

工业富联 (601138.SH)

增持 (维持)

AI 服务器推动业绩增长，关注 Rubin 出货节奏、利润率改善

TMT 及中小盘/电子
当前股价：63.28 元

事件：公司近期发布 25 年报及 26Q1 季报，结合公司近况，点评如下。

基础数据

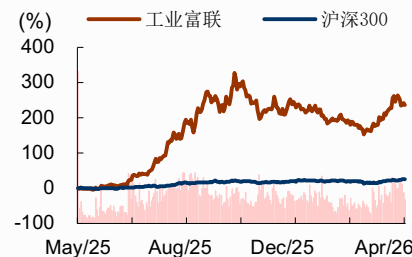
□ 2025 年业绩高速增长，主要系云计算业务推动。公司 25 年实现收入 9029 亿同比+48.2%；归母净利 353 亿同比+52.0%；扣非归母 342 亿同比+46.0%；毛利率 6.98%同比-0.3pct；净利率 3.91%同比+0.10pct。收入与利润高增主要系公司云计算业务盈利能力持续提升，AI 相关业务占比显著提高，成为推动业绩增长的重要动力。分业务看，1) 云计算收入 6027 亿同比+88.7%，毛利率 5.7%同比+0.74pct，AI 相关业务占比显著提升，云服务商 AI 服务器收入同比增长超过 3 倍，GPU 与 ASIC 方案均快速增长，成为核心增长引擎；2) 通信及移动网络设备收入 2979 亿元同比+3.5%，毛利率 9.3%同比-0.3pct，主要系 800G 以上高速交换机全年收入同比增长 13 倍，终端精密机构件受益 AI 手机与高端机型需求，销量实现双位数增长。

总股本 (百万股)	19844
已上市流通股 (百万股)	19844
总市值 (十亿元)	1255.7
流通市值 (十亿元)	1255.7
每股净资产 (MRQ)	8.9
ROE (TTM)	23.1
资产负债率	61.4%
主要股东	China Galaxy Enterprise Limited
主要股东持股比例	36.75%

□ 26Q1 业绩受益于云计算业务高增，但低于市场预期。26Q1 收入 2511 亿同比+56.5%环比-16.0%；归母净利 106 亿同比+102.5%环比-17.2%；扣非归母 102.5 亿同比+109.1%环比-18.2%，毛利率 7.4%同比+0.6pct 环比-0.1pct，净利率 4.2%同比+0.9pct 环比-0.1pct。云计算业务，收入同比增长 1 倍；客户覆盖范围持续拓展深化，同时产线自动化交付水平持续升级，整体出货效率稳步增强；AI GPU 机柜同比出货量增长 3.8 倍，AI ASIC 服务器出货量同比增长 3.2 倍，部分云服务商客户新增订单的原材料采购模式由 buy and sell 模式转为 consign 模式。通讯及移动网络设备业务，凭借深厚技术积淀与持续高强度研发投入，稳步深化 AI 相关业务战略布局；26Q1 800G 及以上高速交换机出货量同比增长 1.6 倍环比增长 46%，CPO 全光交换机样机开始出货。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	-17	248
相对表现	14	-21	222



资料来源：公司数据、招商证券

□ 展望 2026 年，关注 Rubin 系列出货节奏、利润率改善。云计算业务方面，公司积极投入下一代 AI 平台产品开发，同时加强液冷散热关键零组件的自主研发与垂直整合能力，提升整体系统解决方案竞争力，我们预计随着 Rubin 系列机柜逐渐上量，有望带动云计算业务保持高速增长。交换机方面，随着 AI 算力基础设施快速发展，高速交换机需求持续增长，公司积极推进 CPO/NPO 等新一代技术应用，推动产品向更高带宽与能效方向升级，我们判断伴随高速交换机行业快速发展以及 CPO 技术的逐步落地，公司相关收入有望延续高增长趋势。

相关报告

□ 投资建议：工业富联将持续聚焦 AI 算力基础设施核心赛道，深化在 AI 服务器及数据中心高速网络等关键领域的拓展，并进一步强化与全球 Tier1 云服务商的长期战略合作关系，有望持续受益于 AI 算力浪潮。我们预测 26-28 年营收为 14455/18720/23512 亿，归母净利为 574/760/988 亿，对应 PE 为 21.9/16.5/12.7 倍，维持“增持”投资评级。

