

工业富联 (601138.SH)

AI服务器领军者，算力+网络+端侧多元布局

云计算硬件供应先锋，智能制造全球领先。公司主要业务包括通讯及移动网络设备、云计算和工业互联网三大板块，已实现对数字经济产业五大类——云及边缘计算、工业互联网、智能家居、5G及网络通讯设备、智能手机及智能穿戴设备的全覆盖。2025年上半年，公司AI服务器同比增长超50%，800G高速交换机营收较2024年全年增长近三倍，精密机构件业务出货量同比增长17%，共同驱动公司上半年营收同比增长35.58%至3,607.60亿元；归母净利润同比增长38.61%至121.13亿元。

AI服务器高景气，云计算业务深度受益。AI需求保持高景气，2025Q2，谷歌、Meta、亚马逊和微软四大海外CSP合计资本开支达到900亿美元，同比增长70%，环比增长25%，加速投入；2024年全年合计资本开支为2,285亿美元，同比增速55%。谷歌将2025年资本开支指引从750亿美元上调至850亿美元，Meta将全年预算提高至660-720亿美元（前值640-720亿美元），亚马逊表示需求已超供给，上调年度资本开支至约1,180亿美元，而微软Azure业务连续超预期，未来更多资金投入短期资产。公司GB200系列产品实现量产爬坡，良率持续改善，出货量逐季攀升。2025年二季度整体云计算营收较去年同期大幅增长逾50%，其中AI服务器业务同比增幅超60%，云服务商服务器收入更较去年同期激增1.5倍。公司凭借在大客户核心产品上的领先份额以及GPU模块与算力板等先进AI算力产品的批量出货，在第二季度迎来显著增长。根据鸿海精密25Q2法说会指引，公司Q3 AI服务器出货量qoq+300%，有望实现数倍增长，我们看好公司随着良率爬坡+份额提升，实现营收、利润的高速增长。

高速交换机出货攀升，大客户合作持续深化。交换机方面，VerifiedMarketReports测算2024年400G市场规模约89.1亿美元，2026-2033年CAGR约10.8%，至2033年有望达约226.6亿美元；DataInsightsMarket预测800G前景同样强劲，市场规模预计自2025年的约20亿美元增至2033年的约200亿美元，CAGR约35%。2024年，工业富联高速交换机产品组合已覆盖Ethernet、Infiniband与NVLink Switch的多元部署，400G高速交换机增长趋势显著，800G机型亦陆续启动出货并带动高阶占比提升；进入2025年上半年，800G交换机实现大量出货，其营收较2024年全年增长近三倍，高阶产品渗透率进一步上行。公司与客户合作研发的下一代产品也在进行当中，在数据中心高速互联市场的竞争优势进一步加强。精密结构件方面，2025年上半年受特定热销机型拉动，公司精密机构件出货量同比再增约17%，展现出优秀的交付与良率管理能力，我们预计精密结构件业务有望稳步上行。

盈利预测与投资建议：公司为AI服务器、高速交换机、精密结构件领军企业，充分受益于AI推动下云+端的高速发展。我们预计公司2025/2026/2027年分别实现营业收入9,718/16,537/22,059亿元，同比增长59.5%/70.2%/33.4%，实现归母净利润341/524/652亿元，同比增长47.1%/53.5%/24.3%，当前股价对应2025/2026/2027年PE分别为26/17/14X。公司正处于高速发展阶段，良率、效率持续提升，份额不断扩大，充分受益于AI浪潮，公司明后年估值相较于可比公司有一定的估值优势，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：成本管控风险、客户支出放缓风险、行业波动与技术迭代风险、数据相关风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	476,340	609,135	971,790	1,653,681	2,205,940
增长率 yoy (%)	-6.9	27.9	59.5	70.2	33.4
归母净利润(百万元)	21,040	23,216	34,148	52,425	65,163
增长率 yoy (%)	4.8	10.3	47.1	53.5	24.3
EPS 最新摊薄(元/股)	1.06	1.17	1.72	2.64	3.28
净资产收益率(%)	15.0	15.2	20.4	27.5	29.6
P/E(倍)	42.3	38.4	26.1	17.0	13.7
P/B(倍)	6.4	5.8	5.3	4.7	4.0

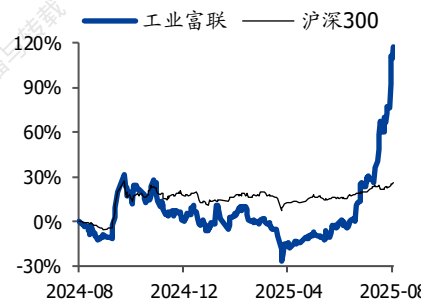
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年08月15日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	消费电子
08月15日收盘价(元)	44.86
总市值(百万元)	890,895.72
总股本(百万股)	19,859.47
其中自由流通股(%)	99.99
30日日均成交量(百万股)	189.51

股价走势



作者

分析师	郑震湘
执业证书编号:	S0680524120005
邮箱:	zhengzhenxiang@gszq.com
分析师	刘高畅
执业证书编号:	S0680518090001
邮箱:	liugaochang@gszq.com
分析师	余凌星
执业证书编号:	S0680525010004
邮箱:	shelingxing1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	252478	274008	401518	590761	755944
现金	83462	72434	66809	25065	10184
应收票据及应收账款	88474	94512	172350	285896	371854
其他应收款	853	965	2282	3155	4295
预付账款	255	353	589	959	1307
存货	76683	85266	146852	251232	327430
其他流动资产	2750	20479	12635	24454	40873
非流动资产	35227	43515	35958	28978	22176
长期投资	7180	6305	6320	6330	6330
固定资产	17712	20010	14835	9659	4462
无形资产	1004	1279	1189	1099	1009
其他非流动资产	9331	15923	13614	11890	10375
资产总计	287705	317524	437476	619739	778119
流动负债	138045	158879	259468	418538	543568
短期借款	41091	35992	65992	85992	105992
应付票据及应付账款	75028	93835	146174	257663	340828
其他流动负债	21925	29052	47303	74883	96749
非流动负债	9065	5508	10454	9892	13686
长期借款	7097	0	4000	3433	7222
其他非流动负债	1968	5508	6454	6459	6464
负债合计	147110	164387	269923	428430	557254
少数股东权益	408	445	458	476	528
股本	19866	19868	19868	19868	19868
资本公积	29143	29380	29380	29380	29380
留存收益	91867	103516	118736	142473	171978
归属母公司股东权益	140187	152691	167095	190832	220337
负债和股东权益	287705	317524	437476	619739	778119

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	43084	23820	-19946	-28494	2519
净利润	21018	23255	34161	52442	65215
折旧摊销	5967	6596	7023	7027	6802
财务费用	2482	2327	2758	4085	5158
投资损失	666	820	-486	165	662
营运资金变动	12774	-10843	-63534	-91997	-75084
其他经营现金流	176	1665	133	-217	-233
投资活动现金流	-4564	-10898	1575	85	-379
资本支出	-8670	-11012	158	385	433
长期投资	3713	73	-123	-135	-150
其他投资现金流	393	41	1541	-165	-662
筹资活动现金流	-24734	-24432	12987	-13335	-17022
短期借款	-9407	-5099	30000	20000	20000
长期借款	3612	-7097	4000	-567	3789
普通股增加	7	2	0	0	0
资本公积增加	651	237	0	0	0
其他筹资现金流	-19597	-12475	-21013	-32768	-40811
现金净增加额	14185	-11041	-5625	-41744	-14881

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	476340	609135	971790	1653681	2205940
营业成本	437964	564814	907170	1550392	2072080
营业税金及附加	381	663	919	1561	2189
营业费用	1024	1036	1652	2811	3750
管理费用	4226	5156	7774	13229	17648
研发费用	10811	10631	17006	28113	37501
财务费用	-586	-656	2033	3417	4907
资产减值损失	-543	-1120	-1000	-500	-500
其他收益	1250	1021	2581	3834	4889
公允价值变动收益	264	-494	100	120	150
投资净收益	-666	-975	486	-165	-662
资产处置收益	130	94	144	317	363
营业利润	23067	25935	37646	57943	72255
营业外收入	124	96	100	120	140
营业外支出	66	58	50	20	70
利润总额	23124	25974	37696	58043	72325
所得税	2106	2719	3534	5601	7110
净利润	21018	23255	34161	52442	65215
少数股东损益	-22	39	13	17	52
归属母公司净利润	21040	23216	34148	52425	65163
EBITDA	28721	33251	46752	68488	84034
EPS (元/股)	1.06	1.17	1.72	2.64	3.28

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-6.9	27.9	59.5	70.2	33.4
营业利润(%)	5.5	12.4	45.2	53.9	24.7
归属母公司净利润(%)	4.8	10.3	47.1	53.5	24.3
获利能力					
毛利率(%)	8.1	7.3	6.6	6.2	6.1
净利率(%)	4.4	3.8	3.5	3.2	3.0
ROE(%)	15.0	15.2	20.4	27.5	29.6
ROIC(%)	10.9	12.0	14.6	19.2	20.3
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	51.8	61.7	69.1	71.6
净负债比率(%)	-23.9	-18.0	7.4	38.5	50.8
流动比率	1.8	1.7	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.3	1.2	1.0	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.7	2.0	2.6	3.1	3.2
应收账款周转率	5.1	6.7	7.3	7.2	6.7
应付账款周转率	6.1	6.7	7.6	7.7	6.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.17	1.72	2.64	3.28
每股经营现金流(最新摊薄)	2.17	1.20	-1.00	-1.43	0.13
每股净资产(最新摊薄)	7.06	7.69	8.41	9.61	11.09
估值比率					
P/E	42.3	38.4	26.1	17.0	13.7
P/B	6.4	5.8	5.3	4.7	4.0
EV/EBITDA	9.3	12.0	19.3	14.1	11.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 15 日收盘价

