

3Q25 业绩超预期，算力核心资产地位稳固

2025 年 10 月 31 日

► **事件：**10 月 29 日，工业富联发布 2025 年三季报，3Q25 公司实现营业收入 2431.72 亿元，同比增长 42.81%。实现归母净利润 103.73 亿元，同比增长 62.04%；实现扣非归母净利润 99.89 亿元，同比增长 61.11%，业绩表现亮眼，利润超预期。

► **收入利润快速增长，盈利能力持续提升。**公司 3Q25 实现营业收入 2431.72 亿元，同比增长 42.81%，环比增长 21.38%。利润方面，公司利润总额达 122.21 亿元，同比增长 70.43%，环比增长 50.17%；归母净利润 103.73 亿元，同比增长 62.04%，环比增长 50.72%；扣非归母净利润 99.89 亿元，同比增长 61.11%，环比增长 47.66%；加权平均净资产收益率提升 2.60%，反映经营效率持续优化。盈利能力来看，工业富联 3Q25 毛利率为 7.00%，环比提升 0.50pct，伴随 AI 服务器收入快速增长，公司盈利能力持续改善，利润端获得亮眼表现，我们认为，公司未来在 AI 算力领域的领先地位有望进一步巩固，为后续业绩增长提供有力支撑。

► **云计算及通信设备业务增长强劲，AI 服务器和交换机贡献主要增量来源。**服务器方面，受益于超大规模数据中心用 AI 机柜产品的规模交付及 AI 算力需求的持续旺盛，公司前三季度云计算业务营收同比增长超过 65%，3Q25 营收同比增长超过 75%；其中 CSP 业务表现亮眼，前三季度营收占比达云计算业务的 70%，同比增长超过 150%，3Q25 同比增长超 2.1 倍；CSP AI 服务器前三季度营收同比增长超过 300%，3Q25 环比增长超 90%，同比增长超 5 倍。交换机方面，因 AI 需求持续放量，3Q25 交换机收入同比增长 100%，其中 800G 交换机同比增长超 27 倍。

► **AI 算力需求持续扩张，深度绑定国际云服务商。**AI 算力竞赛加速布局背景下，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。Microsoft、Google、Meta 和 Amazon 四大云服务供应商皆大力推动 AI 基础设施建设。作为全球 AI 服务器核心厂商，公司在 AI 服务器市场占据主要份额，与云服务商完成深度绑定，持续受益于 AI 算力需求的快速增长。凭借技术整合与规模交付能力，公司有望进一步强化国内 AI 服务器龙头地位，开启新一轮成长空间。

► **投资建议：**我们预计 2025-2027 年归母净利润为 363.23/650.21/857.00 亿元，对应 PE 为 39/22/17 倍，考虑到公司在 AI 服务器和 800G 交换机快速放量，AI 机柜有望给公司带来较大业绩增量，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**海外市场不及预期；技术产品更新迭代快；客户相对集中；原材料价格波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	609,135	847,765	1,155,953	1,454,515
增长率 (%)	27.9	39.2	36.4	25.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	23,216	36,323	65,021	85,700
增长率 (%)	10.3	56.5	79.0	31.8
每股收益 (元)	1.17	1.83	3.27	4.32
PE	62	39	22	17
PB	9.4	8.2	6.5	5.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

