

工业富联 (601138.SH)

二季度收入同比增长 46%，AI 服务器持续快速增长

优于大市

核心观点

上半年营收同比增长 28.7%，归母净利润同比增长 22.0%。公司发布 2024 年半年度报告，1H24 营业收入 2660.91 亿元 (YoY 28.69%)，收入增速加快主要由于品牌客户不断增加 AI 服务器订单；归母净利润 87.39 亿元 (YoY 22.04%)，扣非归母净利润 85.33 亿元 (YoY 13.23%)。1H24 实现毛利率 6.73% (YoY -0.44pct)，净利率 3.28% (YoY -0.18pct)。

二季度营业收入同比增长 46.1%，归母净利润同比增长 12.9%。公司 2Q24 营业收入 1474.03 亿元 (YoY 46.11%，QoQ 24.19%)，归母净利润 45.54 亿元 (YoY 12.93%，QoQ 8.83%)，扣非归母净利润 42.61 亿元 (YoY -1.58%，QoQ -0.26%)。由于 1H24 汇兑收益 5.50 亿元 (YoY -49.72%)，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%。2Q24 实现毛利率 6.00% (YoY -0.97pct，QoQ -1.64pct)，净利率 3.09% (YoY -0.91pct，QoQ -0.44pct)。

人工智能对云基础设施需求持续增加，下游 AI 服务器需求增长强劲。1H24 公司云计算收入同比增长 60%，其中云服务商收入占比 47%，同比提升 5pct；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%。2Q24 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。此外，1H24 通用服务器收入同比增长 16%，复苏力道强劲。

数据中心 AI 化及网络升级迭代提速，高速交换机营收快速增长。公司通信及移动网络设备业务 1H24 同比高单位数增长，2Q24 同比增长达 20%，AI 服务器相关的 400G/800G 高速交换机营收同比增长 70%。1H24 整体 400G/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。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司云计算业务受益于 AI 高速发展及全球数据中心、AI 服务器等算力基础设施大规模建设而带来的持续高速增长。考虑到云计算业务特别是 AI 服务器对于公司业绩的强劲带动，预计 2024-2026 年营业收入 5608.46/6766.68/7556.45 亿元 (无调整)，归母净利润 260.25/357.23/400.00 亿元 (无调整)，当前股价对应 PE 分别为 15.8/11.5/10.3 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品拓展不及预期，下游需求不及预期，客户导入不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	511,850	476,340	560,846	676,668	755,645
(+/-%)	16.4%	-6.9%	17.7%	20.7%	11.7%
净利润 (百万元)	20073	21040	26025	35723	40000
(+/-%)	0.3%	4.8%	23.7%	37.3%	12.0%
每股收益 (元)	1.01	1.06	1.31	1.80	2.01
EBIT Margin	3.9%	4.6%	4.8%	5.7%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	15.0%	16.9%	21.1%	21.4%
市盈率 (PE)	20.4	19.5	15.8	11.5	10.3
EV/EBITDA	24.1	21.1	18.5	13.9	12.5
市净率 (PB)	3.18	2.93	2.67	2.42	2.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电子 · 消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	20.66 元
总市值/流通市值	410470/410357 百万元
52 周最高价/最低价	29.47/12.63 元
近 3 个月日均成交额	3452.20 百万元

市场走势

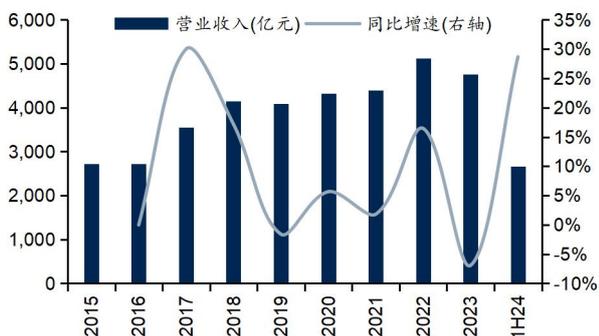


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《工业富联 (601138.SH) - 初步核算 2024 上半年利润增长 22%，云计算业务增长强劲》——2024-08-04
- 《工业富联 (601138.SH) - 2023 年净利润同比增长 4.82%，AI 服务器增长势头强劲》——2024-03-19
- 《工业富联 (601138.SH) - 前三季度净利润同比增长 14.32%，AI 业务强劲持续提升盈利能力》——2023-11-06
- 《工业富联 (601138.SH) - 1H23 净利润同比增长 4.21%，AI 算力需求激增带动盈利能力提升》——2023-08-11
- 《工业富联 (601138.SH) - 布局“高端智能制造+工业互联网”，受益 AI 算力井喷需求》——2023-06-30

