

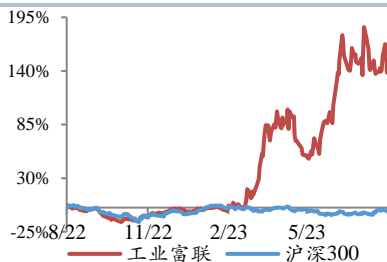
23H1 扣非净利润增长亮眼，AI 应用持续升温

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-08-11

收盘价（元）	21.50
近 12 个月最高/最低（元）	26.60/7.61
总股本（百万股）	19,866
流通股本（百万股）	19,805
流通股比例（%）	99.69
总市值（亿元）	4,271
流通市值（亿元）	4,258

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

电话：13560087214

邮箱：chenyaobo@hazq.com

主要观点：

● 事件

公司发布 2023 年半年报，根据公告，公司 23H1 实现收入 2067.76 亿元，同比减少 8.21%；实现归母净利润 71.61 亿元，同比增长 4.21%；实现扣非归母净利润 75.36 亿元，同比增长 18.27%；毛利率 7.17%，净利率 3.46%。

23Q2，公司实现单季度收入 1008.88 亿元，同比减少 16.07%，环比减少 4.72%；实现单季度归母净利润 40.33 亿元，同比增长 11.53%，环比增长 28.93%；实现单季度扣非归母净利润 43.30 亿元，同比增长 32.31%，环比增长 35.02%；毛利率 6.97%，净利率 4.00%。

● 受汇兑收益影响，公司 23H1 归母净利润有所增长

公司 23H1 归母净利润同比略微增长，主要原因系公司实现了较大的汇兑收益（约 10.94 亿元）。同时，公司 23H1 非经常性损益约-3.75 亿元，主要原因系为降低与经营相关的人民币汇率风险，公司通过外汇远期合约及货币互换合约进行风险管理，导致相关合约公允价值变动，产生约 9.78 亿损失，但得到的政府补助（约 4.42 亿元）等其它项目与其产生一定对冲。

● 深耕 AI 领域，相关收入有望受益于算力需求拉升而持续增长

2023 年作为“生成式 AI 元年”，ChatGPT 等新型 AI 应用异军突起，催生以 AI 服务器为代表的算力基础设施市场需求极速爆发。公司在 AI 服务器领域有超前的技术和产品布局，并与全球顶尖客户、算力巨头保持紧密的合作关系，已为英伟达开发并量产 H100 及 H800 等高性能 AI 服务器。23H1，公司通过产品结构调整优化，盈利能力同比显著增长，服务器毛利率持续提升，同比增长 25%。同时，公司 400G 交换机出货快速增长，为主要客户打造的 800G 交换机产品也已进入 NPI（新产品导入），预计 23H2 将贡献收入，并自 2024 年起开始放量，促进公司业绩提升。

● 打造“灯塔工厂+数字制造平台”创新发展模式，持续推进工业互联网规模化发展

国家“十四五规划”为推进新型工业化的新征程指明方向，工业互联网被赋予更高的期待。公司打造了“灯塔工厂+数字制造平台”的创新发展模式，以“灯塔工厂”作为工业 4.0 技术整合应用的标杆，再结合工业互联网平台技术实现快速推广复制，探索出一条适合集团型制造企业快速规模化转型的路径。目前，公司已经参与打造了 6 座“灯塔工厂”，10 余座自动化数字全连接智慧工厂，并成功打造了全球首座精密金属加工灯塔工厂。

● 投资建议

我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 233/302/381 亿元，对应 PE 分别为 18.35/14.15/11.22 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

AI 行业发展不及预期、客户集中度较高风险、汇率波动风险、行业竞争恶化风险。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5118	5669	6980	8422
收入同比 (%)	16.4%	10.8%	23.1%	20.7%
归属母公司净利润	201	233	302	381
净利润同比 (%)	0.3%	16.0%	29.7%	26.1%
毛利率 (%)	7.3%	7.4%	8.1%	8.3%
ROE (%)	15.6%	16.2%	17.4%	18.0%
每股收益 (元)	1.02	1.17	1.52	1.92
P/E	9.00	18.35	14.15	11.22
P/B	1.41	2.98	2.46	2.02
EV/EBITDA	6.66	14.68	11.52	9.14

