

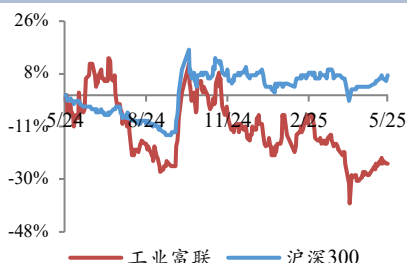
云计算全年收入占比首次过半, Q1 维持强劲势头

投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2025-05-21

收盘价 (元) 18.97
近 12 个月最高/最低 (元) 29.47/14.58
总股本 (百万股) 19,859
流通股本 (百万股) 19,858
流通股比例 (%) 99.99
总市值 (亿元) 3,767
流通市值 (亿元) 3,767

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 陈耀波

执业证书号: S0010523060001
邮箱: chenyaobo@hazq.com

分析师: 李美贤

执业证书号: S0010524020002
邮箱: limeixian@hazq.com

相关报告

1. 工业富联 (601138.SH): AI 服务器需求强劲, 云计算营收持续增长 2024-11-07

2. 20240828-工业富联点评: AI 大模型竞争如火如荼, 服务器收入持续高增 2024-08-28

主要观点:

● 事件

公司 2025 年第一季度实现营业收入 1604 亿元, 同比增加 35%, 环比减少 7%; 归母净利润 52 亿元, 同比增加 25%, 环比减少 35%; 扣非净利 49 亿元, 同比增加 15%, 环比减少 44%。

公司在 2024 年实现营业收入 6091 亿元, 同比增加 28%; 归母净利润 232 亿元, 同比增加 10%; 扣非净利 234 亿元, 同比增加 16%。

● Q1 云业务维持强劲势头, AI 及通用服务器双双高增

2025 年 Q1, 公司云计算业务营收同比增长超 50%, 其中 AI 服务器、通用服务器增速均超 50%。按客户看, 云服务商收入增速超 60%, 品牌客户超 30%。通信设备方面, 公司紧贴 AI 趋势, 依托技术与研发优势, 实现稳定出货。

● AI 持续驱动成长, 云计算收入占比首次过半

2024 年, 公司业务持续受益于 AI 建设: 1) 云计算营收达 3,194 亿元, 同比增长 64%, 占比首次过半。AI 服务器营收增长超 150%, 通用服务器同比增长 20%。按客户看, 云服务商服务器增速超 80%, 品牌商服务器在北美 Tier-1 客户带动下增长超 70%。2) 通信及移动网络设备营收 2,879 亿元, 同比稳健增长。5G 终端精密构件出货同比增 10%, 400G 与 800G 高速交换机同比增长数倍, 巩固数据中心网络领先地位。3) 工业互联网业务营收 9 亿, 新增 2 座对外赋能灯塔工厂, 分别为海信日立青岛工厂与太原重工太原工厂, 深化 AI 在工业场景的落地。

● 投资建议

我们看好公司受益于 AI 需求增长, 调整盈利预测为: 2025~2027 年营业收入 7587、9558、11951 亿元 (前值 2025-2026 年分别为 5945、6153 亿元), 2025~2027 年归母净利润为 292、355、451 亿元 (前值 2025-2026 年分别为 280、301 亿元), 对应 EPS 为 1.47、1.79、2.27 元, 对应 PE 为 13、11、8 倍。维持“增持”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧、技术开发不及预期, 大客户销量不及预期。

● 重要财务指标

单位: 亿元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6091	7587	9558	11951
收入同比 (%)	27.9%	24.6%	26.0%	25.0%
归属母公司净利润	232	292	355	451
净利润同比 (%)	10.3%	25.6%	21.7%	27.2%
毛利率 (%)	7.3%	6.9%	6.5%	6.3%
ROE (%)	15.2%	16.1%	16.4%	17.3%
每股收益 (元)	1.17	1.47	1.79	2.27
P/E	18.38	12.92	10.62	8.35
P/B	2.80	2.08	1.74	1.44

