

研究所:

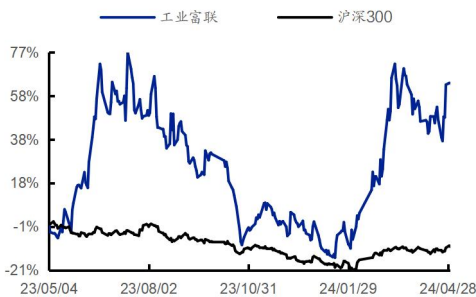
证券分析师:

刘熹 S0350523040001
liux10@ghzq.com.cn

AI引擎作用显著增强,或将受益于GB200放量

——工业富联(601138)2024年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/30

表现	1M	3M	12M
工业富联	7.6%	81.5%	55.8%
沪深300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

2024/04/30

当前价格(元)	24.50
52周价格区间(元)	12.63-27.26
总市值(百万)	486,668.67
流通市值(百万)	485,957.17
总股本(万股)	1,986,402.73
流通股本(万股)	1,983,498.65
日均成交额(百万)	5,712.94
近一月换手(%)	0.93

相关报告

《工业富联(601138)深度报告: AI浪潮兴起, AI服务器龙头破浪前行(买入)*消费电子*葛星甫, 刘熹》——2023-07-07

事件:

2024年4月29日,公司发布2024年一季度报:2024Q1,实现营收1186.88亿元,同比增长12.09%;归母净利润41.85亿元,同比增长33.77%;扣非后归母净利润42.72亿元,同比增长33.22%。

投资要点:

■ 2024Q1服务器拉动作用明显,生成式AI服务器同比增长近三倍

2024Q1,公司一季度收入创历史同期新高,AI的引擎作用持续增长。根据公司公告,公司云计算业务收入占整体收入近五成,其中:①AI服务器:占服务器整体收入近四成(2023年:AI服务器占云计算收入比例提高至约三成),AI服务器收入同比增长近两倍,环比呈现近双位数比率增长。生成式AI服务器同比增加近三倍,环比亦呈双位数比率增长。②通用服务器:实现双位数比率同比增长,并实现个位数比率环比增长。

展望2024年,北美大型云厂商资本开支持续上修。根据各公司披露数据,2024Q1,微软资本开支达140亿美元,同比增长79.4%,环比增长21.7%,微软智能云收入267.08亿美元,同比增长21%;谷歌资本开支达到120亿美元,同比接近翻倍,谷歌云业务收入95.7亿美元,同比增长28%+。公司作为亚马逊、微软、谷歌的下游服务器ODM核心供应商,将有望受益于其资本开支的持续提升。

■ 2024Q1毛利率同比增长0.28pct, AI或驱动盈利能力持续改善

2024Q1,公司销售毛利率为7.64%,同比增长0.28pct,我们预测或主要系收入结构变化,高毛利率AI业务占比提升等原因导致。公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为0.25%、1.02%、1.91%,分别同比-0.05pct、0.21pct、-0.40pct,费用率稳中有降,提质增效成效逐步显现。由此,公司销售净利率为3.53%,同比增长0.58pct。展望2024全年,我们认为,随着公司AI服务器的收入占比进一步提升,以及持续推进数字化赋能效率提升、成本优化,公司盈利能力或有望持续改善。

■ 公司布局:核心竞争力稳固,产品矩阵扩容,多元算力布局

2024年3月,NVIDIA在GTC2024上发布会GB200计算平台和GB200 NVL72系统等产品,GB200集成2颗B200 GPU和1颗Grace CPU,性能对比H100提升数倍;GB200 NVL72具有720PFLOPS的FP8和1,440PFLOPS的FP4计算能力,采用液冷方案,对于同等数量H100方案,NVL72将LLM推理性能最多提升30倍,能耗降低25倍。根据集邦咨询数据,预估2025年NVIDIA GB200出货量有望突破百万颗,占

NVIDIA 高端 GPU 近 4~5 成。

我们认为，公司业务布局 AI 产业价值链上游的 GPU 模组、基板及后端 AI 服务器设计与系统集成等业务，产业链布局广，并在关键环节处于行业领先地位。此外，公司不断完善液冷技术解决方案能力、持续推进全球产能扩展并与全球核心客户保持紧密合作，未来随着 GB200 NVL72 的推出和量产，公司有望在 AI 市场持续取得突破。

