



工业富联 (601138.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

算力需求增长，产品与客户结构升级

事件简评

2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 6091.35 亿元，同比增加 27.88%；归母净利润 232.16 亿元，同比增加 10.34%。2025 年一季度实现营业收入 1604.15 亿元，同比增长 35.16%；实现归母净利润 52.31 亿元，同比增长 24.99%。

经营分析

AI 服务器大幅增长，云计算业务持续扩张：公司 2024 年云计算业务收入达 3193.77 亿元，同比+64%，占总营收的 52%。AI 服务器营收同比激增超 150%，占云计算业务比重突破 40%，成为核心增长极，通用服务器营收同比实现 20% 增长。云服务商服务器收入占比首次过半（同比+80%），北美 Tier-1 品牌客户 AI 服务器贡献收入增长 70%，客户结构不断优化，优质客户也贡献订单确定性。我们认为在全球 AI 算力基建需求大幅增长的背景下，公司作为 AI 服务器芯片基板的核心供应商将直接受益于行业高景气周期。2025 年 Q1 延续强势，云计算收入同比+50%，AI/通用服务器收入均增超 50%，云服务商客户贡献+60% 增速，验证需求端持续景气。

工业互联网收入承压，高速交换机驱动通信网络业务增长：2024 年工业互联网收入同比下降 43%，收入承压，我们认为可能是受制造业客户数字化转型预算收缩的影响。2024 年通信及移动网络设备业务收入同比微增，我们认为增速主要由 400G/800G 高速交换机（同比增长数倍）、5G 终端精密结构件出货量提升（同比增长 10%）所拉动。2025 年 800G 交换机预计将进入北美云商批量交付周期，我们看好高速交换机推动板块整体收入稳健增长。

全球布局打造算力网络生态，打开长期增长空间：公司产品布局从 AI 服务器向高速交换机等领域延伸，深度绑定全球数据中心升级需求。公司当前已实现全球化布局，能多地灵活调配产能以满足客户全球化交付需求。我们认为公司全球化产能布局有望增强公司的经营韧性以应对关税等不确定性风险，看好公司凭借全球布局和优质的客户资源及生态关系，持续受益于 AI 算力需求增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 7195/8386/9585 亿元，归母净利润为 298.52/353.75/411.32 亿元，对应 PE 为 12.0/10.2/8.7 倍，维持“增持”评级。

风险提示

芯片研发不及预期风险；人员流失风险；客户集中度较高风险；市场竞争加剧风险。

通信组

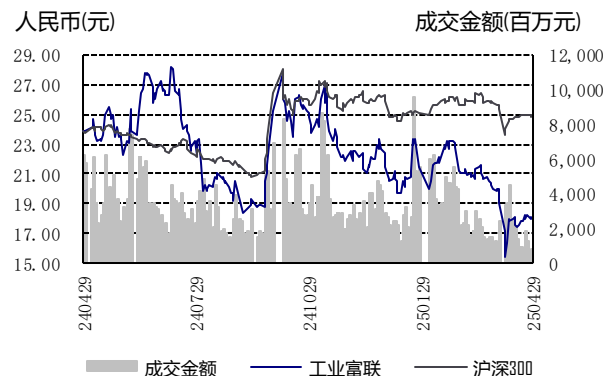
分析师：张真桢（执业 S1130524060002）

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：18.09 元

相关报告：

- 1.《工业富联公司点评：AI 带动业绩增长，新产品产能充足》，2024.10.31
- 2.《工业富联公司点评：AI 服务器收入倍增，业绩持续提升》，2024.8.13



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	476,340	609,135	719,529	838,646	958,539
营业收入增长率	-6.94%	27.88%	18.12%	16.55%	14.30%
归母净利润(百万元)	21,040	23,216	29,852	35,375	41,132
归母净利润增长率	4.82%	10.34%	28.58%	18.50%	16.28%
摊薄每股收益(元)	1.059	1.169	1.503	1.781	2.071
每股经营性现金流净额	2.17	1.17	0.91	1.58	1.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.01%	15.20%	16.20%	16.10%	15.77%
P/E	14.28	18.40	12.03	10.16	8.73
P/B	2.14	2.80	1.95	1.64	1.38

