

工业富联 (601138)

证券研究报告
2024年10月31日

AI持续带动收入快速增长，看好GB200服务器放量业绩弹性

事件：公司发布2024年三季报，2024Q3分别实现营收1702.82亿元， $yoy+39.53%$ ，实现归母净利润为64亿元， $yoy+1.24%$ ，实现扣非归母净利润为62亿元， $yoy+3.4%$ 。

点评：AI持续带动收入快速增长，利润增速主要受到汇兑影响。24Q1-3公司云计算业务整体营业收入同比增长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%，24Q3单季度AI服务器占整体服务器营业收入比重提升至48%，占比持续逐季提升，呈现一季优于一季趋势。通用服务器出货亦持续回温，2024Q1-3营业收入同比增长22%；云服务商2024Q1-3营业收入同比增长76%，营业收入比重为46%。网络通讯业务增长主要来自于400/800G交换机、WiFi及SmartNIC/DPU板卡。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%。SmartNIC/DPU等板卡2024年前三季度营业收入同比增长200%。24Q3单季度销售毛利率为7%，主要受产品结构变化影响。24Q3销售/管理/研发/财务费用率分别为0.2%/0.6%/1.3%/0.6%， $yoy-0.1pct/-0.3pct/-1.0pct/+0.4pct$ ，整体费用率有所下滑，财务费用受汇兑损失影响有所增长。若扣除汇兑影响，则归母净利润同比增长11%。

Blackwell需求旺盛，看好GB200服务器放量对25年业绩拉动。英伟达CEO黄仁勋表示Blackwell需求很疯狂，AI算力芯片需求大，母公司鸿海表示GB200服务器的发货“略有推迟”，公司计划其将在24Q4晚些时候开始发货，而不是24Q4初。公司能够提供支持英伟达GB200芯片的基础设施，包括先进液冷和散热技术，以及AI的关键零件、服务器与机柜、AI数据中心等，看好公司发挥垂直整合优势在机架级解决方案中进一步提升竞争力和市场份额。鸿海正在墨西哥打造全球最大的GB200伺服器生产基地，全球化运营能力和积极产能扩张有望带动公司服务器增长提速。

北美云厂商投资力度不减，持续看好公司在AI领域的核心卡位。

云计算业务：1) 行业层面：随着全球经济景气回温，据市场研究机构IDC预测，2024年全球云服务商资本支出将大幅增加，尤其在AI资本支出方面将维持近一倍的增长，且AI占整体资本支出的比例将由原先的25%提高至39%。全球前四大云服务商在2024年的资本支出皆有两位数以上成长；**2) 云服务商业务：**持续受益于服务器白牌化+公司份额领先（云计算服务器出货量持续全球第一，主要客户涵盖北美前三大CSP服务商+国内头部CSP服务商及互联网应用服务企业）+一条龙服务优势明显（产品设计、技术开发、关键零部件、系统组建、运筹管理到弹性调配交付），云服务占比进一步提升，23年云服务商产品在云计算收入中占比快速提升，23年占比近五成；**3) AI服务器业务：**持续受益于ChatGPT等新兴AI产品对算力、带宽、GPU、大容量储存、先进散热与节能需求激增+绑定行业头部客户（多年来一直是数家第一梯队云服务商AI服务器（加速器）与AI存储器供应商）+产品持续迭代具备技术领先性（相关AI服务器、AI存储器产品持续迭代已开发至第四代），23年云计算产品中占比提升至约30%；

网络通信业务：1) 行业层面：数据流量增长，高带宽业务的开展和部署对网络设备要求增多。根据IDC数据，2023年交换机市场规模为446亿美元，较上年成长21%；**2) 网络设备：**持续受益于企业数字化基础设施建设升级和云端应用快速增长+企业网络设备拥有占全球市场份额超75%以上的领先客户群体，23年路由器业务同比实现双位数成长，200G、400G交换机出货显著提升，800G交换机也已进入NPI阶段，预计24年可贡献营收。

投资建议：考虑到公司三季度业绩受汇兑影响和前三季度毛利率表现，将公司24年归母净利润从250亿下调至235亿，考虑到25年GB200放量弹性及公司卡位，将25/26年归母净利润从300/352亿上调至330/392亿，维持“买入”评级。

