

盛科通信-U (688702)

国产交换机芯片头部厂商，踏 AI+白盒化之浪

增持 (首次)

2024年07月01日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001  
maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书: S0600521080008  
baoxy@dwzq.com.cn

研究助理 李博韦

执业证书: S0600123070070  
libw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	767.50	1,037.42	1,383.57	1,786.69	2,211.78
同比 (%)	67.36	35.17	33.37	29.14	23.79
归母净利润 (百万元)	(29.42)	(19.53)	(13.67)	13.35	52.18
同比 (%)	(751.18)	33.62	30.03	197.69	290.79
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.07)	(0.05)	(0.03)	0.03	0.13
P/E (现价&最新摊薄)	(564.40)	(850.20)	(1,215.04)	1,243.72	318.26

关键词: #进口替代 #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ 商用以太网交换芯片贡献增量,数据中心驱动需求升级。根据灼识咨询,2020-2025 年全球商用以太网交换芯片市场规模占比将从 50%提升至 55%,主因系: 1) 技术、资金壁垒导致经济效益需规模支撑; 2) 商用厂商率先切入数据中心具备先发优势; 3) 商用厂商协同产业链和抵抗产能波动能力更高。预计 2025 年中国商用数据中心以太网交换芯片市场规模将达到 120.4 亿元,2020-2025 年 CAGR 为 18.0%,为商用以太网交换芯片增速最高下游应用领域。数据中心以太网交换机对数据传输+缓存能力要求高,2020-2025 年主要运用于数据中心和运营商的 25G 以上端口速率芯片占比预计将持续提升,2025 年占比或高达 60.7%。

■ 成本性能优势显著,白盒化趋势加速。白盒交换机成本较低且高效灵活,应用于数据中心优势凸显: 1) 成本上,商用硬件通常基于通用处理器架构且制造成本更低,能有效降低客户采购和维护成本; 2) 灵活性上,白盒交换机采用 ONOS,用户可以根据实际需求选择支持不同协议的操作系统,可编程性也能够支持交换机更好地适应不断变化的业务需求,大大简化网络管理的过程; 3) 白盒交换机高性能的硬件和可编程的特性能够满足数据中心之间大量数据的快速传输需求,同时其标准化硬件、软硬件解耦也能有效降低采购和维护成本。RoCE 在 AI 计算中加速渗透,更多软硬件功能要求有望催化白盒交换机渗透。根据 LP Information,2022 年全球白盒交换机市场规模为 21.9 亿美元,2029 年市场规模预计将达 58.9 亿美元,CAGR 为 15.1%。

■ 持续创新推动产品迭代优化,深度受益于国产化进程。1) 公司自成立以来持续专注于以太网交换芯片的自主研发与设计,形成了高性能交换架构、高性能端口设计、多特性流水线等 11 项核心技术,产品覆盖 100Gbps-2.4Tbps 交换容量及 100M~400G 的端口速率,目前最大端口速率达到 800G、交换容量为 12.8Tbps 及 25.6Tbps 的高端旗舰芯片已向客户送样,交换容量和端口速率等性能将达到国际竞品水平。2) 公司目前已顺利切入中兴通讯、新华三、锐捷网络、迈普技术等国内前五大交换机厂商供应链,2020-2023 年,公司国内市占率从 1.6%提升至 5.5%。

■ 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2024-2026 年营收为 13.8/17.9/22.1 亿元,同比 +33%/+29%/+24%,2024-2026 年归母净利润为 -0.14/0.13/0.52 亿元,同比 +30% (亏损收窄) /+198% (扭亏) /+291%,由于公司还未实现稳定盈利,因此选取 P/S 估值法进行估值,当前市值对应 P/S 值为 22.1/16/12 倍,低于可比公司平均 P/S 值 36.7/28.7/17.3 倍,首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示: 数据中心建设需求不及预期,白盒交换机渗透率提升不及预期,国产化替代进程不及预期,行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.00
一年最低/最高价	27.04/72.00
市净率(倍)	6.92
流通 A 股市值(百万元)	1,600.00
总市值(百万元)	16,400.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.78
资产负债率(% LF)	23.43
总股本(百万股)	410.00
流通 A 股(百万股)	40.00

相关研究

## 内容目录

<b>1. 国内以太网交换芯片头部厂商，创新投入引领发展</b> .....	<b>5</b>
1.1. 深耕以太网交换芯片近二十年，研发能力国内领先 .....	5
1.2. 股权结构分散，背靠国央企及产业基金 .....	7
1.3. 营收规模增长迅速，静待投入转化业绩扭亏 .....	8
<b>2. 商用以太网交换芯片贡献增长动能，国产替代进程加速</b> .....	<b>12</b>
2.1. 以太网交换芯片：网络终端互连关键设备的核心部件 .....	12
2.2. 商用以太网交换芯片贡献增量，数据中心驱动需求升级 .....	13
2.3. 成本性能优势显著，AI浪潮下白盒化趋势加速 .....	16
2.3.1. 白盒交换机成本较低且高效灵活，应用于数据中心优势凸显 .....	17
2.3.2. 白盒交换机市场快速增长，商用交换芯片核心受益 .....	18
2.3.3. RoCE 在 AI 算力中加速渗透，交换机芯片&白盒交换机受益 .....	20
<b>3. 持续创新推动产品迭代优化，深度受益于国产化进程</b> .....	<b>22</b>
3.1. 公司持续加大研发投入，缩小产品性能差距 .....	22
3.2. 深度绑定优质客户，行业特点构筑稳固壁垒 .....	23
3.3. 国产替代进程加速，先发布局核心受益 .....	24
<b>4. 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>26</b>
4.1. 关键假设与盈利预测 .....	26
4.2. 估值比较与投资建议 .....	27
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1:	公司历史沿革.....	5
图 2:	公司股权结构 (截至 24Q1) .....	7
图 3:	2019-24Q1 公司营业收入 (亿元) 及增速 (%) .....	8
图 4:	2019-2023 年公司营收结构 .....	8
图 5:	2019-2023 年以太网交换芯片营业收入 (亿元) 及增速 (%) .....	9
图 6:	2019-2023 年以太网交换芯片模组营业收入 (亿元) 及增速 (%) .....	9
图 7:	2019-2023 年以太网交换机营业收入 (亿元) 及增速 (%) .....	10
图 8:	2019-24Q1 公司各业务毛利率 (%) .....	10
图 9:	2019-24Q1 公司费用率 (%) .....	10
图 10:	2019-24Q1 公司归母净利润 (亿元) 及归母净利率 (%) .....	10
图 11:	典型以太网交换机内部架构图 .....	12
图 12:	以太网交换设备产业链 .....	12
图 13:	典型以太网交换芯片产品结构 .....	13
图 14:	以太网交换芯片报文交换处理架构 .....	13
图 15:	2016-2025E 全球以太网交换芯片市场规模 (亿元) .....	14
图 16:	商用市场贡献未来主要增量 .....	14
图 17:	2020 年中国商用以太网交换芯片市场竞争格局 (以销售额计) .....	14
图 18:	行业内商用厂商基本情况 .....	14
图 19:	2016-2025E 中国云计算市场规模 (亿元) .....	15
图 20:	2016-2025E 中国商用以太网交换芯片各应用场景市场规模 (亿元) .....	15
图 21:	2016-2025E 中国商用以太网交换芯片各端口速率市场规模 (亿元) .....	16
图 22:	数据中心用以太网交换设备主要特征 .....	16
图 23:	白盒交换机自身特点 .....	17
图 24:	传统交换机和白盒交换机架构对比 .....	17
图 25:	白盒交换机与传统交换机的对比 .....	17
图 26:	白盒交换机优势 .....	17
图 27:	全球以太网交换设备和白盒交换机市场规模 .....	18
图 28:	2022 年全球白盒交换机市场竞争格局 .....	18
图 29:	Arista 股价及纳斯达克指数走势对比 (截至 2024 年 6 月 12 日) .....	19
图 30:	交换机白盒化拉动商用交换芯片市场规模增长 .....	19
图 31:	超以太网联盟历史沿革 .....	20
图 32:	Meta 在 RoCE 领域布局 .....	20
图 33:	博通 RoCE 领域产品布局 .....	20
图 34:	英伟达 RoCE 领域产品布局 .....	20
图 35:	RoCE 通过自适应路由显著减少“长尾效应” .....	21
图 36:	RoCE 的网络平均带宽是传统以太网两倍 .....	21
图 37:	中国人工智能市场 IT 支出情况 (百万美元) .....	21
图 38:	中国算力网络市场规模 (亿元) .....	21
图 39:	公司核心技术情况 .....	22
图 40:	公司主要客户及合作方 .....	24
图 41:	以太网交换芯片行业特点 .....	24
图 42:	2021 年中国以太网交换机市场竞争格局 .....	25

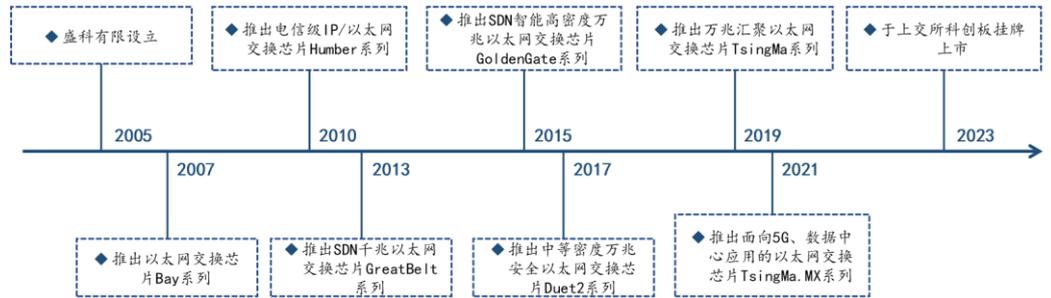
图 43: 2020 年中国商用以太网交换芯片市场竞争格局 (以销售额计) .....	25
图 44: 公司先发优势稳固 .....	25
表 1: 公司以太网交换芯片和芯片模组一览 .....	6
表 2: 公司以太网交换机一览 .....	7
表 3: 募投项目概况 .....	11
表 4: 公司 Arctic 芯片产品与国际头部厂商同级别主流产品对比 .....	23
表 5: 公司分业务收入预测 (百万元) .....	27
表 6: 可比公司估值 .....	27

