

数据中心交换机放量驱动业绩增长， AI 算力需求打开成长空间

投资要点

- **事件：公司发布 2026 年半年度报告，收入利润实现较快增长。**2026 年上半年，公司实现营业收入 88.32 亿元，同比增长 32.83%；实现归母净利润 6.94 亿元，同比增长 53.54%；实现扣非归母净利润 6.77 亿元，同比增长 56.56%。公司利润增速高于收入增速，经营业绩保持较快增长。
- **数据中心交换机快速放量，成为本期业绩增长核心驱动力。**报告期内，AI 算力基础设施建设需求持续增长，公司面向互联网客户的数据中心交换机订单加速交付，带动网络设备业务实现收入 80.99 亿元，同比增长 38.65%，占公司营业收入比重超过 90%。公司目前已形成覆盖 400G、800G 及更高速率的数据中心交换产品布局，并推出 128 端口 800G 盒式交换机，同时持续推进 1.6T、LPO、NPO 及 CPO 等高速互联技术布局，进一步完善智算中心网络产品矩阵。
- **费用管控改善推动利润弹性释放，研发投入维持较高水平。**2026 年上半年，公司整体毛利率约 31.61%，同比下降约 1.58 个百分点；销售费用同比增长 9.11%，管理费用同比下降 2.05%，均明显低于营业收入增速，规模效应及费用管控对利润形成支撑。报告期内公司研发投入 10.21 亿元，同比增长 21.64%，研发投入占营业收入比例达 11.56%，持续围绕数据中心交换机、园区网络、WLAN、云桌面及网络安全等领域推进产品迭代。
- **海外业务保持快速增长，备货增加导致经营现金流阶段性承压。**2026 年上半年，公司境外收入 21.18 亿元，同比增长 84.95%，占营业收入比重提升至 23.98%。与此同时，为应对业务增长及原材料需求，公司加大备货力度，截至 2026 年 6 月末存货达到 56.14 亿元，较年初明显增加；预付款项增至 14.33 亿元。受采购及备货增加影响，公司上半年经营活动现金流净额为 -30.18 亿元。随着相关订单逐步交付，后续关注库存消化及经营现金流改善情况。
- **盈利预测。**预计 2026-2028 年营业收入分别为 193.50/255.47/327.74 亿元，归母净利润分别为 10.26/17.44/26.37 亿元，EPS 分别为 0.92/1.57/2.37 元，对应 PE 分别为 127/75/49 倍。受益于 AI 算力基础设施持续建设，公司数据中心交换机业务有望保持较快增长，同时园区网络、WLAN 及海外业务持续拓展，公司业务规模有望进一步提升。
- **风险提示：**AI 算力基础设施需求不及预期风险；数据中心交换机订单及交付不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料及芯片供应风险；海外市场拓展及贸易政策风险；存货及经营现金流波动风险等。

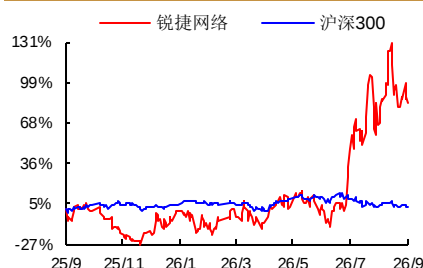
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	14316.26	19349.81	25547.41	32774.37
增长率	22.37%	35.16%	32.03%	28.29%
归属母公司净利润 (百万元)	696.35	1025.72	1743.86	2636.97
增长率	21.30%	47.30%	70.01%	51.21%
每股收益 EPS (元)	0.63	0.92	1.57	2.37
净资产收益率 ROE	13.96%	18.71%	27.02%	33.97%
PE	187	127	75	49
PB	26.14	23.78	20.21	16.80

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.14
流通 A 股(亿股)	11.14
52 周内股价区间(元)	56.0-148.0
总市值(亿元)	1,304.18
总资产(亿元)	143.90
每股净资产(元)	4.79

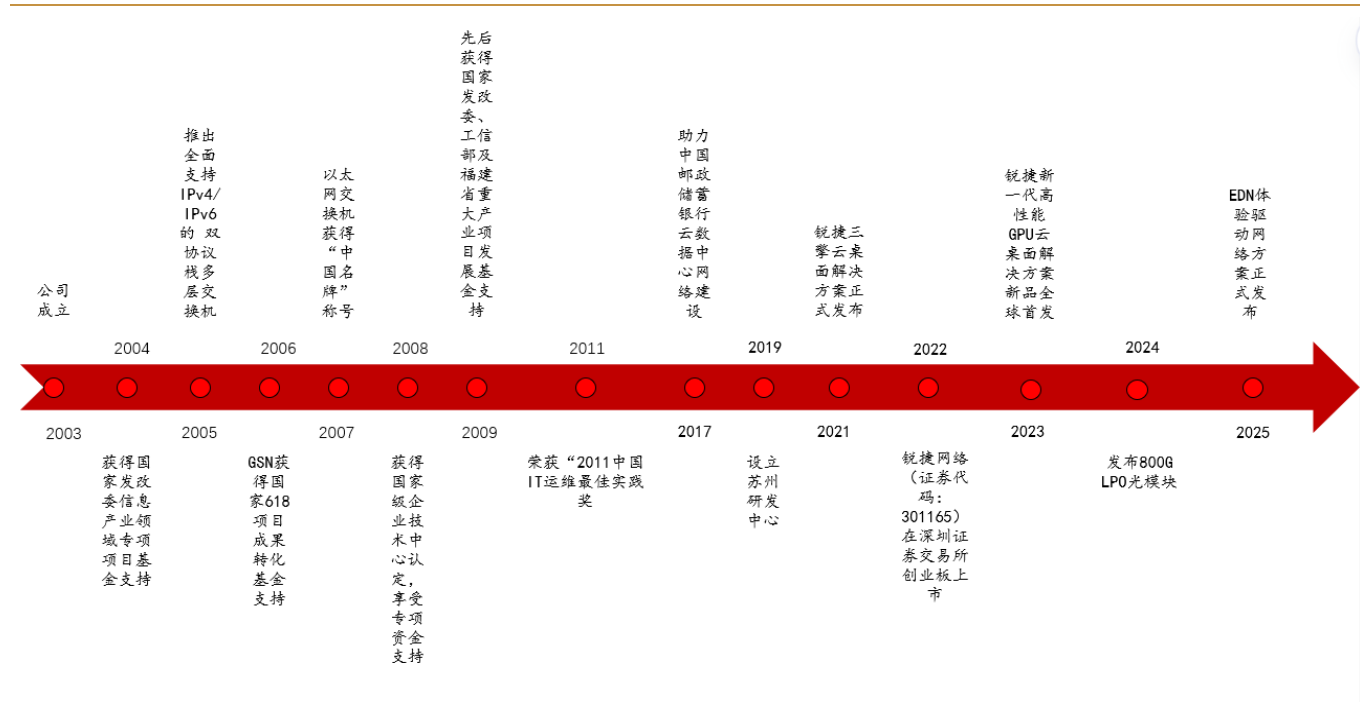
相关研究

1 深耕企业网络设备, AI 算力需求带动数据中心业务快速增长

锐捷网络股份有限公司成立于 2003 年, 是国内领先的 ICT 基础设施产品及解决方案提供商, 于 2022 年 11 月在深圳证券交易所创业板上市。公司长期聚焦网络设备、网络安全产品及云桌面解决方案的研发、设计和销售, 产品覆盖交换机、路由器、无线产品、安全网关、下一代防火墙、云服务器、云终端及相关软件等, 广泛应用于数据中心、运营商、教育、医疗、制造、商业等领域。

公司经过多年发展, 已形成较为完整的网络产品体系。其中, 网络设备是公司最主要的收入来源, 具体包括数据中心交换机、园区交换机、路由器及企业级 WLAN 产品等。伴随人工智能算力基础设施建设加速, 公司持续加强数据中心交换机产品布局, 目前已经形成覆盖 400G、800G 及更高速率的数据中心交换产品体系, 并同步推进 1.6T、LPO、NPO、CPO 等下一代高速互联技术, 为 AI 训练、推理及高性能计算集群提供网络连接基础设施。

图 1: 公司历史沿革



数据来源: 公司官网, 公司公告, 西南证券整理

公司采用直销与渠道销售相结合的销售模式。对于中国移动、中国电信、中国联通以及阿里巴巴、腾讯、字节跳动等运营商和大型互联网客户, 公司主要采用直销模式; 对于教育、医疗、制造、商业等行业客户及中小企业客户, 则主要通过渠道进行销售。

