

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

上次评级

莫文宇 电子行业首席分析师 执业编号: \$1500522090001 联系电话: 13437172818

工业富联2024年报及2025年第一季度报告点 评:全面受益 AI 浪潮推进,多元引擎共促成 长

2025年05月05日

事件: 4月29日, 工业富联发布2024年度及2025年第一季度报告。2024 年度公司实现营业收入 6091.35 亿元, yoy+27.88%; 归母净利润达 232.16 亿元, yoy+10.34%。销售毛利率/销售净利率分别为 7.28%/3.82%, yoy-0.78pct/-0.59pct。2025年第一季度公司实现营业收入 1604.15 亿元, yoy+35.16%; 归母净利润 52.31 亿元, yoy+24.99%。销售毛利率/销售净 利率分别为 6.73%/3.27%, yoy-0.91pct/-0.26pct。

点评

- > 云计算业务增速较高, AI 服务器收入成倍增长。2024 年度, 人工智能 技术进入规模化应用阶段。大模型迭代与生成式 AI 场景爆发增长, AI 推理市场迅速放量。据 TrendForce 数据显示, 2024 年, 全球 AI 服务 器出货量较上年同比增长 46%, 达 198 万台, 占整体服务器市场比重 为 12.1%。其中,对比 2023 年看,高阶 AI 服务器及配套的存储/交换 网络架构渗透加速。公司在 AI 服务器领域已形成较强的研发与智能制 造优势,客户粘性不断增强。2024年公司云计算业务营业收入达 3193.77 亿元,同比增长 64.37%,占公司整体营业收入首度超过五成。 AI 服务器营收同比增幅超 150%, 占云计算业务营收比例突破四成。 2025 年 Q1 相关业务的增长趋势延续, 云计算业务方面, 板块营业收 入同比增长超过 50%。以产品类别来看, AI 服务器、通用服务器营业 收入同比增长皆超过 50%。目前,公司持续推进产品研发及客户合作 深化,新品已不断放量, AI 业务成长已迈向新的台阶。
- ▶ 通信及移动网络设备业务稳中求进, AI 终端放量可期。2024 年公司通 信及移动网络设备业务实现营业收入 2878.98 亿元,实现同比稳定增 长。AI 正持续改变消费电子终端,各类 AI 终端或迎爆发时期。公司大 客户表现出较强韧性, 2024 年公司 5G 终端精密机构件出货量进一步 提升, yoy+10%。此外,公司与 AI 网络相关的交换机等业务高端化趋 势明显,400G/800G 同比增长数倍。展望未来,一方面 AI 有望持续推 动 AI 终端进化,消费电子头部公司或持续推进相关产品进步。另一方 面, 英伟达等公司新一代服务器有望持续推进交换网络升级, 高速交换 机动能具备较强持续性,公司有望持续受益。
- 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025E/2026E/2027E 营业收入分 别为 8027.38/9355.62/10353.57 亿元, vov+32%/+17%/+11%; 归母 净利润分别为 286.38/344.91/364.94 亿元, yoy+23%/+20%/+6%。公 司系算力链核心个股, 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。

相关研究

工业富联: AI 相关收入成长显著, 公 司正处发展黄金期



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

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

邮编: 100031

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	476,340	609,135	802,738	935,562	1,035,357
增长率 YoY %	-6.9%	27.9%	31.8%	16.5%	10.7%
归属母公司净利润	21,040	23,216	28,638	34,491	36,494
(百万元)					
增长率 YoY%	4.8%	10.3%	23.4%	20.4%	5.8%
毛利率%	8.1%	7.3%	6.7%	6.8%	6.8%
净资产收益率ROE%	15.0%	15.2%	17.2%	18.8%	18.1%
EPS(摊薄)(元)	1.06	1.17	1.44	1.74	1.84
市盈率 P/E(倍)	17.05	15.45	12.52	10.40	9.83
市净率 P/B(倍)	2.56	2.35	2.15	1.95	1.78