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 云计算、AI 服务器、工业互联网多领域发展.....	5
2 数字经济迈向高质量发展，加速与实体经济深度融合.....	5
2.1 重点布局 AI 服务器，推动液冷服务器发展.....	5
2.2 5G 与 WiFi 技术持续突破，带动通信及移动网络设备业绩提升.....	7
2.3 工业互联网步入快车道，灯塔效应加速释放.....	10
风险提示：.....	11
财务报表与盈利预测.....	12

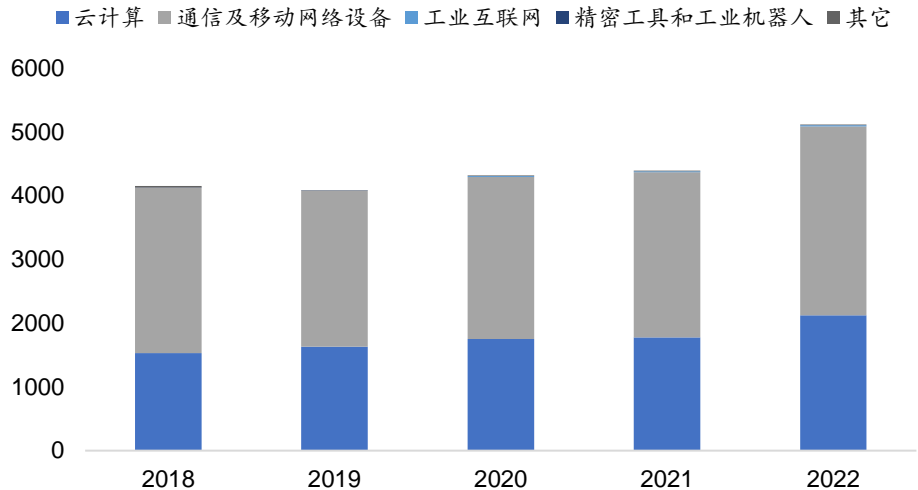
图表目录

图表 1 公司收入结构 (亿元)	5
图表 2 全球 AI 服务器出货量 (单位: 千台)	6
图表 3 液冷技术类型及优劣势	6
图表 4 工业富联服务器系列产品	7
图表 5 工业富联液冷服务器产品	7
图表 6 全球手机出货量 (亿部)	7
图表 7 全球 5G 基站部署情况 (单位: 万个)	8
图表 8 中国 5G 通信市场规模及预测 (单位: 亿元)	8
图表 9 WiFi 市场的预测 (单位: 百万台)	8
图表 10 公司 5G 便携式路由器	9
图表 11 公司 Wi-Fi 6 融合路由器	9
图表 12 2019-2025 年中国智能家居市场规模 (单位: 亿元)	9
图表 13 公司网络设备	10
图表 14 中国工业互联网平台及应用解决方案市场预测 (单位: 亿美元)	10
图表 15 工业富联新 2022 新加入灯塔用例	11

1 云计算、AI 服务器、工业互联网多领域发展

公司产品主要包括云计算、通信及移动网络设备，和工业互联网业务。公司是全球领先的高端智能制造及工业互联网解决方案服务商，主要业务包括云计算、通信及移动网络设备、工业互联网。其中，公司云计算和通信及移动网络设备业务占比较大，22 年合计占比约 99%。

图表 1 公司收入结构 (亿元)



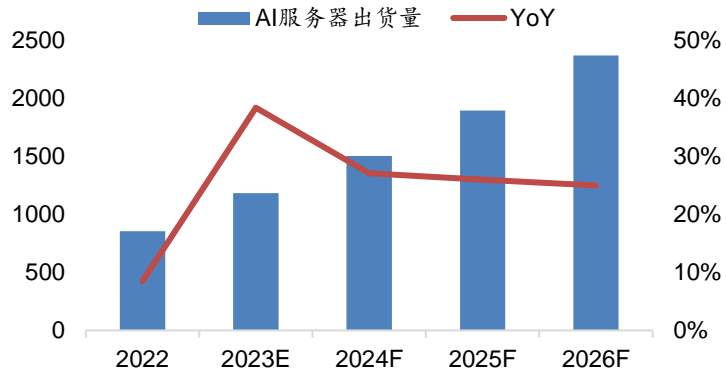
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 数字经济迈向高质量发展，加速与实体经济深度融合

2.1 重点布局 AI 服务器，推动液冷服务器发展

AI 算力爆发，带动 AI 服务器、HPC 等云计算基础设施需求增长。随着 ChatGPT 的推出，AI 大模型赛道大爆发。AI 大模型的实现包含核心三大要素：大算力、多数据、强算法。随着模型参数量呈指数型增长，算力需求大幅提升，AI 服务器、AI 存储器、HPC 等云计算基础设施重要性凸显。根据 TrendForce，2023 年 AI 服务器出货量（包含搭载 GPU、FPGA、ASIC 等）出货量预估近 120 万台，年增率近 38%，AI 芯片出货量同步看涨，可望成长突破五成。

图表 2 全球 AI 服务器出货量 (单位: 千台)



资料来源: TrendForce, 华安证券研究所

AI 服务器需求增长催生液冷需求。随着服务器的出货上扬, 散热模組的规格升级, 为了满足服务器对散热性和稳定性的严格要求, 散热模組从“气冷”走向“液冷”。“气冷”即通过空气进行换热, 该技术方案很好地将 IT 设备与冷却设备进行了解耦, 从而使得制冷系统形式能够实现多样化, 但由于空气比热容较小, 体积流量受服务器进风口大小限制, 换热能力有限。而“液冷”则是采用冷却液体接触热源进行冷却的方式, 有冷板式、浸没式和喷淋式。

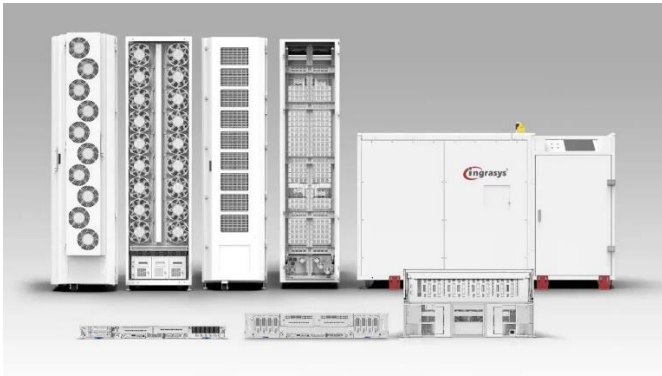
图表 3 液冷技术类型及优劣势

类型	定义	优势	缺点
冷板式液冷	间接接触型, 将冷板固定在散热对象上, 液体在冷板内流动将设备热量传递带走	散热均匀, 可靠性高, 维护方便	成本高, 仅适合高性能计算和更高规格的机房
浸没式液冷	直接接触型, 将服务器等有散热需求的 IT 设备完全浸没在冷却液体中, 使其表面与液体接触, 并通过液体传导热量	散热效果好, 系统稳定, 具备性价比优势	维护难度较大, 要求机房水平大, 不利于维护和管理
喷淋式液冷	局部喷淋冷却, 将冷却介质喷射到 IT 设备中高温部件的附近, 利用蒸发冷却的原理将热量带走	散热快速, 节能降耗, 操作便利	适应范围较窄, 不适合高密度服务器和超大规模数据中心, 成本较高

资料来源: CSDN, 华安证券研究所

持续发力产品创新、技术创新, 进一步夯实公司全球领先地位。在全球服务器市场加速扩容的当下, 公司云计算及企业服务器、存储器等产品销量稳居全球领先地位。公司坚持不断产品创新、技术创新, 进一步夯实研发实力。模块化方面, 公司于 22 年 10 月推出全球第一台 DC_MHS 服务器; 新一代液冷技术也应用于客户最新 HPC 加速器中。同时, 公司于 23 年开始为客户开发并量产英伟达 H100 及 H800 等高性能 AI 服务器。公司云端游戏服务器也已于 23 年 3 月起正式出货。未来, 公司将持续提升 AI 服务器研发投入, 不断优化产品结构, 引领 AI 赛道的发展机遇。

