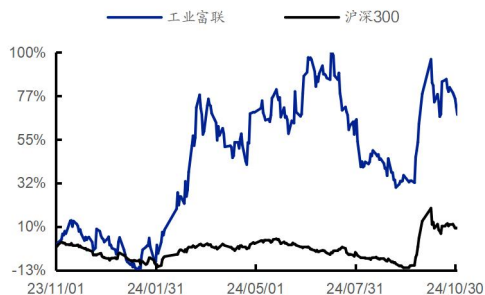


研究所:
 证券分析师: 刘熹 S0350523040001
 liux10@ghzq.com.cn

Q3 营收同比+40%，AI 服务器强劲增长

——工业富联 (601138) 2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/11/01		
表现		1M	3M	12M
工业富联		-6.0%	1.5%	67.5%
沪深 300		-3.2%	13.8%	8.9%

市场数据		2024/11/01
当前价格 (元)		23.68
52 周价格区间 (元)		12.63-29.47
总市值 (百万)		470,472.10
流通市值 (百万)		470,378.57
总股本 (万股)		1,986,790.94
流通股本 (万股)		1,986,396.00
日均成交额 (百万)		2,705.90
近一月换手 (%)		0.81

相关报告

- 《工业富联 (601138) 2024 年半年报点评: AI 服务器同比增速 230%+, Blackwell 推迟不改长期景气 (买入)*消费电子*刘熹》——2024-08-15
- 《工业富联 (601138) 2024 年半年度业绩快报点评: 2024H1 业绩符合预期, AI 服务器增长提速 (买入)*消费电子*刘熹》——2024-08-05
- 《工业富联 (601138) 2024 年一季报点评: AI 引擎作用显著增强, 或将受益于 GB200 放量 (买入)*消费电子*刘熹》——2024-05-04
- 《工业富联 (601138) 深度报告: AI 浪潮兴起, AI 服务器龙头破浪前行 (买入)*消费电子*葛星甫, 刘熹》——2023-07-07

事件:

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+32.71%; 实现归母净利润 **151.41 亿元**, 同比+12.28%; 扣非归母净利润 **147.34 亿元**, 同比+8.87%。

2024Q3, 公司实现营业收入 **1702.82 亿元**, 同比+39.53%, 环比+15.52%; 实现归母净利润 **64.02 亿元**, 同比+1.24%, 环比+40.58%; 扣非归母净利润 **62.00 亿元**, 同比+3.4%, 环比+45.50%。

投资要点:

■ 2024Q3 利润率环比回升, 扣除汇兑损益归母净利润同比+11%

2024 年前三季度, 公司毛利率为 6.82%、同比-1.14pct, 净利率 3.47%、同比-0.63pct; 2024Q3, 毛利率 6.97%, 同比-2.32pct, 环比+0.97pct; 净利率 3.76%, 同比-1.43pct, 环比+0.68pct。我们认为, 毛利率增速同比为负, 或主要系 AI+通用服务器同步高速增长, 拉低毛利率水平; 预期未来 Blackwell 系列推出后, 新 NVL 集群、液冷方案占比提升, 有望驱动毛利率企稳回升。

2024 年前三季度, 扣非归母净利润 147.34 亿元, 同比+8.87%; 销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.18%/0.74%/0.11%/1.63%, 分别同比 -0.06/-0.17/+0.40/-0.75pct。2024Q3, 扣非归母净利润 62.00 亿元, 同比+3.4%, 环比+45.50%。公司表示, 若扣除完整汇兑损益影响后, **2024Q3, 归母净利润同比+11%**。

■ 2024Q3, AI 服务器占服务器营收 48%, 400/800G 交换机同比+128%

云计算业务: AI 服务器强劲增长, 通用服务器持续回温。2024 年前三季度, 业务营收同比增长 71%。**①AI 服务器:** 2024 年前三季度, 营收同比增长 228%, 占整体服务器营收比重提升至 45%; 2024Q3, AI 服务器占服务器营收比重提升至 48%, 占比持续逐季提升, 呈现一季优于一季趋势。**②通用服务器:** 出货亦持续回温, 2024 年前三季度, 营业收入同比增长 22%; 云服务商 2024 年前三季度营业收入同比增长 76%, 营业收入比重为 46%。

网络通讯业务: 聚焦 400/800G 交换机及 SmartNIC/DPU 板卡。业务增长主要来自于 400/800G 交换机、WiFi 及 SmartNIC/DPU 板卡。**①数据中心 400/800G 高速交换机:** 2024Q3, 营业收入同比增长 128%, 环比增长亦达 27%; 2024 年前三季度, 营业收入较上年增长近 60%。公司表示, 预期 2024Q4, 800G 交换机有望大量出货, 对营收与获利都有积极

表现；②SmartNIC/DPU 等板卡：2024 年前三季度，营业收入同比增长 200%。

■ **北美资本开支持续增长，公司持续加大 AI 研发投入**

北美 CSP 厂资本开支增长，英伟达 B200 系列出货在即。北美 CSP 厂商资本开支持续增长，微软 FY2025Q1 资本开支 200 亿美元（上一季度 190 亿美元），META 上调全年资本开支下限至 380-400 亿美元（原指引 370-400 亿美元），AI 算力板块具高景气度。据 Trendforce，英伟达 B200 和 GB200 预计将在 2024Q4-2025Q1 启动出货；并将原 B200 Ultra 更名为 B300、GB200 Ultra 更名为 GB300，预期在 2025Q2-Q3 间出货。