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价



产负债表				单位	::百万元		利润表	利润表	利润表	利润表	利润表 单位
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	· ·	1.1.5.5	1.11.5.5	1.11.5.5
L动资产	252,478	274,008	375,695	421,018	457,057	Ī	营业总收入	营业总收入 476,340	营业总收入 476,340 609,135	营业总收入 476,340 609,135 802,738	营业总收入 476,340 609,135 802,738 935,562
货币资金	83,462	72,434	91,938	98,719	95,148		营业成本	营业成本 437,964	营业成本 437,964 564,814	营业成本 437,964 564,814 748,663	营业成本 437,964 564,814 748,663 872,221
立收票据	7	4	17	22	24		营业税金及附加	营业税金及附加 381	营业税金及附加 381 663	营业税金及附加 381 663 642	营业税金及附加 381 663 642 748
应收账款	88,467	94,508	154,226	176,866	196,664		销售费用	销售费用 1,024	销售费用 1,024 1,036	销售费用 1,024 1,036 1,365	销售费用 1,024 1,036 1,365 1,310
预付账款	255	353	1,123	1,396	1,930		管理费用	管理费用 4,226	管理费用 4,226 5,156	管理费用 4,226 5,156 5,619	管理费用 4,226 5,156 5,619 6,081
存货	76,683	85,266	99,572	110,900	127.082		研发费用	· ·	工业 弗田	工工业 此 田	工业出用
其他	3,604	21,444	28,818	33,115	36,209		财务费用		1 da 4tr 2	m) 4s 4tr m	and the attraction
非流动资产	35,227	43,515	46,990	48,845	56,574		减值损失合计	减值损失合计 -543	减值损失合计 -543 -1,120	减值损失合计 -543 -1,120 -250	减值损失合计 -543 -1,120 -250 -300
长期股权投资	7,180	6,305	6,305	6,305	12,323		投资净收益	投资净收益 -666	投资净收益 -666 -975	投资净收益 -666 -975 0	投资净收益 -666 -975 0 0
固定资产(合计)	17,712	20,010	21,285	22,079	22,624		其他	1,757	1,737 330	1,737 330 2,239	1,757 550 2,259 2,591
无形资产	1,004	1,279	1,299	1,304	1,347		营业利润	营业利润 23,067	营业利润 23,067 25,935	营业利润 23,067 25,935 31,770	营业利润 23,067 25,935 31,770 38,278
他	9,331	15,923	18,102	19,157	20,280		营业外收支	营业外收支 57	营业外收支 57 38	营业外收支 57 38 65	营业外收支 57 38 65 65
产总计	287,705	317,524	422,685	469,863	513,631		利润总额	利润总额 23,124	利润总额 23,124 25,974	利润总额 23,124 25,974 31,835	利润总额 23,124 25,974 31,835 38,343
流动负债	138,045	158,879	249,248	279,508	305,375		所得税	所得税 2,106	所得税 2,106 2,719	所得税 2,106 2,719 3,184	所得税 2,106 2,719 3,184 3,834
豆期借款	41,091	35,992	37,992	40,992	42,442		净利润	净利润 21,018	净利润 21,018 23,255	净利润 21,018 23,255 28,652	净利润 21,018 23,255 28,652 34,509
立付票据	0	0	0	0	0		少数股东损益	少数股东损益 -22	少数股东损益 -22 39	少数股东损益 -22 39 14	少数股东损益 -22 39 14 18
立付账款	75,028	93,835	172,608	193,827	214,461		归属母公司净利润	归属母公司净利润 21,040	归属母公司净利润 21,040 23,216	归属母公司净利润 21,040 23,216 28,638	归属母公司净利润 21,040 23,216 28,638 34,491
其他	21,925	29,052	38,648	44,689	48,471		EBITDA	EBITDA 28,721	EBITDA 28,721 33,251	EBITDA 28,721 33,251 36,651	EBITDA 28,721 33,251 36,651 43,411
