

AI 服务器业务持续驱动业绩成长

核心观点

工业富联发布 2025 年半年度报告，25Q2 公司单季营收达 2003.4 亿元，同比增长 36%；净利润为 68.8 亿元，同比增长 51%，均创下同期历史新高。

- **公司 AI 服务器业务竞争力强大，有望持续推动业绩增长。**在服务器业务方面，工业富联 25Q2 整体服务器营收增长超 50%，云服务商服务器营收同比增长 150%，AI 服务器营收同比增长超 60%。我们认为，公司业绩有望继续受到 AI 服务器业务的驱动，保持高速增长态势。从需求侧来看，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 算力投入持续火热。据 TrendForce 数据，2025 年 AI 服务器需求持续成长，产值将达 2980 亿美元，占整体服务器产值占比提升至 7 成以上。从公司自身角度，公司在 AI 服务器领域已建立坚实的研发与智能制造优势，目前 GB200 系列产品实现量产爬坡，良率持续改善，出货量逐季攀升。公司未来有望凭借强大的产业链覆盖广度与交付能力，协同客户推进下一代产品的设计研发。
- **高速交换机需求旺盛，公司有望继续受益数据中心高速互联市场成长。**交换机业务方面，公司上半年 800G 高速交换机营收较 2024 全年增长近三倍。我们认为，公司高速交换机业务打开成长空间，有望继续成为业务增长亮点。从需求侧来看，全球数据中心网络架构持续向更高带宽、更低延迟演进，对高速交换机的需求大幅提升。根据 IDC 测算，生成式 AI 数据中心以太网交换机市场将从 2023 年的约 6.4 亿美元增长至 2028 年超过 90 亿美元，年复合增长率高达 70%。公司继续巩固在核心客户群体的市场份额，与客户合作研发下一代产品，高阶产品占比有望不断提升。
- **AI 手机推动高端换机潮，公司精密结构件业务有望受益。**受惠客户某些特定机种的热销，公司精密机构件业务上半年出货量同比增长 17%。展望未来，AI 手机推动高端换机潮，终端需求有望持续结构性复苏。公司在高端手机精密结构件上竞争力强大，有望继续保持领先地位，充分受益高端手机需求向好。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.59/2.19/2.59 元（原 25-27 年预测 1.47/1.79/2.10 元，主要因公司高端产品占比持续提升调整了营业收入及毛利率）。采用可比公司 26 年 22 倍 PE 进行估值，对应目标价为 48.18 元，维持买入评级。

风险提示

- 业务竞争加剧，AI 进展不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	476,340	609,135	797,600	997,071	1,188,139
同比增长(%)	-7%	28%	31%	25%	19%
营业利润(百万元)	23,067	25,935	35,806	50,229	60,514
同比增长(%)	5%	12%	38%	40%	20%
归属母公司净利润(百万元)	21,040	23,216	31,533	43,460	51,427
同比增长(%)	5%	10%	36%	38%	18%
每股收益(元)	1.06	1.17	1.59	2.19	2.59
毛利率(%)	8.1%	7.3%	7.3%	7.7%	7.7%
净利率(%)	4.4%	3.8%	4.0%	4.4%	4.3%
净资产收益率(%)	15.6%	15.9%	19.6%	23.4%	23.3%
市盈率	37.5	34.0	25.0	18.1	15.3
市净率	5.6	5.2	4.6	3.9	3.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

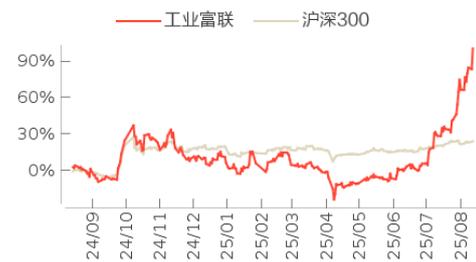
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年08月12日）	39.71元
目标价格	48.18元
52周最高价/最低价	39.71/14.3元
总股本/流通A股（万股）	1,985,947/1,985,818
A股市值（百万元）	788,619
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年08月13日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	13.3	55.73	110.11	101.64
相对表现%	12.32	52.52	103.6	77.05
沪深300%	0.98	3.21	6.51	24.59



证券分析师

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
蒯剑	kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

GB200 预计加速出货	2025-06-01
AI 服务器保持高速增长，GB200 优势突出	2024-11-04
受益于 AI 趋势，AI 云计算业务亮眼	2024-03-17

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.59/2.19/2.59 元（原 25-27 年预测 1.47/1.79/2.10 元，主要因公司高端产品占比持续提升调整了营业收入及毛利率）。采用可比公司 26 年 22 倍 PE 进行估值，对应目标价为 48.18 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/8/12	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
浪潮信息	000977	56.25	1.56	2.06	2.56	3.12	36.13	27.29	21.95	18.01
紫光股份	000938	24.98	0.55	0.75	0.94	1.10	45.43	33.09	26.71	22.63
中兴通讯	000063	34.55	1.76	1.84	1.98	2.17	19.62	18.76	17.46	15.90
环旭电子	601231	17.22	0.75	0.84	1.04	1.28	22.89	20.59	16.49	13.47
锐捷网络	301165	67.62	0.72	0.99	1.26	1.56	93.70	68.55	53.84	43.47
	最大值						93.70	68.55	53.84	43.47
	最小值						19.62	18.76	16.49	13.47
	平均数						43.55	33.66	27.29	22.69
	调整后平均						34.82	26.99	22.04	18.84

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

业务竞争加剧，AI 进展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	83,462	72,434	71,784	84,751	100,992	营业收入	476,340	609,135	797,600	997,071	1,188,139
应收票据、账款及款项融资	88,474	111,671	146,222	182,790	217,818	营业成本	437,964	564,814	739,463	920,217	1,096,289
预付账款	255	353	462	578	688	销售费用	1,024	1,036	1,436	1,795	2,139
存货	76,683	85,266	111,631	138,918	165,498	管理费用	4,226	5,156	6,751	8,140	9,700
其他	3,604	4,285	4,552	4,868	5,171	研发费用	10,811	10,631	13,521	16,205	19,072
流动资产合计	252,478	274,008	334,651	411,905	490,167	财务费用	(586)	(656)	(837)	(864)	(1,008)
长期股权投资	7,180	6,305	7,805	8,805	9,805	资产、信用减值损失	430	1,202	1,443	1,519	1,352
固定资产	17,712	20,010	18,112	16,246	14,347	公允价值变动收益	264	(494)	0	0	0
在建工程	2,508	3,173	4,139	4,911	5,529	投资净收益	(666)	(975)	250	0	0
无形资产	1,004	1,279	1,253	1,227	1,202	其他	999	452	(267)	170	(81)
其他	6,823	12,749	12,707	12,707	12,707	营业利润	23,067	25,935	35,806	50,229	60,514
非流动资产合计	35,227	43,515	44,015	43,896	43,590	营业外收入	124	96	114	111	107
资产总计	287,705	317,524	378,666	455,801	533,757	营业外支出	66	58	58	58	58
短期借款	41,091	35,992	55,265	69,689	82,016	利润总额	23,124	25,974	35,862	50,282	60,563
应付票据及应付账款	75,028	93,835	122,850	152,879	182,130	所得税	2,106	2,719	4,297	6,779	9,084
其他	21,925	29,052	24,765	24,980	25,089	净利润	21,018	23,255	31,565	43,503	51,479
流动负债合计	138,045	158,879	202,879	247,547	289,236	少数股东损益	(22)	39	32	44	51
长期借款	7,097	0	0	0	0	归属于母公司净利润	21,040	23,216	31,533	43,460	51,427
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.06	1.17	1.59	2.19	2.59
其他	1,968	5,508	5,508	5,508	5,508						
非流动负债合计	9,065	5,508	5,508	5,508	5,508	主要财务比率					
负债合计	147,110	164,387	208,388	253,055	294,744		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	408	445	477	520	572	成长能力					
实收资本(或股本)	19,866	19,868	19,859	19,859	19,859	营业收入	-7%	28%	31%	25%	19%
资本公积	27,129	27,600	27,609	27,609	27,609	营业利润	5%	12%	38%	40%	20%
留存收益	91,867	103,516	122,334	154,757	190,973	归属于母公司净利润	5%	10%	36%	38%	18%
其他	1,326	1,707	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	140,595	153,136	170,279	202,745	239,013	毛利率	8.1%	7.3%	7.3%	7.7%	7.7%
负债和股东权益总计	287,705	317,524	378,666	455,801	533,757	净利率	4.4%	3.8%	4.0%	4.4%	4.3%
						ROE	15.6%	15.9%	19.6%	23.4%	23.3%
						ROIC	10.8%	11.8%	14.6%	17.1%	17.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	51.1%	51.8%	55.0%	55.5%	55.2%
净利润	21,018	23,255	31,565	43,503	51,479	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	2,775	2,806	2,958	3,120	3,306	流动比率	1.83	1.72	1.65	1.66	1.69
财务费用	(586)	(656)	(837)	(864)	(1,008)	速动比率	1.27	1.18	1.09	1.09	1.10
投资损失	666	975	(250)	0	0	营运能力					
营运资金变动	13,881	(10,908)	(33,633)	(35,662)	(34,012)	应收账款周转率	5.1	6.7	7.3	7.2	7.0
其它	5,329	8,348	(222)	1,519	1,352	存货周转率	5.6	6.9	7.4	7.2	7.0
经营活动现金流	43,084	23,820	(419)	11,616	21,117	总资产周转率	1.7	2.0	2.3	2.4	2.4
资本支出	(7,842)	(7,262)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	每股指标(元)					
长期投资	5,036	875	(1,500)	(1,000)	(1,000)	每股收益	1.06	1.17	1.59	2.19	2.59
其他	(1,757)	(4,511)	271	0	0	每股经营现金流	2.17	1.20	-0.02	0.58	1.06
投资活动现金流	(4,564)	(10,898)	(3,229)	(3,000)	(3,000)	每股净资产	7.06	7.69	8.55	10.18	12.01
债权融资	(855)	(2,777)	(4,395)	100	0	估值比率					
股权融资	852	473	0	0	0	市盈率	37.5	34.0	25.0	18.1	15.3
其他	(24,731)	(22,128)	7,394	4,251	(1,876)	市净率	5.6	5.2	4.6	3.9	3.3
筹资活动现金流	(24,734)	(24,432)	2,999	4,351	(1,876)	EV/EBITDA	30.2	27.2	20.1	14.6	12.2
汇率变动影响	399	468	-0	-0	-0	EV/EBIT	34.0	30.2	21.8	15.5	12.8
现金净增加额	14,185	(11,041)	(650)	12,967	16,241						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。