内容目录

一、云计算硬件供应先锋，智能制造全球领先	5
1.1 AI 服务器制造龙头企业，全方位布局智能制造	5
1.2 股权结构稳定集中，高管团队资深	6
1.3 业务增长强劲，AI 服务器成主要引擎	8
二、AI 服务器高景气，云计算业务深度受益	10
2.1 AI 服务器需求旺盛，ODM 份额不断提升	10
2.2 云计算业务 25Q2 营收激增超 50%，AI 服务器驱动业绩迅猛增长	15
三、高速交换机出货攀升，大客户合作持续深化	19
3.1 交换机市场景气度提升，公司高速交换机业务加速上行	19
3.2 精密结构件业务稳定，大客户合作关系持续深化	20
四、盈利预测	22
4.1 业务拆分	22
4.2 投资建议	23
风险提示	24

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司产品布局	6
图表 3: 公司股权结构 (截至 2025.6.30)	7
图表 4: 公司董事会成员和部分高管	7
图表 5: 工业富联 2020-2025H1 营收及同比增速	8
图表 6: 工业富联 2020-2025H1 归母净利润及同比增速	8
图表 7: 工业富联 2020-2024 年产品营业收入结构占比 (%)	8
图表 8: 工业富联 2020-2024 分产品毛利率 (%)	8
图表 9: 工业富联 2020~2025H1 期间费用率	9
图表 10: 工业富联 2020~2025H1 销售毛利率、净利率、费用率	9
图表 11: 20Q1~25Q2 海外四大 CSP 资本开支 (亿美元)	10
图表 12: 21Q1~25Q2 海外四大 CSP 资本开支 yoy (%)	10
图表 13: 海外四大 CSP 资本开支用途	11
图表 14: 四大 CSP 资本开支 (亿美元)	11
图表 15: 全球 1Q24~4Q25 服务器和 AI 服务器出货量	12
图表 16: 2022~2025 年高阶和一般 AI 服务器出货量变化及预测	12
图表 17: 1Q20~2Q25 主要厂商服务器出货量	12
图表 18: Omdia 估计 2024 年全球服务器采购与供应情况	12
图表 19: OEM 与 ODM 对比	13
图表 20: 英伟达服务器型号对比	13
图表 21: GB200 和 GB300 量产节奏	14
图表 22: 台厂扩产节奏	15
图表 23: 工业富联云计算设备业务营业收入	16
图表 24: 工业富联云计算设备业务毛利	16
图表 25: 鸿海精密 AI 服务器进展	16
图表 26: 英伟达 GB200 Bianca 计算板	17
图表 27: “液对气”解决方案	18
图表 28: “液对液”解决方案	18
图表 29: 2020~2025 Q1 以太网交换机市场整体销售收入	19
图表 30: 800G 交换机市场份额预测 (亿美元)	19
图表 31: 25Q1 以太网交换机市场份额	20
图表 32: 工业富联通信及移动网络设备营收	20
图表 33: 2020~2025H1 智能手机市场份额	21

图表 34: 1Q20~2Q25 苹果手机出货量	21
图表 35: 工业富联收入拆分	22
图表 36: 可比公司估值分析	23

用户789704565于2025-08-22日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

一、云计算硬件供应先锋，智能制造全球领先

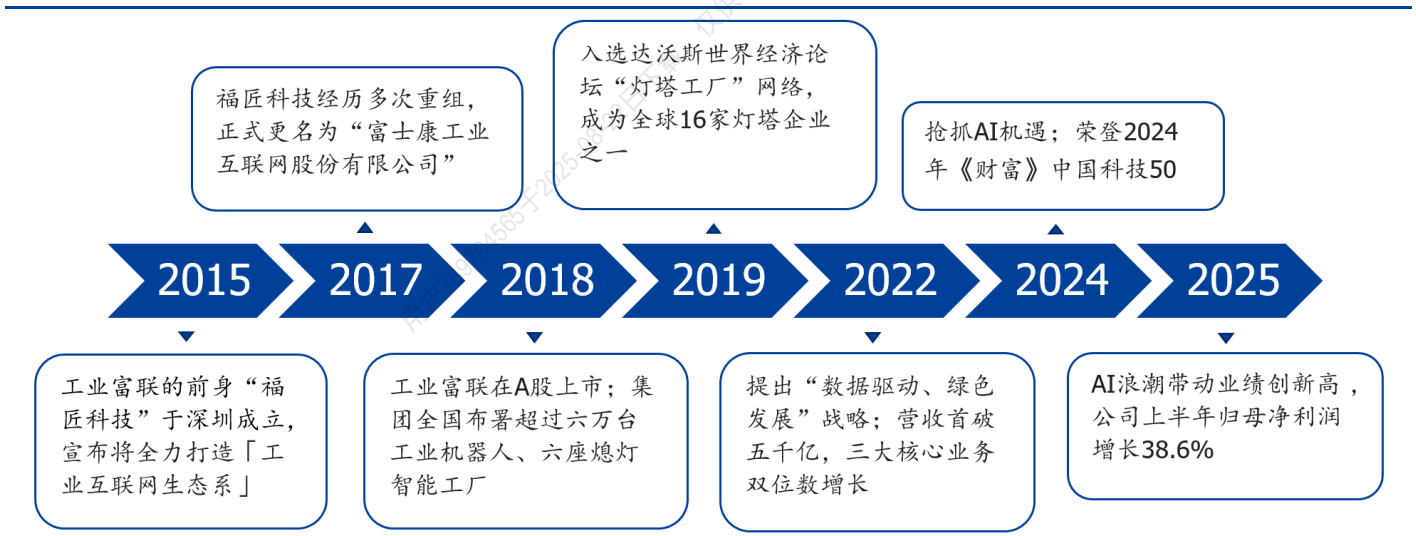
1.1 AI 服务器制造龙头企业，全方位布局智能制造

在当前 AI 技术驱动的浪潮中，工业富联凭借其在 AI 服务器、高速交换机、精密机构件等领域的研发与智能制造优势，已占据行业领先地位。公司作为一家全球领先的通信网络设备、云服务设备、精密工具及工业机器人专业设计制造服务商，依托全球化 AI 生产力布局，深度参与全球 AI 算力产业链。公司主要业务包括通讯及移动网络设备、云计算和工业互联网三大板块，已实现对数字经济产业五大类——云及边缘计算、工业互联网、智能家居、5G 及网络通讯设备、智能手机及智能穿戴设备的全覆盖。

公司发展历程可以分为以下四个部分：

- 1) 初创与重组（2015-2017年）：2015年3月“福匠科技”于深圳成立。2017年经历多次重组，吸收富士康集团核心业务，更名为“富士康工业互联网股份有限公司”。
- 2) 上市与初步布局（2018年）：2018年6月8日在上交所上市，上市后确立智能制造+工业互联网双轮驱动的转型发展战略。
- 3) 体量维稳与技术创新（2020年-2022年）：战略投资凌云光技术、鼎捷软件、思灵机器人，践行“数据驱动、绿色发展”战略，不断强化技术实力。
- 4) 把握 AI 机遇与持续发展（2023年至今）：以大模型与生成式 AI 为代表的技术持续突破，推动 AI 应用生态快速发展，AI 服务器和高速交换机等产品需求激增。工业富联抓住机遇，持续加大研发投入，深化客户合作，实现了公司业绩的高速增长。

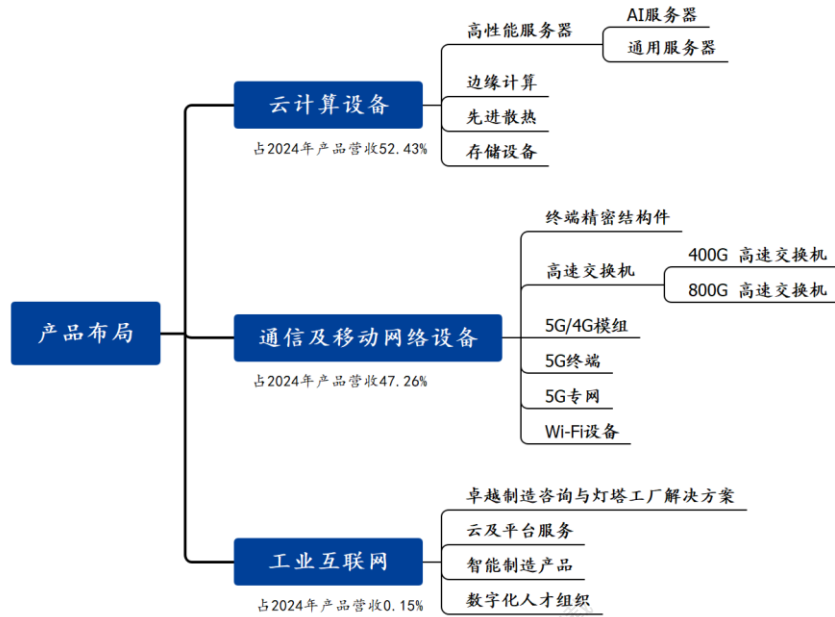
图表1：公司发展历程



资料来源：iFind，公司官网，国盛证券研究所

公司产品布局云计算、通信及移动网络设备以及工业互联网三大方面，产品矩阵丰富。在云计算领域，公司提供包括高性能服务器、边缘计算、先进散热和存储设备在内的产品与服务。通信及移动网络设备业务则覆盖了终端精密结构件和高速交换机等设备。而在工业互联网板块，公司提供智能制造产品、云及平台服务，以及卓越制造咨询与灯塔工厂解决方案，致力于数字化人才组织的建设。

