下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券 SEALAND SECURITIES

证券研究报告
房地产开发
2026年10月14日

万通发展(600246)深度报告：从地产到算力互连，数渡科技PCIe Switch破局国产替代

评级：买入(上调)

刘熹(证券分析师)
S0350523040001
liux10@ghzq.com.cn

朱谞晟(联系人)
S0350125070003
zhuxs@ghzq.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
万通发展	-6.1%	-40.3%	-9.1%
沪深300	-5.9%	-12.1%	-7.1%

市场数据

	2026/10/14
当前价格（元）	11.45
52周价格区间（元）	8.91-21.32
总市值（百万）	22,396.71
流通市值（百万）	21,645.22
总股本（万股）	195,604.42
流通股本（万股）	189,041.25
日均成交额（百万）	495.78
近一月换手（%）	5.23

相关报告

《万通发展（600246）2026半年报点评：子公司数渡科技收入环比+1151%，PCIe Switch进入规模量产（增持）*房地产开发*刘熹》——2026-08-31

《万通发展（600246）公司点评：自研PCIe 5.0交换芯片2025Q4实现量产，股权激励挂钩产品迭代与收入（增持）*房地产开发*刘熹》——2026-06-09

下载日志已记录，仅供内部参考

核心提要

本篇报告解决了以下核心问题：1）PCIe Switch的应用场景，技术发展趋势和市场空间；2）万通发展的经营情况与转型情况；3）数渡科技系列产品应用情况，以及国内国外PCIe Switch的市场竞争格局。

- 核心逻辑：公司是地产转型算力互连的国产PCIe Switch新星：2025年9月以8.54亿元收购数渡科技62.98%股权；数渡科技104通道PCIe5.0交换芯片已实现规模量产，**是国内领先的量产级PCIe Switch厂商，受益AI服务器放量与国产替代。**

- **老牌房企转型落地，数字科技成为第二增长曲线**

万通发展2000年主板上市，是二十余载老牌房企；2016年嘉华控股入主后坚定转型，历经筹划收购星恒电源、索尔思光电等多次跨界探索，2025年9月收购数渡科技终告落地。2026H1数字科技板块收入0.59亿元、毛利率52.56%，占总营收25.8%，数渡科技收入0.62亿元（同比+281.42%）；股权激励考核2026-2028年数渡科技营收不低于6/12/16亿元，叠加收购业绩承诺2025-2027年累计15.8亿元，深度绑定核心团队。

- **PCIe Switch系AI服务器I/O扩展底座，国产替代空间广阔**

PCIe Switch为CPU扩展独立端口，服务GPU/NIC/SSD间I/O数据通路，8卡AI服务器平均配置2-4颗。据赛迪顾问，2025年中国PCIe Switch市场规模45.3亿元，其中AI服务器场景占76.7%；博通占中国市场份额83.7%且货源紧张（部分产品交期达53周），国产替代有望加速；据IDC预测，2029年PCIe交换芯片在国内AI服务器市场规模有望达170亿元，2025-2029年CAGR约35%。

- **数渡科技104通道量产，144通道与PCIe6.0/CXL接续在途**

数渡科技SD85系列覆盖48/104/144通道PCIe5.0规格：104通道2026年上半年实现规模量产、面向8卡AI服务器；144通道产品已完成回片测试并推进送样；PCIe6.0/CXL芯片在研，激励考核要求2028年完成PCIe7.0/CXL4.0研发。公司以芯片为底座延伸GPU底板、EVB评估板、16卡GPU互联、超节点Fabric整机等方案，实现商业化突破。

- **盈利预测和投资评级**

数渡科技作为国产PCIe Switch领先企业，公司通过收购数渡科技62.98%股权切入高速互连芯片赛道，打造地产之外的第二增长曲线。结合公司财报及我们的测算，预计2026-2028年公司营业收入分别为11.98/19.67/32.64亿元，归母净利润分别为-1.08/+0.42/+2.47亿元，当前股价对应2026-2028年PS分别为18.69/11.38/6.86X，子公司数渡科技104通道产品商业化进展较为顺利，144通道产品进度可期，2026年6月更换新董事长后公司管理状况有望走向稳健，股权质押问题有望好转，上调至“买入”评级。

- **风险提示**

宏观经济风险；市场风险；技术研发与迭代风险；产品商业化与市场拓展风险；PCIe Switch市场需求不及预期风险、商誉减值风险、股权变动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

预测指标

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	463	1198	1967	3264
增长率(%)	-6	159	64	66
归母净利润（百万元）	-655	-108	42	247
增长率(%)	-43	84	139	485
摊薄每股收益（元）	-0.33	-0.06	0.02	0.13
ROE(%)	-14	-2	1	5
P/E	—	—	530.85	90.77
P/B	5.00	4.53	4.49	4.28
P/S	50.19	18.69	11.38	6.86
EV/EBITDA	-79.70	392.52	75.49	35.49

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

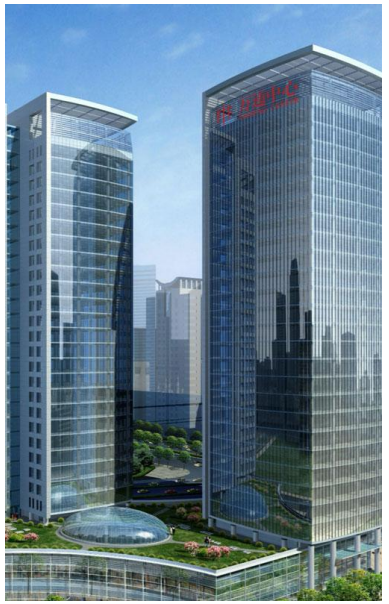
一、公司概览：万通发展入主数渡科技，转型算力互连开启新篇

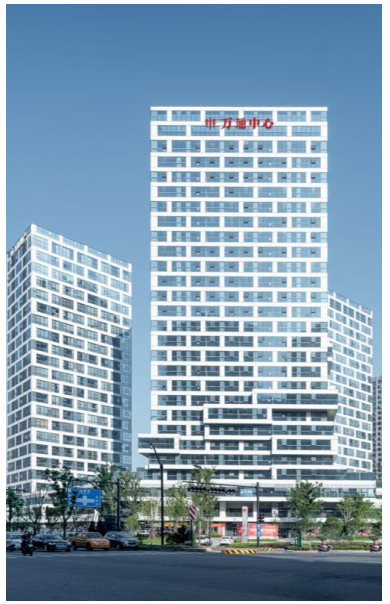
下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 万通发展：二十余载老牌房企，战略转型算力互连

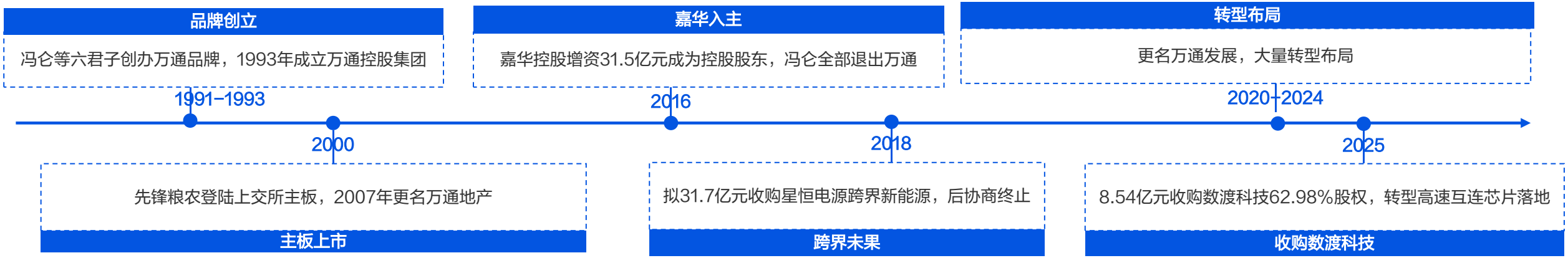
- **老牌房企转型数字科技。**1991年冯仑等六君子创办万通品牌，2000年登陆上交所主板，是中国城市规划建设的先驱探索者和贡献者，在不动产投资与开发、不动产运营与管理、产业金融研究与运营等领域纵深耕耘，房地产项目主要位于北京、天津、杭州等地。
- **转型探索终落地。**2016年嘉华控股入主，2020年更名“万通发展”，公司先后筹划收购星恒电源、索尔思光电；持续推进以通信与数字科技为战略转型方向的发展战略；2025年8月筹划以8.54亿元收购数渡科技62.98%股权（2025年9月完成收购），正式切入高速互连芯片赛道，转型之路落地。
- **三大业务板块成型。**目前公司形成房地产销售、房产租赁、数字科技三大业务板块；2026年上半年数字科技板块收入0.59亿元、毛利率52.56%，占总收入比重约25.77%，第二增长曲线初具规模。

图：北京万通中心、天津新新逸墅、杭州未来城时尚公馆（左至右）





图：万通发展历程示意图



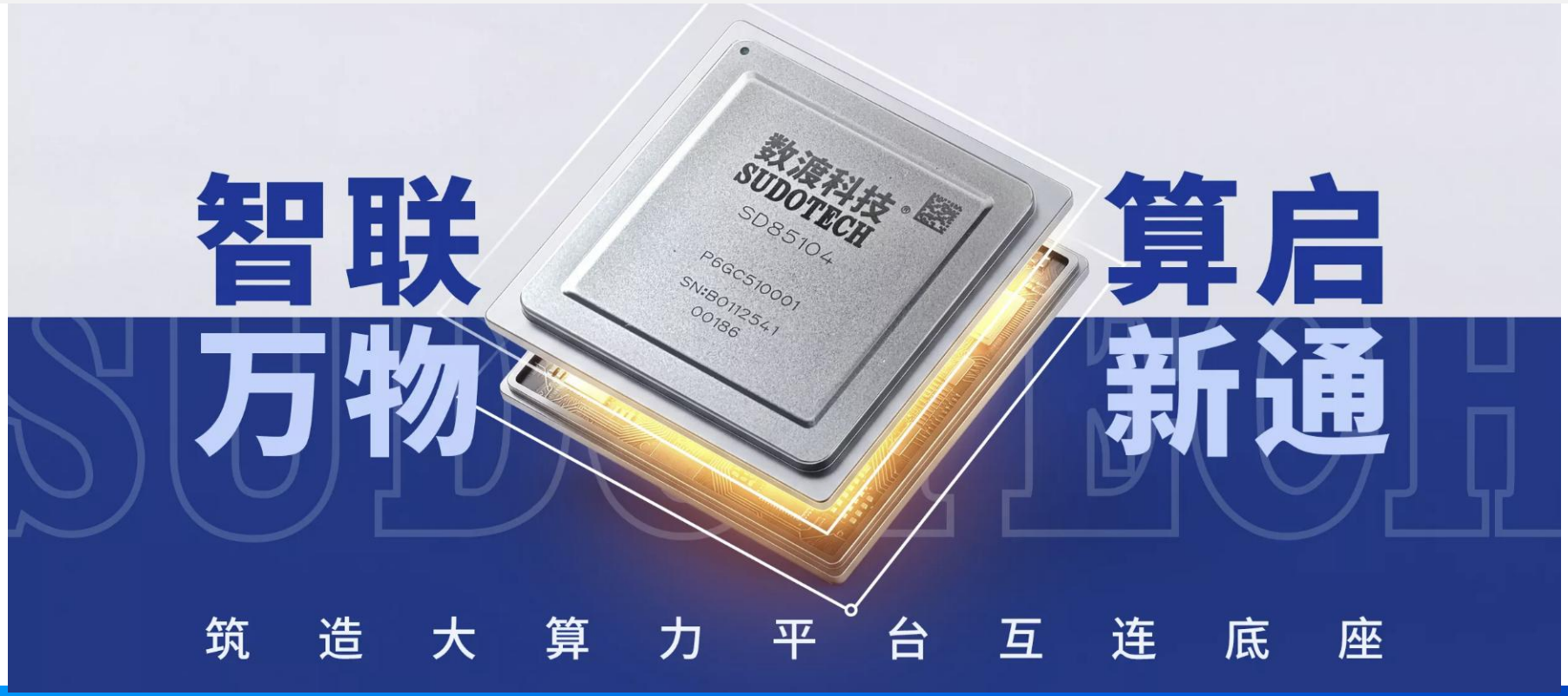
资料来源：万通发展官网、万通发展公告、Wind、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 子公司数渡科技PCIe交换芯片、超节点方案与ASIC三大业务

- 数渡科技成立于2021年2月，是万通发展旗下专注于高速互连芯片设计的控股子公司。在北京、上海、西安均设有机构中心，采用Fabless模式，核心团队来自全球知名芯片设计公司和科研机构，平均从业经验超过十六年，团队技术能力覆盖从芯片（架构、设计、制造）到整机系统（硬件、固件、软件）的全流程。
- **公司提供从芯片到系统完整解决方案。**数渡科技专注于异构算力系统互连技术，提供从芯片到系统的完整解决方案，包括高速互连芯片与板卡的研发和销售、异构算力和超节点系统解决方案的交付，以及高端ASIC定制设计。公司自研的高速互连芯片，兼容多种主流协议标准，支持构建超节点，广泛应用于算力节点内高速互连、存储扩展、通用设备互连、边缘算力平台。公司利用底层互连技术优势，为客户搭建高效的智能算力系统，在现有硬件基础上通过系统优化释放算力潜能，满足多样化场景下的大算力接入与处理需求。

图：数渡科技公司官网展示图

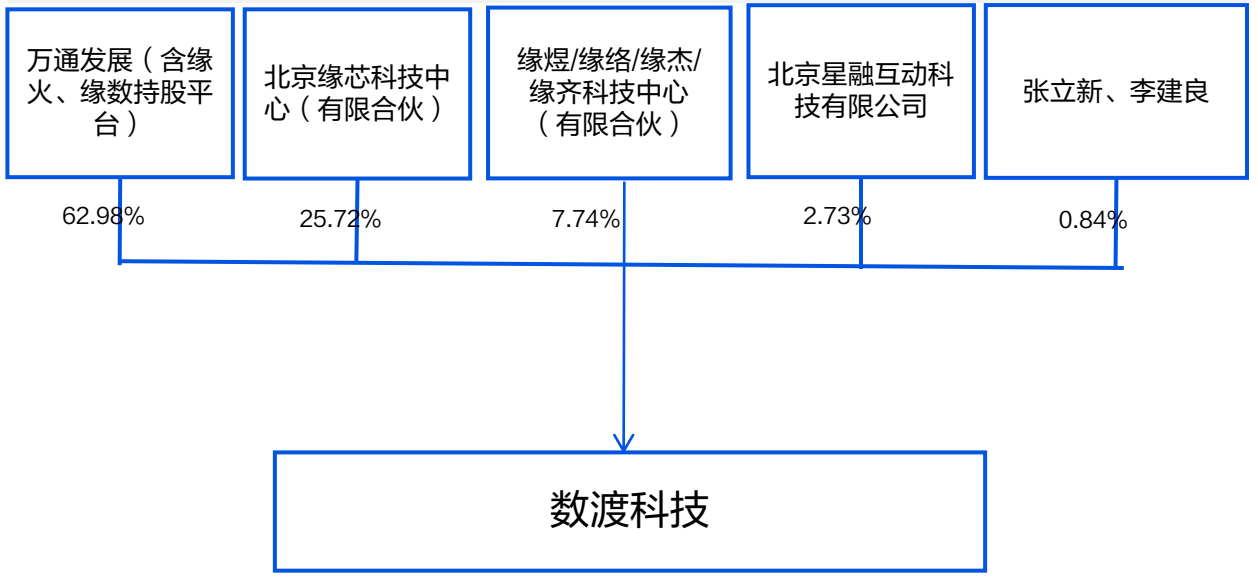


下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 数渡科技创始团队深耕PCIe互连，万通发展入主开启新篇章

