

集成电路

盛科通信 (688702.SH)

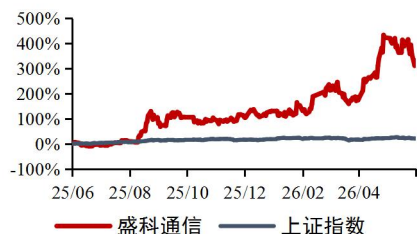
买入-B(首次)

以太网交换芯片国产替代先锋, Scaleup 超节点需求正在爆发

2026年6月3日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



投资要点:

➤ 公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报。2025 年, 公司实现营收 11.5 亿元, 同比增加 6.4%; 实现归母净利润-1.5 亿元, 同比-119.7%; 扣非归母净利润为-2.2 亿元, 同比-101.0%。

2026 年一季度, 公司实现营收 2.5 亿元, 同环比分别+11.4%、-22.1%; 实现归母净利润-0.2 亿元, 同环比分别-12.1%、+89.3%; 扣非归母净利润-0.3 亿元, 同环比分别+20.0%、+83.8%。

市场数据: 2026年6月2日

收盘价 (元/股):	265.52
总股本 (亿股):	4.10
流通股本 (亿股):	2.03
流通市值 (亿元):	538.98

基础数据: 2026年3月31日

每股净资产 (元/股):	5.44
每股资本公积 (元/股):	5.13
每股未分配利润 (元/股):	-0.73

资料来源: 常闻

分析师:

张天

执业登记编码: S0760523120001

邮箱: zhangtian@sxzq.com

➤ 公司是国内领先以太网交换芯片设计企业, 园区、数据中心产品线齐全, 对标博通、Marvell 等海外头部厂商。公司主要产品包括以太网交换芯片及配套产品, 并基于自研交换芯片, 为行业客户提供少量芯片模组和定制化交换机解决方案。公司的以太网交换芯片和模组在企业网络、运营商网络、数据中心网络和工业网络都有丰富的积累和应用, 具备全面的二层转发、三层路由、可视化、安全互联等特性。公司产品覆盖 100Gbps-25.6Tbps 及 100M-800G 端口速率, 面向运营商和企业交换机市场, 公司 TsingMa.MX 系列交换容量达到 2.4Tbps, 支持 400G 端口速率, 支持新一代网络通信技术承载特性; GoldenGate 系列交换芯片容量达到 1.2Tbps, 支持 100G 端口速率, 支持可视化和无损网络特性。数据中心方面, 公司面向大规模数据中心和云服务需求推出了 12.8Tbps 和 25.6Tbps 高端旗舰芯片, 支持最大端口速率 800G, 在全球范围内的以太网交换芯片分为设备商自研自用 (如思科、华为、中兴) 和商用交换芯片 (如博通、Marvell、瑞昱、盛科) 两类, 根据灼识咨询, 公司在国内商用交换芯片处于领先地位, 2020 年万兆以上以太网商用交换芯片份额 2.3%。

➤ 受益于 AI 资本开支大幅增长和国产方案导入, 公司数据中心高带宽以太网交换芯片有望快速增长。以太网交换机是 AI 数据中心 IT 设备重要组成, 根据 Semianalysis 统计, 万卡 H100 集群中, SpectrumX 交换机成本占比或达到 3.5%。作为以太网交换机核心 BOM 器件, 以太网交换芯片市场规模随 AI 资本开支爆发。Lighcounting 报告显示, 全球以太网交换芯片、InfiniBand 交换芯片市场规模 2025 年或达 40 亿美元和 20 亿美元左右, 随着以太网交换机成为主流, 以太网交换芯片 2030 年有望达 140 亿美元以上, 而 scaleup 交换芯片则有望达到 180 亿美元左右。运营商方面, 今年 3 月中国移动首次集采 RoCE 交换机, 涵盖 400G、12.8T、51.2T, 其中自主可控 RoCE 交换机采购



量达到 73.2%（包括 51.2T 高端交换机）。CSP 方面，阿里云今年 3 月发布一款 102.4T 国产芯片 NPO 交换机，这个交换机由 4 颗 25.6T 国产交换芯片组成，并创新采用 NPO 板上光电共封装技术实现多平面网络。公司已推出的 12.8T 和 25.6T 高端旗舰芯片交换容量和端口速率等性能具有比肩国际竞品水平，并具备更高性能架构设计能力，可以支撑在不同工艺下快速迁移。

➤ **国产算力超节点层出不穷，Scaleup 交换芯片市场爆发，公司是 OISA 生态等核心卡位玩家。**超节点（Scaleup 组网）是突破单点有效算力、实现更高训练/推理 TCO、实现资源池化虚拟化的重要系统形态，在国产芯片制程突破受限背景下“以系统突破单点瓶颈”或成为主流。Scaleup 组网方案有 MESH、Torus、全互联等多种方式，以英伟达 NVLINK 为代表的国际先进阵营均采用了交换芯片全互联方式。目前，国内主要的 Scaleup 协议包括 PCIe、CXL、Glink、ETH-X、SUE/ESUN、OISA、UALink 等，其中 OISA 是中国移动主导的自主可控高效开放的 GPU 卡间互联架构，OISA 1.0 协议支持 128 卡任意卡间互联带宽达到 800GB/s，通过 8 个 51.2T 交换芯片互联。公司是 OISA 首批生态合作伙伴，参与了 OISA 协议标准制订，其下一代 51.2t 高端芯片有望成为国产自主可控以及其他以太网技术路线的 CSP 超节点关键选择。