## 1. 国内以太网交换芯片头部厂商，创新投入引领发展

### 1.1. 深耕以太网交换芯片近二十年，研发能力国内领先

盛科通信（688702.SH）成立于2005年，总部位于江苏苏州，目前主营产品包括以太网交换芯片、以太网交换芯片模组以及以太网交换机。公司在以太网交换芯片领域深耕多年，现已形成高性能交换架构、高性能端口设计、多特性流水线等11项核心技术，相继推出Bay系列、Humber系列、GreatBelt系列、GoldenGate系列、TsingMa系列以及TsingMa.MX系列，覆盖中电港、斯维通电子、新华三、锐捷网络、迈普通信、飞速创新以及蓝盾科技等优势客户。公司2023年于上交所科创板上市，2023年实现收入10.4亿元，同比增长35.2%，归母净利润-0.20亿元，同比增长33.6%，研发投入3.1亿元，占营收比例高达30.3%。

图1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

以太网交换芯片品类丰富，致力实现高中低全方面覆盖。公司在以太网交换芯片深耕多年，产品覆盖100Gbps-2.4Tbps交换容量及100M-400G的端口速率，全面覆盖企业网络、运营商网络、数据中心网络和工业网络等应用领域。公司相继推出以太网交换芯片Bay系列、电信级IP/以太网交换芯片Humber系列、SDN千兆以太网交换芯片GreatBelt系列、SDN智能高密度万兆以太网交换芯片GoldenGate系列、中等密度万兆安全以太网交换芯片Duet2系列、万兆汇聚以太网交换芯片TsingMa系列以及面向5G、数据中心应用的以太网交换芯片TsingMa.MX系列。

表1: 公司以太网交换芯片和芯片模组一览

产品系列	主要型号	产品图例 (芯片及芯片模组)	交换容量	最大端口速率	基本特性
TsingMa.MX 系列	CTC8180		2.4Tbps	400G	二层转发 三层路由 ACL QoS
TsingMa 系列	CTC7132 CTC5118 CTC3124	  	440Gbps	100G	二层转发三层路由 ACL、QoS
Duet2 系列	CTC7148		640Gbps	100G	二层转发三层路由 ACL、QoS
GoldenGate 系列	CTC8096	 	1.2Tbps	100G	二层转发三层路由 ACL、QoS
GreatBelt 系列	CTC5160 CTC5120	 	120Gbps	10G	二层转发三层路由 ACL、QoS
Humber 系列	CTC6048 CTC6028 CTC5048	  	100Gbps	10G	二层转发三层路由 ACL、QoS

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

**把握行业新机遇, 创造芯片业务应用案例。**公司基于拳头产品以太网交换芯片, 推出融入新兴的白盒交换机、SDN (软件定义网络) 等创新理念的以太网交换机产品, 在商业模式上着力关注面向客户及应用的贴牌定制, 为客户提供有创新力和竞争力的整体解决方案, 并探索下一代企业网络、运营商网络、数据中心网络和工业网络等多种应用场景需求, 为芯片业务推广提供应用案例。

表2: 公司以太网交换机一览

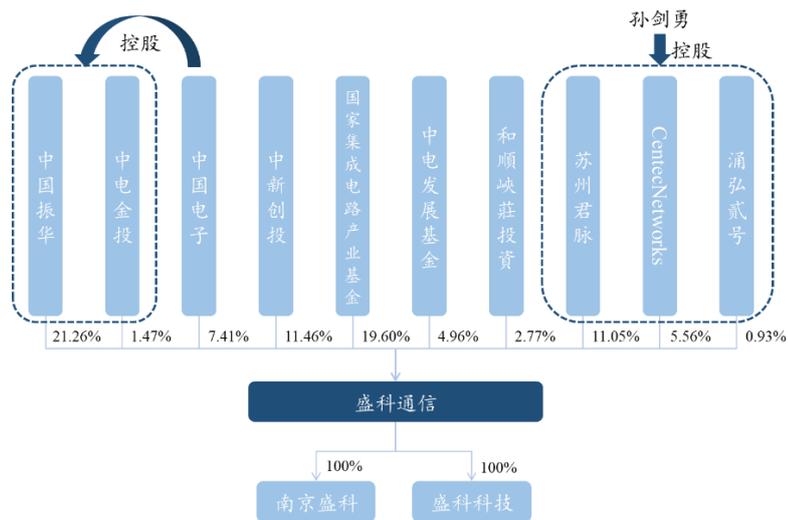
产品系列	产品图例	核心芯片	系统交换容量	支持端口速率
E680/V680 系列三层以太网交换机		TsingMa.MX 系列	4Tbps	1G、2.5G、5G、10G、25G、40G、50G、100G、200G、400G
E530/V530 系列三层以太网交换机		TsingMa 系列	880Gbps	100M、1G、2.5G、10G、40G、100G
E550/V550 系列三层以太网交换机		Duet2 系列	1.28Tbps	1G、10G、25G、40G、100G
E580/V580 系列三层以太网交换机		GoldenGate 系列	2.4Tbps	1G、10G、40G、100G
E350/V350 系列三层以太网交换机		GreatBelt 系列	240Gbps	100M、1G、10G

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

### 1.2. 股权结构分散, 背靠国央企及产业基金

国央企与产业基金战略持股, 股权结构分散。截至 2024 年一季报, 中国振华及其一致行动人中国电子、中电金投共持有公司 30.1% 的股份, 为公司第一大股东。国家集成电路产业基金持有公司 19.6% 的股份, 为公司第二大股东。公司股权结构较为分散, 不存在控股股东或实际控制人。

图2: 公司股权结构 (截至 24Q1)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 1.3. 营收规模增长迅速，静待投入转化业绩扭亏

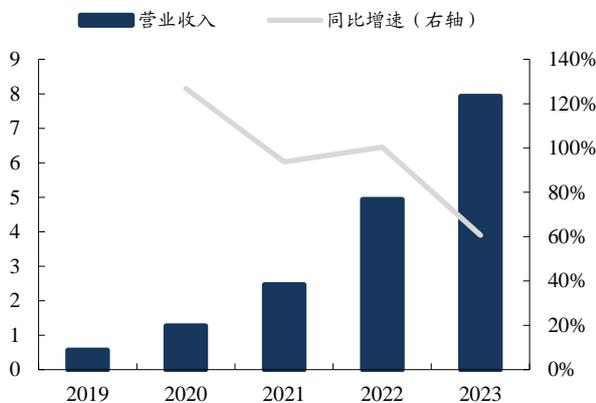
营收端：营收规模高速增长，以太网芯片占比提升。

近几年公司营收总体增速可观，24Q1 业绩短期承压。2019-2023 年公司营业收入从 1.9 亿元增长至 10.4 亿元，年复合增速高达 52.5%，但 23Q1 以来受国际贸易经济环境以及全球半导体供应形势的影响，下游客户在 23H1 加大提货力度，导致 24Q1 营收同比下滑 13.6%，伴随公司建立长期订单机制，并通过持续、稳定的交付保障客户信心，未来异常波动将逐步消除。

以太网交换芯片营收维持高速增长，贡献营收主要增量。产品结构上，公司拳头产品以太网交换芯片营收占比持续提升，从 2019 年的 29.2% 提升至 2023 年的 76.3%，公司凭借深厚的技术积累，在精准把握客户需求的基础上持续优化产品性能，深受国内头部客户认可。伴随商用市场需求推动叠加国产化进程加速，公司以太网交换芯片未来成长空间广阔。

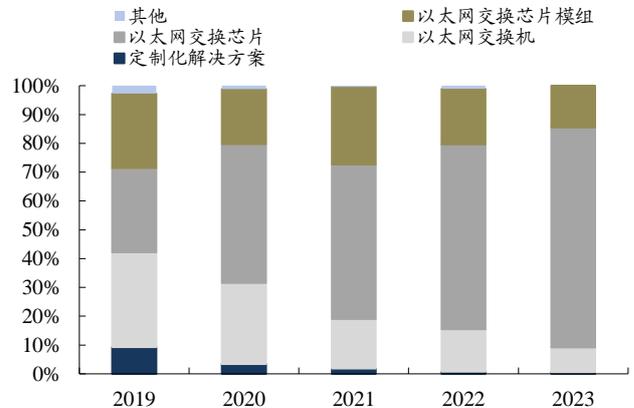
2019-2023 年公司以太网交换芯片收入从 0.56 亿元增长至 7.9 亿元，CAGR 高达 93.9%，公司以太网交换芯片料号丰富、性能优越，深受客户认可，产品需求高速增长。以太网交换芯片模组面向定制化客户，2022 年以来营收规模逐步稳定，而以太网交换机营收受国际贸易经济环境影响有所收缩。

图3：2019-24Q1 公司营业收入（亿元）及增速（%）



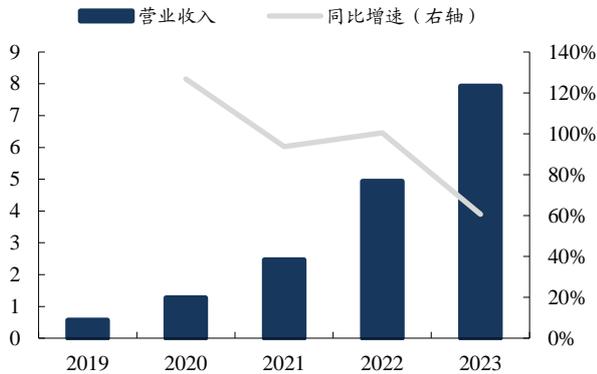
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2019-2023 年公司营收结构



