

# AI 服务器收入高速增长，算力时代弄潮儿

2024 年 08 月 14 日

**工业富联发布 2024 年半年度业绩。**公司 1H24 实现收入 2261 亿元，同比增长 28.7%；归母净利润 87 亿元，同比增长 22.0%；扣非净利润 85 亿元，同比增长 13.2%。单季度看，2Q24 实现收入 1474 亿元，同比增长 46.1%，环比增长 24.2%；归母净利润 45.5 亿元，同比增长 12.9%，环比增长 8.8%。

**受益云基础设施需求增加，AI 服务器业务增长强劲。**头部云服务商加码 AI 相关投入，AI 服务器需求持续成长。公司提供完整解决方案，拥有全球多元产能布局，下游订单能见度高。1H24，云计算收入同比增长 60%，云服务商收入占比 47%，同比提升 5pct；服务器营收中 AI 服务器占比逐季提升至 43%，收入同比增长超 230%。

**得益 AI 需求提振，高速交换机快速增长。**数据中心基础设施快速增长，推动交换机性能迭代需求。公司凭借智能制造、响应速度的优势，市场份额不断提升。通信及移动网络设备业务 Q2 同比增长高达 20%，AI 服务器相关的 400G、800G 高速交换机营收同比增长 70%。

**紧抓数字经济与 AI 发展机遇，积极投入技术研发。**公司深入布局数字经济核心技术，在云、网、端、工业互联网核心业务上稳居全球领先。秉承“数据驱动，绿色发展”理念，携手全球顶尖客户，积极加大 AI 研发投入。1H24，公司研发投入达 48.76 亿元，研发技术人员超 3.5 万人。

**工业互联网加速赋能，“灯塔工厂”引领制造业转型。**我国工业互联网进入全面推进的快速成长期。作为全球领先的工业互联网整体解决方案服务商，公司累计打造 9 座灯塔工厂，聚焦自动化、机器人化、数字化、智能化的“四化融合”。

**“2+2”战略持续布局，打造工业 AI 领域新优势。**公司积极通过策略投资并购上下游优质创新型企业，通过战略合作联合细分领域市场头部机构，推动 AI 领域及核心产品发展创新，持续增强“智能制造+AI”双引擎驱动力。公司通过策略投资强化云计算，增加“大数据+机器人”的场景深度；通过 AI 服务器、半导体、机器人、新能源、医疗器械等领域的并购业务，拓展“大数据+机器人”的场景广度，在工业 AI 领域打造多场景、广应用的新竞争优势。

**投资建议：**受益于数字经济浪潮下的算力需求增长和网络升级需求增幅较大，公司产品结构优化有望带来主营业务质量的全面提升和盈利水平的进一步优化，我们预计 24-26 年公司营业收入分别为 5586/6522/7361 亿元，归母净利润分别为 260/365/419 亿元；对应 2024 年 08 月 14 日收盘价，P/E 分别为 16x/12x/10x，维持“推荐”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，新品研发进度不及预期，新品放量速度不及预期，汇率波动风险。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 476,340 | 558,574 | 652,218 | 736,089 |
| 增长率 (%)          | -6.9    | 17.3    | 16.8    | 12.9    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 21,040  | 26,021  | 36,482  | 41,855  |
| 增长率 (%)          | 4.8     | 23.7    | 40.2    | 14.7    |
| 每股收益 (元)         | 1.06    | 1.31    | 1.84    | 2.11    |
| PE               | 20      | 16      | 12      | 10      |
| PB               | 3.0     | 2.7     | 2.4     | 2.1     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 14 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

21.38 元


**分析师 马天诣**

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyiyi@mszq.com


**分析师 方竞**

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

**分析师 谢致远**

执业证书：S0100524060003

邮箱：xiezhizhuan@mszq.com

## 相关研究

- 工业富联 (601138.SH) 2024 半年度业绩快报点评：AI 浪潮下，业绩稳增长-2024/08/05
- 工业富联 (601138.SH) 深度报告：AI 黄金年代当起步，硬件生产龙头再起航-2024/07/22
- 工业富联(601138.SH)2024年一季报点评：业绩稳健增长，看好 AI 刺激服务器需求放量-2024/04/30
- 工业富联(601138.SH)2023 年年报点评：AI 浪潮下，高质量发展搏出新动能-2024/03/14
- 工业富联 (601138.SH) 2023 年半年报点评：AI 服务器销量稳步增长，盈利水平持续提升-2023/08/09

