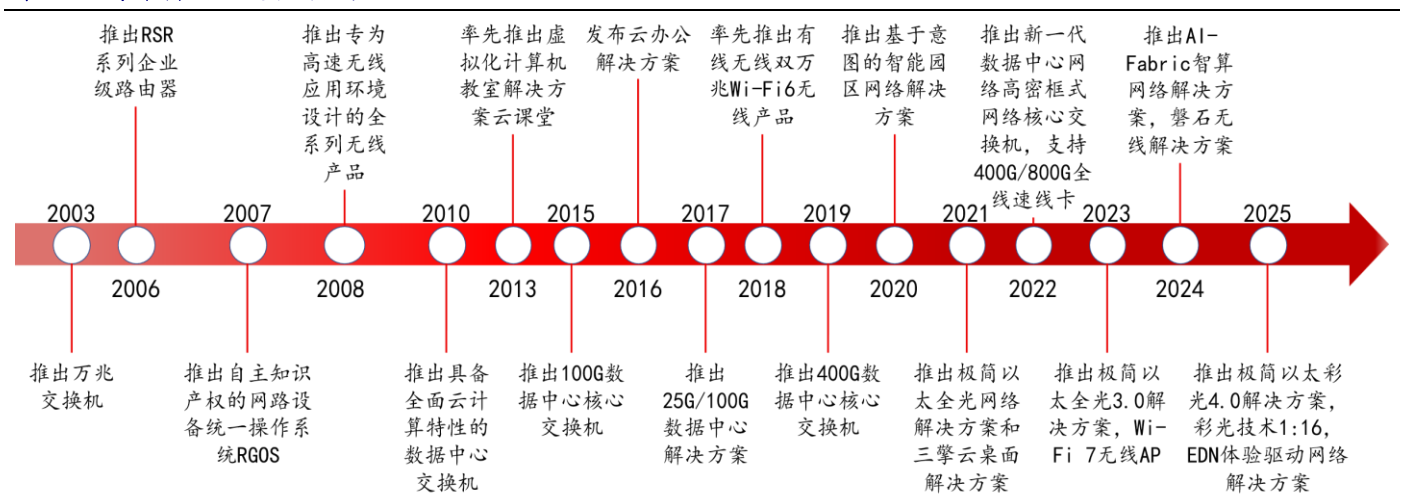
1、国内高端交换机领军企业，AI 算力时代的网络筑基者

1.1、深耕网络通信领域，铸就行业领先地位

网络设备领军企业，或深度受益于全球 AI 产业浪潮。锐捷网络股份有限公司成立于 2003 年，是行业领先的 ICT 基础设施及解决方案提供商。公司专注于网络设备和网络安全产品的研发销售，成立以来陆续推出业内领先的高速交换机产品，在 2013 年发布业内首个虚拟化计算机教室解决方案后，公司云桌面业务快速发展，与网络设备和网络安全产品一并构成公司三大支柱业务。

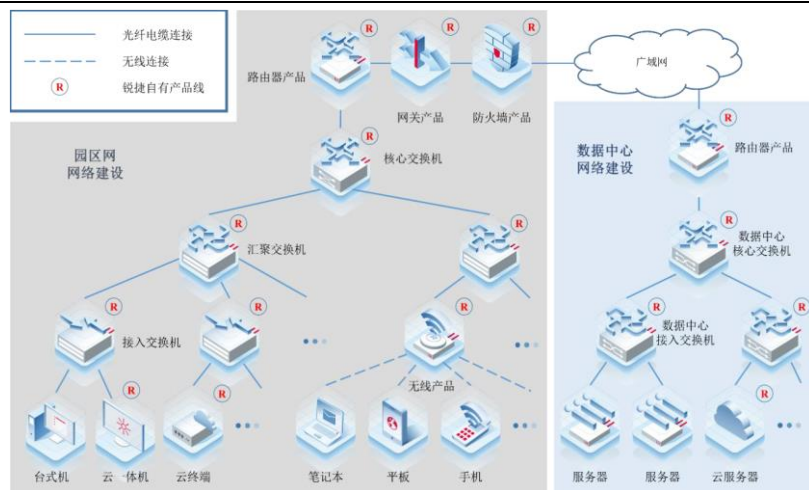
公司现已在全球拥有 8 大研发中心，业务范围覆盖 100 多个国家和地区，公司与各行业头部客户建立深度合作关系，服务 1000 多家金融机构、100% 的双一流高校、60% 的全国百强医院、超 200 家中国 500 强企业。近年来公司抓住 AI 浪潮机遇，持续推动场景化创新，提升产品与解决方案竞争能力，公司以太网交换机在国内市场份额位居前三，以太光网络在国内市场份额第一，随着 AI 推动智算中心、数据中心规模化新建及扩建，公司有望长期受益于旺盛的网络建设需求。

图1：公司深耕网络通信领域



资料来源：公司官网、招股说明书、开源证券研究所

聚焦并持续持续深化 ICT 设备布局，三大核心业务协同发展。公司主营业务为网络设备、网络安全产品及云桌面解决方案的研发、设计和销售，主要产品包括网络设备（交换机、路由器、无线产品等）、网络安全产品（安全网关、下一代防火墙、安全态势感知等）、云桌面整体解决方案（云桌面软件、云主机、云终端）以及 IT 运维等其他产品及解决方案。在硬件基础上，公司还自主研发了统一硬件设备操作系统 RGOS，全称为“锐捷网络操作系统”，目前该系统搭载在公司各类硬件产品上，并未单独对外销售。

图2：公司的产品遍及网络建设中的各主要层级


资料来源：公司招股说明书

网络设备为公司核心产品，根据产品形态和功能可进一步分为交换机、路由器及无线产品等。（1）交换机是搭建网络的核心设备之一，主要功能为扩大网络覆盖范围，能为子网络提供更多的连接端口，以便连接更多的服务器、计算机、移动终端及物联网终端，广泛应用于数据中心网络、园区网络等各类网络环境；（2）无线产品是无线局域网的核心部件，主要用途为将计算机、移动终端以及物联网等终端设备，以无线连接的方式接入到该局域网，还可通过对有线局域网提供长距离的无线连接，或通过长距离无线来连接多个有线局域网，达到延伸网络范围的目的；（3）路由器是网络互联的主要结点设备，其可将不同物理区域网络（如园区网、城域网、广域网）或网段之间的数据信息通过路由索引形式实现快速交互，而又不影响原区域内运行，从而构成一个更大的物理或虚拟网络。

公司网络安全产品可分为硬件安全产品和软件安全产品。其中硬件安全产品主要包括安全网关、SMB 安全网关、下一代防火墙、检测审计类安全产品等，软件安全产品主要包括安全态势感知及身份管理产品等安全管理软件。

云桌面又称桌面虚拟化，是新一代的桌面技术。公司同时布局 VDI 和 IDV 两种技术架构，并已分别推出基于上述两种架构的解决方案。同时，为满足部分场景下的多层次需求，公司对两种技术架构进行了融合，推出双擎云桌面解决方案，可在同一技术平台下支持两种技术架构同时运行，并实现统一管理。

除三大业务板块，公司还拥有 IT 运维、智慧教室等其他产品及解决方案：IT 运维产品通过构建 IT 部门的信息化工作管理平台帮助 IT 部门实现高效运维；智慧教室是借助物联网技术、云计算技术和人工智能技术等构建起来的新型教室，通过各类智能装备辅助教学内容呈现、便利学习资源获取、促进课堂交互开展，实现情境感知和环境管理功能。

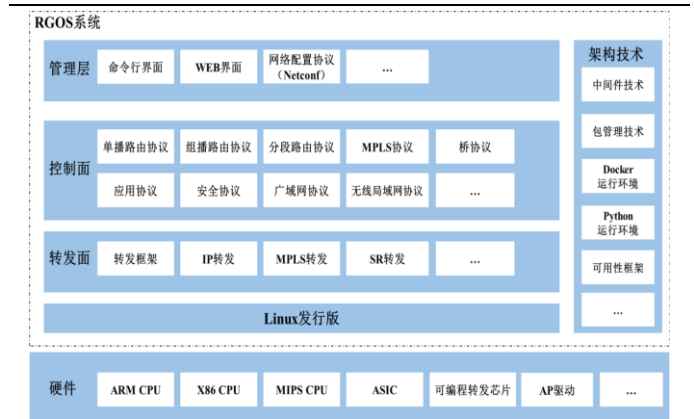
公司 2007 年初正式对外发布 RGOS 系统，其定位为基于网络安全与可持续发展而设计的完全模块化的支持多种平台的网络操作系统，可提供丰富的软件功能，包括单播路由、组播路由、分段路由、VxLAN 协议、桥协议、安全协议、管理协议、应用协议、转发功能等。近几年，为适应运营商以及数据中心网络技术演进，RGOS 系统升级支持了 IPv6、大容量路由技术、数据中心虚拟网络技术、MLAG、SR-MPLS 及 SRv6 等技术，快速适应市场发展需要。

