

通用计算机设备

工业富联 (601138.SH)

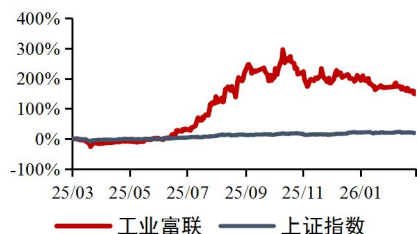
买入-A(维持)

AI 服务器与高速交换机增长强劲，公司业绩加速释放

2026年3月20日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➢ 3月10日，公司发布2025年年报，其中，2025全年公司实现收入9028.87亿元，同比高增48.22%，全年实现归母净利润352.86亿元，同比增长51.99%，实现扣非净利润341.88亿元，同比增46.02%。2025年第四季度公司实现收入2989.56亿元，同比高增73.04%，四季度实现归母净利润127.99亿元，同比高增58.49%，实现扣非净利润125.31亿元，同比增长44.36%。

事件点评

➢ AI算力需求持续强劲推动公司全年业绩加速释放。AI服务器市场持续高景气背景下，公司在主要客户的市场份额稳步提升，推动2025年公司营收增长逐季加速。同时，截至25年底，公司合同负债金额达到31.13亿元，较9月底25.38亿元增加22.6%，较24年底增长790.26%，彰显客户订单需求持续强劲，将为公司未来收入增长提供支撑。2025全年公司毛利率为6.98%，较上年同期降低0.30个百分点。公司在费用端控制良好，2025年销售、管理、研发费用率分别较上年同期降低0.04、0.18、0.51个百分点。受益于此，2025年公司净利率为3.91%，较上年同期提高0.10个百分点。

➢ 云计算业务实现量价齐升，高速交换机成通信网络设备业务新增长引擎。分业务看，1)云计算：2025年实现营收6026.79亿元，同比增长88.70%，占公司总收入比重达66.7%，成为业绩增长的重要引擎，其中，云服务商AI服务器营收同比增长超3倍，GPU与ASIC方案相关产品均实现快速增长；2)通信及移动网络设备：2025年实现营收2978.51亿元，同比增长3.46%。其中，随着数据中心网络向400G/800G乃至1.6T过渡，公司800G以上高速交换机在24年实现高倍数增长的情况下25年营收同比增幅仍达13倍，市场占有率稳居行业第一；同时，依托AI手机带来的结构性机会，终端精密机构件出货量实现双位数增长，巩固在核心客户供应链中的领先地位；3)工业互联网：公司积极响应国家关于5G+工业互联网及人工智能融合赋能的号召，2025年新增4座灯塔工厂，涵盖家电、汽车零部件、医药、新能源等多个行业。25年工业互联网业务实现收入6.94亿元，同比减少26.15%。

投资建议

➢ 公司持续受益于AI服务器的强劲需求，同时作为全球AI服务器头部ODM厂，预计在GB/VR系列服务器中将占据重要份额，预计公司2026-2028年EPS分别为2.89\4.08\5.10元，对应公司3月19日收盘价50.46元，2026-2028年PE分别为17.5\12.4\9.9倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

市场数据：2026年3月19日

收盘价(元/股):	50.46
年内最高/最低(元/股):	83.88/14.58
流通A股/总股本(亿股):	198.58/198.58
流通A股市值(亿元):	10,020.45
总市值(亿元):	10,020.45

