

工业富联（601138）

AI 服务器收入高增长, 看好 GB200/GB300 出货带动业绩成长

事件: 公司发布 2024 年度业绩快报。公司 2024 年实现营收 6,091.35 亿元, 同比+27.88%; 实现归母净利润 232.16 亿元, 同比+10.34%; 实现扣非归母净利润 234.14 亿元, 同比+15.86%。2024Q4 单季度实现营收 1727.62 亿元, 同比+17.11%, 环比+1.46%; 实现归母净利润 80.75 亿元, 同比+6.88%, 环比+26.14%; 实现扣非归母净利润 86.80 亿元, 同比+30.02%, 环比+39.99%。

点评: 营收净利均创新高, AI 服务器收入增超 150%。 2024 年云计算业务板块营收同比增幅显著, 较上年同期实现超 50% 成长, 占公司整体营业收入首度超过五成。AI 服务器营收较上年同期成长远超 1.5 倍, 占整体服务器营收比例由三成提升至超四成。通用服务器营收较上年同期成长 20%, 优于整体市场趋势。以客户类别来看, 云服务商服务器营收较上年同期成长超 80%, 占整体服务器营业收入首次过半; 品牌商服务器营收也在北美 Tier-1 品牌客户加大 AI 服务器采购的情形下, 较上年同期成长超过 70%。

云计算业务: 1) 行业层面: 随着 AI 市场竞争持续升温, 云计算巨头正加大云和 AI 基础设施投资力度, 以满足日益增长的需求。AWS 预计 2025 年资本支出将突破 1000 亿美元, 微软计划在整个财年投入约 800 亿美元扩建数据中心, 谷歌预计资本支出将达到 750 亿美元。据 Canalys 预测, 2025 年全球云基础设施服务支出将增长 19%; **2) 云服务业务:** 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、关键零组件、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, 24 年云服务商服务器营收较上年同期成长超 80%, 占整体服务器营业收入首次过半; **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), 24 年 AI 服务器营收同比增超 150%, 占整体服务器比例由三成提升至四成以上;

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, 2024Q3 全球交换机市场收入为 108 亿美元, 环比增长 6.6%; **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, 2024Q3, 数据中心 400/800G 高速交换机单季度营业收入同比增长 128%, 环比增长亦达 27%, 相关业务 2024Q1-3 营业收入较 2023 年增长近 60%, SmartNIC/DPU 等板卡营业收入同比增长 200%。

投资建议: 根据公司 24 年业绩快报, 将 24 年归母净利润由 235 亿元下调至 232 亿元, 维持 25/26 年 330/392 亿利润预期, 给予 25 年 25XPE, 目标市值 8250 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、业绩快报为初步核算结果, 以正式披露财报为准

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	609,135.00	822,332.25	986,798.70
增长率(%)	16.45	(6.94)	27.88	35.00	20.00
EBITDA(百万元)	36,048.51	37,334.93	32,930.94	45,146.22	52,619.74
归属母公司净利润(百万元)	20,073.07	21,040.19	23,216.25	33,020.78	39,206.86
增长率(%)	0.32	4.82	10.34	42.23	18.73
EPS(元/股)	1.01	1.06	1.17	1.66	1.97
市盈率(P/E)	22.95	21.90	19.84	13.95	11.75
市净率(P/B)	3.57	3.29	3.05	2.77	2.50
市销率(P/S)	0.90	0.97	0.76	0.56	0.47
EV/EBITDA	4.63	6.95	14.16	9.95	8.86

资料来源: wind, 天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 02 月 22 日

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	23.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	19,858.55
流通 A 股股本(百万股)	19,857.26
A 股总市值(百万元)	460,718.36
流通 A 股市值(百万元)	460,688.53
每股净资产(元)	7.23
资产负债率(%)	53.32
一年内最高/最低(元)	29.47/17.31

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-季报点评:AI 持续带动收入快速增长, 看好 GB200 服务器放量业绩弹性》2024-10-31
- 《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

