

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
 邮箱: mowenyu@cindasc.com

 杨宇轩 电子行业分析师
 职业编号: S1500525010001
 邮箱: yangyuxuan@cindasc.com

相关研究

工业富联三季报点评: AI 产业链核心卡位, 静待 GB200 花开

工业富联半年报点评: 工业富联: 业绩符合预期, AI 浪潮长坡厚雪

工业富联业绩快报点评: AI 浪潮核心卡位, Q2 收入利润创下新高

 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: AI 相关收入成长显著, 公司正处发展黄金期

2025 年 02 月 25 日

事件: 2025 年 2 月 21 日, 公司发布业绩快报: 2024 年公司实现营业收入 6091.35 亿元, 比去年同期增加了 1327.95 亿元, yoy+27.88%; 实现归属于上市公司股东的净利润 232.16 亿元, 较去年同期增加 21.76 亿元, yoy+10.34%。

点评:

- **深度受益 AI 高成长, 云计算业务收入增幅显著。** 云计算业务方面, 板块营业收入同比增幅显著, 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。其中, AI 服务器营业收入较上年同期成长远超 1.5 倍, 占整体服务器营业收入比例由三成提升至超四成。此外, 通用服务器营业收入较上年同期成长 20%。从客户类别来看, CSP 服务器营业收入较上年同期成长超 80%, 占整体服务器营业收入首次过半; 品牌商服务器营业收入也在北美 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%。公司与核心客户的合作程度进一步加深, 与客户共同研发的下一代新品已陆续出货。
- **AI 浪潮长坡厚雪, 公司正处成长黄金时期。** DeepSeek 的发布推进了推理市场放量节奏, 除北美 CSP 厂商 2025 年 Capex 计划高速增长之外, 国内头部 CSP 厂商如阿里等也加速了 AI 基础建设的节奏。展望 2025 年, 英伟达 GB200/GB300 系列产品逐步放量, 硬件与软件共振, 推理市场所需算力有望快速增长, 各类端侧有望百花齐放。公司是全球服务器 ODM 龙头, 与北美 CSP 厂商合作紧密, 此外也与中国的许多大厂有良好合作, 目前正处于高速发展时期, 建议持续关注。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024E/2025E/2026E 营业收入分别为 6091.35/8041.00/10402.99 亿元, yoy+27.9%/+32.0%/+29.4%; 归母净利润分别为 232.16/304.35/370.88 亿元, yoy+10.3%/+31.1%/+21.9%。当前 AI 产业发展迅速, 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:** 宏观经济波动风险; 地缘政治风险; 电子行业发展不及预期风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	511,850	476,340	609,135	804,100	1,040,299
增长率 YoY %	16.4%	-6.9%	27.9%	32.0%	29.4%
归属母公司净利润(百万元)	20,073	21,040	23,216	30,435	37,088
增长率 YoY%	0.3%	4.8%	10.3%	31.1%	21.9%
毛利率%	7.3%	8.1%	7.4%	7.2%	7.0%
净资产收益率 ROE%	15.6%	15.0%	15.3%	18.3%	20.1%
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.06	1.17	1.53	1.87
市盈率 P/E(倍)	22.96	21.91	19.85	15.14	12.43
市净率 P/B(倍)	3.57	3.29	3.04	2.77	2.49

资料来源: ifind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 2 月 24 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	322,628	384,980	457,846	
货币资金	69,430	83,462	120,082	124,548	129,944	
应收票据	17	7	17	17	24	
应收账款	97,673	88,467	115,175	154,398	196,600	
预付账款	352	255	677	1,119	1,548	
存货	77,322	76,683	81,793	99,019	122,896	
其他	4,146	3,604	4,885	5,878	6,833	
非流动资产	35,248	35,227	41,491	43,757	45,540	
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	21,321	
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	364,120	428,737	503,387	
流动负债	149,176	138,045	202,681	252,523	308,980	
短期借款	50,498	41,091	43,091	45,091	48,091	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	69,279	75,028	133,175	171,999	215,037	
其他	29,399	21,925	26,415	35,433	45,852	
非流动负债	5,679	9,065	9,188	9,188	9,188	
长期借款	3,485	7,097	7,097	7,097	7,097	
其他	2,194	1,968	2,092	2,092	2,092	
负债合计	154,854	147,110	211,869	261,711	318,168	
少数股东权益	358	408	430	445	464	
归属母公司股东权益	128,975	140,187	151,821	166,581	184,754	
负债和股东权益	284,188	287,705	364,120	428,737	503,387	

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	609,135	804,100	1,040,299	
同比(%)	16.4%	-6.9%	27.9%	32.0%	29.4%	
归属母公司净利润	20,073	21,040	23,216	30,435	37,088	
同比(%)	0.3%	4.8%	10.3%	31.1%	21.9%	
毛利率(%)	7.3%	8.1%	7.4%	7.2%	7.0%	
ROE%	15.6%	15.0%	15.3%	18.3%	20.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.06	1.17	1.53	1.87	
P/E	22.96	21.91	19.85	15.14	12.43	
P/B	3.57	3.29	3.04	2.77	2.49	
EV/EBITDA	6.15	8.95	12.90	10.29	8.48	

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	609,135	804,100	1,040,299	
营业成本	474,678	437,964	564,034	746,021	967,667	
营业税金及附加	486	381	487	643	832	
销售费用	1,058	1,024	1,340	1,608	2,081	
管理费用	3,828	4,226	5,421	6,996	8,947	
研发费用	11,588	10,811	13,645	18,012	23,303	
财务费用	-704	-586	335	-574	-591	
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	1,799	2,252	2,951	
营业利润	21,872	23,067	25,471	33,397	40,712	
营业外收支	91	57	65	65	65	
利润总额	21,963	23,124	25,536	33,462	40,777	
所得税	1,879	2,106	2,298	3,012	3,670	
净利润	20,084	21,018	23,238	30,450	37,107	
少数股东损益	11	-22	22	15	19	
归属母公司净利润	20,073	21,040	23,216	30,435	37,088	
EBITDA	28,148	29,807	30,464	37,965	45,758	
EPS(当年)(元)	1.02	1.06	1.17	1.53	1.87	

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	57,498	26,596	29,829	
净利润	20,084	21,018	23,238	30,450	37,107	
折旧摊销	4,811	5,967	4,592	5,077	5,572	
财务费用	1,482	2,482	1,187	1,227	1,277	
投资损失	-30	666	0	0	0	
营运资金变动	-12,253	12,774	28,440	-10,503	-14,533	
其它	1,273	176	40	345	405	
投资活动现金流	-15,308	-4,564	-10,459	-7,277	-7,290	
资本支出	-8,047	-8,670	-9,596	-6,716	-6,729	
长期投资	-9,579	3,713	-100	-157	-157	
其他	2,318	393	-763	-405	-405	
筹资活动现金流	-14,068	-24,734	-11,368	-14,852	-17,142	
吸收投资	0	174	292	-153	0	
借款	-1,969	-5,794	2,000	2,000	3,000	
支付利息或股息	-11,090	-13,267	-13,028	-16,749	-20,192	
现金流净增加额	-11,905	14,185	36,466	4,467	5,396	

研究团队简介

莫文宇，电子行业分析师，S1500522090001。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。

杨宇轩，电子行业分析师，华北电力大学本科，清华大学硕士，曾就职于东方证券、首创证券、赛迪智库，2025年1月加入信达证券电子组，研究方向为半导体等。

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部分不曾与，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。