

## 证券研究报告

### 公司研究

#### 公司点评报告

工业富联 (601138)

投资评级 买入

上次评级 买入

莫文宇 电子行业首席分析师

执业编号: S1500522090001

邮 箱: mowenyu@cindasc.com

### 相关研究

工业富联 2025 三季报点评: Q3 净利润突破百亿, AI 业务大幅提升

工业富联 2025 半年报点评: 净利润处于预告上限, AI CapEx 增长核心受益  
工业富联 25H1 业绩预告点评: Q2 归母净利润同比增长约 50%, AI 业务持续释放业绩

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦  
B 座

邮编: 100031

# 工业富联 2025 业绩预增点评: Q4 业绩继续高增, AI 驱动进入加速兑现期

2026 年 1 月 29 日

- **业绩大幅提升, Q4 盈利能力持续增强。** 工业富联发布 2025 年业绩预增公告, 预计 25Q4 实现归母净利润 126~132 亿元, 同比 +56%~63%, 扣非归母净利润 124~130 亿元, 同比 +43%~50%; 2025 年全年归母净利润 351~357 亿元, 同比 +51%~54%; 扣非归母净利润 340~346 亿元, 同比 +45%~48%。
- **AI 服务器增长势头持续强劲, 结构升级贡献核心增量。** 分业务看: 1) 云服务: 25 年公司云服务商服务器收入同比增长超 1.8 倍, Q4 同比增长超 2.5 倍、环比增长超 30%。公司产品结构持续优化, AI 服务器增长势头持续强劲, 25 年云服务商 AI 服务器全年收入同比增长超 3 倍, Q4 同比增长超 5.5 倍、环比增长超 50%。2) 通信及移动网络设备: 在高基数下高速交换机延续爆发, 25 年 800G 以上交换机收入同比增长 13 倍, Q4 同比增长超 4.5 倍, 产品结构持续向高端化升级。25 年精密结构件出货量同比实现双位数增长。
- **AI 基建高景气延续, 龙头卡位优势持续放大。** 我们认为, 随着北美 CSP 与主权 AI 持续加码 CapEx、GB300 及 Rubin 架构逐步放量, AI 服务器向高算力密度、整柜化演进, 工业富联在客户黏性、系统级设计与全球产能布局上的综合优势将进一步体现, AI 业务有望维持量价齐升, 推动业绩中枢持续上移。当前公司仍处于 AI 长周期业绩兑现的中前段, 建议持续重点关注。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 353.38、682.42、856.49 亿元, 对应 PE 为 32.37、16.76、13.35 倍。公司系算力产业链核心个股, 我们看好公司在该领域的发展前景, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** AI 发展不及预期风险; 宏观经济波动风险; 短期股价波动风险。

| 重要财务指标            | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E     | 2027E     |
|-------------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| 营业总收入(百万元)        | 476,340 | 609,135 | 955,661 | 1,347,783 | 1,681,172 |
| 增长率 YoY %         | -6.9%   | 27.9%   | 56.9%   | 41.0%     | 24.7%     |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 21,040  | 23,216  | 35,338  | 68,242    | 85,649    |
| 增长率 YoY %         | 4.8%    | 10.3%   | 52.2%   | 93.1%     | 25.5%     |
| 毛利率%              | 8.1%    | 7.3%    | 6.8%    | 7.9%      | 8.1%      |
| 净资产收益率 ROE%       | 15.0%   | 15.2%   | 20.9%   | 33.6%     | 35.0%     |
| EPS(摊薄)(元)        | 1.06    | 1.17    | 1.78    | 3.44      | 4.31      |
| 市盈率 P/E(倍)        | 54.36   | 49.27   | 32.37   | 16.76     | 13.35     |
| 市净率 P/B(倍)        | 8.16    | 7.49    | 6.75    | 5.64      | 4.67      |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 1 月 29 日收盘价