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



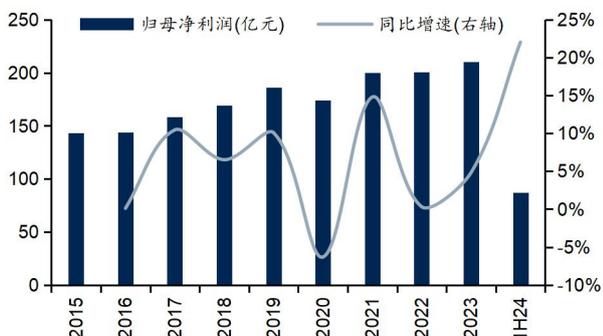
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



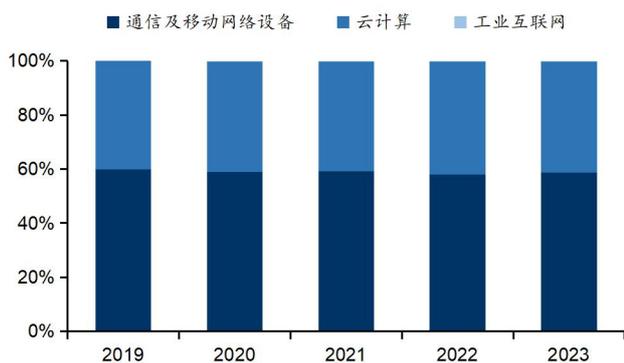
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



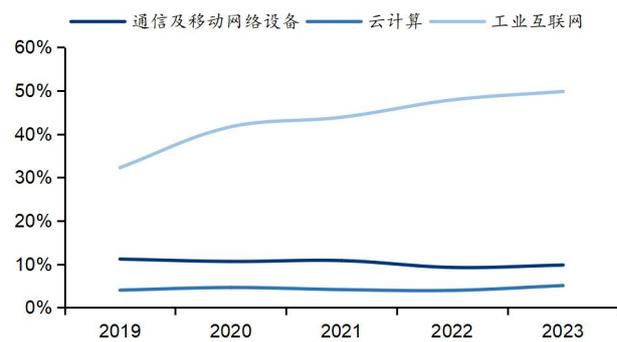
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收占比



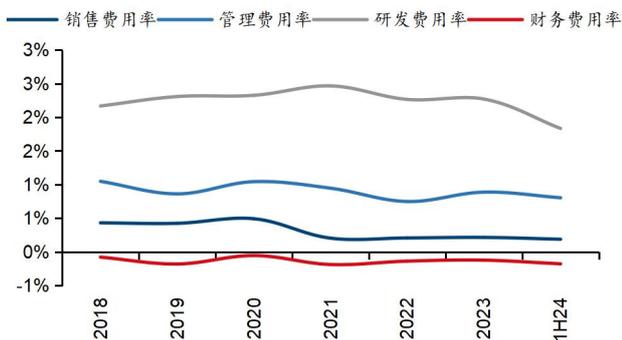
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率 (%)



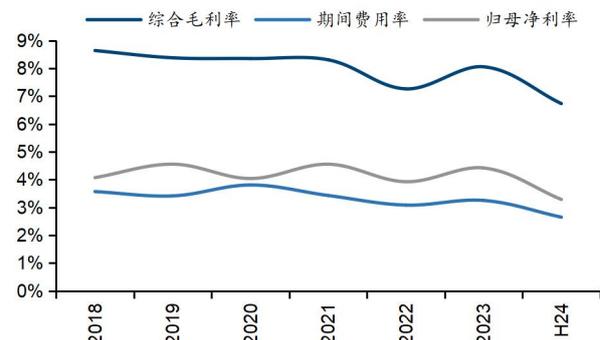
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：公司费用率



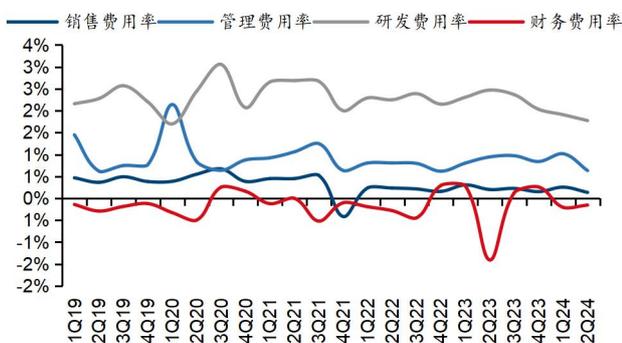
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司毛利率、净利率、费用率 (%)