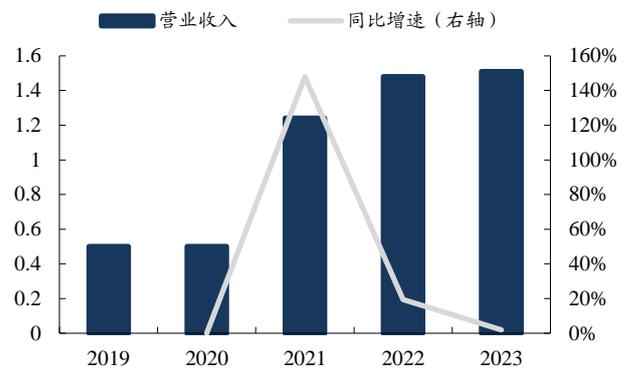
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 2019-2023 年以太网交换芯片营业收入 (亿元) 及增速 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2019-2023 年以太网交换芯片模组营业收入 (亿元) 及增速 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**成本端: 24Q1 毛利率回暖, 成本管控效果显现。**

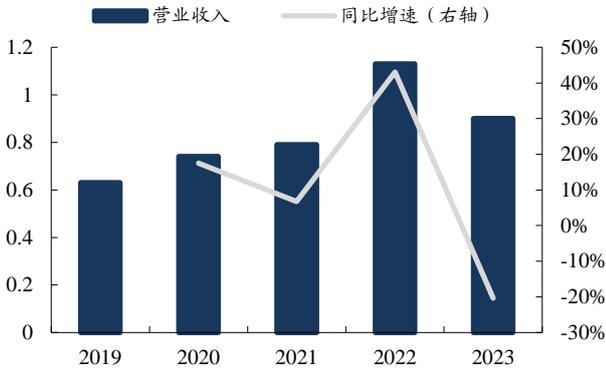
毛利率短期承压, 创新投入引领未来发展。2019-24Q1 公司整体毛利率从 58.3% 下降至 27.8%, 主要系以太网交换芯片出货占比逐渐提升的同时, 产品毛利率受低端产品放量、国际政治经济形势及产业链格局变化的影响由 58.3% 下降至 27.8%。

销售、管理费用率呈现下降趋势, 财务费用率趋于平稳。为了在高研发投入下保障盈利能力, 公司坚持优化降本路线, 销售费用率和管理费用率分别从 10.9%/14.1% 下降至 3.9%/5.5%, 成本管控效果显现。公司财务费用主要由利息收支和汇兑损益构成, 2022 年财务费用受汇率波动以及利息增加影响大幅增加, 24Q1 恢复至正常水平, 预计未来保持平稳。

**利润端: 净利润短期承压, 研发投入持续增长。**

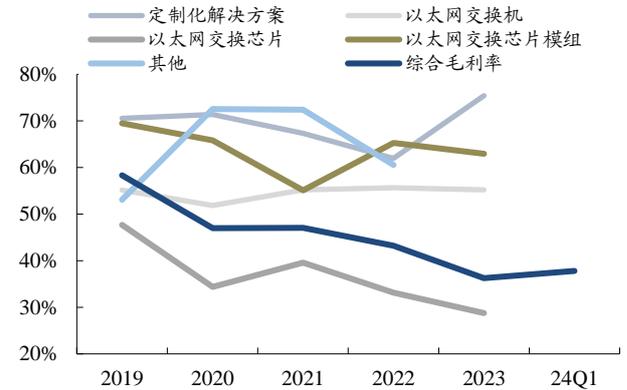
静待经营效益成果显现, 高研发投入构筑技术壁垒。2019-24Q1 公司研发费用率始终维持在 30% 以上, 24Q1 公司研发投入同比增长 67.0%, 为响应下游客户提升产品性能及规格丰富度的要求, 并抓住当下国产化趋势的发展机会, 公司始终坚持高强度研发投入。截至 2023 年 12 月 31 日, 公司累计申请知识产权 1297 项, 其中发明专利 1118 项; 累计获得知识产权 592 项, 其中发明专利 428 项, 公司技术壁垒稳固。

图7: 2019-2023 年以太网交换机营业收入 (亿元) 及增速 (%)



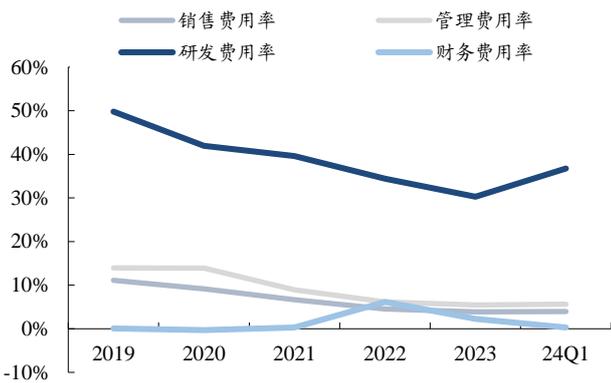
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2019-24Q1 公司各业务毛利率 (%)



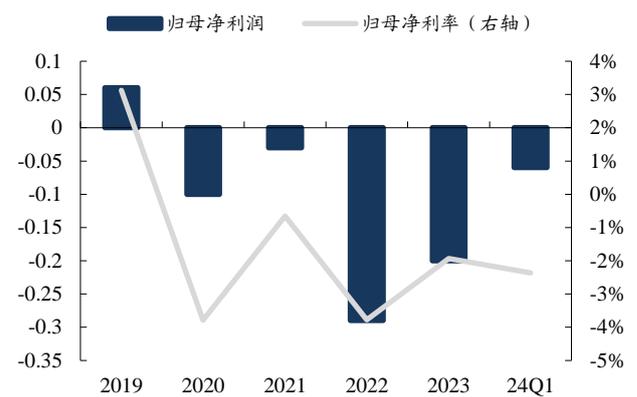
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2019-24Q1 公司费用率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2019-24Q1 公司归母净利润 (亿元) 及归母净利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**提升核心产品性能上限, 进军路由交换芯片领域。**为进一步巩固公司以太网交换芯片技术优势, 公司募集资金投入“新一代网络交换芯片研发与量产项目”以及“路由交换融合网络芯片研发项目”, 其中“新一代网络交换芯片研发与量产项目”将聚焦于具有更大交换容量且具备数据可视、高安全性、可编程、低时延、低功耗等特性的核心交换芯片以及具备低功耗、时间敏感与多协议适用的边缘接入交换芯片, 实现公司产品交换容量上限的提升, 并进一步缩小与行业全球头部厂商的差距。而“路由交换融合网络芯片研发项目”则将主要开发具备路由能力的大宽带交换芯片, 实现横向拓展公司产品应用市场和开发新的客户资源, 从而提高公司整体竞争实力。

表3: 募投项目概况

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
新一代网络交换芯片研发与量产项目	47,190.64	47,000.00
路由交换融合网络芯片研发项目	25,347.50	25,000.00
补充流动资金	28,000.00	28,000.00
合计	100,538.14	100,000.00

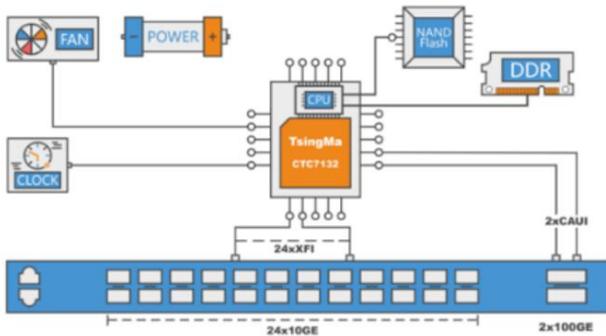
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

## 2. 商用以太网交换芯片贡献增长动能，国产替代进程加速

### 2.1. 以太网交换芯片：网络终端互连关键设备的核心部件

以太网设备为网络互连关键设备，以太网交换芯片为关键部件。以太网交换设备为用于网络信息交换的网络设备，是实现各种类型网络终端互联互通的关键设备。以太网交换设备由以太网交换芯片、CPU、PHY、PCB、接口/端口子系统等组成，其中以太网交换芯片和 CPU 为最核心部件。以太网交换芯片上游为半导体材料和设备供应商，如硅片、化学材料、光刻设备等。下游为网络设备制造商，如以太网交换机制造商。后者将芯片、元器件、光模块、电路板、电源模块和结构件等元件组装成以太网交换机。

图 11：典型以太网交换机内部架构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：以太网交换设备产业链

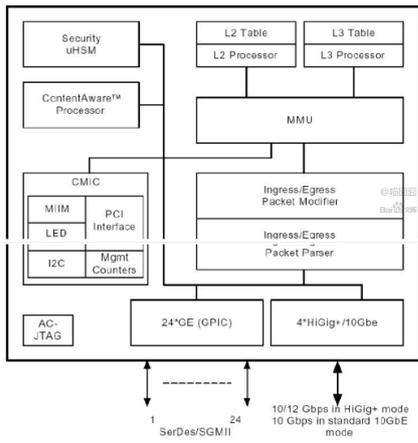


数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

交换芯片需有较高数据处理能力，内部结构复杂。以太网交换芯片内部的逻辑通路由数百个特性集合组成，在协同工作的同时保持极高的数据处理能力，因此其架构实现具有复杂性。以太网交换芯片由 GE/XE 接口 (MAC/PHY) 模块、CPU 接口模块、输入输出匹配/修改模块等模块组成，交换芯片与 CPU 通过 PCI 总线、SPI+MII、I2C+MII 等接口连接。

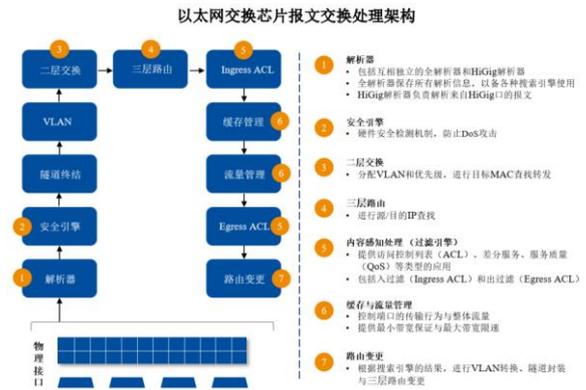
交换芯片报文交换结构复杂，技术壁垒较高。报文或数据包由端口进入交换芯片之后，需要经历解析器、安全引擎、二层交换等多重匹配和检测来传输数据，整体报文交换结构较为复杂。同时交换芯片需要与众多其他厂商的交换芯片、网卡、光模块等器件互联互通，对产品稳健性和可靠性有严苛的要求，技术难点主要集中于高性能交换芯片架构设计、高密度端口设计、针对不同应用场景的流水线设计，并研发配套的 SDK 软件接口。同时为了支撑交换芯片大规模应用，需要厂商在产品性能、特性、成本和功耗之间进行平衡，并具备大规模数字专用芯片的验证、测试、规模量产能力。

