

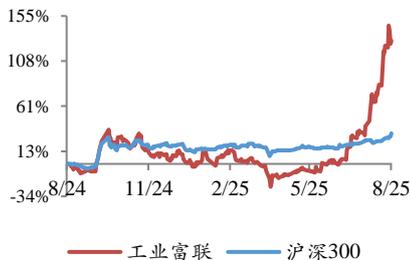
工业富联：AI 服务器强势引领，业绩有望持续释放

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-08-23

收盘价（元）	45.83
近 12 个月最高/最低（元）	48.96/14.58
总股本（百万股）	19,859
流通股本（百万股）	19,858
流通股比例（%）	99.99
总市值（亿元）	9,102
流通市值（亿元）	9,101

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001
邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：李美贤

执业证书号：S0010524020002
邮箱：limeixian@hazq.com

联系人：闫春旭

执业证书号：S0010125060002
邮箱：yanchunxu@hazq.com

相关报告

1.工业富联：云计算全年收入占比首次过半，Q1 维持强劲势头
2025-05-21

2.工业富联 (601138.SH)：AI 服务器需求强劲，云计算营收持续增长
2024-11-07

主要观点：

● 事件：2025 年 8 月 11 日，公司发布 2025 年半年度报告

2025 年 H1 公司实现营业收入 3607.6 亿元，同比增长 35.6%；实现归母净利润 121.1 亿元，同比增长 38.6%；实现毛利率约 6.6%，同比下降 0.1pcts。公司 H1 业绩增长主要得益于全球 AI 算力基础设施建设加速，公司 AI 服务器业务市场份额提升，带动出货量与收入大幅增长。单季度看，公司 25Q2 实现营收 2003.5 亿元，同比增长 35.9%，环比增长 24.9%；实现归母净利润 68.8 亿元，同比增长 51.1%，环比增长 31.6%；实现毛利率 6.5%，同比增长 0.5pcts，环比下降 0.2pcts。Q2 业绩的环比大幅增长，主要由高价值量 AI 服务器产品进入规模化出货阶段所驱动，盈利能力显著增强。

● AI 业务：GB 系列产品放量驱动业绩超预期

25Q2，公司整体服务器营收同比增长超 50%，其中 CSP 服务器营收同比增长超 150%，AI 服务器营收同比增长超 60%。1) GB200：25Q2 公司 GB200 组装良率较 Q1 显著优化，产能利用率大幅提升，来自北美 CSP 及主权国家订单持续推进，GB200 H2 业绩逐季上升趋势明朗。2) GB300：预计 H2 将逐步实现实质性出货，单台利润有望超过 GB200，规模量产后有望成为公司 26 年 AI 服务器业务盈利的重要支撑。3) ASIC：公司与北美主要 CSP 就 ASIC 服务器领域在多个生产环节展开深度合作，相关产品因高度定制化具有较强盈利能力，预计 26 年将为公司贡献更高营收和利润增量。

● 通信网络业务：高速交换机与精密结构件稳健增长

1) 高速交换机：公司 800G 高速交换机已实现大量出货，25H1 营收已达 2024 年全年的近 3 倍。预计 800G 高速交换机将成为公司该业务 25-26 年的出货主力；同时，公司与多家客户协同开发的 CPO、新一代 ASIC 及 1.6T 交换机也在推进，后续将逐步推向市场。2) 精密结构件：受益于大客户特定 AI 手机及高端机型的热销，公司精密结构件上半年出货量同比增长 17%。预计在产品加工工艺难度提升、客户产品周期迭代的双重带动下，公司该业务有望实现更高盈利弹性。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 9224/14056/17011 亿元（前值 7587/9558/11951 亿元），归母净利润为 336/494/581 亿元（前值 292/355/451 亿元），对应 EPS 为 1.69/2.49/2.93，对应 PE 为 27.1/18.4/15.7x，维持“增持”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧风险，需求恢复不及预期风险，产能建设不及预期风险，新业务拓展不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6091	9224	14056	17011