图表 4 工业富联服务器系列产品



图表 5 工业富联液冷服务器产品



资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

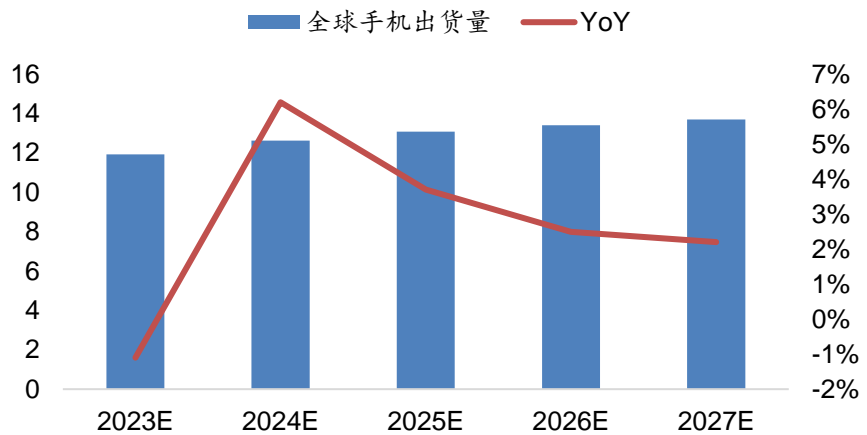
资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

2.2 5G 与 WiFi 技术持续突破，带动通信及移动网络设备业绩提升

2.2.1 智能手机需求回暖，带动高精密机构件收入增长

随着市场经济复苏，全球手机出货量或将回暖。23H1，虽然疫情影响已经微乎其微，但通货膨胀与全球经济的不确定性使得消费需求复苏减弱。23H2，随着经济大环境的逐渐好转，预计全球智能手机市场将实现一定反弹，且趋势会延伸至 24 年，实现智能手机市场的复苏。IDC 预计 24 年全球智能手机出货量将达到 12.63 亿部，同比增长 5.9%。

图表 6 全球手机出货量 (亿部)



资料来源：IDC，华安证券研究所

深入布局智能手机及穿戴装置高精密机构件产线，巩固并拓展高端智能手机市场。2022 年，公司依托智能手机及穿戴装置高精密机构件核心竞争力，荣获世界经济论坛评选的灯塔工厂殊荣。公司作为手机中框等高精密金属结构件/高分子聚合物结构件，相关收入有望随手机需求复苏而增长。未来公司将持续扩大客户产品线，巩固并拓展高端智能手机市场。

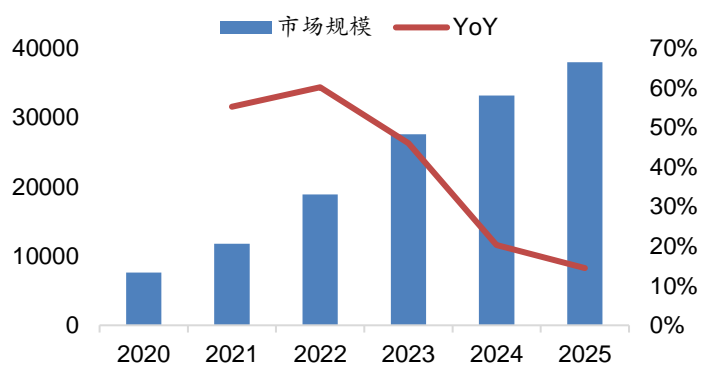
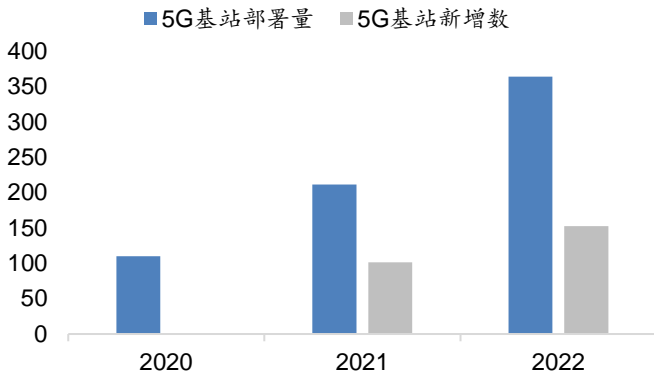
2.2.2 5G 发展驶入快车道，WiFi 6/6E/7 迅猛发展

全面完善 5G 网络建设，持续推进 5G 基础设施建设。根据 TDIA，截至 2022 年底，世界先进国家已初步完成第一批 5G 商用网络建设，全球 5G 基站部署总量超过 364 万个，同比 2021 年 (211.5 万) 增长 72%，5G 网络覆盖全球 33.1% 人口。其中，中国 5G 基站总量达 231.2 万个，占比全球 63.5%。预计 2023 年底 5G

