

AI 服务器业务成长显著，800G 交换机快速放量

核心观点

- **公司营收及利润均创单季度历史新高。**公司 2025 年前三季度营收为 6039.3 亿元，同比增长 38%，归母净利润为 224.9 亿元，同比增长 49%。25Q3 公司实现营收 2431.7 亿元，同比增长 43%，环比增长 21%；归母净利润为 103.7 亿元，同比增长 62%，环比增长 51%，营收及利润均创下公司单季度历史新高。
- **系统组装成为 AI 服务器性能提升的新驱动力，公司 AI 服务器业务成长显著。**2025 年前三季度公司云计算业务营业收入同比增长超过 65%，25Q3 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。云服务业务表现亮眼，前三季度营业收入占比达云计算业务的 70%，同比增长超 150%，第三季度单季同比增长逾 2.1 倍。其中，云服务商 GPU AI 服务器前三季度营业收入同比增长超过 300%，第三季度单季环比增长逾 90%、同比增长逾 5 倍。在此前的报告中我们指出，晶圆制造工艺升级和先进封装仍可能跟不上 AI 服务器性能的快速发展需求，系统组装正成为性能提升的新驱动力。GPU 数量的提升带来散热等要求的大幅提升，系统组装难度大幅提升，公司作为行业龙头具有技术领先优势，有望持续受益于系统组装行业门槛的提升和竞争环境的改善。
- **AI 提振通信及移动网络设备需求，800G 交换机成长强劲。**部分投资者对公司通信及移动网络设备业务关注不足，我们认为相关业务有望持续受益于 AI 需求。2025 年前三季度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，带动业务持续增长。在交换机方面，因 AI 需求持续放量，交换机业务成长显著，三季度单季同比增长 100%，其中 800G 交换机三季度单季同比增长超 27 倍。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.75/2.86/3.61 元（原 25-27 年预测 1.59/2.19/2.59 元，主要因公司高端产品占比持续提升调整了营业收入及毛利率）。采用可比公司 26 年 29 倍 PE 进行估值，对应目标价为 82.94 元，维持买入评级。

风险提示

业务竞争加剧，AI 进展不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	476,340	609,135	876,259	1,185,851	1,506,706
同比增长(%)	-7%	28%	44%	35%	27%
营业利润(百万元)	23,067	25,935	39,445	64,557	81,577
同比增长(%)	5%	12%	52%	64%	26%
归属母公司净利润(百万元)	21,040	23,216	34,733	56,812	71,759
同比增长(%)	5%	10%	50%	64%	26%
每股收益(元)	1.06	1.17	1.75	2.86	3.61
毛利率(%)	8.1%	7.3%	6.8%	7.3%	7.1%
净利率(%)	4.4%	3.8%	4.0%	4.8%	4.8%
净资产收益率(%)	15.6%	15.9%	21.3%	29.1%	29.5%
市盈率	68.0	61.6	41.2	25.2	19.9
市净率	10.2	9.4	8.3	6.6	5.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

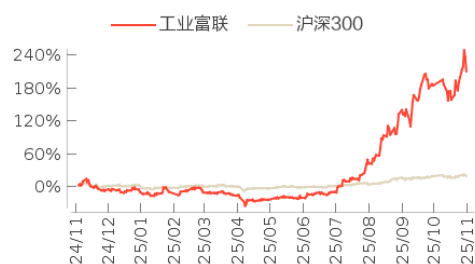
投资评级

买入

股价（2025 年 10 月 31 日）	72 元
目标价格	82.94 元
52 周最高价/最低价	83.88/14.3 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,985,818/1,985,818
A 股市值（百万元）	1,429,789
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 11 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	7.06	9.07	108.03	202.73
相对表现%	7.49	9.07	94.17	183.46
沪深 300%	-0.43	0	13.86	19.27



证券分析师

韩潇锐	执业证书编号：S0860523080004 hanxiaorui@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320
薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人

李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

相关报告

AI 服务器业务持续驱动业绩成长	2025-08-13
GB200 预计加速出货	2025-06-01
AI 服务器保持高增长，GB200 优势突出	2024-11-04

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.75/2.86/3.61 元（原 25-27 年预测 1.59/2.19/2.59 元，主要因公司高端产品占比持续提升调整了营业收入及毛利率）。采用可比公司 26 年 29 倍 PE 进行估值，对应目标价为 82.94 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/10/31	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
浪潮信息	000977	65.23	1.56	1.90	2.45	3.13	41.90	34.42	26.58	20.82
紫光股份	000938	27.08	0.55	0.69	0.87	1.06	49.25	39.27	31.08	25.57
中兴通讯	000063	43.46	1.76	1.74	1.91	2.16	24.68	24.99	22.80	20.15
环旭电子	601231	24.09	0.75	0.83	1.06	1.29	32.09	28.92	22.66	18.71
锐捷网络	301165	74.31	0.72	1.34	1.93	2.60	102.97	55.31	38.48	28.53
领益智造	002600	15.63	0.24	0.34	0.46	0.58	65.13	45.94	33.85	26.87
	最大值						102.97	55.31	38.48	28.53
	最小值						24.68	24.99	22.66	18.71
	平均数						52.67	38.14	29.24	23.44
	调整后平均						47.09	37.14	28.58	23.35

