

信义山证汇通天下

证券研究报告

通用计算机设备

工业富联（601138.SH）

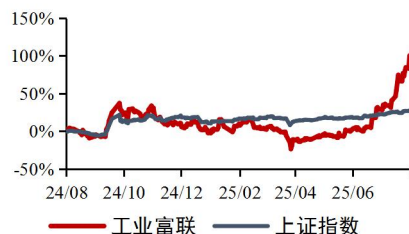
买入-A(维持)

AI 服务器及高速交换机拉动上半年收入高速增长

2025 年 8 月 13 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 8 月 12 日

收盘价（元）：	39.71
年内最高/最低（元）：	39.71/14.58
流通 A 股/总股本（亿 股）：	198.58/198.59
流通 A 股市值（亿）：	7,885.68
总市值（亿）：	7,886.19

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元)：	0.61
摊薄每股收益(元)：	0.61
每股净资产(元)：	7.65
净资产收益率(%)：	7.99

资料来源：最闻

分析师：

方闻千

执业登记编码：S0760524050001

邮箱：fangwenqian@sxzq.com

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

研究助理：

邹昕宸

邮箱：zouxinchen@sxzq.com

事件描述

➢ 8 月 10 日，公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 3607.60 亿元，同比高增 35.58%，上半年实现归母净利润 121.13 亿元，同比增长 38.61%，实现扣非净利润 116.68 亿元，同比增 36.73%。2025 年第二季度公司实现收入 2003.45 亿元，同比增长 35.92%，二季度实现归母净利润 68.83 亿元，同比高增 51.13%，实现扣非净利润 67.65 亿元，同比高增 58.76%。

事件点评

➢ AI 服务器推动公司营收持续高增，合同负债大幅增加将支撑公司未来确定性增长。得益于 AI 服务器需求持续高景气，同时公司在主要客户的市场份额持续提升，2025 上半年公司营收保持高速增长。而由于服务器订单大幅增加导致预收款项增加，截至今年 6 月底，公司合同负债金额达 20.08 亿元，较去年年底的 3.50 亿元增长了 474.32%，同时公司积极备货，截至今年 6 月底，存货金额为 1229.49 亿元，较 24 年底的 852.66 亿元增长了 44.20%，未来几个季度内订单的陆续交付将支撑公司的确定性增长。2025 上半年，公司毛利率为 6.60%，较上年同期降低 0.13 个百分点。在利润端，今年上半年公司期间费用率保持基本稳定，其中销售、管理、研发费用率分别较上年同期降低 0.03、0.00、0.42 个百分点。受此影响，公司净利率达 3.36%，较上年同期提高 0.08 个百分点。

➢ AI 算力需求旺盛驱动云计算产品结构持续优化，并拉动网络设备需求爆发。今年以来，北美四大 CSP 仍在加大 AI 基础设施投入，推动 AI 服务器以及高速网络设备需求持续快速增长，而公司一方面通过深化合作与优化产品结构，巩固在核心客户群体的市场份额，进一步夯实公司在全球高性能计算和 AI 基础设施领域的竞争力，另一方面，公司通过持续扩大全球产能布局，深度整合产业链资源，强化产能交付优势。今年上半年，公司核心业务保持强劲增长动能，其中，1）云计算：2025 年公司 AI 服务器在云计算业务中的占比稳步扩大，25Q2 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%。同时，目前 GB200 系列产品已实现量产爬坡，并且良率持续改善，出货量逐季攀升；2）通信及移动网络设备：今年上半年公司 800G 高速交换机收入较去年全年增长近三倍；而得益于客户某些特定機種的热销，上半年精密机构件业务出货量同比增长 17%。

