

工业富联 (601138.SH)

前三季度收入增长 33%，AI 服务器营收占比强劲提升

优于大市

核心观点

前三季度营收同比增长 33%，归母净利润同比增长 12%。公司发布 2024 年三季报，1-3Q24 营业收入 4363.73 亿元 (YoY 32.71%)，归母净利润 151.41 亿元 (YoY 12.28%)，扣非归母净利润 147.34 亿元 (YoY 8.87%)，主要受益于生成式人工智能等应用对云基础设施需求增加，下游 AI 服务器需求增长强劲，云计算业务收入快速增长。

单季度收入创历史新高，三季度净利润受汇兑影响。3Q24 营业收入 1702.82 亿元 (YoY 39.53%，QoQ 15.52%)，归母净利润 64.02 亿元 (YoY 1.24%，QoQ 40.57%)，若扣除汇兑影响，则归母净利润同比增长 11%；扣非归母净利润 62.00 亿元 (YoY 3.40%，QoQ 45.51%)。毛利率方面，1-3Q24 毛利率 6.82% (YoY -1.14pct)，其中 3Q24 毛利率 6.97% (YoY -2.32pct，QoQ 0.97pct)。

AI 服务器营收持续高增，通用服务器需求回暖。云计算业务方面，1-3Q24 整体营收同比增长 71%，其中 AI 服务器营收同比增长 228%，占整体服务器营收比重提升至 45%；3Q24 单季度 AI 服务器营收比重提升至 48%，占比逐季提升。通用服务器持续回温，1-3Q24 营收同比增长 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%。

通信及移动网络设备收入稳步提升，高速交换机营收快速增长。网络通讯业务方面的增长主要来自于 400/800G 交换机、WiFi 及 Smart NIC/DPU 板卡。其中，3Q24 数据中心 400/800G 高速交换机单季度营收同比增长 128%，环比增长 27%，相关业务 1-3Q24 同比增长近 60%。此外，1-3Q24 SmartNIC/DPU 等板卡营收同比增长 200%。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司云计算业务受益于 AI 高速发展及全球数据中心、AI 服务器等算力基础设施大规模建设而带来的持续高速增长。考虑到云计算业务特别是 AI 服务器对于公司收入的强劲带动，同时参考前三季度毛利率变化趋势，考虑到 AI 服务器新品毛利率可能带来的变化及通用服务器回暖对于整体毛利率稀释，预计 2024-2026 年营业收入 5810.86/6801.37/7657.82 亿元 (前值 5608.46/6766.68/7556.45 亿元)，归母净利润 247.53/290.27/338.67 亿元 (前值 260.25/357.23/400.00 亿元)，当前股价对应 PE 分别为 16.6/14.1/12.1 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品拓展不及预期，下游需求不及预期，客户导入不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	511,850	476,340	581,086	680,137	765,782
(+/-%)	16.4%	-6.9%	22.0%	17.0%	12.6%
净利润 (百万元)	20073	21040	24753	29027	33867
(+/-%)	0.3%	4.8%	17.6%	17.3%	16.7%
每股收益 (元)	1.01	1.06	1.25	1.46	1.70
EBIT Margin	3.9%	4.6%	4.5%	4.6%	4.8%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	15.0%	16.2%	17.5%	18.7%
市盈率 (PE)	20.4	19.5	16.6	14.1	12.1
EV/EBITDA	24.1	21.1	19.6	16.7	14.6
市净率 (PB)	3.18	2.93	2.68	2.47	2.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

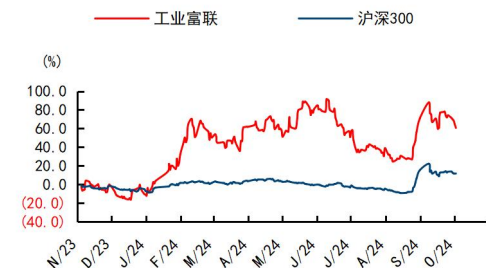
010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	23.68 元
总市值/流通市值	470472/470379 百万元
52 周最高价/最低价	29.47/12.63 元
近 3 个月日均成交额	3098.94 百万元

