

➤ **事件:** 8 月 11 日, 工业富联发布 2025 年半年度业绩报告, 2Q25 公司实现营业收入 2003 亿元, yoy+35.9%, qoq+24.9%; 归母净利润 68.8 亿元, 略超预期中值 (68.3 亿元), yoy+51.1%, qoq+31.5%。半年度经营情况良好, AI 业务带动公司业务高速增长。

➤ **业绩快速增长, 盈利能力稳健。** 工业富联 1H25 实现营业收入 3607 亿元, 同比增长 35.58%; 归母净利润 121.13 亿元, 同比增长 38.61%。2Q25 公司归母净利润 68.8 亿元, 同比增幅达到约 51.1%; 扣非归母净利润为 67.65 亿元, 同比增幅 58.8%。公司盈利能力稳健, 业绩弹性初步体现, 2Q25 实现毛利率 6.50%, qoq-0.23pct, 净利率 3.43%, qoq+0.16pct。

➤ **AI 与云计算业务成业绩主引擎, 结构优化释放长期潜力。** 2Q25 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 产品实现量产爬坡, 随着生产良率的不断改善, 出货量呈现逐季递增的良好势头, AI 服务器出货增长也带动整体业务快速增长; 交换机方面, 上半年 800G 交换机营收较 2024 年增长近 3 倍, 印证了数据中心带宽升级需求下的产品竞争力。公司在 AI 领域布局领先, 产品结构持续优化, 全球产业链优势进一步凸显。

➤ **液冷能力全球领先, 前瞻布局 GB200 机柜解决方案。** 工业富联打造了从零部件、服务器到系统的全系列浸没式液冷解决方案, 富联具备冷板式、浸没式、喷淋式的全系列液冷方案, 适配从边缘计算到超算中心的全场景需求。2024 年 10 月 16 日, 工联子公司鸿佰在开放运算计划全球峰会(OCP, Open Compute Project)上展示了 GB200 NVL72 液冷解决方案, 该方案具备 1300kW 的散热能力, 能力范围涵盖 side car 和 DCU 全系产品, 可无缝完美整合至 OCP ORv3 机架中, 并部署于客户的数据中心。此外, 2025 年 7 月 30 日, 东元电机与鸿海科技达成战略联盟, 双方将携手提供涵盖服务器、冷却系统、电力基础设施等一站式数据中心建设解决方案, 满足从中国台湾、美国到东南亚、中东等地的庞大市场需求。在新产品进度方面, 富联与客户深度合作共同开发新一代液冷机柜关键技术, 有望在 GB300 机柜获得更高的盈利能力。

➤ **投资建议:** 我们预计 2025-2027 年归母净利润为 302.52/376.14/452.57 亿元, 对应 PE 为 26/21/17 倍, 考虑到公司在 AI 服务器和 800G 交换机快速放量, GB200 有望给公司带来较大业绩增量, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 海外市场不及预期; 技术产品更新迭代快; 客户相对集中; 原材料价格波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	609,135	815,825	1,000,405	1,179,847
增长率 (%)	27.9	33.9	22.6	17.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	23,216	30,252	37,614	45,257
增长率 (%)	10.3	30.3	24.3	20.3
每股收益 (元)	1.17	1.52	1.89	2.28
PE	34	26	21	17
PB	5.2	4.7	4.1	3.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 12 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
39.71 元


分析师 方竞

执业证书: S0100521120004

邮箱: fangjing@mszq.com

分析师 宋晓东

执业证书: S0100523110001

邮箱: songxiaodong@mszq.com

相关研究

- 工业富联 (601138.SH) 2025 年半年度业绩预告点评: AI 业务快速放量, 带动净利润超预期-2025/07/11
- 工业富联 (601138.SH) 2024 年三季度点评: 搭乘 AI 快车, 业绩与技术创新双轮驱动高速增长-2024/10/31
- 工业富联 (601138.SH) 2024 半年报业绩点评: AI 服务器收入高速增长, 算力时代弄潮儿-2024/08/15
- 工业富联 (601138.SH) 2024 半年度业绩快报点评: AI 浪潮下, 业绩稳增长-2024/08/05
- 工业富联 (601138.SH) 深度报告: AI 黄金年代当起步, 硬件生产龙头再起航-2024/07/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	609,135	815,825	1,000,405	1,179,847
营业成本	564,814	758,358	932,094	1,098,974
营业税金及附加	663	653	800	944
销售费用	1,036	1,632	1,801	2,006
管理费用	5,156	6,527	7,803	8,967
研发费用	10,631	16,316	18,007	21,237
EBIT	26,655	35,055	43,130	51,411
财务费用	-656	964	761	468
资产减值损失	-1,120	-1,232	-1,507	-1,770
投资收益	-975	0	0	0
营业利润	25,935	32,859	40,863	49,173
营业外收支	38	40	42	44
利润总额	25,974	32,899	40,905	49,217
所得税	2,719	2,632	3,272	3,937
净利润	23,255	30,267	37,632	45,280
归属于母公司净利润	23,216	30,252	37,614	45,257
EBITDA	33,251	42,869	53,225	64,191

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	72,434	95,327	84,366	77,544
应收账款及票据	94,512	134,399	164,807	194,368
预付款项	353	455	559	659
存货	85,266	121,975	149,161	175,270
其他流动资产	21,444	6,150	6,775	7,359
流动资产合计	274,008	358,306	405,667	455,200
长期股权投资	6,305	6,305	6,305	6,305
固定资产	20,010	22,305	23,665	24,778
无形资产	1,279	1,273	1,266	1,258
非流动资产合计	43,515	43,805	43,524	42,839
资产合计	317,524	402,111	449,192	498,040
短期借款	35,992	58,291	48,291	38,291
应付账款及票据	93,835	124,662	153,221	180,653
其他流动负债	29,052	43,486	51,441	58,813
流动负债合计	158,879	226,438	252,953	277,757
长期借款	0	4	4	4
其他长期负债	5,508	6,083	5,507	4,773
非流动负债合计	5,508	6,087	5,511	4,777
负债合计	164,387	232,525	258,463	282,534
股本	19,868	19,859	19,859	19,859
少数股东权益	445	460	479	502
股东权益合计	153,136	169,586	190,729	215,505
负债和股东权益合计	317,524	402,111	449,192	498,040

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	27.88	33.93	22.63	17.94
EBIT 增长率	17.15	31.52	23.03	19.20
净利润增长率	10.34	30.30	24.33	20.32
盈利能力 (%)				
毛利率	7.28	7.04	6.83	6.85
净利润率	3.81	3.71	3.76	3.84
总资产收益率 ROA	7.31	7.52	8.37	9.09
净资产收益率 ROE	15.20	17.89	19.77	21.05
偿债能力				
流动比率	1.72	1.58	1.60	1.64
速动比率	1.17	1.03	1.00	1.00
现金比率	0.46	0.42	0.33	0.28
资产负债率 (%)	51.77	57.83	57.54	56.73
经营效率				
应收账款周转天数	56.63	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	55.10	59.30	59.00	58.80
总资产周转率	2.01	2.27	2.35	2.49
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.52	1.89	2.28
每股净资产	7.69	8.52	9.58	10.83
每股经营现金流	1.20	1.19	1.44	1.95
每股股利	0.64	0.83	1.03	1.24
估值分析				
PE	34	26	21	17
PB	5.2	4.7	4.1	3.7
EV/EBITDA	23.10	17.92	14.43	11.97
股息收益率 (%)	1.61	2.09	2.60	3.13

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	23,255	30,267	37,632	45,280
折旧和摊销	6,596	7,814	10,095	12,780
营运资金变动	-10,843	-17,397	-23,006	-22,933
经营活动现金流	23,820	23,652	28,662	38,743
资本开支	-11,012	-7,112	-7,860	-9,563
投资	73	0	0	0
投资活动现金流	-10,898	-6,057	-7,839	-9,563
股权募资	43	-297	0	0
债务募资	-9,026	22,592	-10,000	-10,000
筹资活动现金流	-24,432	5,298	-31,784	-36,002
现金净流量	-11,041	22,893	-10,960	-6,822

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048