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	103,552.95	139,796.48	167,755.78
应收票据及应收账款	97,689.78	88,474.24	131,491.18	160,893.62	184,485.92
预付账款	352.36	254.71	490.33	520.35	714.45
存货	77,321.75	76,683.35	99,085.94	130,838.16	135,136.99
其他	4,146.12	3,603.84	5,924.34	4,913.51	6,867.58
流动资产合计	248,939.86	252,478.46	340,544.73	436,962.13	494,960.72
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	374,785.43	470,285.30	525,665.83
短期借款	50,497.69	41,090.90	95,085.07	114,861.12	155,943.75
应付票据及应付账款	69,278.94	75,028.34	81,908.53	130,984.15	124,761.18
其他	29,222.27	21,734.97	26,667.95	39,119.81	37,440.26
流动负债合计	148,998.90	137,854.21	203,661.56	284,965.08	318,145.19
长期借款	3,484.51	7,096.94	17,640.47	16,715.43	20,799.14
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	19,687.39	18,785.26	22,827.56
负债合计	154,854.16	147,109.97	223,348.95	303,750.35	340,972.75
少数股东权益	358.31	407.88	408.78	406.65	400.03
股本	19,859.59	19,866.11	19,858.55	19,858.55	19,858.55
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	102,807.81	117,990.01	136,069.36
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	151,436.48	166,534.95	184,693.08
负债和股东权益总计	284,187.66	287,705.30	374,785.43	470,285.30	525,665.83

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	20,083.89	21,018.31	23,216.25	33,020.78	39,206.86
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	1,103.58	2,284.10	2,876.10
投资损失	(30.26)	666.12	67.00	234.28	322.47
营运资金变动	(12,351.46)	11,709.37	(58,078.27)	1,359.67	(36,582.40)
其它	2,961.33	2,758.91	(94.10)	27.87	52.34
经营活动现金流	15,365.63	43,083.73	(28,824.49)	42,083.52	11,185.86
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)	(7,875.00)	(9,379.49)	(6,859.82)
投资活动现金流	(15,307.50)	(4,563.56)	(3,802.50)	(4,914.95)	(3,645.10)
债权融资	2,949.61	(9,806.75)	65,094.63	16,992.65	41,452.91
股权融资	(11,319.56)	(10,433.95)	(12,377.00)	(17,917.68)	(21,034.38)
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)	52,717.62	(925.04)	20,418.54
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	20,090.63	36,243.53	27,959.30

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	609,135.00	822,332.25	986,798.70
营业成本	474,677.78	437,964.30	564,972.71	766,413.66	920,683.19
营业税金及附加	486.12	380.73	609.14	822.33	986.80
销售费用	1,057.83	1,024.45	609.14	575.63	690.76
管理费用	3,828.40	4,225.83	3,228.42	3,700.50	4,440.59
研发费用	11,588.01	10,811.21	12,182.70	11,265.95	13,025.74
财务费用	(703.54)	(585.81)	1,103.58	2,284.10	2,876.10
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)	(67.00)	(234.28)	(322.47)
其他	(28.95)	284.89	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	21,872.35	23,066.91	25,785.82	36,631.30	43,506.36
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	25,797.95	36,684.61	43,547.23
所得税	1,879.11	2,105.77	2,579.79	3,668.46	4,354.72
净利润	20,083.89	21,018.31	23,218.15	33,016.15	39,192.50
少数股东损益	10.82	(21.88)	1.90	(4.63)	(14.36)
归属于母公司净利润	20,073.07	21,040.19	23,216.25	33,020.78	39,206.86
每股收益（元）	1.01	1.06	1.17	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%	27.88%	35.00%	20.00%
营业利润	-2.35%	5.46%	11.79%	42.06%	18.77%
归属于母公司净利润	0.32%	4.82%	10.34%	42.23%	18.73%
获利能力					
毛利率	7.26%	8.06%	7.25%	6.80%	6.70%
净利率	3.92%	4.42%	3.81%	4.02%	3.97%
ROE	15.56%	15.01%	15.37%	19.88%	21.27%
ROIC	21.84%	18.00%	24.41%	22.37%	26.97%
偿债能力					
资产负债率	54.49%	51.13%	59.59%	64.59%	64.86%
净负债率	-7.87%	-24.61%	7.60%	-3.28%	5.90%
流动比率	1.67	1.83	1.67	1.53	1.56
速动比率	1.15	1.27	1.19	1.07	1.13
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	7.15	7.42
总资产周转率	1.86	1.67	1.84	1.95	1.98
每股指标（元）					
每股收益	1.01	1.06	1.17	1.66	1.97
每股经营现金流	0.77	2.17	-1.45	2.12	0.56
每股净资产	6.49	7.06	7.61	8.37	9.28
估值比率					
市盈率	22.95	21.90	19.84	13.95	11.75
市净率	3.57	3.29	3.05	2.77	2.50
EV/EBITDA	4.63	6.95	14.16	9.95	8.86
EV/EBIT	5.08	7.89	16.67	11.24	9.85

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