

搭乘 AI 快车，业绩与技术创新双轮驱动高速增长

2024 年 10 月 31 日

公司业绩强劲增长。工业富联发布 2024 年三季度报告，2024 年公司前三季度实现营收 4364 亿元，同比增长 32.7%；实现归母净利润 151 亿元，同比增长 12.3%；实现扣非后归母净利润 147 亿元，同比增长 8.9%。单季度看，3Q24 公司实现营收 1703 亿元，同比增长 39.5%；实现归母净利润 64 亿元，同比增长 1.2%；实现扣非后归母净利润 62 亿元，同比增长 3.4%。

AI 服务器业务井喷，公司业绩随 AI 浪潮显著增长。公司 AI 服务器业务井喷式增长，驱动业绩整体增长。2024 年前三季度，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%。同时，公司及时抓住 AI 浪潮机遇，持续逐季提升 AI 服务器在营业收入中的占比，目前已提升至 48%。需求端，AI 服务器需求端展现出极为旺盛的需求态势，市场需求量显著攀升。据 TrendForce 预测，2024 年 AI 服务器将主导服务器市场，产值预计达 1,870 亿美元，年增 69%，远超一般型服务器，占比高达 65%。

AI 推理技术突破，英伟达芯片助力合作伙伴业绩预期增长。近期，人工智能技术在推理能力方面取得了重要突破。2024 年 9 月 12 日，OpenAI 发布代号为“草莓”的 o1 系列模型，为首款具推理能力的大模型，优于 GPT-4o，能高效处理复杂编程、数学问题并解释推理过程。算力端，英伟达 Blackwell 芯片的缺陷在台积电的帮助下已经得到修复。该芯片目前需求强劲，已全面量产并将于第四季出货，预计贡献数超过 100 亿美元的营收。作为英伟达的合作伙伴，公司年初在英伟达 GTC AI 大会上展示了与英伟达合作的新一代 AI 服务器及液冷机柜，凸显节能高效的散热设计。我们预期英伟达的业绩放量和产能需求能够进一步带动公司的业绩发展。

AI 驱动数据中心交换机高速迭代，400/800G 交换机营收大幅增长。据 IDC 预测，自 2024 年起，400Gbps 端口交换机的出货量将持续攀升，而 51.2Tbps 芯片的成熟商用将进一步推动 400Gbps 技术的广泛应用。与此同时，AI 算力需求的迭代也促使数据中心用交换机加速向 800G 升级。在此背景下，公司在 2024 年第三季度实现了数据中心 400/800G 高速交换机营业收入的显著增长，同比增幅高达 128%，环比增长率也达到了 27%。

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 260/364/418 亿元；对应 2024 年 10 月 31 日收盘价，P/E 分别为 19x/13x/12x，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	26,024	36,395	41,766
增长率 (%)	4.8	23.7	39.9	14.8
每股收益 (元)	1.06	1.31	1.83	2.10
PE	23	19	13	12
PB	3.4	3.1	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
24.25 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 半年报业绩点评：AI 服务器收入高速增长，算力时代弄潮儿-2024/08/15
- 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

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	-187	-107	-335
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	28,241	39,517	45,355
营业外收支	57	60	63	66
利润总额	23,124	28,301	39,580	45,421
所得税	2,106	2,264	3,166	3,634
净利润	21,018	26,037	36,413	41,787
归属于母公司净利润	21,040	26,024	36,395	41,766
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	78,411	86,228	95,473
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	5,809	6,132	6,395
流动资产合计	252,478	274,614	313,359	350,859
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	36,773	37,942	37,764
资产合计	287,705	311,387	351,302	388,623
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	26,484	30,136	33,406
流动负债合计	138,045	152,128	169,111	184,904
长期借款	7,097	3,499	3,499	3,499
其他长期负债	1,968	1,659	2,363	1,943
非流动负债合计	9,065	5,158	5,862	5,442
负债合计	147,110	157,286	174,973	190,346
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	154,101	176,329	198,277
负债和股东权益合计	287,705	311,387	351,302	388,623

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
成长能力 (%)				
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	23.69	39.85	14.76
盈利能力 (%)				
毛利率	8.06	7.91	8.70	8.75
净利润率	4.42	4.66	5.58	5.67
总资产收益率 ROA	7.31	8.36	10.36	10.75
净资产收益率 ROE	15.01	16.93	20.69	21.11
偿债能力				
流动比率	1.83	1.81	1.85	1.90
速动比率	1.26	1.24	1.27	1.30
现金比率	0.60	0.52	0.51	0.52
资产负债率 (%)	51.13	50.51	49.81	48.98
经营效率				
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	1.97	1.99
每股指标 (元)				
每股收益	1.06	1.31	1.83	2.10
每股净资产	7.06	7.74	8.85	9.96
每股经营现金流	2.17	1.10	1.64	2.10
每股股利	0.58	0.71	1.00	1.15
估值分析				
PE	23	19	13	12
PB	3.4	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	15.68	12.95	9.66	8.30
股息收益率 (%)	2.39	2.94	4.12	4.73

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	21,018	26,037	36,413	41,787
折旧和摊销	5,967	7,194	8,025	10,204
营运资金变动	12,774	-13,989	-14,658	-13,262
经营活动现金流	43,084	21,875	32,675	41,713
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	-6,831	-7,181	-8,712
股权募资	174	-12	0	0
债务募资	-10,217	-3,333	0	0
筹资活动现金流	-24,734	-20,096	-17,677	-23,756
现金净流量	14,185	-5,051	7,817	9,245

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