图3：三大核心业务协同发展



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图4：公司自主研发硬件设备操作系统

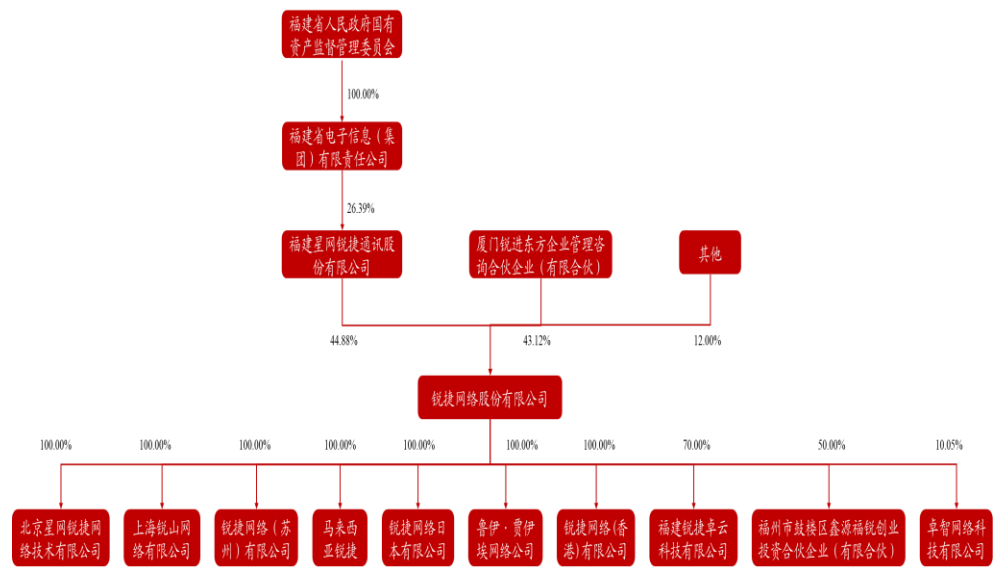


资料来源：公司招股说明书

公司股权架构清晰，背靠国资特设员工持股平台激励。公司实控人是福建省国资委，第一大股东福建星网锐捷通讯股份有限公司持股比例44.88%，第二大股东厦门锐进东方企业管理咨询合伙企业(有限合伙)属于员工持股平台，持股比例43.12%。公司自2012年起通过员工持股平台对核心骨干员工进行股权激励，极大增强了骨干员工和团队的积极性。长期以来，公司清晰稳固的股权架构、经验丰富的管理团队、完善的员工激励机制为公司稳健经营和持续发展提供了强有力的保障。

股权激励绑定核心骨干，充分体现公司发展信心。2026年2月2日，公司发布公告，向433名激励对象以44.82元/股的价格一次性授予795万股第二类限制性股票，约占草案公布日公司股本总数1.00%。参加本次激励计划的人员包括公司董事、中高层管理人员及核心业务骨干，本次股权激励有助于提升公司核心人员的积极性并助力公司长期成长，本次业绩考核指标与对标企业75分位值或同行业平均水平比较，也展现公司对未来业绩的发展信心。

图5：公司股权架构清晰（截至2026年3月31日）



资料来源：Wind、开源证券研究所

表1: 股权激励助力公司长远发展

业绩考核指标		第一个归属期	第二个归属期	第三个归属期
净资产收益率 A	目标值 A ₀	9.00%	9.50%	11.00%
应收账款周转率 B	目标值 (B ₀)	7.50 次	7.50 次	7.50 次
净利润增长率 C	目标值 C ₀	以 2022-2024 年净利润值平均值为基数, 2025 年净利润增长率不低于 25%	以 2022-2024 年净利润值平均值为基数, 2025-2026 年净利润增长率不低于 38%	以 2022-2024 年净利润值平均值为基数, 2025 年净利润增长率不低于 46%
	触发值 C ₁	以 2022-2024 年净利润值平均值为基数, 2025 年净利润增长率不低于 21%	以 2022-2024 年净利润值平均值为基数, 2025-2026 年净利润增长率不低于 32%	以 2022-2024 年净利润值平均值为基数, 2025 年净利润增长率不低于 39%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

表2: 限制性股票归属安排

归属期	归属时间	归属比例
第一个归属期	自限制性股票授予日起 24 个月后的首个交易日起至限制性股票授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个归属期	自限制性股票授予日起 36 个月后的首个交易日起至限制性股票授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个归属期	自限制性股票授予日起 48 个月后的首个交易日起至限制性股票授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

管理团队行业经验丰富, 为业务发展提供稳定支持。阮加勇先生作为公司董事长, 深耕通信 ICT 行业近四十年, 历任实达电脑、星网锐捷核心管理岗位, 现任星网锐捷董事长兼锐捷网络董事, 具备深厚的产业资源与宏观战略视野。刘忠东先生作为公司的董事兼总经理, 历任市场、运营等多个关键岗位, 精通企业级网络设备市场运作与客户拓展逻辑。陈宏涛先生作为公司研究院院长, 负责公司整体的研发工作, 是公司技术创新与核心壁垒构建的核心人物。诸益平、黄育辉两位高管为公司资深销售与业务管理人才。刘弘瑜自公司成立起负责财务与运营管理工作, 具备丰富的上市公司财务管理经验。

表3: 管理团队履历丰富

姓名	职位	简介
阮加勇	董事长	1966 年 9 月出生, 博士研究生学历, 高级工程师。历任福建实达电脑集团股份有限公司科研中心主任、副总工程师、终端事业部总经理、常务副总经理; 福建星网锐捷通讯股份有限公司董事、副董事长, 总经理。现任福建星网锐捷通讯股份有限公司董事长; 兼任福建星网物联信息系统有限公司董事长, 德明通讯(上海)股份有限公司董事长, 福建星网智慧科技有限公司董事长, 厦门星网锐捷软件有限公司董事长, 福建星网天合智能科技有限公司董事长, 福建星网元智科技有限公司董事长, 福建星网创智科技有限公司董事长。2003 年至今, 任公司董事。
刘忠东	董事, 总经理	1968 年 10 月出生, 博士研究生学历, 工程师。历任福建实达电脑集团股份有限公司销售员、北京分公司总经理、打印机事业部总经理、代理产品事业部总经理; 福建星网锐捷通讯股份有限公司市场部总监、副总经理。2003 年至今, 任公司董事、总经理。2020 年至今, 任北京新起管理技术有限公司执行董事、经理。
诸益平	副总经理	中国国籍, 无境外永久居留权, 男, 1971 年 12 月出生, 硕士研究生学历, 工程师。1993 年至 1996 年, 任北京首钢设计院设计员。1996 年至 1998 年, 任日立工机株式会社北京办

姓名	职位	简介
		事处营业员。1998年至2001年，就读于北京大学。2001年至2002年，历任星网锐捷网络事业部营销经理，网络分销部北方区经理。2003年至今，历任锐捷网络股份有限公司分销部北方区经理，行业营销及销售训练部总经理，商业行业部总经理,SMB事业部总经理,副总经理。
刘弘瑜	副总经理，财务负责人	中国国籍，无境外永久居留权，女，1971年10月出生，硕士研究生学历，工程师。1993年至1995年，任北京市三环毛纺针织集团公司第三毛条厂第一车间主任。1995年至2000年，任北京市埃姆毛纺有限公司设备科专员。2001年至2003年，任星网锐捷网络营销部经理。2003年至今，历任锐捷网络股份有限公司副总经理，财务负责人。
陈宏涛	董事，副总经理	1970年7月出生，本科学历，高级工程师。历任实达电脑集团股份有限公司软件工程师、产品经理；福建星网锐捷通讯股份有限公司网络通讯研究院副院长。2003年至今，任公司研究院院长、董事、副总经理。2020年至今，任北京新起管理技术有限公司监事。
黄育辉	副总经理	中国国籍，无境外永久居留权，男,1975年10月出生，本科学历.1999年至2001年，任福州市闽清农村信用合作联社会计.2001年至2002年，历任星网锐捷销售，分销部东北区域经理.2003年至今，历任锐捷网络股份有限公司分销部东北区域经理，北方区经理，教育行业部总经理，销售部总经理，副总经理。

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、AI 推动公司业绩重回高速增长轨道，盈利能力持续强化

数据中心交换机增添驱动力，公司业绩重回增长轨道。2021-2025 年，公司营业收入由 91.98 亿元增长到 143.16 亿元，复合增速为 11.72%；公司归母净利润由 4.58 亿元增长到 6.96 亿元，复合增速为 11.06%。2023-2024 年公司营收增长放缓，主要因为国内外经济增速放缓，有效需求不足、部分行业产能过剩的局面制约产业增长动能，公司业务拓展承压，加之人工等管理费用和研发投入增加，公司净利润在 2023 年出现明显下滑。2025 年 AI 加速迭代，推动全球算力基础设施升级进程提速，公司紧扣数字化转型与 AI 融合发展趋势，深耕网络基础设施领域，持续推进产品方案创新并积极拓展市场，经营业绩得以高质量增长。随着各行业需求逐渐释放，智算中心、数据中心开始规模化新建及扩建，公司以技术创新强化在高性能计算网络中的竞争力，有望持续从中受益。

图6：网络设备业务修复公司增长动能

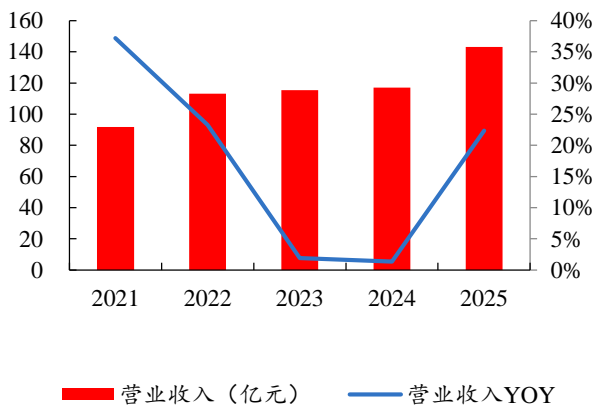
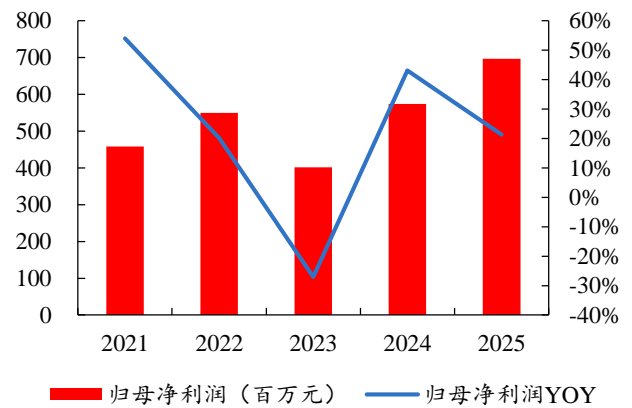


