



工业富联 (601138.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
 证券研究报告

云服务商驱动 AI 服务器业务增长，高速交换机放量

业绩简评

2025 年 10 月 29 日，公司发布 2025 年第三季度报告。2025 年 1-3 季度公司实现营业收入 6039.31 亿元，同比增长 38.4%；实现归母净利润 224.87 亿元，同比增长 48.52%。对应 3Q25 营业收入 2431.72 亿元，同比增长 42.81%，环比增长 21.38%；实现归母净利润 103.73 亿元，同比增长 62.04%，环比增长 50.72%。

经营分析

营收增长强劲，盈利能力提升：公司 3Q25 收入、净利润同环比均有显著的提振，主要系受益于超大规模数据中心用 AI 机柜的规模交付及 AI 算力需求的持续旺盛。毛利率看，公司 3Q25 毛利率 7%，同比+0.03pct，环比+0.05pct，我们认为主要源自 AI 业务规模效应的显现。同时公司的经营效率得到持续优化，费用总额增速低于营业收入的增速。

AI 服务器业务快速放量，云服务商贡献明显增量：公司 2025 年前三季度云计算业务营收同比+65%，3Q 单季同比+75%。其中云服务商贡献明显增量，前三季度云服务商营收占比达云计算业务的 70%，同比增长超过 150%，第三季度单季同比增长逾 2.1 倍。其中，云服务商 GPU AI 服务器前三季度营收同比增长超 300%，3Q 单季环比增长逾 90%、同比增长逾 5 倍。通用服务器出货亦保持稳健，整体云计算业务营收结构持续优化。

客户换机需求带来精密结构件业务放量，交换机同比高增：公司通信及移动网络设备业务表现稳健。其中，精密机构件业务受 AI 智能终端新品推出带动，客户换机需求上升，业绩持续增长。受益于 AI 需求持续放量，公司高速交换机业务增长显著，3Q 交换机收入同比+100%，其中 800G 交换机同比增长超 27 倍。我们认为 AI 算力需求放量带动公司产品结构优化，高附加值业务占比将持续提升。看好公司持续受益。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2025/2026/2027 年公司营业收入分别为 7,834.05/11,819.35/14,566.11 亿元，归母净利润为 311.89/430.46/544.47 亿元，公司股票现价对应 PE 估值为 PE 为 51.45/37.28/29.47 倍，维持“买入”评级。

风险提示

北美 AI 进展不及预期、客户集中度较高风险、市场竞争加剧风险。

通信组

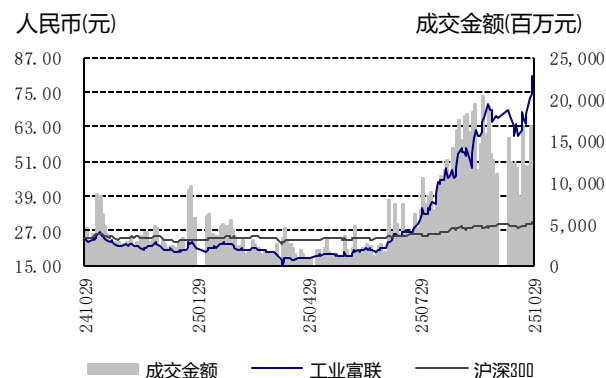
分析师：张真桢 (执业 S1130524060002)

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：80.80 元

相关报告：

- 1.《工业富联公司点评：GB200 出货量与良率双提升，AI 为公司业...》，2025.8.13
- 2.《工业富联公司点评：算力需求增长，产品与客户结构升级》，2025.4.30
- 3.《工业富联公司点评：AI 带动业绩增长，新产品产能充足》，2024.10.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	476,340	609,135	783,405	1,181,935	1,456,611
营业收入增长率	-6.94%	27.88%	28.61%	50.87%	23.24%
归母净利润(百万元)	21,040	23,216	31,189	43,046	54,447
归母净利润增长率	4.82%	10.34%	34.34%	38.02%	26.49%
摊薄每股收益(元)	1.059	1.169	1.571	2.168	2.742
每股经营性现金流净额	2.17	1.17	0.56	0.25	1.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.01%	15.20%	18.03%	21.18%	22.22%
P/E	14.28	18.40	51.45	37.28	29.47
P/B	2.14	2.80	9.28	7.89	6.55

