

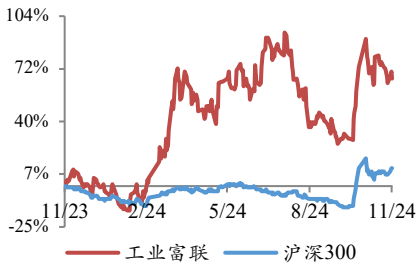
AI 服务器需求强劲，云计算营收持续增长

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-11-06

收盘价(元)	24.18
近12个月最高/最低(元)	29.47/12.63
总股本(百万股)	19,868
流通股本(百万股)	19,864
流通股比例(%)	99.98
总市值(亿元)	4,804
流通市值(亿元)	4,803

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001
邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：李美贤

执业证书号：S0010524020002
邮箱：limeixian@hazq.com

相关报告

- 1.20240828-工业富联点评：AI 大模型竞争如火如荼，服务器收入持续高增 2024-08-28
- 2.工业富联：算力爆发促进 AI 浪潮，AI 服务器驱动公司成长 2024-03-15

主要观点：

● 事件

公司在 24 年前三季度实现收入 4364 亿，同比增长 33%；归母净利润 151 亿，同比增长 12%；扣非净利润 147 亿，同比增长 9%。

公司在 24Q3 实现收入 1703 亿，环比增长 16%，同比增长 40%；归母净利润 64 亿，环比增长 41%，同比增长 1%；扣非净利润 62 亿，环比增长 46%，同比增长 3%。

● AI 服务器需求强劲，云计算营收持续增长

云计算。2024 年前三季度，公司云计算业务收入同比增长 71%，其中，AI 服务器收入同比增长 228%，占整体服务器营收比重提升至 45%。单季 AI 服务器占整体服务器营业收入比重，从 Q2 的 46% 提升至 Q3 的 48%，占比持续逐季提升。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%，营收占比为 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%。

● 投资建议

我们预计公司 2024~2026 年营业收入 5716、5945、6153 亿元，归母净利润为 253、280、301 亿元，对应 EPS 为 1.27、1.41、1.52 元，对应 PE 为 19、17、16 倍。维持“增持”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧、技术开发不及预期，大客户销量不及预期。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4763	5716	5945	6153
收入同比(%)	-6.9%	20.0%	4.0%	3.5%
归属母公司净利润	210	253	280	301
净利润同比(%)	4.8%	20.2%	10.6%	7.7%
毛利率(%)	8.1%	7.3%	7.3%	7.3%
ROE(%)	15.0%	15.4%	14.5%	13.5%
每股收益(元)	1.06	1.27	1.41	1.52
P/E	14.26	19.00	17.18	15.94
P/B	2.14	2.92	2.50	2.16
EV/EBITDA	8.95	15.10	13.00	11.72

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2525	2705	2922	3160	营业收入	4763	5716	5945	6153
现金	835	720	858	1025	营业成本	4380	5297	5512	5704
应收账款	885	1080	1123	1162	营业税金及附加	4	5	5	6
其他应收款	9	21	21	22	销售费用	10	11	12	12
预付账款	3	4	4	4	管理费用	42	46	47	48
存货	767	853	888	919	财务费用	-6	-11	-7	-14
其他流动资产	28	28	28	28	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	352	445	527	605	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	72	122	172	222	投资净收益	-7	1	15	15
固定资产	177	203	226	245	营业利润	231	276	305	329
无形资产	10	10	11	11	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	93	109	118	127	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2877	3150	3449	3765	利润总额	231	277	306	330
流动负债	1380	1412	1436	1455	所得税	21	24	26	28
短期借款	411	394	377	360	净利润	210	253	280	301
应付账款	750	736	766	792	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	219	283	294	303	归属母公司净利润	210	253	280	301
非流动负债	91	88	83	79	EBITDA	298	302	339	360
长期借款	71	68	64	61	EPS (元)	1.06	1.27	1.41	1.52
其他非流动负债	20	20	19	18					
负债合计	1471	1500	1519	1534					
少数股东权益	4	4	4	4					
股本	199	199	199	199					
资本公积	291	295	295	295					
留存收益	912	1152	1432	1733					
归属母公司股东权	1402	1646	1925	2227					
负债和股东权益	2877	3150	3449	3765					

现金流量表					主要财务比率				
单位:亿元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	431	57	285	313	成长能力				
净利润	210	253	280	301	营业收入	-6.9%	20.0%	4.0%	3.5%
折旧摊销	60	37	40	44	营业利润	5.5%	19.6%	10.6%	7.7%
财务费用	25	22	22	21	归属于母公司净利	4.8%	20.2%	10.6%	7.7%
投资损失	7	-1	-15	-15	获利能力				
营运资金变动	128	-249	-38	-35	毛利率 (%)	8.1%	7.3%	7.3%	7.3%
其他经营现金流	84	497	315	333	净利率 (%)	4.4%	4.4%	4.7%	4.9%
投资活动现金流	-46	-122	-104	-104	ROE (%)	15.0%	15.4%	14.5%	13.5%
资本支出	-87	-63	-63	-63	ROIC (%)	11.4%	11.4%	11.4%	10.8%
长期投资	37	-52	-52	-52	偿债能力				
其他投资现金流	4	-7	11	11	资产负债率 (%)	51.1%	47.6%	44.1%	40.7%
筹资活动现金流	-247	-47	-43	-42	净负债比率 (%)	104.6%	90.9%	78.7%	68.8%
短期借款	-94	-17	-17	-17	流动比率	1.83	1.92	2.04	2.17
长期借款	36	-3	-3	-3	速动比率	1.26	1.29	1.40	1.52
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	7	3	0	0	总资产周转率	1.67	1.90	1.80	1.71
其他筹资现金流	-196	-30	-22	-21	应收账款周转率	5.12	5.82	5.40	5.39
现金净增加额	142	-115	138	167	应付账款周转率	6.07	7.13	7.34	7.32

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

陈耀波，华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验。

李美贤，中国人民大学硕士，2024 年 1 月加入华安证券。曾任职于东兴证券，4 年电子及通信行业研究经验。擅长海外对标复盘，重点覆盖模拟芯片及 SOC，FPGA、GPU 等 AI 芯片相关领域。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。