图表2: 公司产品布局



资料来源: 公司官网, 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

公司积极寻求市场需求机会, 持续深耕主营业务并取得显著进展。2025年上半年, 公司受益于主营业务的持续高速放量, 整体业绩实现强劲增长。其中, 云计算业务继续充当核心驱动力, 25Q2 云服务商服务器营收同比增长超 150%, AI 服务器营收同比增长超 60%。通信及移动网络设备业务方面, 800G 高速交换机营收取得重大突破; 在精密机构件业务上, 公司通过深化合作与优化产品结构, 巩固了在核心客户群体的市场份额。工业互联网业务方面, 公司持续深化智能制造与工业互联网的融合, 截至 2024 年底已累计助力打造 13 座全球“灯塔工厂”。

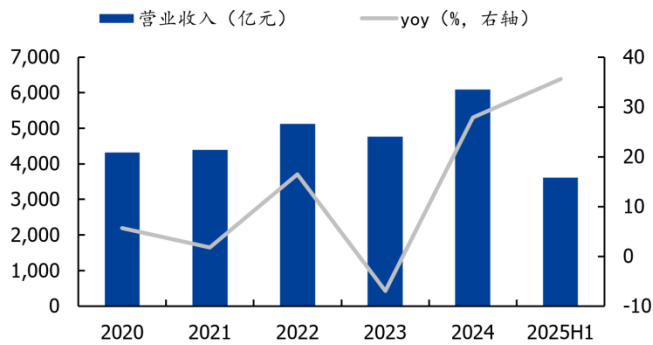
1.2 股权结构稳定集中, 高管团队资深

公司整体股权相对集中, 鸿海精密是实际控制人。鸿海精密持有中坚企业有限公司 100% 股份, 后者直接持有工业富联 36.72% 的股份, 再分别全资持有富泰华工业(深圳)有限公司、鸿富锦精密电子(郑州)有限公司, 两个子公司合计持有工业富联 24.99% 的股份, 故鸿海精密通过中坚企业有限公司共计持有工业富联 61.71% 的股份。此外, Ambit Microsystems (Cayman) Ltd 和富士康科技集团有限公司分别持有工业富联 9.58% 和 8.24% 的股份。

1.3 业务增长强劲，AI 服务器成主要引擎

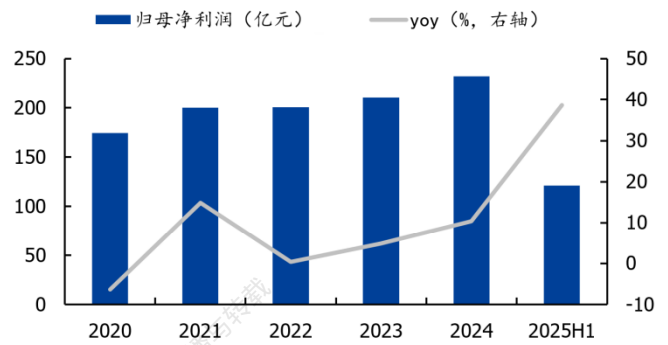
核心业务持续放量驱动营收利润高增。2023年在行业短期调整背景下，公司营收小幅回落，2024年随AI服务器与高速交换机产品放量，业绩快速提升，全年营收升至6,091.35亿元，同比大增27.88%，归母净利润亦增长至232.16亿元，同比提升10.34%。进入2025年上半年，公司AI服务器同比增长超50%，800G高速交换机营收较2024全年增长近三倍，精密机构件业务出货量同比增长17%，共同驱动公司上半年营收同比增长35.58%至3,607.60亿元；归母净利润同比增长38.61%至121.13亿元。

图表5: 工业富联 2020-2025H1 营收及同比增速



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

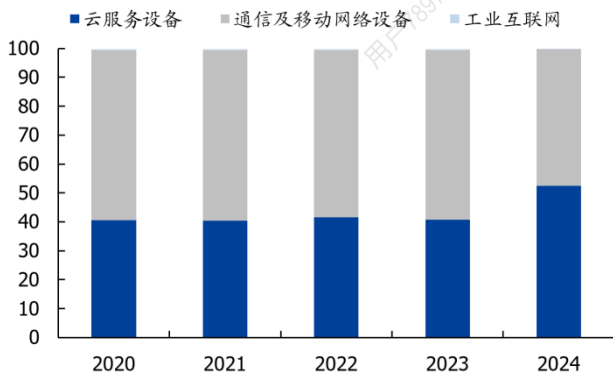
图表6: 工业富联 2020-2025H1 归母净利润及同比增速



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

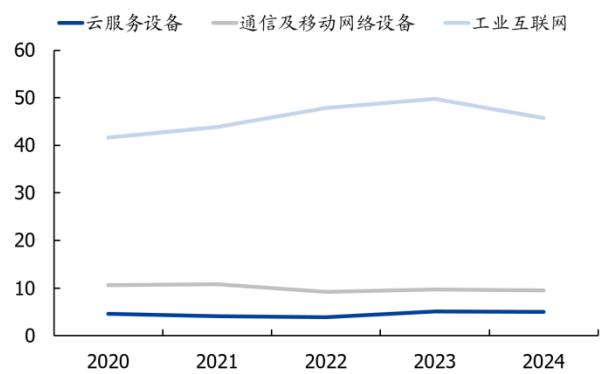
AI应用生态进入快速增长阶段，公司战略聚焦AI服务器实现业绩迅猛增长与营收结构转型。近两年，全球多家大型云服务商对AI基础设施建设资本开支延续扩张趋势，高端AI服务器需求激增；公司依托AI全产业链垂直整合及智能制造等优势，主营业务实现突破性进步。2024年云服务设备营收在产品营收中的占比已经增至52.43%，随着25Q1/Q2公司AI服务器收入同比超过50%/60%、云服务商服务器营收同比增长超60%/150%，云服务设备在产品营收中的占比将呈升高趋势。

图表7: 工业富联 2020-2024 年产品营业收入结构占比 (%)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

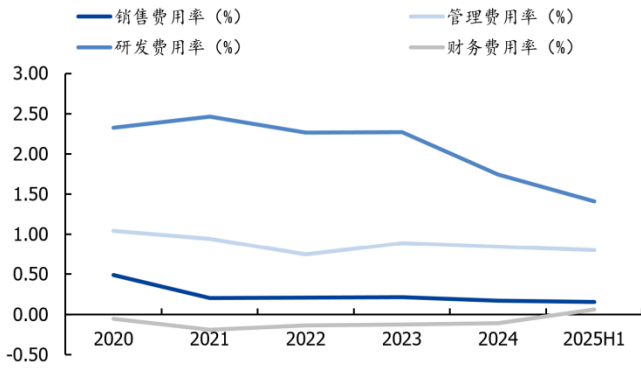
图表8: 工业富联 2020-2024 分产品毛利率 (%)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

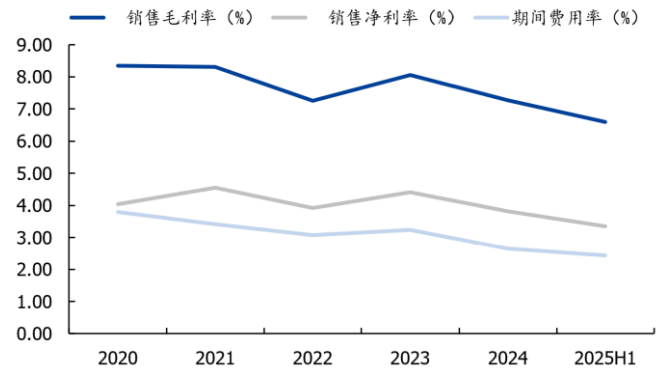
公司规模扩张带动费用率持续优化。在全球AI算力需求持续增长的驱动下，公司在20年~24年连续五年保持研发费用超百亿元高位，25H1研发投入达50.95亿元，同步加快海外及本土产能布局，实现AI服务器产品线从组装到出货的全流程自动化，显著提升良率与出货效率。在营收规模快速扩张的背景下，研发费用率被稀释。公司费用管控效果亦突出，20年~25Q1期间费用率稳中有降，销售费用率和管理费用率保持稳定，20年~24年财务费用率持续为负，直至25H1才转正。

图表9: 工业富联 2020~2025H1 期间费用率



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表10: 工业富联 2020~2025H1 销售毛利率、净利率、费用率



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

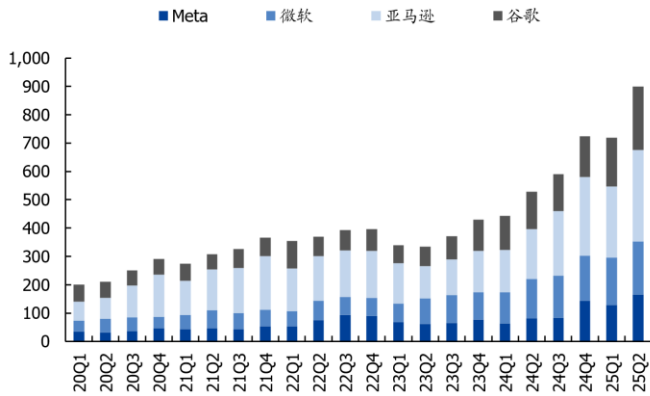
用户789704565于2025-08-22日下载, 仅供本人内部使用, 不可传播与转载

二、AI 服务器高景气，云计算业务深度受益

2.1 AI 服务器需求旺盛，ODM 份额不断提升

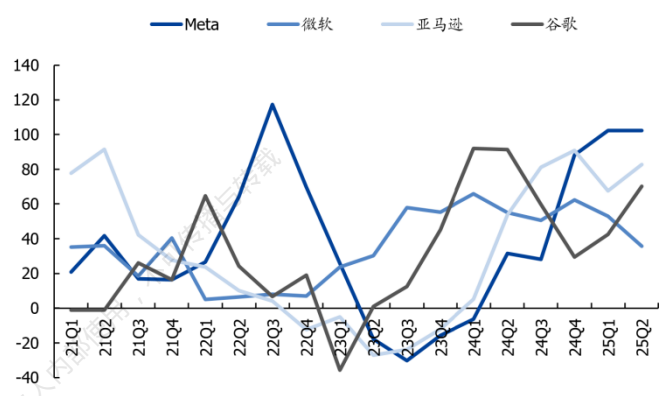
四大海外 CSP 对 AI 服务器及相关基础设施的投资力度不断加码。2025Q2，谷歌、Meta、亚马逊和微软四大海外 CSP 合计资本开支达到 900 亿美元，同比增长 70%，环比增长 25%，加速投入；2024 年全年合计资本开支为 2,285 亿美元，同比增速 55%。谷歌将 2025 年资本开支指引从 750 亿美元上调至 850 亿美元，Meta 将全年预算提高至 660-720 亿美元（前值 640-720 亿美金），亚马逊表示需求已超供给，上调年度资本开支至约 1,180 亿美元，而微软 Azure 业务连续超预期，未来更多资金投向短周期资产。

