

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	65.24
总股本/流通股本(亿股)	198.58 / 198.58
总市值/流通市值(亿元)	12,955 / 12,955
52周内最高/最低价	80.80 / 15.44
资产负债率(%)	51.8%
市盈率	55.76
第一大股东	China Galaxy Enterprise Limited

研究所

分析师:吴文吉  
SAC 登记编号:S1340523050004  
Email:wuwenji@cnpsec.com

工业富联(601138)

GPU+ASIC 机柜齐发力，交换机高速增长

● 投资要点

北美云服务厂商指引资本开支同比快速增长，GB300 持续爬坡。2025 年以大模型与生成式 AI 为代表的技术突破推动应用生态进入爆发阶段，据 TrendForce 的数据，2025 年全球八大主要云服务商资本支出总额年增率从 61% 上修至 65%，预期 2026 年云服务商仍将维持积极的投资节奏，合计资本支出将进一步推升至 6,000 亿美元以上，年增来到 40%，展现出 AI 基础建设长期的成长潜能。公司 GB200 出货非常顺利，GB300 也在第三季度实现量产，良率与测试效率持续上行，预计单位成本的下降以及良率的提升，会对四季度毛利率形成正面支撑。

在 ASIC 方向持续拓展，与多家 CSP 厂商推进合作。谷歌 TPU 作为 AI ASIC 标杆，已进入第七代 Ironwood，聚焦训练/推理双场景，2025—2026 年出货量与能效同步跃升；AWS、微软、Oracle 三大厂商需求聚焦“自主可控+成本优化+场景适配”，AWS 增速领先，微软加速追赶，Oracle 走差异化路线。公司在 ASIC 方向持续拓展，与多家主要 CSP 在系统整合及整机柜方案上的合作已进入实质性推进阶段。同时，公司在客户 ASIC AI 服务器产品上也会提供相关的高速交换机产品。此外，液冷产品的导入也取得了一定成效，也在陆续进行客户认证，导入客户 ASIC 服务器机柜。

800G 高速交换机高速增长。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。随着 AI 训练与推理模型对算力与网络带宽的需求不断提升，高速交换机的需求持续增长，预计 800G 产品会是 2025-2026 年的出货主力，有望成为交换机业务的核心增长引擎。此外，公司与多家客户协同开发的 CPO(共封装光学)新一代 ASIC 及 1.6T 交换机也在推进当中，后续将逐步推向市场。

● 投资建议：

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 8829/13681/19150 亿元，归母净利润分别为 334/549/868 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

市场竞争加剧风险；下游市场需求不及预期风险；新产品研发不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609135	882924	1368127	1915029
增长率(%)	27.88	44.95	54.95	39.97
EBITDA(百万元)	33250.53	50628.04	73169.45	97102.73
归属母公司净利润(百万元)	23216.47	33433.25	54891.92	86781.13
增长率(%)	10.34	44.01	64.18	58.09
EPS(元/股)	1.17	1.68	2.76	4.37
市盈率(P/E)	54.94	38.15	23.24	14.70
市净率(P/B)	8.35	7.06	5.55	4.15
EV/EBITDA	12.02	22.72	15.10	10.74

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	609135	882924	1368127	1915029	营业收入	27.9%	44.9%	55.0%	40.0%
营业成本	564814	821718	1270665	1774877	营业利润	12.4%	44.0%	64.2%	58.2%
税金及附加	663	692	1073	1501	归属于母公司净利润	10.3%	44.0%	64.2%	58.1%
销售费用	1036	1501	2326	3256	<b>获利能力</b>				
管理费用	5156	7946	12313	13405	毛利率	7.3%	6.9%	7.1%	7.3%
研发费用	10631	15893	24626	30640	净利率	3.8%	3.8%	4.0%	4.5%
财务费用	-656	-149	-1321	-1863	ROE	15.2%	18.5%	23.9%	28.2%
资产减值损失	-1120	0	0	0	ROIC	12.0%	14.8%	19.5%	24.2%
<b>营业利润</b>	<b>25935</b>	<b>37357</b>	<b>61332</b>	<b>97006</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	96	0	0	0	资产负债率	51.8%	58.4%	61.5%	61.3%
营业外支出	58	0	0	0	流动比率	1.72	1.62	1.58	1.59
<b>利润总额</b>	<b>25974</b>	<b>37357</b>	<b>61332</b>	<b>97006</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	2719	3911	6421	10157	应收账款周转率	6.66	13.08	26.06	24.94
<b>净利润</b>	<b>23255</b>	<b>33446</b>	<b>54910</b>	<b>86850</b>	存货周转率	6.98	7.16	6.97	6.81
归母净利润	23216	33433	54892	86781	总资产周转率	2.01	2.35	2.65	2.75
<b>每股收益(元)</b>	<b>1.17</b>	<b>1.68</b>	<b>2.76</b>	<b>4.37</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.17	1.68	2.76	4.37
货币资金	72434	170057	215275	276930	每股净资产	7.69	9.10	11.57	15.47
交易性金融资产	257	257	257	257	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	94512	40531	64481	89071	PE	54.94	38.15	23.24	14.70
预付款项	353	14478	23512	34261	PB	8.35	7.06	5.55	4.15
存货	85266	144186	220661	300652	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>274008</b>	<b>399246</b>	<b>568587</b>	<b>762100</b>	净利润	23255	33446	54910	86850
固定资产	20010	14241	8754	12404	折旧和摊销	6596	13420	13159	1960
在建工程	3173	3838	4503	5169	营运资本变动	-10843	60170	-10841	-11749
无形资产	1279	1474	1649	1805	其他	4812	680	1005	1171
<b>非流动资产合计</b>	<b>43515</b>	<b>35863</b>	<b>28868</b>	<b>33073</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>23820</b>	<b>107716</b>	<b>58233</b>	<b>78231</b>
<b>资产总计</b>	<b>317524</b>	<b>435109</b>	<b>597455</b>	<b>795172</b>	资本开支	-11012	-6033	-5902	-5849
短期借款	35992	35992	35992	35992	其他	114	322	-547	-766
应付票据及应付账款	93835	114119	176431	240717	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-10898</b>	<b>-5711</b>	<b>-6449</b>	<b>-6615</b>
其他流动负债	29052	96275	147245	203068	股权融资	43	-10	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>158879</b>	<b>246386</b>	<b>359668</b>	<b>479777</b>	债务融资	-9026	-278	0	0
其他	5508	7592	7592	7592	其他	-15449	-3767	-6566	-9962
<b>非流动负债合计</b>	<b>5508</b>	<b>7592</b>	<b>7592</b>	<b>7592</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-24432</b>	<b>-4054</b>	<b>-6566</b>	<b>-9962</b>
<b>负债合计</b>	<b>164387</b>	<b>253977</b>	<b>367259</b>	<b>487369</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-11041</b>	<b>97623</b>	<b>45218</b>	<b>61655</b>
股本	19868	19858	19858	19858					
资本公积金	29380	29380	29380	29380					
未分配利润	97090	121620	162433	226954					
少数股东权益	445	458	476	545					
其他	6353	9815	18049	31066					
<b>所有者权益合计</b>	<b>153136</b>	<b>181132</b>	<b>230196</b>	<b>307804</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>317524</b>	<b>435109</b>	<b>597455</b>	<b>795172</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券投融资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048