图 2：公司产品布局

端到端的ICT基础设施产品线



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司产品覆盖数据中心网络、园区网络、无线网络、云桌面及网络安全等多个领域。在数据中心领域，公司持续推进高速交换机产品升级，推出 128 端口 800G 盒式交换机，并布局 AI-Fabric、AI-FlexiForce 等智算中心网络方案，通过高带宽、低时延和无损以太网等技术支撑 GPU 集群互联。同时，公司已发布 51.2T CPO 共封装交换机商用互联方案，并持续推进 1.6T 高速互联设备研发。

在园区网络及无线网络领域，公司持续推进极简以太网网络、Wi-Fi 7 及企业网络管理方案升级。公司推出 EDN2.0 体验驱动网络解决方案，并围绕企业办公、教育、医疗及制造等场景持续升级无线接入产品。云桌面和网络安全业务方面，公司分别推出安全云办公 4.0、防火墙 2.0 等产品，通过软件与硬件协同完善公司 ICT 产品矩阵。

从市场地位来看，公司目前在国内企业级网络设备市场处于前列。根据 IDC 数据，2026 年第一季度，公司在中国以太光网络市场占有率排名第一，中国以太网交换机市场占有率排名第三，中国数据中心交换机市场占有率排名第三，其中 200G/400G 数据中心交换机市场份额排名第二；中国企业级 WLAN 市场占有率排名第三，企业级 WLAN 出货量排名第一。公司在互联网、教育、制造等行业积累了较为广泛的客户基础。

数据中心交换机放量驱动收入快速增长

2026 年上半年，公司实现营业收入 88.32 亿元，同比增长 32.83%；归母净利润 6.94 亿元，同比增长 53.54%；扣非归母净利润 6.77 亿元，同比增长 56.56%。利润增速明显快于收入增速，主要受数据中心交换机业务放量以及费用管控改善共同推动。

从产品结构来看，网络设备仍是公司绝对主要收入来源。2026 年上半年，公司网络设备实现营业收入 80.99 亿元，同比增长 38.65%，占公司营业收入比重达到 91.70%；网络设备毛利率为 29.61%，同比下降 1.40 个百分点。报告期内，公司面向互联网客户的数据中心交换机产品订单加速交付，是公司营业收入增长的核心驱动力。

表 1：2026H1 公司主要经营数据

指标	2026H1	同比
营业收入	88.32 亿元	+32.83%
归母净利润	6.94 亿元	+53.54%
扣非归母净利润	6.77 亿元	+56.56%
网络设备收入	80.99 亿元	+38.65%
境外收入	21.18 亿元	+84.95%
研发投入	10.21 亿元	+21.64%

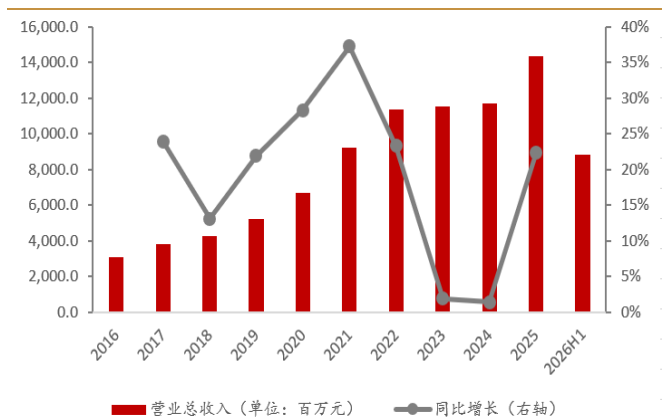
数据来源：Wind，西南证券整理

产品专利方面，截至 2026 年 6 月末，公司累计申请并获受理专利 4000 项，其中发明专利 3410 项。持续研发投入为数据中心交换机、Wi-Fi 7、高速互联及企业网络产品升级提供支撑。

从盈利能力来看，2026 年上半年公司实现毛利润约 27.92 亿元，综合毛利率约 31.61%，同比下降约 1.58 个百分点。毛利率有所承压，主要与高速增长的数据中心交换机及直销业务占比提升有关。报告期内，公司网络设备业务毛利率为 29.61%，同比下降 1.40 个百分点；直销业务毛利率为 25.72%，同比下降 2.41 个百分点。

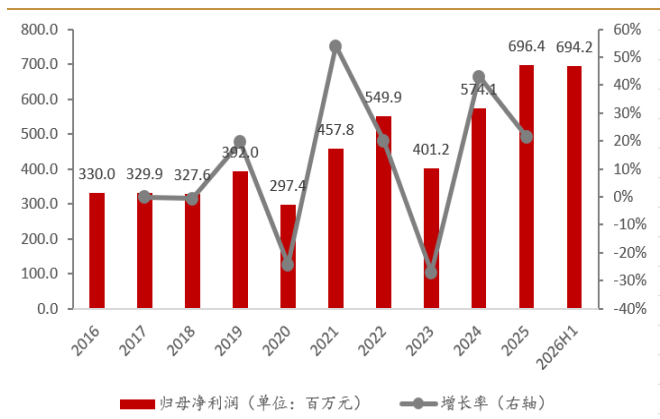
虽然毛利率有所下降，但费用端改善较为明显。2026 年上半年公司销售费用 7.42 亿元，同比增长 9.11%，销售费用率约 8.41%，较上年同期明显下降；管理费用 3.03 亿元，同比下降 2.05%，管理费用率约 3.43%。销售及管理费用增速均明显低于营业收入增速，规模效应逐步体现。

图 3：2016-2026H1 公司营业收入及同比增速



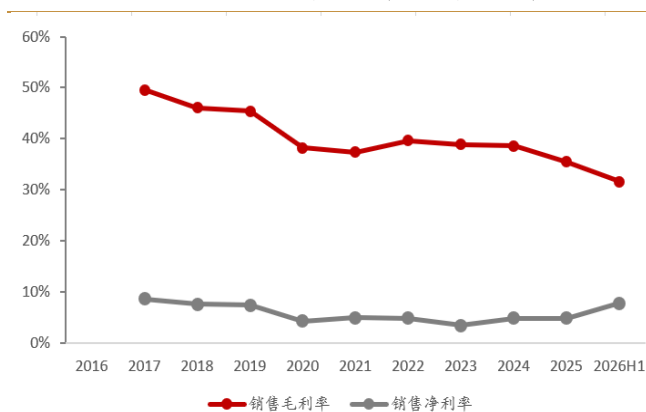
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2016-2026H1 公司归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2016-2026H1 公司销售毛利率及销售净利率



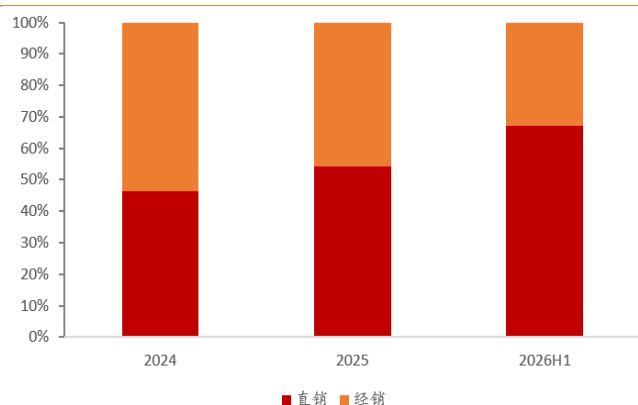
数据来源：Wind，西南证券整理

整体来看，公司 2026 年上半年呈现“收入较快增长、利润增速更快”的经营特征。虽然产品及客户结构变化导致毛利率短期有所下降，但销售、管理等期间费用得到较好控制，规模效应对利润形成支撑，公司净利率较上年同期有所提升。

直销与海外业务快速增长，收入结构持续变化。随着互联网客户数据中心交换机业务快速增长，公司销售模式进一步向直销倾斜。2026 年上半年公司直销业务实现收入 59.15 亿元，同比增长 51.27%，占营业收入比例约 67%；经销业务实现收入 29.17 亿元，同比增长 6.49%。直销业务已经成为公司收入增长的主要来源。

