



# 工业富联 (601138.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## AI 带动业绩增长，新产品产能充足

### 事件简评

2024年10月30日，公司发布2024年三季度报，2024年前三季度公司实现营业收入4363.73亿元，同比增长32.71%；实现归母净利润151.41亿元，同比增长12.28%。其中Q3单季度实现营业收入1702.82亿元，同比增长39.53%；实现归母净利润64.02亿元，同比增长1.24%。

### 经营分析

**AI 发展带动公司业绩快速增长：**2024年前三季度，受益于北美厂商AI相关投入与服务器购买力度不断提升，公司业绩取得快速增长。前三季度公司云计算业务整体营业收入较上年增长71%；其中AI服务器营业收入较上年增长228%，占整体服务器营收比重提升至45%，Q3单季度提升至48%。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。旺盛的市场需有望带动公司业绩持续提升。

**服务器业务具备技术、客户、产能优势：**公司是行业内少有的可以提供完整解决方案的厂商，同时拥有全球多元产能布局，未来在AI供应链中的优势有望进一步加强。自2024年以来，公司与全球主要服务器品牌商及国内外云服务商的合作关系进一步深化。凭借长期紧密的合作关系、共同开发产品的能力及高自动化水平，公司成功与客户合作开发并量产了高性能AI服务器、液冷机柜等多项技术和解决方案，为全球高性能人工智能数据中心提供强大算力支持。10月，在OCP峰会上，公司旗下鸿佰科技展示了NVIDIA HGX B200液冷AI加速器，还展出NVIDIA GB200NVL72与水对水CDU解决方案。技术、客户、产能优势为公司构筑护城河。

**800G交换机四季度将大规模出货：**受益网络升级迭代，公司通信及移动网络设备业务板块收入持续增长，其中数据中心400/800G高速交换机2024年第三季度单季度营业收入同比增长128%，环比增长亦达27%；相关业务2024年前三季度营业收入较上年增长近60%。800G交换机上半年已开始出货，预计第四季度将大量出货，为营收和获利带来积极影响。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司营业收入为5675/6830/7773亿元，归母净利润为254/314/364亿元，对应PE为19/16/14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：张真贞 (执业S1130524060002)

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

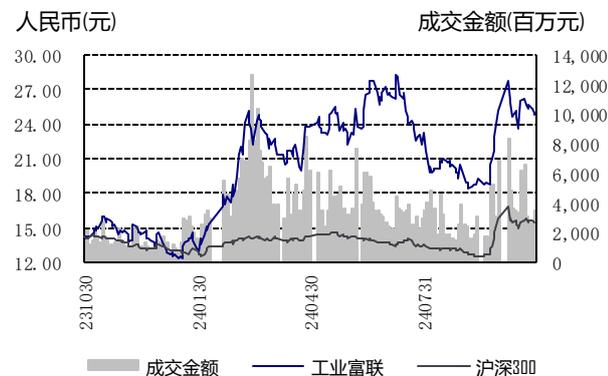
分析师：路璐 (执业S1130524050002)

lul@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：24.84元

### 相关报告：

- 《工业富联公司点评：AI服务器收入倍增，业绩持续提升》，2024.8.13
- 《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	567,457	682,985	777,282
营业收入增长率	16.45%	-6.94%	19.13%	20.36%	13.81%
归母净利润(百万元)	20,073	21,040	25,411	31,358	36,361
归母净利润增长率	0.32%	4.82%	20.78%	23.40%	15.96%
摊薄每股收益(元)	1.011	1.059	1.279	1.578	1.830
每股经营性现金流净额	0.77	2.17	1.34	1.30	2.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.56%	15.01%	16.28%	17.82%	18.11%
P/E	9.08	14.28	19.42	15.74	13.57
P/B	1.41	2.14	3.16	2.81	2.46