图7：公司利润重新高速增长，凸显盈利韧性

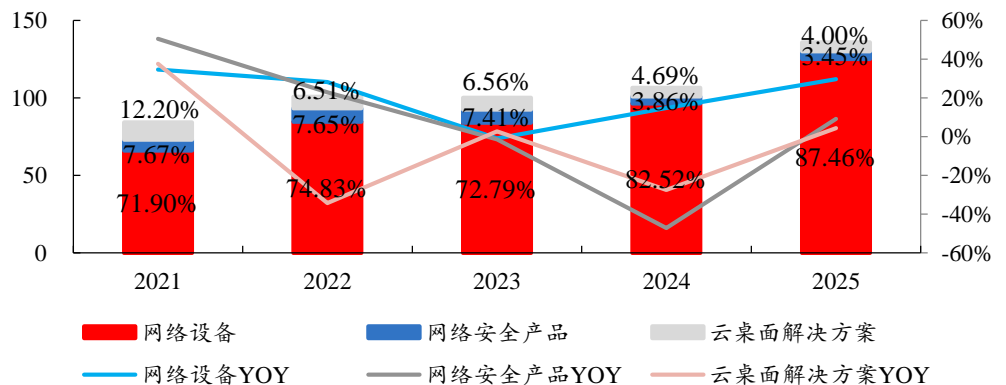


数据来源：公司财报、开源证券研究所

数据来源：公司财报、开源证券研究所

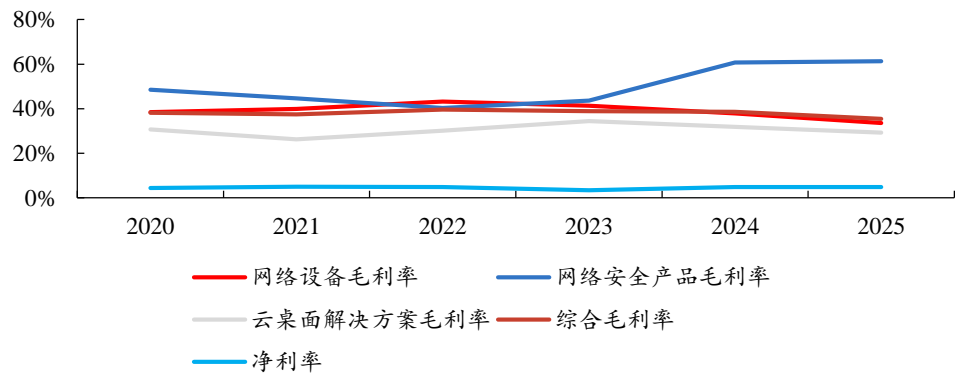
技术创新强化公司高性能计算网络实力，网络基础设施建设持续拉动公司营收。分业务来看，2025 年，公司网络设备业务实现营收 125.21 亿元，同比增长 29.70%，在总收入中占比 87.46%，同比上升 4.94 个百分点；网络安全产品业务实现营收 4.94 亿元，同比增长 9.20%，在总收入中占比 3.45%，同比下降 0.42 个百分点；云桌面解决方案业务实现营收 5.73 亿元，同比增长 4.43%，在总收入中占比 4.00%，同比下降 0.69 个百分点。

图8：三大核心业务高质量增长



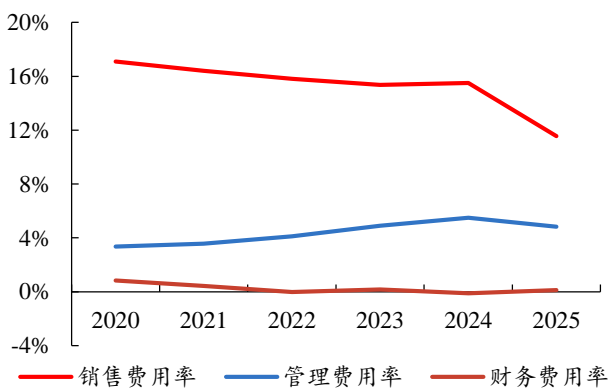
数据来源：公司财报、开源证券研究所

结算产品结构影响毛利率短期承压，与互联网客户深度共创有望打开盈利空间。2025年，公司综合毛利率实现35.48%，同比下降3.14个百分点，主要受结算产品结构影响。分业务来看，公司网络设备业务实现毛利率33.53%，同比下降4.33个百分点，其中面向互联网市场的数据中心产品多为白盒产品，受市场竞争以及客户降本需求等因素综合影响毛利率较低，进而导致公司网络设备业务有所下降；网络安全产品业务实现毛利率61.29%，同比上升0.50个百分点；云桌面解决方案业务实现毛利率29.28%，同比下降2.64个百分点。公司与互联网客户自研发阶段起深度共创，凭借技术能力、清晰产品路线图及行业应用经验与大客户建立长期稳定合作，公司毛利率有望得到改善。

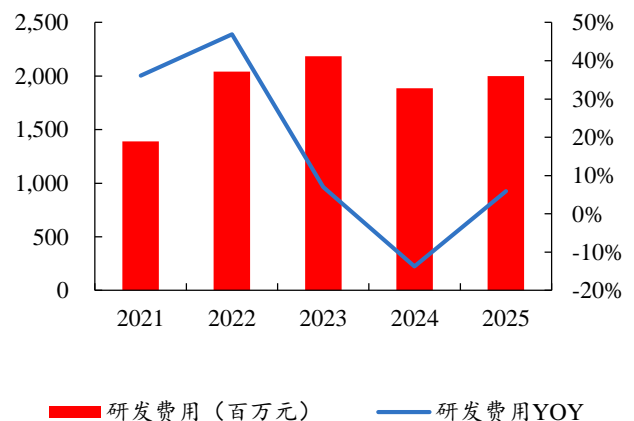
图9：公司业务毛利率水平稳定


数据来源：公司财报、开源证券研究所

公司营运效率提升，费控能力持续优化。2025年，公司实现财务费用率0.11%，同比上升0.23个百分点，实现管理费用率4.84%，同比下降0.66个百分点，实现销售费用率11.56%，同比下降3.95个百分点。2021-2025年，公司研发费用由13.90亿元增长到19.98亿元，年复合增长率达到9.49%，实现研发投入费用率13.96%。公司以技术创新为引导持续为客户创造长期价值，推动公司高质量、可持续增长。

图10：公司重视成本管控与效率提升


数据来源：公司财报、开源证券研究所

图11：公司重视技术创新与研发


数据来源：公司财报、开源证券研究所

2、AI 算力需求高增，以太网交换机市场快速扩张

2.1、交换机是网络设备的核心产品，支持多层级数据转发

网络设备用于新型基础设施建设，交换机是重要组成部分。普通二层交换机（Switch）意为“开关”，是一种用于电(光)信号转发的网络设备。它基于 MAC 地址进行数据的转发，工作在 OS 七层模型中的第二层（数据链路层）。普通交换机具有多个端口，每个端口都具备桥接功能，可以连接一个局域网或一台高性能服务器或工作站。当设备接入交换机时，交换机会学习设备的 MAC 地址，并将 MAC 地址与端口对应起来，形成一张 MAC 地址表。在后续的数据传输过程中，交换机根据数据包中的 MAC 地址信息，将数据从对应的端口发送出去，实现数据的精准转发。

表4：交换机是网络设备的核心产品之一

设备类别	核心功能	常见场景与说明
交换机	在局域网内部高速连接设备（如电脑、打印机、服务器），并根据 MAC 地址智能转发数据。	接入交换机：直接连接用户电脑。汇聚/核心交换机：用于网络骨干，高性能聚合流量。
路由器	连接不同的网络（如连接公司网络到互联网），根据 IP 地址为数据包选择最佳路径，俗称“网关”。	企业路由器：连接企业分支机构和总部。家庭无线路由器：集成了路由、交换、Wi-Fi 和防火墙功能的一体设备。
无线接入点	将有线网络信号转换为无线信号，让手机、笔记本等设备通过 Wi-Fi 接入网络。	胖 AP：可独立工作，常用于家庭或小范围覆盖。瘦 AP：需配合无线控制器（AC）使用，便于大规模部署和管理，常见于企业、校园。
防火墙	网络的安全屏障，根据安全策略控制进出网络的数据流，防范网络攻击。	下一代防火墙：不仅能基于端口/IP 过滤，还能深度检测数据包内容，识别应用、威胁和用户。
负载均衡器	将网络请求分发到多台服务器上，避免单一服务器过载，提高应用性能和可靠性。	常用于高访问量的网站、应用服务器群前端。
网关	连接两个使用不同协议的网络，进行协议转换，充当“翻译官”的角色。	如语音网关（将传统电话信号转换为网络数据）、物联网网关等。

资料来源：中商情报网、开源证券研究所

以太网交换设备已支持多个层级的数据转发，网络性能持续提升。早期以集线器为代表的以太网设备主要在物理层工作，无法隔绝冲突扩散，网络性能难以提升，而以太网交换机能够隔绝冲突，持续提升以太网性能。世界上第一台以太网交换机最早于 1989 年面世，经过三十余年的发展，以太网交换机在转发性能和功能上持续提升。转发性能方面，以太网交换设备的端口速率从 10M 发展到 800G，单台设备的交换容量从 Mbps 量级提升至 Tbps 量级。功能方面，以太网交换设备发展至今，可分为二层交换机、三层交换机和叠加型多业务交换设备。二层交换机和三层交换机之间的最大区别在于路由功能，叠加型多业务交换设备（四层或更高层）除了实现二层和三层的业务外，还可具备如防火墙、网关等其他功能。

