

601138.SH

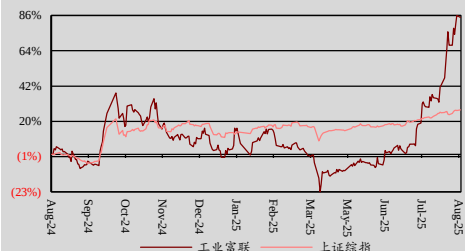
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 36.35

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	75.5	39.8	94.5	74.8
相对上证综指	63.7	35.9	85.3	47.4

发行股数 (百万)	19,859.47
流通股 (百万)	19,858.18
总市值 (人民币 百万)	721,891.65
3个月日均交易额 (人民币 百万)	3,418.99
主要股东	
China Galaxy Enterprise Limited	36.72%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 8 月 11 日收市价为标准

相关研究报告

《工业富联》20250514
《工业富联》20240815
《工业富联》20240315

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：消费电子

证券分析师：苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080003

联系人：李圣宣

shengxuan.li@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123050020

工业富联

云计算业务持续突破，通信及网络设备稳健成长

公司发布 2025 年半年报，公司产品结构持续优化，经营成效稳步提升，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2025 年上半年工业富联营收净利润稳健增长。公司 2025 年上半年实现收入 3607.60 亿元，同比+35.58%，实现归母净利润 121.13 亿元，同比+38.61%，实现扣非归母净利润 116.68 亿元，同比+36.73%。单季度来看，公司 25Q2 实现营收 2003.45 亿元，同比+35.92%/环比+24.89%，实现归母净利润 68.83 亿元，同比+51.13%/环比+31.58%，实现扣非归母净利润 67.65 亿元，同比+58.76%/环比+37.98%。盈利能力方面，公司 25H1 实现毛利率 6.60%，同比-0.13pct，单季度来看，公司 25Q2 实现毛利率 6.50%，同比+0.50pct/环比-0.23pct。
- 公司预计北美四大云服务商 2025 年资本开支同比有望实现高速增长，其中 AI 云基础设施投入占比将显著提升，带动高端 AI 服务器需求增长。2025 年，全球多家大型云服务商对 AI 基础设施建设资本开支延续扩张趋势，AI 算力投入持续景气。随着云服务商持续推进 AI 算力布局，AI 服务器市场呈现持续增长态势。据 TrendForce 数据显示，2025 年 AI 服务器需求持续成长，且单位平均售价 (ASP) 贡献较高，产值将达 2,980 亿美元，占整体服务器产值占比提升至 7 成以上。
- 云计算业务产品结构持续优化，通信及移动网络设备稳健增长。1) 云计算业务方面：第二季度公司整体服务器营收增长超 50%，云服务商服务器营收同比增长超 150%，AI 服务器营收同比增长超 60%。GB200 系列产品实现量产爬坡，良率持续改善，出货量逐季攀升。2) 通信及移动网络设备方面：受惠客户某些特定机种的热销，精密机构件业务上半年出货量同比增长 17%。展望下半年，智能型手机市场高阶化趋势将持续，GenAI 与折叠装置将为产业带来新增长动能。交换机业务方面，上半年 800G 高速交换机营收较 2024 年全年增长近三倍。公司通过深化合作与优化产品结构，巩固了在核心客户群体的市场份额，进一步夯实了公司在全球高性能计算及 AI 基础设施领域的竞争力。