非流动负债	9,065	5,508	6,174	6,174	6,174		EPS (当年)(元)	EPS (当年)(元) 1.06	EPS (当年)(元) 1.06 1.17	EPS (当年)(元) 1.06 1.17 1.44	EPS (当年)(元) 1.06 1.17 1.44 1.74
长期借款	7,097	0	0	0	0						
	1,968	5,508	6,174	6,174	6,174		现金流量表	现金流量表	现金流量表	现金流量表	现金流量表
债合计	147,110	164,387	255,422	285,682	311,549		会计年度	会计年度 2023A	会计年度 2023A 2024A	会计年度 2023A 2024A 2025E	会计年度 2023A 2024A 2025E 2026E
少数股东权益	408	445	460	478	497		经营活动现金流	经营活动现金流 43,084	经营活动现金流 43,084 23,820	经营活动现金流 43,084 23,820 40,905	经营活动现金流 43,084 23,820 40,905 29,559
归属母公司股东权益	140,187	152,691	166,803	183,703	201,585		净利润	净利润 21,018	净利润 21,018 23,255	净利润 21,018 23,255 28,652	净利润 21,018 23,255 28,652 34,509
负债和股东权益			,	•			折旧摊销	折旧摊销	折旧摊销	折旧摊销	折旧摊销
	287,705	317,524	422,685	469,863	513,631			5,967			
							财务费用	财务费用 2,482	财务费用 2,482 2,327	财务费用 2,482 2,327 897	财务费用 2,482 2,327 897 947
							投资损失	投资损失 666	投资损失 666 820	投资损失 666 820 0	投资损失 666 820 0 0
重要财务指标					单位:百万元						
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		营运资金变动	12,774	12,774 -10,043	12,774 -10,043 0,133	12,774 -10,043 0,133 -11,002
营业总收入	476,340	609,135	802,738	935,562	1,035,357		其它	其它 176	其它 176 1,665	其它 176 1,665 196	其它 176 1,665 196 405
同比(%)	-6.9%	27.9%	31.8%	16.5%	10.7%		投资活动现金流	投资活动现金流 -4,564	投资活动现金流 -4,564 -10,898	投资活动现金流 -4,564 -10,898 -8,245	投資活动现金流 -4,564 -10,898 -8,245 -7,290
归属母公司净利润	21,040	23,216	28,638	34,491	36,494		资本支出	资本支出 -8,670	资本支出 -8,670 -11,012	资本支出 -8,670 -11,012 -6,716	资本支出 -8,670 -11,012 -6,716 -6,729
								V. thu lin. ix	V. thn Jr. 次	と th to 次	V. thu Jr. At
同比(%)	4.8%	10.3%	23.4%	20.4%	5.8%		长期投资	本州权实 3,713	大州权实 3,713 73	大朔权页 3,713 73 -157	大朔攻災 3,713 73 -157 -157
毛利率(%)	8.1%	7.3%	6.7%	6.8%	6.8%		其他	其他 393	其他 393 41	其他 393 41 -1,372	其他 393 41 -1,372 -405
							筹资活动现金流	篡沓法动现合法	篡齐活动现合液	篡齐活动现合油	集备活动现合法
ROE%	15.0%	15.2%	17.2%	18.8%	18.1%		A M 12 21 20 20 100	考页活列现金派 -24,734	考實店別现金流 -24,734 -24,432	考页符列现金派 -24,734 -24,432 -14,093	考页在初光生 -24,734 -24,432 -14,093 -15,488
EPS (摊薄)(元)	1.06	1.17	1.44	1.74	1.84		吸收投资				
P/E	17.05	15.45	12.52	10.40	9.83		借款	借款 -5,794	借款 -5,794 -12,196	借款 -5,794 -12,196 2,000	借款 -5,794 -12,196 2,000 3,000
P/B	2.56	2.35	2.15	1.95	1.78		支付利息或股息	支付利息或股息 -13,267	支付利息或股息 -13,267 -13,832	支付利息或股息 -13,267 -13,832 -15,502	支付利息或股息 -13,267 -13,832 -15,502 -18,538
		12.02	8.55	7.13	6.99		现金流净增加额	现金流净增加额 14,185	现金流净增加额 14,185 -11,041	现金流净增加额 14,185 -11,041 19,364	现金流净增加颗 14,185 -11,041 19,364 6,781



研究团队简介

莫文宇, 电子行业分析师, \$1500522090001。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。