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入     | 476,340 | 558,574 | 652,218 | 736,089 |
| 营业成本      | 437,964 | 514,370 | 595,464 | 671,647 |
| 营业税金及附加   | 381     | 447     | 522     | 589     |
| 销售费用      | 1,024   | 1,117   | 1,174   | 1,251   |
| 管理费用      | 4,226   | 4,469   | 5,087   | 5,594   |
| 研发费用      | 10,811  | 11,171  | 11,740  | 13,250  |
| EBIT      | 23,840  | 28,890  | 40,372  | 46,101  |
| 财务费用      | -586    | -184    | -201    | -432    |
| 资产减值损失    | -543    | -836    | -963    | -1,082  |
| 投资收益      | -666    | 0       | 0       | 0       |
| 营业利润      | 23,067  | 28,238  | 39,611  | 45,452  |
| 营业外收支     | 57      | 60      | 63      | 66      |
| 利润总额      | 23,124  | 28,298  | 39,674  | 45,518  |
| 所得税       | 2,106   | 2,264   | 3,174   | 3,641   |
| 净利润       | 21,018  | 26,034  | 36,500  | 41,876  |
| 归属于母公司净利润 | 21,040  | 26,021  | 36,482  | 41,855  |
| EBITDA    | 29,807  | 36,084  | 48,397  | 56,305  |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金        | 83,462  | 81,776  | 89,682  | 98,968  |
| 应收账款及票据     | 88,474  | 107,353 | 125,351 | 141,470 |
| 预付款项        | 255     | 309     | 357     | 403     |
| 存货          | 76,683  | 82,732  | 95,291  | 107,118 |
| 其他流动资产      | 3,604   | 5,259   | 5,582   | 5,845   |
| 流动资产合计      | 252,478 | 277,428 | 316,262 | 353,804 |
| 长期股权投资      | 7,180   | 7,180   | 7,180   | 7,180   |
| 固定资产        | 17,712  | 19,841  | 21,149  | 22,234  |
| 无形资产        | 1,004   | 1,000   | 993     | 986     |
| 非流动资产合计     | 35,227  | 36,250  | 37,419  | 37,241  |
| 资产合计        | 287,705 | 313,678 | 353,682 | 391,045 |
| 短期借款        | 41,091  | 41,091  | 41,091  | 41,091  |
| 应付账款及票据     | 75,028  | 84,554  | 97,885  | 110,408 |
| 其他流动负债      | 21,925  | 26,839  | 30,491  | 33,761  |
| 流动负债合计      | 138,045 | 152,484 | 169,467 | 185,260 |
| 长期借款        | 7,097   | 3,650   | 3,650   | 3,650   |
| 其他长期负债      | 1,968   | 1,546   | 2,250   | 1,831   |
| 非流动负债合计     | 9,065   | 5,196   | 5,900   | 5,480   |
| 负债合计        | 147,110 | 157,680 | 175,367 | 190,740 |
| 股本          | 19,866  | 19,868  | 19,868  | 19,868  |
| 少数股东权益      | 408     | 421     | 439     | 460     |
| 股东权益合计      | 140,595 | 155,999 | 178,315 | 200,305 |
| 负债和股东权益合计   | 287,705 | 313,678 | 353,682 | 391,045 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | -6.94 | 17.26 | 16.76 | 12.86 |
| EBIT 增长率        | 2.15  | 21.18 | 39.75 | 14.19 |
| 净利润增长率          | 4.82  | 23.67 | 40.20 | 14.73 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率             | 8.06  | 7.91  | 8.70  | 8.75  |
| 净利润率            | 4.42  | 4.66  | 5.59  | 5.69  |
| 总资产收益率 ROA      | 7.31  | 8.30  | 10.31 | 10.70 |
| 净资产收益率 ROE      | 15.01 | 16.73 | 20.51 | 20.94 |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.83  | 1.82  | 1.87  | 1.91  |
| 速动比率            | 1.26  | 1.26  | 1.29  | 1.32  |
| 现金比率            | 0.60  | 0.54  | 0.53  | 0.53  |
| 资产负债率 (%)       | 51.13 | 50.27 | 49.58 | 48.78 |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 67.79 | 70.00 | 70.00 | 70.00 |
| 存货周转天数          | 63.91 | 59.30 | 59.00 | 58.80 |
| 总资产周转率          | 1.67  | 1.86  | 1.95  | 1.98  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.06  | 1.31  | 1.84  | 2.11  |
| 每股净资产           | 7.06  | 7.83  | 8.95  | 10.06 |
| 每股经营现金流         | 2.17  | 1.14  | 1.65  | 2.10  |
| 每股股利            | 0.58  | 0.71  | 1.00  | 1.15  |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 20    | 16    | 12    | 10    |
| PB              | 3.0   | 2.7   | 2.4   | 2.1   |
| EV/EBITDA       | 13.22 | 10.92 | 8.14  | 7.00  |
| 股息收益率 (%)       | 2.71  | 3.34  | 4.68  | 5.37  |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润         | 21,018  | 26,034  | 36,500  | 41,876  |
| 折旧和摊销       | 5,967   | 7,194   | 8,025   | 10,204  |
| 营运资金变动      | 12,774  | -13,333 | -14,658 | -13,262 |
| 经营活动现金流     | 43,084  | 22,703  | 32,768  | 41,809  |
| 资本开支        | -8,670  | -6,472  | -7,181  | -8,712  |
| 投资          | 3,713   | 0       | 0       | 0       |
| 投资活动现金流     | -4,564  | -6,609  | -7,181  | -8,712  |
| 股权募资        | 174     | -12     | 0       | 0       |
| 债务募资        | -10,217 | -2,932  | 0       | 0       |
| 筹资活动现金流     | -24,734 | -17,780 | -17,682 | -23,810 |
| 现金净流量       | 14,185  | -1,686  | 7,906   | 9,287   |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026