表5：以太网设备发展阶段

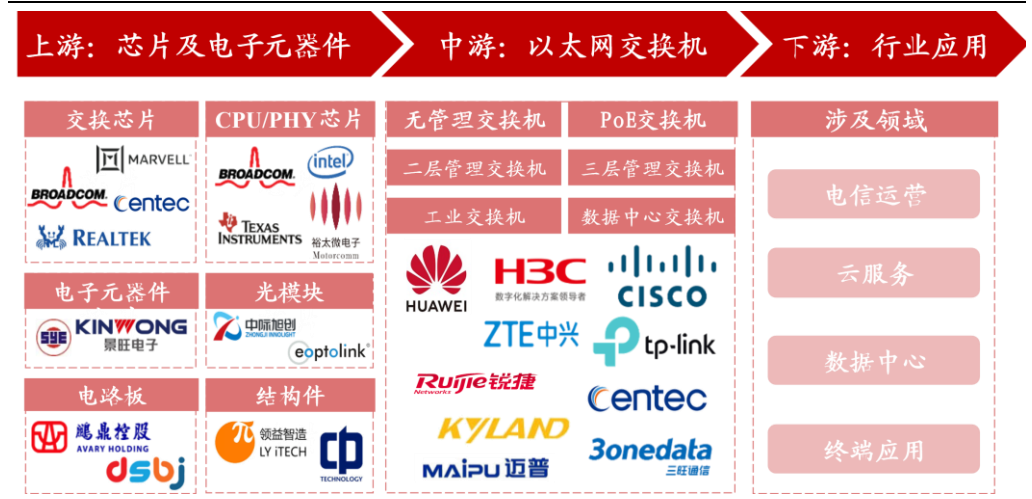
阶段	产品	转发硬件	应用场景
第一代	集线器	ASIC	共享式局域网
第二代	二层交换设备	ASIC	小型局域网
第三代	三层交换设备	ASIC	中小型局域网
第四代	叠加型多业务交换设备	ASIC+多核 CPU 混合模型	各类园区网、城域网

资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

交换机是搭建网络的核心设备，市场集中度较高。交换机产业链上游为芯片及

电子元器件，包括以太网交换芯片、CPU/PHY 芯片、电子元器件；中游为交换机制造，可分为广域网交换机和局域网交换机；下游应用于电信运营、云服务、数据中心、金融机构、政府机构等领域。交换机作为数据中心的网络底座，随着数据中心的持续建设，有望带动数据中心交换机的需求。

图12：交换机市场集中度较高



资料来源：中商情报网、各公司官网、开源证券研究所

2.2、AI 推动交换机升级扩容，白盒化趋势明显

数据中心向智算中心转型，对交换机要求逐渐提高。随着全球人工智能技术的发展并迅速普及，企业和数据中心对 AI 算力的需求快速增加，AI 从底层技术架构到上层应用场景均对网络市场产生了深远影响。据 IDC 中国数据，2024 年数据中心交换机是全球网络市场中唯一实现正增长的产品，中国交换机市场 2024 年同比增长 5.9%，其中数据中心交换机同比增长 23.3%，运营商统筹建设多节点智算中心和平台并陆续投入使用，智算建设增加也持续推动数据中心交换机投资。其中数据中心交换机产品受 AIGC 推动，200G/400G 设备收入同比增长 132.0%，端口出货量同比增长 166.5%。AI 与网络的融合已从技术探索迈入规模化落地的关键阶段，通信网络正从“连接载体”向“智能中枢”跃迁，交换机也将持续升级扩容以满足数字基础设施建设的需求。

图13：中国交换机网络市场稳健增长



资料来源：IDC 中国

白盒交换机将软硬件解耦，兼具扩展性和定制性。白盒交换机（White Box Switch），也叫白标交换机（White Label Switch），是一种创新性的网络交换设备，采用开放的设备架构和软硬解耦思想，可根据业务需求，按需定制底层硬件和上层软件，为企业和数据中心提供了更灵活、可编程和高性能的网络解决方案。在软件功能方面，白盒交换机可以基于开源软件进行二次开发，降低开发周期和成本；网络功能方面，白盒交换机支持硬件数据面可编程和软件容器化部署，快速升级迭代优化网络性能；管理运维方面，白盒交换机通过容器化部署降低网络的运维成本。

表6：白盒交换机在数据中心具备应用优势

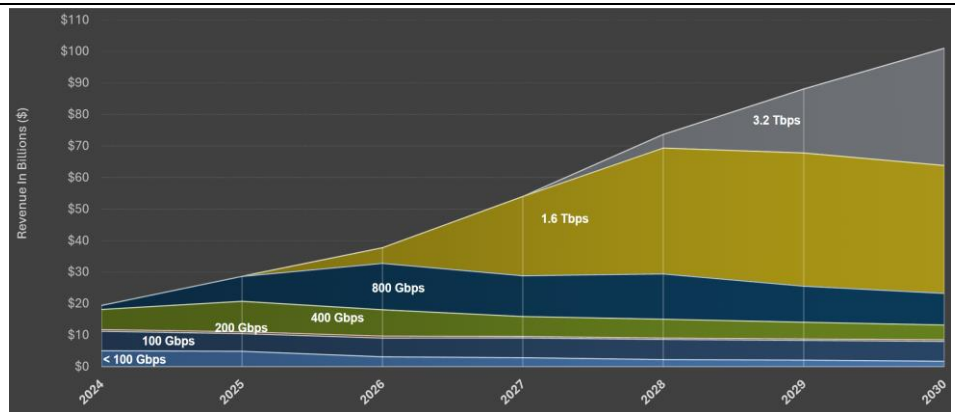
维度	白盒交换机	传统交换机
硬件和软件解耦	硬件和软件解耦，允许独立配置和更新	硬件和软件紧密集成，限制了灵活性和定制性
开放性和可定制性	基于开源操作系统，可定制和添加功能	通常采用专有操作系统，定制性有限
硬件基础	采用通用商用硬件，降低成本，多样性	可能采用专用硬件，成本较高，供应链相对集中
支持的生态系统	生态系统多样，支持开源软件和工具	依赖厂商提供的生态系统，定制性受限
适用场景	主要用于大型云数据中心等特定场景	用于多种网络环境，如企业、数据中心、运营商等
性能和可编程性	提供高性能和可编程性，适应复杂网络需求	性能可能较低，定制性有限
技术支持和培训	需要一定的技术能力，可利用开源社区支持	厂商提供技术支持和培训，易于使用

维度	白盒交换机	传统交换机
市场占有率	相对较低，但在云数据中心等领域占有一席之地	传统交换机市场占有率较高，历史悠久
安全性和管理	可能带来一些安全性挑战，需要管理员技术能力	通常有较成熟的安全性和管理机制
未来发展和趋势	随着技术发展，有望在更广泛领域得到应用	可能逐渐融入更灵活的网络技术中

资料来源：华为云、开源证券研究所

高速交换机加速部署，有望成为国内商用交换机市场增长的主要推动力。据 Crehan Research 报告，2024 年 800 G 数据中心交换机部署显著加速，印证了 800G 将以史上最快速度在数据中心以太网交换机市场中普及的预期，即到 2027 年出货量超过 2000 万。Dell'Oro Group 同样对交换机市场迁徙给出积极的预测：51.2T/102.4T 芯片将推动 800G 和 1.6T 端口部署，预计 2028 年前端网络相关端口达 1 亿个，后端需求更达其两倍以上。Dell'Oro 称，800G 端口在 2025 年将成为后端网络主流，1.6T 和 3.2T 端口预计分别于 2027 年、2030 年接棒，我们认为全球数据中心交换机市场正经历“AI 驱动”与“传统升级”的双轨变革，高速端口占比持续提高或将赋能产业链价值增长。

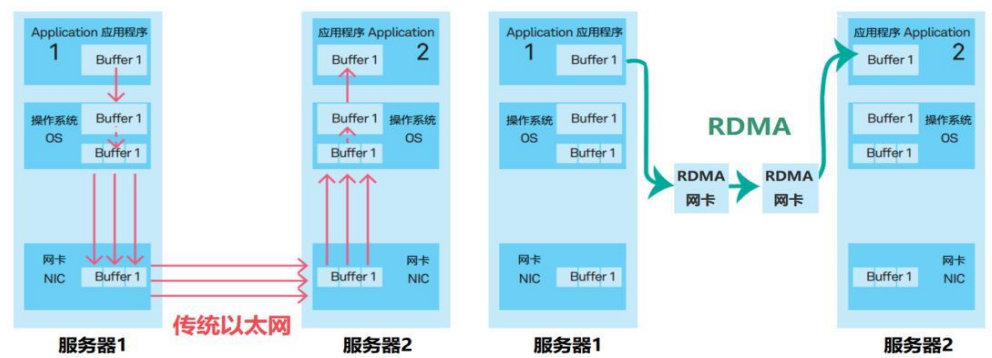
图14：800G 高速端口交换机占比持续提升



资料来源：Dell'Oro

算力带宽持续扩张对 Scale-out 提出更高要求。传统以太网本质上允许丢包，通过 TCP/IP 协议保证数据可靠性，但 AI 训练集群中网络丢包不仅会触发重传增加延迟，更可能破坏全局通信同步性，InfiniBand 凭借 RDMA 协议得以实现超低延迟（低于 2 微秒）和零丢包率，在 Scale-out 中占据主导地位，据 Dell'Oro，2023 年底 InfiniBand 仍占据 AI 后端网络 80% 以上市场份额。