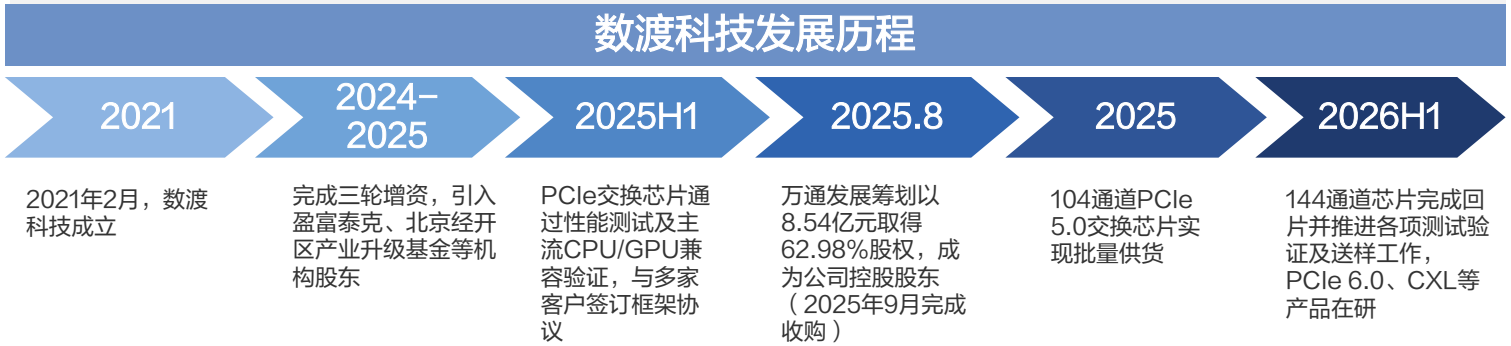
- **数渡科技成立于2021年2月，张立新与李建良先生为公司被收购前的实际控制人，**张立新先生是公司法定代表人，公司主要从事高速互连芯片设计与研发以及提供ASIC 芯片定制设计服务，核心产品为 PCIe 高速交换芯片，在 AI 服务器领域，PCIe 高速交换芯片解决了 CPU 和 GPU 的连接，是AI 领域必不可少的关键芯片，同时，带有自组网高端功能的 PCIe 高速交换芯片能够提供GPU和GPU之间的高效数据传输，成为构建 Scale-up 超节点方案的基础部件。
- **万通发展入主数渡科技开启发展新篇章**。数渡科技2025年已研发出支持PCIe5.0协议的PCIe交换芯片，2025年上半年完成高端 PCIe 交换芯片的性能测试、自组网功能的验证以及国内外主流 CPU、GPU 等芯片的兼容性验证，同时与多家主流客户签订框架协议，产品已处于客户导入阶段。2025年8月万通发展拟以8.54亿元通过增资及股权转让取得公司62.98%股权（2025年9月完成收购），公司成为万通发展控股子公司，融入上市公司通信与数字科技战略布局。

图：工商变更完成后数渡科技股权架构示意图



- 交易完成后，**万通发展直接持股52.28%**，并通过北京缘火、北京缘数两个持股平台**间接持股10.70%**，直接及间接合计持股62.98%，为公司控股股东；北京缘芯科技中心（有限合伙）持股25.72%（合伙人主要为李建良、张立新、肖晓宾、李国栋）；其他机构股东合计持股10.46%；张立新、李建良各直接持股0.42%。

图：数渡科技发展历程示意图

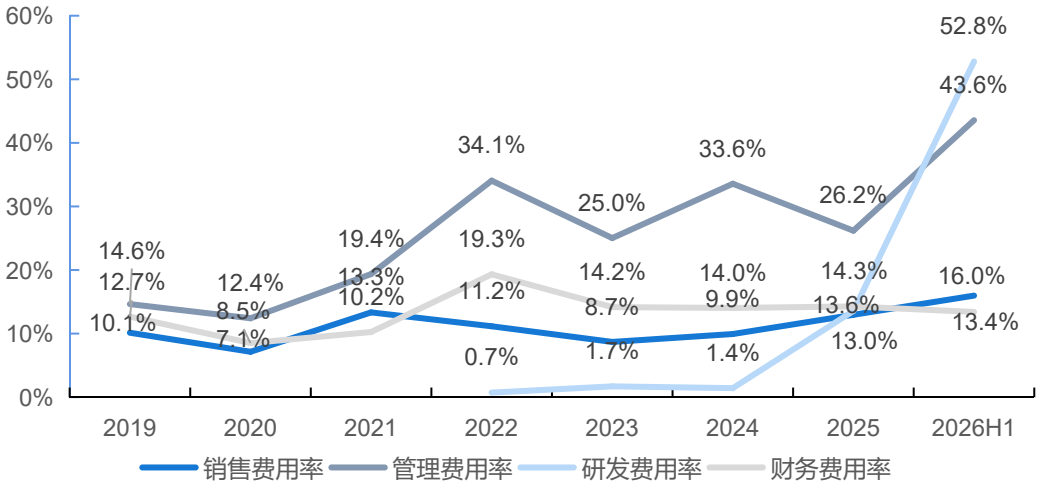


下载日志已记录，仅供内部参考

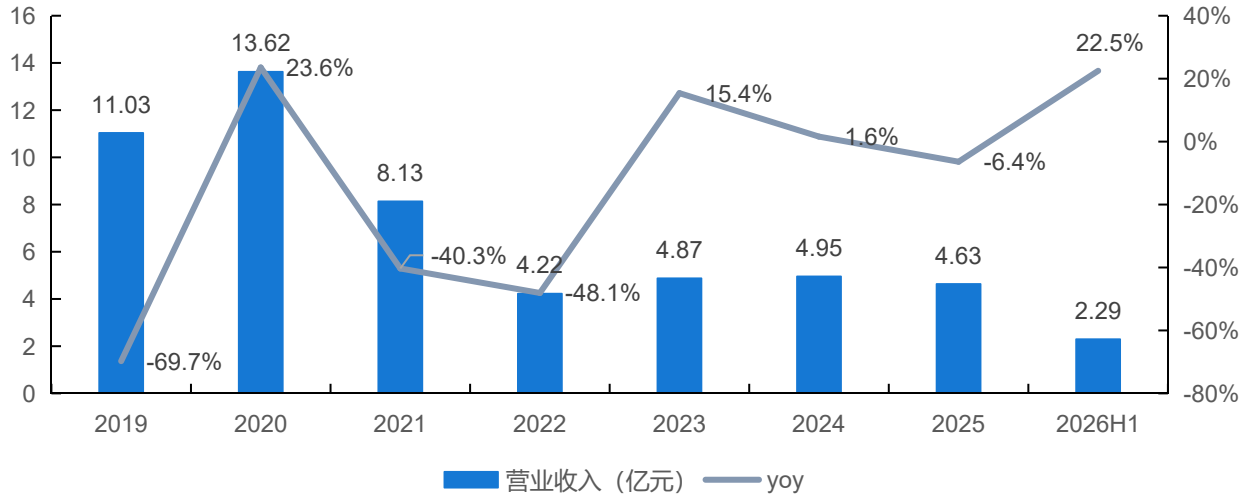
1.4 地产业务收缩业绩承压，转型科技研发投入高增

- **地产业务收缩业绩承压。**受地产业务收缩影响，公司业绩持续承压，公司营业收入由2019年的11.03亿元下降至2025年的4.63亿元；归母净利润自2022年起连续亏损，2022-2025年分别为-3.23/-3.90/-4.57/-6.55亿元。2026年上半年公司实现营业收入2.29亿元，同比增长22.49%；归母净利润-2.14亿元。
- **转型研发投入大幅增长。**公司向数字科技领域转型，研发投入大幅增长。2025年公司研发费用6284.71万元，同比增长794.72%，研发费用率升至13.57%；2026年上半年研发费用达1.21亿元，研发费用率52.79%，主要受数渡科技并表及转型投入加大影响。2026年上半年销售、管理、财务费用率分别为15.97%/43.56%/13.41%。

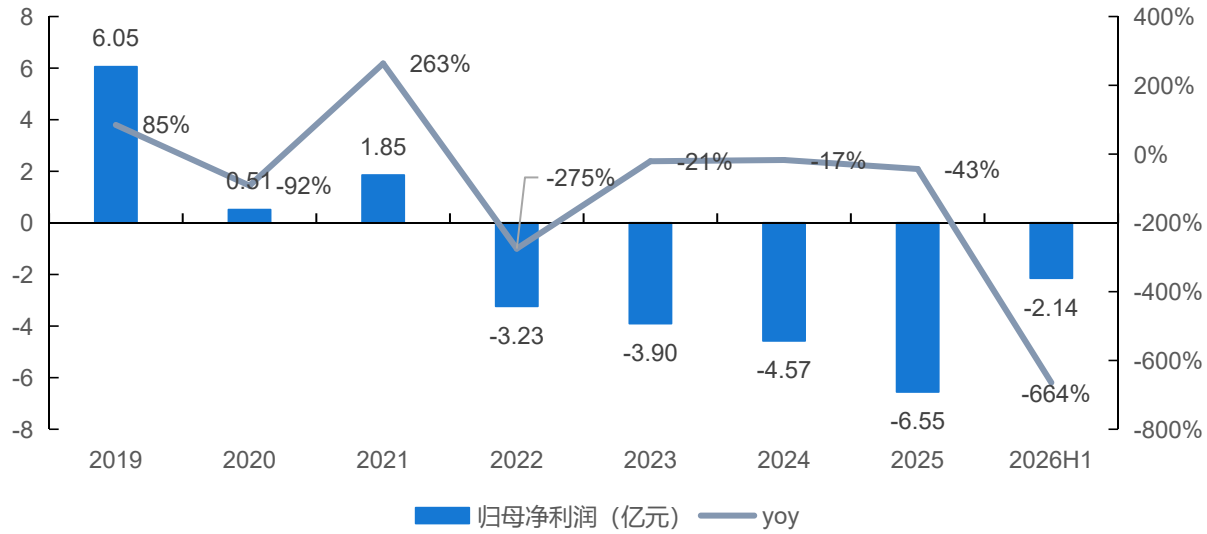
图：2019-2026H1公司期间费用率情况（%）



图：2019-2026H1公司营业收入和同比（亿元，%）



图：2019-2026H1公司归母净利润和同比（亿元，%）

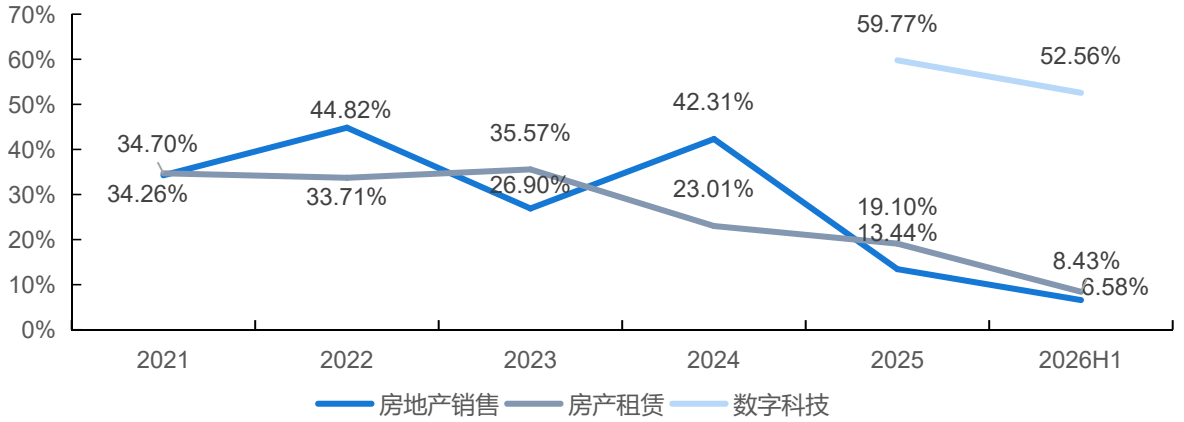


下载日志已记录，仅供内部参考

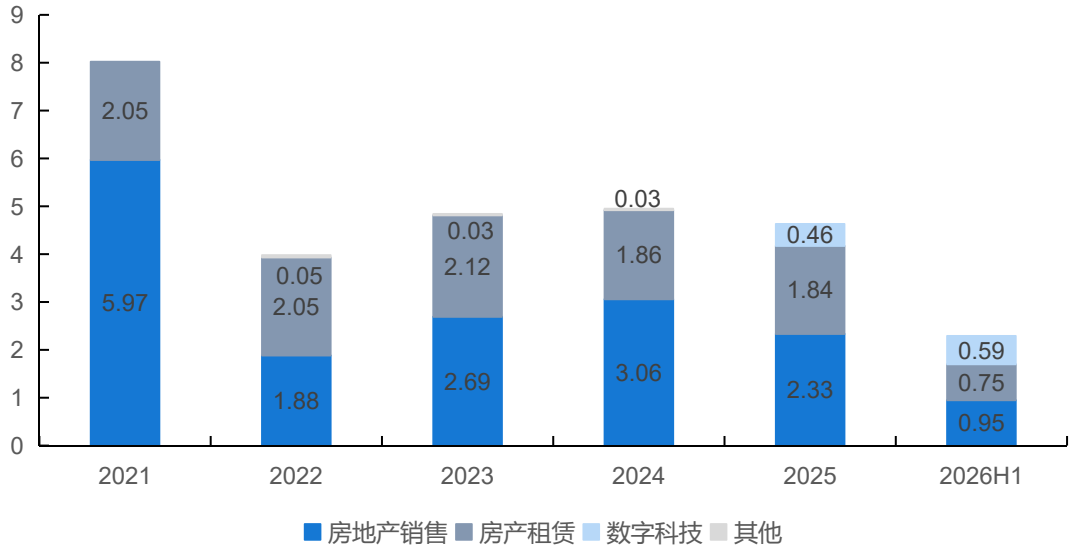
1.4 地产收缩芯片放量，数字科技毛利率超五成

- 公司主要业务分为**房地产销售、房产租赁与数字科技**三大板块。2025年三大板块收入分别为2.33/1.84/0.46亿元，毛利率分别为13.44%/19.10%/59.77%。2026年上半年数字科技板块收入0.59亿元，毛利率52.56%，为盈利能力最强板块；房地产销售、租赁毛利率分别降至6.58%、8.43%。
- **公司转型探索历时多年。**2018年拟31.7亿元收购星恒电源终止；2022年控股知融科技、太极通工（2024年出表）；2023年筹划收购索尔思光电，2025年1月终止。2025年9月以8.54亿元取得数渡科技62.98%股权，2026H1数渡科技收入0.62亿元（yoy+281.42%），转型落地。

图：2021-2026H1公司三大主要板块毛利率情况（%）



图：2021-2026H1公司主要板块收入情况（亿元）



表：公司2018年以来主要收购与投资情况

时间	标的公司	领域	交易安排	投资额	结果/进展
2018.7	星恒电源	锂电池	现金收购	31.7亿元	2018.12终止，3亿元返还
2022.7	成都知融	毫米波芯片	增资并表	股权取得时6000万元	2024.10转让30%出表
2022.12	太极通工	卫星通信	投资并表	5500万元	2024.12转让17%出表
2023.11	索尔思光电	光模块	现金收购+可转债	-	2025.01终止
2025.8	数渡科技	PCIe芯片	增资+股权转让	8.54亿元	2025.09完成

下载日志已记录，仅供内部参考

1.5 业绩承诺绑定核心团队，产品对赌锁定研发节奏

- **股权激励绑定数渡科技核心团队：**2025年11月，公司推出**2025年限制性股票激励计划**，激励对象为**数渡科技核心管理与技术/业务骨干**：2026年1月首次授予99人**5257.5**万股、8月预留授予120人**1305.675**万股（授予价6.25元/股），限售12/24/36个月，按**40%/30%/30%**分期解除限售。
- **公司层面考核**深度绑定数渡科技经营：**2026/2027/2028**年度数渡科技营业收入分别不低于**6/12/16**亿元，且144通道PCIe5.0、PCIe6.0芯片按期达标量产、2028年完成PCIe7.0/CXL4.0研发；**未达标当年股票全部回购注销**。

表：2025年股权激励及收购数渡科技相关业绩要求

解除限售期	公司层面考核目标（数渡科技）
第一期（2026年度，40%）	144通道PCIe5.0交换芯片2026年12月31日前达标并完成量产首产；年度营业收入不低于6亿元
第二期（2027年度，30%）	PCIe6.0交换芯片2027年12月31日前达标并完成量产首产；年度营业收入不低于12亿元
第三期（2028年度，30%）	完成PCIe7.0/CXL4.0交换芯片研发（通道数不少于144）；年度营业收入不低于16亿元
未达标处理	当年计划解除限售股票全部不得解除限售，按授予价加银行同期存款利息回购注销
叠加收购对赌	2025-2027年累计主营业务收入不低于15.8亿元，北京缘芯以数渡科技全部股权质押担保