估值

- 考虑全球 AI 基础设施景气度有望持续上行，公司不断推进先进产品研发，且多元业绩弹性有望加速释放，我们调整盈利预测预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 8139.99/13099.77/16241.75 亿元，实现归母净利润分别为 316.19/574.03/658.98 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 22.8/12.6/11.0 倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济波动风险、算力投资不及预期风险、汇率波动风险、客户相对集中风险、全球贸易摩擦升级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	476,340	609,135	813,999	1,309,977	1,624,175
增长率(%)	(6.9)	27.9	33.6	60.9	24.0
EBITDA(人民币 百万)	27,471	32,230	42,742	74,090	86,011
归母净利润(人民币 百万)	21,040	23,216	31,619	57,403	65,898
增长率(%)	4.8	10.3	36.2	81.5	14.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.06	1.17	1.59	2.89	3.32
原先预测摊薄每股收益(人民币)	1.06	1.17	1.48	1.78	2.03
调整幅度(%)	-	-	7.67	62.20	63.84
市盈率(倍)	34.3	31.1	22.8	12.6	11.0
市净率(倍)	5.1	4.7	4.2	3.3	2.7
EV/EBITDA(倍)	9.7	12.4	16.7	9.3	8.2
每股股息 (人民币)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率(%)	3.8	3.0	1.8	1.8	1.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	476,340	609,135	813,999	1,309,977	1,624,175
营业收入	476,340	609,135	813,999	1,309,977	1,624,175
营业成本	437,964	564,814	752,368	1,202,997	1,494,715
营业税金及附加	381	663	770	1,237	1,612
销售费用	1,024	1,036	1,628	2,555	3,059
管理费用	4,226	5,156	6,733	11,181	12,993
研发费用	10,811	10,631	17,036	26,670	35,732
财务费用	(586)	(656)	559	1,407	2,271
其他收益	1,250	1,021	1,382	1,218	1,207
资产减值损失	(543)	(1,120)	(911)	(858)	(963)
信用减值损失	113	(82)	70	34	8
资产处置收益	130	94	78	100	91
公允价值变动收益	264	(494)	(100)	(110)	(235)
投资收益	(666)	(975)	(537)	(726)	(746)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	23,067	25,935	34,887	63,587	73,153
营业外收入	124	96	114	111	107
营业外支出	66	58	52	59	56
利润总额	23,124	25,974	34,949	63,640	73,204
所得税	2,106	2,719	3,277	6,141	7,197
净利润	21,018	23,255	31,672	57,499	66,008
少数股东损益	(22)	39	52	95	109
归母净利润	21,040	23,216	31,619	57,403	65,898
EBITDA	27,471	32,230	42,742	74,090	86,011
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.06	1.17	1.59	2.89	3.32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	252,478	274,008	372,997	582,444	619,689
货币资金	83,462	72,434	97,680	129,991	162,417
应收账款	88,467	94,508	140,647	237,790	231,416
应收票据	7	4	11	14	17
存货	76,683	85,266	123,725	177,024	204,959
预付账款	255	353	456	838	770
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,604	21,444	10,477	36,787	20,110
非流动资产	35,227	43,515	41,086	37,251	30,985
长期投资	7,923	7,064	7,064	7,064	7,064
固定资产	17,712	20,010	17,546	14,168	9,171
无形资产	1,004	1,279	1,279	1,279	1,279
其他长期资产	8,588	15,163	15,198	14,741	13,472
资产合计	287,705	317,524	414,084	619,695	650,675
流动负债	138,045	158,879	233,751	392,309	367,161
短期借款	41,091	35,992	73,872	80,000	120,442
应付账款	75,028	93,835	119,336	248,246	183,561
其他流动负债	21,925	29,052	40,542	64,063	63,159
非流动负债	9,065	5,508	8,242	10,508	13,337
长期借款	7,097	0	2,734	5,000	7,829
其他长期负债	1,968	5,508	5,508	5,508	5,508
负债合计	147,110	164,387	241,994	402,817	380,499
股本	19,866	19,868	19,859	19,859	19,859
少数股东权益	408	445	498	593	702
归属母公司股东权益	140,187	152,691	171,592	216,285	269,474
负债和股东权益合计	287,705	317,524	414,084	619,695	650,675

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	21,018	23,255	31,672	57,499	66,008
折旧摊销	5,967	6,596	8,118	9,577	10,903
营运资金变动	14,044	(11,421)	(36,830)	(24,735)	(70,535)
其他	2,054	5,391	2,026	3,003	4,123
经营活动现金流	43,084	23,820	4,986	45,344	10,499
资本支出	(9,190)	(11,281)	(6,600)	(6,600)	(5,600)
投资变动	4,348	712	(21)	(81)	(108)
其他	278	(329)	(459)	(625)	(655)
投资活动现金流	(4,564)	(10,898)	(7,080)	(7,307)	(6,364)
银行借款	(5,794)	(12,196)	40,615	8,394	43,271
股权融资	(14,910)	(20,278)	(12,719)	(12,710)	(12,710)
其他	(4,029)	8,043	(556)	(1,409)	(2,270)
筹资活动现金流	(24,734)	(24,432)	27,340	(5,726)	28,290
净现金流	13,787	(11,510)	25,246	32,312	32,426

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(6.9)	27.9	33.6	60.9	24.0
营业利润增长率(%)	5.5	12.4	34.5	82.3	15.0
归属于母公司净利润增长率(%)	4.8	10.3	36.2	81.5	14.8
息税前利润增长率(%)	11.3	19.2	35.1	86.3	16.4
息税折旧前利润增长率(%)	13.8	17.3	32.6	73.3	16.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	4.8	10.3	36.2	81.5	14.8
获利能力					
息税前利润率(%)	4.5	4.2	4.3	4.9	4.6
营业利润率(%)	4.8	4.3	4.3	4.9	4.5
毛利率(%)	8.1	7.3	7.6	8.2	8.0
归母净利润率(%)	4.4	3.8	3.9	4.4	4.1
ROE(%)	15.0	15.2	18.4	26.5	24.5
ROIC(%)	18.3	18.2	19.2	31.2	26.7
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.7	2.0	2.2	2.5	2.6
应收账款周转率	5.1	6.7	6.9	6.9	6.9
应付账款周转率	6.6	7.2	7.6	7.1	7.5
费用率					
销售费用率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
管理费用率(%)	0.9	0.8	0.8	0.9	0.8
研发费用率(%)	2.3	1.7	2.1	2.0	2.2
财务费用率(%)	(0.1)	(0.1)	0.1	0.1	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.1	1.2	1.6	2.9	3.3
每股经营现金流(最新摊薄)	2.2	1.2	0.3	2.3	0.5
每股净资产(最新摊薄)	7.1	7.7	8.6	10.9	13.6
每股股息	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	34.3	31.1	22.8	12.6	11.0
P/B(最新摊薄)	5.1	4.7	4.2	3.3	2.7
EV/EBITDA	9.7	12.4	16.7	9.3	8.2
价格/现金流(倍)	16.8	30.3	144.8	15.9	68.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371