



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（维持）

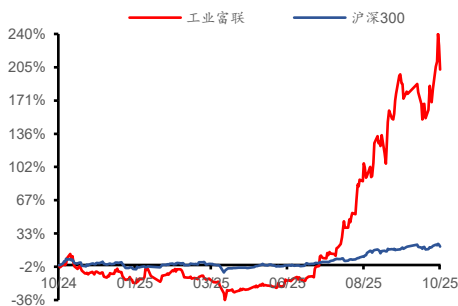
行业：通信
日期：2025年10月31日

分析师：刘京昭
E-mail: liujingzhao@shzq.com
SAC 编号：S0870523040005
联系人：杨昕东
SAC 编号：S0870123090008

基本数据

最新收盘价（元）	72.00
12mth A 股价格区间（元）	15.44-80.80
总股本（百万股）	19,858.18
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	14,297.89

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

Q3 业绩稳增长明确，长期成长确定性良好

——工业富联 2025 年三季度报点评

■ 投资摘要

事件概述

工业富联2025年年度三季度报数据显示，公司实现营业收入6039.31亿元，同比增长38.40%；实现归母净利润224.87亿元，同比增长48.52%，我们认为公司业绩扩容的“可持续性”初步得到印证。

核心观点

云业务为驱动发展的首要引擎，高速交换机开启第二成长曲线。云业务作为驱动公司发展的首要引擎，前三季度实现营业收入同比增长超65%，其中 Q3 单季增速提升至 75%以上，主要得益于超大规模数据中心 AI 机柜产品的规模交付。作为云计算业务的核心构成，云服务商业业务同期营收同比增长超过 150%，Q3 单季增速跃升至 2.1 倍；GPU AI 服务器同期营收同比增长逾 300%，Q3 单季环比增长超 90%、同比增幅约达 5 倍。

费用管控能力增强，生产/管理水准逐步改善。费用方面，25 年前三季度工业富联销售、管理、研发三费费用率分别达 0.16%、0.69%、1.26%，相较 24 年年末分别减小 0.01 个百分点、0.16 个百分点、0.49 个百分点，费用增长显著弱于收入水平增加。从费用绝对值来看，公司销/管/研三费同比分别增长 23.38%/28.86%/6.64%，我们认为生产、管理扩容趋势不变，成本管控与生产条线扩容并存。

AI 与网络业务双轮驱动，公司增长新动能确立。我们认为，公司正迎来以“AI 服务器定制化解决方案”与“800G 交换机规模放量”为双轮驱动的新一轮高速成长。具体而言：一方面，公司在 AI 服务器领域已具备研发与智能制造优势，伴随客户合作关系的持续深化，正协同开发新一代 AI 服务器及液冷机柜等关键技术，并通过客制化解决方案不断拓展成长空间；另一方面，算力需求推动数据中心算网设备升级，高速交换机市场持续扩容，公司 800G 交换机已实现大规模出货，且高阶产品占比持续提升，共同构成公司业绩增长的核心驱动力。

■ 投资建议

公司作为与英伟达绑定的智能制造产业龙头，有望持续受益于 AI 长期扩容的趋势演绎。我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 8519.07、12347.60、15230.83 亿元，同比增长 39.86%、44.94%、23.35%；实现归母净利润 359.84、484.26、616.59 亿元，同比增长 54.99%、34.58%、27.33%，对应 PE 为 39.73/29.53/23.19 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

AI 大模型商用化不及预期；北美云厂商投资不及预期；网络架构转变；宏观经济不及预期等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元

2024A

2025E

2026E

2027E

营业收入	609135	851907	1234760	1523083
年增长率	27.9%	39.9%	44.9%	23.4%
归母净利润	23216	35984	48426	61659
年增长率	10.3%	55.0%	34.6%	27.3%
每股收益 (元)	1.17	1.81	2.44	3.10
市盈率 (X)	61.59	39.73	29.53	23.19
市净率 (X)	9.36	8.55	7.56	6.59