| 资产负债表          |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                | 单位:百万元  |         |         |         |         |
| 会计年度           | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| <b>流动资产</b>    | 252,478 | 274,008 | 404,906 | 495,581 | 575,254 |
| 货币资金           | 83,462  | 72,434  | 106,936 | 103,059 | 87,249  |
| 应收票据           | 7       | 4       | 21      | 32      | 40      |
| 应收账款           | 88,467  | 94,508  | 84,848  | 130,824 | 163,127 |
| 预付账款           | 255     | 353     | 356     | 620     | 772     |
| 存货             | 76,683  | 85,266  | 160,500 | 189,043 | 235,126 |
| 其他             | 3,604   | 21,444  | 52,245  | 72,002  | 88,940  |
| <b>非流动资产</b>   | 35,227  | 43,515  | 47,104  | 49,592  | 51,251  |
| 长期股权投资         | 7,180   | 6,305   | 5,179   | 5,179   | 5,179   |
| 固定资产(合计)       | 17,712  | 20,010  | 23,614  | 24,848  | 25,292  |
| 无形资产           | 1,004   | 1,279   | 1,299   | 1,304   | 1,347   |
| 其他             | 9,331   | 15,923  | 17,012  | 18,260  | 19,433  |
| <b>资产总计</b>    | 287,705 | 317,524 | 452,009 | 545,173 | 626,505 |
| <b>流动负债</b>    | 138,045 | 158,879 | 274,515 | 334,204 | 373,524 |
| 短期借款           | 41,091  | 35,992  | 85,992  | 65,992  | 45,992  |
| 应付票据           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 应付账款           | 75,028  | 93,835  | 143,438 | 206,829 | 253,138 |
| 其他             | 21,925  | 29,052  | 45,085  | 61,384  | 74,394  |
| <b>非流动负债</b>   | 9,065   | 5,508   | 7,596   | 7,596   | 7,596   |
| 长期借款           | 7,097   | 0       | 4       | 4       | 4       |
| 其他             | 1,968   | 5,508   | 7,592   | 7,592   | 7,592   |
| <b>负债合计</b>    | 147,110 | 164,387 | 282,111 | 341,800 | 381,120 |
| 少数股东权益         | 408     | 445     | 463     | 499     | 543     |
| 归属母公司股东权益      | 140,187 | 152,691 | 169,436 | 202,874 | 244,842 |
| <b>负债和股东权益</b> | 287,705 | 317,524 | 452,009 | 545,173 | 626,505 |

| 重要财务指标     |         |         |         |           |           |
|------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
|            | 单位:百万元  |         |         |           |           |
| 会计年度       | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E     | 2027E     |
| 营业收入       | 476,340 | 609,135 | 955,661 | 1,347,783 | 1,681,172 |
| 同比 (%)     | -6.9%   | 27.9%   | 56.9%   | 41.0%     | 24.7%     |
| 归属母公司净利润   | 21,040  | 23,216  | 35,338  | 68,242    | 85,649    |
| 同比 (%)     | 4.8%    | 10.3%   | 52.2%   | 93.1%     | 25.5%     |
| 毛利率 (%)    | 8.1%    | 7.3%    | 6.8%    | 7.9%      | 8.1%      |
| ROE%       | 15.0%   | 15.2%   | 20.9%   | 33.6%     | 35.0%     |
| EPS(摊薄)(元) | 1.06    | 1.17    | 1.78    | 3.44      | 4.31      |
| P/E        | 54.36   | 49.27   | 32.37   | 16.76     | 13.35     |
| P/B        | 8.16    | 7.49    | 6.75    | 5.64      | 4.67      |
| EV/EBITDA  | 9.29    | 12.02   | 25.57   | 13.77     | 11.19     |

