

工业富联（601138）

AI 带动业绩强势增长，持续看好算力景气度+公司竞争优势

事件：公司发布 2025 年半年度报告，25H1 公司实现销售收入 3,607.60 亿元，较 24H2 环比增加 5.16%，yoy+35.58%；实现归母净利润 121.13 亿元，较 24H2 环比-16.33%，yoy+38.61%；实现扣非归母净利润 116.68 亿元，较 24H2 环比-21.59%，yoy+36.74%。

点评：AI 带动业绩强势增长，表现亮眼，利润接近业绩预告上限。25H1 公司实现销售收入 3,607.60 亿元，yoy+35.58%，较 24H2 环比增加 5.16%。其中 25Q2 单季度营收 2,003.45 亿元，yoy+35.92%，qoq+24.89%。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%。GB200 系列产品实现量产爬坡，良率持续改善，出货量逐季攀升。25Q2 公司销售毛利率为 6.50%，yoy+0.50pct，qoq+0.23pct，毛利率同比持续提升。费用率层面，25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.10%/0.70%/1.42%/0.17%，yoy-0.03pct/+0.07pct/-0.35pct/-0.02pct，qoq-0.12pct/-0.23pct/+0.02pct/-0.53pct，整体费用率略有下降。25Q2 公司销售净利率为 3.44%，yoy+0.35pct，qoq+0.17pct。25H1 公司经营性现金流量净额为 14.07 亿元，yoy-70.76%，同比大幅降低，主要系服务器业务持续增长，25H1 备料需求上升所致。

AI 基础设施建设持续高景气，持续看好公司核心零部件模组深度配合客户+全球化的产能布局+上下游垂直整合能力优势：

- 行业层面：**2025 年，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，预计北美四大云服务商 2025 年合计资本开支同比实现增长，其中 AI 云基础设施投入占比将提升，带动高端 AI 服务器需求增长，据 TrendForce 数据显示，2025 年 AI 服务器需求持续成长，且单位平均售价（ASP）贡献较高，产值将达 2,980 亿美元，占整体服务器产值占比提升至 7 成以上；
- 公司层面：**持续看好公司核心零部件模组深度配合客户+全球化的产能布局+上下游垂直整合能力优势：①**核心零部件深度配合客户：**公司作为大客户的主要生产合作伙伴，提供 switchtray(交换机托盘)、Computeboard(算力板及下一代的算力板)等产品的设计及生产；②**具备系统级能力：**相比于传统八卡 HGX 服务器，GB200 作为一款复杂度更高的产品，其涵盖了算力、电源、散热、冷却系统、数据交换、系统集成、系统测试及检验等多个关键环节，行业进入门槛比之前更高，我们认为整体产品架构变化及系统集成度提升背景下，公司竞争优势有望进一步发挥；③**全球化产能布局：**工业富联布局亚、欧、北美 14 个国家和地区，依托多年精益管理、供应链管理、柔性生产等经验，实现国内外生产双循环；④**AI 服务器业务持续高景气，销量有望逐季度向上：**GB200 系列产品实现量产爬坡，良率持续改善，出货量逐季攀升；⑤**上下游垂直整合，整机价值链有望持续延伸：**在设计上，产品进一步强化模块化架构及液冷散热能力，液冷关键零组件数量显著提升，这将有助于扩大公司在 GB 系列服务器机柜价值链布局。

通讯及移动网络设备保持稳健增长，产品结构持续改善。1) **机构件：**受惠客户某些特定機種的热销，精密机构件业务上半年出货量同比增长 17%。展望下半年，智能手机市场高价位化趋势将持续，GenAI 与折叠装置将为产业带来新增长动能；2) **交换机业务方面：**根据 IDC 测算数据，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%。公司上半年 800G 高速交换机营收较 2024 全年增长近三倍，受益于 AI 数据中心建设，高速交换机增长迅速。