图13: 典型以太网交换芯片产品结构



数据来源: CSDN, 东吴证券研究所

图14: 以太网交换芯片报文交换处理架构



数据来源: 公司招股说明书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

## 2.2. 商用以太网交换芯片贡献增量，数据中心驱动需求升级

**2025 年全球商用交换芯片市场空间预计超 200 亿元，CAGR 超越自用市场。**根据灼识咨询数据，2016-2020 年全球商用以太网交换芯片市场从 143.3 亿元增长至 184 亿元，CAGR 为 6.4%，预计 2025 年全球商用市场将增长至 238.7 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 5.3%，超越自用市场 CAGR，为以太网交换芯片市场规模增长的主要驱动力。

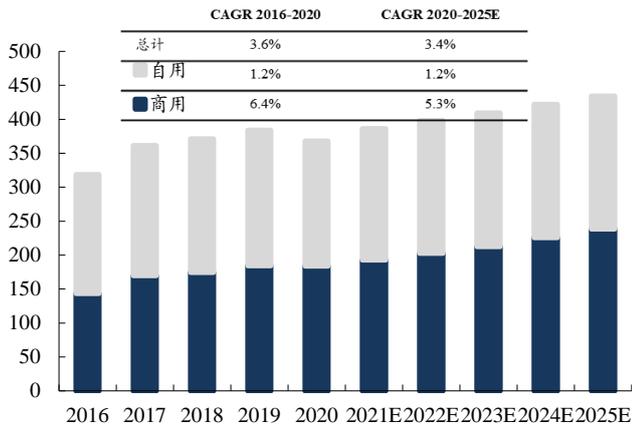
**商用市场占比持续提升，驱动行业空间扩张。**根据灼识咨询数据，2020-2025 年全球商用以太网交换芯片市场规模占比将从 50%提升至 55%，主要潜在因素有：

1) 以太网交换芯片的技术、资金壁垒导致部分自用厂商难以靠自身体量支撑高额研发投入和高速迭代，并实现经济效益；

2) 未来数据中心将贡献以太网交换芯片市场主要增量，而商用厂商率先切入具备先发优势；

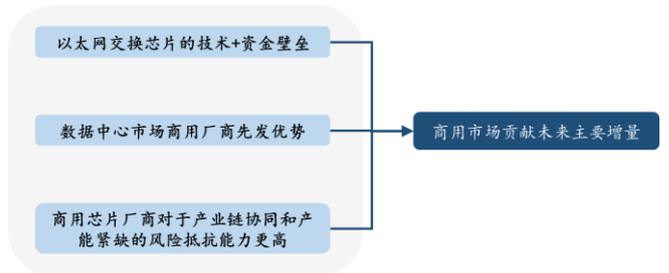
3) 在国际贸易摩擦引起产业链震荡背景下，商用厂商相对自用芯片厂商协同产业链和抵抗产能波动的能力更高。未来伴随云计算快速渗透、AI 兴起，商用市场将持续引领以太网交换芯片扩张。

图15: 2016-2025E 全球以太网交换芯片市场规模 (亿元)



数据来源: 公司招股说明书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

图16: 商用市场贡献未来主要增量

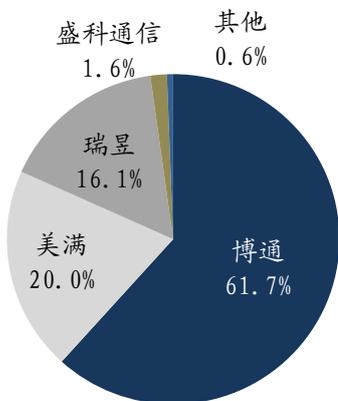


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

**国内市场: 目前由海外巨头主导, 公司国产市占率第一。**根据灼识咨询数据, 以 2020 年中国商用以太网交换芯片市场销售额口径统计, 博通、美满和瑞昱分别以 61.7%、20.0% 和 16.1% 的市占率排名前三位, 合计占据了 97.8% 的市场份额, 而公司在本土厂商中排名第一, 市场份额达 1.6%。

**头部企业产品覆盖度广, 平台效应显著。**由于以太网交换芯片行业具备较高的技术壁垒、客户及应用壁垒、资金壁垒, 当前国内参与厂商较少, 国产化程度较低。博通在超大规模的云数据中心、HPC 集群与企业网络市场占据较高份额, 为全球头部厂商, 美满扩充产品线后实现包含超大规模数据中心在内的各应用领域及其细分领域全覆盖, 2020 年两者合计占据国内 81.7% 的市场份额, 平台效应显著。

图17: 2020 年中国商用以太网交换芯片市场竞争格局 (以销售额计)



数据来源: 公司招股说明书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

图18: 行业内商用厂商基本情况

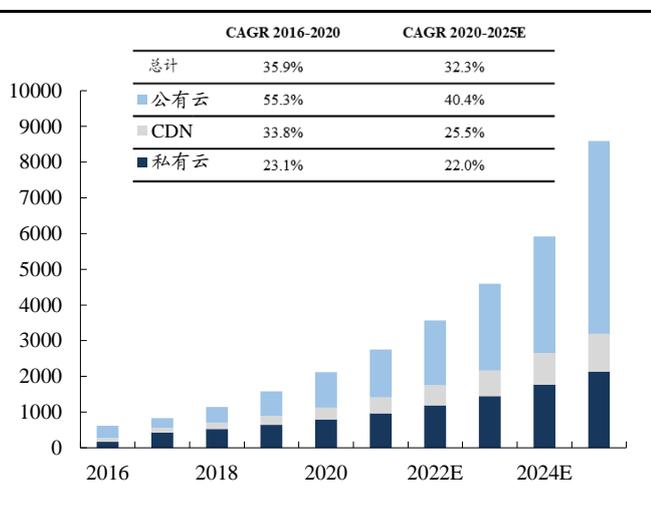
企业名称	主营业务	产品结构
博通 (AVGO.O) BROADCOM	全球领先的有线和无线通信半导体公司, 为计算和网络设备、数字娱乐和宽带接入产品以及移动设备的制造商提供业界最广泛的、先进的 SoC 和软件解决方案	覆盖高、中、低端产品线, 主要发展高端产品线, 主要资源投入在面向超大规模数据中心的 Tomahawk 系列和 Trident 系列等高性能系列
美满 (MRVL.O) MARVELL	主要从事混合信号和数字信号处理集成电路设计、开发和销售, 产品线涵盖嵌入式处理器、无线通信芯片、车载电子、以太网控制器、存储器、转换器、服务器、处理器等众多种类	覆盖高、中、低端产品线, 过去主要定位中端市场, 2021 年收购 Innovium 后, 产品线向中高端发展, 开始覆盖超大规模数据中心等高端领域
瑞昱 (2379.TW) REALTEK	专注于多种领域的应用集成电路, 产品线横跨通讯网络、电脑周边、多媒体等技术	面向中低端市场, 主要聚焦低端产品线

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

云计算快速渗透推动数据中心建设需求增长，2025 年公有云市场规模预计为 5400 亿元。自 2019 年以来，国内云计算巨头以及通信运营商不断加大云计算领域的投资，数据中心作为底层设施将直接受益，云计算业务的发展及流量增长直接驱动云厂商对数据中心的需求和投资增长。根据灼识咨询数据，2020 年我国云计算市场规模 2119.3 亿元，其中公有云市场规模为 990.6 亿元，预计 2025 年我国云计算市场规模将达到 8588.4 亿元，CAGR 为 32.3%，其中公有云市场规模预计为 5400 亿元，CAGR 为 40.4%。

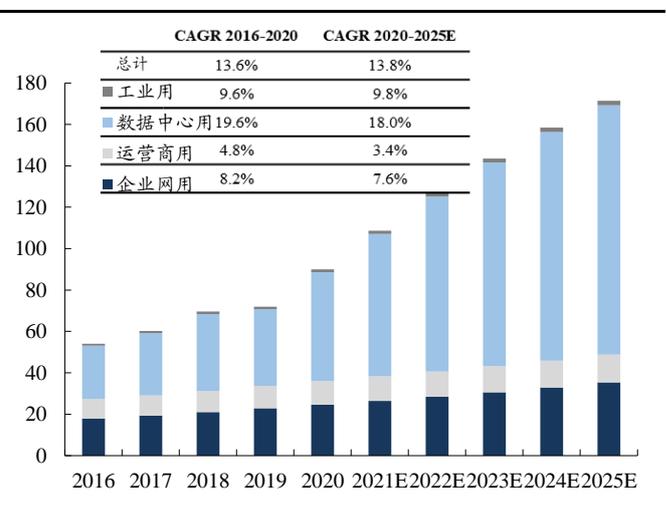
数据中心贡献商用市场主要增量，2020-2025 年 CAGR 为 18%。根据灼识咨询数据，2020 年中国商用数据中心用以太网交换芯片总体市场规模为 52.6 亿元，预计 2025 年市场规模将达到 120.4 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 18.0%，为增速最高的下游应用领域。

图19: 2016-2025E 中国云计算市场规模 (亿元)



数据来源: 公司招股说明书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

图20: 2016-2025E 中国商用以太网交换芯片各应用场景市场规模 (亿元)



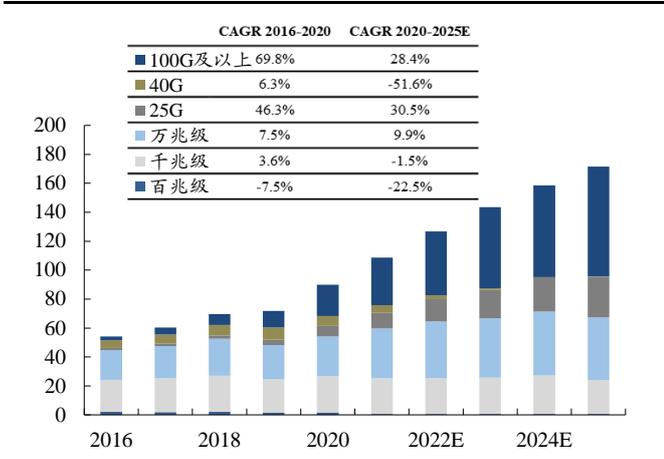
数据来源: 公司招股说明书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

