



工业富联 (601138.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

份额&单机柜附加值有望持续提升，

Rubin 链超核心受益

业绩简评

2026年8月11日，公司发布2026年半年度报告。2026年上半年实现营收5,578.61亿元，同比增长54.63%；归母净利润237.40亿元，同比增长95.99%。Q2单季度实现营收3,067.83亿元，同比增长53.13%；实现归母净利润131.46亿元，同比增长91.00%。

经营分析

Rubin 平台出货在即，公司核心受益地位持续强化：7月21日，英伟达官网宣布 Vera Rubin 平台全球加速部署，Vera Rubin NVL72+LPX 相较 GB NVL72 推理性能提升达10倍。马斯克宣布明年计划保守新增6-8GW算力，乐观可上浮至10GW，全部采用英伟达芯片，需求旺盛。公司凭借与英伟达联合研发优势，已在 Vera Rubin 平台实现前瞻卡位，机柜份额有望持续提升。同时，公司持续深化垂直整合，产品从机柜设计延展至液冷、电源管理等环节，订单规模与附加值同步攀升。

ASIC 机柜加速放量，收入结构更趋多元：公司加速 ASIC 新案布局，上半年 ASIC AI 机柜出货量同比增长3倍，ASIC 服务器出货量同比增长2.5倍。随着下半年及明年 Google TPU V8 放量，且 ASIC 机柜利润率通常更高，ASIC 客户有望成为核心驱动因素，平衡收入结构，降低客户依赖。

CPO 全光交换机样机交付，远期成长空间广阔：公司高速交换机业务持续爆发，上半年800G以上交换机出货量同比增长1.4倍，SuperNIC 网卡出货量同比增长1.4倍，CPO 全光交换机已实现样机交货。Scale-out 与 Scale-up 双向扩容趋势下，CPO 是解决 AI 集群互联功耗与带宽瓶颈的关键路径。公司凭借先发优势，未来有望在 CPO 机柜环节占据绝对份额，打开长期成长空间。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2026/2027/2028 年公司营业收入分别为 15206.59/23739.75/31970.14 亿元，归母净利润为 596.17/818.92/1057.94 亿元，公司股票现价对应 PE 估值为 PE 为 21.71/15.81/12.24 倍，维持“买入”评级。

风险提示

北美 AI 进展不及预期、客户集中度较高风险、市场竞争加剧风险。

通信组

分析师：刘高畅 (执业 S1130525120005)

liugaochang@gjzq.com.cn

分析师：张真桢 (执业 S1130524060002)

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：65.23 元

相关报告：

- 1.《工业富联公司点评：产品结构升级释放利润弹性，现金流激增验证景...》，2026.4.29
- 2.《工业富联公司点评：云计算业务量价齐升，高速交换机成为新增长引...》，2026.3.11
- 3.《工业富联公司点评：云服务商驱动 AI 服务器业务增长，高速交换机...》，2025.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	609,135	902,887	1,520,659	2,373,975	3,197,014
营业收入增长率	27.88%	48.22%	68.42%	56.11%	34.67%
归母净利润(百万元)	23,216	35,286	59,617	81,892	105,794
归母净利润增长率	10.34%	51.99%	68.95%	37.36%	29.19%
摊薄每股收益(元)	1.169	1.777	3.004	4.127	5.331
每股经营性现金流净额	1.17	0.24	-1.77	-2.57	1.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.20%	21.16%	28.61%	30.24%	29.63%
P/E	18.40	34.92	21.71	15.81	12.24
P/B	2.80	7.39	6.21	4.78	3.62

