

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

联系电话: 13437172818

邮箱: mowenyu@cindasc.com

业绩符合预期，静待 AI 服务器放量

2023 年 08 月 09 日

事件: 8 月 9 日，公司发布中报，2023H1 公司实现营业收入 2067.7 亿元，同比-8.2%；归母净利润 71.6 亿元，同比+4.2%；扣非归母净利润 75.4 亿元，同比+18.3%。其中，23Q2 单季扣非归母净利润 43.3 亿元，同环比+32.3%/+35.0%；归母净利润 40.3 亿元，同环比+11.6%/+28.8%。

点评:

- **算力需求水涨船高，AI 趋势曙光初露。**2023H1 大模型突破奇点，算力产业链闭环逐步清晰，从上游 GPU，到中游服务器&交换机构成算力核心硬件，同步筑基 AI 时代。公司卡位产业链中枢，上则深度绑定英伟达、AMD 等 GPU 厂商，稀缺资源供应链稳定；下则与头部 CSP 厂商合作稳固，逐渐成长为数据中心一站式综合服务商。随着 AI 发展逐步走高，公司有望核心受益。
- **AI 服务器系算力来源，静待 Q3 快速放量。**服务器方面，公司持续推动技术创新，推出面向多场景、多维度的边缘服务器、数据中心模块化及可拓展的高性能服务器。今年已为客户开发、量产英伟达 H100、H800 高性能 AI 服务器，云端游戏服务器已于 3 月出货。2023H1，通过产品结构调整优化，盈利能力同比显著增长，整体服务器毛利率提升 25%。进入 Q3 后，AI 服务器将逐步放量，持续看好公司成长性。
- **交换机组网高速互联，优质客户群体支撑业绩放量。**服务器间数据传输由交换机提供高速跑道，AI 应用拉动高端交换机&路由器需求。2023H1，公司高速交换机、高速路由器成长分别提升 70%、95%。2023H1，400G 交换机快速成长，800G 交换机已进入 NPI 阶段，公司预计下半年贡献营收。展望 2024 年，随着 AI 服务器部署，高端交换机需求日益提高，800G 交换机有望快速放量。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 1.25 元、1.64 元、1.93 元。AI 行业发展如火如荼，我们看好公司发展前景，维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** AI 发展不及预期风险；短期股价波动风险；宏观经济波动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	439,557	511,850	569,406	683,176	771,726
增长率 YoY %	1.8%	16.4%	11.2%	20.0%	13.0%
归属母公司净利润 (百万元)	20,010	20,073	24,814	32,614	38,302
增长率 YoY%	14.8%	0.3%	23.6%	31.4%	17.4%
毛利率%	8.3%	7.3%	7.6%	8.1%	8.3%
净资产收益率ROE%	16.8%	15.6%	17.2%	19.8%	20.3%
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.01	1.25	1.64	1.93
市盈率 P/E(倍)	24.01	23.93	19.36	14.73	12.54
市净率 P/B(倍)	4.03	3.72	3.34	2.92	2.54