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 S1090523070013
chengxin2@cmschina.com.cn
湛薇 S1090524070008
shenwei3@cmschina.com.cn
涂锬山 S1090525040004
tukunshan@cmschina.com.cn

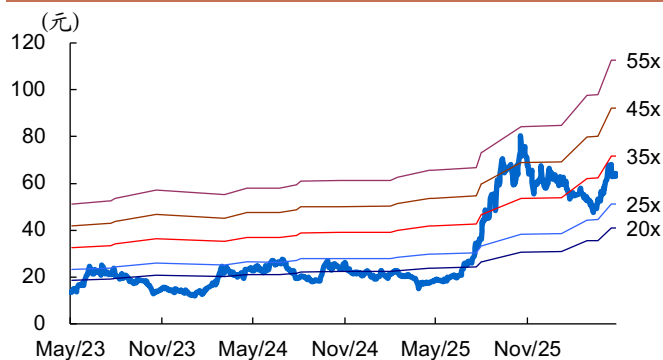
□ 风险提示：AI 发展不及预期、下游需求低于预期、算力建设不及预期、同行竞争加剧、地缘政治波动、原材料价格波动。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	609135	902887	1445522	1871951	2351171
同比增长	28%	48%	60%	29%	26%
营业利润(百万元)	25935	41047	66695	88290	114755
同比增长	12%	58%	62%	32%	30%
归母净利润(百万元)	23216	35286	57409	76005	98849
同比增长	10%	52%	63%	32%	30%
每股收益(元)	1.17	1.78	2.89	3.83	4.98
PE	54.1	35.6	21.9	16.5	12.7
PB	8.2	7.5	5.9	4.6	3.6

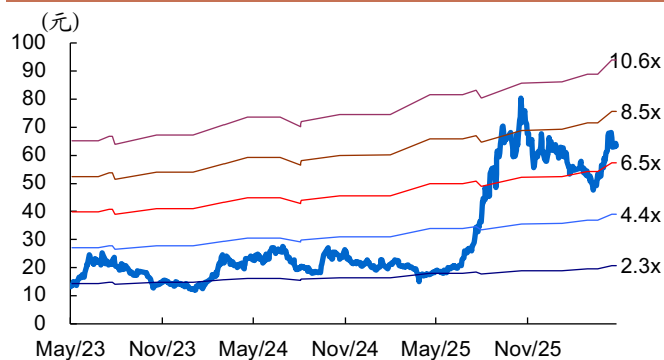
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 工业富联历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 工业富联历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附录：关于公司未来发展的讨论与分析—2025 年报

(一) 行业格局和趋势

2025 年全球生成式 AI 产业爆发式增长的一年，生成式 AI 已从技术探索阶段加速走向规模化应用，为各行各业带来了颠覆性发展机遇，也为公司在 AI 基础设施领域的发展带来了更为强劲的增长动能和广阔机遇。

从市场参与主体来看，当前北美头部云服务商占据全球云服务市场的主导地位，如谷歌、微软、亚马逊、META 等公司凭借强大的技术实力、资金实力及完善的生态布局，持续加大生成式 AI 领域的投入，巩固行业领先优势。与此同时，以 DeepSeek、OpenAI、Anthropic、xAI 为代表的国内外初创企业通过技术创新实现突破，形成多元化竞争格局。此外，大量传统企业已从布局探索转向深度应用，将生成式 AI 广泛应用于产品设计、营销推广、智能制造、医疗诊断、金融分析等场景，渗透率快速提升，进一步扩大了行业需求空间。

随着 AI 市场竞争持续升温，云计算巨头正加大云和 AI 基础设施投资力度，以满足日益增长的需求。根据市场研究机构 IDC 预测，全球生成式 AI 市场规模到 2029 年或将超 6,000 亿美元，复合增长率达 56%。预期 2026 年全球云服务商资本支出仍将保持大幅增加，全球前五大云服务商公布的 2026 年预计资本支出超过 6,000 亿美元，同比实现高双位数增长。

未来，随着深度学习等人工智能技术持续突破及推理成本不断下降，生成式内容

的真实性、多样性与可控性将进一步提升。与此同时，以大模型为核心的 AI Agent（智能体）加速发展，推动人工智能从内容生成迈向复杂任务协同与自主执行，成为新一轮技术与产业变革的重要驱动力。AI 技术将在文本、图像、音频及视频生成等多元场景中持续深化应用，并加速融入实体经济，在绿色生产、智能制造和数字化转型等领域释放更大价值，持续赋能传统产业升级，推动经济社会高质量发展。

