

工业富联 (601138.SH)

优于大市

上半年净利润同比近翻倍，AI 服务器与高速交换机持续高增

核心观点

上半年营收同比增长 55%，归母净利润同比增长 96%。公司发布 2026 年半年度报告，1H26 实现营业收入 5578.61 亿元 (YoY 54.64%)，主要受益于全球算力基础设施规模加速投入和迭代；归母净利润 237.40 亿元 (YoY 95.99%)，扣非归母净利润 229.84 亿元 (YoY 96.99%)，毛利率 7.15% (YoY 0.55pct)。

二季度营业收入同比增长 53%，归母净利润同比增长 91%。公司 2Q26 实现营业收入 3067.83 亿元 (YoY 53.13%, QoQ 22.19%)，归母净利润 131.46 亿元 (YoY 91.00%, QoQ 24.08%)，扣非归母净利润 127.35 亿元 (YoY 88.24%, QoQ 24.25%)，毛利率 6.99% (YoY 0.49pct, QoQ -0.36pct)。

AI 服务器出货量大幅增加，下一代产品蓄势量产。上半年云计算业务延续高速增长态势，板块营收同比增长 75.7%，AI 相关业务贡献持续扩大。其中，AI 服务器出货大幅提升，GPU 及 ASIC 业务同步放量。上半年，云服务商 AI 服务器营收同比增长 2.3 倍，GPU AI 机柜出货量同比增长 3.2 倍；ASIC AI 机柜出货量同比增长 3 倍，ASIC CPU 服务器出货量同比增长 2.5 倍，全球 AI 服务器龙头地位进一步夯实。公司积极拓展多元化新客户群体，客户结构进一步优化。公司正持续与客户推动下一代产品的合作，其中在 Vera Rubin 平台已实现前瞻卡位，交付能力与供应链整合深度稳居行业第一梯队。

算力互联需求爆发，高速交换机持续高增。上半年通信及移动网络设备业务营收稳健增长，出货量与市场份额继续保持行业领先。其中，数据中心高速网络营收同比增长 1 倍，800G 以上数据中心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，新产品研发与客户导入稳步推进。公司产品组合已全面覆盖 Ethernet、InfiniBand 及 NVLink Switch 等多元技术路线，CPO 全光交换机已实现样机交货，高速交换机市场占有率稳居行业前列。此外，受益于大客户智能手机高端机型的稳定出货，以及 AI 手机带来的消费电子结构性升级机遇，公司终端精密机构件业务经营表现稳健。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司作为高端智能制造服务商将充分受益于算力需求释放带来的基础设施建设浪潮，考虑其最新业绩情况及后续产品特别是新品产能爬坡周期、出货节奏及业绩释放与增长预期，适当调整盈利预测，预计 2026-2028 年营业收入 14405.58/19234.27/24392.99 亿元 (2026-2027 年前值 17027.69/21717.56 亿元)，归母净利润 609.05/816.03/1039.19 亿元 (2026-2027 年前值 693.09/874.57 亿元)，当前股价对应 PE 为 21.6/16.1/12.7 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品拓展不及预期，下游需求不及预期，客户导入不及预期等。

公司研究·财报点评

电子·消费电子

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

S0980525080004

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

66.19 元

总市值/流通市值

1313480/1313480 百万元

52 周最高价/最低价

84.95/41.66 元

近 3 个月日均成交额

13494.88 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《工业富联 (601138.SH) - 第三季度利润同比增长 62%，AI 服务器整机柜方案持续放量》——2025-11-04

《工业富联 (601138.SH) - 二季度利润同比增长 51%，GB200 系列出货量持续攀升》——2025-08-13

《工业富联 (601138.SH) - 预告上半年利润增长 36.8%-39.1%，云计算业务营收持续高增》——2025-07-08

《工业富联 (601138.SH) - 2024 年收入增长 28%，AI 服务器带动云计算业务高增》——2025-05-11

《工业富联 (601138.SH) - 前三季度收入增长 33%，AI 服务器营收占比强劲提升》——2024-11-04

盈利预测和财务指标

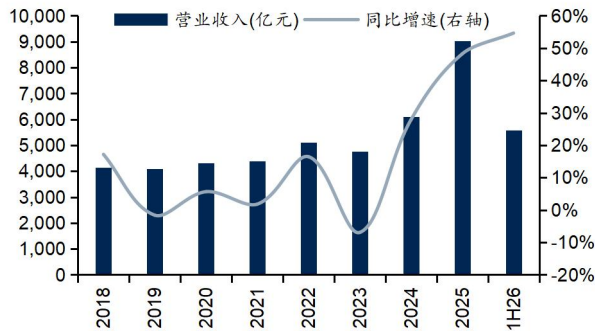
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	609,135	902,887	1,440,558	1,923,427	2,439,299
(+/-%)	27.9%	48.2%	59.6%	33.5%	26.8%
净利润(百万元)	23216	35286	60905	81603	103919
(+/-%)	10.3%	52.0%	72.6%	34.0%	27.3%
每股收益(元)	1.17	1.78	3.07	4.11	5.23
EBIT Margin	4.4%	4.9%	5.2%	5.4%	5.4%
净资产收益率 (ROE)	15.2%	21.2%	31.5%	35.4%	37.2%
市盈率 (PE)	56.6	37.3	21.6	16.1	12.7
EV/EBITDA	46.4	31.7	21.7	17.0	14.3
市净率 (PB)	8.61	7.88	6.81	5.71	4.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



