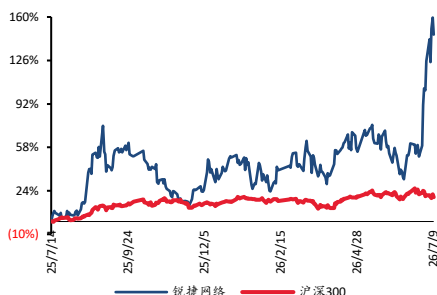


业绩高增，智算交换机增量明确

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	11.14/11.14
总市值/流通(亿元)	1,153.84/1,153.84
	3.84
12 个月内最高/最低价(元)	114.99/55.85

相关研究报告

证券分析师：宋辰超

电话：

E-MAIL: songcc@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190526050001

事件：公司发布 2026 年半年度业绩预告，预计 2026H1 实现归母净利润 6.00-7.50 亿元，同比增长 32.71%-65.88%。此前公司 2026Q1 实现营业收入 29.99 亿元，同比增长 18.26%；归母净利润 1.23 亿元，同比增长 14.59%，毛利率约 35.70%。

2025 年公司营收 143.16 亿元 (+22.37%)，归母净利润 6.96 亿元 (+21.30%)；2026 年 Q1 营收 29.99 亿元 (+18.26%)，归母净利润 1.23 亿元 (+14.59%)，毛利率 35.70%，同比下降 1.79pct。网络设备业务在 2025 年实现收入 125.21 亿元 (+29.70%)，营收占比提升至 87.46%，毛利率 33.53%，仍是公司最主要的收入底盘；其中，公司披露 2025 年网络设备中交换机产品收入约 97 亿元，是网络设备板块的核心产品形态。与此同时，直销模式收入 77.82 亿元 (+43.61%)，营收占比提升至 54.36%，主要对应互联网数据中心业务，体现了数据中心交换机需求对收入结构的拉动。此外，一季度末公司预付款项 5.01 亿元（较年初+1027.62%），体现公司围绕订单交付提前锁定核心物料，后续收入确认具备一定支撑。

算力开支上行，交换设备受益。AI 训练、推理和 Agent 应用对集群内部通信提出更高要求，智算中心扩建并不是只增加服务器和 GPU，网络侧交换机也要随算力规模同步扩容。国内头部 CSP 厂商已明确较大规模资本开支计划，2026 年互联网数据中心相关投入增长明确，网络部分是必要构成，部分厂商已在 2025 年下半年启动招标或多轮招标。锐捷长期深耕数据中心交换机，AI 智算中心网络方案已服务于运营商和头部互联网客户的大模型训练、推理场景，并通过 JDM 模式提前介入客户技术研讨和共同开发。随着互联网资本开支继续向 AI 基础设施倾斜，集群规模扩大带动端口数量、交换节点和高速率设备需求同步提升，公司 400G、800G 高速交换机产品导入节奏有望延续，交换机主业的收入弹性和客户粘性都具备继续兑现的基础。

架构演进加速，NPO 提前适配。AI 集群网络正从传统三层 Fat-Tree 向超节点、Scale-up 和 Scale-across 等新架构延伸，后端网络的重要性提升，对交换机数量、交换芯片能力、光电互联效率和功耗控制都提出更高要求。公司围绕这一轮架构变化已有前置布局，2025 年 10 月联合厂商推出基于国内算力卡的 128 卡超节点方案并完成点亮测试，AI 算力柜方案中公司负责交换部分，同时具备推出自有品牌超节点系统方案的能力。光互联方面，公司较早与互联网客户合作 NPO 方案，当前 LPO/NPO 处于样机小规模适配阶段，并已发布 51.2T CPO 交换机商用互联方案和 128 口 800G 交换机。