（二）公司发展战略

当前，以生成式 AI 为代表的前沿技术正以前所未有的速度重构全球产业格局，数字化与智能化的深度融合已成为驱动全球经济增长的核心引擎。与此同时，全球供应链格局进入深度调整阶段，区域化与韧性化运营成为企业维持长期竞争优势的必然选择。2026 年，公司将紧密把握数字经济发展浪潮，坚定执行以聚焦 AI 算力、工业机器人及全球布局为核心的整体发展策略，通过技术策源与组织进化，构建全球领先的智能制造与 AI 基建生态。

在战略方向上，公司将持续聚焦 AI 算力基础设施核心赛道，深化在 AI 服务器及数据中心高速网络等关键领域的研发投入与业务拓展，并进一步强化与全球 Tier 1 云服务商的长期战略合作关系。依托长期积累的技术能力与规模制造优势，公司将持续推动产品与解决方案升级，加快从硬件制造向数智化基础设施系统能力延伸，在全球 AI 产业生态中不断提升产业价值与战略地位。

同时，公司将结合市场需求，深刻把握全球制造业向高端化、智能化跨越的必然趋势，将前沿 AI 技术与智能制造深度融合，以工业机器人发展为主轴，积极推进与客户合作项目落地；并通过整合自动化资源与能力，加强内部横向协同配合，持续夯实智能制造领域长期竞争优势。

此外，依托多年深耕形成的全球生产基地、研发中心及本地化服务网络，公司将持续深化全球战略布局，不断优化可复制、可快速转移、可弹性调整的区域化运营体系，提升全球供应链的韧性与响应效率。通过构建更具韧性的全球运营体系，为公司在复杂多变的宏观环境下实现长期稳健发展奠定坚实基础。

作为负责任的企业，将继续秉持“EPS+ESG”的可持续发展经营方程式，在追求经济效益（EPS）的同时，更将环境、社会和治理（ESG）充分融入公司的战略、创新和运营当中，最大程度实现商业价值和社会价值的结合。

（三）经营计划

1、战略引领：深化管理协同与组织韧性

2026 年，公司将聚焦核心发展策略，以战略定力应对行业变革，确保业务蓝图的高效落地。在管理效能维度，公司将进一步强化跨事业群与职能模块的协同机制，实质性提升决策效率与跨区域执行速度。同时，通过精细化界定各层级组织的管理权限与资源调度边界，有效提升组织的敏捷应变能力。此外，公司将通过组织架构与授权体系的深度耦合，构建具备高度抗风险韧性的供应链履约体系，确保在复杂多变的全球贸易环境下，始终以极致的交付保障能力实现对全球客户的品牌承诺。

2、算力驱动：聚焦 AI 基建与生态链纵深布局

在业务执行层面，针对 AI 算力基础设施的爆发式需求，公司将持续深耕与全球领先云服务商以及各类别核心客户合作伙伴的战略协同。2026 年，公司将全面

推进下一代 AI 算力基建设备的研发与技术演进，进一步深化与产业链上下游的生态合作，优化并拓宽涵盖数据中心、高速连接及先进散热方案在内的多元化产品矩阵。针对行业高度关注的下一代 AI 算力架构及其配套硬件解决方案，公司均已开展前瞻性深度技术布局与联合开发，相关产品的落地将有助于持续巩固并扩大在算力产业链关键环节的领先优势。

3、智造赋能：加速机器人与自动化能力外溢

在机器人与自动化领域，公司计划实现生产自动化能力的规模化输出与跨平台整合，依托内部工艺沉淀，通过将高精密制造经验转化为标准化的制造制程，提炼并输出可复制的智能制造体系方案，赋能产业生态升级。