图表11: 20Q1~25Q2 海外四大 CSP 资本开支 (亿美元)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表12: 21Q1~25Q2 海外四大 CSP 资本开支 yoy (%)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

四大海外 CSP AI+ 商业模式陆续形成闭环。

- ✓ Meta 大举投资 AI 后，用户时长和每日活跃用户跃升，AI 驱动广告效率提高，促使公司营收快速增长。25Q2，Meta 的应用程序家族总营收达到 471 亿美元，同比增长 22%，其中广告营收为 466 亿美元，同比增长 21%，Facebook 的平均使用时长环比跃升 5%，Instagram 增长 6%。
- ✓ 谷歌对 AI 基础设施的大规模投资使其成为 openai 选择的云平台，也推动 Gemini 使用量大幅增长，其 25Q2 日请求量环比增长超 50%，月活跃用户已超 4.5 亿；同时，AI Mode 在美国和印度累计超过 1 亿月活跃用户；AI Overviews 作为谷歌搜索页面顶部的摘要框，通过提供直接答案提升了搜索量逾 10%，从而带动了搜索板块额外销售额。
- ✓ 微软大举加码数据中心投资，25Q2 Azure 等业务收入全面提速。服务器产品与云服务收入同比增长 27%，主要由 Azure 及其他云服务收入同比增长 39% 所推动；公司生产力与业务流程部门凭借 Microsoft 365、Dynamics 365 及 Copilot 系列 AI 功能实现同比增长 16%；更个性化计算部门中，AI 驱动的广告和新闻广告收入同比增长 21%，助力部门营收达 135 亿美元。
- ✓ 亚马逊实现 AWS 25Q2 销售额同比增长 17.5%。Amazon Bedrock 持续引入 Claude 4 等新模型，AgentCore 与 Kiro 等开发工具陆续落地，AI 驱动的 Alexa+ 和购物助手等新产品上线。自研 Trainium 2 等定制芯片为推理工作负载提供 30%-40% 更优价格-性能比。这些举措放大了企业从本地 IT 向云端迁移的动能，令 AWS 收入重回加速轨道。

图表13: 海外四大 CSP 资本开支用途

CSP	资本开支用途
Meta	主要投向吉瓦级Prometheus和Hyperion计算集群，为下一代AI模型提供动力，将AI直接嵌入其应用程序、广告和硬件以创造营收。 微软FY25Q4逾半用于未来15年以上货币化的长期数据中心和网络基础设施建设，剩余支出则主要用于采购高性能CPU/GPU服务器以满足Azure及AI业务的激增需求；公司预计FY26整体增速将放缓、投资重心更多转向生命周期更短资产，以提升资本配置的灵活性和对AI驱动市场变化的快速响应能力。
亚马逊	公司将资金主要投向AWS以应对供不应求的生成式AI服务需求，包括大规模扩建数据中心与电力基础设施、采购Trainium2定制训练芯片，以及全球履约与运输网络的自动化升级，同时通过扩大Amazon Bedrock模型库（新增Claude 4等）、推出AgentCore AI代理部署工具和Kiro开发平台等举措提升算力供应和开发者效率。
谷歌	2025年资本支出预算重点用于技术基础设施建设。2Q25资本支出中约三分之二投资于服务器，用于采购高性能服务器和AI加速芯片，以提升Google Cloud及内部AI模型的运算能力；约三分之一用于数据中心和网络设备。

资料来源: Ainvest, GeekWire, CFODIVE, Amazon, datacenterfrontier, CNBC, theGuardian, 国盛证券研究所

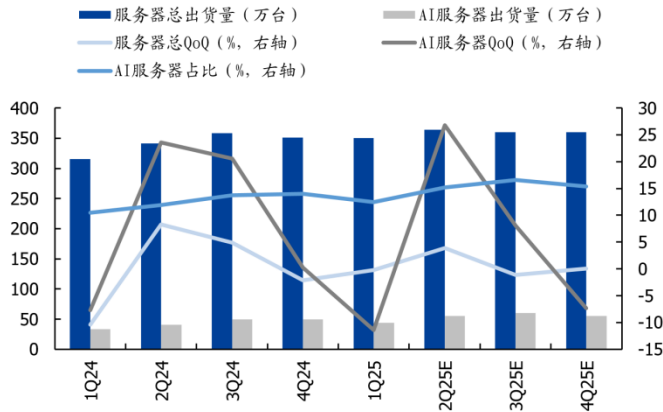
图表14: 四大 CSP 资本开支 (亿美元)

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
Meta																						
资本开支	36	33	37	46	43	46	43	54	54	76	94	91	68	62	65	77	64	82	84	144	129	165
经营活动现金流量净额	110	39	98	140	122	132	141	181	141	122	97	145	140	173	204	194	192	194	247	280	240	256
总收入	177	187	215	281	262	291	290	337	279	288	277	322	286	320	341	401	365	391	406	484	423	475
归母净利润	49	52	78	112	95	104	92	103	75	67	44	47	57	78	116	140	124	135	157	208	166	183
资本开支/经营活动现金流量净额	32%	84%	38%	33%	35%	35%	31%	30%	39%	62%	97%	62%	49%	36%	32%	40%	33%	42%	33%	52%	54%	65%
资本开支/总收入	20%	17%	17%	16%	16%	16%	15%	16%	19%	26%	34%	28%	24%	19%	19%	19%	18%	21%	20%	30%	31%	35%
资本开支/归母净利润	73%	63%	47%	41%	45%	44%	47%	52%	73%	113%	213%	194%	120%	80%	56%	55%	52%	61%	53%	69%	78%	90%
微软																						
资本开支	38	47	49	42	51	65	58	59	53	69	63	63	66	89	99	97	110	139	149	158	167	188
经营活动现金流量净额	175	187	193	125	222	227	245	145	254	246	232	112	244	288	306	189	319	372	342	223	370	426
总收入	350	380	372	431	417	462	453	517	494	519	501	527	529	562	565	620	619	647	656	696	701	764
归母净利润	108	112	139	155	155	165	205	188	167	167	176	164	183	201	223	219	219	220	247	241	258	272
资本开支/经营活动现金流量净额	22%	25%	25%	33%	23%	28%	24%	41%	21%	28%	27%	56%	27%	31%	32%	52%	34%	37%	44%	71%	45%	44%
资本开支/总收入	11%	12%	13%	10%	12%	14%	13%	11%	11%	13%	13%	12%	12%	16%	18%	16%	18%	21%	23%	23%	24%	25%
资本开支/归母净利润	35%	42%	35%	27%	33%	39%	28%	31%	32%	41%	36%	38%	36%	45%	44%	45%	50%	63%	60%	66%	65%	69%
亚马逊																						
资本开支	68	75	111	148	121	143	157	189	150	157	164	166	142	115	125	146	149	176	226	278	250	322
经营活动现金流量净额	31	206	120	304	42	127	73	221	-28	90	114	292	48	165	212	425	190	253	260	456	170	325
总收入	755	889	961	1,256	1,085	1,131	1,108	1,374	1,164	1,212	1,271	1,492	1,274	1,344	1,431	1,700	1,433	1,480	1,589	1,878	1,557	1,677
归母净利润	25	52	63	72	81	78	32	143	-38	-20	29	3	32	68	99	106	104	135	153	200	171	182
资本开支/经营活动现金流量净额	222%	36%	92%	49%	287%	112%	215%	86%	-536%	175%	144%	57%	297%	70%	59%	34%	79%	70%	87%	61%	147%	99%
资本开支/总收入	9%	8%	12%	12%	11%	13%	14%	14%	13%	13%	11%	11%	9%	9%	9%	10%	12%	14%	15%	16%	19%	19%
资本开支/归母净利润	268%	142%	175%	205%	149%	184%	499%	132%	-389%	-775%	570%	5968%	448%	170%	126%	137%	143%	131%	148%	139%	146%	177%
谷歌																						
资本开支	60	56	54	55	59	55	68	64	98	68	73	76	63	69	82	110	121	132	131	143	172	224
经营活动现金流量净额	115	140	170	227	193	219	255	249	251	194	234	236	235	287	307	189	288	266	307	391	362	277
总收入	412	383	462	569	553	619	651	753	680	697	691	760	698	746	767	863	805	847	883	965	902	964
归母净利润	68	70	112	152	179	185	189	206	164	160	139	136	151	184	197	207	237	236	263	265	345	282
资本开支/经营活动现金流量净额	52%	40%	32%	24%	31%	25%	27%	26%	39%	35%	31%	32%	27%	24%	27%	58%	42%	49%	43%	36%	48%	81%
资本开支/总收入	15%	15%	12%	10%	11%	9%	10%	8%	14%	10%	11%	10%	9%	9%	11%	13%	15%	16%	15%	15%	19%	23%
资本开支/归母净利润	88%	80%	48%	36%	33%	30%	36%	31%	60%	43%	52%	56%	42%	38%	42%	53%	51%	56%	50%	54%	50%	80%