- **盈利预测和投资评级：**公司是全球领先的云计算和通信网络产品和服务提供商，将受益于全球 AI 算力的需求增长。我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 5539.51/6772.12/7829.54 亿元，归母净利润分别为 245.02/305.03/354.52 亿元，EPS 分别为 1.23/1.54/1.78 元/股，当前股价对应 PE 分别为 20/16/14X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**大模型发展不及预期、宏观经济影响下游需求、市场竞争加剧、新产品研发不及预期、中美博弈加剧等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	476340	553951	677212	782954
增长率(%)	-7	16	22	16
归母净利润（百万元）	21040	24502	30503	35452
增长率(%)	5	16	24	16
摊薄每股收益（元）	1.06	1.23	1.54	1.78
ROE(%)	15	16	18	18
P/E	14.26	19.86	15.95	13.73
P/B	2.14	3.15	2.82	2.49
P/S	0.63	0.88	0.72	0.62
EV/EBITDA	8.95	14.67	11.87	10.15

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：工业富联盈利预测表

证券代码:	601138				股价:	24.50		投资评级:	买入		日期:	2024/04/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值				2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标								
ROE	15%	16%	18%	18%	EPS	1.06		1.23		1.54		1.78	
毛利率	8%	8%	8%	8%	BVPS	7.06		7.77		8.69		9.84	
期间费率	1%	1%	1%	1%	估值								
销售净利率	4%	4%	5%	5%	P/E	14.26		19.86		15.95		13.73	
成长能力					P/B	2.14		3.15		2.82		2.49	
收入增长率	-7%	16%	22%	16%	P/S	0.63		0.88		0.72		0.62	
利润增长率	5%	16%	24%	16%									
营运能力					利润表 (百万元)				2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	1.67	1.79	1.92	1.99	营业收入	476340		553951		677212		782954	
应收账款周转率	5.12	5.88	6.20	6.29	营业成本	437964		509039		622558		719739	
存货周转率	5.69	6.20	6.43	6.29	营业税金及附加	381		573		628		721	
偿债能力					销售费用	1024		1163		1456		1660	
资产负债率	51%	53%	54%	53%	管理费用	4226		4997		5452		6694	
流动比	1.83	1.72	1.75	1.77	财务费用	-586		116		60		-110	
速动比	1.26	1.18	1.17	1.16	其他费用/(-收入)	10811		12741		15237		17225	
资产负债表 (百万元)					营业利润	23067		27208		33842		39208	
现金及现金等价物	83796	96659	100898	109109	营业外净收支	57		23		57		46	
应收款项	88474	100030	118527	130509	利润总额	23124		27230		33899		39253	
存货净额	76683	87630	105862	123145	所得税费用	2106		2723		3390		3808	
其他流动资产	3525	5615	6446	7513	净利润	21018		24507		30509		35445	
流动资产合计	252478	289934	331733	370276	少数股东损益	-22		5		6		-8	
固定资产	17712	18829	19687	20386	归属于母公司净利润	21040		24502		30503		35452	
在建工程	2508	2806	2485	2388	现金流量表 (百万元)								
无形资产及其他	7827	9259	10198	10797	经营活动现金流	43084		17983		22856		34248	
长期股权投资	7180	11180	8180	11180	净利润	21040		24502		30503		35452	
资产总计	287705	332008	372283	415028	少数股东损益	-22		5		6		-8	
短期借款	41091	56091	54091	53091	折旧摊销	5967		3885		4277		4639	
应付款项	75028	84139	100139	117368	公允价值变动	-264		0		0		0	
合同负债	190	185	243	271	营运资金变动	12774		-12647		-14966		-8934	
其他流动负债	21735	28107	34602	38678	投资活动现金流	-4564		-10602		-3033		-9237	
流动负债合计	138045	168522	189075	209408	资本支出	-8670		-5418		-4553		-4566	
长期借款及应付债券	7097	6445	7968	7645	长期投资	3713		-4452		2522		-3465	
其他长期负债	1968	2189	2194	2197	其他	393		-732		-1002		-1206	
长期负债合计	9065	8634	10162	9842	筹资活动现金流	-24734		4758		-15732		-16929	
负债合计	147110	177155	199237	219250	债务融资	-10217		17983		-471		-1317	
股本	19866	19864	19864	19864	权益融资	174		136		0		0	
股东权益	140595	154853	173046	195778	其它	-14691		-13361		-15262		-15612	
负债和股东权益总计	287705	332008	372283	415028	现金净增加额	14185		12752		4091		8082	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘产业投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

【分析师承诺】

刘熹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。