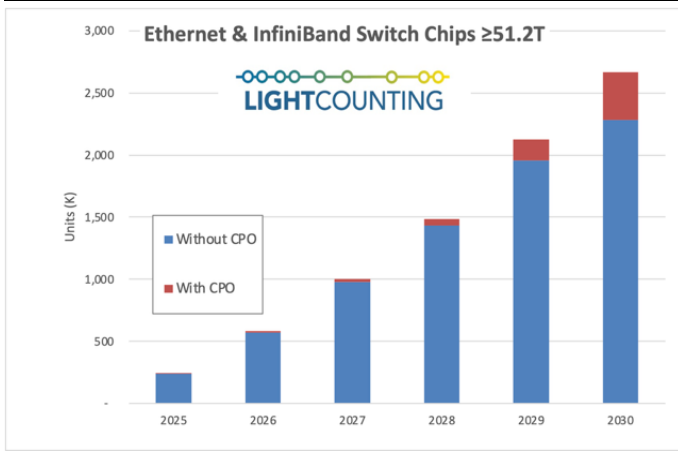
图15：InfiniBand 凭借 RDMA 协议性能优于传统以太网



资料来源：鲜枣课堂

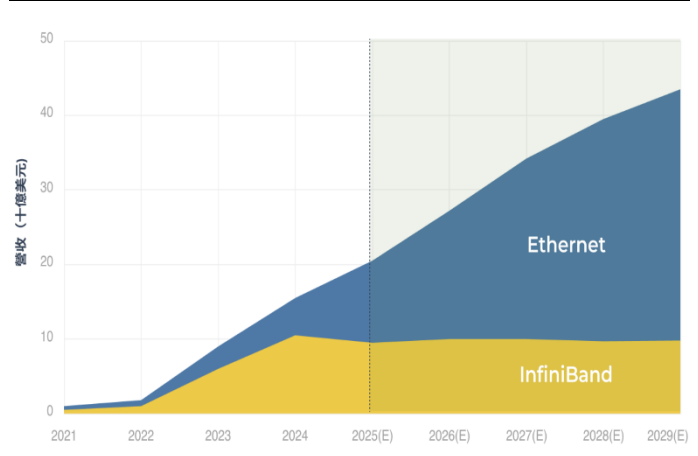
以太网正逐步取代 InfiniBand 主导地位。2025 年 6 月 UEC1.0 协议发布，以太网得以实现媲美 InfiniBand 的低延迟和高稳定性，Dell'Oro 表示，随着行业向 800Gbps 及更高速率升级，以太网已奠定在高性能部署中超越 InfiniBand 的稳固地位。Gartner 也给出相似预测：预计到 2029 年，超过 65% 的生成式 AI 集群将基于以太网构建。这一技术路线的转变成为拥有深厚以太网技术积累的厂商带来了巨大的历史机遇，也进一步推动了开放生态的建立与技术创新的加速。同时，博通仍保持每两年将交换机 IC 带宽翻一番的升级节奏，随着传输速率达到 1.6T 或更高，传统可插拔光模块的功耗和延迟已成为瓶颈，CPO 技术在高性能网络中普及或成趋势。

图16: CPO 或将在高性能网络中逐渐普及



资料来源: LightCounting

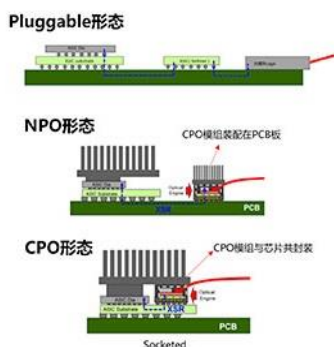
图17: 预计以太网占比将超越 InfiniBand



资料来源: 650 Group

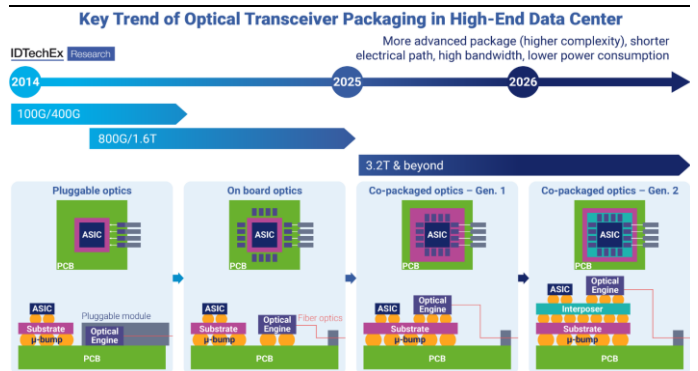
CPO 交换机逐步商用，发展前景广阔。光电共封装（CPO）是一种新型的光电子集成技术。光电共封装基于先进封装技术将光收发模块和控制运算的专用集成电路（ASIC）芯片异构集成在一个封装体内，形成具有一定功能的微系统。光电共封装技术进一步缩短了光信号输入和运算单元之间的电学互连长度，在提高光模块和 ASIC 芯片之间的互连密度的同时实现了更低的功耗，是解决未来大数据运算处理中海量数据高速传输问题的重要技术途径。

图18: CPO 大幅缩短交换芯片和光引擎间的距离



资料来源: 锐捷网络官网

图19: CPO 有望成为交换机的重要选择



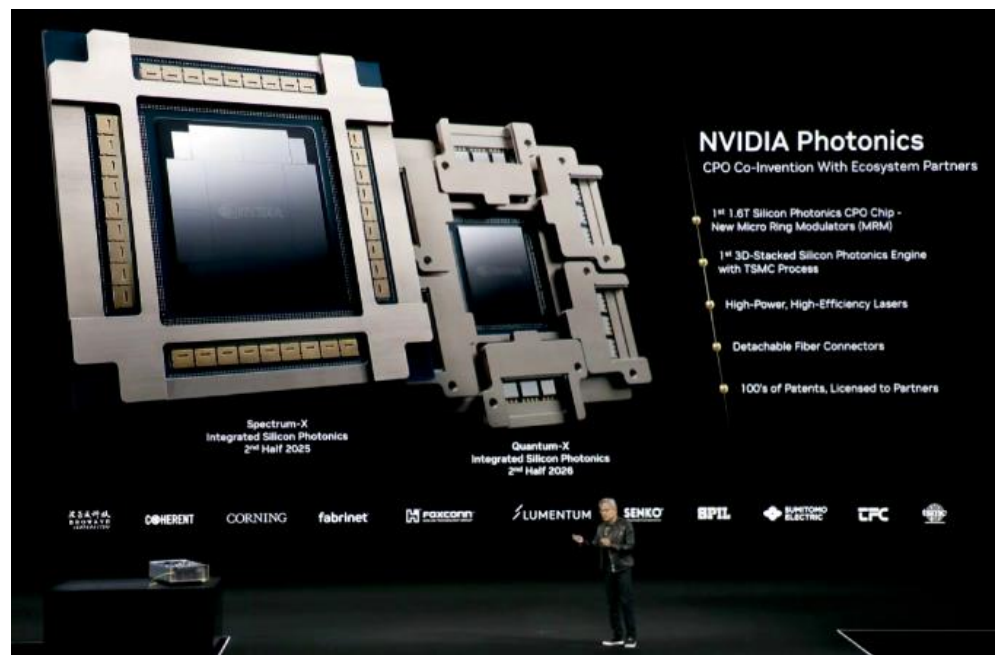
资料来源: idtechex 官网

大厂布局 CPO 交换机，预计快速进入商业化应用。2025 年 3 月 19 日，Nvidia 在 GTC 2025 大会上推出 Quantum-X 和 Spectrum-X CPO 交换机，其中 Quantum-X 包括 144 个 800Gb/s 端口或 576 个 200Gb/s 端口，总带宽可达到 115.2Tb/s；800Spectrum-X 包括 128 个 800Gb/s 端口或 512 个 200Gb/s 端口，总带宽可达到 100Tb/s，

以及 512 个 800Gb/s 或 2048 个 200Gb/s 端口，总带宽可达到 100Tb/s；整个系列核心技术方面包括（1）基于微环调制器的 1.6T 硅光芯片；（2）台积电开发的 3D 堆叠光电集成 EPIC 的硅光引擎；（3）高功率，高效率的外置连续激光器；（4）可插拔的光纤连接器，综合来看采用 CPO 交换机在数据中心内有望节省几十 MW 的电力。

以 Quantum-X CPO 交换机为例，采用液冷技术，包含多个 CPO 模组，每套模组包含一个 TSMC 4nm 28.8Tb/s 的 Quantum-X800 ASIC 芯片，6 个可拆卸光学子组件，每个光组件包含 3 个采用 TSMC COUPE 的 1.6Tb/s 硅光引擎，每个光引擎上 2 路激光输入和 16 路数据通路，光引擎由 8×200G 的硅光微环调制器组成，可实现 3.5 倍功耗节约；外部连接上，交换机端口采用 1152 单模光纤 144 个 MPO 连接器，采用 18 个搭载 8 个激光器的外置光源 ELS。

图20: Nvidia 展示多款 CPO 交换机

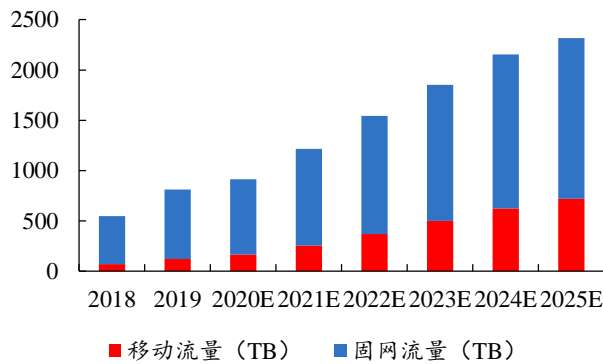


资料来源: Nvidia

2.3、下游应用驱动，交换机市场快速发展

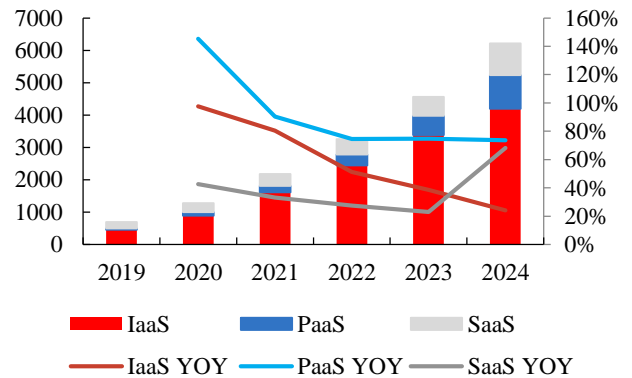
数据流量快速增长，国内云计算市场活跃。随着 4K/8K 超高清视频、云游戏、VR/AR、AI 大模型持续向好发展，叠加工业互联网、物联网、车联网增量设备接入，带来巨大的数据流量需求，据工信部预测，2018-2025 年国内数据流量年均复合增速将达到 39.17%。随着 AI 原生带来的云计算技术革新以及大模型规模化应用落地，中国云计算产业发展将迎来新一轮增长曲线，从细分领域来看，信通院数据显示 2024 年中国 IaaS 市场规模达到 4201 亿元，其中智能算力服务需求是增长的最主要因素；PaaS 市场规模达到 1038 亿元，同比增长 73.6%，主要受 AI 开发平台和出海业务推动；SaaS 市场规模达到 977 亿元，同比增长 68.2%，主要得益于企业级应用的落地及智能体的爆发，随着 AI 云基础设施支撑及 AI 云应用场景落地，预计未来 3-5 年将形成“技术+生态”双轮驱动格局，将进一步促进云计算市场边界的扩展。