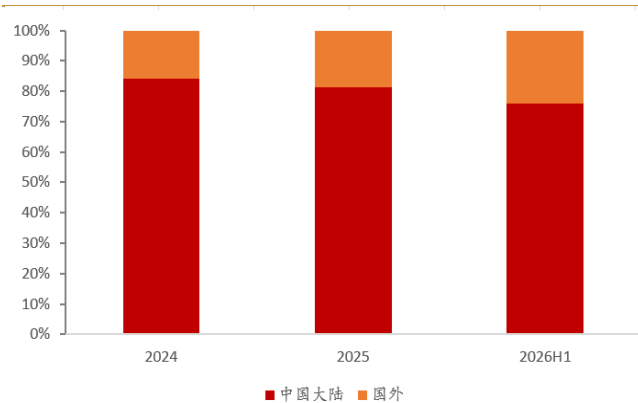
区域方面，公司国内业务仍为收入基本盘，公司海外市场增长较快。2026 年上半年境内业务实现收入 67.14 亿元，同比增长 21.98%；境外业务实现收入 21.18 亿元，同比增长 84.95%，增速明显高于国内市场，境外收入占营业收入比例达到 23.98%。公司目前业务已覆盖亚洲、欧洲、美洲、非洲等 140 多个国家和地区，并持续通过 Ruijie、Reyee 及 Cybrey 等品牌拓展不同层级市场。

图 6：公司直销及经销收入结构



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司境内外收入结构



数据来源：Wind，西南证券整理

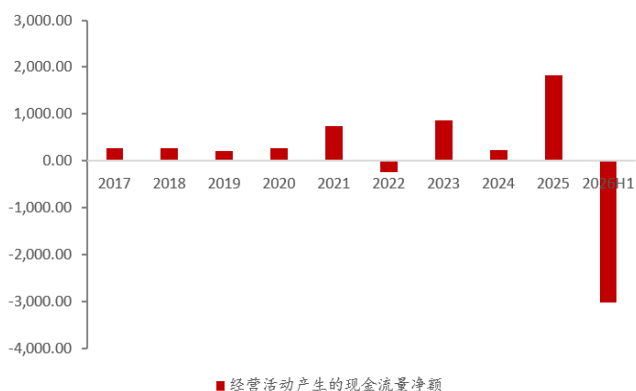
海外业务快速增长的同时，毛利率存在一定波动。2026 年上半年境外业务毛利率为 31.24%，同比下降 10.07 个百分点；境内业务毛利率为 31.73%，同比基本稳定。考虑海外市场仍处于快速拓展阶段，后续需关注海外业务收入增长及盈利能力变化。

备货力度明显提升，经营现金流短期承压。为满足数据中心交换机订单增长及未来生产需求，公司报告期内明显增加原材料备货。截至 2026 年 6 月末，公司存货达到 56.14 亿元，较 2025 年末 29.60 亿元明显增长；预付款项达到 14.33 亿元，较 2025 年末亦大幅增加。公司表示，货币资金下降以及存货增长主要与增加原材料备货有关。

与此同时，公司应收账款由 2025 年末 18.56 亿元增长至 36.77 亿元，主要系直销模式收入占比提升。直销客户以大型互联网企业及运营商为主，随着数据中心交换机收入快速增长，应收账款规模同步扩大。

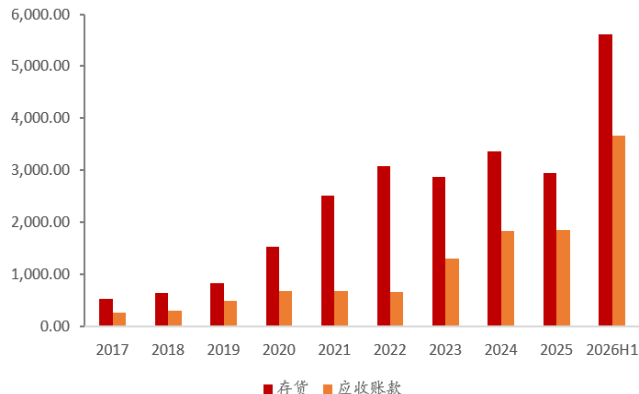
备货和采购增加使得公司经营现金流阶段性承压。2026 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 -30.18 亿元，上年同期为 -3.14 亿元，主要系采购商品、接受劳务支付的现金明显增长。同期，公司筹资活动现金流净额达到 16.34 亿元，短期借款由 2025 年末 13.01 亿元提升至 47.28 亿元，为业务快速扩张提供资金支持。