72.00 元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@glms.com.cn

分析师 宋晓东

执业证书：S0100523110001

邮箱：songxiaodong@glms.com.cn

相关研究

1.工业富联 (601138.SH) 2025 年半年报点评：2Q25 业绩高增，AI 产品快速放量-2025/08/12

2.工业富联 (601138.SH) 2025 年半年度业绩预告点评：AI 业务快速放量，带动净利润超预期-2025/07/11

3.工业富联 (601138.SH) 2024 年三季报点评：搭乘 AI 快车，业绩与技术创新双轮驱动高速增长-2024/10/31

4.工业富联 (601138.SH) 2024 半年报业绩点评：AI 服务器收入高速增长，算力时代弄潮儿-2024/08/15

5.工业富联 (601138.SH) 2024 半年度业绩快报点评：AI 浪潮下，业绩稳增长-2024/08/05

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	609,135	847,765	1,155,953	1,454,515
营业成本	564,814	786,593	1,059,806	1,333,638
营业税金及附加	663	678	925	1,164
销售费用	1,036	1,696	2,081	2,327
管理费用	5,156	7,206	9,248	11,054
研发费用	10,631	12,293	13,871	14,545
EBIT	26,655	41,704	73,185	95,620
财务费用	-656	965	804	317
资产减值损失	-1,120	-1,278	-1,713	-2,148
投资收益	-975	0	0	0
营业利润	25,935	39,461	70,668	93,155
营业外收支	38	40	42	44
利润总额	25,974	39,501	70,710	93,199
所得税	2,719	3,160	5,657	7,456
净利润	23,255	36,341	65,054	85,743
归属于母公司净利润	23,216	36,323	65,021	85,700
EBITDA	33,251	49,867	84,015	109,243

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	72,434	93,329	91,379	95,778
应收账款及票据	94,512	139,242	189,861	238,899
预付款项	353	472	636	800
存货	85,266	126,516	169,598	212,695
其他流动资产	21,444	7,367	8,437	9,437
流动资产合计	274,008	366,927	459,912	557,610
长期股权投资	6,305	6,305	6,305	6,305
固定资产	20,010	25,455	26,430	27,435
无形资产	1,279	1,273	1,266	1,258
非流动资产合计	43,515	47,153	46,486	45,693
资产合计	317,524	414,079	506,398	603,303
短期借款	35,992	58,291	48,291	38,291
应付账款及票据	93,835	129,303	174,215	219,228
其他流动负债	29,052	44,240	56,969	69,294
流动负债合计	158,879	231,834	279,475	326,813
长期借款	0	4	4	4
其他长期负债	5,508	7,225	6,649	5,916
非流动负债合计	5,508	7,229	6,653	5,920
负债合计	164,387	239,063	286,128	332,733
股本	19,868	19,858	19,858	19,858
少数股东权益	445	463	496	539
股东权益合计	153,136	175,016	220,270	270,570
负债和股东权益合计	317,524	414,079	506,398	603,303

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	27.88	39.18	36.35	25.83
EBIT 增长率	17.15	56.46	75.49	30.66
净利润增长率	10.34	56.45	79.01	31.80
盈利能力 (%)				
毛利率	7.28	7.22	8.32	8.31
净利率	3.81	4.28	5.62	5.89
总资产收益率 ROA	7.31	8.77	12.84	14.21
净资产收益率 ROE	15.20	20.81	29.59	31.74
偿债能力				
流动比率	1.72	1.58	1.65	1.71
速动比率	1.17	1.02	1.02	1.04
现金比率	0.46	0.40	0.33	0.29
资产负债率 (%)	51.77	57.73	56.50	55.15
经营效率				
应收账款周转天数	56.63	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	55.10	59.30	59.00	58.80
总资产周转率	2.01	2.32	2.51	2.62
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.83	3.27	4.32
每股净资产	7.69	8.79	11.07	13.60
每股经营现金流	1.20	1.29	2.08	3.31
每股股利	0.64	1.00	1.78	2.35
估值分析				
PE	62	39	22	17
PB	9.4	8.2	6.5	5.3
EV/EBITDA	43.03	28.69	17.03	13.10
股息收益率 (%)	0.89	1.38	2.48	3.27

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	23,255	36,341	65,054	85,743
折旧和摊销	6,596	8,164	10,830	13,623
营运资金变动	-10,843	-22,506	-39,218	-38,349
经营活动现金流	23,820	25,544	41,332	65,638
资本开支	-11,012	-10,612	-8,210	-10,298
投资	73	0	0	0
投资活动现金流	-10,898	-9,848	-8,189	-10,298
股权募资	43	-305	0	0
债务募资	-9,026	22,025	-10,000	-10,000
筹资活动现金流	-24,432	5,200	-35,093	-50,942
现金净流量	-11,041	20,896	-1,950	4,399

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048