市场走势

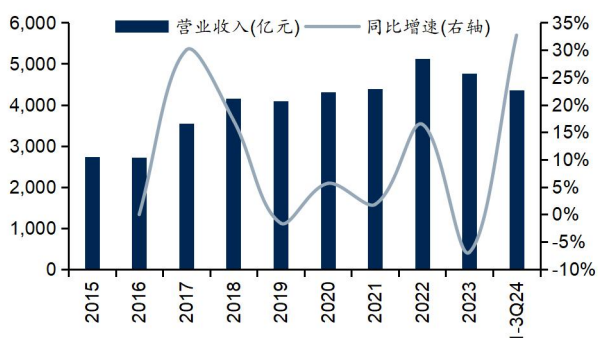


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

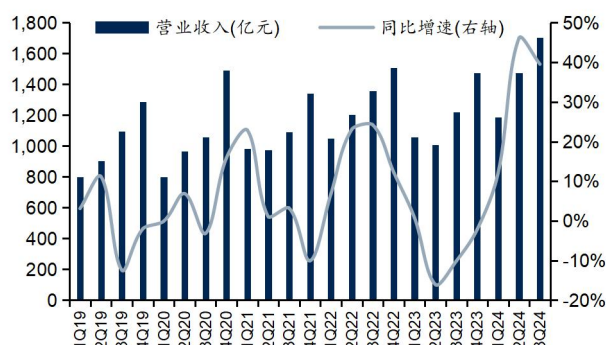
- 《工业富联 (601138.SH) - 二季度收入同比增长 46%，AI 服务器持续快速增长》——2024-08-16
- 《工业富联 (601138.SH) - 初步核算 2024 上半年利润增长 22%，云计算业务增长强劲》——2024-08-04
- 《工业富联 (601138.SH) - 2023 年净利润同比增长 4.82%，AI 服务器增长势头强劲》——2024-03-19
- 《工业富联 (601138.SH) - 前三季度净利润同比增长 14.32%，AI 业务强劲持续提升盈利能力》——2023-11-06
- 《工业富联 (601138.SH) - 1H23 净利润同比增长 4.21%，AI 算力需求激增带动盈利能力提升》——2023-08-11

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



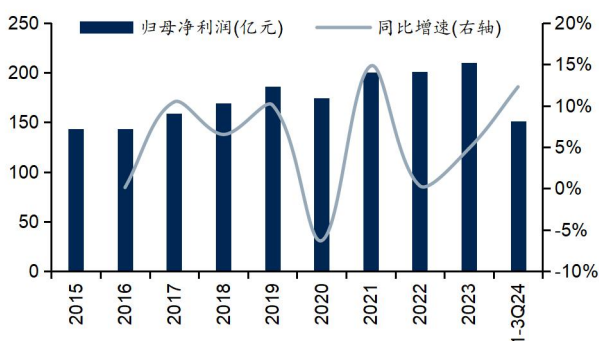
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



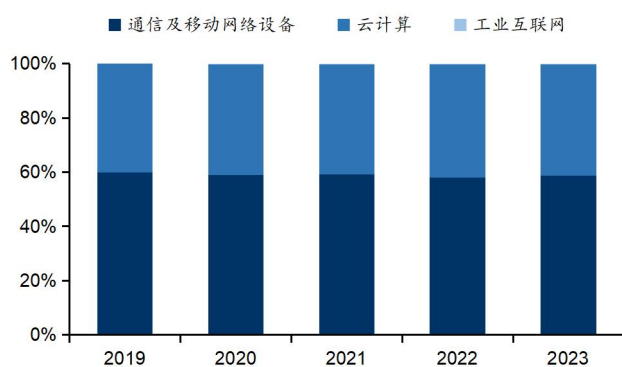
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