| 利润表             |         |         |         |           |           |
|-----------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
|                 | 单位:百万元  |         |         |           |           |
| 会计年度            | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E     | 2027E     |
| <b>营业收入</b>     | 476,340 | 609,135 | 955,661 | 1,347,783 | 1,681,172 |
| 营业成本            | 437,964 | 564,814 | 890,307 | 1,240,972 | 1,544,573 |
| 营业税金及附加         | 381     | 663     | 956     | 943       | 1,009     |
| 销售费用            | 1,024   | 1,036   | 1,433   | 1,348     | 1,681     |
| 管理费用            | 4,226   | 5,156   | 7,167   | 6,739     | 8,406     |
| 研发费用            | 10,811  | 10,631  | 17,202  | 24,260    | 30,261    |
| 财务费用            | -586    | -656    | 291     | 73        | -268      |
| 减值损失合计          | -543    | -1,120  | -1,375  | -300      | -300      |
| 投资净收益           | -666    | -975    | 50      | 50        | 50        |
| 其他              | 1,757   | 538     | 2,239   | 2,591     | -120      |
| <b>营业利润</b>     | 23,067  | 25,935  | 39,219  | 75,789    | 95,140    |
| 营业外收支           | 57      | 38      | 65      | 75        | 75        |
| <b>利润总额</b>     | 23,124  | 25,974  | 39,284  | 75,864    | 95,215    |
| 所得税             | 2,106   | 2,719   | 3,928   | 7,586     | 9,521     |
| <b>净利润</b>      | 21,018  | 23,255  | 35,356  | 68,277    | 85,693    |
| 少数股东损益          | -22     | 39      | 18      | 36        | 45        |
| <b>归属母公司净利润</b> | 21,040  | 23,216  | 35,338  | 68,242    | 85,649    |
| EBITDA          | 28,721  | 33,251  | 44,251  | 80,998    | 99,293    |
| EPS(当年)(元)      | 1.06    | 1.17    | 1.78    | 3.44      | 4.31      |

| 现金流量表          |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                | 单位:百万元  |         |         |         |         |
| 会计年度           | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| <b>经营活动现金流</b> | 43,084  | 23,820  | 11,538  | 59,977  | 55,029  |
| 净利润            | 21,018  | 23,255  | 35,356  | 68,277  | 85,693  |
| 折旧摊销           | 5,967   | 6,596   | 4,676   | 5,061   | 4,347   |
| 财务费用           | 2,482   | 2,327   | 1,377   | 1,677   | 1,277   |
| 投资损失           | 666     | 820     | -50     | -50     | -50     |
| 营运资金变动         | 12,774  | -10,843 | -30,941 | -15,383 | -36,583 |
| 其它             | 176     | 1,665   | 1,120   | 395     | 345     |
| <b>投资活动现金流</b> | -4,564  | -10,898 | -8,907  | -7,424  | -5,882  |
| 资本支出           | -8,670  | -11,012 | -9,316  | -7,019  | -5,882  |
| 长期投资           | 3,713   | 73      | 0       | -50     | -50     |
| 其他             | 393     | 41      | 409     | -355    | 50      |
| <b>筹资活动现金流</b> | -24,734 | -24,432 | 30,936  | -56,431 | -64,958 |
| 吸收投资           | 174     | 43      | -362    | 0       | 0       |
| 借款             | -5,794  | -12,196 | 50,004  | -20,000 | -20,000 |
| 支付利息或股息        | -13,267 | -13,832 | -19,400 | -36,481 | -44,958 |
| <b>现金流净增加额</b> | 14,185  | -11,041 | 34,363  | -3,877  | -15,811 |

## 研究团队简介

莫文宇，电子行业分析师，S1500522090001。毕业于美国佛罗里达大学，电子工程硕士，2012-2022年就职于长江证券研究所，2022年入职信达证券研发中心，任电子行业首席分析师。

郭一江，电子行业研究员。本科兰州大学，研究生就读于北京大学化学专业。2020年8月入职华创证券电子组，后于2022年11月加入信达证券电子组，研究方向为光学、消费电子、汽车电子等。

杨宇轩，电子行业分析师，华北电力大学本科，清华大学硕士，曾就职于东方证券、首创证券、赛迪智库，2025年1月加入信达证券电子组，研究方向为半导体等。

王义夫，电子行业研究员。西南财经大学金融学士，复旦大学金融硕士，2023年加入信达证券电子组，研究方向为存储芯片、模拟芯片等。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                       | 股票投资评级  | 行业投资评级  |
|---|---|---|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准15%以上；<br><b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~15%；<br><b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；<br><b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。 | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；<br><b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；<br><b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。 |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。