投资建议：维持 25 年 330 亿归母净利润预期，考虑 26 年云厂商资本开支趋势延续+GB200 系列产品实现量产爬坡带动公司整体份额提升，将 26 年归母净利润由 392 亿上修到 500 亿，新增 27 年归母净利润 583 亿业绩预测，维持“买入”评级。

风险提示：AI 基础设施建设不及预期、公司份额不及预期、地缘政治冲突风险、全球化运营风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	476,340.11	609,135.43	924,900.82	1,445,626.85	1,702,187.18
增长率(%)	(6.94)	27.88	51.84	56.30	17.75
EBITDA(百万元)	37,334.93	42,169.10	48,073.99	72,684.12	84,849.72
归属母公司净利润(百万元)	21,040.19	23,216.47	33,038.28	49,980.61	58,287.64
增长率(%)	4.82	10.34	42.31	51.28	16.62
EPS(元/股)	1.06	1.17	1.66	2.52	2.94
市盈率(P/E)	41.23	37.36	26.26	17.36	14.88
市净率(P/B)	6.19	5.68	5.19	4.57	4.01
市销率(P/S)	1.82	1.42	0.94	0.60	0.51
EV/EBITDA	6.95	9.09	19.98	12.61	11.70

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 08 月 14 日

投资评级

行业	电子/消费电子
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	43.68 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	19,859.47
流通 A 股股本(百万股)	19,858.18
A 股总市值(百万元)	867,461.54
流通 A 股市值(百万元)	867,405.39
每股净资产(元)	7.64
资产负债率(%)	60.33
一年内最高/最低(元)	43.68/14.58