风险提示：AI服务器需求不及预期、AI盈利能力不及预期、智能手机销量不及预期、行业竞争加剧

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	511,849.58	476,340.11	628,768.94	785,961.18	943,153.41
增长率(%)	16.45	(6.94)	32.00	25.00	20.00
EBITDA(百万元)	36,048.51	37,334.93	33,455.26	44,824.33	52,179.81
归属母公司净利润(百万元)	20,073.07	21,040.19	23,514.07	33,020.87	39,225.26
增长率(%)	0.32	4.82	11.76	40.43	18.79
EPS(元/股)	1.01	1.06	1.18	1.66	1.97
市盈率(P/E)	24.59	23.46	20.99	14.95	12.58
市净率(P/B)	3.83	3.52	3.26	2.97	2.68
市销率(P/S)	0.96	1.04	0.78	0.63	0.52
EV/EBITDA	4.63	6.95	15.12	10.34	9.66

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/消费电子
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.84元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	19,867.91
流通A股股本(百万股)	19,863.96
A股总市值(百万元)	493,518.87
流通A股市值(百万元)	493,420.77
每股净资产(元)	7.23
资产负债率(%)	53.32
一年内最高/最低(元)	29.47/12.63

作者

潘暕	分析师
SAC执业证书编号：	S1110517070005
panjian@tfzq.com	
包恒星	分析师
SAC执业证书编号：	S1110524100001
baohengxing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《工业富联-公司点评:业绩符合预期，AI服务器产品营收倍比增长加速成长》2024-08-06
- 《工业富联-季报点评:24Q1业绩超预期，AI业绩弹性持续释放》2024-04-30
- 《工业富联-年报点评报告:AI服务器收入高速增长，持续看好公司AI领域卡位》2024-03-15

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,429.84	83,462.32	106,890.72	133,613.40	160,336.08
应收票据及应收账款	97,689.78	88,474.24	138,581.21	140,871.65	189,232.04
预付账款	352.36	254.71	514.76	449.15	729.15
存货	77,321.75	76,683.35	104,849.23	114,433.94	139,368.65
其他	4,146.12	3,603.84	6,064.95	4,512.41	6,976.85
流动资产合计	248,939.86	252,478.46	356,900.87	393,880.55	496,642.76
长期股权投资	12,215.70	7,179.75	7,179.75	7,179.75	7,179.75
固定资产	15,937.00	17,711.57	16,380.48	15,239.94	13,103.20
在建工程	701.41	2,508.06	3,129.47	3,701.06	3,801.06
无形资产	440.31	1,004.41	903.97	803.53	703.09
其他	5,953.39	6,823.06	6,647.03	6,398.89	5,918.02
非流动资产合计	35,247.80	35,226.84	34,240.70	33,323.17	30,705.11
资产总计	284,187.66	287,705.30	391,141.57	427,203.72	527,347.86
短期借款	50,497.69	41,090.90	103,171.56	96,539.60	155,708.32
应付票据及应付账款	69,278.94	75,028.34	87,054.33	115,985.65	128,055.30
其他	29,222.27	21,734.97	27,705.84	35,923.93	37,986.66
流动负债合计	148,998.90	137,854.21	217,931.73	248,449.17	321,750.27
长期借款	3,484.51	7,096.94	19,576.72	10,000.00	18,717.85
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,194.07	1,968.50	2,046.92	2,069.83	2,028.42
非流动负债合计	5,678.58	9,065.44	21,623.64	12,069.83	20,746.26
负债合计	154,854.16	147,109.97	239,555.37	260,519.00	342,496.54
少数股东权益	358.31	407.88	408.79	406.66	400.04
股本	19,859.59	19,866.11	19,867.91	19,867.91	19,867.91
资本公积	28,491.20	29,142.63	29,142.63	29,142.63	29,142.63
留存收益	81,743.51	91,867.00	102,948.16	118,130.41	136,218.24
其他	(1,119.11)	(688.29)	(781.29)	(862.89)	(777.49)
股东权益合计	129,333.51	140,595.34	151,586.20	166,684.72	184,851.33
负债和股东权益总计	284,187.66	287,705.30	391,141.57	427,203.72	527,347.86