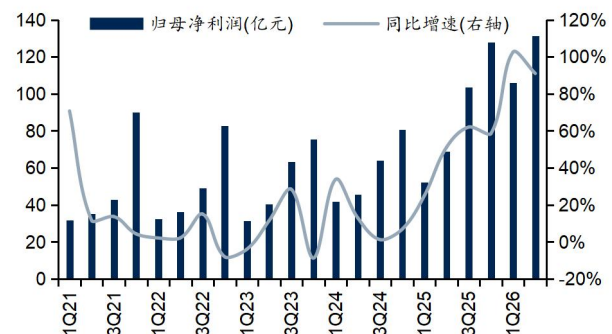
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元，%）



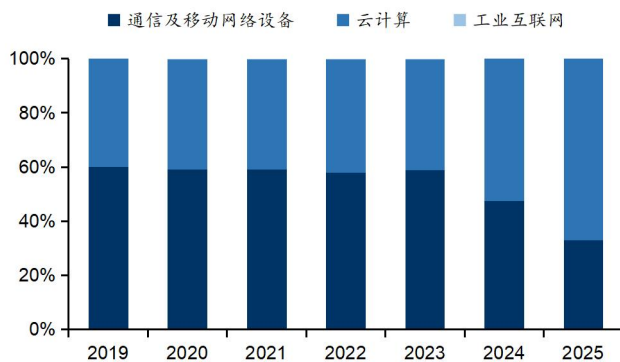
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度归母净利润及增速（亿元，%）



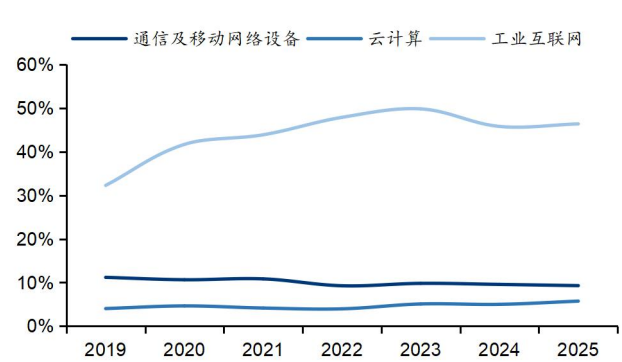
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司分产品营收占比



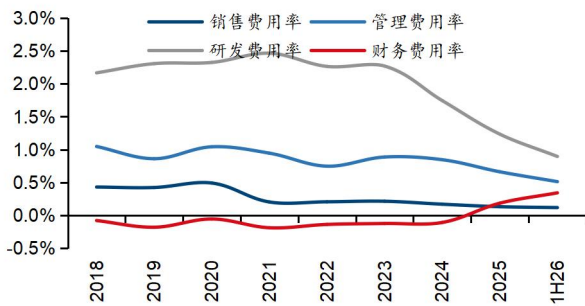
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司分产品毛利率（%）



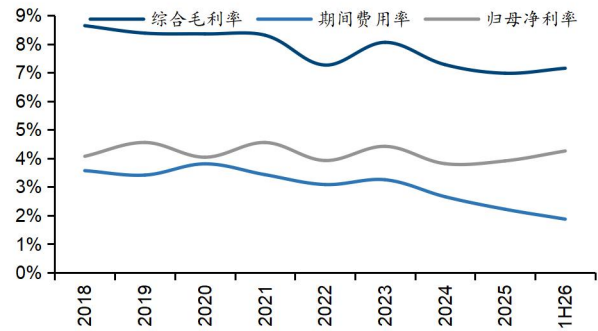
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司费用率



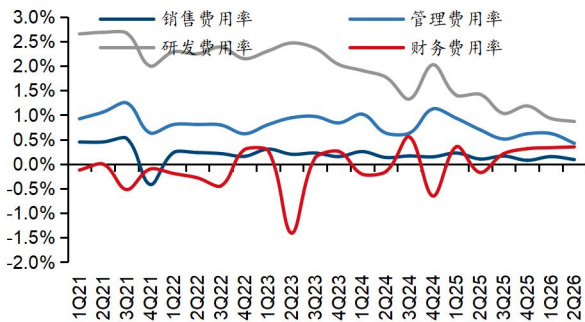
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司毛利率、净利率、费用率（%）