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	511,850	476,340	609,135	719,529	838,646	958,539
增长率		-6.9%	27.9%	18.1%	16.6%	14.3%
主营业务成本	-474,678	-437,964	-564,814	-666,748	-776,985	-888,548
%销售收入	92.7%	91.9%	92.7%	92.7%	92.6%	92.7%
毛利	37,172	38,376	44,321	52,782	61,661	69,991
%销售收入	7.3%	8.1%	7.3%	7.3%	7.4%	7.3%
营业税金及附加	-486	-381	-663	-576	-1,006	-1,081
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-1,058	-1,024	-1,036	-1,151	-1,342	-1,534
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-3,828	-4,226	-5,156	-5,756	-6,541	-7,477
%销售收入	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用	-11,588	-10,811	-10,631	-12,232	-14,257	-16,295
%销售收入	2.3%	2.3%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	20,211	21,934	26,836	33,067	38,515	43,605
%销售收入	3.9%	4.6%	4.4%	4.6%	4.6%	4.5%
财务费用	704	586	656	1,079	1,006	1,821
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-889	-430	-1,202	-2,118	-916	-314
公允价值变动收益	-70	264	-494	15	13	13
投资收益	30	-666	-975	-537	-726	-746
%税前利润	0.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	21,872	23,067	25,935	32,889	39,110	45,586
营业利润率	4.3%	4.8%	4.3%	4.6%	4.7%	4.8%
营业外收支	91	57	38	62	52	51
税前利润	21,963	23,124	25,974	32,951	39,162	45,637
利润率	4.3%	4.9%	4.3%	4.6%	4.7%	4.8%
所得税	-1,879	-2,106	-2,719	-3,090	-3,779	-4,487
所得税率	8.6%	9.1%	10.5%	9.4%	9.6%	9.8%
净利润	20,084	21,018	23,255	29,861	35,383	41,151
少数股东损益	11	-22	39	9	9	19
归属于母公司的净利润	20,073	21,040	23,216	29,852	35,375	41,132
净利率	3.9%	4.4%	3.8%	4.1%	4.2%	4.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	20,084	21,018	23,255	29,861	35,383	41,151
少数股东损益	11	-22	39	9	9	19
非现金支出	5,699	6,397	7,798	6,065	4,125	3,555
非经营收益	1,836	2,894	3,610	405	688	682
营运资金变动	-12,253	12,774	-11,324	-18,214	-8,902	-8,065
经营活动现金净流	15,366	43,084	23,339	18,118	31,294	37,322
资本开支	-8,047	-8,670	-11,012	-4,177	-5,079	-5,034
投资	-9,579	3,713	73	365	363	363
其他	2,318	393	41	-537	-726	-746
投资活动现金净流	-15,308	-4,564	-10,898	-4,349	-5,442	-5,417
股权募资	0	174	43	1,780	0	0
债权募资	-20	-10,217	-9,026	16,941	-8,251	-23,201
其他	-14,049	-14,691	-15,449	0	0	0
筹资活动现金净流	-14,068	-24,734	-24,432	18,721	-8,251	-23,201
现金净流量	-11,905	14,185	-11,522	32,490	17,601	8,704

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	69,430	83,462	72,434	103,848	120,668	128,804
应收款项	99,569	89,328	112,636	123,746	140,554	154,623
存货	77,322	76,683	85,266	103,761	118,304	130,544
其他流动资产	2,620	3,005	3,673	3,159	3,302	3,488
流动资产	248,940	252,478	274,008	334,514	382,828	417,459
%总资产	87.6%	87.8%	86.3%	88.5%	89.5%	90.0%
长期投资	12,604	7,986	7,106	6,756	6,406	6,056
固定资产	16,638	20,220	23,183	23,575	24,147	24,663
%总资产	5.9%	7.0%	7.3%	6.2%	5.6%	5.3%
无形资产	2,495	3,981	5,474	6,641	8,023	9,371
非流动资产	35,248	35,227	43,515	43,583	45,107	46,591
%总资产	12.4%	12.2%	13.7%	11.5%	10.5%	10.0%
资产总计	284,188	287,705	317,524	378,098	427,935	464,049
短期借款	55,765	41,760	40,987	58,173	49,922	26,721
应付款项	86,180	89,213	111,204	122,921	145,476	162,594
其他流动负债	7,231	7,072	6,688	8,370	9,141	10,577
流动负债	149,176	138,045	158,879	189,464	204,539	199,893
长期贷款	3,485	7,097	0	0	0	0
其他长期负债	2,194	1,968	5,508	3,856	3,235	2,844
负债	154,854	147,110	164,387	193,320	207,774	202,738
普通股股东权益	128,975	140,187	152,691	184,323	219,698	260,830
其中：股本	19,860	19,866	19,868	19,868	19,868	19,868
未分配利润	77,934	86,716	97,090	126,942	162,317	203,449
少数股东权益	358	408	445	454	463	482
负债股东权益合计	284,188	287,705	317,524	378,098	427,935	464,049

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.011	1.059	1.169	1.503	1.781	2.071
每股净资产	6.494	7.057	7.685	9.282	11.063	13.134
每股经营现金净流	0.774	2.169	1.175	0.912	1.575	1.878
每股股利	0.550	0.580	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.56%	15.01%	15.20%	16.20%	16.10%	15.77%
总资产收益率	7.06%	7.31%	7.31%	7.90%	8.27%	8.86%
投入资本收益率	9.79%	10.51%	12.37%	12.32%	12.88%	13.64%
增长率						
主营业务收入增长率	16.45%	-6.94%	27.88%	18.12%	16.55%	14.30%
EBIT 增长率	0.90%	8.52%	22.35%	23.22%	16.48%	13.22%
净利润增长率	0.32%	4.82%	10.34%	28.58%	18.50%	16.28%
总资产增长率	6.59%	1.24%	10.36%	19.08%	13.18%	8.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.9	71.3	54.8	60.0	58.0	55.0
存货周转天数	57.4	64.2	52.3	58.0	57.0	55.0
应付账款周转天数	54.2	60.1	54.6	56.3	57.0	56.0
固定资产周转天数	11.4	13.6	12.0	10.1	8.4	7.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.88%	-25.05%	-20.71%	-24.86%	-32.25%	-39.17%
EBIT 利息保障倍数	-28.7	-37.4	-40.9	-30.6	-38.3	-23.9
资产负债率	54.49%	51.13%	51.77%	51.13%	48.55%	43.69%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	5	11	38
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究