投资运营商将达到 550 个，到 2030 年，商用 5G 网络运营商数量会超过 640 家，5G 将覆盖全球几乎所有的国家和地区。

图表 7 全球 5G 基站部署情况 (单位: 万个)

图表 8 中国 5G 通信市场规模及预测 (单位: 亿元)



资料来源: TDIA, 华安证券研究所

资料来源: TDIA, 华安证券研究所

WiFi 技术不断迭代, WiFi 6/6E/7 迅猛发展。根据 WiFi 行业设定, WiFi 6 以涵盖低功耗物联网节点和宽带应用为标准。WiFi 6E 和 WiFi 7 增加了新的 6GHz 频谱, 以解决更高带宽的应用, 有望用于高可靠性工业物联网。WiFi 6 市场始于 2019 年, 并在 2020 年和 2022 年快速增长。根据 IoT Business News, 2022 年 WiFi 6 约占 WiFi 市场总量的 24%。到 2027 年, WiFi 6 和 WiFi 7 将占 WiFi 市场的 2/3 左右。6GHz WiFi 6E 和 WiFi 7 将从 2022 年的 4.1% 增长到 2027 年的 18.8%。

图表 9 WiFi 市场的预测 (单位: 百万台)



资料来源: IoT Business News, 华安证券研究所

公司企业网络设备业务快速增长, 拥有 5G 和 WiFi 6/6E/7 核心技术, 目前正深化企业 WiFi7 产品布局。随着全球企业数字化、5G 基建和智能家居需求提升, 工业互联网、元宇宙、AIGC 等增量需求增长, 上层流量持续增加, 网络扩容需求显现。企业网络设备方面, 公司拥有占全球市场份额超 50% 以上的领先客户群体, 且拥有 5G 和 WiFi 6/6E/7 等核心技术, 随着公司持续加大在“工业元宇宙”等新领域的战略布局, 以及企业数字化基础设施建设升级和云端应用快速增长, 未来公司相关业务收入有望持续增长。

图表 10 公司 5G 便携式路由器



图表 11 公司 Wi-Fi 6 融合路由器



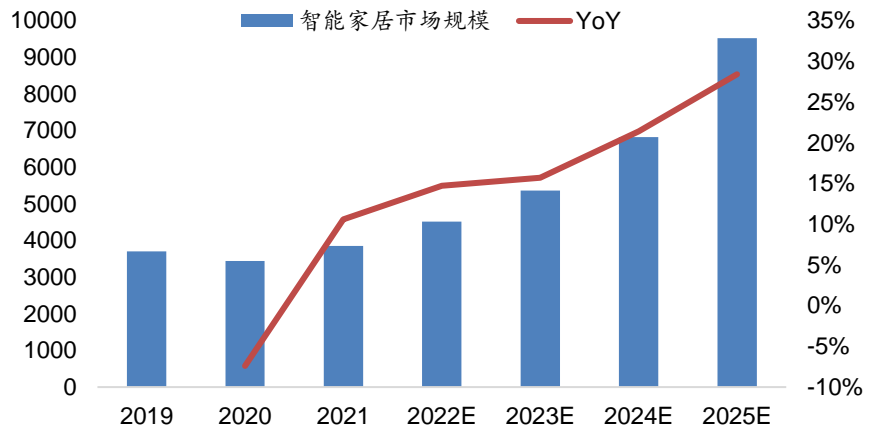
资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.2.3 智能家居普及度不断提升，需求持续增长

全面智能爆发，智能家居需求持续增长。随 5G+时代发展，智能家居普及度不断提升。Omdia 最新报告显示，到 2026 年，全球智能家居设备市场规模将超 2790 亿美元。目前我国正处于智能家居的全面智能爆发期，根据艾瑞咨询测算，2022 年中国智能家居市场规模为 4517 亿元，其中以智能摄像机、智能门锁为代表的 AI 属性智能品类增速较快。随着宽带、物联网等相关技术的不断发展，智能家居产品将被赋予更强的学习能力和信息处理能力，交互技术更加智能，整个行业将继续获得新的发展机会。