表：数渡科技2025年核心产品研发进度与业绩实现情况

核心产品	研发进展与业绩实现情况
104通道PCIe5.0	截至公司2025年报：SD85 系列芯片之首款PCIe 5.0 104 通道高速交换芯片已顺利开始量产，产品各项性能指标达到商用标准，可充分满足当前不少AI服务器、异构计算集群等场景的实际应用需求
144通道PCIe5.0	截至公司2026半年报：144 通道规格产品在报告期内已完成回片，目前全面推进各项测试验证及送样工作
48通道PCIe5.0	截至公司2026半年报：已推出，规格产品持续推进中
PCIe6.0/CXL	截至公司2026半年报：在研阶段；激励考核要求2028年完成PCIe7.0/CXL4.0研发（≥144通道）

下载日志已记录，仅供内部参考

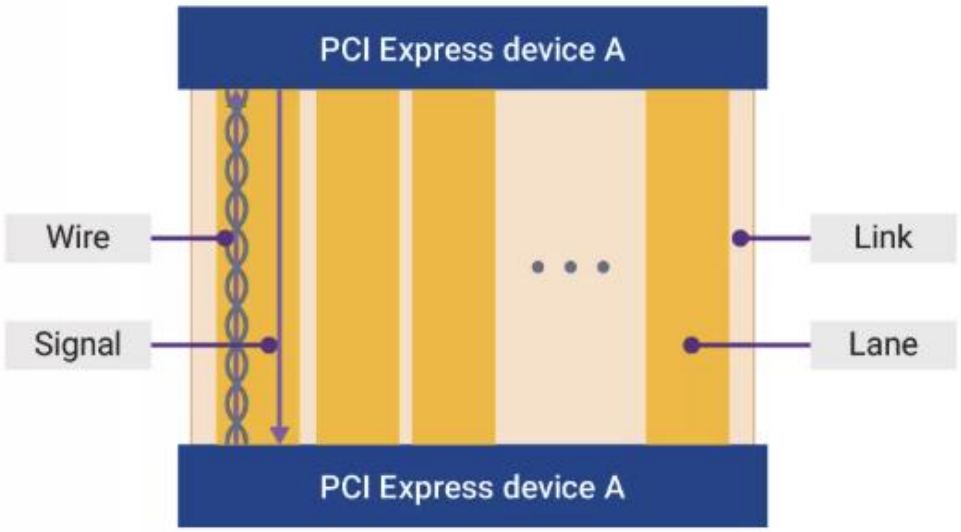
二、PCIe Switch：AI服务器I/O扩展底座，国产替代空间广阔

下载日志已记录，仅供内部参考

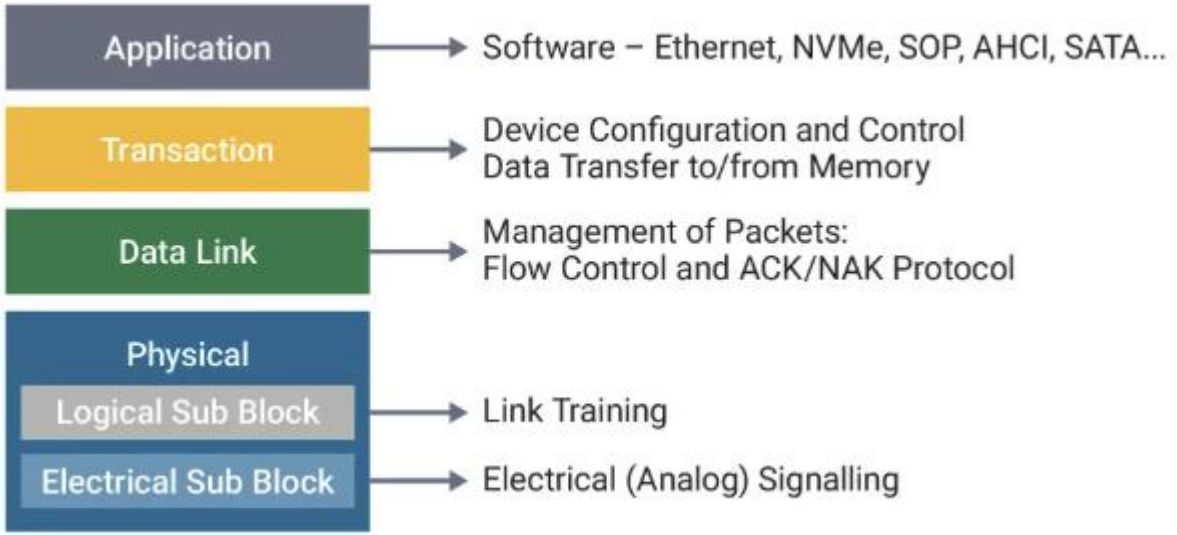
2.1 PCIe是服务器内部外设连接底座

- **I/O互连底座：**PCIe是I/O连接的关键，提供高效、高带宽和低延迟的计算机组件间通信。PCIe被广泛应用于多种应用——从手持设备到高性能计算和数据中心——在互操作性、容量和带宽方面表现出色。
- **主板与外设连接标准：**据Synopsys官网，PCIe是一种用于将计算机主板与显卡、声卡和固态硬盘等外设连接的标准。PCIe卡插入主板上的对应插槽，插槽类型从x1到x16不等，表示可用的数据通道数量。
- **PCIe分层架构解析：**1）物理层：电气子模块包含模拟信号传输所需的模拟组件，而逻辑子块通过状态机规范设备通信，并生成有序的数据模式和链路训练序列；2）数据链路层：管理设备间的数据传输；3）交易层：负责链路上的设备配置，促进主机内存与设备之间的内存传输；4）应用层：并不完全属于PCIe规范，包含以太网和NVMe等协议作为有效载荷。

图：PCI Express基础结构示意图



图：PCIe架构的各个层级作用示意图



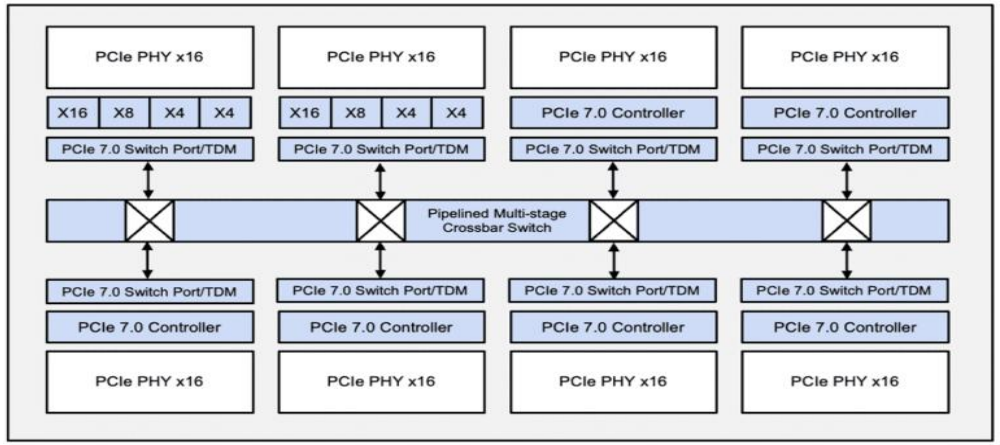
资料来源：Synopsys官网

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 PCIe Switch为CPU扩展出大量独立PCIe端口

- **端口fan-out扩展：**Broadcom官方定义：将Host PCIe端口fan-out至大量I/O设备或其他服务器、存储子系统。
- **Switch与Retimer有别：**PCI-SIG明确区分二者：Switch每端口具完整物理层、数据链路层和事务层协议栈；Retimer仅有两个方向相背的物理层伪端口，不含Data Link或Transaction Layer。
- **Endpoint连接下游端口：**PCIe endpoint指PCIe拓扑中的连接位置，连接交换机下游端口或根复合体下游端口，在系统中发起并响应事务。

图：PCIe 7.0交换机的工作原理



图：博通PEX88000 Switches产品应用场景示意图

Figure 1: Simple and Common PCIe Switch Applications

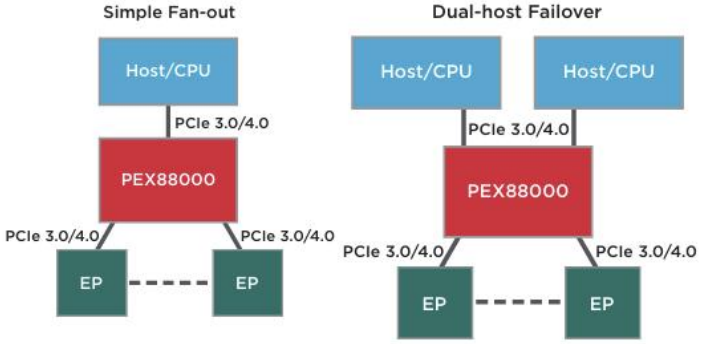


Figure 2: NVMe JBOF topologies

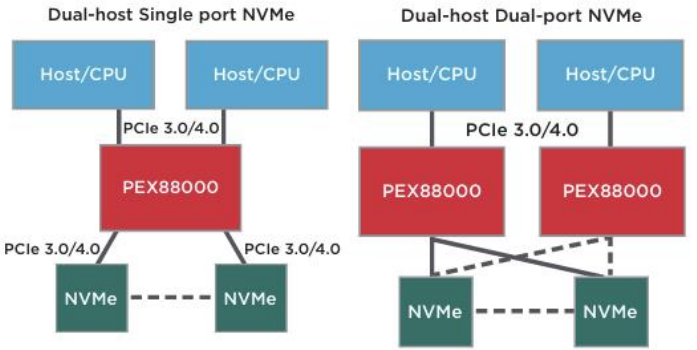
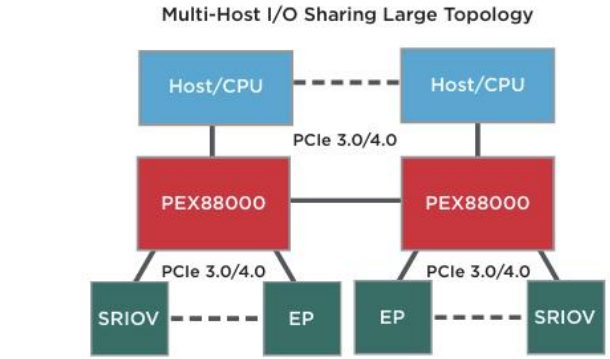
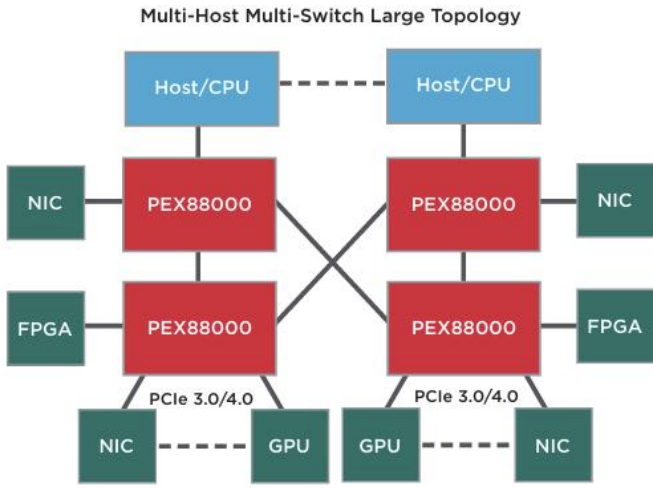


Figure 3: PEX88000 Switches in HPC, Machine Learning, Artificial Intelligence, and I/O Sharing Applications





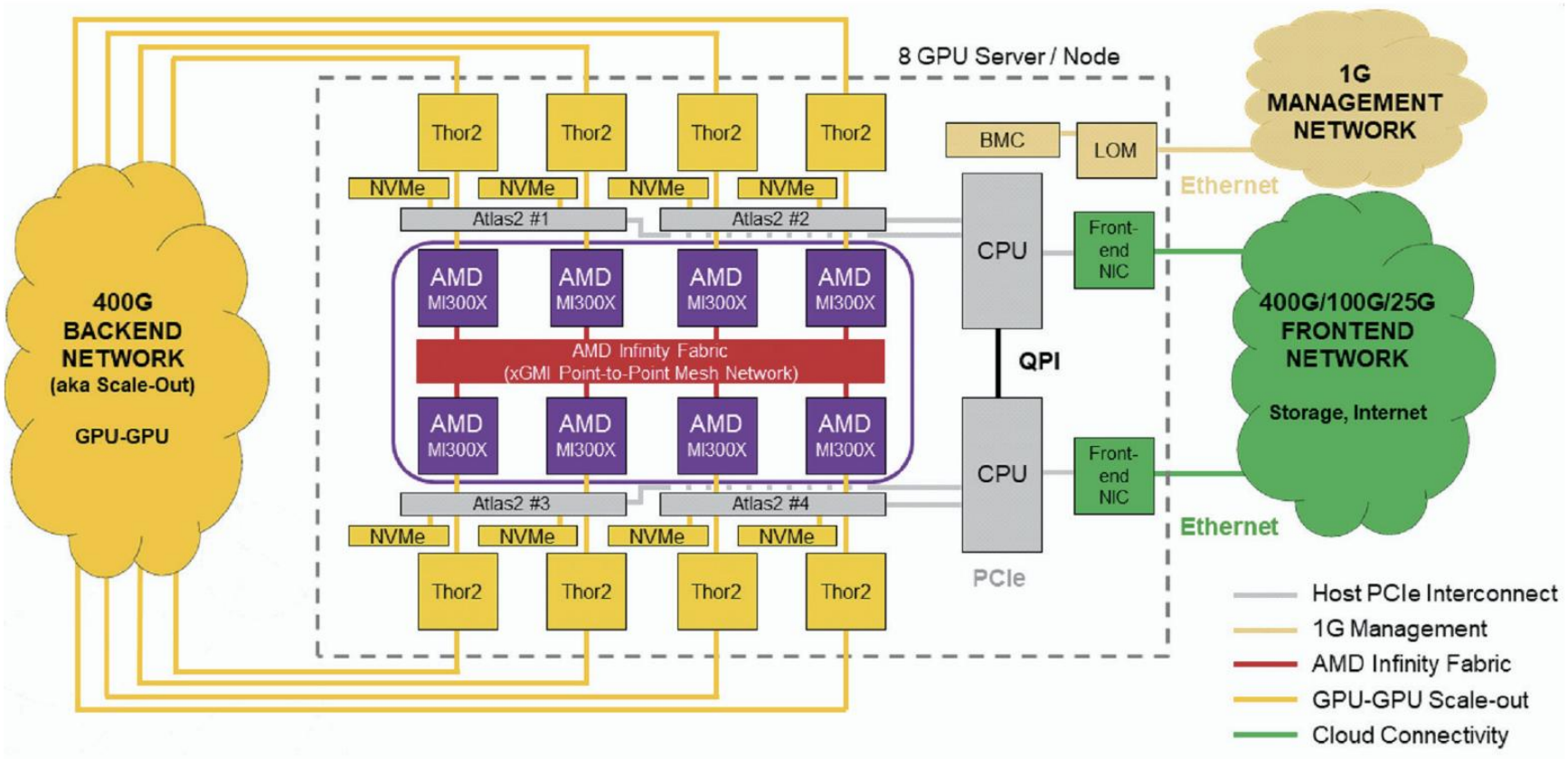
下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 PCIe Switch可以服务于GPU和NIC数据交换

国海证券 SEALAND SECURITIES

- **Peer Memory Direct要求GPU与NIC连同一交换机：**据博通官网，为使Peer Memory Direct达到最佳性能，选择主机上GPU和NIC的PCIe插槽至关重要。对等内存直通通过PCIe对等传输实现，即数据通过PCIe总线直接在GPU和NIC之间传输。
- 为了使PCIe对等传输正常工作，**GPU和NIC应连接到同一个PCIe交换机**，且应在PCIe交换机上禁用PCIe访问控制服务；若不满足，数据将经CPU根联合体中转，失去对等内存直通优势。
- **典型AI/ML主机配置8 NIC+8 GPU+4 Switch：**在该主机中，配备了八个NIC（Thor2）、八个GPU（MI300X）和四个PCIe交换机（Atlas2），每个NIC与一个GPU配对，两个NIC和两个GPU共享一个PCIe交换机。

图： 博通示例NIC, GPU, and PCIe Switch Configuration Inside a AI/ML Host



下载日志已记录，仅供内部参考

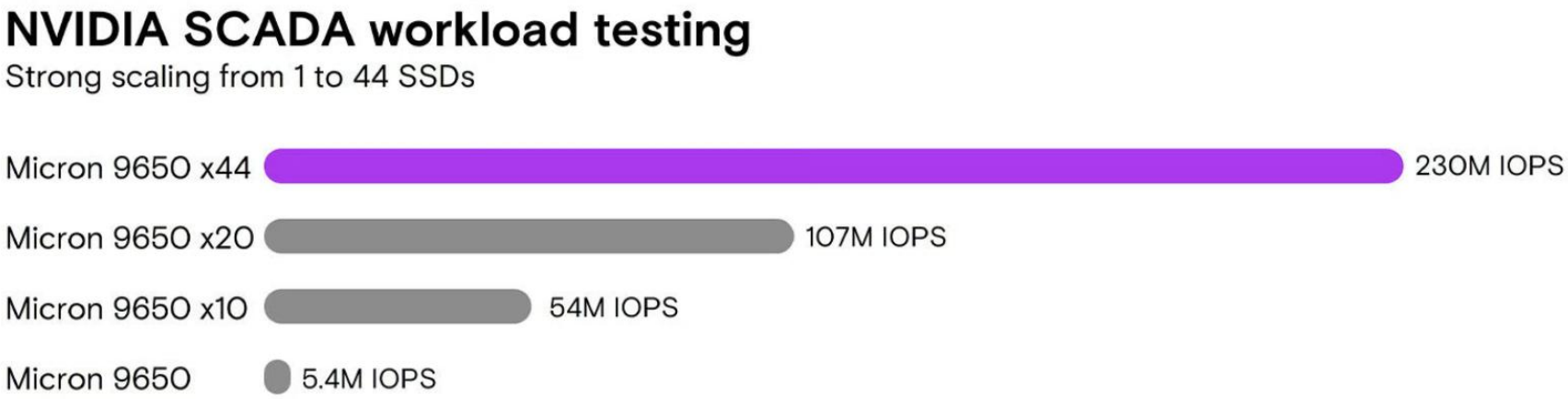
2.3 增加SSD数量在一定情况下或可以线性增加随机读写IOPS

- 美光9650随机读写达5.5M/900K IOPS：以Micron 9650 SSD为例，**其Random read/write速率分别为5.5MIOPS/900KIOPS。**
- 在NVIDIA SCADA编程模型、Micron 9650 PCIe Gen6 SSD、博通PEX90000 Gen6交换机及H3 Falcon 6048服务器平台测试中，美光通过SOL基准SCADA工作负载实现了2.3亿的512B随机读取IOPS，该基准测量GPU线程访问SSD数据可获得的随机IOPS。
- 1到44块SSD线性扩展：**这一性能水平展示了从1块到44块SSD的线性扩展**，验证了GPU驱动的IO与PCIe Gen6基础设施之间的共享价值。

图： Micron 9650系列SSD产品随机访问与连续访问性能示意图

Performance type	Micron 9650 SSD[8]	Prior generation	Micron 9650 SSD advantage
Sequential read	28,000 MB/s	14,000 MB/s	100% higher
Sequential write	14,000 MB/s	10,000 MB/s	40% higher
Random read	5.5 MIOPS	3.3 MIOS	61% higher
Random write	900 KIOPS	720 KIOPS	22% higher

图： Micron 9650系列SSD产品在其测试平台上性能测试示意图

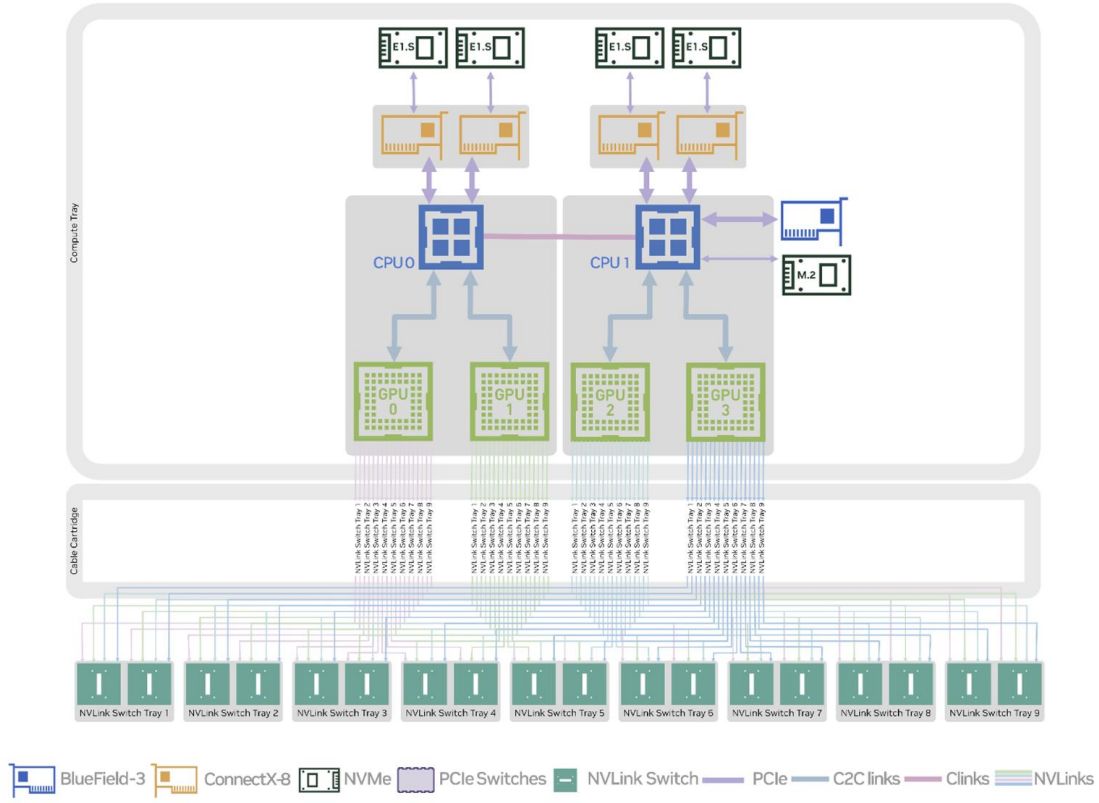


下载日志已记录，仅供内部参考

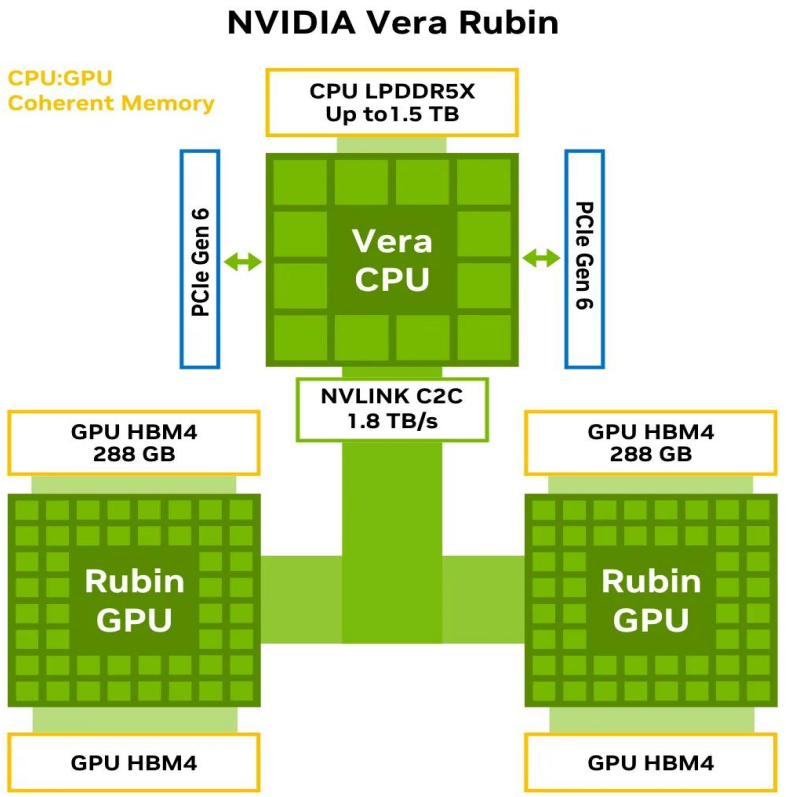
2.3 PCIe Switch未来或服务NIC、SSD与GPU间I/O数据通路

- 据英伟达官网结合我们的研究，在下图GB300 Compute Tray中，我们研究发现PCIe Switch主要负责CPU与ConnectX-8以及BlueField-3之间的连接；我们的研究还发现PCIe协议用于ConnectX-8与NVME、CPU与NVME的连接中，CPU与CPU之间采用Clinks，CPU与GPU之间采用C2C links；此外，我们的研究进一步发现在英伟达Vera Rubin架构中，Vera CPU仍有PCIe Gen6通道用于与其他设备连接，据此我们估计，PCIe协议与PCIe Switch未来或主要服务NIC、SSD与GPU间I/O数据通路。

图：英伟达GB300 Compute Tray Block Diagram示意图



图：英伟达Vera Rubin NVLink-C2C 相干内存架构示意图



下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 8卡服务器CPU通道数有限，且需要连GPU、NIC、SSD

- **CPU通道不足需交换机扩展：**PCIe是I/O扩展的关键部件，为CPU扩展出足够的通道数。以MiTAC G8825Z5 AMD Instinct MI325X 8 GPU 服务器为例，其主板顶部是PCIe交换机板，主板上有大量的连接器以及四个PCIe交换机，MiTAC的产品有这么多接口主要是因为在12个PCIe Gen5 x16插槽（192通道）、8个GPU（128通道）和8个NVMe前面板SSD（32通道）之间，AMD EPYC CPU没有足够的通道进行直接连接。此外，有很多应用数据希望流量通过PCIe交换机，而不是CPU上的PCIe根端口之间交互。

图：MiTAC G8825Z5 AMD EPYC CPU 托盘 PCIe 交换机



图：MiTAC G8825Z5 AMD EPYC CPU 托盘 PCIe 交换板顶部

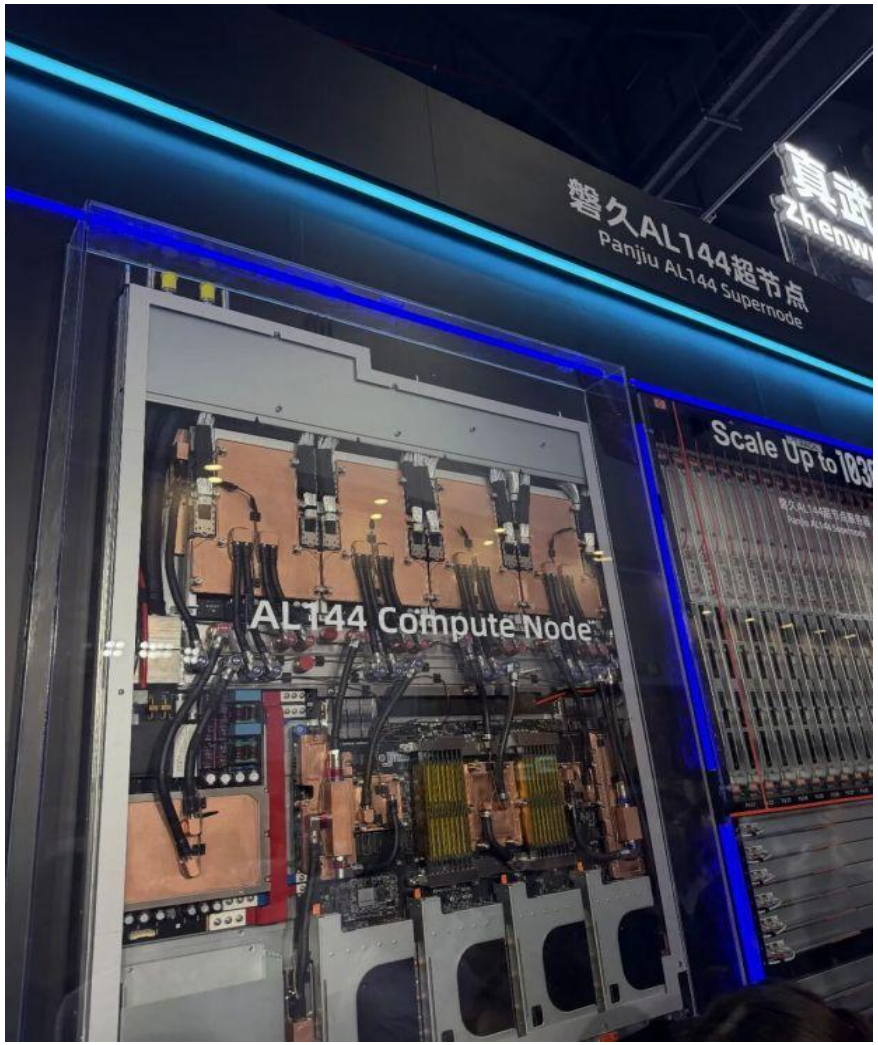


下载日志已记录，仅供内部参考

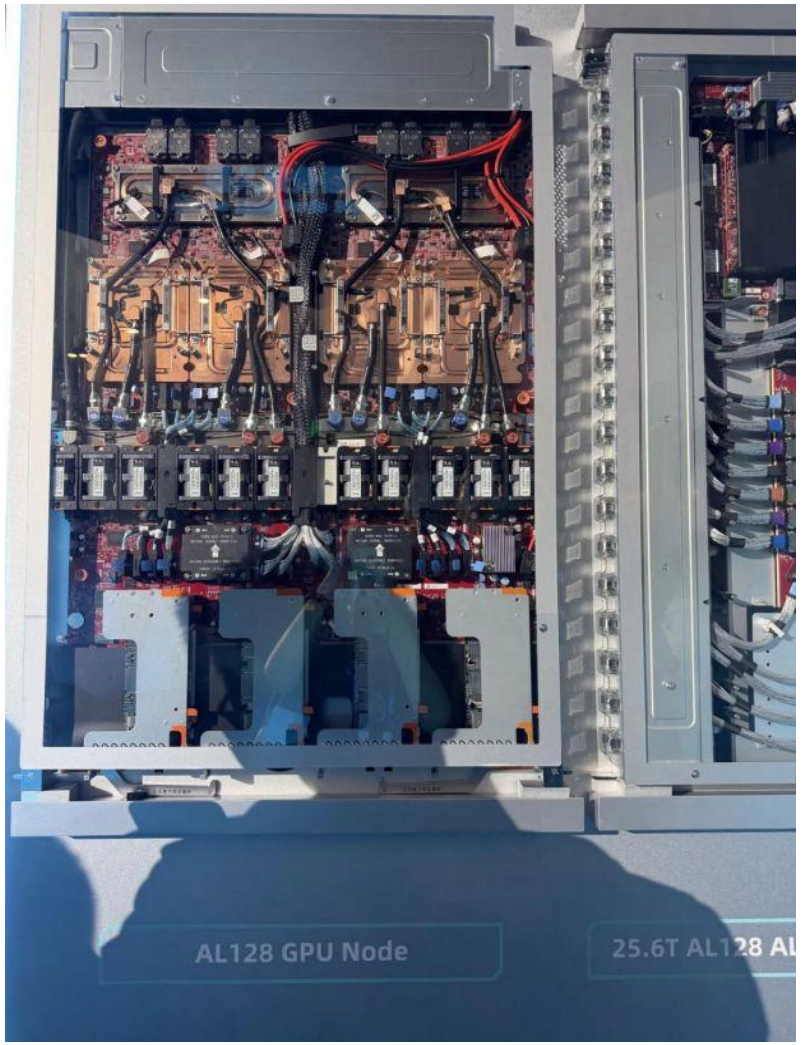
2.5 磐久ALL144超节点架构中或需要PCIe Switch扩展通道

- **AL144亮相云栖大会：**据IT时报，阿里在2026杭州云栖大会展示的磐久AL144超节点，对比AL128进一步改变了超节点内部布局：AL128将GPU Node、CPU Node和Switch Node分开部署，可灵活组合计算、互联资源，更适合有定制需求的专有云场景；
- **AL144集成CPU+GPU提升互联密度：**AL144则将CPU和GPU集中到同一个Compute Node中，缩短CPU与GPU传输距离，并结合SNPO光互连提升Scale-Up互联密度。前者重灵活组合，后者重计算密度与互联效率。