数据中心对以太网交换机的数据传输+缓存能力要求高。数据中心中的以太网交换机需要有高的可靠性、安全性，且组网和部署也需更高效快捷。数据中心用以太网交换机以高质量的业务保证和控制识别能力为特征，实现端到端的流控与背压机制，保证数据传输的稳定可靠，平抑网络浪涌，同时该类产品的出端口缓存方式，采用分布式缓存架构，缓存能力可达 1G 以上。面对每端口在万兆全线速条件下达到 200 毫秒突发流量的情况，数据中心用以太网交换机的大缓存仍能保证网络转发零丢包，较好适应数据中心服务器量大、突发流量大的特点。

25G+端口速率芯片占比持续上行，100G+端口速率芯片需求高速增长。近年云计算、大数据、物联网、人工智能等技术产业的快速发展和传统产业数字化的转型均对网络带宽提出新的要求，400G 端口将成为下一代数据中心网络内部主流端口形态。根据灼识咨询数据，2020-2025 年主要运用于数据中心和运营商的 25G 以上端口速率芯片占比持

续提升, 2025 年占比高达 60.7%, 其中 25G 和 100G 端口速率芯片需求高速增长, CAGR 分别为 30.5%/28.4%。

图21: 2016-2025E 中国商用以太网交换芯片各端口速率市场规模 (亿元)



数据来源: 公司招股说明书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

图22: 数据中心用以太网交换设备主要特征



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

### 2.3. 成本性能优势显著, AI 浪潮下白盒化趋势加速

商用硬件与开源软件结合, 白盒交换机实现灵活配置和管理。白盒交换机的概念最早由网络硬件供应商 Big Switch Networks 在 2012 年推出, 该产品采用开放式网络交换架构, 将商用硬件与开源软件操作系统相结合, 以实现更灵活的网络配置和管理, 意在将硬件和软件分离, 使得网络管理员能够根据实际需求进行定制化配置, 实现更高级别的网络控制和优化。

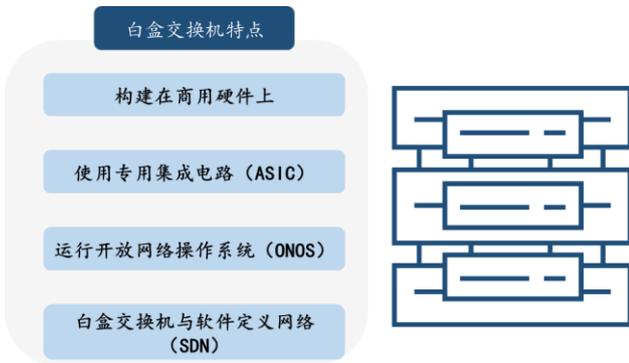
**ASIC+ONOS+SDN 充分赋能, 白盒交换机性能优势突出。**白盒交换机具备构建在商用硬件上、使用 ASIC、运行开放网络操作系统 (ONOS)、与软件定义网络 (SDN) 相结合的特点。

1) 通过使用 ASIC, 白盒交换机可以实现高性能的数据包处理和转发, 并满足大规模数据中心和网络的需求, 而网络管理员也能依据 ASIC 的定制性实现需求优化, 提升网络性能和效率。

2) ONOS 允许网络管理员通过集中式控制器来配置和管理网络, 从而实现根据实际需求制定网络策略、动态调整网络行为, 进而实现更高效的数据流量管理和资源利用。

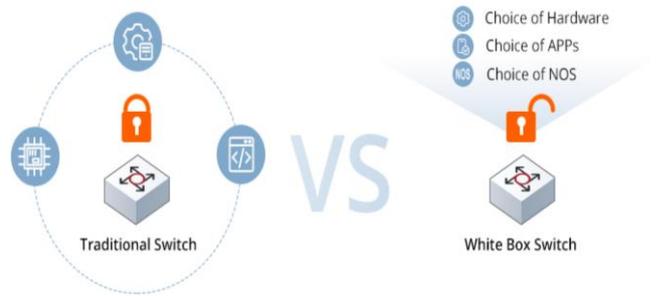
3) 与 SDN 结合使得交换机能够通过集中式的控制器通信来实现网络行为的调整和优化, 进而实现更高级别的网络自动化和优化。

图23: 白盒交换机自身特点



数据来源: 网络技术联盟站, 东吴证券研究所

图24: 传统交换机和白盒交换机架构对比



数据来源: SDNLAB, 东吴证券研究所

2.3.1. 白盒交换机成本较低且高效灵活, 应用于数据中心优势凸显

成本上, 由于商用硬件通常基于通用处理器架构且制造成本更低, 因此白盒交换机能有效降低客户采购和维护成本。

灵活性上, 白盒交换机采用 ONOS, 用户可以根据实际需求选择支持不同协议的操作系统, 从而实现更好的性能和兼容性。可编程性也能够支持交换机更好地适应不断变化的业务需求, 无论是新增设备还是调整网络策略, 交换机都能够通过软件配置实现, 大大简化网络管理的过程。

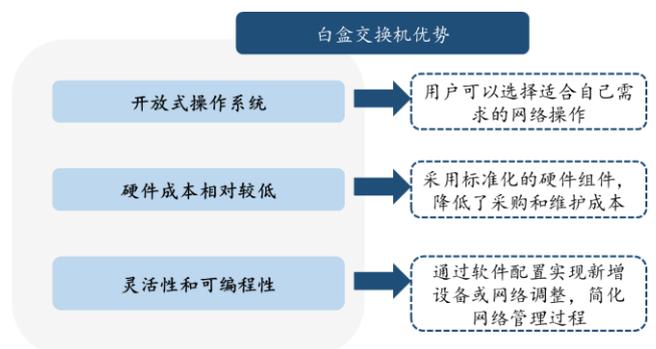
在大规模数据中心中, 多个数据中心之间需要高带宽、低延迟的互联。白盒交换机高性能的硬件和可编程的特性能够满足数据中心之间大量数据的快速传输需求, 支持数据中心的互联和资源共享, 同时其标准化硬件也能有效降低采购和维护成本, 在数据中心应用领域优势显著。

图25: 白盒交换机与传统交换机的对比

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

数据来源: 网络技术联盟站, 东吴证券研究所

图26: 白盒交换机优势

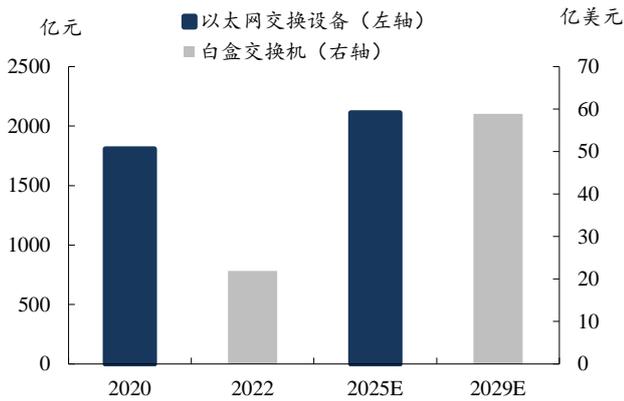


数据来源: 网络技术联盟站, 东吴证券研究所

2.3.2. 白盒交换机市场快速增长，商用交换芯片核心受益

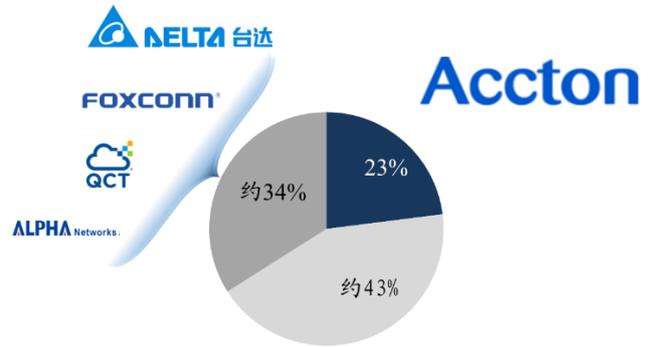
2029 年全球白盒交换机市场规模约 60 亿美元，智邦科技为第一大供应商。根据 LP Information，2022 年全球白盒交换机市场规模为 21.9 亿美元，2029 年市场规模预计将达 58.9 亿美元，2022-2029 年 CAGR 为 15.1%，而全球以太网交换设备整体维持稳健增长，2020-2025 年 CAGR 为 3.2%。根据 IMR REPORTS，2022 年全球前五大白盒交换机供应商为智邦科技、台达电子、鸿海科技、云达科技以及明泰科技，前五大供应商市占率合计超 57%，其中智邦科技市占率 23%，为第一大供应商。

