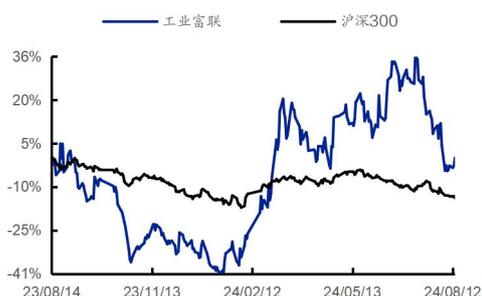


研究所:
 证券分析师: 刘熹 S0350523040001
 liux10@ghzq.com.cn

AI 服务器同比增速 230%+, Blackwell 推迟不改长期景气

——工业富联 (601138) 2024 年半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现	2024/08/14		
表现	1M	3M	12M
工业富联	-21.6%	-10.2%	-0.1%
沪深 300	-4.7%	-9.5%	-14.2%

市场数据	2024/08/14
当前价格 (元)	21.38
52 周价格区间 (元)	12.63-29.47
总市值 (百万)	424,775.24
流通市值 (百万)	424,657.82
总股本 (万股)	1,986,787.85
流通股本 (万股)	1,986,238.63
日均成交额 (百万)	4,530.98
近一月换手 (%)	0.66

相关报告

- 《工业富联 (601138) 2024 年半年度业绩快报点评: 2024H1 业绩符合预期, AI 服务器增长提速(买入)*消费电子*刘熹》——2024-08-05
- 《工业富联 (601138) 2024 年一季报点评: AI 引擎作用显著增强, 或将受益于 GB200 放量(买入)*消费电子*刘熹》——2024-05-04
- 《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 8 月 13 日, 公司发布 2024 年中报: 2024H1, 公司实现营收 2660.91 亿元, 同比增长 28.69%; 归母净利润 87.39 亿元, 同比增长 22.04%。2024Q2, 公司实现营收 1474.03 亿元, 同比增长 46.11%; 归母净利润 45.54 亿元, 同比增长 12.93%。

投资要点:

- 剔除汇兑损益 Q2 利润总额同比+25%, Blackwell 系列量产有望带动毛利率企稳回升

2024H1, 公司毛利率为 6.73%、同比-0.44pct, 净利率 3.28%、同比-0.18pct; 2024Q2, 公司毛利率为 6.00%、同比-0.97pct, 净利率 3.08%、同比-0.92pct。我们认为, 毛利率下行或主要系 AI 大模型的发展推动云计算业务占比持续提升, 导致公司收入结构变化所致。未来随着公司 Blackwell 系列产品、液冷等零组件量产出货, 公司毛利率有望企稳回升。

2024H1, 扣非后归母净利润 85.33 亿元, 同比增长 13.23%; 2024Q2, 扣非后归母净利润 42.61 亿元, 同比下降 1.58%。我们认为, 主要系 2024H1, 财务收入同比减少约 6.48 亿元, 其中汇兑损益减少约 5.44 亿元。公司表示, 扣非净利润若扣除完整汇兑损益影响后, 二季度利润总额同比增长 25%。

- 二季度 AI 服务器同比/环比高增, 400G/800G 高速交换机同比+70%

云计算: 2024H1, 云计算收入同比+60%, 其中云服务商收入占比 47%, 较去年同期提升 5pct; 2024Q2, 云计算营收占比 55%, 同比增长超 70%, 环比增长超 30%。①AI 服务器: 2024H1, 营收同比增长 230%+, 占服务器营收比重 43%。2024Q2, 营收同比增长超 270%, 环比增长超 60%, 占服务器营收比重升至 46%, 占比逐季提升。公司表示: 针对客户的新一代 AI 服务器产能已充足到位, 下游订单能见度高。②通用服务器: 2024H1, 营收同比增长至 16%, 复苏力道强劲。

通信及移动网络设备: 2024H1, 实现同比高单位数增长, Q2 单季同比增长高达 20%。2024Q2, 400G、800G 高速交换机营收同比增长 70%。公司 800G 高速交换机已陆续出货, 预计 2024 年下半年开始上量并贡献显著的营业收入, 促进公司产品结构进一步优化。

■ **Blackwell 短期延迟不改需求增长，持续加大 AI 研发投入**

北美 CSP 厂资本开支增长，英伟达推出 B200A 面向中低端 AI 市场。我们认为，虽然英伟达 B 系列产品出现延后，但随着技术、产能等问题陆续解决，2025 年 Blackwell GPU 有望放量，推出 B200A GPU 产品满足低端和中端 AI 系统的需求，且 Hopper 架构产品需求仍旺盛。同时，北美 CSP 厂商资本开支持续增长，微软、Meta、亚马逊、Google 等厂商资本开支指引提升，AI 算力板块仍具高景气度。

公司加大 AI 技术研发投入力度。2024H1，公司研发投入达 48.76 亿元，并且调整增加 1 亿元至下世代通讯产品研发中心项目（深圳富桂）的研发费用中，进而扩大其对 AI 基础建设相关产品的研发投入。此外，公司正通过 AI 服务器、半导体、机器人、新能源、医疗器械等领域的产业并购业务，进一步拓展“大数据+机器人”的场景广度，助力其在工业 AI 领域打造多场景、广应用的新竞争优势。

■ **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 17.34/13.93/11.98X，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	17.34	13.93	11.98
P/B	2.14	2.75	2.46	2.17
P/S	0.63	0.77	0.63	0.54
EV/EBITDA	8.95	12.69	10.25	8.74

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:	21.38		投资评级:	买入		日期:	2024/08/14	
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	9.83				
期间费率	1%	1%	1%	1%	估值								
销售净利率	4%	4%	5%	5%	P/E	14.26	17.34	13.93	11.98				
成长能力					P/B								
收入增长率	-7%	16%	22%	16%	P/S	2.14	2.75	2.46	2.17				
利润增长率	5%	16%	24%	16%									
营运能力					利润表 (百万元)								
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								
资产负债率	51%	53%	54%	53%	管理费用	1024	1163	1456	1660				
流动比	1.83	1.72	1.75	1.77	财务费用	4226	4997	5452	6694				
速动比	1.26	1.18	1.17	1.16	其他费用/(-收入)	-586	116	60	-110				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	23067	27208	33842	39208				
现金及现金等价物	83796	96657	100893	109102	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	289932	331728	370269	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)					2023A	2024E	2025E	2026E
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	332005	372278	415021	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	4756	-15735	-16932				
负债合计	147110	177155	199237	219250	债务融资	-10217	17983	-471	-1317				
股本	19866	19868	19868	19868	权益融资	174	136	0	0				
股东权益	140595	154850	173042	195771	其它	-14691	-13364	-15264	-15614				
负债和股东权益总计	287705	332005	372278	415021	现金净增加额	14185	12750	4088	8080				

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。