公司加大 AI 技术研发投入力度。2024 年前三季度，公司研发投入达 71.33 亿元。公司具有完整产业链的研发制造能力：云计算方面，公司在英伟达 Blackwell 系列产品研发中，是“earlybird”早鸟参与，技术、研发能力在行业内较为领先，将会是第一批交货的供应商；网通方面，公司扩大高速交换机产品组合，涵盖至 Ethernet、Infiniband 以及 NVLinkSwitch 的多元部署。

■ **盈利预测和投资评级：**公司是全球领先的云计算和通信网络产品和服务提供商，将受益于全球 AI 算力的需求增长。我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 5539.51/6772.12/7829.54 亿元，归母净利润分别为 245.02/303.25/352.68 亿元，EPS 分别为 1.23/1.53/1.78 元/股，当前股价对应 PE 分别为 19/16/13X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**大模型发展不及预期、宏观经济影响下游需求、市场竞争加剧、新产品研发不及预期、中美博弈加剧等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	476340	553951	677212	782954
增长率(%)	-7	16	22	16
归母净利润（百万元）	21040	24502	30325	35268
增长率(%)	5	16	24	16
摊薄每股收益（元）	1.06	1.23	1.53	1.78
ROE(%)	15	16	18	18
P/E	14.26	19.20	15.51	13.34
P/B	2.14	3.10	2.77	2.44
P/S	0.63	0.85	0.69	0.60
EV/EBITDA	8.95	14.26	11.53	9.87

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：工业富联盈利预测表

证券代码:	601138				股价:	23.68	投资评级:	买入	日期:	2024/11/01		
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值				2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标							
ROE	15%	16%	18%	18%	EPS				1.06	1.23	1.53	1.78
毛利率	8%	8%	8%	8%	BVPS				7.06	7.64	8.55	9.69
期间费率	1%	1%	1%	1%	估值							
销售净利率	4%	4%	4%	5%	P/E				14.26	19.20	15.51	13.34
成长能力					P/B				2.14	3.10	2.77	2.44
收入增长率	-7%	16%	22%	16%	P/S				0.63	0.85	0.69	0.60
利润增长率	5%	16%	24%	16%	利润表 (百万元)				2023A	2024E	2025E	2026E
营运能力					营业收入				476340	553951	677212	782954
总资产周转率	1.67	1.81	1.96	2.02	营业成本				437964	509039	622558	719739
应收账款周转率	5.12	5.88	6.20	6.29	营业税金及附加				381	573	628	721
存货周转率	5.69	6.20	6.43	6.29	销售费用				1024	1163	1456	1660
偿债能力					管理费用				4226	4997	5452	6694
资产负债率	51%	53%	53%	53%	财务费用				-586	116	258	94
流动比	1.83	1.72	1.75	1.76	其他费用/(-收入)				10811	12741	15237	17225
速动比	1.26	1.17	1.16	1.14	营业利润				23067	27208	33644	39004
资产负债表 (百万元)					营业外净收支				57	23	57	46
现金及现金等价物	83796	90039	94096	101792	利润总额				23124	27230	33701	39049
应收款项	88474	100030	118527	130509	所得税费用				2106	2723	3370	3789
存货净额	76683	87630	105862	123145	净利润				21018	24507	30331	35261
其他流动资产	3525	5625	6456	7853	少数股东损益				-22	5	6	-8
流动资产合计	252478	283324	324942	363298	归属于母公司净利润				21040	24502	30325	35268
固定资产	17712	18829	19687	20386	现金流量表 (百万元)				2023A	2024E	2025E	2026E
在建工程	2508	2806	2485	2388	经营活动现金流				43084	17863	22677	33734
无形资产及其他	7827	9854	10793	11393	净利润				21040	24502	30325	35268
长期股权投资	7180	11180	8180	11180	少数股东损益				-22	5	6	-8
资产总计	287705	325993	366087	408646	折旧摊销				5967	3885	4277	4639
短期借款	41091	56091	54091	53091	公允价值变动				-264	0	0	0
应付款项	75028	84139	100139	117368	营运资金变动				12774	-12657	-14966	-9263
合同负债	190	185	243	271	投资活动现金流				-4564	-10953	-3033	-9237
其他流动负债	21735	24751	31247	35323	资本支出				-8670	-5418	-4553	-4566
流动负债合计	138045	165166	185720	206053	长期投资				3713	-4452	2522	-3465
长期借款及应付债券	7097	6445	7968	7645	其他				393	-1083	-1002	-1206
其他长期负债	1968	2102	2107	2110	筹资活动现金流				-24734	-518	-15735	-16932
长期负债合计	9065	8546	10074	9754	债务融资				-10217	14628	-471	-1317
负债合计	147110	173713	195794	215807	权益融资				174	342	0	0
股本	19866	19868	19868	19868	其它				-14691	-15488	-15264	-15614
股东权益	140595	152281	170293	192838	现金净增加额				14185	6132	3909	7566
负债和股东权益总计	287705	325993	366087	408646								

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

【分析师承诺】

刘熹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。