



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年07月10日

基础数据

07月09日收盘价(元)	26.60
总市值(亿元)	5,282.62
总股本(亿股)	198.59

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师: 姚康

S0190520080007

yaokang@xyzq.com.cn

工业富联(601138.SH)

## 中报业绩亮眼, 算力爆发带动 AI 业务高增

投资要点:

- 公司发布 2025 年半年度业绩预告, 预计 2025Q2 实现归母净利润 67.27~69.27 亿元, 同比增长 47.72%~52.11%, 实现扣非归母净利润 66.94~68.94 亿元, 同比提升 57.10%~61.80%; 2025H1 实现归母净利润 119.58~121.58 亿元, 同比增长 36.84%~39.12%, 实现扣非归母净利润 115.97~117.97 亿元, 同比增长 35.91%~38.25%。
- 推理需求爆发, 带动公司 AI 相关业务高增。公司 Q2 净利润预计同比增长 47.72%~52.11%, 具体而言: 1) 云计算业务 Q2 高速增长, 板块收入较去年同期增长超过 50%。由于客户对 AI 数据中心 Hyper-scale AI 机柜产品需求不断增加, 带动产品结构持续优化, 产品量产加速爬坡。其中, AI 服务器营业收入较去年同期增长超过 60%, 云服务商服务器的营业收入较去年同期增长超过 1.5 倍。公司在大客户的核心产品份额继续保持领先优势, 先进 AI 算力的 GPU 模块及 GPU 算力板等产品的出货, 在 Q2 实现显著增长。凭借在全球多地完善的产能布局以及较为显著的产业链优势, 公司在主要客户中的市场份额持续提升, 客户关系不断深化。2) 精密机构件业务方面, 大客户高阶及平价 AI 机种的热销带动相关业务稳健增长。高速交换机方面, 在 AI 需求持续提升的驱动下, 公司产品结构持续改善, 二季度 800G 交换机的营业收入达 2024 全年的 3 倍。
- AI 打开成长天花板, ODM 龙头业绩可期。展望全年, 公司作为服务器 ODM 龙头, 在 AI 服务器领域已形成较强的研发与智能制造优势, 客户粘性不断增强, 技术和产能优势进一步凸显。公司与客户合作开发的新一代 AI 服务器与液冷机柜等多项技术和解决方案, 为全球高性能 AI 数据中心提供强大算力。当前, 公司正推动与客户合作下一代产品, 公司在产业链覆盖度以及生产能力方面有望继续保持行业领先地位。未来, 公司将持续聚焦 AI 发展, 完善全球产能布局, 积极加大研发投入, 持续引领行业 AI 技术方案迈向新高度。交换机方面, 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 交换机快速放量, 高阶产品占比持续提升。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 295.12、351.39 和 415.67 亿元, 对应当前股价 (2025 年 7 月 9 日收盘价) PE 为 17.9、15.0 和 12.7 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示: 算力需求增长速度不及预期, 新品出货不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	609135	783290	953499	1122636
同比增长	27.9%	28.6%	21.7%	17.7%
归母净利润 (百万元)	23216	29512	35139	41567
同比增长	10.3%	27.1%	19.1%	18.3%
毛利率	7.3%	7.3%	7.3%	7.5%
ROE	15.2%	17.9%	19.4%	20.8%
每股收益 (元)	1.17	1.49	1.77	2.09
市盈率	22.8	17.9	15.0	12.7

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>274008</b>	<b>318500</b>	<b>366037</b>	<b>414450</b>
货币资金	72434	52287	42594	34095
交易性金融资产	257	357	357	507
应收票据及应收账款	94512	130509	158830	186972
预付款项	353	436	530	623
存货	85266	110450	134217	157724
其他	21187	24460	29509	34530
<b>非流动资产</b>	<b>43515</b>	<b>44253</b>	<b>43810</b>	<b>44917</b>
长期股权投资	6305	6505	6705	6905
固定资产	20010	21603	22021	22203
在建工程	3173	3271	3340	3388
无形资产	1279	1395	1486	1552
商誉	310	310	310	310
其他	12439	11169	9949	10559
<b>资产总计</b>	<b>317524</b>	<b>362753</b>	<b>409847</b>	<b>459366</b>
<b>流动负债</b>	<b>158879</b>	<b>191099</b>	<b>222171</b>	<b>252756</b>
短期借款	35992	33992	31992	29992
应付票据及应付账款	93835	121036	147292	173153
其他	29052	36071	42888	49611
<b>非流动负债</b>	<b>5508</b>	<b>6074</b>	<b>6124</b>	<b>6164</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	5508	6074	6124	6164
<b>负债合计</b>	<b>164387</b>	<b>197173</b>	<b>228295</b>	<b>258920</b>
股本	19868	19859	19859	19859
未分配利润	97090	105944	116576	129152
少数股东权益	445	504	575	658
<b>股东权益合计</b>	<b>153136</b>	<b>165579</b>	<b>181552</b>	<b>200447</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>317524</b>	<b>362753</b>	<b>409847</b>	<b>459366</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	23216	29512	35139	41567
折旧和摊销	6596	9840	9358	8324
营运资金的变动	-10843	-30479	-24549	-24467
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>23820</b>	<b>12595</b>	<b>22741</b>	<b>27883</b>
资本支出	-11012	-8582	-8060	-8538
长期投资	73	-300	-275	-290
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-10898</b>	<b>-11133</b>	<b>-9311</b>	<b>-9889</b>
债权融资	-9026	-2478	-1900	-1910
股权融资	43	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-24432</b>	<b>-21533</b>	<b>-23123</b>	<b>-26493</b>
现金净变动	-11041	-20146	-9693	-8499

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>609135</b>	<b>783290</b>	<b>953499</b>	<b>1122636</b>
营业成本	564814	726218	883749	1038918
税金及附加	663	783	953	1123
销售费用	1036	1410	1716	2021
管理费用	5156	6580	7819	8981
研发费用	10631	15901	21454	26943
财务费用	-656	-426	-582	-450
投资收益	-975	-783	-477	-561
公允价值变动收益	-494	50	-50	100
信用减值损失	-82	-50	-50	-50
资产减值损失	-1120	-500	-300	-200
<b>营业利润</b>	<b>25935</b>	<b>33186</b>	<b>39516</b>	<b>46748</b>
营业外收支	38	40	45	50
<b>利润总额</b>	<b>25974</b>	<b>33226</b>	<b>39561</b>	<b>46798</b>
所得税	2719	3655	4352	5148
净利润	23255	29572	35209	41650
少数股东损益	39	59	70	83
<b>归属母公司净利润</b>	<b>23216</b>	<b>29512</b>	<b>35139</b>	<b>41567</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.17</b>	<b>1.49</b>	<b>1.77</b>	<b>2.09</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	27.9%	28.6%	21.7%	17.7%
营业利润增长率	12.4%	28.0%	19.1%	18.3%
归母净利润增长率	10.3%	27.1%	19.1%	18.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	7.3%	7.3%	7.3%	7.5%
归母净利率	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%
ROE	15.2%	17.9%	19.4%	20.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.8%	54.4%	55.7%	56.4%
流动比率	1.72	1.67	1.65	1.64
速动比率	1.17	1.07	1.02	1.00
<b>营运能力</b>				
资产周转率	201.3%	230.3%	246.8%	258.3%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.17	1.49	1.77	2.09
每股经营现金	1.20	0.63	1.15	1.40
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	22.8	17.9	15.0	12.7
PB	3.5	3.2	2.9	2.6

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>