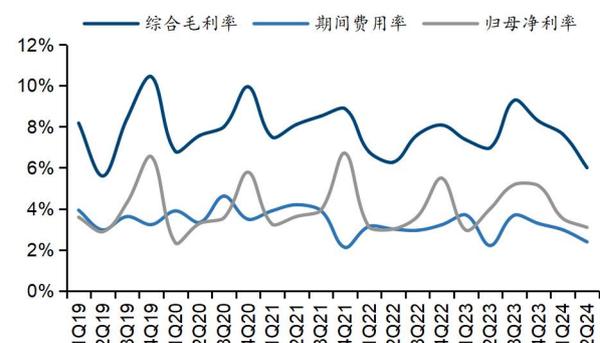
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度毛利率、净利率、费用率 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	69430	83462	83237	84128	86862	营业收入	511850	476340	560846	676668	755645
应收款项	99569	89328	109512	130218	144890	营业成本	474678	437964	513954	614878	685926
存货净额	77322	76683	88433	104489	118148	营业税金及附加	486	381	580	628	696
其他流动资产	2620	3005	3618	4231	4908	销售费用	1058	1024	1170	1422	1596
流动资产合计	248940	252478	284799	323065	354809	管理费用	3828	4226	4865	5669	6537
固定资产	16638	20220	24448	28430	31281	研发费用	11588	10811	13084	15488	17358
无形资产及其他	440	1004	964	924	884	财务费用	(704)	(586)	419	874	987
其他长期资产	5953	6823	6823	6823	6823	投资收益	30	(666)	574	393	339
长期股权投资	12216	7180	9184	11189	10847	资产减值及公允价值变动	(1139)	(280)	(458)	(694)	(673)
资产总计	284188	287705	326219	370432	404644	其他	2066	1493	1689	1794	1704
短期借款及交易性金融负债	55765	41760	54013	62344	61075	营业利润	21872	23067	28580	39204	43916
应付款项	69279	75028	84910	98845	113622	营业外净收支	91	57	23	57	46
其他流动负债	24132	21257	23884	29881	32815	利润总额	21963	23124	28603	39261	43962
流动负债合计	149176	138045	162807	191070	207513	所得税费用	1879	2106	2605	3575	4003
长期借款及应付债券	3485	7097	7097	7097	7097	少数股东损益	11	(22)	(27)	(37)	(42)
其他长期负债	2194	1968	2309	2419	2494	归属于母公司净利润	20073	21040	26025	35723	40000
长期负债合计	5679	9065	9406	9516	9591	现金流量表 (百万元)					
负债合计	154854	147110	172213	200586	217104	净利润	20084	21018	25998	35685	39959
少数股东权益	358	408	381	344	302	资产减值准备	1069	543	562	793	828
股东权益	128975	140187	153625	169502	187238	折旧摊销	3220	4449	4274	5526	6757
负债和股东权益总计	284188	287705	326219	370432	404644	公允价值变动损失	70	(264)	(104)	(99)	(156)
关键财务与估值指标						财务费用	1482	2482	419	874	987
每股收益	1.01	1.06	1.31	1.80	2.01	营运资本变动	(10749)	12596	(19593)	(17234)	(11067)
每股红利	0.56	0.67	0.63	1.00	1.12	其它	190	2259	(981)	(1666)	(1815)
每股净资产	6.49	7.06	7.73	8.53	9.43	经营活动现金流	15366	43084	10575	23879	35492
ROIC	17%	17%	19%	23%	23%	资本开支	(8093)	(9190)	(8462)	(9468)	(9567)
ROE	16%	15%	17%	21%	21%	其它投资现金流	(7214)	4626	(2004)	(2005)	342
毛利率	7%	8%	8%	9%	9%	投资活动现金流	(15308)	(4564)	(10466)	(11473)	(9225)
EBIT Margin	4%	5%	5%	6%	6%	权益性融资	0	174	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	6%	7%	7%	负债净变化	(330)	3612	0	0	0
收入增长	16%	-7%	18%	21%	12%	支付股利、利息	(11090)	(13267)	(12587)	(19846)	(22264)
净利润增长率	0%	5%	24%	37%	12%	其它融资现金流	(2649)	(15253)	12253	8332	(1269)
资产负债率	55%	51%	53%	54%	54%	融资活动现金流	(14068)	(24734)	(334)	(11515)	(23533)
息率	2.7%	3.2%	3.1%	4.8%	5.4%	现金净变动	(11905)	14185	(225)	891	2734
P/E	20.4	19.5	15.8	11.5	10.3	货币资金的期初余额	81071	69167	83352	83127	84018
P/B	3.2	2.9	2.7	2.4	2.2	货币资金的期末余额	69167	83352	83127	84018	86752
EV/EBITDA	24.1	21.1	18.5	13.9	12.5	企业自由现金流	2860	27792	936	13895	25690
						权益自由现金流	(119)	16151	12808	21432	23524

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032