



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	48.00
总股本/流通股本(亿股)	198.59 / 198.58
总市值/流通市值(亿元)	9,533 / 9,532
52周内最高/最低价	48.91 / 15.44
资产负债率(%)	51.8%
市盈率	41.03
第一大股东	富泰华工业(深圳)有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

工业富联(601138)

AI 服务器需求强劲，GB200 系列良率持续改善

● 事件

公司发布 2025 年半年报，上半年实现营业收入 3607.60 亿元，同比增长 35.58%；实现归母净利润 121.13 亿元，同比增长 38.61%。

● 投资要点

北美云服务厂商指引资本开支同比快速增长，高端 AI 服务器需求激增。2025 年以大模型与生成式 AI 为代表的技术突破推动应用生态进入爆发阶段，预计北美四大云服务厂商 2025 年合计资本开支同比实现高速增长，其中 AI 云基础设施投入占比将显著提升，带动高端 AI 服务器需求激增。公司通过强化产业链协同韧性，进一步深化与北美、亚太顶尖科技企业的战略协作。上半年，公司实现营业收入 3,607.60 亿元，同比增长 35.58%；实现归属于母公司所有者的净利润 121.13 亿元，同比增长 38.61%。

GB200 系列良率持续改善，下半年 GB300 步入实质性出货阶段。云计算业务方面，产品结构持续优化，AI 服务器在云计算业务中的占比稳步扩大，Q2 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，订单来自各家北美大型云服务商，同时主权客户及品牌客户的案子也在同步推进。此外，GB300 也已收到部分大型云服务商客户的明确出货需求，下半年 GB300 将逐步进入实质出货阶段，明年有望成为公司 AI 服务器业务盈利的重要支撑点。

精密机构件出货量同比增长 17%，800G 高速交换机高速增长。通信及移动网络设备方面，受惠客户某些特定 AI 机种的热销，精密机构件业务上半年出货量同比增长 17%，展望下半年，机构件业务预计将呈现稳中有进的走势，实现业务规模与盈利能力的双提升；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，随着 AI 训练与推理模型对算力与网络带宽的需求不断提升，高速交换机的需求持续增长，预计 800G 产品会是 2025-2026 年的出货主力，有望成为交换机业务的核心增长引擎。此外，公司与多家客户协同开发的 CPO(共封装光学)新一代 ASIC 及 1.6T 交换机也在推进当中，后续将逐步推向市场。

● 投资建议：

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 8829.2/12358.4/16680.9 亿元，归母净利润分别为 334.3/475.2/623.9 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

市场竞争加剧风险；下游市场需求不及预期风险；新产品研发不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	609135	882924	1235841	1668093
增长率(%)	27.88	44.95	39.97	34.98
EBITDA（百万元）	33250.53	50628.04	64927.81	69871.20
归属母公司净利润（百万元）	23216.47	33433.25	47520.42	62387.56
增长率(%)	10.34	44.01	42.14	31.29
EPS（元/股）	1.17	1.68	2.39	3.14
市盈率（P/E）	41.06	28.51	20.06	15.28
市净率（P/B）	6.24	5.25	4.26	3.41
EV/EBITDA	12.02	16.35	12.11	10.64

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	609135	882924	1235841	1668093	营业收入	27.9%	44.9%	40.0%	35.0%
营业成本	564814	821718	1149006	1550968	营业利润	12.4%	44.0%	42.1%	31.3%
税金及附加	663	692	969	1308	归属于母公司净利润	10.3%	44.0%	42.1%	31.3%
销售费用	1036	1501	2101	2836	获利能力				
管理费用	5156	7946	11123	15013	毛利率	7.3%	6.9%	7.0%	7.0%
研发费用	10631	15893	23481	33362	净利率	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%
财务费用	-656	-149	-1326	-1827	ROE	15.2%	18.4%	21.2%	22.3%
资产减值损失	-1120	0	0	0	ROIC	12.0%	14.7%	17.2%	18.7%
营业利润	25935	37357	53095	69739	偿债能力				
营业外收入	96	0	0	0	资产负债率	51.8%	58.2%	60.0%	60.6%
营业外支出	58	0	0	0	流动比率	1.72	1.62	1.61	1.60
利润总额	25974	37357	53095	69739	营运能力				
所得税	2719	3911	5559	7302	应收账款周转率	6.66	13.08	25.02	24.56
净利润	23255	33446	47536	62437	存货周转率	6.98	7.16	6.69	6.71
归母净利润	23216	33433	47520	62388	总资产周转率	2.01	2.35	2.48	2.62
每股收益(元)	1.17	1.68	2.39	3.14	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.17	1.68	2.39	3.14
货币资金	72434	170502	212250	254797	每股净资产	7.69	9.14	11.28	14.08
交易性金融资产	257	257	257	257	估值比率				
应收票据及应收账款	94512	40531	58246	77586	PE	41.06	28.51	20.06	15.28
预付款项	353	14478	21261	29938	PB	6.24	5.25	4.26	3.41
存货	85266	144186	199534	262723	现金流量表				
流动资产合计	274008	399691	531951	678769	净利润	23255	33446	47536	62437
固定资产	20010	14241	8754	12404	折旧和摊销	6596	13420	13159	1960
在建工程	3173	3838	4503	5169	营运资本变动	-10843	60170	-7723	-9041
无形资产	1279	1474	1649	1805	其他	4812	557	977	1112
非流动资产合计	43515	35666	28671	32875	经营活动现金流净额	23820	107593	53949	56468
资产总计	317524	435358	560622	711644	资本开支	-11012	-6033	-5927	-5889
短期借款	35992	35992	35992	35992	其他	114	613	-494	-667
应付票据及应付账款	93835	114119	159538	210350	投资活动现金流净额	-10898	-5420	-6421	-6556
其他流动负债	29052	96842	134212	178630	股权融资	43	-9	0	0
流动负债合计	158879	246953	329742	424971	债务融资	-9026	289	0	0
其他	5508	6449	6449	6449	其他	-15449	-4144	-5781	-7364
非流动负债合计	5508	6449	6449	6449	筹资活动现金流净额	-24432	-3863	-5781	-7364
负债合计	164387	253402	336191	431420	现金及现金等价物净增加额	-11041	98069	41747	42548
股本	19868	19859	19859	19859					
资本公积金	29380	29380	29380	29380					
未分配利润	97090	121706	157037	203422					
少数股东权益	445	458	474	523					
其他	6353	10552	17680	27038					
所有者权益合计	153136	181955	224431	280223					
负债和所有者权益总计	317524	435358	560622	711644					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
			预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048