资料来源: iFind, 国盛证券研究所

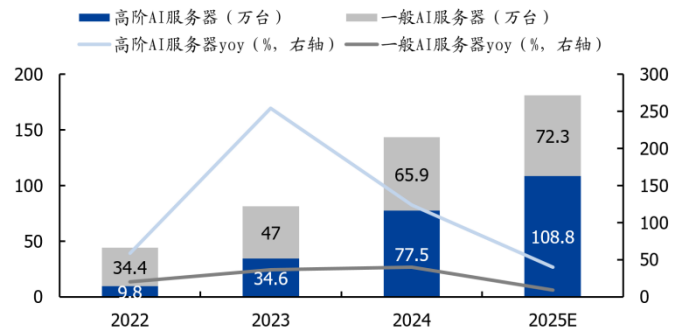
AI 服务器高景气延续，Blackwell 加速接棒。展望 2024-2025 年，全球服务器出货量稳步上行，而 AI 服务器凭强算力需求成为核心增量引擎：TrendForce 预计，AI 机型单季出货将由 24Q1 的 33 万台攀升至 25Q4 的 55.5 万台，期间复合增速显著跑赢传统机型，占比呈上升趋势。结构上，高阶 AI 服务器量价齐升，2024 年首次在出货上超越一般 AI 机型；高阶服务器产品覆盖 NVIDIA H200、B200/B300、MI 系列以及全球八大 CSP 自研训练 ASIC，预计至 2025 年高阶机型将占 AI 服务器出货的 60%，同比增长逾 40%。硬件平台迭代节奏加快，NVIDIA GPU 正由 Hopper 向 Blackwell 过渡，B300、GB300 等新品有望在 2025 年成为市场主流。TrendForce 集邦咨询预计，2025 年 Blackwell GPU 将占英伟达高端 GPU 出货量的 80%以上，行业景气度有望在量增与结构升级双重驱动下延续。

图表15: 全球1Q24~4Q25服务器和AI服务器出货量



资料来源: TrendForce, 国盛证券研究所

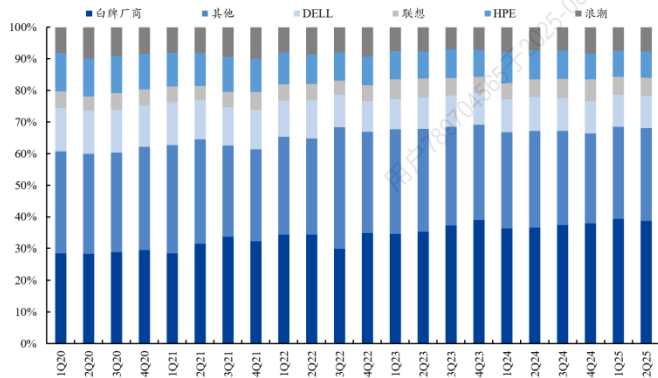
图表16: 2022~2025年高阶和一般AI服务器出货量变化及预测



资料来源: Digitimes, 国盛证券研究所

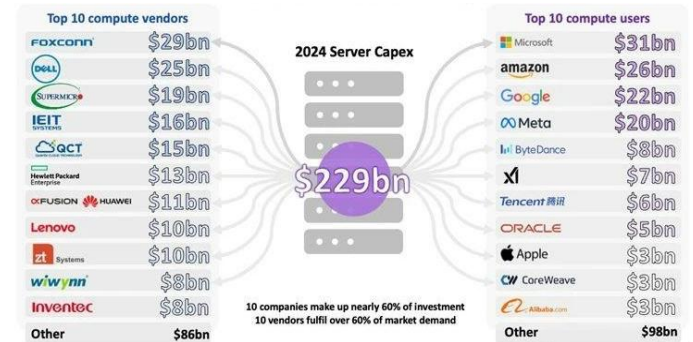
ODM 份额持续攀升。英伟达服务器市场一般可分为品牌厂商（戴尔、超微、HPE、联想等）和代工厂商（工业富联、广达、英业达、纬创、纬颖、ZT系统等）。ODM 厂按照品牌商提供的框架要求参与部分设计后采购原材料、生产服务器并直接销售给品牌商。在OEM 模式下，品牌商提供服务器生产方案，OEM 厂不参与设计，为品牌厂商提供加工制造服务。由于微软、亚马逊、谷歌和 Meta 等各大 CSP 继续定制自己的服务器，ODM 份额攀升，1Q20 到 2Q25，ODM 厂商在全球服务器出货中的占比已由 28.52% 提升至 38.74%。据 Omdia 测算，2024 全球服务器资本支出 2,299 亿美元，需求端四大 CSP 占 43%，十大云客户占 57%。在供给端，前十大供应商占总出货价值的 62%，采购与供应形成紧密绑定格局。

图表17: 1Q20~2Q25 主要厂商服务器出货量



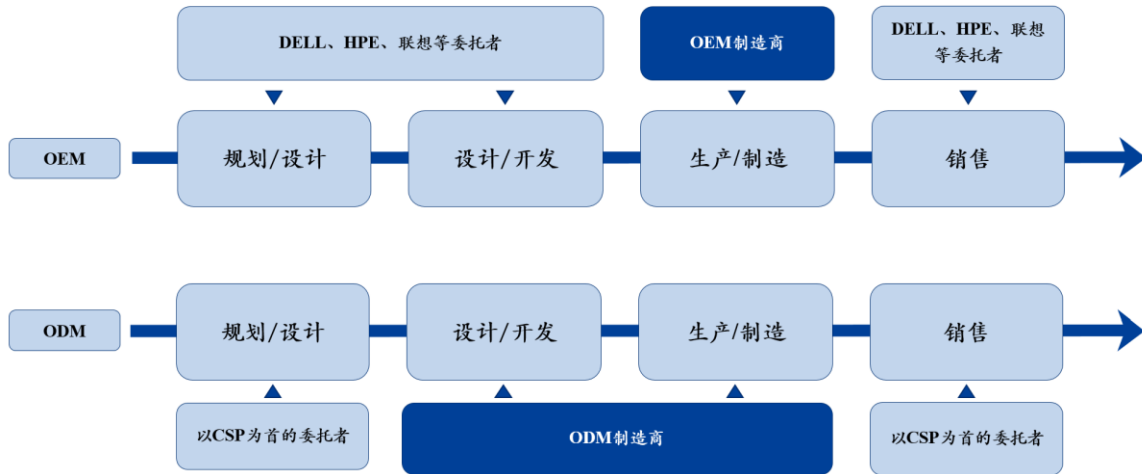
资料来源: TrendForce, 国盛证券研究所

图表18: Omdia 估计 2024 年全球服务器采购与供应情况



资料来源: Omdia, 国盛证券研究所

图表19: OEM与ODM对比



资料来源: profuture, 国盛证券研究所

英伟达 GPU 技术迭代迅速。从英伟达 GPU 产品线的演进轨迹来看, 公司通过技术升级实现了从 H100 到 H200 的内存优化, 再到 GB200 的架构革新, 以及最新 GB300 的性能突破。H100 作为基于 Hopper 架构的首代产品, 搭载 80GB HBM3 内存和 3.35TB/s 带宽 (SXM 版本)。H200 则在保持相同 700W 功耗的前提下, 通过升级至 141GB HBM3e 内存和 4.8TB/s 带宽 (SXM 版本), 实现了 76% 的内存容量提升和 43% 的带宽增强, 针对内存密集型工作负载进行优化。到了 GB200, 英伟达引入了革命性的 Blackwell 架构。GB200 NVL72 版本机架由 18 个 1U 计算托盘和 9 个 NVSwitch 托盘组成, 每个计算托盘包含 2 个 Bianca 板, 每个 Bianca 主板包含 1 个 Grace CPU 和 2 个 Blackwell GPU。GB200 NVL72 将 GPU 内存升级至 13.4 TB HBM3e, 带宽提升至 576 TB/s, 在训练性能上相比 H100 实现了高达 4 倍的提升, 推理性能更是达到了 30 倍的飞跃。最新的 GB300 NVL72 版本将 GPU 内存容量进一步扩展至 21TB, 带宽保持 576 TB/s, 相比 GB200 实现了 50% 的 FP4 密集计算性能提升和 50% 的 HBM 容量增长。

图表20: 英伟达服务器型号对比

型号	架构	技术节点	GPU内存	CoWoS技术	TDP
H100	Hopper	4nm	80GB HBM3	CoWoS-S	700W
H20	Hopper	4nm	96GB HBM3	CoWoS-S	400W
H200	Hopper	4nm	141GB HBM3e	CoWoS-S	700W
B100	Blackwell	4nm	192GB HBM3e	CoWoS-L	700W
B200	Blackwell	4nm	192GB HBM3e	CoWoS-L	1000W
GB200	Grace Blackwell	4nm	191GB/384GB HBM3e	CoWoS-L	2700W

资料来源: DIGITIMES, TrendForce, 国盛证券研究所

英伟达 GB200 和 GB300 量产节奏顺利推进。GB200 在 24 年末经历技术瓶颈后, 供应链合作伙伴在解决过热、液冷系统泄漏及同步处理器复杂性等关键技术难题方面取得突破性进展, 使得 GB200 机架于 25Q1 末正式启动规模化出货。当前良率水平已达到支持大规模量产的标准, 直通率持续提升, 产能爬坡进程加速推进。随着制造商在下半年持续扩充机架产能, GB200 库存压力将逐步缓解, 整体量产节奏步入快速增长轨道。GB300 平台量产节奏现已进入关键部署阶段, 预计 2025 年 9 月将实现规模化批量出货。Nvidia

已启动多达 80 万个 SOCAMM 模块的采购流程，用于嵌入 GB300 平台，该采购规模充分反映了公司对市场需求的乐观预期和前瞻性产能布局。富士康、广达和纬颖在内的台湾代工厂商均将 GB300 生产优先级置于传统消费电子产品之上。在终端部署方面，CoreWeave 已成为首家成功集成 GB300 NVL72 系统的云服务提供商，标志着硬件堆栈已达到商业部署就绪状态，戴尔 CEO 亦公开确认 GB300 系统出货进度完全符合既定时间表。