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
包恒星	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524100001	
baohengxing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《工业富联-公司点评:全球化布局全面，贸易摩擦背景下竞争优势持续强化》2025-04-08
- 《工业富联-公司点评:AI 服务器收入高增长，看好 GB200/GB300 出货带动业绩成长》2025-02-22
- 《工业富联-季报点评:AI 持续带动收入快速增长，看好 GB200 服务器放量业绩弹性》2024-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	83,462.32	72,433.68	157,233.14	245,756.56	289,371.82	营业收入	476,340.11	609,135.43	924,900.82	1,445,626.85	1,702,187.18
应收票据及应收账款	88,474.24	94,512.05	234,341.58	271,627.82	324,137.69	营业成本	437,964.30	564,814.24	862,317.65	1,356,388.45	1,598,798.78
预付账款	254.71	352.90	714.42	958.28	931.87	营业税金及附加	380.73	662.56	924.90	1,156.50	1,361.75
存货	76,683.35	85,265.72	173,429.58	218,415.97	243,459.23	销售费用	1,024.45	1,035.78	647.43	722.81	510.66
其他	3,603.84	21,443.79	12,870.49	13,187.13	18,281.48	管理费用	4,225.83	5,155.60	5,549.40	5,782.51	5,106.56
流动资产合计	252,478.46	274,008.13	578,589.21	749,945.77	876,182.09	研发费用	10,811.21	10,630.78	12,948.61	14,456.27	17,021.87
长期股权投资	7,179.75	6,304.57	6,304.57	6,304.57	6,304.57	财务费用	(585.81)	(655.68)	5,591.26	11,055.81	14,172.80
固定资产	17,711.57	20,009.66	17,981.48	14,847.63	11,825.44	资产/信用减值损失	(429.88)	(1,202.16)	(200.00)	(340.00)	(240.00)
在建工程	2,508.06	3,173.19	3,759.36	4,778.68	4,878.68	公允价值变动收益	263.60	(494.24)	(100.25)	(110.30)	(234.93)
无形资产	1,004.41	1,278.59	1,150.73	1,022.87	895.01	投资净收益	(666.12)	(974.74)	(500.00)	(713.62)	(729.45)
其他	6,823.06	12,749.38	9,435.73	9,548.40	9,532.36	其他	284.89	4,227.90	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	35,226.84	43,515.39	38,631.87	36,502.15	33,436.06	营业利润	23,066.91	25,935.38	36,121.31	54,900.59	64,010.38
资产总计	287,705.30	317,523.52	617,221.08	786,447.92	909,618.15	营业外收入	123.56	95.87	250.00	100.00	148.62
短期借款	41,090.90	35,991.80	216,580.10	260,769.88	364,575.61	营业外支出	66.39	57.61	51.53	58.51	55.88
应付票据及应付账款	75,028.34	93,834.54	145,698.14	231,076.43	213,034.35	利润总额	23,124.08	25,973.64	36,319.78	54,942.08	64,103.12
其他	21,734.97	28,702.67	45,396.34	60,551.95	56,264.58	所得税	2,105.77	2,718.63	3,268.78	4,944.79	5,769.28
流动负债合计	137,854.21	158,529.00	407,674.57	552,398.25	633,874.54	净利润	21,018.31	23,255.01	33,051.00	49,997.29	58,333.83
长期借款	7,096.94	0.00	38,756.15	40,107.26	54,761.57	少数股东损益	(21.88)	38.54	12.72	16.68	46.20
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	21,040.19	23,216.47	33,038.28	49,980.61	58,287.64
其他	1,968.50	5,508.40	3,223.66	3,566.85	4,099.64	每股收益（元）	1.06	1.17	1.66	2.52	2.94
非流动负债合计	9,065.44	5,508.40	41,979.81	43,674.12	58,861.21						
负债合计	147,109.97	164,387.03	449,654.39	596,072.37	692,735.75						
少数股东权益	407.88	445.22	450.99	458.55	479.48	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	19,866.11	19,868.01	19,859.47	19,859.47	19,859.47	成长能力					
资本公积	29,142.63	29,380.00	29,380.00	29,380.00	29,380.00	营业收入	-6.94%	27.88%	51.84%	56.30%	17.75%
留存收益	91,867.00	103,516.11	118,502.98	141,140.16	167,550.86	营业利润	5.46%	12.44%	39.27%	51.99%	16.59%
其他	(688.29)	(72.85)	(626.75)	(462.63)	(387.41)	归属于母公司净利润	4.82%	10.34%	42.31%	51.28%	16.62%
股东权益合计	140,595.34	153,136.49	167,566.69	190,375.54	216,882.40	获利能力					
负债和股东权益总计	287,705.30	317,523.52	617,221.08	786,447.92	909,618.15	毛利率	8.06%	7.28%	6.77%	6.17%	6.07%
						净利率	4.42%	3.81%	3.57%	3.46%	3.42%
						ROE	15.01%	15.20%	19.77%	26.32%	26.93%
						ROIC	18.00%	22.83%	34.83%	23.09%	29.76%
						偿债能力					
						资产负债率	51.13%	51.77%	72.85%	75.79%	76.16%
						净负债率	-24.61%	-20.54%	60.72%	30.58%	61.73%
						流动比率	1.83	1.72	1.42	1.36	1.38
						速动比率	1.27	1.19	0.99	0.96	1.00
						营运能力					
						应收账款周转率	5.12	6.66	5.63	5.71	5.71
						存货周转率	6.19	7.52	7.15	7.38	7.37
						总资产周转率	1.67	2.01	1.98	2.06	2.01
						每股指标（元）					
						每股收益	1.06	1.17	1.66	2.52	2.94
						每股经营现金流	2.17	1.20	-5.27	4.33	-1.32
						每股净资产	7.06	7.69	8.41	9.56	10.90
						估值比率					
						市盈率	41.23	37.36	26.26	17.36	14.88
						市净率	6.19	5.68	5.19	4.57	4.01
						EV/EBITDA	6.95	9.09	19.98	12.61	11.70
						EV/EBIT	7.89	10.33	22.64	13.70	12.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com