投资建议

➢ 公司持续受益于 AI 服务器的强劲需求，同时作为全球 AI 服务器头部



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

ODM 厂，预计在 GB 系列服务器中将占据重要份额，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.56\2.01\2.61 元，对应公司 8 月 12 日收盘价 39.71 元，2025-2027 年 PE 分别为 25.47\19.78\15.19 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ AI 服务器下游需求不及预期，GB200/GB300 出货进展不及预期，客户集中度较高的风险，主要原材料价格波动的风险，汇率波动的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	476,340	609,135	807,676	1,008,698	1,231,355
YoY(%)	-6.9	27.9	32.6	24.9	22.1
净利润(百万元)	21,040	23,216	30,958	39,861	51,910
YoY(%)	4.8	10.3	33.3	28.8	30.2
毛利率(%)	8.1	7.3	7.2	7.4	7.6
EPS(摊薄/元)	1.06	1.17	1.56	2.01	2.61
ROE(%)	14.9	15.2	18.1	19.9	21.6
P/E(倍)	37.48	33.97	25.47	19.78	15.19
P/B(倍)	5.6	5.2	4.6	4.0	3.3
净利率(%)	4.4	3.8	3.8	4.0	4.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	252478	274008	326299	384642	436873
现金	83462	72434	113955	142318	173733
应收票据及应收账款	88474	94512	109189	126488	140328
预付账款	255	353	517	611	754
存货	76683	85266	98283	110549	116736
其他流动资产	3604	21444	4355	4677	5323
非流动资产	35227	43515	51801	59703	68714
长期投资	7180	6305	7534	8882	10104
固定资产	17712	20010	26539	32601	39812
无形资产	1004	1279	1422	1555	1718
其他非流动资产	9331	15923	16307	16665	17081
资产总计	287705	317524	378100	444345	505587
流动负债	138045	158879	201199	238841	259765
短期借款	41091	35992	58227	80128	77396
应付票据及应付账款	75028	93835	116782	130446	153129
其他流动负债	21925	29052	26190	28267	29239
非流动负债	9065	5508	5508	5508	5508
长期借款	7097	0	0	0	0
其他非流动负债	1968	5508	5508	5508	5508
负债合计	147110	164387	206707	244350	265273
少数股东权益	408	445	460	476	496
股本	19866	19868	19868	19868	19868
资本公积	29143	29380	29380	29380	29380
留存收益	91867	103516	117950	136160	159883
归属母公司股东权益	140187	152691	170933	199519	239818
负债和股东权益	287705	317524	378100	444345	505587

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	43084	23820	50377	33549	65399
净利润	21018	23255	30972	39877	51929
折旧摊销	4449	5051	5562	8095	11242
财务费用	-586	-656	-821	-751	-1308
投资损失	666	975	158	442	560
营运资金变动	12215	-11324	14311	-14239	2839
其他经营现金流	5320	6519	196	124	138
投资活动现金流	-4564	-10898	-14201	-16563	-20950
筹资活动现金流	-24734	-24432	-16890	-10524	-10303
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.17	1.56	2.01	2.61
每股经营现金流(最新摊薄)	2.17	1.20	2.54	1.69	3.29
每股净资产(最新摊薄)	7.06	7.69	8.61	10.05	12.08

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	476340	609135	807676	1008698	1231355
营业成本	437964	564814	749795	934522	1137562
营业税金及附加	381	663	847	980	1203
营业费用	1024	1036	1325	1654	1970
管理费用	4226	5156	6865	8776	10713
研发费用	10811	10631	13989	17471	21327
财务费用	-586	-656	-821	-751	-1308
资产减值损失	-430	-1202	-1089	-1503	-1759
公允价值变动收益	264	-494	-196	-124	-138
投资净收益	-666	-975	-158	-442	-560
营业利润	23067	25935	34235	43977	57433
营业外收入	124	96	106	112	109
营业外支出	66	58	80	59	66
利润总额	23124	25974	34262	44031	57477
所得税	2106	2719	3289	4153	5547
税后利润	21018	23255	30972	39877	51929
少数股东损益	-22	39	15	16	19
归属母公司净利润	21040	23216	30958	39861	51910
EBITDA	28028	31032	39882	52473	68751

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-6.9	27.9	32.6	24.9	22.1
营业利润(%)	5.5	12.4	32.0	28.5	30.6
归属于母公司净利润(%)	4.8	10.3	33.3	28.8	30.2
获利能力					
毛利率(%)	8.1	7.3	7.2	7.4	7.6
净利率(%)	4.4	3.8	3.8	4.0	4.2
ROE(%)	14.9	15.2	18.1	19.9	21.6
ROIC(%)	11.3	11.8	13.3	14.2	16.2
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	51.8	54.7	55.0	52.5
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.7	2.0	2.3	2.5	2.6
应收账款周转率	5.1	6.7	7.9	8.6	9.2
应付账款周转率	6.1	6.7	7.1	7.6	8.0
估值比率					
P/E	37.5	34.0	25.5	19.8	15.2
P/B	5.6	5.2	4.6	4.0	3.3
EV/EBITDA	27.0	24.6	18.5	13.9	10.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未

经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