图表21: GB200 和 GB300 量产节奏

时间	事件与要点
2024年3月18日	英伟达在GTC发布新一代AI平台“Blackwell”承载的GB200
2024年Q3	由于台积电CoWoS-L封装问题导致Blackwell量产受挫； 英伟达取消初始小批量HGX形态B100/B200，产能集中GB200 NVL36x2/NVL72； 引入面向中端的B200A (CoWoS-S)
2024年12月2日	GB200量产遇到背板连接设计与Amphenol连接器良率不佳等新障碍，量产或推迟至2025年3月； 微软下调对英伟达订单约40%并转单部分至GB300
2025年Q1	Blackwell平台开始逐步增加出货量； GB200将成为全机架出货主力直至3Q25
2025年3月18日	英伟达发布Blackwell Ultra/GB300平台官方信息： GB300 NVL72相较GB200 NVL72提供约1.5倍AI性能提升，标志着面向推理/Agent工作负载的代际跃升
2025年3月19日	GTC 2025上英伟达展示其最新GB300服务器生态（供应链/厂商同步亮相）
2025年7月3日	CoreWeave宣布成为首家为客户部署英伟达GB300 NVL72系统的AI云提供商； 戴尔向CoreWeave交付并完成首台NVL72液冷GB300机架组装并投入运营
2025年9月	随着机架系统配置、电力规格与SOCAMM设计定版并量产， 工业富联、广达和纬颖预计9月实现GB300规模化批量出货

资料来源: NVIDIA, TrendForce, SemiAnalysis, 证券时报, 鸿海精密公司官网, trax, Dell, 国盛证券研究所

为缩短供应链和规避关税，台湾 AI 服务器制造商加速北美地区产能扩张。鸿海科技集团近期斥资近新台币 17 亿元取得美国德州休斯顿两座厂房使用权，以深化与英伟达在 AI 服务器领域的合作，同时在墨西哥建设世界上规模最大的 GB200 工厂。广达电脑也持续加码美国 AI 服务器投资，其田纳西州和加州工厂已在扩建，且订单已排至 2025 年底。同时，纬创及其子公司纬颖亦大幅增加对美国的资本注入，纬创向其美国子公司 WIUS 注资 4.55 亿美元，以扩大在德州的生产能力；纬颖则批准 3 亿美元在德州设立新工厂。英业达将投资高达 8500 万美元在德州设立制造基地，以满足 AI 服务器业务的物流和出货需求。此外，仁宝亦批准 3 亿美元的美国及墨西哥投资案，重点发展北美服务器业务。

图表22: 台厂扩产节奏

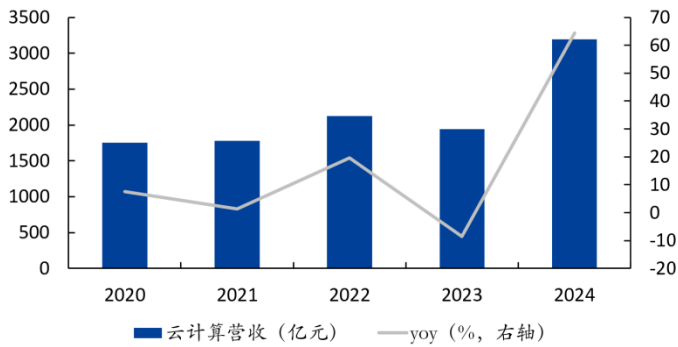
公司	时间范围	扩产举动
鸿海	2024年10月	于墨西哥建设最大的GB200服务器工厂，预计在2026年3月前完工
	2024年11月	投资 3303 万美元在德克萨斯州休斯顿收购土地及设施，旨在加强其 AI 服务器能力。
	2025年1月	投资 1.28 亿美元在加州购买土地及设施，以扩大其 AI 服务器产能
	2025年5月	与英伟达合作，在台湾建设AI工厂，为台湾产官学各界提供最新的 NVIDIA Blackwell 基础设施
广达	2025年5 - 6月	5月、6月陆续公告投入2,916万美元、1,115万美元，取得美国加州厂房租赁使用权资产
	2025年8月	向美国田纳西州纳什维尔子公司 Quanta Manufacturing Nashville LLC 增资1.7亿美元
纬创	2025年2月	子公司纬颖董事会批准向其美国子公司注资3亿美元，以扩大运营并在德州建立新工厂。
	2025年5月	授权子公司 Wistron InfoComm Mexico S.A. de C.V. 以不超过美金1,670万元进行位于墨西哥华雷斯厂区的建筑物改良，同时承租新厂房，并于美金2,300万元额度内认列取得不动产使用权资产。
	2025年5月	授权其子公司WIUS以不超过美金1.11亿元之额度内取得位于美国达拉斯Westport厂之土地及厂房，以美金7,000 万元额度内进行建筑物改良。
	2025年5月	授权WIUS以不超过美金1.2亿元之额度内进行美国达拉斯Eagle厂的建筑物改良，并以不超过美金4.114 亿元额度内取得机器设备。
	2025年5月	授权子公司SMS Infocomm Corporation于美国德州达拉斯租用厂房，于美金1,288万元之额度内认列取得不动产使用权资产。
	2025年5月	向其美国子公司Wistron InfoComm (USA) Corp (WIUS) 注资4.55亿美元，以扩大在德州的生产能力。
仁宝	2025年8月	增资Compal Americas (US) Inc. 2.25亿美元，以及新设美国子公司7,500万美元
英业达	2025年4月	投资8500万美元在美国德州购置商业地产并建立制造基地

资料来源: 全球半导体观察, 经济日报, TrendForce, 纬创公司官网, 广达公司官网, 鸿海公司官网, 台北时报, 彭博, 路透社, 国盛证券研究所

2.2 云计算业务 25Q2 营收激增超 50%，AI 服务器驱动业绩迅猛增长

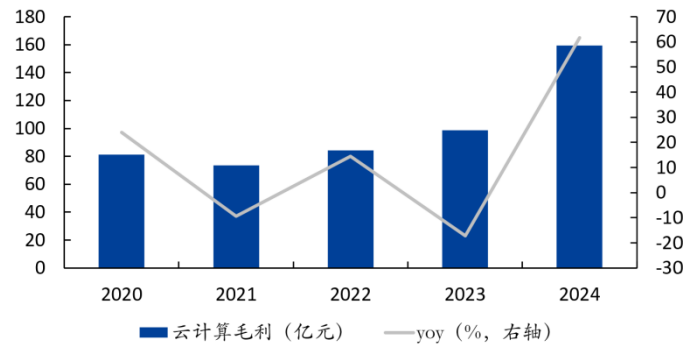
云计算业务稳健增长驱动业绩再攀高峰。在 AI 数据中心 Hyper-scale 机柜产品需求快速攀升的背景下，工业富联云计算板块实现了高速扩张和量产爬坡，GB200 系列产品实现量产爬坡，良率持续改善，出货量逐季攀升。2025 年二季度整体云计算营收较去年同期大幅增长逾 50%，其中 AI 服务器业务同比增幅超 60%，云服务商服务器收入更较去年同期激增 1.5 倍。公司在大客户核心产品份额继续保持领先优势。依托全球多地完善产能布局和产业链优势，工业富联在主要客户中的市场渗透率持续提升，客户关系不断深化，助力云计算业务再度刷新业绩新高。

图表23: 工业富联云计算设备业务营业收入



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表24: 工业富联云计算设备业务毛利



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表25: 鸿海精密 AI 服务器进展

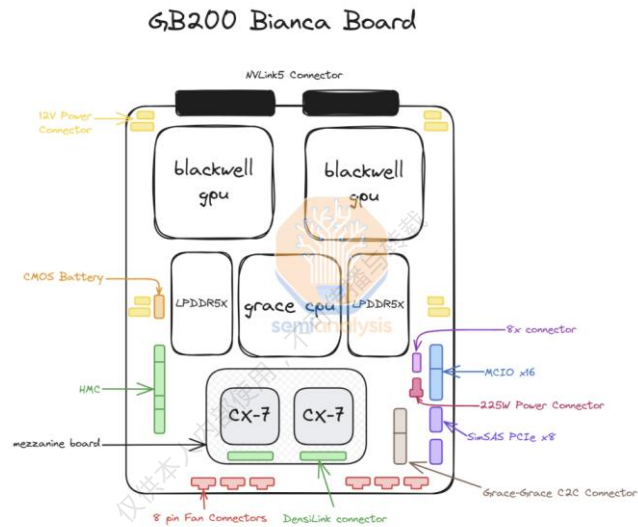


资料来源: 鸿海精密 Q2FY25 法说会, 国盛证券研究所

工业富联与英伟达深度绑定，受益于高端服务器制造。自 2017 年与英伟达合作推出全球首款 AI 服务器 HGX-1 以来，工业富联长期深度参与英伟达高端 GPU 服务器的板卡设计与整机 ODM，深度受益于英伟达 GPU 市占率提升与 AI 服务器需求的长期高增长；2023 年上半年独家量产 HGX H100 板卡，再次证明其工艺实力与交付能力。在 2024 年 3 月 GTC 大会，子公司鸿佰科技基于 MGX 架构发布 1U/2U/4U 模块化服务器及搭载 8 颗 H100 的液冷加速器 GB6181，随后于 6 月 COMPUTEX 率先亮相集成 72 颗 Blackwell GPU 与 36 颗 Grace CPU 的 GB200 NVL72 机架级系统，并同步推出支持 HGX H200/B100/B200 的风、液冷整机。2025 年 5 月 19 日，董事长郑弘孟进一步宣布将以 GB200/GB300 为核心在全球布局运算中心。2025 年上半年，公司 GB200 系列产品实现量产爬坡，良率持续改善，出货量逐季攀升。在 GB300 服务器订单中，工业富联的母公司鸿海亦占据了最大份额。

