

公司研究 | 点评报告 | 工业富联（601138.SH）

三季度业绩超预期，算力巨头进入业绩加速期

报告要点

10月30日，工业富联发布2025年三季报，报告期内公司实现营业收入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%，扣非净利润为216.57亿元，同比增长46.99%；单三季度公司实现营收2431.72亿元，同比增长42.81%，归母净利润103.73亿元，同比增长62.04%，扣非净利润99.89亿元，同比增长61.11%。公司单三季度毛利率7%，净利率4.27%，同比改善明显。

分析师及联系人



杨洋

SAC: S0490517070012

SFC: BUW100



蔡少东

SAC: S0490522090001

工业富联 (601138.SH)

2025-11-16

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

三季度业绩超预期，算力巨头进入业绩加速期

事件描述

10月30日，工业富联发布2025年三季报，报告期内公司实现营业收入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%，扣非净利润为216.57亿元，同比增长46.99%；单三季度公司实现营收2431.72亿元，同比增长42.81%，归母净利润103.73亿元，同比增长62.04%，扣非净利润99.89亿元，同比增长61.11%。公司单三季度毛利率7%，净利率4.27%，同比改善明显。

事件评论

- 公司三季度收入高速增长主要源于两方面：1、云计算业务：公司AI服务器持续放量，前三季度公司云计算业务收入同比增速超过65%，单三季度同比增速超过75%，主要受益于超大规模数据中心用AI机柜规模交付，反映出AI算力需求持续旺盛。公司CSP客户收入在前三季度占云计算业务比例为70%，同比增速超过150%，单三季度同比增长超过2.1倍，其中CSP客户GPU AI服务器前三季度收入同比增长超过300%，单三季度营收环比增长超90%、同比增长超5倍。公司通用服务器业务出货稳健增长。2、通信及移动网络设备业务：同样受益于AI需求提振，公司交换机业务成长显著，单三季度同比增长100%，其中800G交换机同比增长超过27倍。精密机构件业务受益客户新品推出带动消费者换机需求，持续保持增长态势。
- 公司这轮之所以能够充分受益于AI浪潮，享受到第二轮成长曲线，除了行业因素外，也与公司自身禀赋密不可分，战略定位、客户结构、制造实力等缺一不可。公司的战略定位紧跟时代发展，同时又坚持立足高端智能制造，公司目前形成“2+2”新型战略，积极发展核心业务“高端智能制造+工业互联网”并大力布局新事业“大数据（包含元宇宙算力及储能）+机器人”，公司致力于打造第二成长曲线。公司在客户结构方面与客户有着深度的合作，无论是在通讯及网络设备业务中网络设备主要客户里面的Cisco、CommScope、华为、Nokia、Ericsson、Apple等客户，还是在云计算业务中Nvidia、AWS、微软、谷歌、Oracle、字节跳动、阿里、腾讯等客户，都是行业内全球领先的头部客户。我们预计公司2025-2027年实现归母净利润342、582、698亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、AI行业发展不及预期；
- 2、服务器代工行业竞争格局加剧。

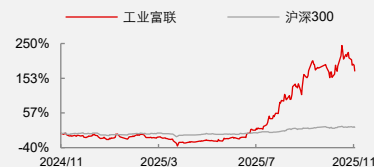
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	64.27
总股本(万股)	1,985,818
流通A股/B股(万股)	1,985,818/0
每股净资产(元)	8.13
近12月最高/最低价(元)	83.88/14.58

注：股价为2025年11月14日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《算力巨头进入业绩释放期》2025-08-18
- 《一季报高增长，受益AI服务器放量》2025-05-14
- 《三季度AI高增长，汇兑拖累业绩》2024-11-04


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、**AI 行业发展不及预期。**当前 AI 大模型发展处于百花齐放的状态，催生大量算力需求，若未来 AI 行业实际需求以及用户增长不及预期，则行业存在较大风险。
- 2、**服务器代工行业竞争格局加剧。**考虑到 AI 服务器行业在快速扩容，短期将吸引部分新进玩家，行业竞争有可能加剧，造成现有参与者盈利水平下降的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	609135	852790	1449742	1739691	货币资金	72434	21636	11999	33012
营业成本	564814	795653	1352610	1623131	交易性金融资产	257	257	257	257
毛利	44321	57137	97133	116559	应收账款	94508	151142	250373	292897
%营业收入	7%	7%	7%	7%	存货	85266	129677	220491	258054
营业税金及附加	663	805	1472	1704	预付账款	353	517	837	1024
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	21191	22656	24239	25678
销售费用	1036	1364	2392	2827	流动资产合计	274008	325885	508196	610921
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	6305	5429	4554	3679
管理费用	5156	6822	11598	13918	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	20010	27526	32188	37646
研发费用	10631	10745	18267	21920	无形资产	1279	1705	2126	2500
%营业收入	2%	1%	1%	1%	商誉	310	310	310	310
财务费用	-656	-511	457	531	递延所得税资产	692	692	692	692
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	14921	17234	19667	21889
加: 资产减值损失	-1120	-832	-852	-842	资产总计	317524	378781	567733	677638
信用减值损失	-82	-200	-141	-170	短期贷款	35992	15000	24260	10000
公允价值变动收益	-494	100	100	100	应付款项	93835	128205	224793	266982
投资收益	-975	256	435	522	预收账款	0	0	0	0
营业利润	25935	37750	64162	76841	应付职工薪酬	3670	7110	11410	12914
%营业收入	4%	4%	4%	4%	应交税费	2044	2633	4801	5657
营业外收支	38	-75	-75	-75	其他流动负债	23338	32068	49304	57787
利润总额	25974	37675	64087	76766	流动负债合计	158879	185016	314567	353340
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	2719	3391	5768	6909	应付债券	0	0	0	0
净利润	23255	34284	58319	69857	递延所得税负债	145	145	145	145
归属于母公司所有者的净利润	23216	34233	58231	69753	其他非流动负债	5364	5364	5364	5364
少数股东损益	39	51	87	105	负债合计	164387	190524	320075	358848
EPS (元)	1.17	1.72	2.93	3.51	归属于母公司所有者权益	152691	187761	247073	318101
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	445	497	584	689
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	153136	188257	247657	318790
经营活动现金流净额	23820	-9740	-7307	47843	负债及股东权益	317524	378781	567733	677638
取得投资收益收回现金	53	256	435	522	基本指标				
长期股权投资	875	875	875	875		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-2572	-17911	-9535	-10982	每股收益	1.17	1.72	2.93	3.51
其他	-9254	-2001	-2384	-2129	每股经营现金流	1.20	-0.49	-0.37	2.41
投资活动现金流净额	-10898	-18781	-10609	-11714	市盈率	18.39	37.28	21.92	18.30
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.80	6.80	5.17	4.01
股权融资	43	-10	0	0	EV/EBITDA	11.95	26.52	18.82	15.28
银行贷款增加 (减少)	-12196	-20992	9260	-14260	总资产收益率	7.3%	9.0%	10.3%	10.3%
筹资成本	-13832	-1275	-981	-856	净资产收益率	15.2%	18.2%	23.6%	21.9%
其他	1553	0	0	0	净利率	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
筹资活动现金流净额	-24432	-22276	8278	-15116	资产负债率	51.8%	50.3%	56.4%	53.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-11510	-50797	-9637	21013	总资产周转率	1.92	2.25	2.55	2.57

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。