图21：国内数据流量保持高速增长



数据来源：工信部、开源证券研究所

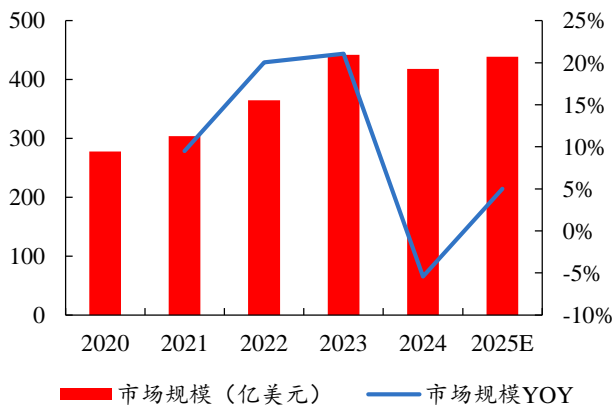
图22：中国云计算细分领域市场规模及增速（亿元）



数据来源：信通院、开源证券研究所

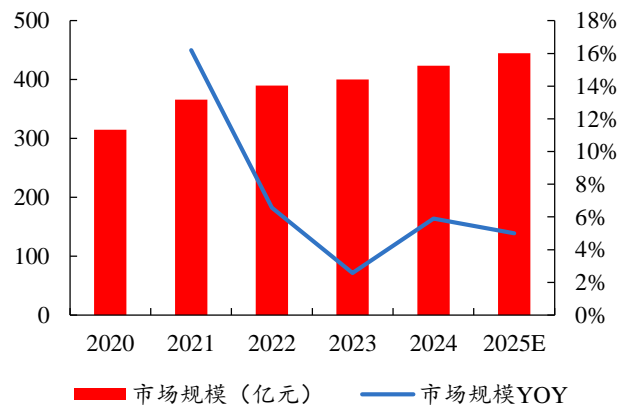
多重因素驱动，交换机市场规模稳步增长。在数字化转型和人工智能趋势的推动下，全球交换机市场规模稳步增长。据中商情报网数据，2020-2025 年，全球交换机市场规模预计从 277.6 亿美元增长到 438.9 亿美元，复合增速 9.59%；中国交换机市场规模预计从 315.0 亿元增长到 444.8 亿元，复合增速 7.14%。在政策赋能、技术迭代与市场驱动的多重合力下，网络设备行业带来了新的发展机遇，交换机作为其中的核心之一，市场规模具有较大的发展潜力。

图23：全球交换机市场规模庞大



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

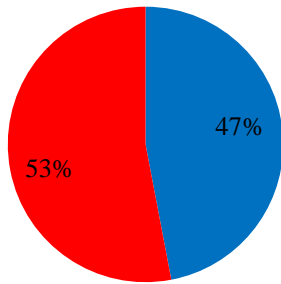
图24：中国交换机市场稳健增长



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

国内数据中心交换机占比有望进一步提升，锐捷网络位居国产交换机前三。据中商情报网数据，国内交换机市场以数据中心交换机为主，2024年，国内数据中心用以太网交换机收入占比达47%，我们认为园区交换机需求受宏观经济发展节奏影响较大，当前需求增长放缓，相反，AIGC发展迅猛，或将带动数据中心交换机持续放量，占比有望持续提升。从交换机竞争格局上上来看中国交换机行业集中度较高，华为、新华三、锐捷网络三家企业占据市场份额超八成，呈现寡头竞争的市场格局。

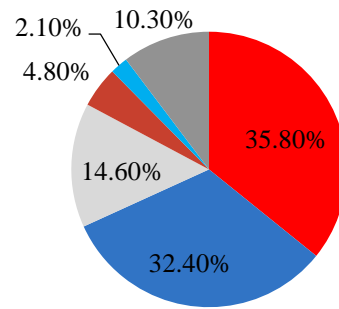
图25：2024年国内数据中心交换机占比接近一半



■ 数据中心交换机 ■ 非数据中心交换机

数据来源：中商情报网、开源证券研究所

图26：2024年国内交换机制造以品牌商为主



■ 华为 ■ 新华三 ■ 锐捷网络 ■ 思科 ■ 中兴通讯 ■ 其他

数据来源：中商情报网、开源证券研究所

3、自研 LPO 光模块，前瞻布局高性能高密度交换机，深度绑定大客户

3.1、自研 LPO 光模块，高速互联能力突破 800G/1.6T

公司重视长期研发投入，技术创新实力雄厚。公司自成立以来，即确立了技术与应用充分融合的技术路线，始终坚持“敏锐快捷”的创新之路，通过敏锐洞察行业发展趋势和客户场景应用需求，快速灵活响应，形成差异化的高价值产品解决方案。公司现拥有八大研发中心，研发人员占比超过 50%，2025 年度公司研发投入占营业收入比例达 14.57%。截至 2025 年 12 月末，公司累计申请并获受理专利 3,778 项，其中发明专利 3,377 项；拥有有效授权专利 1,371 项，其中发明专利 1,204 项。在前沿技术硅光领域，公司在 2019 年开始关注并在 2020 年正式成立研发及产品团队，作为 OIF/COBO 的成员，公司积极参与工作组全球会议并参加相关标准制定。

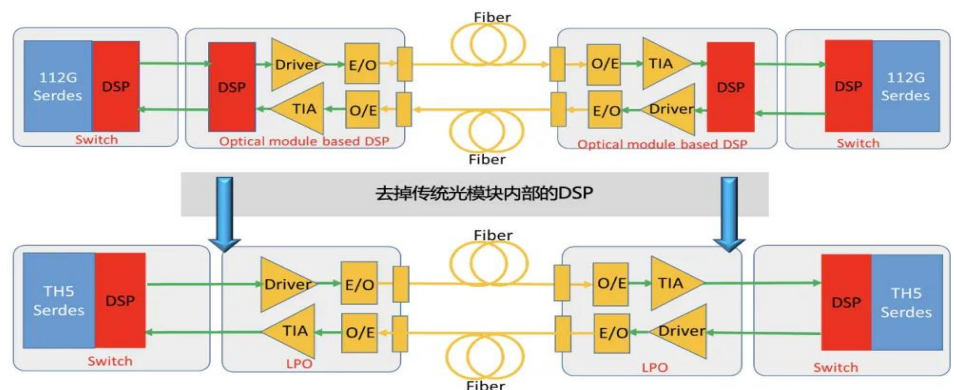
图27：锐捷网络参与 OIF 工作组全球会议



资料来源：公司官网

LPO 在成本、功耗、延迟方面展现优势。LPO 模块利用交换芯片中 DSP 替代传统 DSP 模块中的 DSP 芯片进行电信号的处理，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。

图28：LPO 技术采用线性直驱的方式



资料来源：公司官网

聚焦 AIGC 算力网络场景自研 LPO 光模块，满足不同网络架构互联需求。相关产品方面，公司在 2023 年推出业界首台支持 LPO 的 51.2T 数据中心交换机，2024 年发布性能领先的 LPO 400G/800G 光模块，产品作为公司首款自主研发的光模块，采用硅光技术方案，利用硅光更好的线性度和更低的电反射具备更高的可靠性。

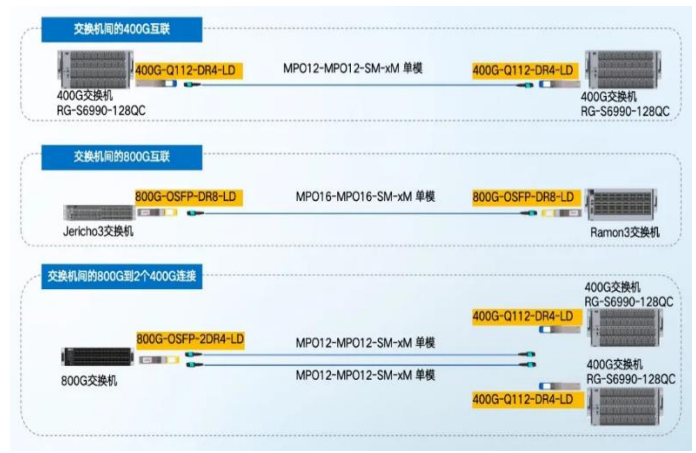
高速互联能力突破 800G/1.6T。在 2025 光博会上，公司展示了 400G-Q112-DR4-L、800G-OSFP-DR8-L、800G-OSFP-2DR4-L 及 1.6T-OSFP-DR8-L 等多个型号 LPO 光模块产品，全面覆盖从 400G 至 1.6T 的速率需求，所有型号激光器均采用硅光集成方案，显著提升器件一致性与整体性能。功耗方面，该系列模块彻底移除传统 DSP 芯片，在 36 支满载业务环境下较 DSP 方案整机功耗降低约 21%；延迟方面，单端口端到端传输时延降低约 50 纳秒，四跳交换机互联场景下整体延迟减少近 200 纳秒。

图29：锐捷网络部分 LPO 光模块产品



资料来源：公司官网

图30：自研光模块满足不同网络架构互联需求



资料来源：公司官网

3.2、紧扣前沿科技，前瞻布局 NPO 液冷交换机和 CPO 交换机

前瞻布局 NPO 液冷交换机和 CPO 交换机，静待需求放量。公司 2021 年发布了 25.6T 的 NPO 冷板式液冷交换机，并在 2022 年发布了 51.2T 的 NPO 冷板式液冷交换机（概念机）。作为过渡方案，NPO 可在 CPO 生态完备前最短时间内享受低成本低功耗的收益。2022 年公司正式推出首款数据中心交换机，整机交换容量 25.6Tbps，2025 年公司展示了 51.2T CPO 交换机商用互联方案，为 800G 和 1.6T 网络升级提供了技术路径。

图31：锐捷网络推出 51.2T CPO 交换机



资料来源：公司官网

当前公司 LPO/NPO 处于样机小规模适配阶段，2026 年更看好 LPO/NPO 路线（工程化更务实），CPO 预计 2027-2028 年工艺成熟后放量。公司近年来不断加强对光通信领域的技术投入，围绕 AI 智算场景的核心需求，在高速光模块、先进互联技术与无损网络等领域取得多项突破，在 LPO/NPO/CPO 三类技术路线取得的重大突破系统体现了公司从元件级到系统级的全面研发能力。