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 08 日收盘价

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编: 100031

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	247,158	248,940	263,673	300,606	336,296	营业总收入	439,557	511,850	569,406	683,176	771,726
货币资金	82,877	69,430	75,118	80,808	94,995	营业成本	403,042	474,678	526,212	627,970	707,813
应收票据	4	17	16	15	18	营业税金及附加	596	486	512	615	695
应收账款	87,030	97,673	107,658	131,151	145,766	销售费用	896	1,058	1,025	1,161	1,235
预付账款	242	352	338	420	476	管理费用	4,157	3,828	4,157	4,919	5,479
存货	71,928	77,322	76,295	83,279	89,693	研发费用	10,835	11,588	12,869	15,440	17,441
其他	5,078	4,146	4,249	4,933	5,348	财务费用	-826	-704	-1,121	129	72
非流动资产	19,450	35,248	39,586	42,704	43,339	减值损失合计	-408	-1,069	-200	-250	-300
长期股权投资	3,168	12,216	12,216	12,216	12,216	投资净收益	979	30	-500	565	482
固定资产(合计)	9,494	15,937	17,984	19,551	18,829	其他	969	1,996	1,926	2,311	2,641
无形资产	407	440	472	492	497	营业利润	22,398	21,872	26,978	35,568	41,815
其他	6,382	6,655	8,915	10,446	11,798	营业外收支	-80	91	95	95	95
资产总计	266,609	284,188	303,259	343,310	379,635	利润总额	22,318	21,963	27,073	35,663	41,910
流动负债	141,329	149,176	153,222	172,642	184,645	所得税	2,293	1,879	2,247	3,031	3,587
短期借款	52,137	50,498	52,316	53,998	55,172	净利润	20,025	20,084	24,826	32,632	38,322
应付票据	250	0	146	349	413	少数股东损益	15	11	12	18	20
应付账款	71,737	69,279	71,623	83,729	90,443	归属母公司净利润	20,010	20,073	24,814	32,614	38,302
其他	17,205	29,399	29,137	34,566	38,618	EBITDA	25,038	26,011	30,780	41,105	47,600
非流动负债	5,793	5,679	5,665	5,665	5,665	EPS(当年)(元)	1.01	1.02	1.25	1.64	1.93
长期借款	3,814	3,485	3,485	3,485	3,485	现金流量表	单位:百万元				
其他	1,978	2,194	2,180	2,180	2,180	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	147,121	154,854	158,887	178,307	190,310	经营活动现金流	8,725	15,366	24,133	24,986	33,923
少数股东权益	307	358	370	388	408	净利润	20,025	20,084	24,826	32,632	38,322
归属母公司股东权益	119,181	128,975	144,001	164,615	188,917	折旧摊销	3,978	4,811	4,828	5,313	5,618
负债和股东权益	266,609	284,188	303,259	343,310	379,635	财务费用	492	1,482	1,221	1,256	1,284
						投资损失	-979	-30	500	-565	-482
						营运资金变动	-15,674	-12,253	-7,275	-13,965	-11,194
						其它	883	1,273	34	315	375
						投资活动现金流	-7,100	-15,308	-9,532	-7,771	-5,676
						资本支出	-5,982	-8,047	-7,842	-7,775	-5,596
						长期投资	-1,799	-9,579	-157	-157	-157
						其他	680	2,318	-1,533	160	77
						筹资活动现金流	4,766	-14,068	-8,913	-11,524	-14,060
						吸收投资	27	0	349	0	0
						借款	157,284	148,245	1,818	1,682	1,174
						支付利息或股息	-5,361	-11,090	-12,146	-13,256	-15,284
						现金流净增加额	5,778	-11,905	5,688	5,690	14,187

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	439,557	511,850	569,406	683,176	771,726
同比(%)	1.8%	16.4%	11.2%	20.0%	13.0%
归属母公司净利润	20,010	20,073	24,814	32,614	38,302
同比(%)	14.8%	0.3%	23.6%	31.4%	17.4%
毛利率(%)	8.3%	7.3%	7.6%	8.1%	8.3%
ROE%	16.8%	15.6%	17.2%	19.8%	20.3%
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.01	1.25	1.64	1.93
P/E	24.01	23.93	19.36	14.73	12.54
P/B	4.03	3.72	3.34	2.92	2.54
EV/EBITDA	8.47	6.66	15.19	11.27	9.46

研究团队简介

莫文字：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。

韩宇杰：电子行业研究员。华中科技大学计算机科学与技术学士、香港中文大学硕士。研究方向为半导体设备、半导体材料、集成电路设计。

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。

吴加正：电子行业研究员。复旦大学工学学士、理学博士，德国慕尼黑工业大学 2 年访问研究经验。2020 年 9 月入职上海微电子装备(集团)股份有限公司，任光刻机系统工程师，于 2022 年 12 月加入信达证券电子组，研究方向为精密电子仪器、半导体设备及零部件、半导体工艺等。

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、意见及推測仅供参考,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 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	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。