

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

工业富联(601138)

投资评级 买入

上次评级 买入

莫文宇 电子行业首席分析师

执业编号: S1500522090001

邮箱: mowenyu@cindasc.com

相关研究

工业富联 2025 半年报点评: 净利润处于预告上限, AI CapEx 增长核心受益
工业富联 25H1 业绩预告点评: Q2 归母净利润同比增长约 50%, AI 业务持续释放业绩

工业富联 2024 年报及 2025 年第一季度报告点评: 全面受益 AI 浪潮推进, 多元引擎共促成长

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

工业富联 2025 三季报点评: Q3 净利润突破百亿, AI 业务大幅提升

2025 年 11 月 2 日

事件: 工业富联发布 2025 年三季报, Q3 实现营收 2431.7 亿元, 同比+42.8%, 环比+21.4%; 归母净利润 103.7 亿元, 同比+62.0%, 环比+50.7%; 扣非归母净利润 99.9 亿元, 同比+61.1%, 环比+47.7%。前三季度实现营收 6039.3 亿元, 同比+38.4%; 归母净利润 224.9 亿元, 同比+48.5%; 扣非归母净利润 216.6 亿元, 同比+47.0%。

点评

- **AI 服务器业务大幅增长, 客户份额稳步提升。**2025 年前三季度, 公司云计算业务营收同比增长超过 65%, Q3 单季同比增长超过 75%, 主要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。其中云服务商业务前三季度占云计算比重达 70%, 同比增长超 150%, Q3 同比增长超 2.1 倍。云服务商 GPU AI 服务器前三季度营收同比增长超 300%, Q3 环比增长逾 90%、同比增长逾 5 倍。
- **AI 提振通信及移动网络设备需求, 交换机业务大幅提升。**2025 年前三季度公司通信及移动网络设备业务表现稳健, 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, 带动业务持续增长。交换机方面, 因 AI 需求持续放量, 公司交换机业务成长显著, Q3 同比增长 100%, 其中 800G 交换机 Q3 同比增长超 27 倍。
- **存货规模持续提升, 三季度末规模超 1600 亿元。**受益于 AI 服务器市场持续增长, 客户需求强劲, 公司备货增加, 2025 年三季度末公司存货规模为 1646.6 亿元, 较年初增长 794 亿元, 较二季度末增长 417 亿元。根据 TrendForce, 2026 年八大 CSP 的总资本支出预计达到 5200 亿美元以上, 同比增幅达 24%, 2026 年 CSP 或将扩大布局 GB300 Rack 整柜式方案, 并于下半年起逐步转至 Rubin VR200 Rack 新方案。公司存货规模扩大印证 AI 基建需求的持续性, 有望持续转化为公司业绩, 保持业绩高增长态势。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 361.20、680.35、859.40 亿元, 对应 PE 为 39.58、21.02、16.64 倍。公司系算力产业链核心个股, 我们看好公司在该领域的发展前景, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** AI 发展不及预期风险; 宏观经济波动风险; 短期股价波动风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	476,340	609,135	955,661	1,347,783	1,681,172
增长率 YoY %	-6.9%	27.9%	56.9%	41.0%	24.7%
归属母公司净利润 (百万元)	21,040	23,216	36,120	68,035	85,940
增长率 YoY%	4.8%	10.3%	55.6%	88.4%	26.3%
毛利率%	8.1%	7.3%	6.8%	7.9%	8.1%
净资产收益率ROE%	15.0%	15.2%	21.3%	33.5%	35.0%
EPS(摊薄)(元)	1.06	1.17	1.82	3.43	4.33
市盈率 P/E(倍)	67.96	61.59	39.58	21.02	16.64
市净率 P/B(倍)	10.20	9.36	8.41	7.03	5.83