**盈利预测和投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年归母公司净利润 0.3/4.2/11.0 亿元，同比增长 122.3%/1155.8%/163.0%，对应 EPS 为 0.08/1.02/2.69 元，6 月 2 日收盘价对应 2026/2027/2028 年 PE 3255.2/259.2/98.6 倍，我们认为公司的高端旗舰芯片已经看到国产算力投入加码下 Scaleup 和国产替代的双重驱动，有望从下半年开始看到较明显的业绩加速。公司在赛道卡位稀缺，具有较深护城河，首次覆盖给予“买入-B”评级。

**风险提示：**1) **传统业务增速下滑风险：**公司营收短期仍以园区、企业交换机芯片为主，该市场可能面临市场增速放缓、天花板有限现状；2) **高端以太网交换芯片放量时间不明确：**目前运营商和部分 CSP 已对公司 25.6/51.2T 等旗舰产品实施了测试导入工作，但具体份额和放量时间仍取决于客户策略和外部变化；3) **Scaleup 芯片收入不及预期风险：**目前国产算力芯片仍面临产能有限、Scaleup 协议不成熟以及互联方案变更风险，已知客户中也有来自华为、海光等产品竞争；4) **供应链风险：**国产制程导入和产能不及预期等。5) **持股 5%以上股东减持风险：**国家集成电路产业投资基金 5 月 16 日公告称拟减持不超过公司总股本 2.50%股份或对股价产生波动。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,082	1,151	1,872	2,868	4,659
YoY(%)	4.3	6.4	62.7	53.2	62.4
净利润(百万元)	-68	-150	33	420	1,104
YoY(%)	-249.5	-119.7	122.3	1155.8	163.0
毛利率(%)	40.1	49.2	51.3	53.4	54.6
EPS(摊薄/元)	-0.17	-0.37	0.08	1.02	2.69
ROE(%)	-2.9	-6.7	1.5	15.6	29.1
P/E(倍)	-1594.7	-726.0	3255.2	259.2	98.6
P/B(倍)	46.7	48.8	48.1	40.5	28.7
净利率(%)	-6.3	-13.0	1.8	14.6	23.7

资料来源：常闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	2349	2214	2606	3299	4446
现金	671	570	374	430	1024
应收票据及应收账款	188	197	296	469	774
预付账款	95	217	532	743	588
存货	735	375	638	846	1270
其他流动资产	659	855	765	811	790
<b>非流动资产</b>	313	320	310	338	364
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	194	185	192	215	232
无形资产	11	19	8	14	21
其他非流动资产	109	116	110	109	111
<b>资产总计</b>	2662	2534	2916	3638	4810
<b>流动负债</b>	283	238	586	888	956
短期借款	0	0	98	341	0
应付票据及应付账款	67	69	153	213	316
其他流动负债	216	169	335	334	640
<b>非流动负债</b>	46	65	65	65	65
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	46	65	65	65	65
<b>负债合计</b>	329	303	651	953	1021
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	410	410	410	410	410
资本公积	2039	2087	2087	2087	2087
留存收益	-116	-266	-232	188	1292
归属母公司股东权益	2333	2231	2265	2685	3789
<b>负债和股东权益</b>	2662	2534	2916	3638	4810

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	174	187	-344	-63	1002
净利润	-68	-150	33	420	1104
折旧摊销	50	36	52	44	51
财务费用	0	-5	6	14	20
投资损失	-4	-3	-4	-4	-4
营运资金变动	184	287	-427	-534	-166
其他经营现金流	12	22	-4	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	-149	-288	57	-110	-47
<b>筹资活动现金流</b>	-386	-0	-7	-14	-20
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.17	-0.37	0.08	1.02	2.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.46	-0.84	-0.15	2.44
每股净资产(最新摊薄)	5.69	5.44	5.52	6.55	9.24

**利润表(百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	1082	1151	1872	2868	4659
营业成本	648	584	912	1336	2116
营业税金及附加	2	8	8	16	24
营业费用	41	51	66	75	103
管理费用	62	63	86	103	140
研发费用	428	679	805	946	1165
财务费用	0	-5	6	14	20
资产减值损失	-9	-18	-25	-41	-65
公允价值变动收益	5	2	4	3	3
投资净收益	4	3	4	4	4
<b>营业利润</b>	-73	-151	30	418	1102
营业外收入	5	1	3	2	3
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	-68	-150	33	420	1104
所得税	0	0	-0	-0	-0
<b>税后利润</b>	-68	-150	33	420	1104
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-68	-150	33	420	1104
EBITDA	-28	-122	80	465	1151

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	4.3	6.4	62.7	53.2	62.4
营业利润(%)	-260.9	-106.8	120.1	1273.9	163.7
归属于母公司净利润(%)	-249.5	-119.7	122.3	1155.8	163.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.1	49.2	51.3	53.4	54.6
净利率(%)	-6.3	-13.0	1.8	14.6	23.7
ROE(%)	-2.9	-6.7	1.5	15.6	29.1
ROIC(%)	-3.3	-6.9	1.2	13.6	28.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	12.4	11.9	22.3	26.2	21.2
流动比率	8.3	9.3	4.4	3.7	4.6
速动比率	5.3	6.7	2.4	1.9	2.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.7	0.9	1.1
应收账款周转率	7.8	6.0	7.6	7.5	7.5
应付账款周转率	10.8	8.6	8.2	7.3	8.0
<b>估值比率</b>					
P/E	-1594.7	-726.0	3255.2	259.2	98.6
P/B	46.7	48.8	48.1	40.5	28.7
EV/EBITDA	-3872.0	-884.6	1349.5	232.3	93.1

资料来源：常闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号  
华润金融大厦 23 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