图：磐久AL144超节点架构示意图



图：阿里AL128 GPU Node示意图

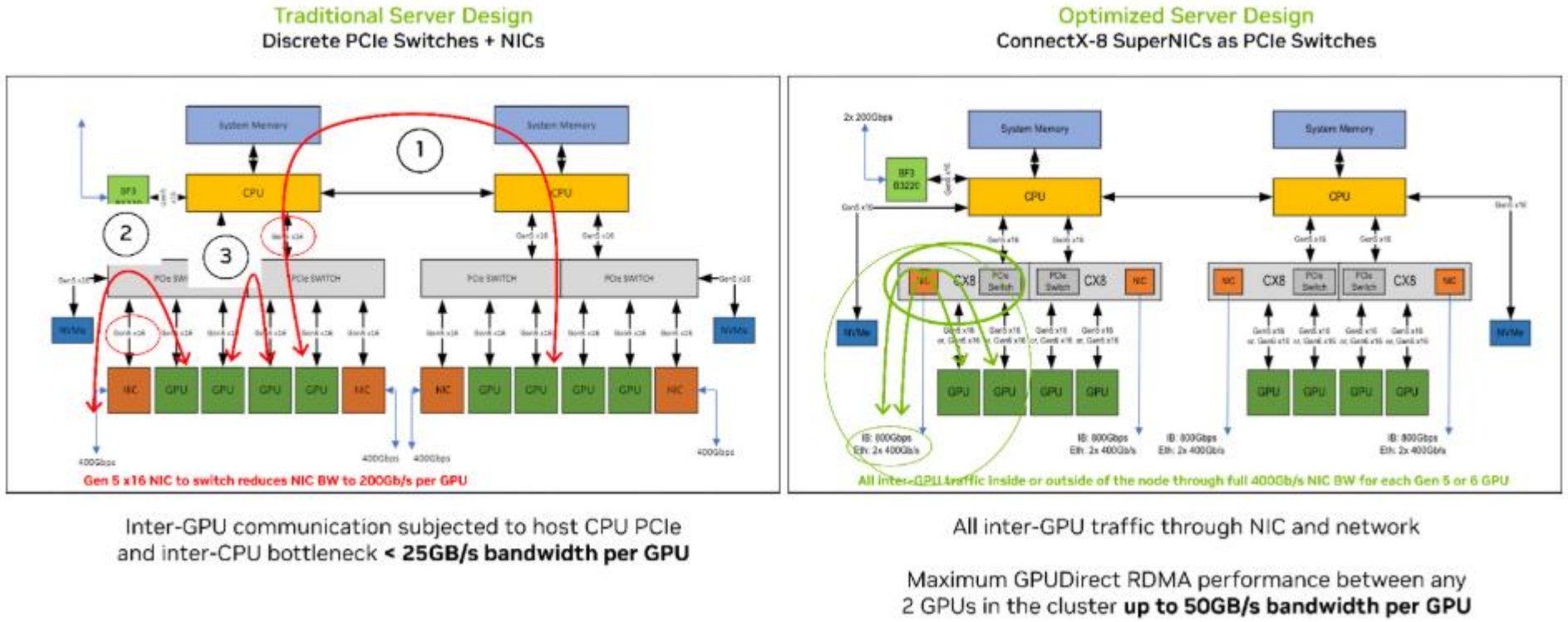


下载日志已记录，仅供内部参考

2.6 英伟达架构中PCIe Switch可以独立（或集成网卡）存在

- **英伟达架构传统设计需2-4颗独立交换机：**传统架构服务器布局含两颗CPU、八颗GPU（如NVIDIA L40）和五个网卡（四个ConnectX-7网卡和一个BlueField-3 DPU），还需两到四个独立PCIe交换机实现GPU间及GPU至网卡连接，增加复杂度和组件数量。
- **英伟达优化架构SuperNIC集成交换与网络：**优化设计以ConnectX-8 SuperNIC取代专用PCIe交换机，**将PCIe Gen6交换和800 Gb/s网络集成于一台设备，支持每块NVIDIA RTX PRO 6000 Blackwell GPU最高400 Gb/s网络带宽（基于2：1的GPU与网卡比例），显著降低系统复杂度。**

图：传统（左）与优化（右）服务器设计与ConnectX-8 SuperNIC的比较



Inter-GPU communication subjected to host CPU PCIe and inter-CPU bottleneck **< 25GB/s bandwidth per GPU**

All inter-GPU traffic through NIC and network

Maximum GPUDirect RDMA performance between any 2 GPUs in the cluster **up to 50GB/s bandwidth per GPU**

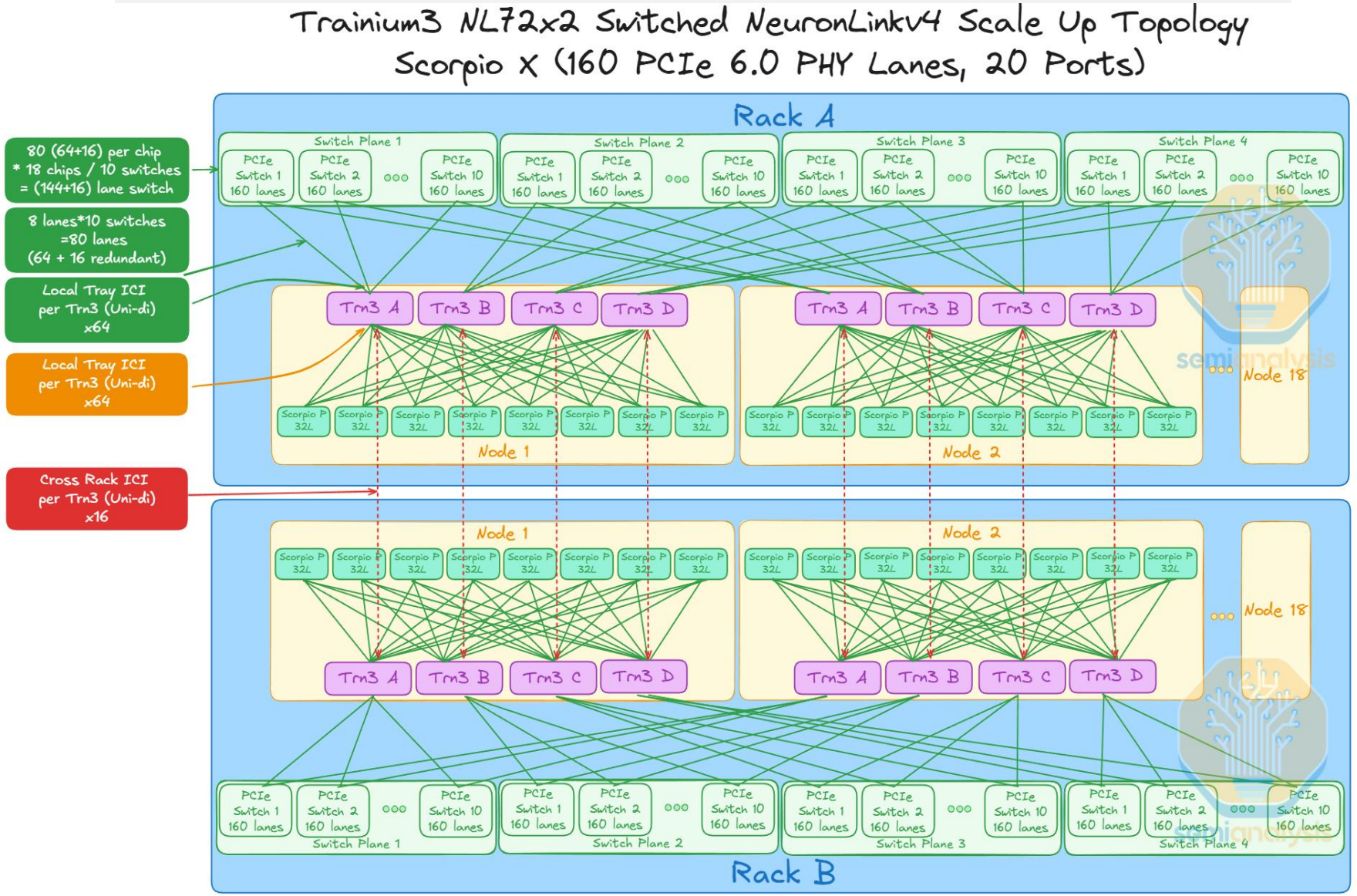
下载日志已记录，仅供内部参考

2.7 亚马逊Trainium3 NL72x2方案或使用PCIe Switch

国海证券 SEALAND SECURITIES

- 单机架可扩展交换机达184个：据semianalysis，Trainium3 NL72x2交换式SKU，其扩展拓扑共有四个平面，**每平面有10个160通道PCIe交换机**，每个机架共40个；**18个计算托盘中每个有8个32通道PCIe交换机**，计算托盘上较小PCIe交换机共144个。这意味着每个机架共有184个可扩展交换机，或在144台Trainium3的整个可扩展世界中共计368个可扩展交换机。
- 每交换机仅20端口限制扩展：交换机托盘中有160通道PCIe交换机，其限制是每个PCIe交换机只有20个端口，**意味着每个交换机每个节点只能连接四个Trainium3芯片中的一个**（其中2个端口闲置或用于管理）。在同一交换平面内，每个Trainium3相距一个切换跳。

图：亚马逊 Trainium3 NL72x2方案架构示意图

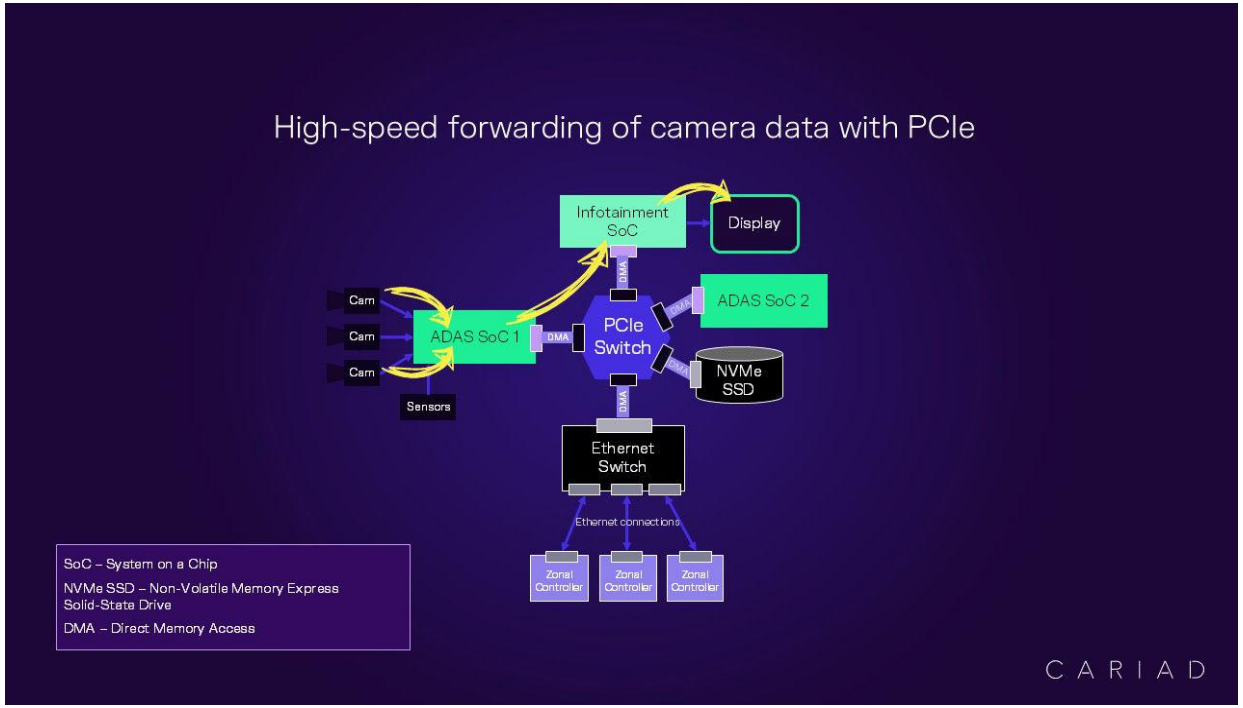


下载日志已记录，仅供内部参考

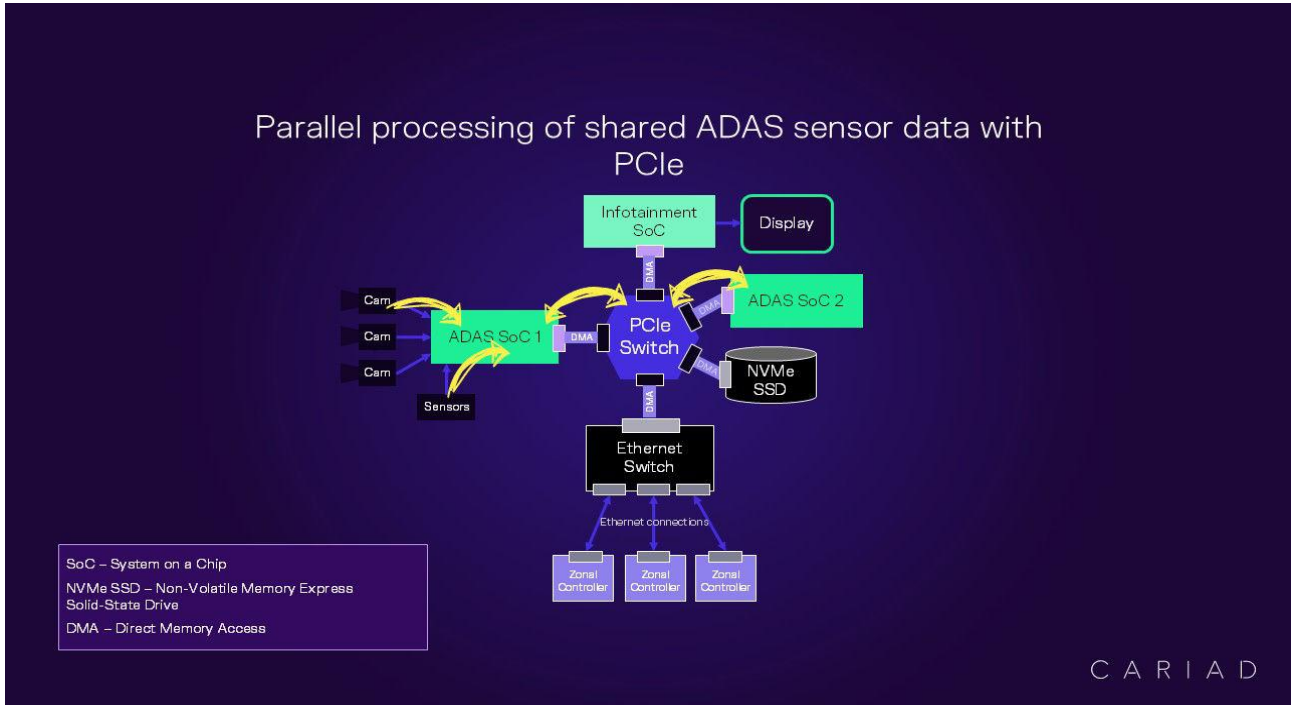
2.8 PCIe Switch或存在于现代车辆架构中

- **PCIe赋能智驾两大场景：**据CARIAD官网，PCIe技术在CARIAD计算平台上实现了多种自动化驾驶的应用场景，所有这些应用都具备高带宽和低延迟需求，甚至超过了多千兆以太网的能力。通过优化系统架构，特别是PCIe交换机，其开辟了新的应用场景，降低了车辆和开发成本：**1）摄像机流的分发**：作为高级停车功能的一部分，视频流会被转发到信息娱乐系统SoC，显示360度俯视停车辅助视角。PCIe 提高了分发效率，从而提升了用户体验，其优势包括车辆布线量减少、降低ADAS和信息娱乐SoC的CPU使用率、传输速度比以太网快使顶部视频图像的延迟降至最低；**2）传感器数据的并行处理**：通过将车辆传感器连接到选定的SoC，并通过PCIe分发捕获的数据，可以大幅降低硬件复杂度。处理分布在多个 SoC，得益于 PCIe 的速度和低延迟，其优势包括简化系统架构以及支持需要分布式并行计算的高级功能。

