

工业富联 (601138.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

AI 优化产品结构，盈利改善明显

业绩简评

2023年8月8日，公司发布23年中报，报告期内实现营收2067.76亿元，同比下降8.21%；归母净利润71.61亿元，同比增长4.21%；扣非归母净利润75.36亿元，同比增加18.27%。业绩基本符合预期。

经营分析

AI 优化产品结构，盈利能力显著提升。Q2 单季度公司营收1008.87亿元，同比下滑16.07%，归母净利润达到40.34亿元，同比增长11.53%，盈利能力大幅提升。受到AI相关产品出货拉动，云计算服务器毛利率提升25%，带动上半年整体毛利率较去年同期提升0.67PP，达到7.17%。此外上半年营业利润率(3.7%)、净利润(3.5%)等盈利指标同比+0.4PP，均有明显改善。

AIGC 带动硬件设备需求，公司持续研发前瞻布局。AIGC 等增量应用拉动算力激增与网络扩容需求，通信设备方面，公司出货的高速交换器及路由器主要应用于数据中心及运营商网络，上半年分别提升70%/95%。此外400G交换机出货快速增长，800G交换机已进入新产品导入阶段，预计下半年贡献营收，并自2024年放量。云计算方面，公司服务器出货量稳居全球首位，HGX系列AI服务器已发展至第四代，并于今年开始为客户开发并量产H100/800服务器，可满足高性能训练和推理需求，同时和CSP、品牌商研发液冷散热技术。

看好AI和数字经济持续赋予公司增长动能。围绕数字经济主线，公司一方面强化高端智能制造+工业互联网的核心竞争力，同时拓宽大数据+机器人的业务版图。根据IDC预测，23年全球高性能AI服务器市场规模248亿美元、数据中心交换机市场192亿美元，公司与行业头部客户合作密切，我们看好AI算力需求与网络升级拉动公司产品不断优化，营收恢复正增长，盈利持续改善。

盈利预测与估值

我们预计公司23-25年归母净利润分别为226.1亿元、248.5亿元、278.7亿元，对应PE分别为21/19/17倍，维持“买入”评级。

风险提示

新业务进展不及预期，毛利率持续下行风险。

通信组

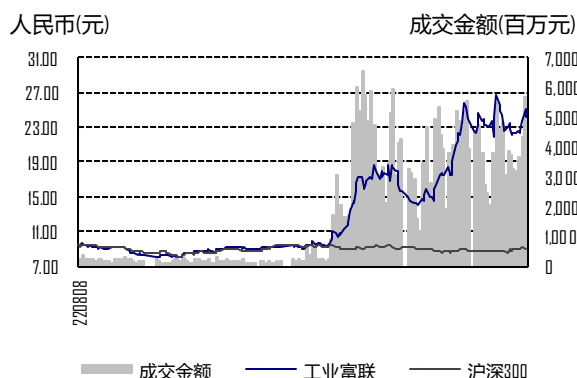
分析师：罗露 (执业S1130520020003)

luolu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：24.18 元

相关报告：

- 1.《工业富联公司点评：毛利率同比改善，发力AI服务器》，2023.4.28
- 2.《工业富联公司点评：多业务发力，数字经济驱动第二增长极》，2023.3.16
- 3.《业绩增长强劲，纵横拓展加速-工业富联22年三季度报点评》，2022.10.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	439,557	511,850	586,050	677,278	789,957
营业收入增长率	1.80%	16.45%	14.50%	15.57%	16.64%
归母净利润(百万元)	20,010	20,073	22,609	24,849	27,865
归母净利润增长率	14.80%	0.32%	12.63%	9.91%	12.14%
摊薄每股收益(元)	1.007	1.011	1.138	1.251	1.403
每股经营性现金流净额	0.41	0.77	0.67	0.76	0.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.79%	15.56%	15.93%	15.85%	15.95%
P/E	11.83	9.08	21.25	19.33	17.24
P/B	1.99	1.41	3.39	3.06	2.75

