

工业富联（601138.SH）

二季度利润同比增长 51%，GB200 系列出货量持续攀升

优于大市

核心观点

上半年营收同比增长 35.6%，归母净利润同比增长 38.6%。公司发布 2025 年半年度报告，1H25 实现营业收入 3607.60 亿元 (YoY 35.58%)，主要由于 AI 服务器收入持续增长及份额提升；归母净利润 121.13 亿元 (YoY 38.61%)，扣非归母净利润 116.68 亿元 (YoY 36.73%)，毛利率 6.60% (YoY -0.13pct)。

二季度营业收入同比增长 35.9%，归母净利润同比增长 51.1%。公司 2Q25 实现营业收入 2003.45 亿元 (YoY 35.92%，QoQ 24.89%)，归母净利润 68.83 亿元 (YoY 51.13%，QoQ 31.58%)，扣非归母净利润 67.65 亿元 (YoY 58.76%，QoQ 37.98%)，毛利率 6.50% (YoY 0.50pct，QoQ -0.23pct)。

AI 服务器营收高速增长，GB200 系列出货量持续攀升。云计算业务方面，公司产品结构持续优化，AI 服务器占比稳步扩大。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。北美云服务商 AI 云基础设施投入显著提升，带动高端 AI 服务器需求激增。

精密机构件业务稳定增长，800G 高速交换机营收数倍提升。通信及移动网络设备方面，受惠于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%，未来智能手机高阶化、AI 手机与折叠装置等将带来新增长动能。交换机业务方面，上半年 800G 高速交换机营收较 2024 全年增长近三倍，公司高阶产品与市场份额不断提升，相关业务有望保持高速增长态势。

海外科技大厂持续加大资本开支，AI 硬件产业链业绩弹性可期。微软 FY4Q25 资本开支 242 亿美元，环比重回增势，同比增长 27%；预计 FY1Q26 资本开支将超过 300 亿美元，年增长将超过 50%。Meta 表示将今年资本开支预期由此前的 640-720 亿美元提升至 660-720 亿美元。谷歌表示将今年的资本开支计划从原本的约 750 亿美元上调至约 850 亿美元，预计 2026 年将进一步增加。海外头部云厂持续加大资本开支表明 AI 算力投入依旧火热，AI 基础设施建设仍是需求确定性高增长的投资主线，产业链公司业绩有望持续超预期。

投资建议：上调盈利预期，维持“优于大市”评级。随着头部云厂持续加大资本开支，GB200 系列大批量出货叠加 GB300 推出，公司将充分受益于 AI 基建，业绩有望持续快速增长，因此上调盈利预期，预计 2025-2027 年营业收入 8639.92/12411.33/15725.04 亿元 (前值 8403.74/11303.77/14296.78 亿元)，归母净利润 318.79/454.12/565.76 亿元 (前值 305.10/391.69/501.20 亿元)，当前股价对应 PE 为 24.7/17.4/13.9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品拓展不及预期，下游需求不及预期，客户导入不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	476,340	609,135	863,992	1,241,133	1,572,504
(+/-%)	-6.9%	27.9%	41.8%	43.7%	26.7%
净利润(百万元)	21040	23216	31879	45412	56576
(+/-%)	4.8%	10.3%	37.3%	42.5%	24.6%
每股收益(元)	1.06	1.17	1.60	2.29	2.85
EBIT Margin	4.6%	4.4%	4.2%	4.4%	4.4%
净资产收益率 (ROE)	15.0%	15.2%	19.2%	24.7%	27.4%
市盈率 (PE)	37.5	34.0	24.7	17.4	13.9
EV/EBITDA	35.5	29.9	25.5	19.3	16.5
市净率 (PB)	5.63	5.17	4.76	4.30	3.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·消费电子

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

联系人：连欣然
010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

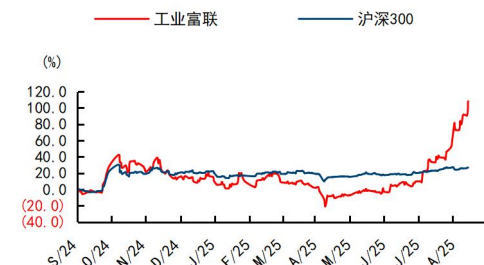
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	39.71 元
总市值/流通市值	788619/788568 百万元
52 周最高价/最低价	39.71/14.58 元
近 3 个月日均成交额	3519.24 百万元