4、全球运营：构建本土化韧性与差异化竞争优势

为积极应对全球宏观环境的复杂性、更好响应市场需求，在迈向全球化营运的过程中，公司将坚持区域化产能动态平衡与资本开支回报最大化原则，通过强化海外组织本土化及人才布局，建立一套“分工明确、反应快速、责任到位”的全球管理体系，构建起具备全球韧性与协同价值的差异化竞争优势。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	274008	402772	616199	783785	864765
现金	72434	110025	148523	178228	104681
交易性投资	265	282	282	282	282
应收票据	4	3	4	5	7
应收款项	94508	110742	177297	229600	288378
其它应收款	965	650	1041	1347	1692
存货	85266	150913	240770	311797	391194
其他	20567	30159	48282	62525	78531
非流动资产	43515	53451	54834	55577	55924
长期股权投资	6305	5334	5334	5334	5334
固定资产	20010	24037	26741	28557	29776
无形资产商誉	1589	1538	1384	1246	1121
其他	15612	22543	21375	20441	19693
资产总计	317524	456224	671033	839362	920689
流动负债	158879	280399	450604	560014	565115
短期借款	35992	104229	194924	240260	173737
应付账款	93835	137955	220097	285026	357607
预收账款	350	3113	4966	6431	8068
其他	28703	35102	30617	28297	25703
长期负债	5508	8710	8710	8710	8710
长期借款	0	4	4	4	4
其他	5508	8707	8707	8707	8707
负债合计	164387	289110	459315	568725	573826
股本	19868	19858	19858	19858	19858
资本公积金	27600	27696	27696	27696	27696
留存收益	105223	119223	163724	222506	298554
少数股东权益	445	336	440	577	755
归属于母公司所有者权益	152691	166778	211279	270061	346108
负债及权益合计	317524	456224	671033	839362	920689

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	23820	5238	(23818)	15575	29499
净利润	23255	35329	57512	76142	99027
折旧摊销	5051	6574	9219	9859	10255
财务费用	2327	3336	3439	3502	3720
投资收益	820	541	(120)	(120)	(600)
营运资金变动	(7659)	(39503)	(93868)	(73808)	(82902)
其它	26	(1040)	0	0	0
投资活动现金流	(10898)	(29746)	(10482)	(10482)	(10002)
资本支出	(11281)	(17230)	(10602)	(10602)	(10602)
其他投资	383	(12516)	120	120	600
筹资活动现金流	(24432)	47397	72798	24612	(93045)
借款变动	(17639)	58553	89145	45336	(66523)
普通股增加	2	(10)	0	0	0
资本公积增加	471	96	0	0	0
股利分配	(11522)	(12716)	(12908)	(17223)	(22801)
其他	4256	1473	(3439)	(3502)	(3720)
现金净增加额	(11510)	22888	38499	29705	(73547)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	609135	902887	1445522	1871951	2351171
营业成本	564814	839902	1339999	1735299	2177184
营业税金及附加	663	657	1051	1362	1710
营业费用	1036	1193	1446	1872	2351
管理费用	5156	5984	13010	16286	20455
研发费用	10631	11151	18503	23961	30095
财务费用	(656)	1673	3439	3502	3720
资产减值损失	(1108)	(1332)	(1500)	(1500)	(1500)
公允价值变动收益	(494)	182	120	120	100
其他收益	1021	427	200	200	300
投资收益	(975)	(558)	(200)	(200)	200
营业利润	25935	41047	66695	88290	114755
营业外收入	96	92	100	100	100
营业外支出	58	96	95	95	95
利润总额	25974	41042	66700	88295	114760
所得税	2719	5713	9188	12153	15733
少数股东损益	39	44	104	137	178
归属于母公司净利润	23216	35286	57409	76005	98849

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	28%	48%	60%	29%	26%
营业利润	12%	58%	62%	32%	30%
归母净利润	10%	52%	63%	32%	30%
获利能力					
毛利率	7.3%	7.0%	7.3%	7.3%	7.4%
净利率	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%
ROE	15.9%	22.1%	30.4%	31.6%	32.1%
ROIC	11.9%	15.8%	17.8%	17.3%	19.8%
偿债能力					
资产负债率	51.8%	63.4%	68.4%	67.8%	62.3%
净负债比率	12.9%	23.2%	29.0%	28.6%	18.9%
流动比率	1.7	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	2.0	2.3	2.6	2.5	2.7
存货周转率	7.0	7.1	6.8	6.3	6.2
应收账款周转率	6.7	8.8	10.0	9.2	9.1
应付账款周转率	6.7	7.2	7.5	6.9	6.8
每股资料(元)					
EPS	1.17	1.78	2.89	3.83	4.98
每股经营净现金	1.20	0.26	-1.20	0.78	1.49
每股净资产	7.69	8.40	10.65	13.61	17.44
每股股利	0.64	0.65	0.87	1.15	1.49
估值比率					
PE	54.1	35.6	21.9	16.5	12.7
PB	8.2	7.5	5.9	4.6	3.6
EV/EBITDA	51.7	31.8	19.8	15.4	12.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。