3.3、高密度交换机不断突破，现已具备推出自有品牌超节点方案的能力

交换机性能不断升级，巩固公司行业领先地位。交换机升级速度与技术迭代直接相关且与数据中心网络架构演进正相关，公司锐意创新推出更高性能产品，预计交换机产品结构将从 2024 年的 200G、400G 组合到 2025 年升级为 400G、800G 组合，2026 年 800G 占比将进一步上升。针对 AI 数据中心算力集群，公司推出新一代高性能 128 口 800G 交换机 RG-S9910-128OC2VS。S9910 系列 800G 交换机支持 128*800G 高密度端口，采用自研 LPO 硅光模块和 UEC 标准，实现绿色节能与低时延。创新架构减少 40%网络层级，支持风冷/液冷散热，提升可靠性和能效。结合 AILB/ENLB 均衡方案，显著提升 AI 训练效率，并提供智能运维工具，缩短部署周期，适用于大规模 GPU/NPU 集群。随着数据中心交换机尤其是高速交换机的需求持续增长，公司预计 2026 年 800G 产品将继续放量。

图32：公司推出新一代高性能 128 口 800G 交换机



资料来源：公司官网

前沿 AI 模型训推动高带宽域（HBD）需求日益增长，公司推出 ETH Based 的超节点解决方案。公司与合作伙伴合作研发推出了超节点产品方案 ETH 128，通过提升 Scale-up 的规模及带宽，提高训练&推理场景中的运算效率。该方案可同时支持计算节点 CPU 与 GPU 的非解耦设计和解耦设计。通过计算节点的解耦设计，单机柜最大可以承载 128 张 GPU 芯片；搭载 TH Ultra 芯片实现 250ns 的超低延迟以及 51.2Tb/s 的互联带宽，同时兼容 SUE 协议，支持 LLR、CBFC 等功能。该方案目前已经和两个 GPU 合作伙伴达成合作共识，并完成系统点亮测试。

计算节点方面，采用非解耦设计，在单个 1U 计算 Tray 上 1 个 CPU 与 4 个 GPU OAM 之间通过 PCIe Switch 高速互联，GPU 直出的以太网高速 SerDes 信号通过 Retimer 连接到机柜背部的 Cable tray，与 Switch Tray 实现高速以太网互联。计算节点前面板固化 4*400G 高性能 NIC，通过 Scale-out 网络与其他超节点基于 RDMA 互联实现超大规模组网。散热层面采用风液混合：功耗较高的 CPU、GPU 以及电源转换模块进行冷板式液冷散热，其他低功耗组件采用风冷散热。目前公司已经和两家 GPU 厂商完成适配测试，实现了计算节点的 BringUp。

交换节点方面，采用 51.2Tb/s 交换芯片，其中 25.6Tb/s 的带宽通过 Cable tray 连接基于 Ethernet 实现 Scale-up，25.6Tb/s 带宽通过 Fly Cable 连接交换节点前面板作为 Scale-up 扩展端口，端口形态为 32*OSFP-800G，可满足 HBD64-HBD1024 的灵活扩展。散热层面同样采用风液混合，针对 800G 光模块进行冷板散热，节点液冷散热占比超过 85%。此外，Scale-up 扩展端口支持公司自研 800G LPO 光模块，在能耗和可靠性方面均具备一定优势。

图33：公司推出计算节点设备


资料来源：公司官网

图34：公司推出交换节点设备


资料来源：公司官网

以太网作为成熟标准的网络协议，仍是构建 Scale-up 网络的主流选择。当前针对以太网的技术路线主要有 ODCC 的 ETH-X 标准和 OCP 建立的 ESUN (SUE) 标准，两种协议均建立在两大成熟的工业标准之上：AXI(Advancede Xtensible Interface) 和以太网 (Ethernet)。其中 AXI 作为芯片内高性能、高可靠性的片上总线，定义了模块间数据与控制交互的标准规范，而以太网 (Ethernet) 是芯片间网络基础，其标准数据帧格式构成物理链路上信息传递的通用载体。

表7：针对以太网的超节点技术路径多线并行

维度	ETH-X	SUE/ESUN
生态与主导方	ODCC 社区，信通院联合腾讯等多家国内厂商联合制定；据称可支持开放的 UALink 和 OISA 等 scale-up 的协议。	OCP 基于博通的 SUE 是成立 ESUN，旨在建立统一的以太网交换和帧技术协议框架，SUE-T 是 ESUN 兼容的协议之一。
特点	通过 PAXI 实现极致低延迟 全局释放一致性内存模型 支持内存语义	通过头部压缩和多实例部署提升带宽 共享内存机制 支持单边内存语义+跨 XPU 直接内存访问
寻址能力	二次译址：GPU ID->编码 AXIUser ID->映射到目的 GPU 的 MAC 地址	由 XPU 在 SUE 实例之外完成
XPU 指令层接口	基于 AXI4 和 APB3 优化的 PAXI 数据和控制通过 DAXI、CAXI 区分	信号线接口和 AXI4 接口两者可选 数据和控制通过接口不同字段区分
底层技术	事务层流控：基于次数 Credit 流控机制 链路层流控：增强 CBPFEC FEC：KP4FEC (IEEE802.3-2018)	链路层流控：UEC-CBFC+PFC FEC：IEEE802.3-2018
适配规模	256/512 卡互联(一次交换转发)	最大 1024 卡互联(单跳)
协议实用测试	样机点亮，出具测试报告	理论推测阶段

资料来源：新华三集团、开源证券研究所

3.4、借助 JDM 白盒化渗透大客户，建立长期稳定合作

广泛参与开放网络组织，积极开展产业合作。为实现开放、解耦的目标和理想，众多的网络设备厂商、研究院、运营商和互联网用户在硬件和软件层面建立了完整的开放联盟和生态。公司是 SDN2.0 STRATUM 联盟的首批成员，不仅在开放软件层面积极参与 ONF 组织及 ONOS 和 SONiC 等开源网络操作系统项目，并在硬件层面积极与产业前沿厂商保持合作，为开放网络产品化做出了积极贡献。

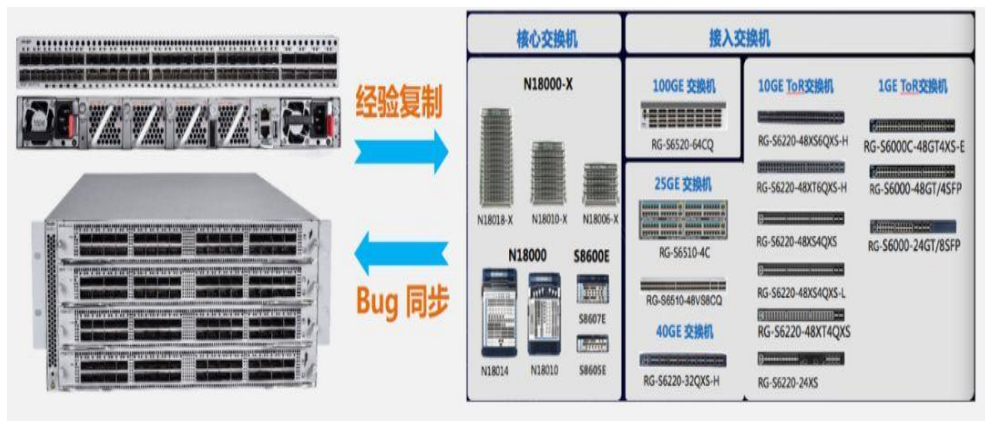
图35：锐捷网络广泛参与开放组织及产业合作



资料来源：公司官网

商用交换机经验迁移，保障白盒产品可靠性。公司白盒交换机和商用交换机采用同系列芯片，在商用交换机开发及规模商用过程中，公司在芯片 bug 发现及规避方面的经验，可实时同步到白盒交换机开发，为确保白盒交换机品质提供了有效支撑。

图36：白盒交换机具备芯片级 bug 预警及修复能力



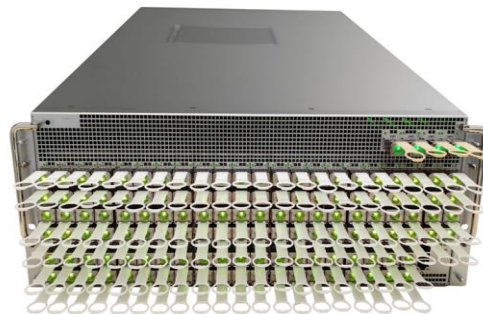
资料来源：公司官网

JDM 相对 ODM 侧重共同研发，研发需求更准确高效。互联网数据中心交换机产品迭代速度非常快，对兼容性、开放性、适配能力要求高，通常情况下，互联网客户推出自研产品采用 JDM 方式，可以发挥专业网络设备厂商的技术工艺、资源投入、工程化经验等优势，快速推出新产品。在 25G/100G 交换机白盒化方面，公司与用户积极展开合作，2024 年先后中标阿里、腾讯、字节下一代交换机产品 JDM 研发标，一定程度上说明客户充分认可公司的技术能力和综合实力。

图37: 阿里/锐捷联合开发 Liquid Tigatron 交换机

Tigatron: Cornerstone of Alibaba HPN

- Alibaba's **51.2T** Fabric Switch
 - 51.2Tbps Switch ASIC
 - Large radix 128x400GE QSFP112
 - PHY-Less VSR design
 - SONiC Inside
 - Power on and pass traffic since 12/2022, MP since 07/2023
- Pluggable QSFP112 400GE optic
 - QSFP112 MSA compliant
 - 400G-VR4/SR4, 400G-DR4, 400G-FR4, and Linear Pluggable Optic