图：PCIe技术支持ADAS进行摄像机流的分发示意图



图：PCIe交换机DMA数据传输使多个SoC能够并行处理相同的共享传感器数据示意图

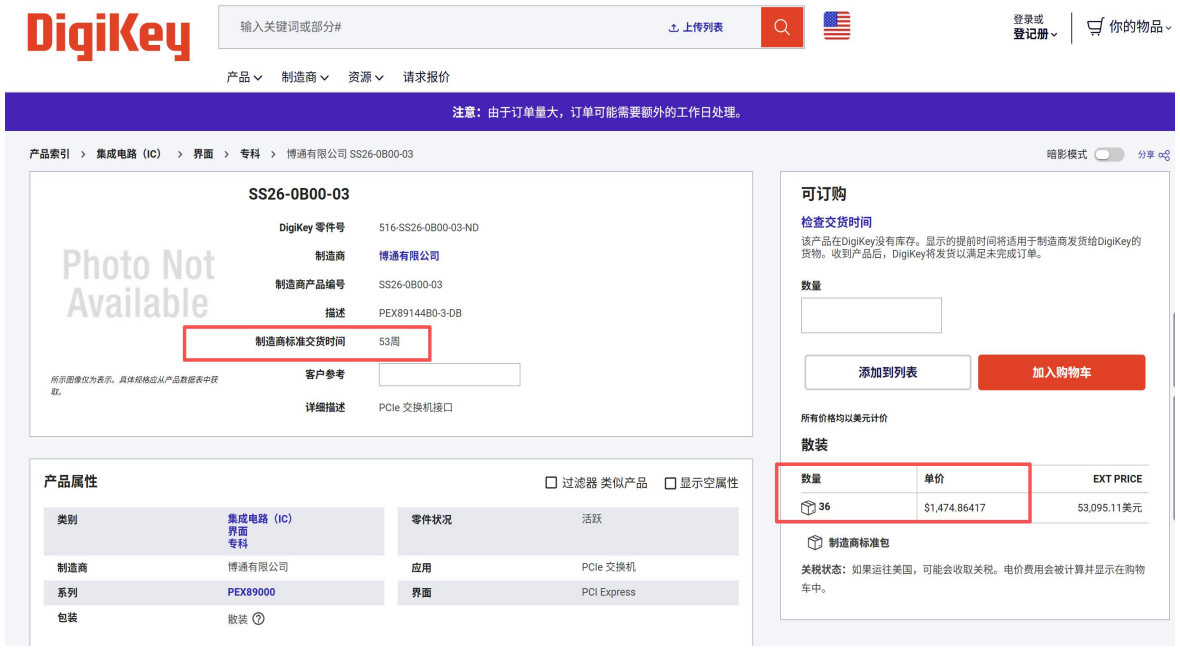


下载日志已记录，仅供内部参考

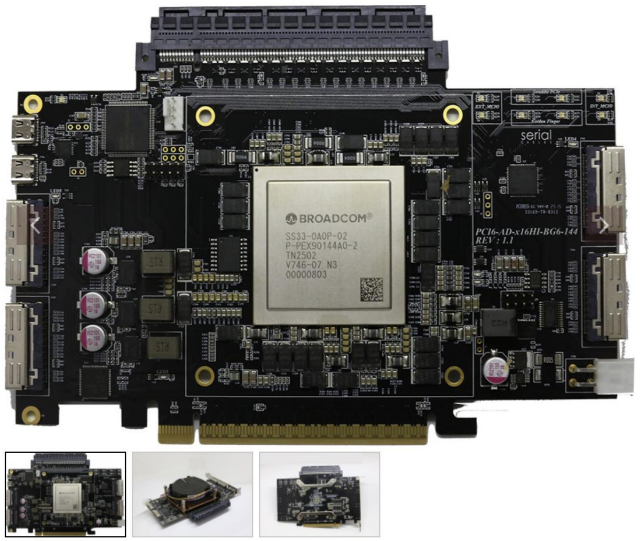
2.9 海外博通货源供应或较为紧张，国产替代步伐有望加速

- **博通交期较长：**海外博通PCIe Switch货源或较为紧张，据DigiKey官网显示，博通PEX89144B0-3-DB产品制造商标准交货时间长达53周，单价超1400美元；又据SERIAL CABLES官网，博通的PCIE Gen6 x16 – 4, x8 MCIO Host Card w/ 1x16 Straddle Mount Connector (A0 144-lane Switch)产品或处于货源紧张状态，且价格达4995美元。我们认为， 海外博通货源供应或较为紧张，国内PCIe Switch厂商国产替代步伐有望加速。

图：DigiKey上博通PEX89144B0-3-DB产品情况概览



图：SERIAL CABLES上博通PCIe/CXL GEN6 A0 144-lane Switch产品情况概览



Gen6 x16 – 4, x8 MCIO Host Card w/ 1x16 Straddle Mount Connector (A0 144-lane Switch)

Out of Stock

$4,995.00

SKU: PCI6-AD-x16HI-BG6-144

In Stock:0

Ship To: Changning - China

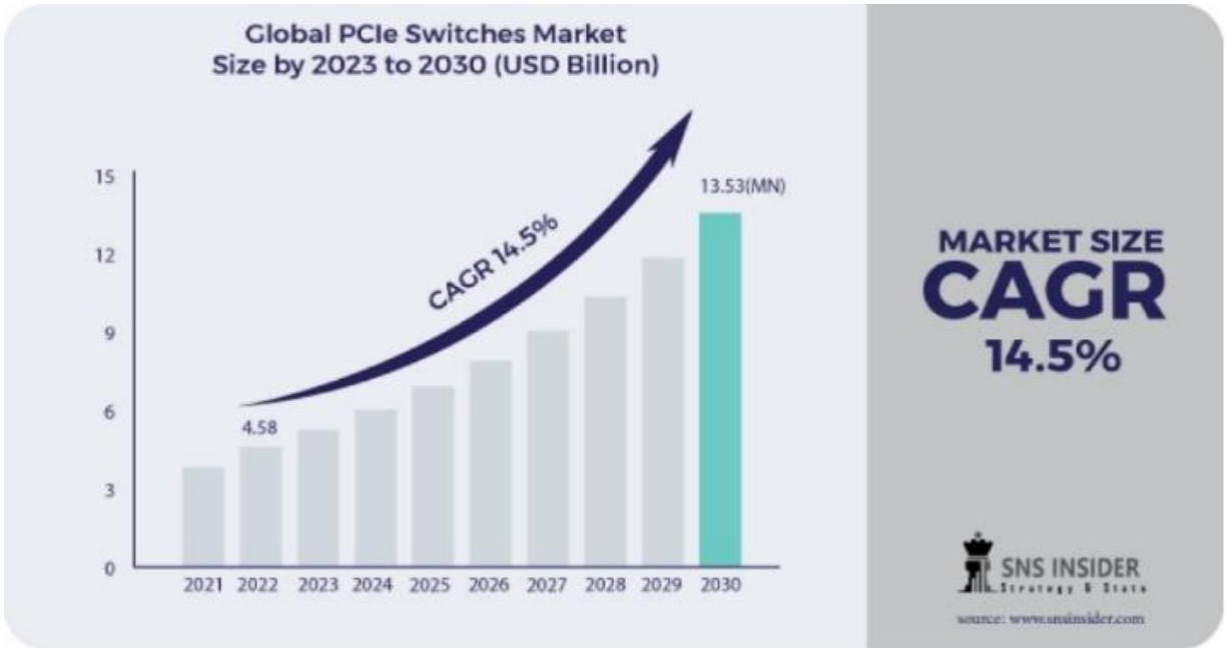
资料来源：Serialcable官网、Digikey官网

下载日志已记录，仅供内部参考

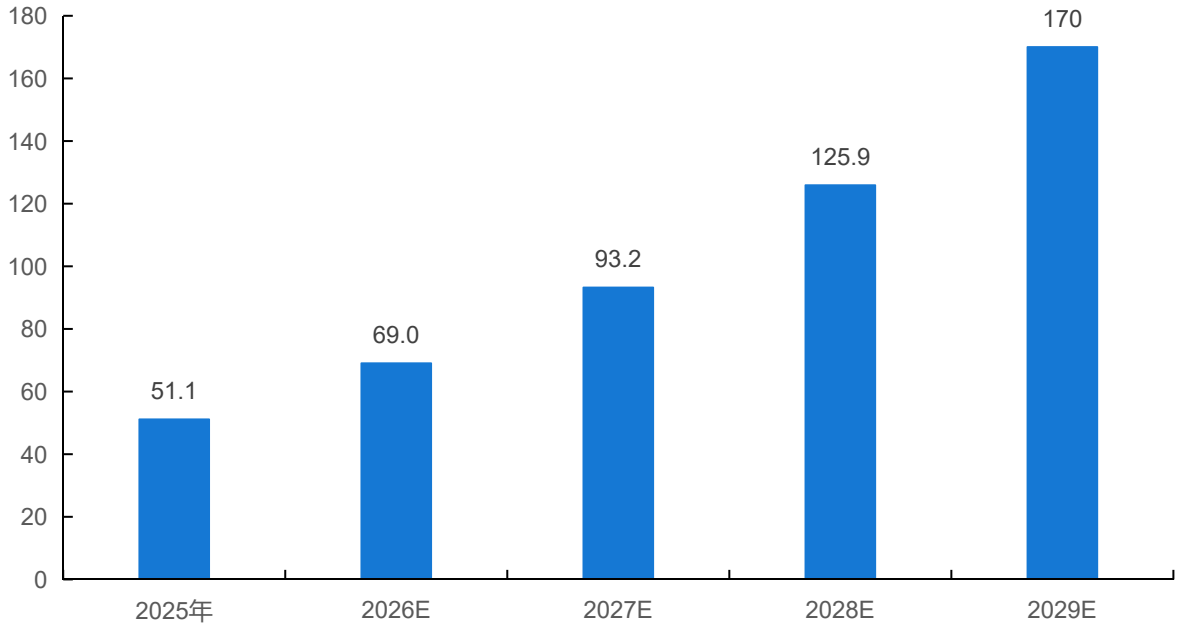
2.9 PCIe交换芯片在国内AI服务器市场规模2029年或达170亿元

- **全球PCIe交换芯片市场2030年或达135亿美元**：据万通发展援引SNS INSIDER，2025年全球PCIe交换芯片市场受益于AI算力与数据中心需求爆发，整体规模已突破69亿美元，同比增长约14.8%；其中PCIe 5.0产品为市场主力，占比超过60%，PCIe 6.0产品开始贡献增量。根据SNS INSIDER预测，2030年全球市场规模将达135.3亿美元，2022-2030年CAGR或达14.5%。
- **国内PCIe交换芯片市场2029年或达170亿元**：据TrendForce，2025年全球AI服务器出货量约205万台，同比增长24.3%。按高端AI服务器平均配置3颗PCIe交换芯片、单价500美元/颗计算，2025年全球AI服务器领域PCIe交换芯片市场规模达31亿美元，同比增长24%；2025年国内加速计算服务器出货量达56.8万台，保持35%左右高速增长，按单台3颗、国产芯片单价3000元测算，2025年国内AI服务器领域PCIe交换芯片市场规模突破51.1亿元。据IDC预测，2025-2029年国内加速计算服务器复合增长率达35%，至2029年PCIe交换芯片在国内AI服务器市场规模有望达170亿元。

图：2021-2030年全球PCIe交换芯片行业规模预测



图：2025-2029年PCIe交换芯片在国内AI服务器市场规模预测（亿元）



下载日志已记录，仅供内部参考

三、数渡科技：产品矩阵覆盖芯片到整机，商业化进度领先

下载日志已记录，仅供内部参考

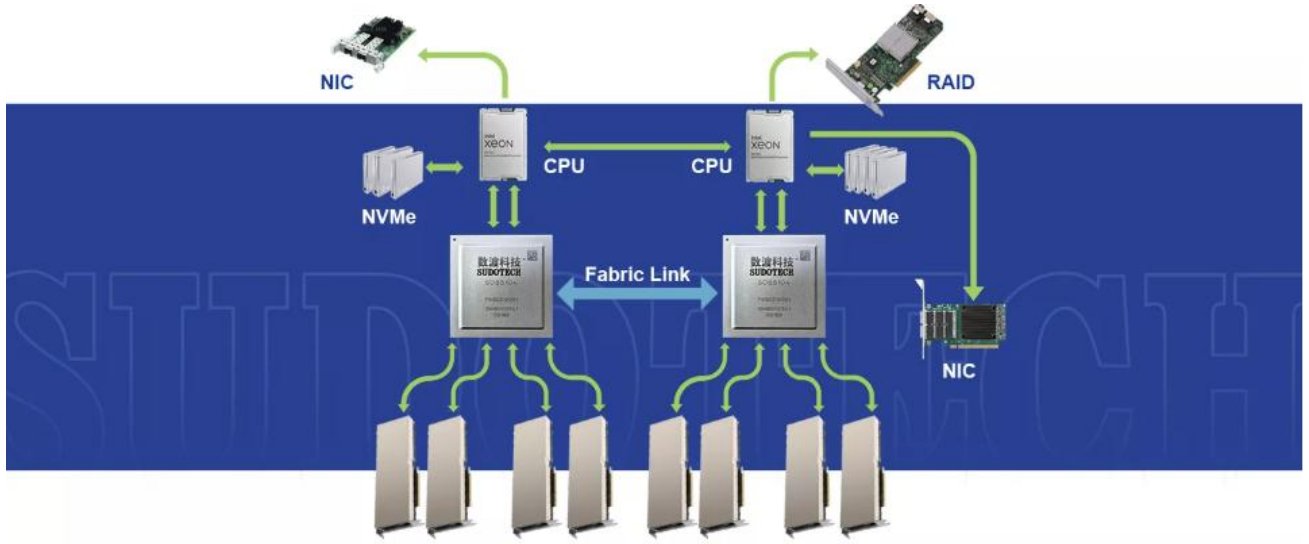
3.1 数渡科技产品矩阵：104 lane实现量产，芯片向整机方案延伸

- **104Lane量产、144 Lane送样：**数渡科技成立于 2021 年 2 月，由国家级大型IT工程规划管理者与掌握世界领先技术的国家特聘专家联合创建，是万通发展控股子公司，公司专注于算力系统互连领域，提供从芯片到系统的完整解决方案，包括高速互连芯片与板卡的研发和销售、异构算力和超节点系统解决方案的交付，以及高性能 ASIC 定制设计服务。公司SD85系列芯片是PCIe 5.0 交换芯片，具有48lane、104lane、144lane规格，拥有无阻塞交换架构、先进的错误管理、DMA、NTB、灵活Fabric组网、Multi-HOST、国密算法、丰富的开发管理套件等为AI服务器、全闪存储、通用服务器扩展、边缘存算一体机、高性能计算等产品提供高带宽、低延时、高可靠、经济高效的PCIe 互联解决方案。从产品商业化进展看，截至2026半年报，公司SD85 系列芯片之 PCIe 5.0 104 通道规格产品于2026年上半年实现规模化量产，主要面向8卡AI服务器；144 Lane产品已完成回片，处于测试验证和送样阶段；48 Lane产品已开发但尚未完成生产，PCIe 6.0及CXL相关芯片仍在研发。