市场走势

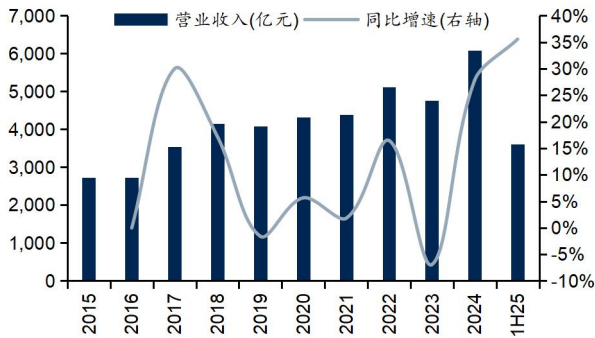


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

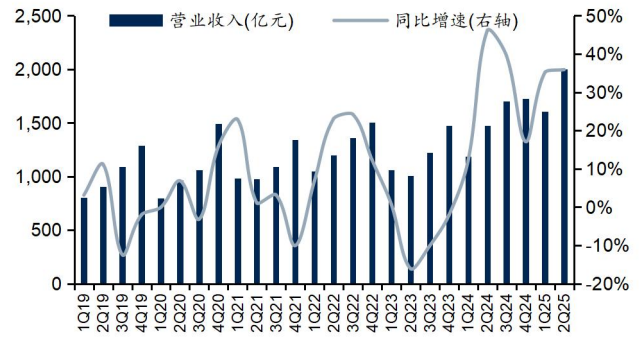
《工业富联（601138.SH）-预告上半年利润增长 36.8%-39.1%，云计算业务营收持续高增》——2025-07-08
《工业富联（601138.SH）-2024 年收入增长 28%，AI 服务器带动云计算业务高增》——2025-05-11
《工业富联（601138.SH）-前三季度收入增长 33%，AI 服务器营收占比强劲提升》——2024-11-04
《工业富联（601138.SH）-二季度收入同比增长 46%，AI 服务器持续快速增长》——2024-08-16
《工业富联（601138.SH）-初步核算 2024 上半年利润增长 22%，云计算业务增长强劲》——2024-08-04

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



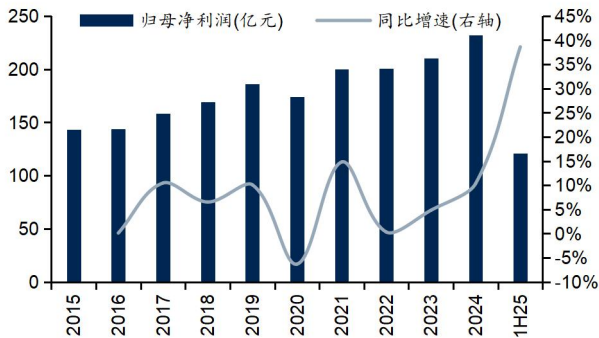
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



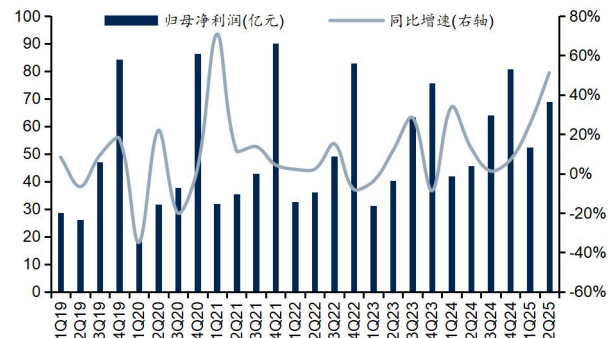
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元，%）



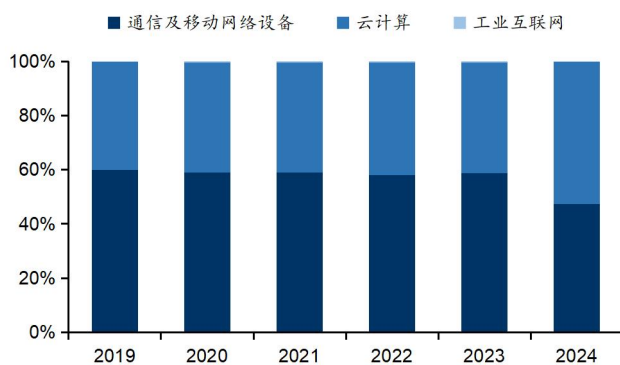
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度归母净利润及增速（亿元，%）



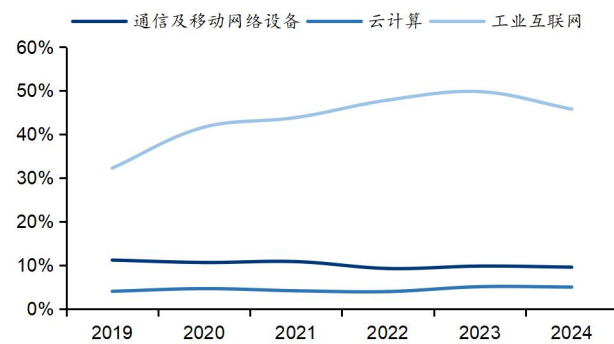
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司分产品营收占比



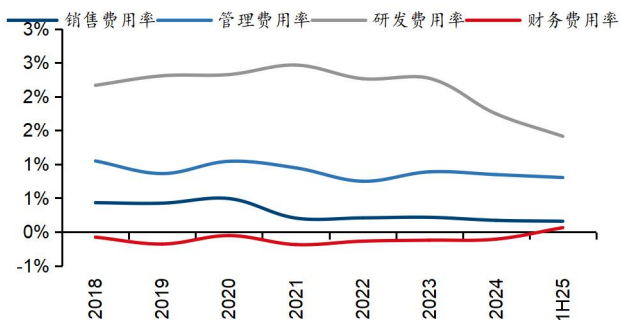
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司分产品毛利率（%）



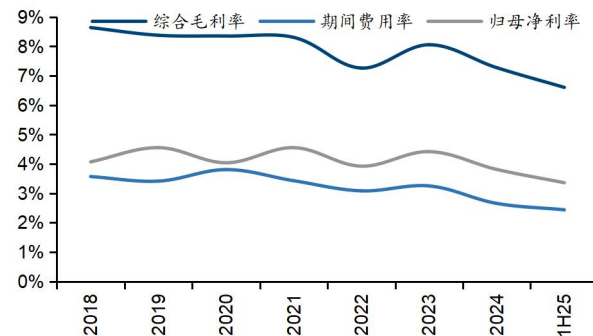
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司费用率



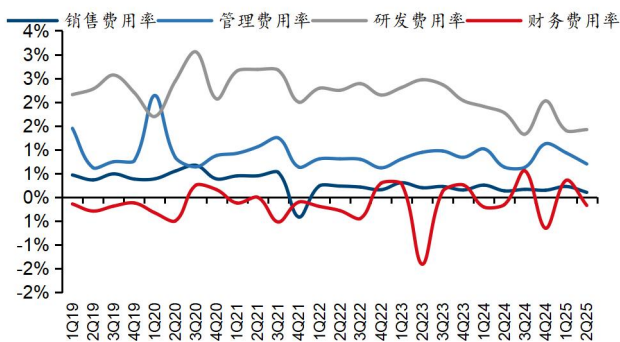
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司毛利率、净利率、费用率（%）



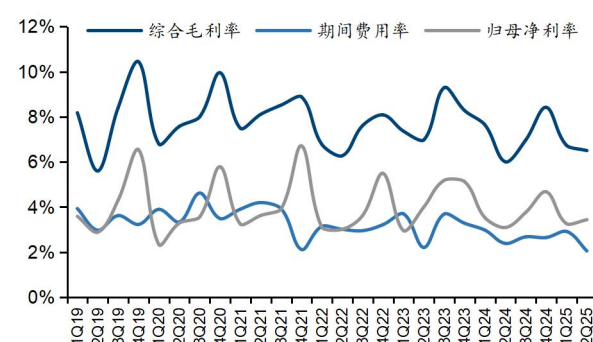
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度毛利率、净利率、费用率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	83462	72434	80824	87779	91804	营业收入	476340	609135	863992	1241133	1572504
应收款项	89328	95477	155172	216731	267831	营业成本	437964	564814	807568	1163527	1477862
存货净额	76683	85266	131956	190353	235743	营业税金及附加	381	663	817	1172	1561
其他流动资产	3005	20832	13179	22764	35133	销售费用	1024	1036	1039	1033	1036
流动资产合计	252478	274008	381132	517627	630511	管理费用	4226	5156	7540	10310	12579
固定资产	20220	23183	29756	36111	41291	研发费用	10811	10631	10721	10676	10698
无形资产及其他	1004	1279	1227	1176	1125	财务费用	(586)	(656)	1045	2929	4414
其他长期资产	6823	12749	12749	12749	12749	投资收益	(666)	(975)	(537)	(726)	(746)
长期股权投资	7180	6305	7350	5728	5244	资产减值及公允价值变动	(280)	(1614)	(695)	(1409)	(1685)
资产总计	287705	317524	432215	573391	690920	其他	1493	1032	1575	1401	1321
短期借款及交易性金融负债	41760	40987	90608	133230	162718	营业利润	23067	25935	35603	50753	63244
应付款项	75028	93835	130465	194066	243903	营业外净收支	57	38	62	52	51
其他流动负债	21257	24057	38290	53798	67116	利润总额	23124	25974	35665	50806	63295
流动负债合计	138045	158879	259363	381095	473737	所得税费用	2106	2719	3733	5318	6625
长期借款及应付债券	7097	0	0	0	0	少数股东损益	(22)	39	53	75	94
其他长期负债	1968	5508	6685	8182	10253	归属于母公司净利润	21040	23216	31879	45412	56576
长期负债合计	9065	5508	6685	8182	10253	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	147110	164387	266048	389277	483990	净利润	21018	23255	31932	45488	56670
少数股东权益	408	445	498	574	667	资产减值准备	543	1120	795	1385	1546
股东权益	140187	152691	165668	183541	206263	折旧摊销	4449	5051	4991	6685	8391
负债和股东权益总计	287705	317524	432215	573391	690920	公允价值变动损失	(264)	494	(100)	24	139
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	2482	2327	1045	2929	4414
每股收益	1.06	1.17	1.60	2.29	2.85	营运资本变动	12070	(12817)	(46593)	(48958)	(43772)
每股红利	0.67	0.70	0.95	1.39	1.70	其它	2784	4389	(1840)	(4314)	(5960)
每股净资产	7.06	7.69	8.34	9.24	10.38	经营活动现金流	43084	23820	(9769)	3238	21428
ROIC	17%	18%	19%	21%	21%	资本开支	(9190)	(11281)	(11513)	(12988)	(13520)
ROE	15%	15%	19%	25%	27%	其它投资现金流	4626	383	(1046)	1622	484
毛利率	8%	7%	7%	6%	6%	投资活动现金流	(4564)	(10898)	(12559)	(11366)	(13036)
EBIT Margin	5%	4%	4%	4%	4%	权益性融资	174	43	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	3612	(7097)	0	0	0
收入增长	-7%	28%	42%	44%	27%	支付股利、利息	(13267)	(13832)	(18903)	(27540)	(33854)
净利润增长率	5%	10%	37%	42%	25%	其它融资现金流	(15253)	(3546)	49621	42623	29487
资产负债率	51%	52%	62%	68%	70%	融资活动现金流	(24734)	(24432)	30718	15083	(4367)
息率	1.7%	1.8%	2.4%	3.5%	4.3%	现金净变动	14185	(11041)	8390	6955	4025
P/E	37.5	34.0	24.7	17.4	13.9	货币资金的期初余额	69167	83352	72311	80701	87656
P/B	5.6	5.2	4.8	4.3	3.8	货币资金的期末余额	83352	72311	80701	87656	91681
EV/EBITDA	35.5	29.9	25.5	19.3	16.5	企业自由现金流	27266	4981	(20609)	(6542)	12669
						权益自由现金流	15626	(5662)	28076	33458	38204

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032