资料来源: 2023 OCP Global Summit

3.5、积极拓展国际业务市场，打开新增长空间

产品深入海外市场，助力客户数字化转型。在国际市场，公司建立起稳固的合作伙伴体系，海外合作伙伴数量增长到 2600 多家，公司遵循生态共赢的原则，与国际合作伙伴共同开拓市场，分享资源，实现互利共赢，同时为大批中国出海企业提供生产、办公、仓储全场景解决方案。具体来看，锐捷极简以太彩光方案助力泰国兰纳皇家理工大学打造无缝 Wi-Fi；在日本东京都多摩消费生活中心、大井码头中央海滨公园、北海道斜里郡小清水町实施了公共环境的无线网络建设、覆盖；针对巴西“丰收节”项目的详细需求设计全套场景化解决方案等。

图38：泰国兰纳皇家理工大学采用极简以太彩光网络



资料来源：公司官网

图39：锐捷网络无线设备遍布巴西“丰收节”现场



资料来源：公司官网

深耕大国、渠道下沉，公司海外业务迅速增长。2025 年，公司海外业务收入保持 40% 以上的增长，其中 SMB 国际业务开展“深耕大国、渠道下沉”的战略转型，加大了英国、西班牙、南非、沙特阿拉伯、泰国、墨西哥、巴西等 12 个重点国家的市场开拓力度，销售渠道数量大幅增加。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测及假设

公司是行业领先的 ICT 基础设施及解决方案提供商，专注于网络设备和网络安全产品的研发销售，成立以来陆续推出业内领先的高速交换机产品。公司现已在全球拥有 8 大研发中心，业务范围覆盖 100 多个国家和地区，创新成果广泛应用于各行业信息化建设领域。近年来公司抓住 AI 浪潮机遇，持续推动场景化创新，提升产品与解决方案竞争能力，公司以太网交换机在国内市场份额位居前三，以太光网络在国内市场份额第一，随着 AI 推动智算中心、数据中心规模化新建及扩建，公司有望长期受益于旺盛的网络建设需求。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 182.18、230.97、291.49 亿元，总营收增长率分别为 27.3%、26.8%、26.2%，综合毛利率分别为 35.4%、35.3%、35.2%，归母净利润分别为 16.05 亿元、21.13 亿元、27.31 亿元。公司主营业务基本假设如下：

(1) 网络设备业务：网络设备是公司核心产品，根据产品形态和功能可进一步分为交换机、路由器及无线产品等。随着国内数据中心建设持续推进，公司网络设备在国内市场占据先发优势，有望持续放量。预计公司网络设备业务 2026-2028 年营业收入分别为 162.77/209.97/268.76 亿元，毛利率为 30.00/29.00/28.00%。

(2) 网络安全产品业务：随着信息技术及其应用范围的不断发展，信息安全问题也越来越复杂，对信息安全威胁的检测和防护已很难由单个安全设备来完成，公司将交换机、无线产品等网络设备与安全设备整合协同进行安全防护，预计公司网络安全产品业务 2026-2028 年营业收入分别为 5.38/5.87/6.39 亿元，毛利率为 9.00/9.00/9.00%。

(3) 云桌面解决方案业务：随着云计算和虚拟化技术的不断发展，云桌面技术逐步成熟，云桌面解决方案在企业级 IT 解决方案应用逐渐增多，预计公司云桌面解决方案 2026-2028 年营业收入分别为 6.02/6.32/6.63 亿元，毛利率为 5.00/5.00/5.00%。

表8：公司业绩有望迎来快速增长

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	14,316	18,218	23,097	29,149
同比(%)	22.4%	27.3%	26.8%	26.2%
毛利率(%)	35.5%	35.4%	35.3%	35.2%
网络设备业务	12520.54	16276.70	20996.95	26876.09
同比(%)	29.70%	30.00%	29.00%	28.00%
毛利率(%)	33.53%	34.00%	34.00%	34.00%
网络安全产品业务	493.72	538.15	586.58	639.38
同比(%)	9.20%	9.00%	9.00%	9.00%
毛利率(%)	61.29%	62.00%	63.50%	65.00%
云桌面解决方案业务	572.88	601.52	631.60	663.18
同比(%)	4.43%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	29.28%	30.00%	32.00%	34.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值分析与投资评级

我们选取国内行业优秀企业深信服、天融信、四川华丰作为可比公司，2026-2028年可比公司PE均值分别为82.87倍、60.07倍、44.08倍。锐捷网络是行业领先的ICT基础设施及解决方案提供商，近年来公司抓住AI浪潮机遇，持续推动场景化创新，提升产品与解决方案竞争能力，公司以太网交换机在国内市场份额位居前三，以太光网络在国内市场份额第一，随着AI推动智算中心、数据中心规模化新建及扩建，公司有望长期受益于旺盛的网络建设需求。我们预计公司2026-2028年营业收入分别为182.18、230.97、291.49亿元，当前收盘价对应PE为42.7倍、32.5倍、25.1倍，较可比公司平均估值仍有较大空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：公司较可比公司平均估值仍有较大空间

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	营业收入(亿元)			P/E		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
深信服	300454.SZ	116.84	504.23	91.00	103.53	118.05	91.22	68.28	55.19
天融信	002212.SZ	6.81	80.32	28.45	31.69	35.23	67.69	50.71	41.12
华丰科技	688629.SH	131.04	604.09	42.93	62.21	107.53	82.67	55.71	31.40
平均估值		84.90	396.21	54.13	65.81	86.94	80.53	58.23	42.57
锐捷网络	301165.SZ	61.40	683.77	182.18	230.97	291.49	42.64	32.49	25.16

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除锐捷网络外，其余公司均为Wind一致预期，股价为2026年6月1日收盘价

5、风险提示

(1) 交换芯片放量不及预期

交换芯片产品研发难度较大、研发过程较长、投入资金较高，若公司交换芯片设计及性能偏离行业方向、无法通过客户认证、落后于行业升级换代水平，导致最终芯片难以量产放量，则公司前期高额研发投入可能无法收回，不利于公司长期发展。

(2) 网络需求不及预期

若国内外的网络组网需求不及预期，则会影响交换机、路由器等网络设备放量，进而影响对商用以太网交换芯片的需求。

(3) 上游供应链风险

公司采用 Fabless 经营模式，专注于产品的研发、设计和销售环节，将晶圆制造及封装测试等生产环节外包予供应商进行。若公司上游供应商合作关系紧张或产能紧张，则会影响公司产品交付。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6984	7886	10349	11946	15006
现金	1407	2526	3319	4075	5143
应收票据及应收账款	1895	1979	2819	3263	3984
其他应收款	61	60	93	101	144
预付账款	2	44	15	60	35
存货	3367	2960	3765	4099	5343
其他流动资产	252	317	337	347	357
非流动资产	2519	2338	2461	2606	2811
长期投资	15	15	15	15	15
固定资产	502	460	538	630	734
无形资产	463	506	575	656	752
其他非流动资产	1540	1357	1332	1305	1310
资产总计	9503	10224	12810	14551	17817
流动负债	4817	5161	6562	6891	8080
短期借款	1385	1301	1301	1365	1340
应付票据及应付账款	2030	2193	3412	3630	4541
其他流动负债	1402	1667	1849	1896	2199
非流动负债	111	74	74	74	74
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	111	74	74	74	74
负债合计	4929	5235	6635	6964	8154
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	568	795	1114	1114	1114
资本公积	2280	2118	1800	1800	1800
留存收益	1725	2076	2550	3236	4203
归属母公司股东权益	4575	4989	6175	7587	9663
负债和股东权益	9503	10224	12810	14551	17817

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	219	1828	1575	1723	2132
净利润	574	696	1603	2106	2720
折旧摊销	137	217	152	190	201
财务费用	-14	16	26	7	-7
投资损失	1	0	0	1	1
营运资金变动	-478	541	-207	-583	-789
其他经营现金流	-1	357	1	4	7
投资活动现金流	-1070	-503	-271	-331	-402
资本支出	485	249	275	334	406
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-584	-254	3	3	4
筹资活动现金流	-349	-432	-510	-700	-637
短期借款	693	-83	0	63	-25
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	227	318	0	0
资本公积增加	36	-162	-318	0	0
其他筹资现金流	-1078	-414	-510	-764	-612
现金净增加额	-1195	883	793	692	1092

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	11699	14316	18218	23097	29149
营业成本	7181	9237	11769	14943	18885
营业税金及附加	45	58	76	95	118
营业费用	1814	1655	1731	1963	2040
管理费用	644	693	765	924	1020
研发费用	1886	1998	2186	2887	4081
财务费用	-14	16	26	7	-7
资产减值损失	-57	-66	-73	-81	-87
其他收益	304	219	283	269	269
公允价值变动收益	0	2	1	1	1
投资净收益	-1	-0	-0	-1	-1
资产处置收益	8	1	3	4	4
营业利润	384	816	1874	2463	3186
营业外收入	40	17	23	27	27
营业外支出	18	7	11	13	12
利润总额	406	825	1886	2477	3200
所得税	-169	129	283	372	480
净利润	574	696	1603	2106	2720
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	574	696	1603	2106	2720
EBITDA	566	1048	2041	2662	3384
EPS(元)	0.52	0.63	1.44	1.89	2.44

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	1.4	22.4	27.3	26.8	26.2
营业利润(%)	171.6	112.7	129.7	31.5	29.3
归属于母公司净利润(%)	43.1	21.3	130.2	31.4	29.2
获利能力					
毛利率(%)	38.6	35.5	35.4	35.3	35.2
净利率(%)	4.9	4.9	8.8	9.1	9.3
ROE(%)	12.5	14.0	26.0	27.8	28.2
ROIC(%)	10.1	11.0	21.5	23.5	24.6
偿债能力					
资产负债率(%)	51.9	51.2	51.8	47.9	45.8
净负债比率(%)	1.1	-23.1	-32.6	-35.7	-39.3
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9
速动比率	0.7	0.9	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.5	1.6	1.7	1.8
应收账款周转率	7.5	7.8	8.0	8.0	8.5
应付账款周转率	5.3	6.1	6.0	6.0	6.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.63	1.44	1.89	2.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.64	1.41	1.55	1.91
每股净资产(最新摊薄)	4.11	4.48	5.54	6.81	8.68
估值比率					
P/E	119.1	98.2	42.7	32.5	25.1
P/B	14.9	13.7	11.1	9.0	7.1
EV/EBITDA	120.9	64.1	32.5	24.7	19.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn