

股票投资评级

买入 | 维持

工业富联(601138)

AI 服务器增长强劲

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	20.29
总股本/流通股本(亿股)	198.59 / 198.58
总市值/流通市值(亿元)	4,029 / 4,029
52周内最高/最低价	29.00 / 15.44
资产负债率(%)	51.8%
市盈率	17.34
第一大股东	China Galaxy Enterprise Limited

研究所

分析师:吴文吉
SAC 登记编号:S1340523050004
Email:wuwenji@cnpsec.com

● 投资要点

云厂商 CAPEX 持续增长，全年订单强劲。AI 正处于快速发展、广泛应用的阶段，为了在 AI 领域占据领先地位，云厂商需要不断投入资本来建设、升级 AI 算力基础设施，以满足算力需求，维持和提升自身在市场中的地位，预计在未来 3-5 年内强度不会减弱。25Q1 公司云计算业务方面，板块营业收入同比增长超过 50%；以产品类别来看，AI 服务器、通用服务器营业收入同比皆超过 50%；以客户类别来看，云服务商服务器营业收入同比增长超过 60%，品牌客户服务器营业收入同比增长超过 30%；通讯及移动网络设备方面，公司紧密贴合数字经济与 AI 发展趋势，依托前沿技术和研发实力，积极推进战略布局，有效实现对客户的稳健出货。从客户订单能见度及需求来看，2025 年全年公司订单增长十分强劲。

800G 交换机陆续出货，高阶产品占比持续提升。数据流量的增长使得交换器市场从 100G/200G 过渡到 400G/800G 的产品，并后续将逐步迈向 1.6T。根据 Dell'Oro Group 预测，2025 年 800G 交换机端口将有望超越 400G 成为主流配置。公司凭借在智能制造、响应速度等方面的优势，市场份额不断提升。目前公司高速交换机产品组合涵盖 Ethernet、Infiniband 和 NVLink Switch 的多元部署，产品结构逐步向高阶迈进，800G 交换机陆续出货，高阶产品占比持续提升。

● 投资建议：

我们预计公司 2025/2026/2027 年收入分别为 7682.8/9228.7/11125.7 亿元，归母净利润分别为 289.4/350.7/418.3 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；产品推广不及预期；宏观经济波动带来的风险；客户相对集中的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609135	768280	922865	1112564
增长率(%)	27.88	26.13	20.12	20.56
EBITDA(百万元)	33250.53	45715.00	51830.41	47704.26
归属母公司净利润(百万元)	23216.47	28936.42	35065.93	41830.26
增长率(%)	10.34	24.64	21.18	19.29
EPS(元/股)	1.17	1.46	1.77	2.11
市盈率(P/E)	17.36	13.92	11.49	9.63
市净率(P/B)	2.64	2.27	1.93	1.64
EV/EBITDA	12.02	6.05	4.58	4.28

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	609135	768280	922865	1112564	营业收入	27.9%	26.1%	20.1%	20.6%
营业成本	564814	713781	857102	1030644	营业利润	12.4%	23.6%	21.4%	19.4%
税金及附加	663	845	1015	1224	归属于母公司净利润	10.3%	24.6%	21.2%	19.3%
销售费用	1036	1306	1569	2448	获利能力				
管理费用	5156	6530	7844	11126	毛利率	7.3%	7.1%	7.1%	7.4%
研发费用	10631	14444	16796	21139	净利率	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
财务费用	-656	720	720	720	ROE	15.2%	16.3%	16.8%	17.0%
资产减值损失	-1120	0	0	0	ROIC	12.0%	13.3%	14.1%	14.6%
营业利润	25935	32055	38912	46465	偿债能力				
营业外收入	96	0	0	0	资产负债率	51.8%	55.9%	55.6%	55.0%
营业外支出	58	0	0	0	流动比率	1.72	1.69	1.76	1.78
利润总额	25974	32055	38912	46465	营运能力				
所得税	2719	3108	3834	4601	应收账款周转率	6.66	11.84	23.43	23.36
净利润	23255	28948	35078	41863	存货周转率	6.98	6.78	6.25	6.37
归母净利润	23216	28936	35066	41830	总资产周转率	2.01	2.13	2.11	2.18
每股收益(元)	1.17	1.46	1.77	2.11	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.17	1.46	1.77	2.11
货币资金	72434	170869	210116	243049	每股净资产	7.69	8.93	10.51	12.39
交易性金融资产	257	257	257	257	估值比率				
应收票据及应收账款	94512	35268	43495	51747	PE	17.36	13.92	11.49	9.63
预付款项	353	12576	15859	19895	PB	2.64	2.27	1.93	1.64
存货	85266	125247	148843	174584	现金流量表				
流动资产合计	274008	370498	449523	526218	净利润	23255	28948	35078	41863
固定资产	20010	9668	88	124	折旧和摊销	6596	12940	12198	520
在建工程	3173	3838	4503	5169	营运资本变动	-10843	62810	-3184	-3884
无形资产	1279	1474	1649	1805	其他	4812	1210	1767	1985
非流动资产合计	43515	32823	21735	22326	经营活动现金流净额	23820	105907	45859	40484
资产总计	317524	403322	471259	548545	资本开支	-11012	-997	-934	-927
短期借款	35992	35992	35992	35992	其他	114	-1720	-1224	-1449
应付票据及应付账款	93835	99129	119008	139781	投资活动现金流净额	-10898	-2717	-2157	-2376
其他流动负债	29052	84195	100910	120014	股权融资	43	-9	0	0
流动负债合计	158879	219315	255909	295787	债务融资	-9026	-428	0	0
其他	5508	6174	6174	6174	其他	-15449	-4242	-4454	-5175
非流动负债合计	5508	6174	6174	6174	筹资活动现金流净额	-24432	-4679	-4454	-5175
负债合计	164387	225489	262083	301961	现金及现金等价物净增加额	-11041	98435	39247	32934
股本	19868	19859	19859	19859					
资本公积金	29380	29380	29380	29380					
未分配利润	97090	118529	144601	175702					
少数股东权益	445	456	468	501					
其他	6353	9608	14868	21142					
所有者权益合计	153136	177832	209175	246584					
负债和所有者权益总计	317524	403322	471259	548545					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048