图：SD85系列芯片参数情况概览



图：数渡科技芯片实例图



下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 板卡与模组——从芯片验证到GPU服务器整机

- **板卡模组覆盖GPU底板/EVB/背板：**数渡科技产品矩阵丰富，其GPU底板产品板载2颗SD85104芯片的PCIe扩展板，用于4U GPU机型扩展PCIe槽位使用；其EVB A板主要用于超大型的SD85104芯片开发板，具备43个MCIO x8连接器，用于连接SD85104芯片和PCIe 5.0 Slot，且具备14个PCIe 5.0 Slot连接器，最多支持14张双宽卡，以及卡间互连；其Slot板主要应用于EVB板扩展PCIe槽位，标准双宽，可实现多卡间互联；其硬盘背板主要应用于EVB板扩展U.2硬盘使用，同时支持2.5寸和3.5寸硬盘，具备2个MCIO x8连接器和1个标准CPU 2x4电源连接器。

图：数渡科技部分板卡展示图



GPU底板

SD-GB-SW85104A-B14D13 & SD-GB-SW85104B-B14D13

主要应用：板载2颗SD85104芯片的PCIe扩展板，用于4U GPU机型扩展PCIe槽位使用

硬件方案

托盘尺寸432mm x 249mm
板载2颗SD85104芯片
14个MCIO x8连接器，用于连接SD85104芯片和PCIe 5.0 Slot
13个PCIe 5.0 Slot连接器，最多支持10张双宽卡+1张单宽卡
2个标准Micro Power 2x8电源连接器
支持速率为PCIe 5.0，通过标准MCIO和PCIe SLOT连接器互连和扩展
支持多种互连模式：Common、Balance、Cascade、Multi-Host
支持UBM背板扩展



硬盘背板

SD-BP3-B2D4

主要应用：用于EVB板扩展U.2硬盘使用，同时支持2.5寸和3.5寸硬盘

硬件方案

板卡尺寸215mm x 62mm
2个MCIO x8连接器，用于连接U.2硬盘
1个标准CPU 2x4电源连接器
板卡可实现独立供电或者和EVB板一起供电使用
板卡支持2.5寸和3.5寸硬盘，以及点灯功能
板卡支持SATA、SAS、U.2硬盘

图：数渡科技部分板卡展示图

EVB A板

SD-EVB-85104A-B13D14

主要应用：超大型的SD85104芯片开发板，提供多种开发板灵活组合，可满足各种客户开发验证需求

硬件方案

板卡尺寸676mm x 547mm
板载1颗SD85104芯片
43个MCIO x8连接器，用于连接SD85104芯片和PCIe 5.0 Slot
14个PCIe 5.0 Slot连接器，最多支持14张双宽卡，以及卡间互连
2个CRPS电源连接器和多个CPU 2x8电源连接器
1个OCP3.0连接器，支持OCP3.0卡的热插拔功能
支持速率为PCIe 5.0，通过标准MCIO和PCIe SLOT连接器互连和扩展
支持1个PCIe SLOT热插拔功能验证
支持芯片多种模式验证：多上行，串行等
支持和多类似HOST连接，比如台式机，服务器等



Slot板

SD-SLOTA-B8D4

主要应用：用于EVB板扩展PCIe槽位，标准双宽，可实现多卡间互联

硬件方案

板卡尺寸214mm x 205mm
板载1颗SD85104芯片
8个MCIO x8连接器，用于连接PCIe 5.0 Slot
4个PCIe 5.0 X16 Slot连接器，可灵活配置X16，X8，X4等
1个标准2x12 ATX Power 电源连接器，多个PCIe/CPU 2x4电源连接器
板卡可实现独立供电或者和EVB板一起供电使用
板卡内PCIe卡之间独立，标准双宽卡位，可实现卡间互连功能
板卡内有4个风扇连接器，用于卡散热策略

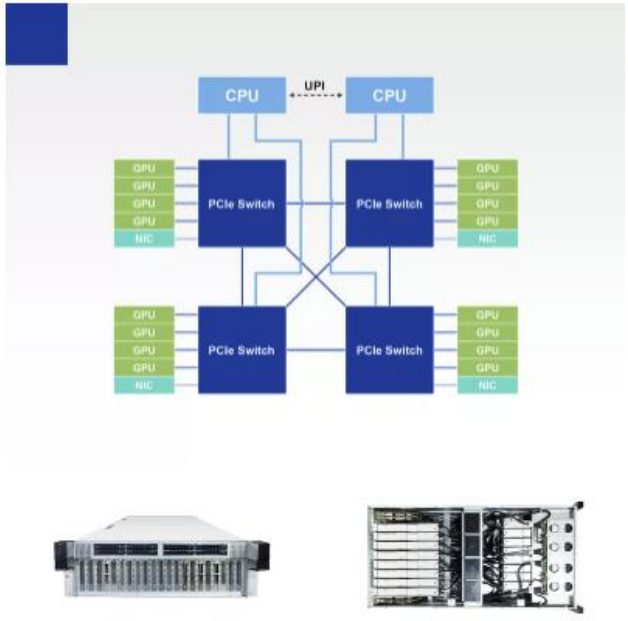


下载日志已记录，仅供内部参考

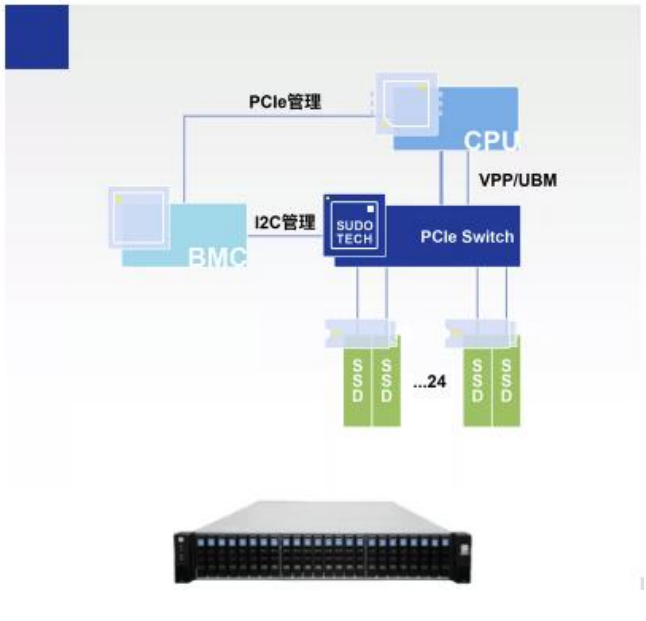
3.1 解决方案多样，Scale-Up与I/O领域并举

- **16卡GPU互联方案：**采用4片PCIe Switch高速互联16张GPU，大幅加强GPU间Alltoall通信性能，提升MoE模型性能，预留x8网卡扩展构建大规模集群。单机可提供1.5+TB超大显存，一台即可极速运行Qwen全尺寸和DeepSeekR1 671B无损精度满血版模型。
- **高密度全闪存整机：**具备1U机箱PB级容量，空间利用率高，支持多PCIe芯片互联，连接24个NVMe盘，可以构建高性能存储阵列，具备双控冗余设计，支持Raid保护、Snapshot、压缩、去重、加密、自动报警、自动重建、日常巡检自动修复等功能。
- **DPU存储服务器：**采用BMC策略配置+双主控冗余+DPU硬件级卸载+PCIe Switch高速互联极致结构设计，1U机箱提供24块NVMe端对端传输，空间利用率高，支持故障链路自动切换、关键节点冗余，降低运维难度，产品成本存算分离、灵活扩展，文件系统性能随节点增长可呈线性提升。
- **PCIe交换机整机解决方案：**高性能Fabric交换机由主控模块、交换模块、BMC模块构成，1U标准机架，设计内置1颗PCIe Switch，提供16个QSFP-DD接口，可为超节点提供原生内存语义扩展，亦可快速配置计算和交换网络，按需扩容16/32/64卡超节点，实现灵活资源扩展并构建池化系统。

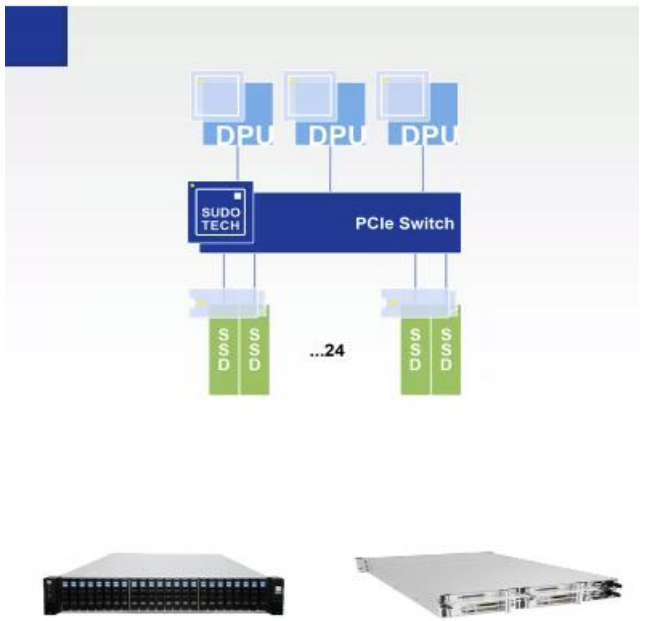
图：16卡 Scale Up 方案示意图



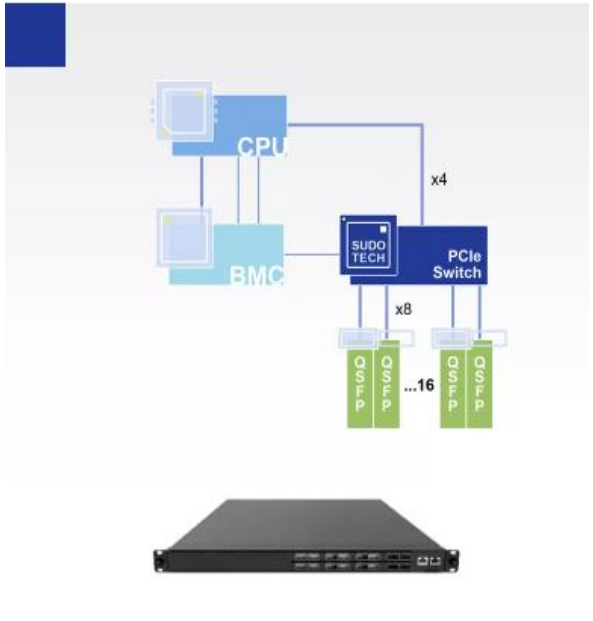
图：高密度全闪存整机解决方案示意图



图：DPU存储服务器方案示意图



图：PCIe交换机整机解决方案示意图

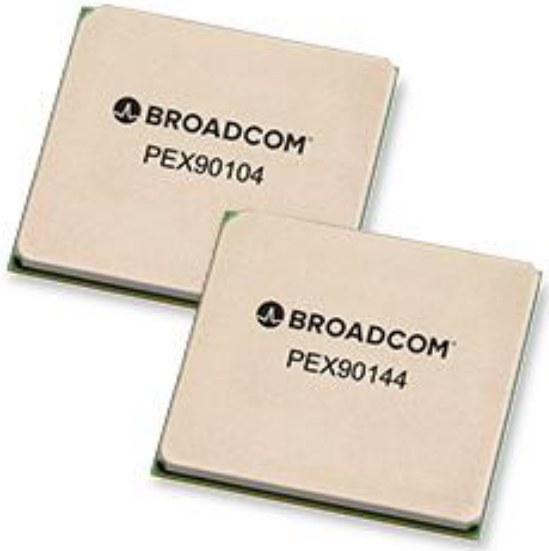


下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 海外龙头进入PCIe 6.0时代，带宽及交换规模持续升级

- **博通5nm 144通道Gen6：**博通的PCIe Gen 6连接产品线，配备其新款高端口PCIe交换机和重定时器，凭借先进的遥测和诊断能力，简化了互操作性和系统设计，其PCIe交换机产品为5nm技术下的144通道交换机，具备同级优异的SerDes性能（>36db），采用嵌入式PCIe分析仪。
- **AsteraLabs 32-320通道：**AsteraLabs Scorpio P系列32至320通道产品线拥有丰富的PCIe 6交换机产品矩阵，能实现可预测且高性能的GPU到CPU/网卡/SSD的数据流，且可以与多样化的PCIe主机和终端生态系统互操作。
- **Microchip支持160通道：**Microchip Switchtec PFX Gen 6 Fanout PCIe交换机系列包含高可靠性PCIe交换机，支持高达160个通道（lanes）、20个端口和10个堆栈（stacks），每个端口均配备热插拔和意外插拔控制器，具备先进的错误隔离以及全面的诊断和调试功能，提供广泛的I/O接口，并集成了MIPS处理器。支持x8和x16拆分。
- **Marvell 260通道4TB/s：**Marvell Structera S 60260 for PCIe 6.0 通过 260 通道设计双向总带宽超过 4TB/sec，能够连接 16 个 PCIe 6.0 XPU 或 32 个 PCIe 6.0 XPU。除了PCIe交换机组合和丰富的自有PCIe SerDes技术外，Marvell还提供PCIe/CXL重定时器。

图：博通PEX系列产品示意图



图：AsteraLabs系列产品示意图



图：Microchip系列产品示意图

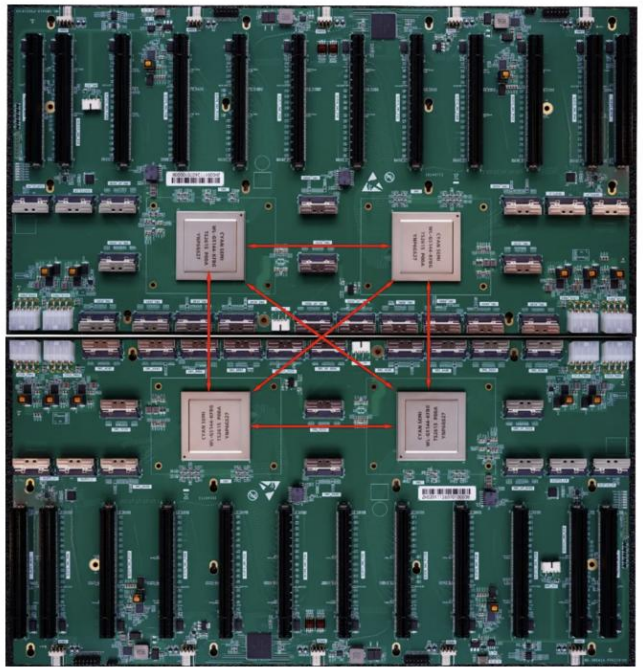


下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 国产PCIe 交换芯片实现商业化突破

- **青芯144通道MESH组网：**青芯半导体基于WLG5144（国产首款144通道PCIe 5.0 超大规格交换芯片）的16卡GPU MESH组网方案，标准的Mesh全无阻塞互联：4颗WLG5144，每颗WLG5144 下挂4张GPU，4颗之间通过 Fabric Link 两两织成一张Mesh网。
- **芯动104/120通道Gen5：**芯动科技基于近20年赋能行业核心IP的经验，采用先进工艺制程推出全球领先的104/120通道PCIe Gen5交换芯片（产品代号GX9104/GX9120），凭借自主知识产权与卓越性能，为AI基础设施建设注入澎湃动力。
- **众星微96端口交换芯片：**众星微高速交换芯片，面向通用服务器、GPU服务器、存储设备等应用中的端口扩展与众多设备互联，支持PCIe、SATA等计算机系统中重要的总线接口，从而实现更多设备的互联与数据交换。支持多达96个物理端口、每端口2.5Gbps到25Gbps数据率。
- **澜起科技预计2026年流片：**此外，澜起科技预计2026年内完成PCIe Switch芯片的工程样片流片。

