

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	62.71
总股本/流通股本(亿股)	198.44 / 198.44
总市值/流通市值(亿元)	12,444 / 12,444
52周内最高/最低价	81.05 / 47.60
资产负债率(%)	63.4%
市盈率	35.23
第一大股东	China Galaxy Enterprise Limited

研究所

分析师: 万玮
SAC 登记编号: S1340525030001
Email: wanwei@cnpsec.com
分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

工业富联(601138)

AI 服务器、交换机高速增长

● 投资要点

AI 算力扩容驱动成长，云计算业务高增。AI 应用普及带动算力需求持续增长，各大云厂商与企业客户加码投入，GPU、ASIC 等多条算力技术路线并行发展。公司深度绑定头部客户；一方面推进下一代 AI 平台研发、拓展 ASIC 新项目，丰富客户结构，另一方面自研液冷散热核心零部件，强化一体化算力系统方案能力。26H1 云计算业务保持高增，同比营收增长 75.7%，AI 相关业务成为业绩核心驱动力，其中云服务商 AI 服务器营业收入同比增长 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。

算力互联需求旺盛，交换机与网卡出货大幅增长。AI 算力基建扩张带动高速网络需求上行，全球数据中心网络正由 400G/800G 向 1.6T 迭代，超大规模数据中心集群互联需求旺盛。26H1 公司数据中心高速网络营收同比翻倍，800G 以上交换机、Super NIC 网卡出货量均同比增长 1.4 倍；产品矩阵覆盖 Ethernet、InfiniBand、NVLink Switch 多条技术路线，CPO 全光交换机完成样机交付，高速交换机市占率保持行业领先。公司深化与头部客户合作，迭代高速交换机产品并优化产能，积极布局 CPO 等下一代技术，向更高带宽、更高能效方案升级。同时端侧 AI 驱动消费电子创新，智能手机高端化趋势明确，公司终端精密机构件依托大客户高端机型出货稳健，业务韧性突出。

● 投资建议：

我们预计公司 2026/2027/2028 年营收分别为 14632/19904/25479 亿元，归母净利润分别为 622/846/1094 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

技术迭代不及预期；市场竞争加剧；AI 服务器需求不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	902887	1463226	1990442	2547862
增长率(%)	48.22	62.06	36.03	28.00
EBITDA(百万元)	51092.11	84862.46	112380.86	141428.04
归属母公司净利润(百万元)	35285.56	62189.73	84642.14	109374.95
增长率(%)	51.99	76.25	36.10	29.22
EPS(元/股)	1.78	3.13	4.27	5.51
市盈率(P/E)	35.27	20.01	14.70	11.38
市净率(P/B)	7.46	5.71	4.24	3.18
EV/EBITDA	24.12	15.01	11.15	8.65

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	902887	1463226	1990442	2547862	营业收入	48.2%	62.1%	36.0%	28.0%
营业成本	839902	1360087	1849992	2367931	营业利润	58.3%	76.1%	36.2%	29.2%
税金及附加	657	878	995	1019	归属于母公司净利润	52.0%	76.2%	36.1%	29.2%
销售费用	1193	1610	2189	2548	获利能力				
管理费用	5984	9365	12739	16052	毛利率	7.0%	7.0%	7.1%	7.1%
研发费用	11151	16388	22094	28026	净利率	3.9%	4.3%	4.3%	4.3%
财务费用	1673	2767	4132	5496	ROE	21.2%	28.6%	28.8%	28.0%
资产减值损失	-1483	-1483	-1483	-1483	ROIC	13.3%	16.3%	16.3%	16.1%
营业利润	41047	72291	98445	127190	偿债能力				
营业外收入	92	0	0	0	资产负债率	63.4%	68.2%	68.4%	67.5%
营业外支出	96	0	0	0	流动比率	1.44	1.39	1.42	1.46
利润总额	41042	72291	98445	127190	营运能力				
所得税	5713	10063	13703	17705	应收账款周转率	8.80	8.69	7.77	7.92
净利润	35329	62228	84741	109485	存货周转率	7.11	7.18	6.95	6.70
归母净利润	35286	62190	84642	109375	总资产周转率	2.33	2.56	2.46	2.39
每股收益(元)	1.78	3.13	4.27	5.51	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.78	3.13	4.27	5.51
货币资金	110025	149715	238834	337690	每股净资产	8.40	10.97	14.78	19.71
交易性金融资产	282	282	282	282	估值比率				
应收票据及应收账款	110744	225881	286418	357153	PE	35.27	20.01	14.70	11.38
预付款项	431	780	1055	1308	PB	7.46	5.71	4.24	3.18
存货	150913	227796	304884	401779	现金流量表				
流动资产合计	402772	637876	888025	1166963	净利润	35329	62228	84741	109485
固定资产	24037	16452	8868	1283	折旧和摊销	8360	9805	9805	8742
在建工程	7825	12476	17128	21779	营运资本变动	-42454	-87873	-63133	-74442
无形资产	1209	1209	1209	1209	其他	4002	3993	6468	7907
非流动资产合计	53451	48453	42329	37268	经营活动现金流净额	5238	-11847	37881	51692
资产总计	456224	686329	930354	1204231	资本开支	-16445	-4247	-4098	-3838
短期借款	104229	172466	240703	308940	其他	-13301	-130	-223	-558
应付票据及应付账款	137955	223394	303861	388933	投资活动现金流净额	-29746	-4377	-4322	-4396
其他流动负债	38215	62094	81220	103484	股权融资	9	0	0	0
流动负债合计	280399	457955	625785	801357	债务融资	66424	68788	68705	68705
其他	8710	10240	10708	11176	其他	-19036	-12085	-13146	-17145
非流动负债合计	8710	10240	10708	11176	筹资活动现金流净额	47397	56703	55559	51560
负债合计	289110	468195	636493	812533	现金及现金等价物净增加额	22449	39691	89118	98857
股本	19858	19844	19844	19844					
资本公积金	29108	28327	28327	28327					
未分配利润	111108	156558	219489	300809					
少数股东权益	336	374	473	583					
其他	6704	13031	25728	42134					
所有者权益合计	167114	218134	293861	391698					
负债和所有者权益总计	456224	686329	930354	1204231					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048