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	20,083.89	21,018.31	23,514.07	33,020.87	39,225.26
折旧摊销	3,220.24	4,449.46	4,961.04	5,156.83	5,310.49
财务费用	1,481.89	2,481.55	1,296.96	1,962.10	2,415.73
投资损失	(30.26)	666.12	(10.00)	208.62	288.24
营运资金变动	(12,351.46)	11,709.37	(64,912.96)	26,898.47	(60,547.73)
其它	2,961.33	2,758.91	(94.07)	27.87	52.33
经营活动现金流	15,365.63	43,083.73	(35,244.96)	67,274.76	(13,255.67)
资本支出	18,125.78	3,784.40	4,072.50	4,464.53	3,214.72
长期投资	9,047.77	(5,035.95)	0.00	0.00	0.00
其他	(42,481.05)	(3,312.01)	(7,798.00)	(9,353.82)	(6,825.60)
投资活动现金流	(15,307.50)	(4,563.56)	(3,725.50)	(4,889.29)	(3,610.88)
债权融资	2,949.61	(9,806.75)	74,923.99	(17,745.06)	64,633.51
股权融资	(11,319.56)	(10,433.95)	(12,525.13)	(17,917.73)	(21,044.29)
其他	(5,698.51)	(4,492.80)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(14,068.46)	(24,733.50)	62,398.86	(35,662.79)	43,589.23
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(14,010.33)	13,786.67	23,428.40	26,722.68	26,722.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	511,849.58	476,340.11	628,768.94	785,961.18	943,153.41
营业成本	474,677.78	437,964.30	583,497.58	730,943.89	878,547.40
营业税金及附加	486.12	380.73	628.77	720.21	943.15
销售费用	1,057.83	1,024.45	628.77	550.17	660.21
管理费用	3,828.40	4,225.83	3,458.23	3,536.83	4,244.19
研发费用	11,588.01	10,811.21	12,575.38	11,003.46	12,260.99
财务费用	(703.54)	(585.81)	1,296.96	1,962.10	2,415.73
资产/信用减值损失	(888.57)	(429.88)	(480.50)	(437.00)	(333.40)
公允价值变动收益	(70.11)	263.60	(96.00)	32.50	66.70
投资净收益	30.26	(666.12)	10.00	(208.62)	(288.24)
其他	(28.95)	284.89	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	21,872.35	23,066.91	26,116.76	36,631.40	43,526.79
营业外收入	121.23	123.56	99.00	114.60	112.39
营业外支出	30.58	66.39	86.87	61.28	71.52
利润总额	21,963.00	23,124.08	26,128.89	36,684.72	43,567.66
所得税	1,879.11	2,105.77	2,612.89	3,668.47	4,356.77
净利润	20,083.89	21,018.31	23,516.00	33,016.25	39,210.90
少数股东损益	10.82	(21.88)	1.93	(4.63)	(14.37)
归属于母公司净利润	20,073.07	21,040.19	23,514.07	33,020.87	39,225.26
每股收益(元)	1.01	1.06	1.18	1.66	1.97

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	16.45%	-6.94%	32.00%	25.00%	20.00%
营业利润	-2.35%	5.46%	13.22%	40.26%	18.82%
归属于母公司净利润	0.32%	4.82%	11.76%	40.43%	18.79%
获利能力					
毛利率	7.26%	8.06%	7.20%	7.00%	6.85%
净利率	3.92%	4.42%	3.74%	4.20%	4.16%
ROE	15.56%	15.01%	15.55%	19.86%	21.27%
ROIC	21.84%	18.00%	24.89%	21.25%	30.38%
偿债能力					
资产负债率	54.49%	51.13%	61.25%	60.98%	64.95%
净负债率	-7.87%	-24.61%	12.00%	-14.59%	8.66%
流动比率	1.67	1.83	1.64	1.59	1.54
速动比率	1.15	1.27	1.16	1.12	1.11
营运能力					
应收账款周转率	5.54	5.12	5.54	5.63	5.71
存货周转率	6.86	6.19	6.93	7.17	7.43
总资产周转率	1.86	1.67	1.85	1.92	1.98
每股指标(元)					
每股收益	1.01	1.06	1.18	1.66	1.97
每股经营现金流	0.77	2.17	-1.77	3.39	-0.67
每股净资产	6.49	7.06	7.61	8.37	9.28
估值比率					
市盈率	24.59	23.46	20.99	14.95	12.58
市净率	3.83	3.52	3.26	2.97	2.68
EV/EBITDA	4.63	6.95	15.12	10.34	9.66
EV/EBIT	5.08	7.89	17.75	11.68	10.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com