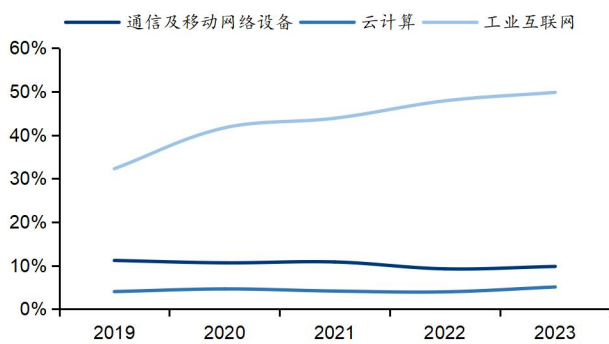
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收占比



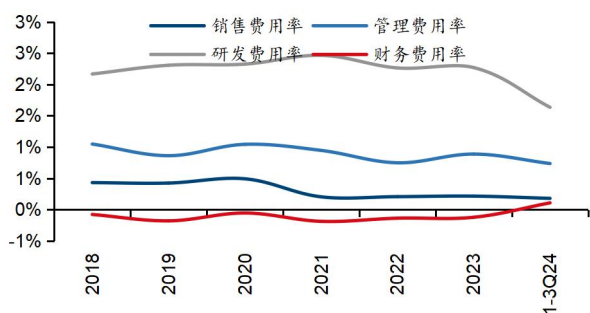
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率 (%)



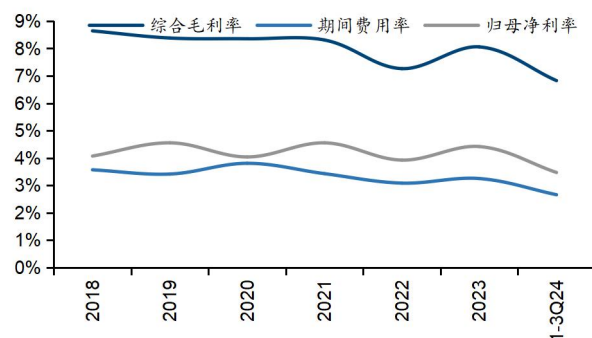
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：公司费用率



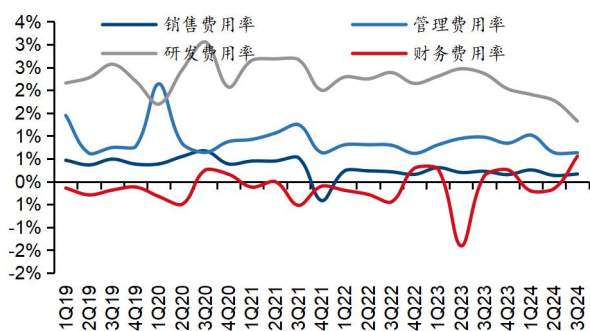
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司毛利率、净利率、费用率 (%)