图27: 全球以太网交换设备和白盒交换机市场规模



数据来源：公司招股说明书，灼识咨询，LP Information，东吴证券研究所

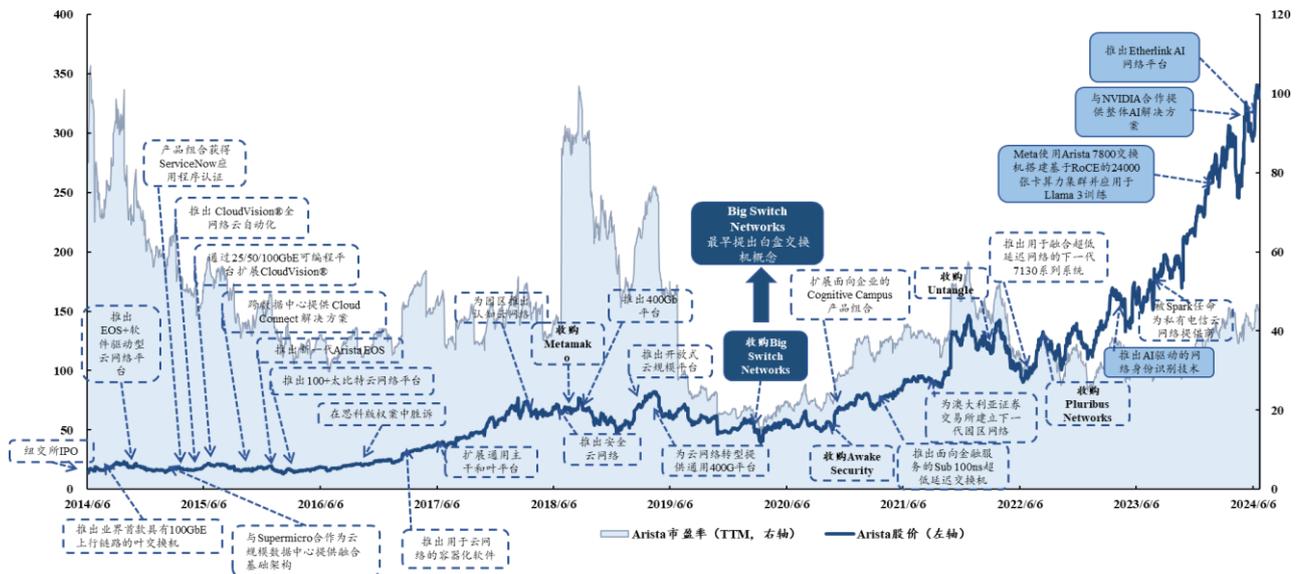
图28: 2022 年全球白盒交换机市场竞争格局



数据来源：IMR REPORTS，东吴证券研究所

**复盘 Arista: 战略收购支撑成长，白盒化+AI 布局获市场认同。** Arista 是全球领先的数据中心云网供应商，成立于 2004 年并于 2014 年在纽交所成功上市。Arista 率先切入大规模数据中心和园区软件驱动认知云网络领域，凭借出色的产品质量和技术实力，基于自身 CloudVision 和 EOS 高级网络操作系统在全球交付超过两千万个云网络端口，覆盖 AWS、AttackIQ、博通、Google、英特尔、微软/Azure 等 9000 多家优质客户。复盘公司股价走势，Arista 自 2018 年起陆续收购 Metamako、Big Switch Networks、Untangle 和 Pluribus Networks，持续发力布局构建数据中心用白盒交换机竞争壁垒，并使得 Arista 成功从网络公司转变为数据驱动的 AI 公司，伴随 AI 浪潮和数据中心快速扩张，公司价值愈发受到市场认同。

图29: Arista 股价及纳斯达克指数走势对比 (截至 2024 年 6 月 12 日)



数据来源: Arista 投资者关系网站, SDNLAB, Wind, 东吴证券研究所

商用交换芯片为白盒交换机硬件底层, 核心受益交换机白盒化趋势。相较于传统交换机, 白盒交换机将设备硬件和软件的分层, 成本较低且高效灵活。根据 AT&T, 白盒交换机生态系统可拆解为商用芯片层、芯片接口层、网络功能参考设计层以及网络操作系统和协议层, 其中商用芯片层主要负责底层的交换转发, 是白盒交换机的关键部件。根据 LP Information, 2029 年全球白盒交换机市场规模预计将达 58.9 亿美元, 2022-2029 年 CAGR 为 15.1%, 白盒交换机市场快速成长将推动硬件底层商用交换芯片用量提升。

图30: 交换机白盒化拉动商用交换芯片市场规模增长



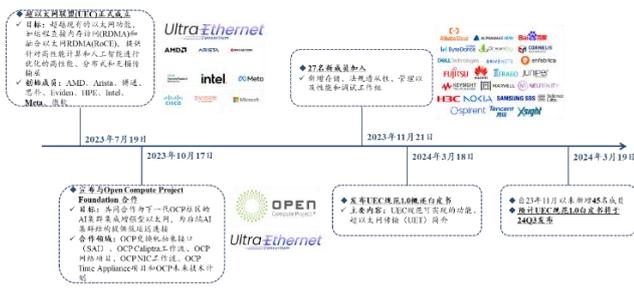
数据来源: 网络通信与安全紫金山实验室, 东吴证券研究所

2.3.3. RoCE 在 AI 算力中加速渗透，交换机芯片&白盒交换机受益

(详细分析请见我们先前发布的报告《光通信跟踪深度：以太网在 AI 算力投资中的 Why、How 与 What》)

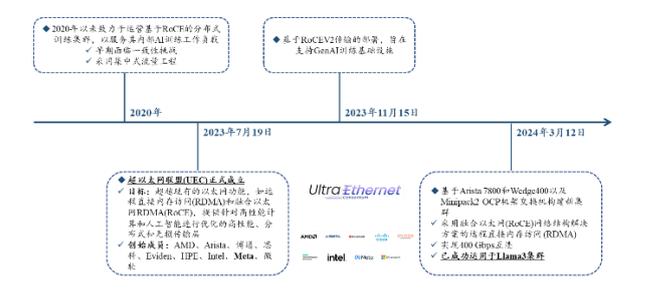
产业链巨头相继入局，RoCE 加速渗透。IB 网络在 AI 算力建设前期占据主流，但产业链一直在探索以太网适配 AI 计算的可能性，超以太网联盟 (Ultra Ethernet Consortium, UEC) 应运而生，博通、英伟达、Meta 等产业链各环节的网络、系统、云计算厂商也持续投入并取得进展，RoCE 有望逐渐取代 IB 的主流地位。

图31: 超以太网联盟历史沿革



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图32: Meta 在 RoCE 领域布局



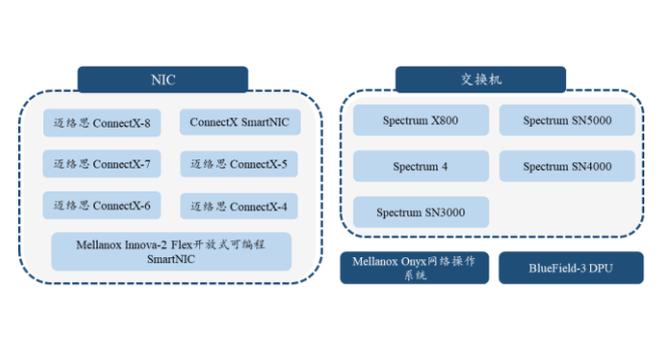
数据来源：SDNLAB，公司官网，东吴证券研究所

图33: 博通 RoCE 领域产品布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

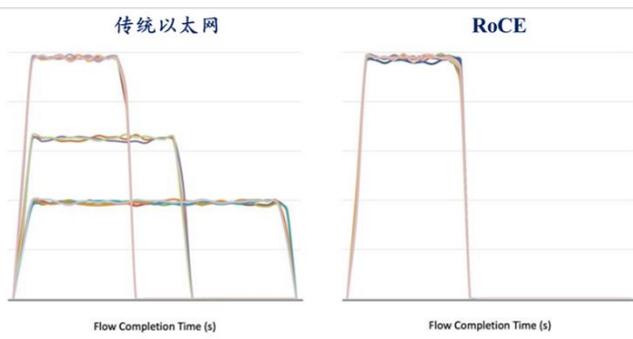
图34: 英伟达 RoCE 领域产品布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

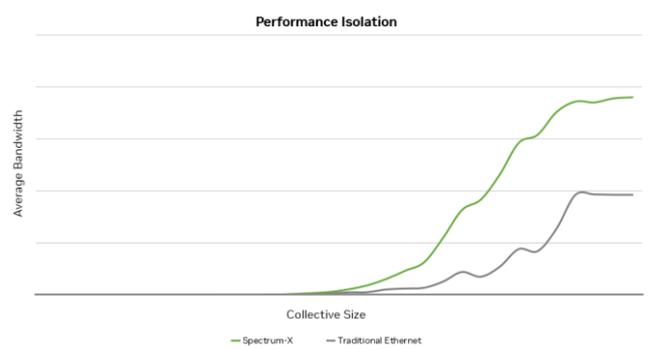
AI 计算的数据特性带来新问题，RoCE 架构中交换机硬件+软件新功能可解决问题。AI 互联主要面对两大数据传输问题：1) “大象流”显著增加带来的长尾效应——可通过 RoCE 的自适应路由功能解决；2) 不同计算进程间数据共接收端导致“多传一”拥塞——可通过 RoCE 的交换机拥塞控制算法+缓存池化解决。

图35: RoCE 通过自适应路由显著减少“长尾效应”



数据来源: 英伟达, 东吴证券研究所

图36: RoCE 的网络平均带宽是传统以太网两倍

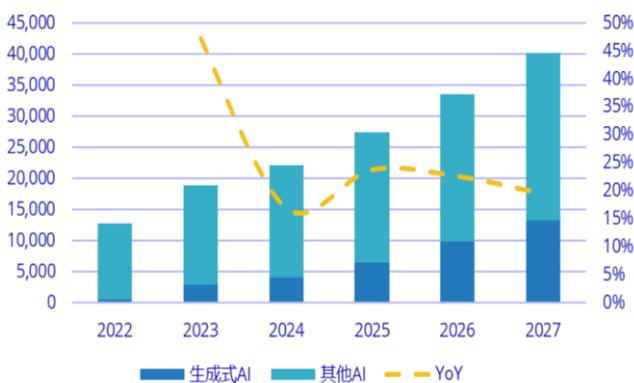


数据来源: 英伟达, 东吴证券研究所

**交换机集成更多功能, AI 时代白盒交换机获更多发挥空间。**新一代 RoCE 交换机芯片在容量迭代提升的同时, 也需实现自适应路由、拥塞控制及缓存池化分配等软硬件功能, 产品复杂度及价值量有望进一步提升, 同时云厂商亦可根据自身硬件特性、需求和痛点自行开发相应功能的算法及软件, 白盒交换机在软硬件上的发挥空间进一步扩展。

