

AI 产品需求持续提升，云计算业务加速成长

核心观点

2025 年前三季度，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%，业绩加速增长。大模型迭代与生成式 AI 场景的爆发式增长，驱动算力需求呈现指数级上升，高阶 AI 服务器以及完整的网络与存储架构将继续扮演不可或缺的角色。公司在 AI 服务器领域处世界领先地位，出货量领先，有望在行业快速增长的背景下充分受益。

事件

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度，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%。2025 年第三季度，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%。

简评

1、前三季度业绩表现加速增长。

2025 年前三季度，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%。前三季度公司整体毛利率为 6.76%，同比下降 0.06 个百分点，整体净利率为 3.73%，同比提升 0.26 个百分点。2025 年第三季度，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%。第三季度公司整体毛利率为 7%，同比提升 0.03 个百分点，整体净利率为 4.27%，同比提升 0.51 个百分点。

2、AI 服务器成长显著，产品需求持续提升。

2025 年前三季度，公司云计算业务营业收入较上年同期增长超过 65%，第三季度单季同比增长超过 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。

云服务商业务表现亮眼，前三季度营业收入占比达云计算业务的 70%，同比增长超过 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。通用服务器出货保持稳健，整体云计算业务营收结构持续优化。

工业富联 (601138. SH)

维持

增持

阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518040002

SFC 编号:BNS315

刘永旭

liuyongxu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070014

SFC 编号:BVF090

朱源哲

zhuyuanzhe@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070002

发布日期：2025 年 11 月 20 日

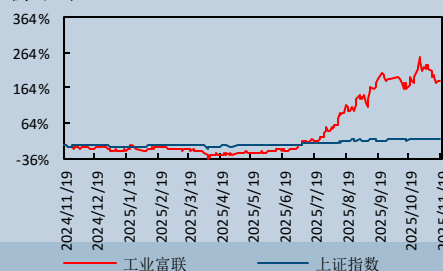
当前股价：65.06 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
8.42/5.63	46.33/40.47	179.95/161.21
12 月最高/最低价 (元)		80.80/15.44
总股本 (万股)		1,985,818.38
流通 A 股 (万股)		1,985,818.38
总市值 (亿元)		12,919.73
流通市值 (亿元)		12,919.73
近 3 月日均成交量 (万)		21582.77
主要股东		
China Galaxy Enterprise Limited		36.73%

股价表现



3、AI 提振需求表现，通信及移动网络设备业务成长强劲。

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。

4、投资建议与盈利预测：大模型迭代与生成式 AI 场景的爆发式增长，驱动算力需求呈现指数级上升，高阶 AI 服务器以及完整的网络与存储架构将继续扮演不可或缺的角色。公司在 AI 服务器领域处世界领先地位，出货量领先，有望在行业快速增长的背景下充分受益。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 346.26 亿元、676.39 亿元、851.02 亿元，对应当前市值 PE 分别为 37X、19X、15X，维持“增持”评级。

图表1： 盈利预测

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	476,340.11	609,135.43	911,271.02	1,573,656.70	2,024,432.79
增长率（%）	-6.94	27.88	49.60	72.69	28.65
归母净利润（百万元）	21,040.19	23,216.47	34,626.29	67,638.56	85,102.31
增长率（%）	4.82	10.34	49.15	95.34	25.82
PE	61.41	55.65	37.31	19.10	15.18

资料来源：Wind，中信建投

风险分析

AI 发展不及预期。若未来 AI 需求下降，大厂资本开支不及预期，公司将面临订单减少或流失等风险，对公司的业绩造成不利影响。

宏观经济波动带来的风险。电子产品行业与宏观经济息息相关，易受到国际贸易和区域贸易波动的影响。如果公司业务覆盖范围内的国家及地区经济发生衰退或宏观环境发生变化，将直接影响该国家及地区的终端消费水平，进而影响客户端的需求，导致公司的营业收入等降低。

行业波动带来的风险。电子产品行业的技术及产品存在更新迭代速度快的特征，如果公司的技术和产品升级更新及生产经营未能及时适应行业的新需求，公司的经营业绩将可能受到不利影响。

汇率波动风险。公司在全球多个不同货币的国家和地区开展经营，汇率波动产生的风险将影响公司盈利水平。

客户相对集中的风险。若未来主要客户的需求下降、主要客户的市场份额降低或是竞争地位发生重大变动，或公司与主要客户的合作关系发生变化，公司将面临主要客户订单减少或流失等风险，进而直接影响公司生产经营，对公司的经营业绩造成不利影响。

分析师介绍

阎贵成

TMT 及海外研究组组长，通信行业首席分析师，北京大学学士、硕士，7 年中国移动工作经验，2017 年加入中信建投证券研究发展部通信团队。目前专注于人工智能、云计算、物联网、5G/6G、光通信、运营商等领域研究，2019 年以来曾多次获得证券行业各大评选的通信行业第一名，如新财富、水晶球、金麒麟、上证报、Wind 等。

刘永旭

通信行业联席首席分析师，南开大学学士、硕士，曾从事军工行业研究工作，2020 年加入中信建投通信团队，主要研究云计算 IDC、工业互联网、通信新能源、卫星应用、专网通信等方向。2020-2021 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队成员。

朱源哲

通信行业分析师，北京大学学士、硕士，2024 年 6 月加入中信建投证券研究发展部通信团队，主要研究 IDC、交换机等方向。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk