



工业富联 (601138.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

AI 服务器收入倍增，业绩持续提升

事件简评

2024年8月13日，公司发布2024年中报，2024年H1公司实现营业收入2660.91亿元，同比增长28.69%；实现归母净利润87.39亿元，同比增长22.04%。其中Q2单季度实现营业收入1474.03亿元，同比增长46.11%，环比增长24.19%；实现归母净利润45.54亿元，同比增长12.93%，环比增长8.83%。

经营分析

北美云厂商加码 AI 投入，公司云计算收入同比环比持续提升：
2024上半年北美云服务商开源模型争相发布，头部云服务商陆续上调全年资本开支，不断加码 AI 相关投入。根据 Trendforce 研究报告，预计2024年 AI 服务器全年出货量达167万台，年增率达41.5%。2024年上半年，公司云计算收入同比增长60%，其中云服务商收入占比47%，较去年同期提升5个百分点；AI 服务器占整体服务器营收比重提升至43%，收入同比增长超230%。2024年第二季度单季，公司云计算收入占总体收入达55%，云计算收入同比增长超70%，环比增长超30%；AI 服务器收入同比增长超270%，环比增长超60%，占整体服务器营收比重提升为46%，占比持续逐季提升。同时2024年上半年，通用服务器收入同比增长16%，复苏力道强劲。此外，针对客户新一代 AI 服务器，公司产能已充足到位，下游订单能见度高。此前英伟达 GB200 被曝将延迟出货，我们认为，GB200 对应服务器量产时间节点在明年，目前尚有时间进行验证调整，需求端不变的前提下 GB200 问题解决后出货节奏有望加速，预计不会对公司造成较大影响。

通信及移动网络设备业务板块高单位数增长：受益网络升级迭代，公司通信及移动网络设备业务板块上半年收入实现同比高单位数增长，第二季度单季同比增速达20%，AI 服务器相关的400G、800G 高速交换机营收同比增长70%。2024年上半年，整体400/800G 高速交换机营收年增长30%，800G 交换机上半年亦开始出货，公司高速交换机产品组合涵盖 Ethernet、Infiniband 以及 NVLink Switch 的多元部署，预计全年可贡献增量。

盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司营业收入为5616/6659/7572亿元，归母净利润为253/310/359亿元，对应PE为16/13/12倍，维持“买入”评级。

风险提示

工业互联网发展不及预期、电信及企业终端设备市场需求不及预期、边缘计算及 AI 行业发展不及预期的风险。

通信组

分析师：张真桢 (执业 S1130524060002)

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

分析师：路璐 (执业 S1130524050002)

lul@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.78 元

相关报告：

- 《工业富联公司点评：产品结构优化，盈利能力提升》，2024.3.14
- 《工业富联公司点评：算力及网络设备迭代，单季盈利创新高》，2023.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	511,850	476,340	561,628	665,925	757,151
营业收入增长率	16.45%	-6.94%	17.90%	18.57%	13.70%
归母净利润(百万元)	20,073	21,040	25,322	31,048	35,905
归母净利润增长率	0.32%	4.82%	20.35%	22.61%	15.64%
摊薄每股收益(元)	1.011	1.059	1.275	1.563	1.807
每股经营性现金流净额	0.77	2.17	1.37	1.35	2.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.56%	15.01%	16.23%	17.69%	17.96%
P/E	9.08	14.28	16.30	13.30	11.50
P/B	1.41	2.14	2.65	2.35	2.07

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	439,557	511,850	476,340	561,628	665,925	757,151
增长率		16.4%	-6.9%	17.9%	18.6%	13.7%
主营业务成本	-403,042	-474,678	-437,964	-515,682	-610,935	-694,713
%销售收入	91.7%	92.7%	91.9%	91.8%	91.7%	91.8%
毛利	36,515	37,172	38,376	45,946	54,990	62,438
%销售收入	8.3%	7.3%	8.1%	8.2%	8.3%	8.2%
营业税金及附加	-596	-486	-381	-449	-799	-854
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-896	-1,058	-1,024	-1,179	-1,265	-1,439
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-4,157	-3,828	-4,226	-4,493	-5,194	-5,906
%销售收入	0.9%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用	-10,835	-11,588	-10,811	-12,749	-15,116	-17,187
%销售收入	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	20,031	20,211	21,934	27,075	32,615	37,053
%销售收入	4.6%	3.9%	4.6%	4.8%	4.9%	4.9%
财务费用	826	704	586	842	799	1,439
%销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-342	-889	-430	-1,645	-740	-232
公允价值变动收益	-481	-70	264	15	13	13
投资收益	979	30	-666	114	-174	-242
%税前利润	4.4%	0.1%	n.a	0.4%	n.a	n.a
营业利润	22,398	21,872	23,067	27,901	34,056	39,461
营业利润率	5.1%	4.3%	4.8%	5.0%	5.1%	5.2%
营业外收支	-80	91	57	23	57	46
税前利润	22,318	21,963	23,124	27,924	34,112	39,507
利润率	5.1%	4.3%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%
所得税	-2,293	-1,879	-2,106	-2,600	-3,067	-3,610
所得税率	10.3%	8.6%	9.1%	9.3%	9.0%	9.1%
净利润	20,025	20,084	21,018	25,324	31,045	35,897
少数股东损益	15	11	-22	1	-3	-8
归属于母公司的净利润	20,010	20,073	21,040	25,322	31,048	35,905
净利率	4.6%	3.9%	4.4%	4.5%	4.7%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	20,025	20,084	21,018	25,324	31,045	35,897
少数股东损益	15	11	-22	1	-3	-8
非现金支出	4,320	5,699	6,397	5,035	3,599	3,239
非经营收益	54	1,836	2,894	-325	182	189
营运资金变动	-16,208	-12,253	12,774	-2,857	-8,011	2,462
经营活动现金净流	8,191	15,366	43,084	27,176	26,815	41,787
资本开支	-5,982	-8,047	-8,670	-4,758	-5,389	-5,120
投资	-1,799	-9,579	3,713	365	363	363
其他	680	2,318	393	114	-174	-242
投资活动现金净流	-7,100	-15,308	-4,564	-4,279	-5,200	-4,999
股权募资	27	0	174	2,014	0	0
债权募资	12,503	-20	-10,217	-1,372	3,248	-6,053
其他	-7,764	-14,049	-14,691	-11,522	-11,522	-11,522
筹资活动现金净流	4,766	-14,068	-24,734	-10,881	-8,275	-17,576
现金净流量	5,244	-11,905	14,185	12,017	13,341	19,212

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	82,877	69,430	83,462	95,203	108,343	127,409
应收款项	89,551	99,569	89,328	94,293	108,197	116,609
存货	71,928	77,322	76,683	80,611	93,021	102,066
其他流动资产	2,803	2,620	3,005	3,162	3,214	3,257
流动资产	247,158	248,940	252,478	273,269	312,774	349,340
%总资产	92.7%	87.6%	87.8%	88.2%	89.0%	89.6%
长期投资	3,307	12,604	7,986	7,636	7,286	6,936
固定资产	10,908	16,638	20,220	21,060	22,763	23,900
%总资产	4.1%	5.9%	7.0%	6.8%	6.5%	6.1%
无形资产	1,663	2,495	3,981	4,758	5,686	6,750
非流动资产	19,450	35,248	35,227	36,397	38,604	40,390
%总资产	7.3%	12.4%	12.2%	11.8%	11.0%	10.4%
资产总计	266,609	284,188	287,705	309,666	351,379	389,730
短期借款	53,189	55,765	41,760	40,667	43,915	37,862
应付款项	80,795	86,180	89,213	96,502	114,695	133,165
其他流动负债	7,345	7,231	7,072	7,511	8,334	9,951
流动负债	141,329	149,176	138,045	144,680	166,944	180,978
长期贷款	3,814	3,485	7,097	7,097	7,097	7,097
其他长期负债	1,978	2,194	1,968	1,478	1,404	1,347
负债	147,121	154,854	147,110	153,256	175,445	189,423
普通股股东权益	119,181	128,975	140,187	156,001	175,527	199,910
其中：股本	19,865	19,860	19,866	19,866	19,866	19,866
未分配利润	68,783	77,934	86,716	100,516	120,042	144,424
少数股东权益	307	358	408	409	406	398
负债股东权益合计	266,609	284,188	287,705	309,666	351,379	389,730

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.007	1.011	1.059	1.275	1.563	1.807
每股净资产	6.000	6.494	7.057	7.852	8.835	10.062
每股经营现金净流	0.412	0.774	2.169	1.368	1.350	2.103
每股股利	0.500	0.550	0.580	0.580	0.580	0.580
回报率						
净资产收益率	16.79%	15.56%	15.01%	16.23%	17.69%	17.96%
总资产收益率	7.51%	7.06%	7.31%	8.18%	8.84%	9.21%
投入资本收益率	10.18%	9.79%	10.51%	12.02%	13.07%	13.72%
增长率						
主营业务收入增长率	1.80%	16.45%	-6.94%	17.90%	18.57%	13.70%
EBIT增长率	7.24%	0.90%	8.52%	23.44%	20.46%	13.61%
净利润增长率	14.80%	0.32%	4.82%	20.35%	22.61%	15.64%
总资产增长率	18.22%	6.59%	1.24%	7.63%	13.47%	10.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.2	65.9	71.3	60.0	58.0	55.0
存货周转天数	53.1	57.4	64.2	58.2	57.0	55.0
应付账款周转天数	60.6	54.2	60.1	58.3	57.6	58.7
固定资产周转天数	7.9	11.4	13.6	11.7	10.4	9.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.86%	-7.88%	-25.05%	-30.72%	-32.93%	-41.47%
EBIT利息保障倍数	-24.2	-28.7	-37.4	-32.1	-40.8	-25.8
资产负债率	55.18%	54.49%	51.13%	49.49%	49.93%	48.60%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	13	23	31	83
增持	0	5	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.28	1.18	1.16	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究