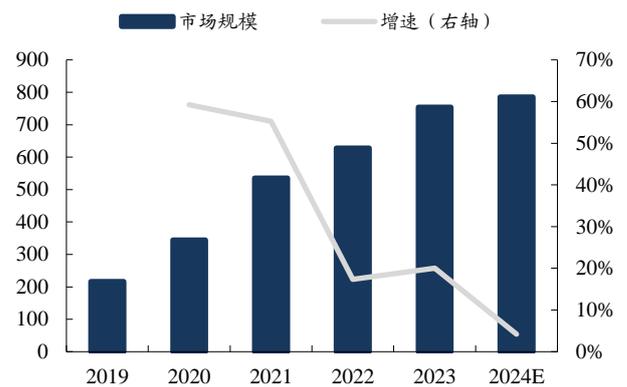
**国内 AI 算力建设有望加速, 算力网络推动各级算力高效互联。**根据 IDC 数据, 中国人工智能 IT 支出约占亚太地区的 50%, 预计在 2027 年将突破 400 亿美元, CAGR 为 25.6%, 其中生成式 AI 投资规模占比预计将从 2022 年的 4.6% 提升至 2027 年的 33%, 2027 年投资规模预计超 130 亿美元, CAGR 为 86.2%。而为了实现云、边、端三级算力的按需分配和灵活调度, 算力网络市场也在快速扩张, 根据中商产业研究院数据, 2019-2024 年中国算力网络市场规模预计从 216.5 亿元增长至 785.5 亿元, CAGR 为 29.4%。

图37: 中国人工智能市场 IT 支出情况 (百万美元)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图38: 中国算力网络市场规模 (亿元)



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

### 3. 持续创新推动产品迭代优化，深度受益于国产化进程

#### 3.1. 公司持续加大研发投入，缩小产品性能差距

**研发投入占比维持高位，核心技术成果转化能力强。**2020-24Q1 公司研发投入占比始终维持在 30%以上，24Q1 公司研发投入为 0.9 亿元，同比增长 67.0%，公司保持较高强度研发投入，通过技术创新进一步提高产品丰富度及性能功能，以满足客户需求、抓住国产化机会、保持竞争优势。同时，公司持续致力于研发技术产业化，2020-2022 年公司核心产品收入占比始终位于 98%以上，核心技术成果转化能力强。

**公司深耕行业多年积累 11 项核心技术，不断优化产品性能。**公司自成立以来持续专注于以太网交换芯片的自主研发与设计，在规格定义、转发架构、特性设计上均具备成功经验，通过多年的人才积累和技术积累，形成了高性能交换架构、高性能端口设计、多特性流水线等 11 项核心技术。

基于规模化市场应用的反馈、对产业链的理解和影响以及行业标准组织的深度参与，公司以以太网交换芯片产品完成数次迭代，迭代过程中核心技术持续升级完善，各项性能指标稳步提高，现已形成具备自主知识产权、具备国内领先地位、符合本土化需求的核心技术能力，CTC7132、CTC8096、CTC5160 三款主要以太网交换芯片产品均获得中国电子学会“国际先进、部分国际领先”科技成果鉴定。

图39: 公司核心技术情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**产品布局循序渐进，公司持续缩小性能差距。**基于多年技术积累，公司产品目前覆盖 100Gbps-2.4Tbps 交换容量及 100M~400G 的端口速率，同时为进一步满足数据中心、云服务先进需求并追赶国际领先水平，公司持续进行研发投入和创新，目前最大端口速率达到 800G、交换容量为 12.8Tbps 及 25.6Tbps 的高端旗舰芯片已向客户送样，交换

容量和端口速率等性能将达到国际竞品水平，而规模量产的 TsingMa.MX 产品已经具备 2.4Tbps 转发能力，支持国内运营商面向新一代通信技术提出的 FlexE 切片网络技术和 G-SRv6 技术。

表4: 公司 Arctic 芯片产品与国际头部厂商同级别主流产品对比

公司名称	盛科通信	博通	美满	思科
产品名称	Arctic (在研)	Tomahawk 4	Teralynx 8	G100
交换容量	25.6Tbps	25.6Tbps	25.6Tbps	25.6Tbps
支持端口速率	10G、25G、50G、 100G、200G、 400G、800G	10G、25G、50G、 100G、200G、 400G、800G	10G、25G、50G、 100G、200G、 400G、800G	10G、25G、50G、 100G、200G、 400G、800G、1.6T
基本特性	二层转发 三层路由 ACL、QoS EVPN	二层转发 三层路由 ACL、QoS	二层转发 三层路由 ACL、QoS	二层转发 三层路由 ACL、QoS
数据中心网络增强特性	无损网络 安全互联 榫卯可编程 增强可视化引擎	无损网络 可视化	无损网络 可视化	无损网络 可视化

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 3.2. 深度绑定优质客户，行业特点构筑稳固壁垒

**公司不断开拓优质客户，产品获国内主流客户青睐。**凭借高性能、灵活性、高安全、可视化的技术优势，公司顺利切入中兴通讯、新华三、锐捷网络、迈普技术等国内前五大交换机厂商供应链，与客户建立了长期、稳定的合作伙伴关系，公司芯片支持的以太网交换机已在国内主要运营商以及金融、政府、交通、能源等各大行业实现规模应用。公司充分利用扎根国内的优势，及时反馈客户需求，通过快速响应的能力、稳定的产品交付能力以及优质的产品性能获得客户一致认可。

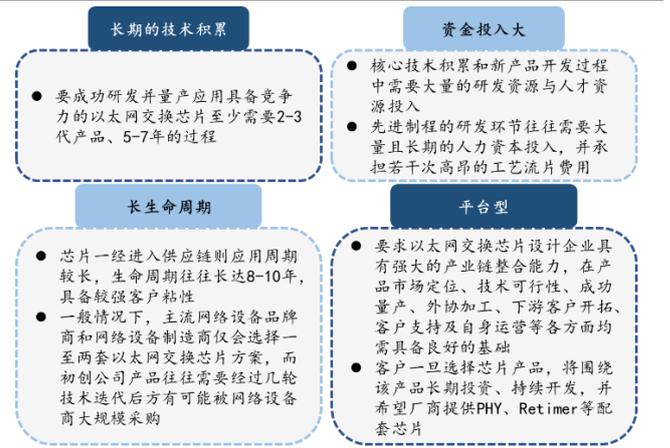
**持续与国内产研头部参与者合作研发，奠定国产替代基础。**公司长期与中兴通讯、新华三、裕太微、之江实验室、广东省新一代通信与网络创新研究院、中兴通讯等国内交换机、以太网物理层芯片及智能研究头部机构进行研发合作，合作项目包括多模态网络与通信、千兆以太网物理层芯片合作开发项目、基于自主可编程芯片的新型网络设备项目以及时间敏感网络关键技术研究及验证项目，在巩固自身技术优势的同时不断提升在国内产业链条内的影响力。

图40: 公司主要客户及合作方



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图41: 以太网交换芯片行业特点



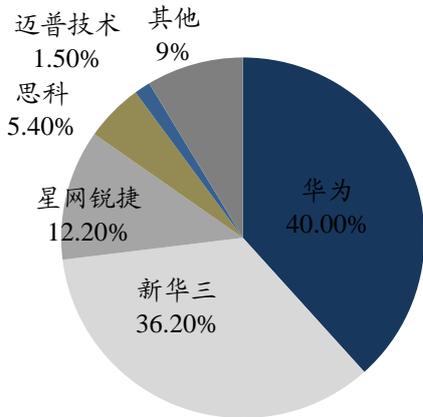
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

公司基于长期积累构筑稳固壁垒, 公司客户资源优势显著。以太网交换芯片需要长期的技术积累和巨大的资金投入, 成功研发并量产应用具备竞争力的以太网交换芯片至少需要 2-3 代产品、5-7 年时间。公司为国内最早投入以太网交换芯片研发的厂商之一, 现已成功开发丰富的产品序列、积累领先的核心技术、具备完善的产业链配套以及拥有充足人才储备。此外, 以太网交换芯片也具有平台型和长生命周期的特点, 芯片一经进入供应链则生命周期往往长达 8-10 年, 具备较强客户粘性, 一般主流网络设备品牌商和网络设备制造商仅会选择 1-2 套以太网交换芯片方案, 对以太网交换芯片新进入者的接纳性较弱。同时以太网交换芯片行业要求设计企业具有强大的产业链整合能力, 在产品市场定位、技术可行性、成功量产、外协加工、下游客户开拓、客户支持及自身运营等各方面均需具备良好的基础, 行业新进入者需要较长时间实现经验积累。

### 3.3. 国产替代进程加速, 先发布局核心受益

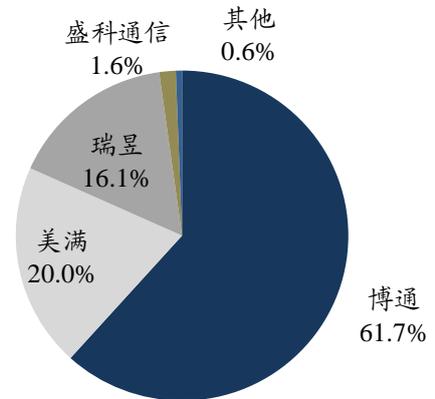
国内以太网交换机与交换芯片市场竞争格局错配, 国产化替代空间广阔。根据中商产业研究院数据, 2021 年国内以太网交换机市场主要由国产厂商占据, 其中华为排名第一, 占据 40% 的市场份额, 其次为新华三、星网锐捷、思科、迈普技术, 分别占据 36.2%/12.2%/5.4%/1.5% 的市场份额。尽管华为和思科主要采用自研芯片, 但剩余 58.3% 的以太网交换机市场主要采用国外厂商的芯片, 2020 年博通、美满和瑞昱合计占有 97.8% 的市场份额。在当前复杂的贸易环境下, 国产化发展战略愈发受到重视, 同时国内科技企业为保证自身的供应链的安全也开始采取多元化、自主可控的采购策略, 以太网交换芯片国产替代空间广阔。