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2025 年 10 月 31 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	72434	42368	14616	5974
应收票据及应收账款	94512	15100 1	21326 2	256448
存货	85266	12916 2	18771 0	225607
其他流动资产	21797	5573	6385	7422
流动资产合计	27400 8	32810 4	42197 4	495452
长期股权投资	6305	6950	4928	4444
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	20010	22905	23950	24931
在建工程	3173	2907	3827	4484
无形资产	1279	1569	1945	2259
其他非流动资产	12749	12287	14064	16534
非流动资产合计	43515	46619	48715	52651
资产总计	31752 4	37472 2	47068 8	548103
短期借款	35992	30893	25794	20694
应付票据及应付账款	93835	12769 5	19137 3	233412
合同负债	350	374	582	754
其他流动负债	28703	41376	55963	66965
流动负债合计	15887 9	20033 8	27371 1	321825
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	5508	6676	7326	8659
非流动负债合计	5508	6676	7326	8659
负债合计	16438 7	20701 4	28103 7	330484
股本	19868	19858	19858	19858
资本公积	29380	29127	29127	29127
留存收益	10351 6	11948 2	14140 8	169327
归属母公司股东权益	15269 1	16724 9	18917 6	217095
少数股东权益	445	459	475	524
股东权益合计	15313 6	16770 8	18965 1	217619
负债和股东权益合计	31752 4	37472 2	47068 8	548103

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	23820	5308	13043	39522
净利润	23255	35997	48442	61708
折旧摊销	6596	4207	4449	4846
营运资金变动	-10843	-37284	-43068	-28985
其他	4812	2387	3221	1953
投资活动现金流量	-10898	-8112	-8510	-10523
资本支出	-11012	-8099	-7928	-8530
投资变动	73	-818	1477	554
其他	41	805	-2059	-2547
筹资活动现金流量	-24432	-26934	-32285	-37641
债权融资	-9026	-6340	-4449	-3766
股权融资	43	-262	0	0
其他	-15449	-20331	-27836	-33875

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	60913 5	85190 7	12347 60	15230 83
营业成本	56481 4	79249 1	11515 15	14190 42
营业税金及附加	663	825	1210	1514
销售费用	1036	1278	1605	1675
管理费用	5156	5963	8643	10662
研发费用	10631	10734	16052	19800
财务费用	-656	-248	277	134
资产减值损失	-1120	-520	-520	-120
投资收益	-975	-835	-1637	-1983
公允价值变动损益	-494	0	0	0
营业利润	25935	39660	53563	68385
营业外收支净额	38	62	52	51
利润总额	25974	39722	53616	68436
所得税	2719	3724	5174	6728
净利润	23255	35997	48442	61708
少数股东损益	39	14	16	49
归属母公司股东净利润	23216	35984	48426	61659

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	7.3%	7.0%	6.7%	6.8%
净利率	3.8%	4.2%	3.9%	4.0%
净资产收益率	15.2%	21.5%	25.6%	28.4%
资产回报率	7.3%	9.6%	10.3%	11.2%
投资回报率	12.0%	17.3%	21.8%	24.9%
成长能力指标				
营业收入增长率	27.9%	39.9%	44.9%	23.4%
EBIT 增长率	17.1%	48.1%	36.5%	27.2%
归母净利润增长率	10.3%	55.0%	34.6%	27.3%
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.81	2.44	3.10
每股净资产	7.69	8.42	9.53	10.93
每股经营现金流	1.20	0.27	0.66	1.99
每股股利	0.64	0.99	1.33	1.70
营运能力指标				
总资产周转率	2.01	2.46	2.92	2.99
应收账款周转率	6.66	6.94	6.78	6.49
存货周转率	6.98	7.39	7.27	6.87
偿债能力指标				
资产负债率	51.8%	55.2%	59.7%	60.3%
流动比率	1.72	1.64	1.54	1.54
速动比率	1.17	0.98	0.84	0.83
估值指标				
P/E	61.59	39.73	29.53	23.19
P/B	9.36	8.55	7.56	6.59

现金净流量	-11041	-30065	-27752	-8642	EV/EBITDA	12.02	32.65	24.84	19.81
-------	--------	--------	--------	-------	-----------	-------	-------	-------	-------

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断