EV/EBITDA	12.02	9.07	7.40	5.55
-----------	-------	------	------	------

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2740	3104	3785	4604	营业收入	6091	7587	9558	11951
现金	724	982	1119	1277	营业成本	5648	7066	8932	11199
应收账款	945	949	1195	1494	营业税金及附加	7	8	10	12
其他应收款	10	11	13	17	销售费用	10	15	19	24
预付账款	4	5	6	8	管理费用	52	61	76	96
存货	853	973	1227	1536	财务费用	-7	-10	-20	-27
其他流动资产	205	185	224	272	资产减值损失	-11	-8	-6	-5
非流动资产	435	464	465	461	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	63	43	43	43	投资净收益	-10	8	10	12
固定资产	200	229	214	200	营业利润	259	324	395	502
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	159	180	195	204	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	3175	3568	4250	5065	利润总额	260	324	395	502
流动负债	1589	1658	1970	2323	所得税	27	32	39	50
短期借款	360	350	330	280	净利润	233	292	355	452
应付账款	938	981	1241	1555	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	291	327	399	487	归属母公司净利润	232	292	355	451
非流动负债	55	97	112	122	EBITDA	333	359	421	525
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.17	1.47	1.79	2.27
其他非流动负债	55	97	112	122	主要财务比率				
负债合计	1644	1755	2082	2444	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	4	5	5	6	成长能力				
股本	199	199	199	199	营业收入	27.9%	24.6%	26.0%	25.0%
资本公积	294	293	293	293	营业利润	12.4%	25.1%	21.7%	27.2%
留存收益	1034	1317	1672	2123	归属于母公司净利	10.3%	25.6%	21.7%	27.2%
归属母公司股东权	1527	1809	2163	2615	获利能力				
负债和股东权益	3175	3568	4250	5065	毛利率 (%)	7.3%	6.9%	6.5%	6.3%
现金流量表					净利率 (%)	3.8%	3.8%	3.7%	3.8%
单位:亿元					ROE (%)	15.2%	16.1%	16.4%	17.3%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	12.0%	12.4%	12.8%	14.0%
经营活动现金流	238	321	197	245	偿债能力				
净利润	233	292	355	452	资产负债率 (%)	51.8%	49.2%	49.0%	48.3%
折旧摊销	66	44	46	50	净负债比率 (%)	107.3%	96.8%	96.0%	93.3%
财务费用	23	19	19	18	流动比率	1.72	1.87	1.92	1.98
投资损失	8	-8	-10	-12	速动比率	1.17	1.26	1.28	1.30
营运资金变动	-108	-31	-217	-264	营运能力				
其他经营现金流	358	327	575	717	总资产周转率	2.01	2.25	2.45	2.57
投资活动现金流	-109	-62	-35	-29	应收账款周转率	6.66	8.01	8.92	8.89
资本支出	-110	-64	-23	-18	应付账款周转率	6.69	7.36	8.04	8.01
长期投资	1	19	-1	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-17	-10	-10	每股收益	1.17	1.47	1.79	2.27
筹资活动现金流	-244	-1	-24	-58	每股经营现金流薄)	1.20	1.62	0.99	1.24
短期借款	-51	-10	-20	-50	每股净资产	7.69	9.11	10.89	13.17
长期借款	-71	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	18.38	12.92	10.62	8.35
资本公积增加	2	-1	0	0	P/B	2.80	2.08	1.74	1.44
其他筹资现金流	-125	9	-4	-8	EV/EBITDA	12.02	9.07	7.40	5.55
现金净增加额	-110	257	138	158					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

陈耀波，华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验。

李美贤，中国人民大学硕士，2024 年 1 月加入华安证券。曾任职于东兴证券，4 年电子及通信行业研究经验。擅长海外对标复盘，重点覆盖模拟芯片及 SOC，FPGA、GPU 等 AI 芯片相关领域。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。