基础数据：2025年12月31日

基本每股收益(元/股):	1.78
摊薄每股收益(元/股):	1.78
每股净资产(元/股):	8.42
净资产收益率(%):	21.14

资料来源：最闻

分析师：

盖斌赫

执业登记编码：S0760522050003

邮箱：gaibinhe@sxzq.com

研究助理：

邹昕宸

邮箱：zouxinchen@sxzq.com



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

- AI 服务器下游需求不及预期，英伟达机柜级产品出货进展不及预期，客户集中度较高的风险，主要原材料价格波动的风险，汇率波动的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	609,135	902,887	3061	1,938,568	2,444,471
YoY(%)	27.9	48.2	56.5	37.2	26.1
净利润(百万元)	23,216	35,286	57,361	80,977	101,345
YoY(%)	10.3	52.0	62.6	41.2	25.2
毛利率(%)	7.3	7.0	6.9	6.9	6.7
EPS(摊薄/元)	1.17	1.78	2.89	4.08	5.10
ROE(%)	15.2	21.1	25.6	27.3	26.0
P/E(倍)	43.2	28.4	17.5	12.4	9.9
P/B(倍)	6.6	6.0	4.5	3.4	2.6
净利率(%)	3.8	3.9	4.1	4.2	4.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	274008	402772	524221	646300	817881
现金	72434	110025	141331	186103	268892
应收票据及应收账款	94512	110744	126189	161860	214213
预付账款	353	431	578	633	729
存货	85266	150913	225169	266813	303062
其他流动资产	21444	30660	30954	30892	30985
非流动资产	43515	53451	66734	77261	82239
长期投资	6305	5334	6289	7041	6079
固定资产	20010	24037	33999	41658	45931
无形资产	1279	1209	1302	1416	1551
其他非流动资产	15923	22871	25144	27146	28678
资产总计	317524	456224	590954	723561	900120
流动负债	158879	280399	357734	418118	501420
短期借款	35992	104229	147963	178288	231358
应付票据及应付账款	93835	137955	171032	202793	230448
其他流动负债	29052	38215	38738	37037	39613
非流动负债	5508	8710	8711	8710	8709
长期借款	0	4	4	3	3
其他非流动负债	5508	8707	8707	8707	8707
负债合计	164387	289110	366444	426828	510129
少数股东权益	445	336	370	420	524
股本	19868	19858	19858	19858	19858
资本公积	29380	29108	29108	29108	29108
留存收益	103516	119562	153433	203959	271619
归属母公司股东权益	152691	166778	224140	296313	389467
负债和股东权益	317524	456224	590954	723561	900120

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	23820	5238	12682	48552	62163
净利润	23255	35329	57396	81010	101511
折旧摊销	5051	6574	6827	10066	13375
财务费用	-656	1673	2881	4020	5056
投资损失	975	558	542	685	690
营运资金变动	-11324	-42902	-54994	-47248	-58560
其他经营现金流	6519	4005	30	19	90
投资活动现金流	-10898	-29746	-20681	-21298	-19133
筹资活动现金流	-24432	47397	-4429	-12807	-13311
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.78	2.89	4.08	5.10
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	0.26	0.64	2.44	3.13
每股净资产(最新摊薄)	7.69	8.40	11.29	14.92	19.61

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	609135	902887	1413306	1938568	2444471
营业成本	564814	839902	1316288	1805574	2279497
营业税金及附加	663	657	1259	1699	2189
营业费用	1036	1193	1752	2404	3031
管理费用	5156	5984	8480	11050	12467
研发费用	10631	11151	15688	19037	22489
财务费用	-656	1673	2882	4002	5127
资产减值损失	-1202	-1696	-2293	-3090	-4319
公允价值变动收益	-494	182	-30	-19	-90
投资净收益	-975	-558	-542	-685	-690
营业利润	25935	41047	64092	91008	114571
营业外收入	96	92	108	105	100
营业外支出	58	96	63	71	72
利润总额	25974	41042	64138	91042	114599
所得税	2719	5713	6742	10016	13150
税后利润	23255	35329	57395	81026	101449
少数股东损益	39	44	34	50	104
归属母公司净利润	23216	35286	57361	80977	101345
EBITDA	31032	50632	74836	106082	133562

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	27.9	48.2	56.5	37.2	26.1
营业利润(%)	12.4	58.3	56.1	42.0	26.0
归属于母公司净利润(%)	10.3	52.0	62.6	41.2	25.2
获利能力					
毛利率(%)	7.3	7.0	6.9	6.9	6.7
净利率(%)	3.8	3.9	4.1	4.2	4.1
ROE(%)	15.2	21.1	25.6	27.3	26.0
ROIC(%)	11.8	13.7	16.1	17.8	17.0
偿债能力					
资产负债率(%)	51.8	63.4	62.0	59.0	56.7
流动比率	1.7	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.1	0.8	0.8	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	2.0	2.3	2.7	2.9	3.0
应收账款周转率	6.7	8.8	11.9	13.5	13.0
应付账款周转率	6.7	7.2	8.5	9.7	10.5
估值比率					
P/E	43.2	28.4	17.5	12.4	9.9
P/B	6.6	6.0	4.5	3.4	2.6
EV/EBITDA	31.4	19.8	13.5	9.4	7.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