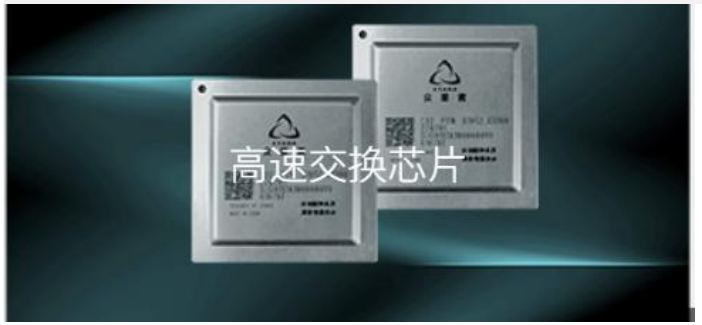
图：青芯半导体WLG5144 GPU示意图

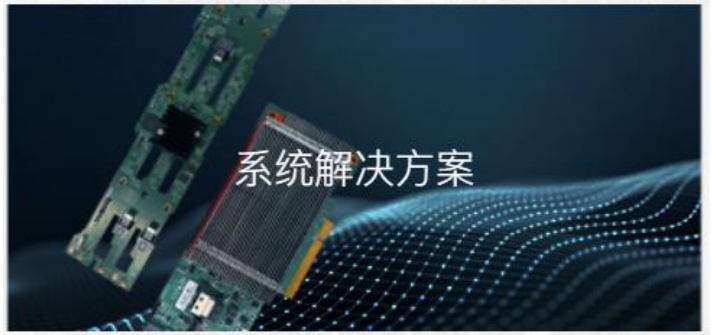


图：芯动科技产品示意图



图：无锡众星微相关产品示意图



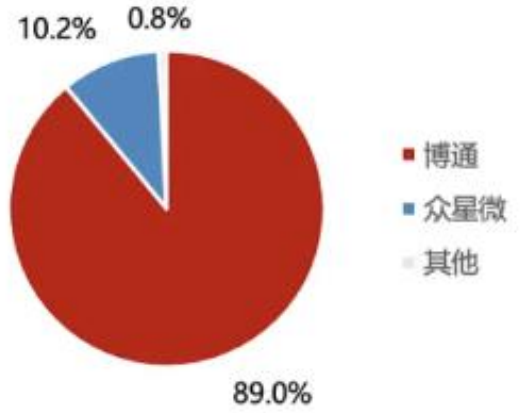


下载日志已记录，仅供内部参考

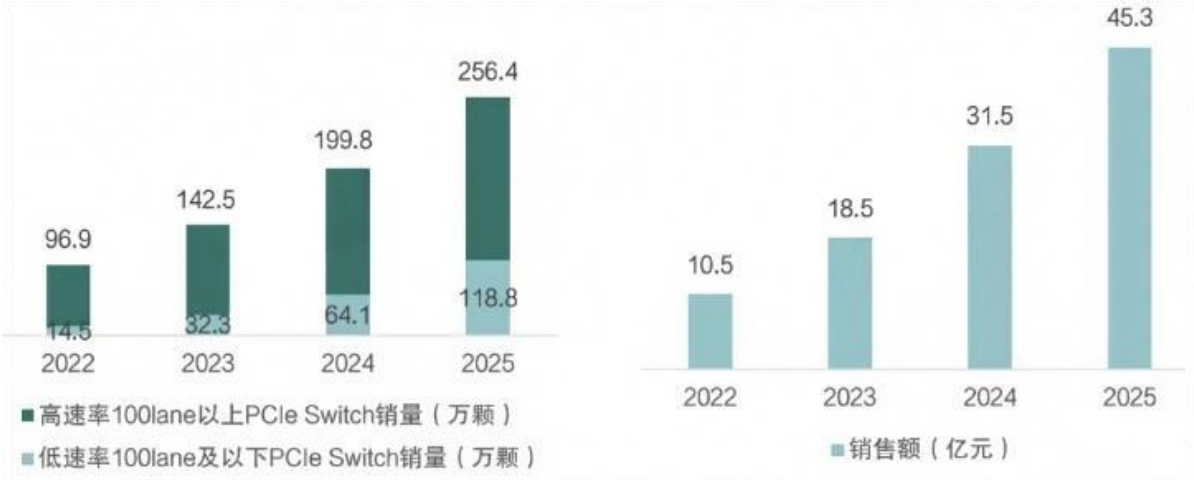
3.3 中国PCIe Switch市场高速增长，AI服务器是重要场景

- **中国市场2025年达45.3亿元：**据赛迪顾问，2025年，中国PCIe Switch市场规模达到45.3亿元，较2022年的10.5亿元增长逾3倍，年复合增速约10.2%；其中AI服务器场景贡献了34.7亿元，占整体市场的76.7%，是增长的主引擎。2025年博通在全球PCIe Switch市场占据约86%的份额，在中国市场份额达到83.7%，且在PCIe Gen5 Switch细分市场，其产品在中国市场份额约89.0%。
- **Gen5成主流、预计Gen6 2027年商用：**从技术代际看，Gen5已成为中国市场主流。2025年Gen5的PCIe Switch市场规模达35.8亿元，占整体市场的79%。赛迪顾问预计Gen6约2027年进入规模商用，博通Atlas3 Gen6产品预计2026年率先量产。

图：2025年中国PCIe Gen5 Switch细分市场厂商销售额占比



图：2022-2025年中国PCIe Switch市场销量、销售额预测



图：中国主流PCIe Switch市场规模

年份	总规模（亿元）	Gen3及以下	Gen4	Gen5
2022	10.5	6.9	3.6	0
2023	18.5	2.3	16.2	0
2024	31.5	0.9	29.8	0.8
2025	45.3	0.6	8.9	35.8

图：2025年中国主流PCIe Switch与全球差异

代际	中国占比	全球占比	差异	差异原因
Gen3及以下	1.3%	2%	-0.7%	中国存量服务器更新周期较长
Gen4	47.5%	43%	+4.5%	中国Gen5渗透滞后，Gen4仍为主流
Gen5	80%	88%	-8%	GPU进口限制拖累平台升级
Gen6	0%	3.5%	-3.5%	均未量产

资料来源：IT时报、赛迪顾问

下载日志已记录，仅供内部参考

四、盈利预测与投资建议

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与核心假设

- 核心假设：据公司公告以及我们的研究，假设国内加速计算服务器出货量的yoy按照公司估计的2025-2029的CARG为35%；假设公司2026-2028年PCIe switch的市占率情况分别为7.5%/11%/15%；假设单台服务器PCIe switch用量为3颗；假设房地产业务企稳，销售和租赁均维持小幅度增长；据公司2025年报，其估计国产芯片单价3000元，但我们认为公司主要以104和144通道高端产品为主，我们综合考虑第2.9章节博通的价格，我们假设公司产品均价约4500元。

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
国内加速计算服务器出货量（万台）	56.80	-	76.68	103.52	139.75
yoy	-	-	35%	35%	35%
单台服务器PCIe switch数量（颗）	3	-	3	3	3
单价（万元）	0.45	-	0.45	0.45	0.45
国内PCIe switch市场空间（亿元）	76.68	-	103.52	139.75	188.66
公司PCIe switch市占率预测	0.60%	-	7.5%	11%	15%
公司PCIe switch收入（亿元）	0.46	0.59	7.76	15.37	28.30
毛利率	60%	53%	60%	63%	66%
公司PCIe switch毛利润（亿元）	0.27	0.31	4.66	9.68	18.68

资料来源：IDC、万通发展公告、Wind、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与核心假设

	2025	2026E	2027E	2028E
房地产销售（万元）	23,334.57	23567.92	24039.27	24279.67
yoy	-23.69%	1.00%	2.00%	1.00%
毛利率	13.44%	15.00%	16.00%	17.00%
毛利（万元）	3137.05	3535.19	3846.28	4127.54
房屋租赁（万元）	18,394.90	18578.85	18950.43	19139.93
yoy	-1.21%	1.00%	2.00%	1.00%
毛利率	19.10%	20.00%	21.00%	22.00%
毛利（万元）	3513.08	3715.77	3979.59	4210.78
其他业务（万元）	28.66	30.09	31.60	33.18
yoy	35.61%	5%	5%	5%
毛利率	100%	100%	100%	100%
毛利（万元）	28.66	30.09	31.60	33.18
收入合计（亿元）	4.63	11.98	19.67	32.64
毛利合计（亿元）	0.94	5.39	10.47	19.51

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议及可比公司估值

◆ 投资建议

公司的相对优势在于：1）数渡科技104通道PCIe 5.0交换芯片已于2026年上半年实现规模化量产，实现PCIe Switch商业化出货，144通道产品已完成回片、处于送样阶段；2）股权激励考核深度绑定数渡科技经营，2026/2027/2028年数渡科技营收考核目标分别不低于6/12/16亿元，叠加收购业绩对赌2025-2027年累计不低于15.8亿元，业绩兑现具备强约束；3）海外博通货源紧张、部分产品交期长达53周，国产替代窗口打开，数渡科技卡位国产PCIe Switch商业化先机。

数渡科技作为国产PCIe Switch领先企业，公司通过收购数渡科技62.98%股权切入高速互连芯片赛道，打造地产之外的第二增长曲线。结合公司财报及我们的测算，预计2026-2028年公司营业收入分别为11.98/19.67/32.64亿元，归母净利润分别为-1.08/+0.42/+2.47亿元，当前股价对应2026-2028年PS分别为18.69/11.38/6.86X，子公司数渡科技104通道产品商业化进展较为顺利，144通道产品进度可期，2026年6月更换新董事长后公司管理状况有望走向稳健，股权质押问题有望好转，上调至“买入”评级。

表：可比公司估值表 (可比公司盈利预测数据来自Wind一致预期)

可比公司名称	代码	市值（亿元）	营业收入（亿元）				PS			
		2026/10/14	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
澜起科技	688008.SH	2,121.30	54.56	75.54	103.91	136.63	38.88	28.08	20.41	15.53
盛科通信	688702.SH	1,020.82	11.51	18.42	31.68	52.48	88.73	55.42	32.23	19.45
海光信息	688041.SH	4,682.61	143.77	226.26	325.01	443.83	32.57	20.70	14.41	10.55
寒武纪	688256.SH	5,842.05	64.97	165.79	338.15	557.79	89.92	35.24	17.28	10.47
可比公司平均				-			62.52	34.86	21.08	14.00
万通发展		223.97	4.63	11.98	19.67	32.64	50.19	18.69	11.38	6.86

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **宏观经济风险：**民营房企融资渠道收紧、流动性压力未能根本缓解，行业风险持续向金融领域及上下游产业外溢，进一步影响宏观固定资产投资和相关消费。尽管宏观与地产政策协同发力稳预期，但尚未根本改善居民和企业预期，房地产行业发展仍处下行阶段。
- **市场风险：**2025 年，中国房地产行业正处于深度调整后的转型关键期，政策重心已由短期救市转向构建以保障性住房、城中村改造和“好房子”为核心的长效机制。行业格局加速分化，国央企凭借其稳健财务和低融资成本占据市场主导地位，少数优质民企则通过债务重组与业务转型突围。行业风险尚未完全出清，但市场底部特征已逐步显现，投资机会将集中于具备综合运营能力、政策适配性强的头部企业。
- **技术研发与迭代风险：**高速互连芯片产品具有技术含量高、研发难度大、研发持续时间长等特点，PCIe、CXL等协议持续升级，Scale-up组网方案不断演进，公司对数渡科技仍需持续保持高水平研发投入。若公司未能准确把握行业技术发展趋势，在PCIe 6.0、CXL等下一代技术研发中出现进度滞后、关键技术突破不及预期，或数渡科技产品不符合市场需求、行业竞争加剧，可能导致产品竞争力下降、销售收入或盈利水平不达预期，错失行业升级机遇。
- **产品商业化与市场拓展风险：**公司 104 通道芯片虽已实现量产和小批量销售，144 通道芯片已完成投片并计划送样销售，但芯片从送样验证到规模化出货仍需经过严格的客户测试、系统适配、稳定性验证及批量采购决策，周期较长。若下游客户验证进度不及预期、产品兼容性与场景适配效果未达客户要求，或市场接受度低于预判，将导致产品放量节奏放缓，影响收入实现。
- **PCIe Switch市场需求不及预期风险：**公司盈利预测基于国内加速计算服务器出货高增长及PCIe Switch渗透率提升等假设。若AI算力基础设施建设节奏放缓，国内PCIe Switch市场需求可能不及预期，进而影响数渡科技收入兑现。
- **商誉减值风险：**公司收购后存在商誉，未来可能存在减值风险。
- **股权变动风险：**公司股权结构较为分散，可能存在股权变动的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

万通发展盈利预测表

证券代码： 600246　　股价： 11.45　　投资评级： 买入(上调)　　日期： 20261014

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	910	805	949	1030
应收款项	50	140	199	333
存货净额	283	686	747	1064
其他流动资产	377	860	930	1628
流动资产合计	**1620**	**2490**	**2825**	**4054**
固定资产	82	95	107	116
在建工程	0	0	0	0
无形资产及其他	4989	4934	4749	4563
长期股权投资	663	683	678	673
资产总计	**7354**	**8202**	**8358**	**9406**
短期借款	45	45	45	45
应付款项	87	165	230	328
合同负债	41	60	98	163
其他流动负债	748	1263	1248	1742
流动负债合计	**920**	**1532**	**1621**	**2278**
长期借款及应付债券	1487	1487	1487	1487
其他长期负债	66	67	67	67
长期负债合计	**1552**	**1554**	**1554**	**1554**
负债合计	**2472**	**3086**	**3175**	**3831**
股本	1890	1956	1956	1956
股东权益	4881	5116	5183	5575
负债和股东权益总计	**7354**	**8202**	**8358**	**9406**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**463**	**1198**	**1967**	**3264**
营业成本	369	660	920	1313
营业税金及附加	42	96	138	196
销售费用	60	84	118	196
管理费用	121	240	295	490
财务费用	66	51	52	51
其他费用/（-收入）	63	240	374	620
营业利润	**-697**	**-174**	**70**	**411**
营业外净收支	4	1	1	1
利润总额	**-693**	**-173**	**71**	**412**
所得税费用	-16	-2	4	21
净利润	**-676**	**-171**	**67**	**392**
少数股东损益	-22	-63	25	145
归属于母公司净利润	**-655**	**-108**	**42**	**247**
现金流量表（百万元）	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
经营活动现金流	**163**	**-228**	**194**	**124**
净利润	-655	-108	42	247
少数股东损益	-22	-63	25	145
折旧摊销	171	181	184	186
公允价值变动	-104	0	0	0
营运资金变动	170	-314	-126	-518
投资活动现金流	**-251**	**-153**	**6**	**12**
资本支出	-35	-34	-27	-27
长期投资	-230	-83	23	23
其他	14	-36	10	16
筹资活动现金流	**-178**	**276**	**-56**	**-56**
债务融资	-126	-69	5	5
权益融资	0	410	0	0
其它	-52	-64	-61	-61
现金净增加额	**-267**	**-105**	**145**	**80**

每股指标与估值	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标				
EPS	-0.35	-0.06	0.02	0.13
BVPS	2.46	2.53	2.55	2.68
估值				
P/E	—	—	530.9	90.8
P/B	5.0	4.5	4.5	4.3
P/S	50.2	18.7	11.4	6.9
财务指标	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
盈利能力				
ROE	-14%	-2%	1%	5%
毛利率	20%	45%	53%	60%
期间费率	53%	31%	24%	23%
销售净利率	-141%	-9%	2%	8%
成长能力				
收入增长率	-6%	159%	64%	66%
利润增长率	-43%	84%	139%	485%
营运能力				
总资产周转率	0.06	0.15	0.24	0.37
应收账款周转率	9.55	12.60	11.63	12.29
存货周转率	0.83	1.36	1.28	1.45
偿债能力				
资产负债率	34%	38%	38%	41%
流动比	1.76	1.63	1.74	1.78
速动比	1.29	1.05	1.15	1.20

下载日志已记录，仅供内部参考

研究小组介绍

计算机小组介绍

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，善于把握由技术、政策驱动的科技产业新趋势，致力于进行前瞻重磅推荐。2024年Wind金牌分析师，2024年同花顺最受欢迎分析师，2025年Wind金牌分析师。
唐锦珂，计算机行业研究助理，中山大学岭南学院硕士，主要覆盖服务器、液冷、算力租赁、IDC等方向。
谢婧茹，计算机行业研究助理，上海财经大学经济学院硕士，主要覆盖半导体、云计算、教育IT等方向。
朱谞晟，计算机行业研究助理，复旦大学金融硕士，主要覆盖存储、网络等方向。

分析师承诺

刘熹，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%～20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明和风险提示

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券·研究所·计算机研究团队

心怀家国，洞悉四海

国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597