



工业富联 (601138.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

GB200 出货量与良率双提升, AI 为

公司业绩高增注入动能

业绩简评

2025 年 8 月 10 日, 公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年实现营收 3607.60 亿元, 同比增长 35.58%; 归母净利润 121.13 亿元, 同比增长 38.61%。Q2 单季度实现营收 2003.45 亿元, 同比增长 35.92%; 实现归母净利润 68.83 亿元, 同比增长 51.13%。

经营分析

GB200 系列量产爬坡, 良率持续改善, 给公司营收增长注入动能: AI 服务器在公司云计算业务中的占比稳步增长, 带来产品结构的优化。2025 公司整体服务器营收同比增长 50%+, 其中 AI 服务器营收同比增长超 60%。分客户看, 公司在主要大客户的市场份额也不断提升, 2025 云服务商服务器营收实现超 150% 的同比增长。根据公司公告, GB200 系列产品的生产良率持续改善、且出货量逐季攀升, 公司作为英伟达 AI 服务器的重要代工厂有望充分受益。

精密机构件收入增长稳健, 800G 高速交换机快速放量: 受益于下游客户部分机种的热销, 1H25 公司精密机构件出货量同比增长 17%, 仍然保持稳健。展望未来, GenAI 与折叠装置推动智能手机产业升级, 我们认为公司仍有望通过全球化的产能布局, 维持在核心客户的供应份额。网通设备方面, 公司上半年 800G 高速交换机收入相较去年同期增长了三倍。我们看好 AI 驱动下, 公司产品结构持续升级, 带来营收和利润的双增。

北美云厂商资本开支大幅上调支撑 AI 算力需求, ASIC 有望打开新的增长空间: 2025 北美四大云厂商资本开支同比均大幅增长, 微软/谷歌/Meta/亚马逊 Capex 分别为 242 亿/224 亿/165 亿/314 亿美元, 同比+28%/+70%/+102%/+91%。我们认为北美云厂“军备竞赛”加持下; 同时 AI 商业模式逐渐清晰, 产品化加速, 为 AI 算力需求提供了坚实的支撑, 公司未来业绩可见度高。同时 ASIC 服务器采用机架设计, 进一步打开了公司的增长空间。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2025/2026/2027 年公司营业收入分别为 7,834.05/10,142.62/12,039.04 亿元, 归母净利润为 311.89/393.02/475.96 亿元, 公司股票现价对应 PE 估值为 PE 为 25.29/20.07/16.57 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

北美 AI 进展不及预期、客户集中度较高风险、市场竞争加剧风险。

通信组

分析师: 张真桢 (执业 S1130524060002)

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 39.71 元

相关报告:

1. 《工业富联公司点评: 算力需求增长, 产品与客户结构升级》, 2025.4.30
2. 《工业富联公司点评: AI 带动业绩增长, 新产品产能充足》, 2024.10.31
3. 《工业富联公司点评: AI 服务器收入倍增, 业绩持续提升》, 2024.8.13



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	476,340	609,135	783,405	1,014,262	1,203,904
营业收入增长率	-6.94%	27.88%	28.61%	29.47%	18.70%
归母净利润(百万元)	21,040	23,216	31,189	39,302	47,596
归母净利润增长率	4.82%	10.34%	34.34%	26.01%	21.10%
摊薄每股收益(元)	1.059	1.169	1.570	1.979	2.397
每股经营性现金流净额	2.17	1.17	0.56	1.11	1.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.01%	15.20%	18.03%	19.70%	20.30%
P/E	14.28	18.40	25.29	20.07	16.57
P/B	2.14	2.80	4.56	3.95	3.36

来源: 公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	511,850	476,340	609,135	783,405	#####	#####
增长率	-6.9%	27.9%	28.6%	29.5%	18.7%	
主营业务成本	-474,678	-437,964	-564,814	-727,302	-942,959	#####
%销售收入	92.7%	91.9%	92.7%	92.8%	93.0%	93.0%
毛利	37,172	38,376	44,321	56,103	71,303	83,913
%销售收入	7.3%	8.1%	7.3%	7.2%	7.0%	7.0%
营业税金及附加	-486	-381	-663	-627	-1,217	-1,357
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-1,058	-1,024	-1,036	-1,253	-1,623	-1,926
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-3,828	-4,226	-5,156	-6,267	-8,114	-9,631
%销售收入	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用	-11,588	-10,811	-10,631	-13,318	-17,242	-20,466
%销售收入	2.3%	2.3%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	20,211	21,934	26,836	34,638	43,107	50,532
%销售收入	3.9%	4.6%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%
财务费用	704	586	656	1,175	1,217	2,287
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-889	-430	-1,202	-2,310	-1,372	-538
公允价值变动收益	-70	264	-494	15	13	13
投资收益	30	-666	-975	-537	-726	-746
%税前利润	0.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	21,872	23,067	25,935	34,364	43,457	52,755
营业利润率	4.3%	4.8%	4.3%	4.4%	4.3%	4.4%
营业外收支	91	57	38	62	52	51
税前利润	21,963	23,124	25,974	34,426	43,509	52,806
利润率	4.3%	4.9%	4.3%	4.4%	4.3%	4.4%
所得税	-1,879	-2,106	-2,719	-3,228	-4,199	-5,191
所得税率	8.6%	9.1%	10.5%	9.4%	9.6%	9.8%
净利润	20,084	21,018	23,255	31,198	39,311	47,615
少数股东损益	11	-22	39	9	9	19
归属于母公司的净利润	20,073	21,040	23,216	31,189	39,302	47,596
净利率	3.9%	4.4%	3.8%	4.0%	3.9%	4.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	20,084	21,018	23,255	31,198	39,311	47,615
少数股东损益	11	-22	39	9	9	19
非现金支出	5,699	6,397	7,798	6,258	4,581	3,779
非经营收益	1,836	2,894	3,610	405	688	682
营运资金变动	-12,253	12,774	-11,324	-26,820	-22,488	-15,194
经营活动现金净流	15,366	43,084	23,339	11,041	22,092	36,882
资本开支	-8,047	-8,670	-11,012	-4,177	-5,079	-5,034
投资	-9,579	3,713	73	365	363	363
其他	2,318	393	41	-537	-726	-746
投资活动现金净流	-15,308	-4,564	-10,898	-4,349	-5,442	-5,417
股权募资	0	174	43	1,780	0	0
债权募资	-20	-10,217	-9,026	46,188	30,041	-2,262
其他	-14,049	-14,691	-15,449	-12,716	-12,716	-12,716
筹资活动现金净流	-14,068	-24,734	-24,432	35,253	17,325	-14,978
现金净流量	-11,905	14,185	-11,522	41,945	33,976	16,487

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	69,430	83,462	72,434	113,303	146,497	162,417
应收款项	99,569	89,328	112,636	134,731	169,987	194,203
存货	77,322	76,683	85,266	113,185	143,575	164,547
其他流动资产	2,620	3,005	3,673	3,196	3,404	3,625
流动资产	248,940	252,478	274,008	364,415	463,464	524,791
%总资产	87.6%	87.8%	86.3%	89.3%	91.1%	91.8%
长期投资	12,604	7,986	7,106	6,756	6,406	6,056
固定资产	16,638	20,220	23,183	23,575	24,147	24,663
%总资产	5.9%	7.0%	7.3%	5.8%	4.7%	4.3%
无形资产	2,495	3,981	5,474	6,641	8,023	9,371
非流动资产	35,248	35,227	43,515	43,583	45,107	46,591
%总资产	12.4%	12.2%	13.7%	10.7%	8.9%	8.2%
资产总计	284,188	287,705	317,524	407,999	508,571	571,382
短期借款	55,765	41,760	40,987	87,420	117,461	115,199
应付款项	86,180	89,213	111,204	134,084	176,555	204,950
其他流动负债	7,231	7,072	6,688	9,170	11,122	13,199
流动负债	149,176	138,045	158,879	230,674	305,138	333,348
长期贷款	3,485	7,097	0	0	0	0
其他长期负债	2,194	1,968	5,508	3,926	3,439	3,140
负债	154,854	147,110	164,387	234,600	308,577	336,489
普通股股东权益	128,975	140,187	152,691	172,944	199,531	234,412
其中：股本	19,860	19,866	19,868	19,868	19,868	19,868
未分配利润	77,934	97,090	115,563	142,150	177,031	217,031
少数股东权益	358	408	445	454	463	482
负债股东权益合计	284,188	287,705	317,524	407,999	508,571	571,382

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.011	1.059	1.169	1.570	1.979	2.397
每股净资产	6.494	7.057	7.685	8.708	10.047	11.804
每股经营现金净流	0.774	2.169	1.175	0.556	1.112	1.856
每股股利	0.550	0.580	0.640	0.640	0.640	0.640
回报率						
净资产收益率	15.56%	15.01%	15.20%	18.03%	19.70%	20.30%
总资产收益率	7.06%	7.31%	7.31%	7.64%	7.73%	8.33%
投入资本收益率	9.79%	10.51%	12.37%	12.03%	12.26%	13.01%
增长率						
主营业务收入增长率	16.45%	-6.94%	27.88%	28.61%	29.47%	18.70%
EBIT 增长率	0.90%	8.52%	22.35%	29.07%	24.45%	17.22%
净利润增长率	0.32%	4.82%	10.34%	34.34%	26.01%	21.10%
总资产增长率	6.59%	1.24%	10.36%	28.49%	24.65%	12.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.9	71.3	54.8	60.0	58.0	55.0
存货周转天数	57.4	64.2	52.3	58.0	57.0	55.0
应付账款周转天数	54.2	60.1	54.6	56.3	57.0	56.0
固定资产周转天数	11.4	13.6	12.0	9.2	7.0	5.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.88%	-25.05%	-20.71%	-15.08%	-14.65%	-20.21%
EBIT 利息保障倍数	-28.7	-37.4	-40.9	-29.5	-35.4	-22.1
资产负债率	54.49%	51.13%	51.77%	57.50%	60.68%	58.89%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	10	24	27	43
增持	0	1	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.14	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究