图表 12 2019-2025 年中国智能家居市场规模（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

顺应智能家居普及度提升，公司智能家居相关产品收入实现快速增长。公司协同客户共同开发家庭监控、娱乐影音、智能音响等产品，打造更完整的智能家庭解决方案。目前完成研发及出货的智能家居产品涵盖 4K OTT 串流影音装置、Mesh 家用无线网络、IP 网络摄影机、智能门铃及智能音箱等产品。此外，公司工业相关产品包含能源效率、能源管理等类别，将与客户携手扩大工业应用客户产品线，助力企业实现低碳环保目标。

图表 13 公司网络设备

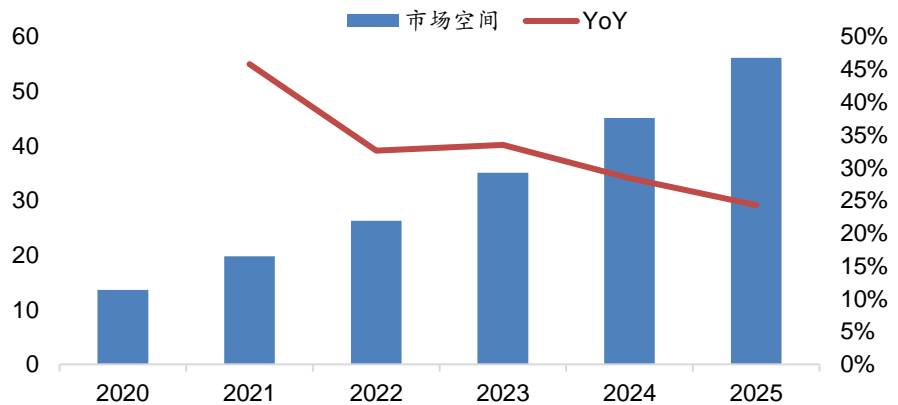


资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

2.3 工业互联网步入快车道, 灯塔效应加速释放

工业互联网是第四次工业革命的重要基石, 中国工业互联网平台及应用解决方案市场持续增长。工业互联网是新一代信息技术与工业经济深度融合的新型基础设施、应用模式和工业生态, 为工业乃至产业数字化转型提供了实现途径, 展现出勃勃生机和广阔前景。IDC 预计, 在企业数字化转型持续深入的推动下, 到 2025 年, 中国工业互联网平台及应用解决方案市场将达到 56.1 亿美元, 2021-2025 年 CAGR 为 29.6%。

图表 14 中国工业互联网平台及应用解决方案市场预测 (单位: 亿美元)



资料来源: IDC, 华安证券研究所

工业互联网规模化发展, 加速“灯塔能力”价值释放。公司打造了“灯塔工厂+数字制造平台”的创新发展模式, 以“灯塔工厂”作为工业 4.0 技术整合应用的标杆, 再结合工业互联网平台技术实现快速推广复制, 探索出一条适合集团型制造企业快速规模化转型的路径。目前, 公司已经参与打造了 6 座“灯塔工厂”, 10 余座自动化数字全连接智慧工厂, 并成功打造了全球首座精密金属加工灯塔工厂。未来, 公司将继续推进“灯塔领航者计划”, 促进“灯塔能力”价值释放。

图表 15 工业富联新 2022 新加入灯塔用例

革新故事	五大用例		影响
为了快速发布新款智能手机，满足消费者对产品质量的高要求，工业富联规模化部署了 37 个第四次工业革命用例，加快产品推出速度、大幅提升产能，并实现智能批量生产。最终，新产品推出速度加快 29%，产能提升速度加快 50%，质量不合格率降低 56%，制造成本节省 30%。	人工智能驱动的新产品推出	↓29%	新产品推出时间
	下一代熄灯数控车间	↑313%	劳动效率
	具有先进控制功能的自主式 阳极氧化处理	↑16pp	直通率
	高精度的自动化质量检测	↓54%	直接劳动力
	多工厂对标和能力优化	↓59%	在制品库存

资料来源：世界经济论坛，华安证券研究所

风险提示：

AI 行业发展不及预期、客户集中度较高风险、汇率波动风险、行业竞争恶化风险。

分析师与研究助理简介

分析师: 陈耀波, 华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士, 有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管, 博时基金投资部等, 具有 8 年买方投研经验

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。