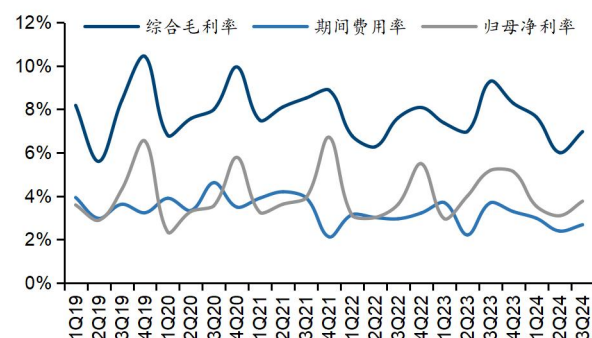
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度毛利率、净利率、费用率 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	69430	83462	84350	83574	87313	营业收入	511850	476340	581086	680137	765782
应收款项	99569	89328	113464	130885	146834	营业成本	474678	437964	534762	625388	702159
存货净额	77322	76683	92041	106287	120968	营业税金及附加	486	381	601	631	705
其他流动资产	2620	3005	3732	4270	4992	销售费用	1058	1024	1212	1429	1618
流动资产合计	248940	252478	293587	325016	360106	管理费用	3828	4226	5039	5698	6624
固定资产	16638	20220	24603	28473	31375	研发费用	11588	10811	13556	15567	17591
无形资产及其他	440	1004	964	924	884	财务费用	(704)	(586)	521	1060	1251
其他长期资产	5953	6823	6823	6823	6823	投资收益	30	(666)	574	372	319
长期股权投资	12216	7180	9184	11189	10847	资产减值及公允价值变动	(1139)	(280)	(481)	(687)	(686)
资产总计	284188	287705	335162	372426	410036	其他	2066	1493	1694	1795	1707
短期借款及交易性金融负债	55765	41760	59174	65752	69314	营业利润	21872	23067	27182	31845	37175
应付款项	69279	75028	88374	100545	116334	营业外净收支	91	57	23	57	46
其他流动负债	24132	21257	24857	30391	33594	利润总额	21963	23124	27204	31902	37221
流动负债合计	149176	138045	172405	196689	219242	所得税费用	1879	2106	2477	2905	3389
长期借款及应付债券	3485	7097	7097	7097	7097	少数股东损益	11	(22)	(26)	(30)	(35)
其他长期负债	2194	1968	2309	2419	2494	归属于母公司净利润	20073	21040	24753	29027	33867
长期负债合计	5679	9065	9406	9516	9591	现金流量表 (百万元)					
负债合计	154854	147110	181811	206204	228833	净利润	20084	21018	24727	28997	33831
少数股东权益	358	408	382	352	317	资产减值准备	1069	543	585	806	848
股东权益	128975	140187	152968	165869	180886	折旧摊销	3220	4449	4284	5543	6772
负债和股东权益总计	284188	287705	335162	372426	410036	公允价值变动损失	70	(264)	(104)	(119)	(162)
关键财务与估值指标						财务费用	1482	2482	521	1060	1251
每股收益	1.01	1.06	1.25	1.46	1.70	营运资本变动	(10749)	12596	(22830)	(14270)	(12123)
每股红利	0.56	0.67	0.60	0.81	0.95	其它	190	2259	(1106)	(1866)	(2099)
每股净资产	6.49	7.06	7.70	8.35	9.11	经营活动现金流	15366	43084	6077	20151	28318
ROIC	17%	17%	18%	20%	21%	资本开支	(8093)	(9190)	(8627)	(9373)	(9634)
ROE	16%	15%	16%	18%	19%	其它投资现金流	(7214)	4626	(2004)	(2005)	342
毛利率	7%	8%	8%	8%	8%	投资活动现金流	(15308)	(4564)	(10631)	(11378)	(9292)
EBIT Margin	4%	5%	4%	5%	5%	权益性融资	0	174	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	5%	5%	6%	负债净变化	(330)	3612	0	0	0
收入增长	16%	-7%	22%	17%	13%	支付股利、利息	(11090)	(13267)	(11972)	(16127)	(18850)
净利润增长率	0%	5%	18%	17%	17%	其它融资现金流	(2649)	(15253)	17414	6578	3562
资产负债率	55%	51%	54%	55%	56%	融资活动现金流	(14068)	(24734)	5443	(9549)	(15288)
息率	2.7%	3.2%	2.9%	3.9%	4.6%	现金净变动	(11905)	14185	888	(776)	3739
P/E	20.4	19.5	16.6	14.1	12.1	货币资金的期初余额	81071	69167	83352	84240	83464
P/B	3.2	2.9	2.7	2.5	2.3	货币资金的期末余额	69167	83352	84240	83464	87202
EV/EBITDA	24.1	21.1	19.6	16.7	14.6	企业自由现金流	2860	27792	(3618)	10463	18724
						权益自由现金流	(119)	16151	13322	16078	21149

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032