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

业务竞争加剧，AI 进展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	83,462	72,434	78,863	100,797	128,070
应收票据、账款及款项融资	88,474	111,671	160,642	217,398	276,220
预付账款	255	353	508	687	873
存货	76,683	85,266	123,239	166,040	211,262
其他	3,604	4,285	4,677	5,167	5,675
流动资产合计	252,478	274,008	367,928	490,089	622,100
长期股权投资	7,180	6,305	7,805	8,805	9,805
固定资产	17,712	20,010	18,112	16,246	14,347
在建工程	2,508	3,173	4,139	4,911	5,529
无形资产	1,004	1,279	1,253	1,227	1,202
其他	6,823	12,749	12,707	12,707	12,707
非流动资产合计	35,227	43,515	44,015	43,896	43,590
资产总计	287,705	317,524	411,944	533,985	665,689
短期借款	41,091	35,992	72,520	102,469	132,275
应付票据及应付账款	75,028	93,835	135,624	182,726	232,493
其他	21,925	29,052	24,810	25,088	25,272
流动负债合计	138,045	158,879	232,954	310,283	390,040
长期借款	7,097	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,968	5,508	5,508	5,508	5,508
非流动负债合计	9,065	5,508	5,508	5,508	5,508
负债合计	147,110	164,387	238,462	315,791	395,549
少数股东权益	408	445	480	537	609
实收资本（或股本）	19,866	19,868	19,858	19,858	19,858
资本公积	27,129	27,600	27,610	27,610	27,610
留存收益	91,867	103,516	125,534	170,189	222,064
其他	1,326	1,707	0	0	0
股东权益合计	140,595	153,136	173,482	218,194	270,141
负债和股东权益总计	287,705	317,524	411,944	533,985	665,689

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	21,018	23,255	34,768	56,869	71,831
折旧摊销	2,775	2,806	2,958	3,120	3,306
财务费用	(586)	(656)	693	(806)	(962)
投资损失	666	975	(250)	(200)	(150)
营运资金变动	13,881	(10,908)	(47,255)	(54,976)	(56,825)
其它	5,329	8,348	20	2,029	2,039
经营活动现金流	43,084	23,820	(9,066)	6,035	19,238
资本支出	(7,842)	(7,262)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
长期投资	5,036	875	(1,500)	(1,000)	(1,000)
其他	(1,757)	(4,511)	271	200	150
投资活动现金流	(4,564)	(10,898)	(3,229)	(2,800)	(2,850)
债权融资	(855)	(2,777)	(4,395)	100	0
股权融资	852	473	0	0	0
其他	(24,731)	(22,128)	23,120	18,599	10,884
筹资活动现金流	(24,734)	(24,432)	18,725	18,699	10,884
汇率变动影响	399	468	-0	-0	-0
现金净增加额	14,185	(11,041)	6,430	21,934	27,273

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	476,340	609,135	876,259	1,185,851	1,506,706
营业成本	437,964	564,814	816,354	1,099,874	1,399,434
销售费用	1,024	1,036	1,402	1,898	2,411
管理费用	4,226	5,156	5,664	7,309	9,287
研发费用	10,811	10,631	10,911	11,209	12,735
财务费用	(586)	(656)	693	(806)	(962)
资产、信用减值损失	430	1,202	1,686	2,029	2,039
公允价值变动收益	264	(494)	0	0	0
投资净收益	(666)	(975)	250	200	150
其他	999	452	(354)	19	(335)
营业利润	23,067	25,935	39,445	64,557	81,577
营业外收入	124	96	114	111	107
营业外支出	66	58	58	58	58
利润总额	23,124	25,974	39,501	64,611	81,626
所得税	2,106	2,719	4,733	7,742	9,795
净利润	21,018	23,255	34,768	56,869	71,831
少数股东损益	(22)	39	35	57	72
归属于母公司净利润	21,040	23,216	34,733	56,812	71,759
每股收益（元）	1.06	1.17	1.75	2.86	3.61

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-7%	28%	44%	35%	27%
营业利润	5%	12%	52%	64%	26%
归属于母公司净利润	5%	10%	50%	64%	26%
获利能力					
毛利率	8.1%	7.3%	6.8%	7.3%	7.1%
净利率	4.4%	3.8%	4.0%	4.8%	4.8%
ROE	15.6%	15.9%	21.3%	29.1%	29.5%
ROIC	10.8%	11.8%	16.0%	19.8%	19.6%
偿债能力					
资产负债率	51.1%	51.8%	57.9%	59.1%	59.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	1.8%
流动比率	1.83	1.72	1.58	1.58	1.59
速动比率	1.27	1.18	1.04	1.03	1.04
营运能力					
应收账款周转率	5.1	6.7	7.6	7.4	7.2
存货周转率	5.6	6.9	7.7	7.4	7.2
总资产周转率	1.7	2.0	2.4	2.5	2.5
每股指标（元）					
每股收益	1.06	1.17	1.75	2.86	3.61
每股经营现金流	2.17	1.20	-0.46	0.30	0.97
每股净资产	7.06	7.69	8.71	10.96	13.57
估值比率					
市盈率	68.0	61.6	41.2	25.2	19.9
市净率	10.2	9.4	8.3	6.6	5.3
EV/EBITDA	56.5	50.8	33.1	21.3	17.0
EV/EBIT	63.4	56.4	35.5	22.4	17.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。