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	476,340	609,135	902,887	1,520,659	2,373,975	3,197,014
增长率	27.9%		48.2%	68.4%	56.1%	34.7%
主营业务成本	-437,964	-564,814	-839,902	-1,410,032	-2,213,628	-2,991,182
%销售收入	91.9%	92.7%	93.0%	92.7%	93.2%	93.6%
毛利	38,376	44,321	62,986	110,627	160,347	205,832
%销售收入	8.1%	7.3%	7.0%	7.3%	6.8%	6.4%
营业税金及附加	-381	-663	-657	-1,217	-2,849	-3,604
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-1,024	-1,036	-1,193	-2,433	-3,798	-5,115
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-4,226	-5,156	-5,984	-12,165	-18,992	-25,576
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用	-10,811	-10,631	-11,151	-25,851	-40,358	-54,349
%销售收入	2.3%	1.7%	1.2%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	21,934	26,836	44,001	68,961	94,350	117,187
%销售收入	4.6%	4.4%	4.9%	4.5%	4.0%	3.7%
财务费用	586	656	-1,673	2,281	2,849	6,074
%销售收入	-0.1%	-0.1%	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-430	-1,202	-1,696	-4,322	-4,320	-2,626
公允价值变动收益	264	-494	182	15	13	13
投资收益	-666	-975	-558	-733	-755	-682
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	23,067	25,935	41,047	67,101	92,919	120,669
营业利润率	4.8%	4.3%	4.5%	4.4%	3.9%	3.8%
营业外收支	57	38	-4	30	21	16
税前利润	23,124	25,974	41,042	67,131	92,940	120,685
利润率	4.9%	4.3%	4.5%	4.4%	3.9%	3.8%
所得税	-2,106	-2,719	-5,713	-7,495	-11,014	-14,858
所得税率	9.1%	10.5%	13.9%	11.2%	11.9%	12.3%
净利润	21,018	23,255	35,329	59,637	81,926	105,826
少数股东损益	-22	39	44	20	34	33
归属于母公司的净利润	21,040	23,216	35,286	59,617	81,892	105,794
净利率	4.4%	3.8%	3.9%	3.9%	3.4%	3.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	21,018	23,255	35,329	59,637	81,926	105,826
少数股东损益	-22	39	44	20	34	33
非现金支出	6,397	7,798	10,056	8,918	7,975	6,329
非经营收益	2,894	3,610	2,307	1,372	611	498
营运资金变动	12,774	-11,324	-42,902	-105,145	-141,610	-86,856
经营活动现金净流	43,084	23,339	4,789	-35,219	-51,098	25,797
资本开支	-8,670	-11,012	-16,445	-7,039	-7,393	-7,909
投资	3,713	73	1,506	365	363	363
其他	393	41	-14,807	-733	-755	-682
投资活动现金净流	-4,564	-10,898	-29,746	-7,407	-7,785	-8,228
股权募资	174	43	9	1,411	0	0
债权募资	-10,217	-9,026	66,424	152,248	160,909	105,537
其他	-14,691	-15,449	-19,036	-19,461	-19,461	-19,461
筹资活动现金净流	-24,734	-24,432	47,397	134,199	141,448	86,076
现金净流量	14,185	-11,522	22,000	91,573	82,565	103,645

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	83,462	72,434	110,025	200,395	282,085	385,095
应收账款	89,328	112,636	137,585	271,962	420,719	543,213
存货	76,683	85,266	150,913	211,781	337,048	439,458
其他流动资产	3,005	3,673	4,250	3,990	4,608	5,039
流动资产	252,478	274,008	402,772	688,128	1,044,460	1,372,804
%总资产	87.8%	86.3%	88.3%	92.6%	94.7%	95.6%
长期投资	7,986	7,106	6,028	5,678	5,328	4,978
固定资产	20,220	23,183	31,862	32,620	34,804	37,795
%总资产	7.0%	7.3%	7.0%	4.4%	3.2%	2.6%
无形资产	3,981	5,474	7,378	8,999	10,665	12,390
非流动资产	35,227	43,515	53,451	54,897	58,402	62,436
%总资产	12.2%	13.7%	11.7%	7.4%	5.3%	4.4%
资产总计	287,705	317,524	456,224	743,024	1,102,862	1,435,240
短期借款	41,760	40,987	105,778	258,599	419,509	525,045
应付款项	89,213	111,204	158,561	252,911	381,841	511,084
其他流动负债	7,072	6,688	16,060	16,897	23,382	33,139
流动负债	138,045	158,879	280,399	528,407	824,731	1,069,269
长期贷款	7,097	0	4	4	4	4
其他长期负债	1,968	5,508	8,707	5,912	6,961	8,435
负债	147,110	164,387	289,110	534,323	831,696	1,077,708
普通股股东权益	140,187	152,691	166,778	208,345	270,776	357,109
其中：股本	19,866	19,868	19,858	19,858	19,858	19,858
未分配利润	86,716	97,090	111,108	151,263	213,694	300,027
少数股东权益	408	445	336	356	390	423
负债股东权益合计	287,705	317,524	456,224	743,024	1,102,862	1,435,240

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.059	1.169	1.777	3.004	4.127	5.331
每股净资产	7.057	7.685	8.398	10.499	13.645	17.996
每股经营现金净流	2.169	1.175	0.241	-1.774	-2.573	1.299
每股股利	0.580	0.640	1.640	0.980	0.980	0.980
回报率						
净资产收益率	15.01%	15.20%	21.16%	28.61%	30.24%	29.63%
总资产收益率	7.31%	7.31%	7.73%	8.02%	7.43%	7.37%
投入资本收益率	10.51%	12.37%	13.87%	13.10%	12.04%	11.64%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.94%	27.88%	48.22%	68.42%	56.11%	34.67%
EBIT 增长率	8.52%	22.35%	63.96%	56.73%	36.82%	24.20%
净利润增长率	4.82%	10.34%	51.99%	68.95%	37.36%	29.19%
总资产增长率	1.24%	10.36%	43.68%	62.86%	48.43%	30.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.3	54.8	41.5	60.0	58.0	55.0
存货周转天数	64.2	52.3	51.3	55.9	57.0	55.0
应付账款周转天数	60.1	54.6	50.4	55.0	53.3	52.9
固定资产周转天数	13.6	12.0	9.7	5.4	3.4	2.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.05%	-20.71%	-2.71%	27.76%	50.58%	39.07%
EBIT 利息保障倍数	-37.4	-40.9	26.3	-30.2	-33.1	-19.3
资产负债率	51.13%	51.77%	63.37%	71.91%	75.41%	75.09%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	7	10	29
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.22	1.23	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究