图42: 2021年中国以太网交换机市场竞争格局



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

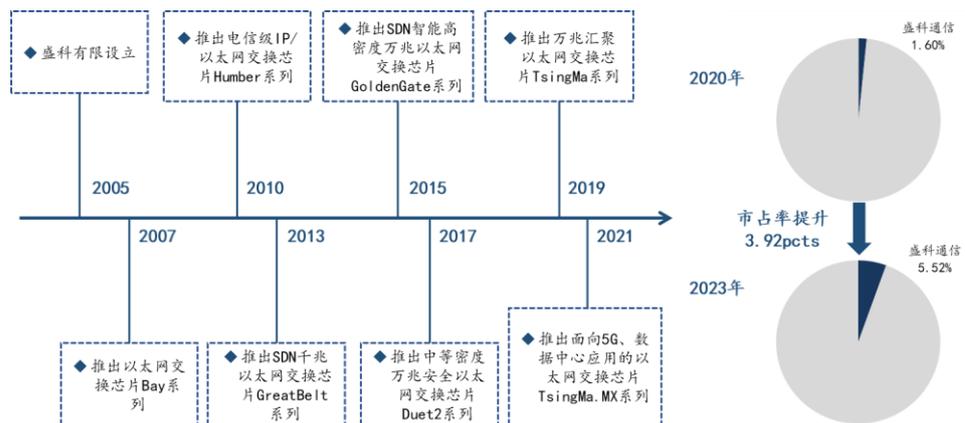
图43: 2020年中国商用以太网交换芯片市场竞争格局 (以销售额计)



数据来源: 公司招股说明书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

公司先发优势凸显, 在国产化趋势中深度收益。公司自 2005 年开始布局以太网交换芯片, 产品和技术经过多轮技术迭代和反复终端验证, 已顺利切入中兴通讯、新华三、锐捷网络、迈普技术等国内前五大交换机厂商供应链。采用公司产品后, 客户将在产品生命周期中与公司协作开发并持续采购, 不断提升产品采购占比, 与公司建立长期稳定的合作伙伴关系, 因此客户在全产业链中更换的时间成本、资金成本与风险较高, 更换新兴供应商的意愿较低, 新进入企业较难在短时间内越过既有厂商的先发优势。2020-2023 年, 公司国内市占率从 1.6% 提升至 5.5%, 但仍有较大空间, 伴随国内厂商国产替代的持续推进, 公司市占率有望实现快速提升。

图44: 公司先发优势稳固



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1. 关键假设与盈利预测

**以太网交换芯片：**公司是国内领先的商用以太网交换芯片设计厂商，产品矩阵丰富且导入国内以太网交换机头部客户，未来伴随数据中心需求增长驱动商用芯片用量提升+白盒交换机渗透率逐步提升，叠加数据中心用芯片性能升级带来价值量提升，量价齐升+国产化驱动推动公司以太网交换芯片业务营收高增，预计 2024-2026 年营业收入为 11.1/14.8/18.9 亿元，同比增长 40%/34%/28%。

**以太网交换芯片模组：**以太网芯片模组产品主要面对定制化需求客户，未来营收预计维持平稳增长，预计 2024-2026 年营业收入为 1.7/1.8/2.0 亿元，同比增长 12%/10%/7%。

**以太网交换机：**数据中心需求增长推动以太网交换机白盒化逐步演进，公司以太网交换机业务将稳步增长，预计 2024-2026 年营业收入为 1.0/1.2/1.2 亿元，同比增长 16%/12%/5%。

**定制化解决方案：**公司定制化解决方案主要为客户提供与以太网交换芯片及设备相关的定制化技术解决方案及相关服务，随着公司产品成熟度不断提升以及前期产品开发方案陆续完成客户验证，定制化解决方案服务将逐步转化为客户的产品量产订单，预计 2024-2026 年营业收入为 5.5/5.6/5.8 亿元，同比增长 3%/3%/3%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营收为 13.8/17.9/22.1 亿元，同比增长 33%/29%/24%，2024-2026 年归母净利润为-0.14/0.13/0.52 亿元，同比+30%（亏损收窄）/+198%（扭亏）/+291%。

表5: 公司分业务收入预测 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
以太网交换芯片	791.5	1105.4	1480.1	1887.1
YOY	-2.5%	39.7%	33.9%	27.5%
毛利率	28.8%	33.0%	35.0%	38.0%
营收占比	76.3%	79.9%	82.8%	85.3%
以太网交换芯片模组	150.7	168.1	184.2	196.5
YOY	1.8%	11.6%	9.6%	6.7%
毛利率	63.0%	63.0%	61.0%	60.0%
营收占比	14.5%	12.1%	10.3%	8.9%
以太网交换机	90.0	104.7	116.8	122.4
YOY	-20.3%	16.4%	11.6%	4.8%
毛利率	55.2%	55.5%	56.0%	56.5%
营收占比	8.7%	7.6%	6.5%	5.5%
定制化解决方案	5.3	5.5	5.6	5.8
YOY	-9.2%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	75.4%	75.0%	75.0%	75.0%
营收占比	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
营业总收入	1037.4	1383.6	1786.7	2211.8
YOY	35.2%	33.4%	29.1%	23.8%
毛利率	36.3%	38.5%	39.2%	41.1%
归母净利润	-19.5	-13.7	13.4	52.2
YOY	33.6%	30.0%	197.7%	290.8%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4.2. 估值比较与投资建议

由于公司尚未实现稳定盈利,因此选取 P/S 估值法进行估值,这里选取与盛科通信同为国产芯片设计厂商的裕太微、景嘉微、澜起科技作为可比公司。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 13.8/17.9/22.1 亿元,同比增长 33%/29%/24%,当前市值对应 P/S 值为 22.1/16.0/12.0 倍,低于可比公司平均 P/S 值 36.7/28.7/17.3 倍。考虑到公司是国产以太网交换机芯片稀缺标的,且已向国内头部客户出货,并且未来有望实现更高端产品出货,首次覆盖给予“增持”评级。

表6: 可比公司估值

公司代码	名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			P/S		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
688515.SH	裕太微-U	46.4	2.7	4.1	6.8	11.3	17.0	11.3
300474.SZ	景嘉微	290.0	7.1	11.8	16.7	22.0	40.7	24.6
688008.SH	澜起科技	652.5	22.9	41.1	60.2	76.9	28.5	15.9
	平均		10.9	19.0	27.9	36.7	28.7	17.3
688702.SH	盛科通信	166.1	10.4	13.8	17.9	22.1	16.0	12.0

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 裕太微、景嘉微、澜起科技数据均来自 Wind 一致预期,截至 2024 年 6 月 28 日收盘价

## 5. 风险提示

**数据中心建设需求不及预期:** 若后续下游客户数据中心建设投入未达预期, 对以太网交换机和以太网交换芯片的需求也将不及预期, 公司业绩表现将受到影响;

**白盒交换机渗透率提升不及预期:** 若白盒交换机渗透率提升不及预期, 对商用以太网交换芯片的需求将不及预期, 公司业绩将受到影响;

**国产化替代进程不及预期:** 目前国内商用芯片市场由海外巨头占据, 且以太网交换芯片存在生命周期长、平台型的特点, 若下游客户国产化替代进程不及预期, 将对公司业绩表现造成影响;

**行业竞争加剧:** 公司目前为国内以太网交换芯片头部厂商, 如果行业竞争持续加剧, 公司产品份额存在下降的可能。

## 盛科通信三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,863</b>	<b>2,740</b>	<b>2,807</b>	<b>2,915</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,037</b>	<b>1,384</b>	<b>1,787</b>	<b>2,212</b>
货币资金及交易性金融资产	1,632	1,542	1,340	1,149	营业成本(含金融类)	661	851	1,087	1,303
经营性应收款项	508	647	826	997	税金及附加	3	4	5	7
存货	716	544	634	760	销售费用	40	55	71	88
合同资产	0	0	0	0	管理费用	57	72	89	111
其他流动资产	7	7	8	8	研发费用	314	457	572	708
<b>非流动资产</b>	<b>282</b>	<b>246</b>	<b>212</b>	<b>181</b>	财务费用	24	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	44	42	54	66
固定资产及使用权资产	218	184	151	122	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	28	28	28	28	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	11	10	9	7	<b>营业利润</b>	<b>(20)</b>	<b>(14)</b>	<b>16</b>	<b>61</b>
其他非流动资产	24	24	24	24	营业外净收支	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,145</b>	<b>2,986</b>	<b>3,019</b>	<b>3,096</b>	<b>利润总额</b>	<b>(20)</b>	<b>(14)</b>	<b>16</b>	<b>61</b>
<b>流动负债</b>	<b>754</b>	<b>609</b>	<b>630</b>	<b>654</b>	减:所得税	0	0	2	9
短期借款及一年内到期的非流动负债	379	378	378	378	<b>净利润</b>	<b>(20)</b>	<b>(14)</b>	<b>13</b>	<b>52</b>
经营性应付款项	53	67	85	101	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	242	69	54	44	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(20)</b>	<b>(14)</b>	<b>13</b>	<b>52</b>
其他流动负债	80	95	114	131	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.05)	(0.03)	0.03	0.13
非流动负债	22	13	13	13	EBIT	3	(14)	16	61
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	77	22	50	92
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.26	38.51	39.18	41.08
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	(1.88)	(0.99)	0.75	2.36
其他非流动负债	22	13	13	13	收入增长率(%)	35.17	33.37	29.14	23.79
<b>负债合计</b>	<b>776</b>	<b>622</b>	<b>643</b>	<b>667</b>	归母净利润增长率(%)	33.62	30.03	197.69	290.79
归属母公司股东权益	2,369	2,363	2,377	2,429					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,369</b>	<b>2,363</b>	<b>2,377</b>	<b>2,429</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,145</b>	<b>2,986</b>	<b>3,019</b>	<b>3,096</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(263)	(88)	(202)	(190)	每股净资产(元)	5.78	5.76	5.80	5.92
投资活动现金流	(657)	0	0	0	最新发行在外股份(百万股)	410	410	410	410
筹资活动现金流	1,582	(2)	0	0	ROIC(%)	0.15	(0.50)	0.49	1.88
现金净增加额	666	(90)	(202)	(190)	ROE-摊薄(%)	(0.82)	(0.58)	0.56	2.15
折旧和摊销	75	35	34	31	资产负债率(%)	24.67	20.85	21.28	21.55
资本开支	(57)	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	(850.20)	(1,215.04)	1,243.72	318.26
营运资本变动	(350)	(110)	(249)	(273)	P/B(现价)	7.01	7.03	6.99	6.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>