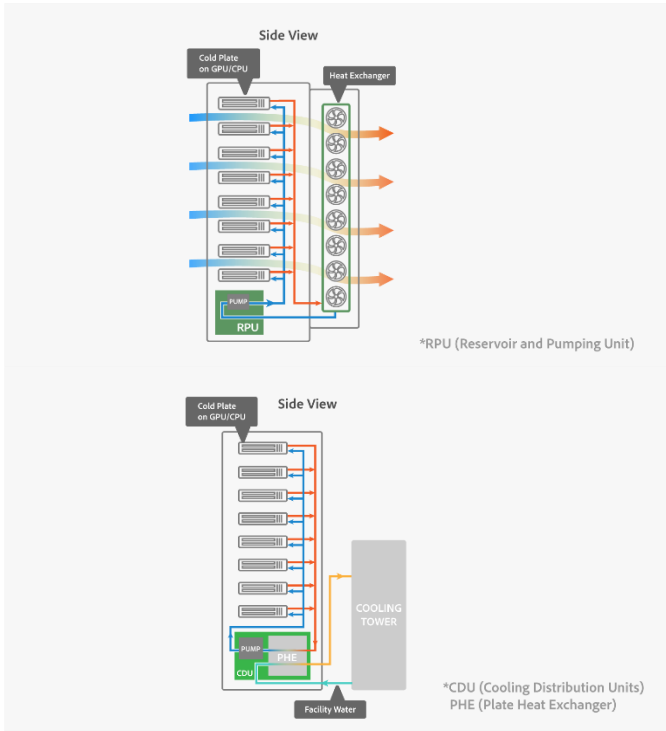
工业富联在英伟达 GB200 与 GB300 项目中深度参与板级与模块级制造。GB200 和 GB300 项目中，NVIDIA 提供端到端集成的“Bianca”计算板，该板在单一 PCB 上整合了 Blackwell GPU、Grace CPU、内存与 VRM 等核心组件，并配套专用交换机托架与铜背板。GB200 整板仅有纬创与工业富联两家厂商获选。此外，工业富联的子公司鸿佰提供先进液冷解决方案，覆盖“液对气” Side-Car 与“液对液”CDU 两种路径。“液对气”冷却方案支持最高 80kW 的优异冷却能力，所有热量通过风扇实现散热，适合升级现有的风冷数据中心，提升散热效率和系统性能；而“液对液”方案则提供极致的冷却能力，可支持高达 1300kW 的散热需求，能够满足 4 个及以上的 AI 机架集中冷却，主要通过机房液体设施实现热量排出，显著降低能源消耗，助力高密度计算环境的稳定运行和节能优化。

图表26: 英伟达 GB200 Bianca 计算板



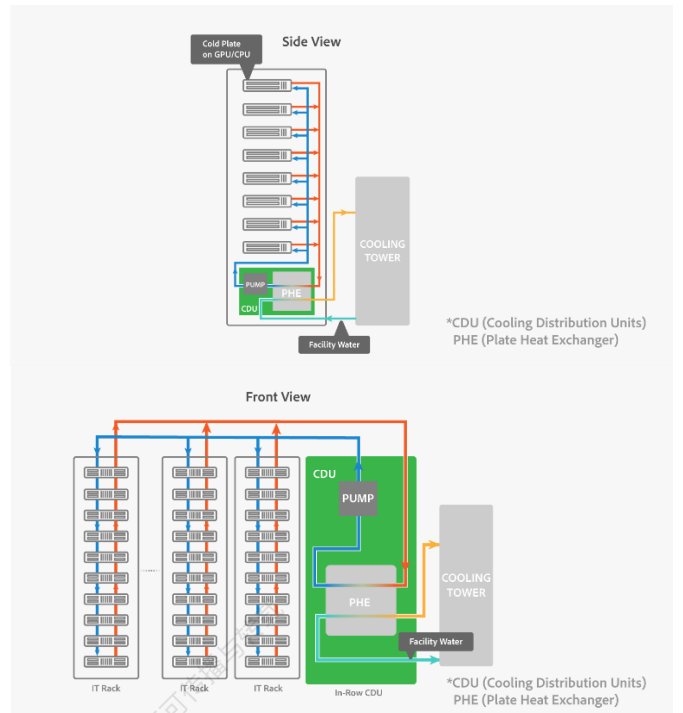
资料来源: Semianalysis, 国盛证券研究所

图表27: “液对气”解决方案



资料来源: *ingrasys*, 国盛证券研究所

图表28: “液对液”解决方案



资料来源: *ingrasys*, 国盛证券研究所

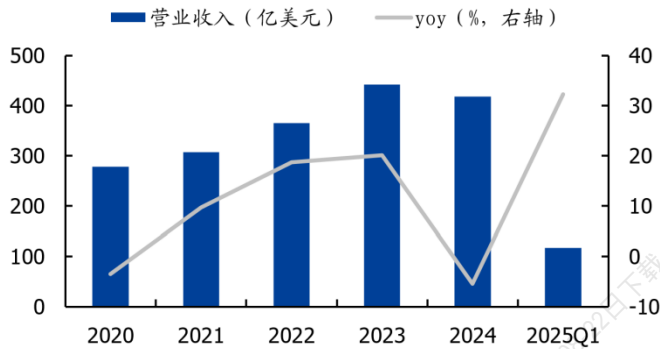
用户789704565于2025-08-22日下载, 仅供本人内部使用, 不可外传

三、高速交换机出货攀升，大客户合作持续深化

3.1 交换机市场景气度提升，公司高速交换机业务加速上行

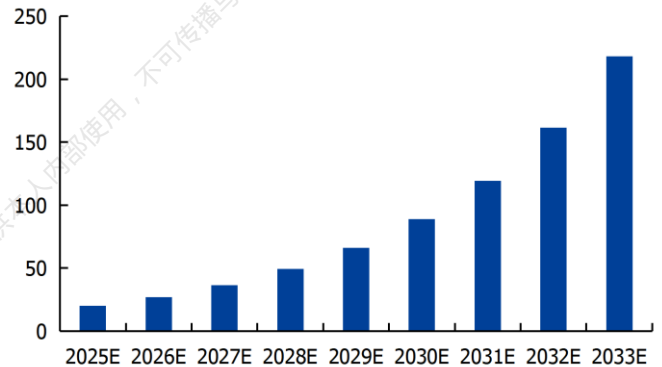
以太网交换机进入高景气新周期，AI 驱动高端速率渗透加速。2020-2023 年市场收入持续抬升并于 2023 年触及阶段高点，2021-2023 年同比增速逐年走强后在 2024 年有所回落；但在超大规模企业与云服务商持续构建 AI 基础设施拉动下，25Q1 收入仍同比增加 32.3% 至 117 亿美元。AI 训练/推理带动大规模集群互联，对高带宽、低时延及更高端口密度提出更高要求，推动交换网络向 400G/800G 加速演进，高速以太网需求持续走强。数据中心交换机中 200/400GbE 收入同比增加 189.7%；800GbE 在 25Q1 实现 3.508 亿美元、占 DC 收入 5.1%。分速率看，VerifiedMarketReports 测算 2024 年 400G 市场规模为 89.1 亿美元，2026-2033 年 CAGR 约 10.8%，至 2033 年有望达约 226.6 亿美元；DataInsightsMarket 预测 800G 前景同样强劲，市场规模预计自 2025 年的约 20 亿美元增至 2033 年的约 200 亿美元，CAGR 约 35%，整体利好在高端速率具备技术积累与规模化交付能力的厂商。

图表29: 2020~2025 Q1 以太网交换机市场整体销售收入



资料来源: tadviser, IDC, 国盛证券研究所

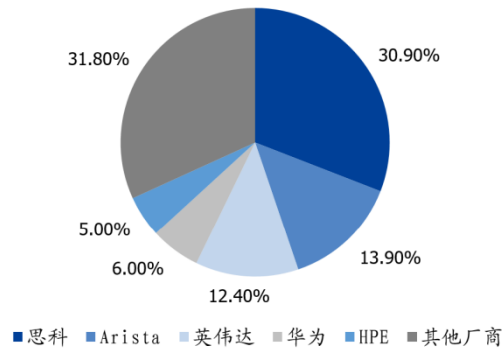
图表30: 800G 交换机市场份额预测 (亿美元)



资料来源: DataInsightsMarket, 国盛证券研究所

思科居于市场龙头地位，Arista 巩固数据中心交换机份额并加速扩张，英伟达凭 Spectrum X 强势突围。IDC 数据显示，受 AI 工作负载带动的高带宽、低时延网络加速部署，数据中心交换机市场延续高增长，25Q1 收入同比大增 54.7%，在 24Q4 同比 32.1% 的高基数上进一步提速。相较之下，以企业园区与分支场景为主的非数据中心板块持续走稳，25Q1 收入同比增长 9.6%，其中占收入过半的 1GbE 交换机收入同比增长 7.2%。思科仍居交换机市场龙头，2024 年交换机营收同比降低 22.4%，市占 35.9%；25Q1 总收入同比回升 4.7%，市占 30.9%。结构上数据中心交换机收入同比降 3.2%，非数据中心交换机收入同比增 9.3%，数据中心交换机占其总以太网交换机收入比重升至 65.7%。与之对照，深耕数据中心的 Arista Networks 更显强势，2024 年全年收入增 16.6%、市占 13.0%；25Q1 同比再增 27.1%、市占 13.9%，在数据中心交换机细分市占达 21.5%。英伟达凭借 Spectrum X 以太网交换平台在 25Q1 强势突围，其交换机收入全部来自数据中心，同比飙升 760.3% 至 14.6 亿美元，总交换机市占 12.4%，数据中心交换机细分市占 21.2%。