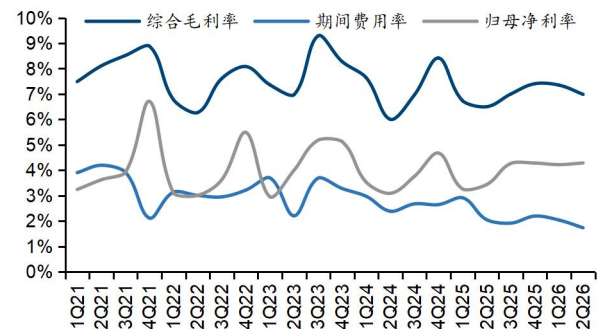
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度毛利率、净利率、费用率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	72434	110025	115947	125610	131576	营业收入	609135	902887	1440558	1923427	2439299
应收款项	95477	111394	224557	279537	345234	营业成本	564814	839902	1337780	1783870	2262201
存货净额	85266	150913	226419	297831	389334	营业税金及附加	663	657	1255	1722	2028
其他流动资产	20832	30441	35422	59045	72184	销售费用	1036	1193	2161	2885	3659
流动资产合计	274008	402772	602345	762023	938328	管理费用	5156	5984	9412	12551	15904
固定资产	23183	31862	41454	49485	56843	研发费用	10631	11151	14406	19234	24393
无形资产及其他	1279	1209	1161	1113	1064	财务费用	(656)	1673	3465	5609	6875
其他长期资产	12749	15046	15046	15046	15046	投资收益	(975)	(558)	(733)	(755)	(682)
长期股权投资	6305	5334	3040	1660	111	资产减值及公允价值变动	(1614)	(1301)	(1518)	(2602)	(3260)
资产总计	317524	456224	663046	829327	1011393	其他	1032	578	983	696	560
短期借款及交易性金融负债	40987	105778	173756	209704	238718	营业利润	25935	41047	70811	94895	120857
应付款项	93835	137955	224615	296883	376252	营业外净收支	38	(4)	30	21	16
其他流动负债	24057	36665	60227	78150	99981	利润总额	25974	41042	70842	94916	120872
流动负债合计	158879	280399	458598	584737	714951	所得税费用	2719	5713	9861	13212	16826
长期借款及应付债券	0	4	4	4	4	少数股东损益	39	44	75	101	128
其他长期负债	5508	8707	10878	13848	16627	归属于母公司净利润	23216	35286	60905	81603	103919
长期负债合计	5508	8710	10881	13851	16631	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	164387	289110	469480	598588	731582	净利润	23255	35329	60980	81704	104047
少数股东权益	445	336	411	512	640	资产减值准备	1120	1483	1702	2580	3375
股东权益	152691	166778	193155	230227	279171	折旧摊销	5051	6574	6765	9461	11964
负债和股东权益总计	317524	456224	663046	829327	1011393	公允价值变动损失	494	(182)	(184)	23	(115)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	2327	3336	3465	5609	6875
每股收益	1.17	1.78	3.07	4.11	5.23	营运资本变动	(13394)	(33497)	(81074)	(56877)	(66244)
每股红利	0.70	0.84	1.74	2.24	2.77	其它	4966	(7806)	(5167)	(8188)	(10250)
每股净资产	7.69	8.40	9.72	11.59	14.05	经营活动现金流	23820	5238	(13512)	34310	49651
ROIC	18%	21%	25%	26%	28%	资本开支	(11281)	(17230)	(16309)	(17444)	(19273)
ROE	15%	21%	32%	35%	37%	其它投资现金流	383	(12516)	2294	1380	1548
毛利率	7%	7%	7%	7%	7%	投资活动现金流	(10898)	(29746)	(14015)	(16064)	(17725)
EBIT Margin	4%	5%	5%	5%	5%	权益性融资	43	9	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	6%	6%	6%	负债净变化	(7097)	4	0	0	0
收入增长	28%	48%	60%	34%	27%	支付股利、利息	(13832)	(16740)	(34529)	(44531)	(54975)
净利润增长率	10%	52%	73%	34%	27%	其它融资现金流	(3546)	64124	67978	35948	29014
资产负债率	52%	63%	71%	72%	72%	融资活动现金流	(24432)	47397	33449	(8583)	(25960)
息率	1.1%	1.3%	2.6%	3.4%	4.2%	现金净变动	(11041)	22449	5923	9663	5966
P/E	56.6	37.3	21.6	16.1	12.7	货币资金的期初余额	83352	72311	94759	100682	110345
P/B	8.6	7.9	6.8	5.7	4.7	货币资金的期末余额	72311	94759	100682	110345	116311
EV/EBITDA	46.4	31.7	21.7	17.0	14.3	企业自由现金流	4404	(6276)	(25589)	23944	39309
						权益自由现金流	(6239)	57851	39406	55064	62405

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032