

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

工业富联(601138)

投资评级 买入

上次评级 买入

莫文宇 电子行业首席分析师

执业编号: S1500522090001

联系电话: 13437172818

邮箱: mowenyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B

座

邮编: 100031

工业富联三季度报点评: AI 产业链核心卡位, 静待 GB200 花开

2024 年 11 月 2 日

事件: 10 月 30 日, 公司发布 2024 年第三季度报告。2024 年前三季度, 公司共实现营业收入 4363.73 亿元, yoy+32.71%; 归母净利润 151.41 亿元, yoy+12.28%。单三季度, 公司实现营业收入 1702.82 亿元, yoy+39.53%; 归母净利润 64.02 亿元, yoy+1.24%。若扣除汇兑影响, 则归属于上市公司股东的净利润同比增长 11%。

点评:

- AI 服务器及交换机相关业务高速增长, 通用服务器部分也逐步回暖。** 2024 年前三季度, 公司云计算业务整体营业收入 yoy+71%, 其中, AI 服务器营业收入 yoy+228%, 占整体服务器营收比重提高至 45%, 单季度看呈现逐季提升趋势。数据中心 400G/800G 高速交换机 2024 年单三季度 yoy+128%, qoq+27%; SmartNIC/DPU 等板卡 2024 年前三季度营业收入 yoy+200%。此外, 通用服务器也有一定回暖, 2024 年前三季度营业收入同比增长 22%。
- AI 服务器及交换机 ODM 龙头, 有望享受云端两大成长引擎, 当前需静待 GB200 花开。** 公司系 AI 产业链上核心标的, 在 AI 服务器及产业链占具核心卡位, 在全球服务器及交换机 ODM 领域具有领先优势。当前正值英伟达 AI GPU 辞旧迎新之际, GB200 即将进入规模量产。公司有望核心受益, 在 AI 服务器及交换机领域有望达到较高份额。此外, 苹果公司是端侧 AI 的领导者之一, 公司作为重要供应商, 有望享受云端两重成长性, 实现长期高速增长。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024E/2025E/2026E 归母净利润分别为 237.05/300.92/341.19 亿元, yoy+13%/+27%/+13%。公司系算力产业链核心个股, 我们看好公司在该领域的发展前景, 维持对公司的“买入”评级。
- 风险因素:** AI 发展不及预期风险; 宏观经济波动风险; 短期股价波动风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	511,850	476,340	616,703	813,647	980,354
增长率 YoY %	16.4%	-6.9%	29.5%	31.9%	20.5%
归属母公司净利润(百万元)	20,073	21,040	23,705	30,092	34,119
增长率 YoY%	0.3%	4.8%	12.7%	26.9%	13.4%
毛利率%	7.3%	8.1%	7.4%	7.2%	7.0%
净资产收益率ROE%	15.6%	15.0%	15.6%	18.0%	18.6%
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.06	1.19	1.51	1.72
市盈率 P/E(倍)	23.44	22.36	19.85	15.63	13.79
市净率 P/B(倍)	3.65	3.36	3.09	2.82	2.56

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 11 月 1 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	248,940	252,478	264,562	310,752	352,045	
货币资金	69,430	83,462	59,544	47,284	42,989	
应收票据	17	7	17	18	23	
应收账款	97,673	88,467	116,608	156,234	185,254	
预付账款	352	255	685	1,132	1,458	
存货	77,322	76,683	82,798	100,171	115,708	
其他	4,146	3,604	4,910	5,913	6,614	
非流动资产	35,248	35,227	41,491	43,757	43,730	
长期股权投资	12,216	7,180	7,180	7,180	7,180	
固定资产(合计)	15,937	17,712	19,395	20,598	19,511	
无形资产	440	1,004	1,036	1,056	1,061	
其他	6,655	9,331	13,881	14,923	15,978	
资产总计	284,188	287,705	306,054	354,509	395,776	
流动负债	149,176	138,045	147,336	181,029	205,560	
短期借款	50,498	41,091	42,909	44,591	45,765	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	69,279	75,028	77,712	100,621	116,458	
其他	29,399	21,925	26,714	35,817	43,338	
非流动负债	5,679	9,065	6,188	6,188	6,188	
长期借款	3,485	7,097	4,097	4,097	4,097	
其他	2,194	1,968	2,092	2,092	2,092	
负债合计	154,854	147,110	153,524	187,218	211,749	
少数股东权益	358	408	419	436	453	
归属母公司股东	128,975	140,187	152,110	166,855	183,573	
负债和股东权益	284,188	287,705	306,054	354,509	395,776	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	511,850	476,340	616,703	813,647	980,354	
同比(%)	16.4%	-6.9%	29.5%	31.9%	20.5%	
归属母公司净利润	20,073	21,040	23,705	30,092	34,119	
同比(%)	0.3%	4.8%	12.7%	26.9%	13.4%	
毛利率(%)	7.3%	8.1%	7.4%	7.2%	7.0%	
ROE%	15.6%	15.0%	15.6%	18.0%	18.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.06	1.19	1.51	1.72	
P/E	23.44	22.36	19.85	15.63	13.79	
P/B	3.65	3.36	3.09	2.82	2.56	
EV/EBITDA	6.15	8.95	14.87	12.35	11.07	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	511,850	476,340	616,703	813,647	980,354	
营业成本	474,678	437,964	570,949	754,660	911,407	
营业税金及附加	486	381	493	651	784	
销售费用	1,058	1,024	1,233	1,627	1,961	
管理费用	3,828	4,226	5,489	7,079	8,431	
研发费用	11,588	10,811	13,999	18,470	22,254	
财务费用	-704	-586	269	201	411	
减值损失合计	-1,069	-543	-200	-250	-300	
投资净收益	30	-666	0	0	0	
其他	1,996	1,757	1,926	2,311	2,641	
营业利润	21,872	23,067	25,996	33,021	37,448	
营业外收支	91	57	65	65	65	
利润总额	21,963	23,124	26,061	33,086	37,513	
所得税	1,879	2,106	2,346	2,978	3,376	
净利润	20,084	21,018	23,716	30,108	34,137	
少数股东损益	11	-22	11	16	18	
归属母公司净	20,073	21,040	23,705	30,092	34,119	
EBITDA	28,148	29,807	30,922	38,364	43,305	
EPS(当	1.02	1.06	1.19	1.51	1.72	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	15,366	43,084	274	9,724	18,291	
净利润	20,084	21,018	23,716	30,108	34,137	
折旧摊销	4,811	5,967	4,592	5,077	5,382	
财务费用	1,482	2,482	1,121	1,092	1,120	
投资损失	-30	666	0	0	0	
营运资金变动	-12,253	12,774	-29,194	-26,898	-22,752	
其它	1,273	176	40	345	405	
投资活动现金	-15,308	-4,564	-10,459	-7,277	-5,290	
资本支出	-8,047	-8,670	-9,596	-6,716	-4,729	
长期投资	-9,579	3,713	-100	-157	-157	
其他	2,318	393	-763	-405	-405	
筹资活动现金	-14,068	-24,734	-14,682	-14,707	-17,297	
吸收投资	0	174	342	0	0	
借款	-1,969	-5,794	-1,182	1,682	1,174	
支付利息或股	-11,090	-13,267	-13,210	-16,438	-18,521	
现金流净增加额	-11,905	14,185	-24,071	-12,260	-4,296	

研究团队简介

莫文字，毕业于美国佛罗里达大学，电子工程硕士，2012-2022 年就职于长江证券研究所，2022 年入职信达证券研发中心，任副所长、电子行业首席分析师。

郭一江，电子行业研究员。本科兰州大学，研究生就读于北京大学化学专业。2020 年 8 月入职华创证券电子组，后于 2022 年 11 月加入信达证券电子组，研究方向为光学、消费电子、汽车电子等。

王义夫，电子行业研究员。西南财经大学金融学士，复旦大学金融硕士，2023 年加入信达证券电子组，研究方向为存储芯片、模拟芯片等。

李星全，电子行业研究员。哈尔滨工业大学学士，北京大学硕士。2023 年加入信达证券电子组，研究方向为服务器、PCB、消费电子等。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。