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	431,786	439,557	511,850	586,050	677,278	789,957
增长率		1.8%	16.4%	14.5%	15.6%	16.6%
主营业务成本	-395,719	-403,042	-474,678	-542,582	-627,565	-732,582
%销售收入	91.6%	91.7%	92.7%	92.6%	92.7%	92.7%
毛利	36,067	36,515	37,172	43,467	49,713	57,375
%销售收入	8.4%	8.3%	7.3%	7.4%	7.3%	7.3%
营业税金及附加	-723	-596	-486	-586	-677	-790
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-2,125	-896	-1,058	-1,172	-1,355	-1,580
%销售收入	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-4,503	-4,157	-3,828	-4,688	-5,757	-7,110
%销售收入	1.0%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%
研发费用	-10,038	-10,835	-11,588	-13,772	-16,255	-18,959
%销售收入	2.3%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	18,678	20,031	20,211	23,249	25,670	28,936
%销售收入	4.3%	4.6%	3.9%	4.0%	3.8%	3.7%
财务费用	236	826	704	370	369	474
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-1,453	-342	-889	-218	-149	-169
公允价值变动收益	313	-481	-70	-20	-20	-20
投资收益	329	979	30	200	200	200
%税前利润	1.7%	4.4%	0.1%	0.8%	0.7%	0.6%
营业利润	19,716	22,398	21,872	25,101	27,590	30,941
营业利润率	4.6%	5.1%	4.3%	4.3%	4.1%	3.9%
营业外收支	30	-80	91	20	20	20
税前利润	19,746	22,318	21,963	25,121	27,610	30,961
利润率	4.6%	5.1%	4.3%	4.3%	4.1%	3.9%
所得税	-2,319	-2,293	-1,879	-2,512	-2,761	-3,096
所得税率	11.7%	10.3%	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	17,427	20,025	20,084	22,609	24,849	27,865
少数股东损益	-4	15	11	0	0	0
归属于母公司的净利润	17,431	20,010	20,073	22,609	24,849	27,865
净利率	4.0%	4.6%	3.9%	3.9%	3.7%	3.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	17,427	20,025	20,084	22,609	24,849	27,865
少数股东损益	-4	15	11	0	0	0
非现金支出	3,886	4,320	5,699	218	149	169
非经营收益	-132	54	1,836	895	1,276	1,339
营运资金变动	-14,461	-16,208	-12,253	-10,418	-11,201	-10,748
经营活动现金净流	6,720	8,191	15,366	13,304	15,072	18,625
资本开支	-3,496	-5,982	-8,047	-2,922	-2,360	-2,360
投资	-1,054	-1,799	-9,579	180	-20	-20
其他	-1,910	680	2,318	200	200	200
投资活动现金净流	-6,460	-7,100	-15,308	-2,542	-2,180	-2,180
股权募资	336	27	0	1	0	0
债权募资	16,986	12,503	-20	2,075	6,606	726
其他	-9,167	-7,764	-14,049	-11,311	-11,425	-11,489
筹资活动现金净流	8,156	4,766	-14,068	-9,235	-4,820	-10,762
现金净流量	7,748	5,244	-11,905	1,527	8,073	5,683

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	78,057	82,877	69,430	70,664	78,524	84,053
应收款项	87,223	89,551	99,569	110,920	124,174	135,852
存货	45,354	71,928	77,322	81,759	91,126	102,361
其他流动资产	2,620	2,803	2,620	2,327	2,669	2,722
流动资产	213,254	247,158	248,940	265,670	296,494	324,987
%总资产	94.6%	92.7%	87.6%	87.4%	87.9%	88.3%
长期投资	1,563	3,307	12,604	12,834	12,834	12,834
固定资产	7,767	10,908	16,638	19,038	21,238	23,438
%总资产	3.4%	4.1%	5.9%	6.3%	6.3%	6.4%
无形资产	1,341	1,663	2,495	3,005	3,205	3,405
非流动资产	12,260	19,450	35,248	38,455	40,855	43,255
%总资产	5.4%	7.3%	12.4%	12.6%	12.1%	11.7%
资产总计	225,514	266,609	284,188	304,125	337,349	368,242
短期借款	44,223	53,189	55,765	57,841	64,396	65,073
应付款项	68,618	80,795	86,180	90,153	100,848	111,710
其他流动负债	7,684	7,345	7,231	8,635	9,761	11,173
流动负债	120,525	141,329	149,176	156,629	175,006	187,956
长期贷款	0	3,814	3,485	3,535	3,585	3,635
其他长期负债	948	1,978	2,194	1,718	1,597	1,555
负债	121,473	147,121	154,854	161,882	180,187	193,146
普通股股东权益	103,753	119,181	128,975	141,885	156,804	174,739
其中：股本	19,871	19,865	19,860	19,860	19,860	19,860
未分配利润	55,070	68,783	77,934	90,613	105,532	123,467
少数股东权益	288	307	358	358	358	358
负债股东权益合计	225,514	266,609	284,188	304,125	337,349	368,242

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.877	1.007	1.011	1.138	1.251	1.403
每股净资产	5.221	6.000	6.494	7.142	7.893	8.796
每股经营现金净流	0.338	0.412	0.774	0.670	0.759	0.938
每股股利	0.200	0.250	0.500	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	16.80%	16.79%	15.56%	15.93%	15.85%	15.95%
总资产收益率	7.73%	7.51%	7.06%	7.43%	7.37%	7.57%
投入资本收益率	11.11%	10.18%	9.79%	10.27%	10.26%	10.68%
增长率						
主营业务收入增长率	5.65%	1.80%	16.45%	14.50%	15.57%	16.64%
EBIT增长率	-1.30%	7.24%	0.90%	15.03%	10.41%	12.73%
净利润增长率	-6.32%	14.80%	0.32%	12.63%	9.91%	12.14%
总资产增长率	9.68%	18.22%	6.59%	7.02%	10.92%	9.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.5	72.2	65.9	68.0	66.0	62.0
存货周转天数	40.1	53.1	57.4	55.0	53.0	51.0
应付账款周转天数	59.7	60.6	54.2	53.0	51.0	48.0
固定资产周转天数	6.0	7.9	11.4	11.2	10.7	10.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.97%	-21.86%	-7.88%	-6.40%	-6.59%	-8.66%
EBIT利息保障倍数	-79.0	-24.2	-28.7	-62.8	-69.5	-61.1
资产负债率	53.87%	55.18%	54.49%	53.23%	53.41%	52.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-02	买入	11.17	18.00~18.00
2	2022-03-23	买入	10.19	N/A
3	2022-08-10	买入	9.69	N/A
4	2022-10-31	买入	8.28	N/A
5	2023-03-16	买入	12.07	N/A
6	2023-04-28	买入	16.10	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806