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	252,478	274,008	385,228	475,696	565,561	
货币资金	83,462	72,434	64,930	37,657	15,962	
应收票据	7	4	21	32	40	
应收账款	88,467	94,508	169,264	235,652	290,616	
预付账款	255	353	1,335	1,986	3,089	
存货	76,683	85,266	118,458	158,019	203,901	
其他	3,604	21,444	31,220	42,351	51,954	
非流动资产	35,227	43,515	47,260	49,855	51,465	
长期股权投资	7,180	6,305	5,179	5,179	5,179	
固定资产（合计）	17,712	20,010	23,614	24,848	25,292	
无形资产	1,004	1,279	1,299	1,304	1,347	
其他	9,331	15,923	17,169	18,524	19,646	
资产总计	287,705	317,524	432,488	525,551	617,026	
流动负债	138,045	158,879	254,515	314,204	363,524	
短期借款	41,091	35,992	65,992	45,992	35,992	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	75,028	93,835	143,438	206,829	253,138	
其他	21,925	29,052	45,085	61,384	74,394	
非流动负债	9,065	5,508	7,592	7,592	7,592	
长期借款	7,097	0	0	0	0	
其他	1,968	5,508	7,592	7,592	7,592	
负债合计	147,110	164,387	262,106	321,796	371,116	
少数股东权益	408	445	463	499	544	
归属母公司股东权益	140,187	152,691	169,919	203,256	245,366	
负债和股东权益	287,705	317,524	432,488	525,551	617,026	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	476,340	609,135	955,661	1,347,783	1,681,172	
同比（%）	-6.9%	27.9%	56.9%	41.0%	24.7%	
归属母公司净利润	21,040	23,216	36,120	68,035	85,940	
同比（%）	4.8%	10.3%	55.6%	88.4%	26.3%	
毛利率（%）	8.1%	7.3%	6.8%	7.9%	8.1%	
ROE%	15.0%	15.2%	21.3%	33.5%	35.0%	
EPS (摊薄)(元)	1.06	1.17	1.82	3.43	4.33	
P/E	67.96	61.59	39.58	21.02	16.64	
P/B	10.20	9.36	8.41	7.03	5.83	
EV/EBITDA	9.29	12.02	32.05	17.86	14.44	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	476,340	609,135	955,661	1,347,783	1,681,172	
营业成本	437,964	564,814	890,307	1,240,972	1,544,573	
营业税金及附加	381	663	765	943	1,009	
销售费用	1,024	1,036	1,433	1,348	1,681	
管理费用	4,226	5,156	6,690	6,739	6,725	
研发费用	10,811	10,631	17,202	24,260	30,261	
财务费用	-586	-656	91	303	1,089	
减值损失合计	-543	-1,120	-1,375	-300	-300	
投资净收益	-666	-975	50	50	50	
其他	1,757	538	2,239	2,591	-120	
营业利润	23,067	25,935	40,088	75,559	95,464	
营业外收支	57	38	65	75	75	
利润总额	23,124	25,974	40,153	75,634	95,539	
所得税	2,106	2,719	4,015	7,563	9,554	
净利润	21,018	23,255	36,138	68,070	85,985	
少数股东损益	-22	39	18	36	45	
归属母公司净利润	21,040	23,216	36,120	68,035	85,940	
EBITDA	28,721	33,251	44,920	80,998	100,974	
EPS (当年)(元)	1.06	1.17	1.82	3.43	4.33	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	43,084	23,820	-10,209	36,182	39,620	
净利润	21,018	23,255	36,138	68,070	85,985	
折旧摊销	5,967	6,596	4,676	5,061	4,347	
财务费用	2,482	2,327	1,177	1,277	1,654	
投资损失	666	820	-50	-50	-50	
营运资金变动	12,774	-10,843	-53,270	-38,571	-52,661	
其它	176	1,665	1,120	395	345	
投资活动现金流	-4,564	-10,898	-9,064	-7,530	-5,832	
资本支出	-8,670	-11,012	-9,316	-7,019	-5,882	
长期投资	3,713	73	-157	-157	0	
其他	393	41	409	-355	50	
筹资活动现金流	-24,734	-24,432	10,833	-55,925	-55,483	
吸收投资	174	43	-262	0	0	
借款	-5,794	-12,196	30,000	-20,000	-10,000	
支付利息或股息	-13,267	-13,832	-19,598	-35,975	-45,483	
现金流净增加额	14,185	-11,041	-7,644	-27,273	-21,695	



研究团队简介

莫文宇，电子行业分析师，S1500522090001。毕业于美国佛罗里达大学，电子工程硕士，2012-2022 年就职于长江证券研究所，2022 年入职信达证券研发中心，任电子行业首席分析师。

郭一江，电子行业研究员。本科兰州大学，研究生就读于北京大学化学专业。2020 年 8 月入职华创证券电子组，后于 2022 年 11 月加入信达证券电子组，研究方向为光学、消费电子、汽车电子等。

杨宇轩，电子行业分析师，华北电力大学本科，清华大学硕士，曾就职于东方证券、首创证券、赛迪智库，2025 年 1 月加入信达证券电子组，研究方向为半导体等。

王义夫，电子行业研究员。西南财经大学金融学士，复旦大学金融硕士，2023 年加入信达证券电子组，研究方向为存储芯片、模拟芯片等。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。