

公司研究 | 点评报告 | 工业富联（601138.SH）

一季报高增长，受益 AI 服务器放量

报告要点

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，同比增长 27.88%，实现归母净利润为 232.16 亿元，同比增长 10.34%，实现扣非归母净利润为 234.14 亿元，同比增长 15.86%。2025 年一季度公司实现营收 1604.15 亿元，同比增长 35.16%，归母净利润为 52.31 亿元，同比增长 24.99%，扣非归母净利润为 49.03 亿元，同比增长 14.76%。

分析师及联系人



杨洋

SAC: S0490517070012

SFC: BUW100



蔡少东

SAC: S0490522090001

工业富联 (601138.SH)

2025-05-14

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

一季报高增长，受益 AI 服务器放量

事件描述

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，同比增长 27.88%，实现归母净利润为 232.16 亿元，同比增长 10.34%，实现扣非归母净利润为 234.14 亿元，同比增长 15.86%。2025 年一季度公司实现营收 1604.15 亿元，同比增长 35.16%，归母净利润为 52.31 亿元，同比增长 24.99%，扣非归母净利润为 49.03 亿元，同比增长 14.76%。

事件评论

- 2024 年公司各块业务拆分：云计算收入为 3193.77 亿元，同比增长 64.37%，毛利率为 4.99%，同比减少 0.09pct；通信及移动网络设备收入为 2878.98 亿元，同比增长 3.2%，毛利率为 9.56%，同比减少 0.24pct；工业互联网收入为 9.40 亿元，同比下滑 42.92%，毛利率 45.79%，同比减少 4.02pct。2024 年公司在墨西哥、越南、新加坡、大陆及其他分地区收入分别为 2102.72、459.31、45.09、3475.02 亿元，按照非流动资产来看，墨西哥、越南、新加坡、中国大陆及其他分别为 25.12、60.53、16.15、252.69 亿元
- 公司 2025 年一季度产品结构持续优化，云计算业务、AI 服务器、通用服务器营业收入同比皆超过 50%。按照客户类别来看，公司云服务商服务器营收同比增长超过 60%，品牌客户服务器营收同比增长超 30%。
- 公司这轮之所以能够充分受益于 AI 浪潮，享受到第二轮成长曲线，除了行业因素外，也与公司自身禀赋密不可分，战略定位、客户结构、制造实力等缺一不可。公司的战略定位紧跟时代发展，同时又坚持立足高端智能制造，公司目前形成“2+2”新型战略，积极发展核心业务“高端智能制造+工业互联网”并大力布局新事业“大数据（包含元宇宙算力及储能）+机器人”，公司致力于打造第二成长曲线。公司在客户结构方面与客户有着深度的合作，无论是在通讯及网络设备业务中网络设备主要客户里面的 Cisco、CommScope、华为、Nokia、Ericsson、Apple 等客户，还是在云计算业务中 Nvidia、AWS、微软、谷歌、Oracle、字节跳动、阿里、腾讯等客户，都是行业内全球领先的头部客户。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 272.46、351.81、388.59 亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、AI 行业发展不及预期；
- 2、服务器代工行业竞争格局加剧。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	18.69
总股本(万股)	1,985,886
流通A股/B股(万股)	1,985,758/0
每股净资产(元)	7.91
近12月最高/最低价(元)	29.47/14.58

注：股价为 2025 年 5 月 9 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《三季度 AI 高增长，汇兑拖累业绩》2024-11-04
- 《AI 拉动营收高增，成长加速》2024-08-16
- 《算力龙头 AI 收入占比持续提升》2024-05-06


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、**AI 行业发展不及预期。**当前 AI 大模型发展处于百花齐放的状态，催生大量算力需求，若未来 AI 行业实际需求以及用户增长不及预期，则行业存在较大风险。
- 2、**服务器代工行业竞争格局加剧。**考虑到 AI 服务器行业在快速扩容，短期将吸引部分新进玩家，行业竞争有可能加剧，造成现有参与者盈利水平下降的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	609135	761419	989845	1088830	货币资金	72434	27342	29696	53149
营业成本	564814	710404	923525	1015878	交易性金融资产	257	257	257	257
毛利	44321	51015	66320	72952	应收账款	94508	134948	170948	183317
%营业收入	7%	7%	7%	7%	存货	85266	115783	150545	161510
营业税金及附加	663	718	1005	1067	预付账款	353	461	571	641
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	21191	22440	23355	24402
销售费用	1036	1371	1732	1933	流动资产合计	274008	301231	375372	423275
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	6305	5429	4554	3679
管理费用	5156	6472	8414	9255	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	20010	27526	32188	37646
研发费用	10631	13325	17322	19055	无形资产	1279	1705	2126	2500
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	310	310	310	310
财务费用	-656	-597	-201	-343	递延所得税资产	692	692	692	692
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	14921	17234	19667	21889
加: 资产减值损失	-1120	-832	-852	-842	资产总计	317524	354127	434910	489991
信用减值损失	-82	-200	-141	-170	短期贷款	35992	15000	12000	10000
公允价值变动收益	-494	100	100	100	应付款项	93835	114468	153483	167097
投资收益	-975	228	297	327	预收账款	0	0	0	0
营业利润	25935	29872	38593	42656	应付职工薪酬	3670	6348	7790	8082
%营业收入	4%	4%	4%	4%	应交税费	2044	2351	3278	3541
营业外收支	38	80	80	80	其他流动负债	23338	29221	35346	38094
利润总额	25974	29952	38673	42736	流动负债合计	158879	167389	211897	226814
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	2719	2696	3481	3846	应付债券	0	0	0	0
净利润	23255	27257	35192	38890	递延所得税负债	145	145	145	145
归属于母公司所有者的净利润	23216	27246	35181	38859	其他非流动负债	5364	5364	5364	5364
少数股东损益	39	10	12	31	负债合计	164387	172897	217406	232323
EPS (元)	1.17	1.37	1.77	1.96	归属于母公司所有者权益	152691	180774	217036	257170
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	445	456	467	498
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	153136	181230	217504	257669
经营活动现金流净额	23820	-4163	16691	37857	负债及股东权益	317524	354127	434910	489991
取得投资收益收回现金	53	228	297	327	基本指标				
长期股权投资	875	875	875	875		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-2572	-17911	-9535	-10982	每股收益	1.17	1.37	1.77	1.96
其他	-9254	-1846	-2300	-2075	每股经营现金流	1.20	(0.21)	0.84	1.91
投资活动现金流净额	-10898	-18653	-10662	-11854	市盈率	18.39	13.62	10.55	9.55
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.80	2.05	1.71	1.44
股权融资	43	-9	0	0	EV/EBITDA	11.95	9.21	8.35	7.01
银行贷款增加 (减少)	-12196	-20992	-3000	-2000	总资产收益率	7.3%	7.7%	8.1%	7.9%
筹资成本	-13832	-1275	-675	-550	净资产收益率	15.2%	15.1%	16.2%	15.1%
其他	1553	0	0	0	净利率	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%
筹资活动现金流净额	-24432	-22276	-3675	-2550	资产负债率	51.8%	48.8%	50.0%	47.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-11510	-45092	2354	23453	总资产周转率	1.92	2.15	2.28	2.22

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。