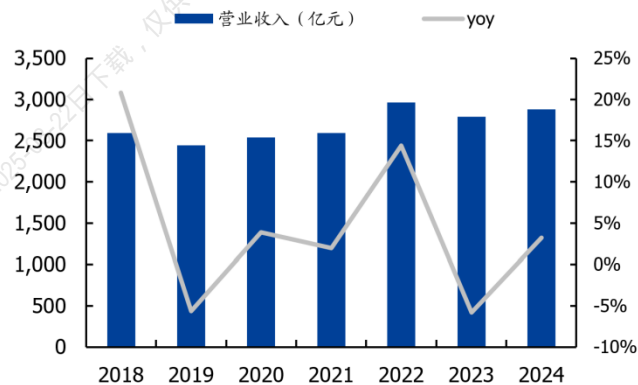
图表31: 25Q1 以太网交换机市场份额



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

800G 高速交换机放量推动工业富联高端数据中心网络业务进入加速上行通道。2024 年, 工业富联高速交换机产品组合已覆盖 Ethernet、Infiniband 与 NVLink Switch 的多元部署, 400G 高速交换机增长趋势显著, 800G 机型亦陆续启动出货并带动高阶占比提升; 进入 2025 年上半年, 800G 交换机实现大量出货, 其营收较 2024 全年增长近三倍, 高阶产品渗透率进一步上行。公司与客户合作研发的下一代产品也在进行当中, 在数据中心高速互联市场的竞争优势进一步加强。

图表32: 工业富联通信及移动网络设备营收

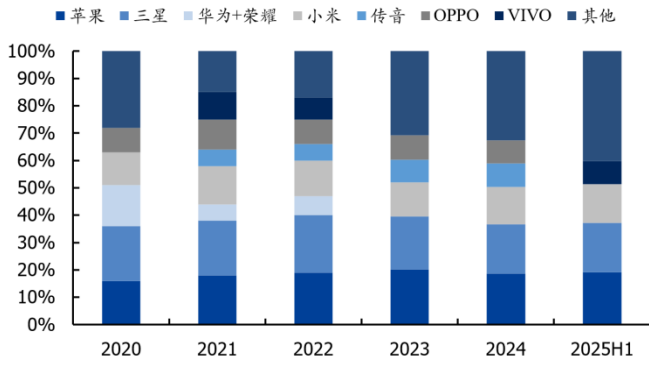


资料来源: iFind, 国盛证券研究所

3.2 精密结构件业务稳定, 大客户合作关系持续深化

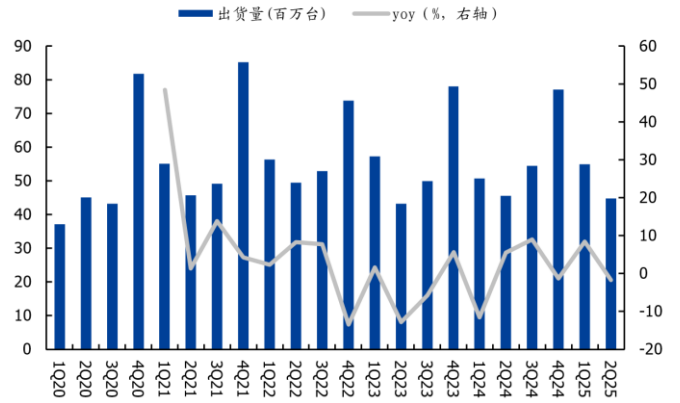
工业富联精密结构件出货量持续提升, 与大客户合作稳定。苹果自 2023 年首次超越三星登上全球智能手机市场出货量榜首后, 于 2024 年保持了这一地位, 并长期与三星共同锁定出货量排名前二。2024 年, 受大客户高端机型带动, 公司 5G 终端精密结构件出货量同比增约 10%, 份额与合作关系稳定; 2025 年上半年受特定热销机型拉动, 公司精密机构件出货量同比再增约 17%, 展现出优秀的交付与良率管理能力。

图表33: 2020~2025H1 智能手机市场份额



资料来源: IDC, Omdia, 国盛证券研究所

图表34: 1Q20~2Q25 苹果手机出货量



资料来源: Omdia, 国盛证券研究所

用户789704565于2025-08-22日下载, 仅供本人内部使用, 不可传播与转载

四、盈利预测

4.1 业务拆分

云计算业务：工业富联云计算板块实现了高速扩张和量产爬坡，GB200 系列产品实现量产爬坡，良率持续改善，出货量逐季攀升。2025 年二季度整体云计算营收较去年同期大幅增长逾 50%，其中 AI 服务器业务同比增幅超 60%，云服务商服务器收入更较去年同期激增 1.5 倍。公司凭借在大客户核心产品上的领先份额以及 GPU 模块与算力板等先进 AI 算力产品的批量出货，在第二季度迎来显著增长。根据鸿海精密 25Q2 法说会指引，公司 Q3 AI 服务器出货量 qoq300%，有望实现数倍增长，我们看好公司随着良率爬坡+份额提升，实现营收、利润的高速增长。预计该业务在 2025-2027 年实现营收 6,388/12,775/17,885 亿元，毛利率分别为 5.0%/5.2%/5.2%。

通信及网络设备：交换机方面，VerifiedMarketReports 测算 2024 年 400G 市场规模约 89.1 亿美元，2026-2033 年 CAGR 约 10.8%，至 2033 年有望达约 226.6 亿美元；DataInsightsMarket 预测 800G 前景同样强劲，市场规模预计自 2025 年的约 20 亿美元增至 2033 年的约 200 亿美元，CAGR 约 35%。2024 年，工业富联高速交换机产品组合已覆盖 Ethernet、Infiniband 与 NVLink Switch 的多元部署，400G 高速交换机增长趋势显著，800G 机型亦陆续启动出货并带动高阶占比提升；进入 2025 年上半年，800G 交换机实现大量出货，其营收较 2024 年全年增长近三倍，高阶产品渗透率进一步上行。公司与客户合作研发的下一代产品也在进行当中，在数据中心高速互联市场的竞争优势进一步加强。精密结构件方面，2025 年上半年受特定热销机型拉动，公司精密结构件出货量同比再增约 17%，展现出优秀的交付与良率管理能力，我们预计公司精密结构件业务有望稳步上行。预计通信及网络设备业务在 2025-2027 年实现营收 3,311/3,741/4,153 亿元，毛利率分别为 9.6%/9.6%/9.6%。

图表35：工业富联收入拆分

单位：亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,091	9,718	16,537	22,059
yoy	27.9%	59.5%	70.2%	33.4%
营业成本	5,648	9,072	15,504	20,721
yoy	0.8%	60.6%	70.9%	33.6%
综合毛利率	7.28%	6.65%	6.25%	6.07%
yoy	-0.8%	-0.6%	-0.4%	-0.2%
归母净利润	232	341	524	652
yoy	10.3%	47.1%	53.5%	24.3%
净利率	3.8%	3.5%	3.2%	3.0%
yoy	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.2%

单位：亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
分业务				
云服务设备	3,194	6,388	12,775	17,885
yoy	64.4%	100.0%	100.0%	40.0%
毛利率	5.0%	5.0%	5.2%	5.2%
占比	52.4%	65.7%	77.3%	81.1%
通信网络设备	2,879	3,311	3,741	4,153
yoy	3.2%	15.0%	13.0%	11.0%
毛利率	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
占比	47.3%	34.1%	22.6%	18.8%
工业互联网	9	10	10	11
yoy	-42.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	45.8%	46.0%	46.0%	46.0%
占比	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
其他	9	10	10	11
yoy		5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	44.1%	46.0%	46.0%	46.0%
占比	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%

资料来源：wind，国盛证券研究所

4.2 投资建议

公司为 AI 服务器、高速交换机、精密结构件领军企业，充分受益于 AI 推动下云+端的高速发展。我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 9,718/16,537/22,059 亿元，同比增长 59.5%/70.2%/33.4%，实现归母净利润 341/524/652 亿元，同比增长 47.1%/53.5%/24.3%，当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 26/17/14X。

我们选取华勤技术（AI 服务器供应商）、立讯精密（苹果代工厂龙头）、紫光股份（各类网络设备供应商）、浪潮信息（AI 服务器供应商）为可比公司。我们计算出 2025/2026/2027 年可比公司平均 PE 分别为 26/21/17X。公司正处于高速发展阶段，良率、效率持续提升，份额不断扩大，充分受益于 AI 浪潮，公司明后年估值相较于可比公司有一定的估值优势，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表36: 可比公司估值分析

代码	证券简称	总市值 (亿元人民币)	归母净利润 (亿)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603296.SH	华勤技术	868	37.1	45.4	54.8	23.4	19.1	15.8
002475.SZ	立讯精密	2,799	168.7	206.0	244.2	16.6	13.6	11.5
000938.SZ	紫光股份	726	21.6	26.8	31.6	33.7	27.2	23.0
000977.SZ	浪潮信息	864	30.3	37.7	46.0	28.5	22.9	18.8
	平均值	1,314	64.4	79.0	94.1	25.5	20.7	17.3
601138.SH	工业富联	8,909	341.5	524.2	651.6	26.1	17.0	13.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 注: 总市值选取 2025/8/15 收盘价, 可比公司归母净利润及 PE, 收入及 PS 选取 Wind 一致预测

风险提示

成本管控风险：作为电子制造服务巨头，毛利率和净利率偏低，盈利对成本控制极为敏感。原材料价格波动、人力成本上升、产能利用率不足都可能显著挤压其利润空间。客户订单增减或生产交付延迟也带来直接风险。

客户支出放缓风险：若主要客户调整供应链策略、大幅削减订单、或自身增长放缓，将对工业富联的业绩稳定性产生影响。

行业波动与技术迭代风险：若不能及时把握新趋势（如AI服务器需求变化、新连接技术发展），或对研发投入、新产能布局节奏判断失误，可能导致市场份额被侵蚀的风险。

数据相关风险：报告部分数据来源于第三方机构，存在测算不准确风险。

用户789704565于2025-08-22日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com