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	511,850	476,340	609,135	783,405	#####	#####
增长率	-6.9%	27.9%	28.6%	50.9%	23.2%	
主营业务成本	-474,678	-437,964	-564,814	-727,302	#####	#####
%销售收入	92.7%	91.9%	92.7%	92.8%	93.2%	93.3%
毛利	37,172	38,376	44,321	56,103	80,525	98,317
%销售收入	7.3%	8.1%	7.3%	7.2%	6.8%	6.7%
营业税金及附加	-486	-381	-663	-627	-1,418	-1,642
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-1,058	-1,024	-1,036	-1,253	-1,891	-2,331
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-3,828	-4,226	-5,156	-6,267	-9,455	-11,653
%销售收入	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用	-11,588	-10,811	-10,631	-13,318	-20,093	-24,762
%销售收入	2.3%	2.3%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	20,211	21,934	26,836	34,638	47,667	57,929
%销售收入	3.9%	4.6%	4.4%	4.4%	4.0%	4.0%
财务费用	704	586	656	1,175	1,418	2,768
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-889	-430	-1,202	-2,310	-1,990	-817
公允价值变动收益	-70	264	-494	15	13	13
投资收益	30	-666	-975	-537	-726	-746
%税前利润	0.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	21,872	23,067	25,935	34,364	47,600	60,354
营业利润率	4.3%	4.8%	4.3%	4.4%	4.0%	4.1%
营业外收支	91	57	38	62	52	51
税前利润	21,963	23,124	25,974	34,426	47,653	60,405
利润率	4.3%	4.9%	4.3%	4.4%	4.0%	4.1%
所得税	-1,879	-2,106	-2,719	-3,228	-4,598	-5,938
所得税率	8.6%	9.1%	10.5%	9.4%	9.6%	9.8%
净利润	20,084	21,018	23,255	31,198	43,054	54,466
少数股东损益	11	-22	39	9	9	19
归属于母公司的净利润	20,073	21,040	23,216	31,189	43,046	54,447
净利率	3.9%	4.4%	3.8%	4.0%	3.6%	3.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	20,084	21,018	23,255	31,198	43,054	54,466
少数股东损益	11	-22	39	9	9	19
非现金支出	5,699	6,397	7,798	6,258	5,199	4,058
非经营收益	1,836	2,894	3,610	405	688	682
营运资金变动	-12,253	12,774	-11,324	-26,820	-43,884	-24,142
经营活动现金净流	15,366	43,084	23,339	11,041	5,057	35,064
资本开支	-8,047	-8,670	-11,012	-4,177	-5,079	-5,034
投资	-9,579	3,713	73	365	363	363
其他	2,318	393	41	-537	-726	-746
投资活动现金净流	-15,308	-4,564	-10,898	-4,349	-5,442	-5,417
股权募资	0	174	43	1,780	0	0
债权募资	-20	-10,217	-9,026	46,188	71,710	9,505
其他	-14,049	-14,691	-15,449	-12,716	-12,716	-12,716
筹资活动现金净流	-14,068	-24,734	-24,432	35,253	58,995	-3,210
现金净流量	-11,905	14,185	-11,522	41,945	58,610	26,437

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	69,430	83,462	72,434	113,303	171,132	197,001
应收款项	99,569	89,328	112,636	134,731	198,089	234,967
存货	77,322	76,683	85,266	113,185	167,701	199,558
其他流动资产	2,620	3,005	3,673	3,196	3,502	3,766
流动资产	248,940	252,478	274,008	364,415	540,423	635,292
%总资产	87.6%	87.8%	86.3%	89.3%	92.3%	93.2%
长期投资	12,604	7,986	7,106	6,756	6,406	6,056
固定资产	16,638	20,220	23,183	23,575	24,147	24,663
%总资产	5.9%	7.0%	7.3%	5.8%	4.1%	3.6%
无形资产	2,495	3,981	5,474	6,641	8,023	9,371
非流动资产	35,248	35,227	43,515	43,583	45,107	46,591
%总资产	12.4%	12.2%	13.7%	10.7%	7.7%	6.8%
资产总计	284,188	287,705	317,524	407,999	585,530	681,882
短期借款	55,765	41,760	40,987	87,420	159,130	168,636
应付款项	86,180	89,213	111,204	134,084	206,220	248,555
其他流动负债	7,231	7,072	6,688	9,170	12,809	15,759
流动负债	149,176	138,045	158,879	230,674	378,159	432,949
长期贷款	3,485	7,097	0	0	0	0
其他长期负债	2,194	1,968	5,508	3,926	3,633	3,445
负债	154,854	147,110	164,387	234,600	381,792	436,394
普通股股东权益	128,975	140,187	152,691	172,944	203,275	245,006
其中：股本	19,860	19,866	19,868	19,868	19,868	19,868
未分配利润	77,934	86,716	97,090	115,563	145,894	187,625
少数股东权益	358	408	445	454	463	482
负债股东权益合计	284,188	287,705	317,524	407,999	585,530	681,882

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.011	1.059	1.169	1.571	2.168	2.742
每股净资产	6.494	7.057	7.685	8.709	10.236	12.338
每股经营现金净流	0.774	2.169	1.175	0.556	0.255	1.765
每股股利	0.550	0.580	0.640	0.640	0.640	0.640
回报率						
净资产收益率	15.56%	15.01%	15.20%	18.03%	21.18%	22.22%
总资产收益率	7.06%	7.31%	7.31%	7.64%	7.35%	7.98%
投入资本收益率	9.79%	10.51%	12.37%	12.03%	11.86%	12.61%
增长率						
主营业务收入增长率	16.45%	-6.94%	27.88%	28.61%	50.87%	23.24%
EBIT 增长率	0.90%	8.52%	22.35%	29.07%	37.62%	21.53%
净利润增长率	0.32%	4.82%	10.34%	34.34%	38.02%	26.49%
总资产增长率	6.59%	1.24%	10.36%	28.49%	43.51%	16.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.9	71.3	54.8	60.0	58.0	55.0
存货周转天数	57.4	64.2	52.3	58.0	57.0	55.0
应付账款周转天数	54.2	60.1	54.6	56.3	57.0	56.0
固定资产周转天数	11.4	13.6	12.0	9.2	6.0	4.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.88%	-25.05%	-20.71%	-15.08%	-6.02%	-11.66%
EBIT 利息保障倍数	-28.7	-37.4	-40.9	-29.5	-33.6	-20.9
资产负债率	54.49%	51.13%	51.77%	57.50%	65.20%	64.00%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	9	31	58
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.10	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究