收入同比 (%)	27.9%	51.4%	52.4%	21.0%
归属母公司净利润	232	336	494	581
净利润同比 (%)	10.3%	44.9%	46.8%	17.8%
毛利率 (%)	7.3%	6.6%	6.2%	6.1%
ROE (%)	15.2%	18.2%	21.0%	19.9%
每股收益 (元)	1.17	1.69	2.49	2.93
P/E	18.38	27.06	18.44	15.65
P/B	2.80	4.91	3.88	3.11
EV/EBITDA	12.02	21.31	15.05	12.40

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2740	3453	4776	5837	营业收入	6091	9224	14056	17011
现金	724	866	843	1082	营业成本	5648	8617	13185	15974
应收账款	945	1153	1757	2127	营业税金及附加	7	9	14	17
其他应收款	10	13	20	24	销售费用	10	18	27	34
预付账款	4	6	9	11	管理费用	52	78	112	136
存货	853	1189	1817	2200	财务费用	-7	-10	-15	-16
其他流动资产	205	226	330	394	资产减值损失	-11	-8	-6	-5
非流动资产	435	447	429	409	公允价值变动收益	-5	1	1	2
长期投资	63	43	23	8	投资净收益	-10	9	14	17
固定资产	200	229	214	200	营业利润	259	374	549	647
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	159	162	178	187	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3175	3900	5205	6246	利润总额	260	374	549	647
流动负债	1589	1944	2739	3188	所得税	27	37	55	65
短期借款	360	350	330	280	净利润	233	337	494	582
应付账款	938	1197	1831	2219	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	291	397	578	689	归属母公司净利润	232	336	494	581
非流动负债	55	99	114	124	EBITDA	333	409	580	681
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.17	1.69	2.49	2.93
其他非流动负债	55	99	114	124					
负债合计	1644	2043	2853	3312					
少数股东权益	4	5	6	7	主要财务比率				
股本	199	199	199	199	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	294	290	290	290	成长能力				
留存收益	1034	1363	1857	2438	营业收入	27.9%	51.4%	52.4%	21.0%
归属母公司股东权益	1527	1852	2346	2927	营业利润	12.4%	44.1%	46.8%	17.8%
负债和股东权益	3175	3900	5205	6246	归属于母公司净利润	10.3%	44.9%	46.8%	17.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	7.3%	6.6%	6.2%	6.1%
					净利率 (%)	3.8%	3.6%	3.5%	3.4%
					ROE (%)	15.2%	18.2%	21.0%	19.9%
					ROIC (%)	12.0%	14.1%	17.0%	16.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	51.8%	52.4%	54.8%	53.0%
					净负债比率 (%)	107.3%	110.0%	121.4%	112.9%
					流动比率	1.72	1.78	1.74	1.83
					速动比率	1.17	1.14	1.06	1.12
					营运能力				
					总资产周转率	2.01	2.61	3.09	2.97
					应收账款周转率	6.66	8.79	9.66	8.76
					应付账款周转率	6.69	8.07	8.71	7.89
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.17	1.69	2.49	2.93
					每股经营现金流 (摊薄)	1.20	0.89	0.06	1.53
					每股净资产	7.69	9.33	11.81	14.74
					估值比率				
					P/E	18.38	27.06	18.44	15.65
					P/B	2.80	4.91	3.88	3.11
					EV/EBITDA	12.02	21.31	15.05	12.40

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈耀波，华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验。

分析师：李美贤，中国人民大学硕士，2024 年 1 月加入华安证券。曾任职于东兴证券，4 年电子及通信行业研究经验。擅长海外对标复盘，重点覆盖模拟芯片及 SoC, FPGA、GPU 等 AI 芯片相关领域。

联系人：闫春旭，华安证券电子行业研究助理。西南财经大学金融学学士，香港理工大学会计学硕士，2025 年加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。