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	567,457	682,985	777,282
增长率		16.4%	-6.9%	19.1%	20.4%	13.8%
主营业务成本	-403,042	-474,678	-437,964	-521,208	-627,057	-713,696
%销售收入	91.7%	92.7%	91.9%	91.8%	91.8%	91.8%
毛利	36,515	37,172	38,376	46,249	55,929	63,586
%销售收入	8.3%	7.3%	8.1%	8.2%	8.2%	8.2%
营业税金及附加	-596	-486	-381	-454	-820	-876
%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	-1,192	-1,298	-1,477
%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	-4,540	-5,327	-6,063
%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	-12,881	-15,504	-17,644
%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	27,182	32,980	37,525
%销售收入	4.6%	3.9%	4.6%	4.8%	4.8%	4.8%
财务费用	826	704	586	851	820	1,477
%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	-1,663	-785	-240
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	28,000	34,396	39,963
营业利润率	5.1%	4.3%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%
营业外收支	-80	91	57	23	57	46
税前利润	22,318	21,963	23,124	28,022	34,453	40,009
利润率	5.1%	4.3%	4.9%	4.9%	5.0%	5.1%
所得税	-2,293	-1,879	-2,106	-2,609	-3,098	-3,655
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	25,413	31,355	36,353
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	25,411	31,358	36,361
净利率	4.6%	3.9%	4.4%	4.5%	4.6%	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	25,413	31,355	36,353
少数股东损益	15	11	-22	1	-3	-8
非现金支出	4,320	5,699	6,397	5,052	3,644	3,248
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	-3,512	-9,261	2,401
经营活动现金净流	8,191	15,366	43,084	26,628	25,920	42,191
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	198	5,981	-5,834
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	-9,311	-5,541	-17,356
现金净流量	5,244	-11,905	14,185	13,039	15,179	19,835

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	96,225	111,203	130,892
应收款项	89,551	99,569	89,328	95,272	110,969	119,709
存货	71,928	77,322	76,683	81,475	95,476	104,855
其他流动资产	2,803	2,620	3,005	3,166	3,224	3,269
流动资产	247,158	248,940	252,478	276,137	320,871	358,725
%总资产	92.7%	87.6%	87.8%	88.4%	89.3%	89.9%
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%	6.7%	6.3%	6.0%
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%	11.6%	10.7%	10.1%
资产总计	266,609	284,188	287,705	312,534	359,476	399,115
短期借款	53,189	55,765	41,760	42,238	48,219	42,385
应付款项	80,795	86,180	89,213	97,536	117,722	136,804
其他流动负债	7,345	7,231	7,072	7,680	8,685	10,299
流动负债	141,329	149,176	138,045	147,453	174,626	189,488
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	1,484	1,421	1,368
负债	147,121	154,854	147,110	156,034	183,143	197,952
普通股股东权益	119,181	128,975	140,187	156,091	175,926	200,765
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	100,605	120,441	145,280
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	312,534	359,476	399,115

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.007	1.011	1.059	1.279	1.578	1.830
每股净资产	6.000	6.494	7.057	7.856	8.855	10.105
每股经营现金净流	0.412	0.774	2.169	1.340	1.305	2.124
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%	16.28%	17.82%	18.11%
总资产收益率	7.51%	7.06%	7.31%	8.13%	8.72%	9.11%
投入资本收益率	10.18%	9.79%	10.51%	11.97%	12.95%	13.59%
增长率						
主营业务收入增长率	1.80%	16.45%	-6.94%	19.13%	20.36%	13.81%
EBIT增长率	7.24%	0.90%	8.52%	23.93%	21.33%	13.78%
净利润增长率	14.80%	0.32%	4.82%	20.78%	23.40%	15.96%
总资产增长率	18.22%	6.59%	1.24%	8.63%	15.02%	11.03%
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	11.5	10.2	9.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.86%	-7.88%	-25.05%	-30.35%	-32.04%	-40.77%
EBIT利息保障倍数	-24.2	-28.7	-37.4	-31.9	-40.2	-25.4
资产负债率	55.18%	54.49%	51.13%	49.93%	50.95%	49.60%

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	0	1	6	31	61
增持	0	0	0	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.21	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