

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	23.70
总股本/流通股本(亿股)	198.64 / 198.35
总市值/流通市值(亿元)	4,708 / 4,701
52周内最高/最低价	27.26 / 12.68
资产负债率(%)	51.1%
市盈率	22.36
第一大股东	China Galaxy Enterprise Limited

研究所

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

工业富联(601138)

算力龙头深度受益 AI 浪潮，
AI 服务器收入高速增长

● 事件

4月30日，公司发布2024年一季度报，2024年Q1实现营业收入1186.88亿元，同比+12.09%，环比-19.55%；实现归母净利润41.85亿元，同比+33.77%，环比-44.61%；实现扣非归母净利润42.72亿元，同比+33.22%，环比-36.01%；销售毛利率为7.64%，同比+0.28pcts，环比+7.54pcts。

3月28日，公司发布2023年年报，2023年实现营业收入4763.40亿元，同比-6.94%；实现归母净利润210.40亿元，同比+4.82%；实现扣非归母净利润202.09亿元，同比+9.77%；销售毛利率为8.06%，同比+0.80pcts。分业务板块来看，2023年全年公司在云计算/通信及移动网络设备/工业互联网板块分别实现营业收入1943.08/2789.76/16.46亿元，毛利率分别为5.08%/9.80%/49.81%，同比+1.12pcts/+0.55pcts/+1.94pcts。单Q4来看，2023年Q4实现营业收入1475.22亿元，同比-2.15%，环比+20.88%；实现归母净利润75.55亿元，同比-8.72%，环比+19.48%；扣非归母净利润66.72亿元，同比-5.49%，环比+11.33%；销售毛利率为0.1%，同比-0.2pcts，环比-0.7pcts。

● 投资要点

算力需求高涨驱动 AI 服务器出货高速增长，公司 Q1 AI 服务器收入同比增长近两倍。随着上游算力建设的飞速飙升及下游 AI 需求的快速增长，AI 服务器市场规模正在保持高速增长。ChatGPT 的火爆，更是让生成式 AI 备受关注。据 MIC 测算，2023 年全球 AI 服务器出货量逾 125 万台，同比增长超过 47%，2024 年增长至 194 万台。同时，2024 年云服务商的资本支出将大幅增加。全球前四大云服务商资本支出调升，预计将从 2023 年的 1400 亿美元提升至 2024 年的超过 2000 亿美元。公司专注于 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。随着全球 AI 服务器需求高增，公司在 AI 服务器市场份额上实现显著增长，有效推动了营业收入、利润及盈利能力的提升。24Q1，公司云计算业务收入占整体收入近五成。AI 服务器占服务器整体收入近四成，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 3 倍，环比亦呈双位数比率增长；通用服务器同比实现双位数比率增长，个位数比率环比增长。2024 年，公司计划推出新一代生成式服务器。展望未来，公司将继续聚焦 AI 与云计算基建产品与技术发展，完善全球产能布局，积极加大研发投入。

生成式 AI 高带宽需求增长，带动光通信设备不断发展，公司高速交换机、路由器业务快速成长。随着数据流量增长，高带宽业务的开展和部署对网络设备要求增多，交换机、路由器等光通信设备相关

需求得到进一步催化。IDC《2023年网络市场跟踪报告》显示，2023年全球网络市场规模为714.2亿美元，与去年相比增长12.8%。中国网络市场规模为728.4亿人民币，与去年相比增长0.8%，其中交换机、路由器市场分别增长0.7%、7.2%。IDC预测，2024年随着数据中心超大规模组网需求增加、经济形势好转，中国交换机需求将增长，中高端路由器有加速部署趋势。公司深耕网络通信行业多年，凭借智能制造等多方面因素，全球市占率超75%，相关业务高速增长。2023年，公司在高速交换机及路由器方面的营业收入逐季增长，路由器业务同比增长两位数；100G、200G、400G等高速交换机量产交付，其中200G、400G交换机出货显著提升，800G交换机也已进入NPI阶段，预计在今年开始上量并贡献营业收入，有利于进一步优化公司产品结构。

智能终端风起，“灯塔工厂”引领制造业转型。2023年全球经济低迷，智能手机及穿戴设备市场出现衰退。AI赋能以及创新产品的发布，有利于推动消费电子产品需求的回暖。根据DIGITIMES Research数据，5G换机潮及新兴市场智能型手机需求有望推升2024年全球智能手机市场回暖，回升至11.4亿支水平，预计同比增长5.4%。公司在智能终端及移动穿戴装置的高端精密机构件出货量始终居于市场领先地位。公司通过对内优化、对外赋能，实现规模化推广。公司不仅是全球首家AI服务器“灯塔工厂”，也是世界首座精密金属加工“灯塔工厂”。同时，公司对外新增赋能2座“灯塔工厂”：广汽埃安广州工厂、中信特钢无锡工厂。截至2023年末，公司累计助力打造9座“灯塔工厂”、超30座“智慧工厂”。未来公司也将以灯塔工厂为标杆引领，持续为大中小型企业、园区及产业集群等不同类型客户提供全场景数字化转型服务，持续服务制造企业运用工业互联网和工业4.0技术，携手伙伴加速数智化转型。

● 投资建议

我们预计公司2024-2026年分别实现营业收入5569.37/6490.76/7367.96亿元，实现归母净利润255.98/303.04/347.34亿元，2024年6月6日收盘价对应公司2024-2026年PE分别为20/17/15倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济复苏不及预期，下游需求不及预期，AI行业发展不及预期，市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	476340	556937	649076	736796
增长率 (%)	-6.94	16.92	16.54	13.51
EBITDA (百万元)	29807.17	31839.74	37187.42	42104.86
归属母公司净利润 (百万元)	21040.19	25598.37	30303.94	34733.86
增长率 (%)	4.82	21.66	18.38	14.62
EPS (元/股)	1.06	1.29	1.53	1.75
市盈率 (P/E)	24.61	20.23	17.09	14.91
市净率 (P/B)	3.69	3.09	2.61	2.22
EV/EBITDA	8.95	15.12	12.62	10.66

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				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	476340	556937	649076	736796	营业收入	-6.9%	16.9%	16.5%	13.5%
营业成本	437964	511280	595877	676374	营业利润	5.5%	22.1%	18.0%	14.8%
税金及附加	381	576	602	678	归属于母公司净利润	4.8%	21.7%	18.4%	14.6%
销售费用	1024	1161	1364	1556	获利能力				
管理费用	4226	4791	5517	6263	毛利率	8.1%	8.2%	8.2%	8.2%
研发费用	10811	12993	14856	16578	净利率	4.4%	4.6%	4.7%	4.7%
财务费用	-586	-52	-205	-447	ROE	15.0%	15.3%	15.3%	14.9%
资产减值损失	-543	0	0	0	ROIC	11.4%	11.8%	12.5%	12.7%
营业利润	23067	28159	33223	38142	偿债能力				
营业外收入	124	120	120	120	资产负债率	51.1%	48.4%	45.8%	43.8%
营业外支出	66	50	50	50	流动比率	1.83	1.91	2.00	2.10
利润总额	23124	28229	33293	38212	营运能力				
所得税	2106	2629	2994	3491	应收账款周转率	5.12	5.71	5.65	5.62
净利润	21018	25600	30300	34721	存货周转率	6.19	6.76	6.86	6.76
归母净利润	21040	25598	30304	34734	总资产周转率	1.67	1.82	1.88	1.88
每股收益(元)	1.06	1.29	1.53	1.75	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.06	1.29	1.53	1.75
货币资金	83462	84235	90883	105972	每股净资产	7.06	8.43	9.98	11.75
交易性金融资产	333	333	333	333	估值比率				
应收票据及应收账款	88474	106672	122919	139167	PE	24.61	20.23	17.09	14.91
预付款项	255	328	390	423	PB	3.69	3.09	2.61	2.22
存货	76683	88016	101325	116626	现金流量表				
流动资产合计	252478	284078	320257	367047	净利润	21018	25600	30300	34721
固定资产	17712	20145	22550	23910	折旧和摊销	5967	3663	4099	4339
在建工程	2508	3129	3701	4701	营运资本变动	12774	-18796	-13226	-12138
无形资产	1004	1204	1470	1813	其他	3324	770	870	684
非流动资产合计	35227	41208	46585	49029	经营活动现金流净额	43084	11238	22043	27606
资产总计	287705	325286	366841	416076	资本开支	-8670	-7415	-7315	-6929
短期借款	41091	36091	31091	26091	其他	4106	-1847	-1973	379
应付票据及应付账款	75028	84509	95847	112154	投资活动现金流净额	-4564	-9262	-9288	-6550
其他流动负债	21925	28096	33064	36320	股权融资	174	136	0	0
流动负债合计	138045	148696	160002	174565	债务融资	-10217	-1929	-5550	-5550
其他	9065	8726	8176	7626	其他	-14691	-23	-1058	-917
非流动负债合计	9065	8726	8176	7626	筹资活动现金流净额	-24734	-1816	-6608	-6467
负债合计	147110	157422	168177	182191	现金及现金等价物净增加额	14185	773	6647	15089
股本	19866	19864	19864	19864					
资本公积金	29143	29281	29281	29281					
未分配利润	86716	109088	135346	165370					
少数股东权益	408	410	406	393					
其他	4463	9221	13767	18977					
所有者权益合计	140595	167864	198664	233885					
负债和所有者权益总计	287705	325286	366841	416076					

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

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