图 8：2017-2026H1 公司经营活动现金流净额（单位：百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2017-2026H1 公司存货及应收账款（单位：百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

整体来看，公司当前处于业务快速扩张阶段，数据中心交换机订单增长带动收入、应收账款及原材料备货同步提升，经营现金流因此出现阶段性压力。后续随着存货逐步转化为产品并实现订单交付，公司经营现金流及资产周转情况值得持续关注。

数据中心交换机持续迭代，完善高速互联产品布局。随着人工智能训练及推理场景对网络带宽和传输效率要求持续提升，公司不断推进数据中心交换机产品升级。报告期内，公司已形成覆盖 400G、800G 及更高速率的数据中心交换产品布局，并推出 128 端口 800G 盒式交换机，可用于建设高密度 AI 算力网络，为大规模 GPU 集群提供高带宽、低时延的数据传输能力。

在解决方案方面，公司持续推进 AI-Fabric、AI-FlexiForce 等智算中心网络方案，通过多轨组网、流量负载均衡及无损以太网等技术，提升大规模算力集群的网络传输效率。同时，公司围绕下一代高速互联持续进行技术储备，提前布局 1.6T 高速互联设备，并已发布 51.2T CPO 共封装交换机商用互联方案，形成覆盖 LPO、NPO、CPO 等技术路线的高速互联产品矩阵。

从市场应用来看，公司 AI 智算中心网络方案已经服务于中国移动、阿里巴巴、字节跳动、百度、腾讯、快手、360 等客户。2026 年上半年，在 AI 算力投资持续推进背景下，公司面向互联网客户的数据中心交换机订单加速交付，成为公司收入及利润增长的主要来源之一。

企业网络及无线产品持续升级，完善产品矩阵。除数据中心业务外，公司持续推进园区网络、无线 WLAN、云桌面及网络安全等产品迭代。在园区网络领域，公司持续升级极简以太网网络解决方案，并发布 EDN2.0 体验驱动网络方案，围绕业务体验、安全体验及运营效率等方向完善企业网络能力。

无线业务方面，公司持续推进 Wi-Fi 7 产品布局，推出 Wi-Fi 7 高密封装 AP 及射灯式 AP 等产品，主要面向企业办公、教育、会议及其他高密网络场景。随着 Wi-Fi 7 终端生态逐步完善，公司无线产品有望持续向更高带宽及更低时延方向升级。

云桌面及网络安全方面，公司推出安全云办公 4.0 解决方案，并持续推进防火墙等网络安全产品升级。公司通过网络设备、网络安全、无线产品及云桌面等产品形成较为完整的企业 ICT 产品体系，有利于提升客户覆盖能力及综合服务能力。

在品牌及渠道建设方面，公司围绕不同客户群体形成 Ruijie、Reyee 及 Cybrey 等品牌矩阵，并通过海外合作伙伴持续拓展中小企业及企业级客户。报告期内，公司进一步加强亚太等地区渠道建设，并持续完善全球合作伙伴体系。