投资建议：公司是国内领先交换机厂商，深耕互联网市场，随着国内互联网资本开支加大，网络建设需求释放，公司将直接受益。我们预计，

2026-2028 年公司归母净利润分别为 18.44/26.16/37.72 亿元，对应 EPS 分别为 1.66/2.35/3.39 元，当前股价对应 PE 分别为 63.73/44.91/31.15 倍。给予“买入”评级。

风险提示：订单落地节奏不及预期、资本开支进度不及预期、行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14,316	22,777	34,560	47,053
营业收入增长率(%)	22.37%	59.10%	51.73%	36.15%
归母净利（百万元）	696	1,844	2,616	3,772
净利润增长率(%)	21.30%	164.76%	41.89%	44.17%
摊薄每股收益（元）	0.63	1.66	2.35	3.39
市盈率（PE）	165.70	62.58	44.11	30.59

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,407	2,526	2,209	1,823	1,740
应收和预付款项	1,897	2,023	3,219	4,884	6,649
存货	3,367	2,960	4,718	7,187	9,730
其他流动资产	312	377	570	839	1,124
流动资产合计	6,984	7,886	10,716	14,733	19,243
长期股权投资	15	15	15	15	15
投资性房地产	39	37	37	37	37
固定资产	502	460	452	430	398
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	463	506	657	854	1,103
长期待摊费用	178	106	106	106	106
其他非流动资产	8,307	9,100	11,902	15,881	20,391
资产总计	9,503	10,224	13,169	17,323	22,050
短期借款	1,385	1,301	1,301	1,301	1,301
应付和预收款项	2,030	2,193	3,495	5,324	7,208
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	1,514	1,741	2,655	3,934	5,267
负债合计	4,929	5,235	7,451	10,559	13,776
股本	568	795	1,114	1,114	1,114
资本公积	2,280	2,118	1,800	1,800	1,800
留存收益	1,725	2,076	2,805	3,853	5,362
归母公司股东权益	4,575	4,989	5,717	6,764	8,274
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	4,575	4,989	5,717	6,764	8,274
负债和股东权益	9,503	10,224	13,169	17,323	22,050

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	219	1,828	1,150	1,541	2,597
投资性现金流	-1,070	-503	-291	-298	-358
融资性现金流	-349	-432	-1,168	-1,630	-2,323
现金增加额	-1,195	883	-317	-386	-83

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,699	14,316	22,777	34,560	47,053
营业成本	7,181	9,237	14,723	22,426	30,363
营业税金及附加	45	58	75	127	164
销售费用	1,814	1,655	2,505	3,802	5,176
管理费用	644	693	911	1,382	1,882
财务费用	-14	16	23	34	47
资产减值损失	-57	-66	0	0	0
投资收益	-1	0	-1	-1	-2
公允价值变动	0	2	0	0	0
营业利润	384	816	2,056	2,924	4,224
其他非经营损益	22	9	15	15	13
利润总额	406	825	2,072	2,939	4,238
所得税	-169	129	228	323	466
净利润	574	696	1,844	2,616	3,772
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	574	696	1,844	2,616	3,772

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	38.62%	35.48%	35.36%	35.11%	35.47%
销售净利率	4.91%	4.86%	8.09%	7.57%	8.02%
销售收入增长率	1.36%	22.37%	59.10%	51.73%	36.15%
EBIT 增长率	127.80%	128.38%	152.74%	42.00%	44.10%
净利润增长率	43.09%	21.30%	164.76%	41.89%	44.17%
ROE	12.55%	13.96%	32.25%	38.67%	45.58%
ROA	6.43%	7.06%	15.76%	17.16%	19.16%
ROIC	8.39%	10.88%	26.06%	32.28%	39.28%
EPS (X)	0.52	0.63	1.66	2.35	3.39
PE (X)	200.99	165.70	62.58	44.11	30.59
PB (X)	25.22	23.13	20.18	17.06	13.95
PS (X)	9.86	8.06	5.07	3.34	2.45
EV/EBITDA (X)	72.51	62.85	50.02	36.44	25.85

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。