2 盈利预测与估值

基于公司 2026 年上半年经营情况，我们对 2026-2028 年业绩进行预测。

关键假设：

分业务来看，我们预计公司网络设备业务仍为未来主要增长来源，考虑 AI 算力基础设施持续建设以及数据中心交换机产品放量，预计 2026-2028 年网络设备业务收入分别为 175.29/236.64/307.63 亿元，同比增长 40.0%/35.0%/30.0%。网络安全产品预计保持稳健增长，2026-2028 年收入分别为 5.83/6.70/7.44 亿元，同比增长 18.0%/15.0%/11.0%；云桌面解决方案预计实现收入 6.19/6.56/6.82 亿元，同比增长 8.0%/6.0%/4.0%；其他主营业务预计分别实现收入 6.20/5.58/5.86 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入、增速、营业成本及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	14,316.30	19,349.80	25,547.40	32,774.40
	增速	22.40%	35.20%	32.00%	28.30%
	营业成本	9,237.00	12,489.20	16,675.50	21,596.00
	毛利率	35.50%	35.50%	34.70%	34.10%
网络设备	营业收入	12,520.50	17,528.80	23,663.80	30,763.00
	增速	29.70%	40.00%	35.00%	30.00%
	营业成本	8,322.40	11,569.00	15,736.40	20,611.20
	毛利率	33.50%	34.00%	33.50%	33.00%
网络安全产品	营业收入	493.70	582.60	670.00	743.70
	增速	9.20%	18.00%	15.00%	11.00%
	营业成本	191.10	233.00	268.00	297.50
	毛利率	61.30%	60.00%	60.00%	60.00%
云桌面解决方案	营业收入	572.90	618.70	655.80	682.10
	增速	4.40%	8.00%	6.00%	4.00%
	营业成本	405.10	439.30	459.10	470.60
	毛利率	29.30%	29.00%	30.00%	31.00%
其他主营业务	营业收入	729.1	619.80	557.80	585.70
	增速	-30.20%	-15.00%	-10.00%	5.00%
	营业成本	318.3	247.90	212.00	216.70
	毛利率	56.30%	60.00%	62.00%	63.00%

数据来源：Wind，西南证券

综合上述假设，我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 193.50 亿元、255.47 亿元、327.74 亿元，同比增长 35.2%、32.0%、28.3%；归母净利润分别为 10.26 亿元、17.44 亿元、26.37 亿元，每股收益（EPS）分别为 0.92 元、1.57 元和 2.37 元，对应当前股价的动态 PE 分别为 127 倍、75 倍和 49 倍。

我们选取紫光股份、中兴通讯、烽火通信作为可比公司。紫光股份旗下新华三主要布局企业级交换机、路由器及 ICT 基础设施业务；中兴通讯为国内通信设备龙头，业务覆盖通信网络、政企及算力基础设施；烽火通信主要布局光通信、网络设备及信息化解决方案。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
000938.SZ	紫光股份	1090.55	38.13	0.59	1.07	1.43	1.78	64.63	35.64	26.66	21.42
000063.SZ	中兴通讯	1494.34	33.3	1.17	1.27	1.48	1.67	28.46	26.22	22.5	19.94
600498.SH	烽火通信	534.57	39.36	0.32	1.07	1.37	1.68	123	36.79	28.73	23.43
平均值								72.03	32.88	25.96	21.60
301165.SZ	锐捷网络	1304.18	117.11	0.63	0.92	1.57	2.37	187	127	75	49

数据来源：Wind，西南证券整理（股价截至2026 年 9 月 3 日）

根据 Wind 一致预期，可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别约为 33 倍、26 倍和 22 倍。锐捷网络对应 2026-2028 年 PE 分别约为 127 倍、75 倍和 49 倍，高于可比公司平均水平。我们认为，公司当前估值溢价主要反映其较高的业绩成长预期：AI 算力基础设施建设带动数据中心交换机业务快速增长，2026H1 公司网络设备收入同比增长 38.65%，互联网客户数据中心交换机订单加速交付成为业绩增长的核心驱动力。根据我们的盈利预测，公司 2026-2028 年归母净利润分别为 10.26 亿元、17.44 亿元和 26.37 亿元，仍处于较快增长阶段。考虑公司成长性较强，但当前估值水平亦明显高于可比公司，后续关注 AI 算力基础设施建设及数据中心交换机业务增长兑现情况。

3 风险提示

AI 算力基础设施需求不及预期风险；数据中心交换机产品订单及交付不及预期风险；市场竞争加剧风险；芯片及原材料供应风险；海外业务拓展不及预期及国际贸易风险；存货及经营现金流波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14316.26	19349.81	25547.41	32774.37	净利润	696.35	1025.72	1743.86	2636.97
营业成本	9236.85	12489.20	16675.47	21595.98	折旧与摊销	216.98	139.53	139.53	139.53
营业税金及附加	58.30	79.29	103.86	133.02	财务费用	16.11	41.11	14.36	23.86
销售费用	1655.10	2695.31	3494.08	4428.67	资产减值损失	-66.10	-61.36	-63.73	-62.54
管理费用	693.09	981.59	1294.66	1649.10	经营营运资本变动	684.21	-1587.63	-771.93	-1225.51
研发费用	1998.07	1950.00	2000.00	2050.00	其他	280.23	79.92	85.05	85.42
财务费用	16.11	41.11	14.36	23.86	经营活动现金流净额	1827.79	-362.71	1147.14	1597.72
资产减值损失	-66.10	-61.36	-63.73	-62.54	资本支出	405.54	25.73	33.74	29.66
投资收益	-0.18	-0.67	-0.43	-0.55	其他	-908.30	-161.58	-169.27	-103.01
公允价值变动损益	2.30	1.05	1.32	1.39	投资活动现金流净额	-502.76	-135.85	-135.53	-73.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-83.42	964.83	440.70	702.77
营业利润	815.78	1055.54	1904.60	2834.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.34	12.91	-11.80	-11.45	股权融资	65.04	-242.39	101.01	134.68
利润总额	825.12	1068.46	1892.80	2822.68	支付股利	-417.61	-531.64	-772.49	-1328.12
所得税	128.77	42.74	148.94	185.71	其他	3.97	-53.20	-30.22	-35.11
净利润	696.35	1025.72	1743.86	2636.97	筹资活动现金流净额	-432.03	137.60	-261.00	-525.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	883.14	-360.96	750.62	998.59
归属母公司股东净利润	696.35	1025.72	1743.86	2636.97					
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2525.94	1934.98	2554.74	3277.44	成长能力				
应收和预付款项	2082.77	2888.46	3864.50	4903.23	销售收入增长率	22.37%	35.16%	32.03%	28.29%
存货	2960.04	4668.41	5986.80	7904.15	营业利润增长率	112.69%	29.39%	80.44%	48.80%
其他流动资产	317.43	111.28	142.58	158.39	净利润增长率	21.30%	47.30%	70.01%	51.21%
长期股权投资	15.02	15.02	15.02	15.02	EBITDA 增长率	107.03%	17.86%	66.52%	45.62%
投资性房地产	37.21	22.93	25.47	27.31	获利能力				
固定资产和在建工程	459.68	399.93	340.17	280.42	毛利率	35.48%	35.46%	34.73%	34.11%
无形资产和开发支出	506.50	437.31	368.12	298.92	三费率	16.51%	19.21%	18.80%	18.62%
其他非流动资产	1319.62	1525.16	1682.21	1773.63	净利率	4.86%	5.30%	6.83%	8.05%
资产总计	10224.20	12450.18	13385.43	16465.16	ROE	13.96%	18.71%	27.02%	33.97%
短期借款	1301.28	2266.11	669.84	681.87	ROA	6.81%	8.55%	11.64%	14.15%
应付和预收款项	2927.04	4145.08	5487.58	7080.60	ROIC	16.91%	21.34%	27.04%	33.08%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.33%	6.39%	8.06%	9.15%
其他负债	1006.63	555.61	773.26	939.09	营运能力				
负债合计	5234.95	6966.79	6930.68	8701.57	总资产周转率	1.45	1.74	1.89	1.95
股本	795.45	1113.64	1113.64	1113.64	固定资产周转率	29.77	45.02	69.04	105.62
资本公积	2117.89	1799.75	1799.75	1799.75	应收账款周转率	7.61	8.45	8.16	8.08
留存收益	2075.92	2570.00	3541.36	4850.21	存货周转率	2.83	3.19	3.07	3.06
归属母公司股东权益	4989.25	5483.39	6454.75	7763.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.12	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4989.25	5483.39	6454.75	7763.59	资产负债率	0.51	0.58	0.46	0.47
负债和股东权益合计	10224.20	12450.18	13385.43	16465.16	带息债务/总负债	0.25	0.33	0.10	0.08
					流动比率	1.53	1.39	1.82	1.87
					速动比率	0.95	0.71	0.95	0.96
					股利支付率	0.60	0.52	0.44	0.50
					每股指标				
					每股收益	0.63	0.92	1.57	2.37
					每股净资产	4.48	4.92	5.80	6.97
					每股经营现金	1.64	-0.33	1.03	1.43
					每股股利	0.53	0.48	0.69	1.19
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	1048.88	1236.19	2058.49	2997.52					
PE	187.29	127.15	74.79	49.46					
PB	26.14	23.78	20.21	16.80					
PS	9.11	6.74	5.10	3.98					
EV/EBITDA	86.45	104.61	61.66	42.07					
股息率	0.45%	0.41%	0.59%	1.02%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn