

工业富联（601138）：“智能制造+工业软件”迎5G新基建，云计算业务有望超预期成长

2020年05月13日

推荐/首次

工业富联

公司报告

公司2019财年实现营业收入4086.98亿元，同比下降1.61%，归母净利润186.06亿元，同比增长10.08%。2020年一季度，实现营业收入800.54亿元，同比降低0.08%，归母净利润18.68亿元，同比降低35.01%。归母扣非净利润17.99亿元，同比降低30.92%。

2019年业务整体平稳，净利润稳中有升，净利率较上年增长了0.48pct，主要得益于公司大力发展工业人工智能，通过工业互联网平台的推广与应用，实现提质增效降本减存，大幅降低管理费用，保障净利润的稳步提升。近年来，公司的营收和利润基本保持逐年上升的趋势，内在发展动能强势。

2020一季度表现受到疫情冲击，但整体而言相对可控。短期消费端需求和供应端产业链均受到一定程度的打击，拖累了公司Q1的业绩表现。2020年一季度公司归母净利润18.68亿元，同比降低35.01%，远高于营收的降幅，一方面由于公司整体毛利率的下降，另一方面受疫情影响停工期间固定资产折旧及职工薪酬成本计入管理费用所致。

贯彻“智能制造+工业互联网”双轮驱动战略，叠加疫情新需求，引领新基建蓬勃发展。公司以“三硬三软”作为战略实现的核心基础，其中“三硬”指装备、工具和材料，“三软”指工业大数据、AI和软件，持续加强关键领域的技术研发及完善市场布局；以数十年制造经验为基石，以技术创新与人才战略为抓手，引领智能制造高质量发展，持续巩固在“新基建”领域的领先地位。此外，疫情也让横跨不同行业的潜在客户意识到工业互联网的重要性，催生了各行业走向自动化、智能化管理的迫切需求，加速了全社会互联互通的智能化进程，再加上政府的技改补贴政策力度增强，将带动公司中长期工业互联网业务强劲增长。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2020-2022年净利润分别为207、231和266亿元，对应EPS分别为1.04、1.16和1.34元。当前股价对应2020-2022年PE值分别为14、12和11倍。给予“推荐”评级。

风险提示：5G建设不及预期风险、政策变化风险、疫情不确定性带来的风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	415,377.70	408,697.58	429,132.46	459,171.73	500,497.19
增长率(%)	17.16%	-1.61%	5.00%	7.00%	9.00%
归母净利润(百万元)	16,902.31	18,606.18	20,657.00	23,115.04	26,606.57
增长率(%)	4.24%	10.05%	11.02%	11.90%	15.11%
净资产收益率(%)	23.38%	20.84%	19.51%	18.74%	18.55%
每股收益(元)	0.90	0.94	1.04	1.16	1.34
PE	15.81	15.14	13.68	12.22	10.62
PB	3.88	3.16	2.67	2.29	1.97

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

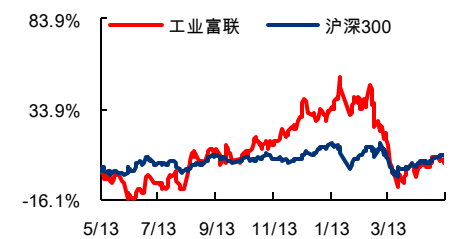
公司简介：

公司是全球领先的通信网络设备、云服务设备、精密工具及工业机器人专业设计制造服务商，为客户提供以工业互联网平台为核心的新形态电子设备产品智能制造服务。公司主要从事各类电子设备产品的设计、研发、制造与销售业务，依托于工业互联网为全球知名客户提供智能制造和科技服务解决方案。公司主要产品涵盖通信网络设备、云服务设备、精密工具和工业机器人。

交易数据

52周股价区间(元)	20.85-11.52
总市值(亿元)	2,882.92
流通市值(亿元)	267.0
总股本/流通A股(万股)	1,985,483/183,881
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.55

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035 wangjh_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480519050004

分析师：叶盛

010-66554022 yesheng@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480517070003

分析师：陈宇哲

010-66554066 chenyz@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480520040001

研究助理：陈晓博

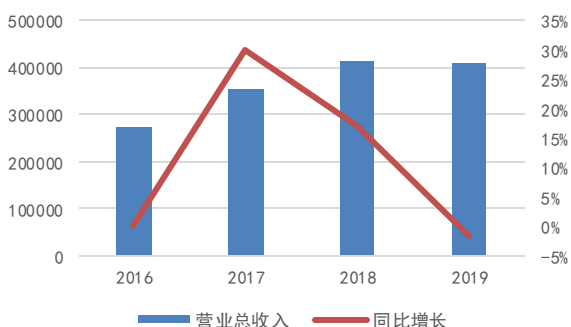
010-66554044 chenxb_yjs@dxzq.net.cn

研究助理：魏宗

18811318902 weizong@dxzq.net.cn

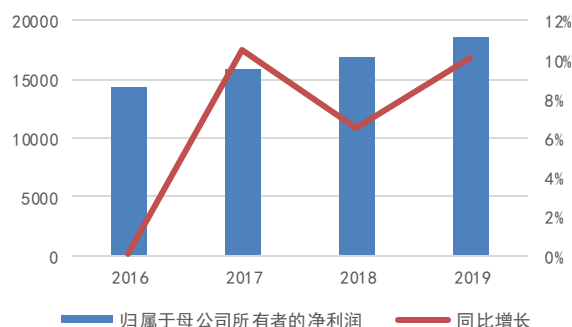
2019 年业务整体平稳，净利润稳中有升。2019 财年公司营业收入大体保持稳定，净利润有大幅增加，毛利率为 8.38%，较上年略降了 0.26pct，净利率为 4.55%，较上年增加 0.48%。近年来公司的收入和净利润基本保持逐年上升的趋势，但是毛利率却逐年下降，一方面受原材料价格波动影响，另一方面源自于公司业务结构的改变，毛利较高的通信及移动网络设备在收入占比方面持续缓慢降低，而毛利率较低的云计算业务逐年增长。

图 1：公司近年营业收入及增长率（百万元）



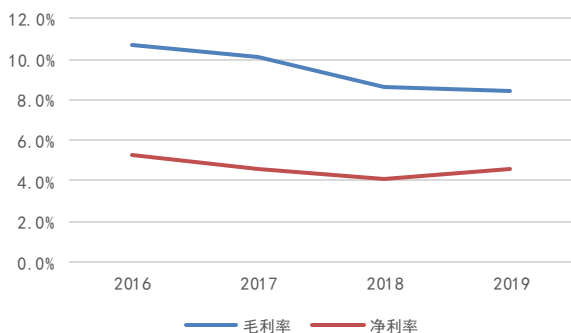
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及增长率（百万元）



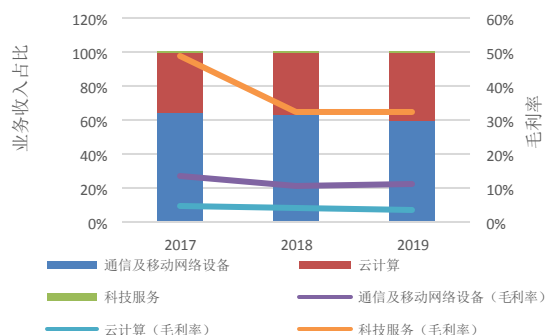
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：公司近年整体毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：公司分业务收入和毛利率情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

云计算业务保持稳定增长。近年来，公司云计算业务占比逐年提升，2019 年公司云计算业务收入为 1629.23 亿元，同比增长 6.33%，其营收区域结构进一步优化，来自中国地区的业务收入同比增长 148%；客户群体进一步多元化，来自云服务商(CSP)客户的营收同比增长 49%。随着在线办公爆发式增长，数据中心、服务器等的市场需求预计将进一步提升。公司通过与世界知名的云服务运营商和全球领先的半导体厂商合作，加快前沿技术和平台的设计与研发，依托数据中心市场发展趋势，在传统云服务器基础上不断融入 HPC 技术/HCI 架构、边缘计算、浸没式液冷、FoxMOD 等前沿技术，构建 IaaS+PaaS+行业云架构，抓住行业新机遇。

“新基建”+5G 大力推动，工业互联网领域发展未来可期。近年来国家先后出台多部政策，进一步明确智能制造及工业互联网的发展方向，各省市也出台新基建近 50 万亿元人民币的规划预算，大力推动 5G 基建、大数据中心、工业互联网等新型基础设施建设。公司恰逢国家“新基建”战略推动新机遇，发展动能强劲。此外，公司不断加大 5G+AI 等核心技术的研发投入，并实现了 5G 领域多方位、全矩阵的产品布局和技术突破，覆

盖了 5G 相关的云、网、端各类硬件设备、软件产品、5G 应用和生态系统的构建，随着 5G 全面商用，以驱动营收持续增长。

公司基于 5G、AI、工业大数据、高效能运算(HPC)、智能制造及精密工具等核心技术构建了基于传感器、“雾小脑”边缘计算、Fii Cloud 云平台与 Micro Cloud 专业云应用的四层工业互联网平台架构，致力于提供以工业互联网平台为依托的产品设计、制造与技术服务，协助客户实现传统制造向智能制造的转型，打造“智能制造+工业互联网”新生态。

工业互联网行业全球发展空间巨大，将成为经济高速增长重要动因。工业互联网作为推动数字经济与实体经济深度融合的关键路径，现已成为全球主要经济体促进经济高质量发展的共同选择。我国工业互联网发展与美、德、日等发达国家基本同步启动，互存优势、各具特色。与国外其他国家主要由龙头制造企业和 IT 企业主导工业互联网平台建设不同，我国呈现出政府引导，制造企业、自动化企业、ICT 企业、互联网企业等多元化发展趋势。据麦肯锡调研报告显示，工业互联网在 2025 年之前每年将产生高达 11.1 万亿美元的收入；据埃森哲预测，到 2030 年，工业互联网能够为全球带来 14.2 万亿美元的经济增长。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 207、231 和 266 亿元，对应 EPS 分别为 1.04、1.16 和 1.34 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 14、12 和 11 倍。给予“推荐”评级。

风险提示：5G 建设不及预期风险、政策变化风险、疫情不确定性带来的风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	189927	195690	251794	344359	447499	营业收入	415378	408698	429132	459172	500497
货币资金	62293	66901	116271	199591	289644	营业成本	379486	374451	393174	420696	458558
应收账款	86117	84644	87098	91331	97560	营业税金及附加	456	642	3004	3214	3503
其他应收款	1189	456	479	512	558	营业费用	1791	1733	1734	1763	1822
预付款项	215	229	2664	4659	7167	管理费用	4352	3521	2839	2946	3111
存货	37468	41646	42854	44936	48001	财务费用	-324	-735	-768	-1579	-2446
其他流动资产	2479	1657	2270	3172	4411	研发费用	8999	9427	7753	8204	7941
非流动资产合计	10676	9923	8946	8325	7716	资产减值损失	736.31	-502.01	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	394	533	533	533	533	公允价值变动收益	-0.12	156.69	0.00	0.00	0.00
固定资产	7596	6644	6113	5581	5050	投资净收益	-420.1	161.46	0.00	0.00	0.00
无形资产	197	186	175	164	154	加: 其他收益	493.09	1606.32	1600.00	1800.00	1600.00
其他非流动资产	115	342	0	0	0	营业利润	20083	21107	22952	25683	29563
资产总计	200603	205613	260739	352684	455215	营业外收入	38.10	85.17	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	127986	115973	154785	229242	311667	营业外支出	49.24	59.30	0.00	0.00	0.00
短期借款	22490	28271	0	0	0	利润总额	20071	21132	22952	25683	29563
应付账款	69731	67321	68325	71645	76531	所得税	3164	2526	2295	2568	2956
预收款项	58	103	66586	137723	215261	净利润	16908	18606	20657	23115	26607
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	0	0	0	0
非流动负债合计	273	292	19	19	19	归属母公司净利润	16902	18606	20657	23115	26607
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	128259	116264	154804	229261	311686	成长能力					
少数股东权益	50	68	68	68	68	营业收入增长	17.16%	-1.61%	5.00%	7.00%	9.00%
实收资本(或股本)	19695	19855	19855	19855	19855	营业利润增长	0.63%	5.10%	8.74%	11.90%	15.11%
资本公积	25122	26692	26692	26692	26692	归属于母公司净利润增长	6.52%	10.08%	11.02%	11.90%	15.11%
未分配利润	26711	42307	54701	68570	84534	获利能力					
归属母公司股东权益合计	72295	89281	105867	123355	143461	毛利率(%)	8.64%	8.38%	8.38%	8.38%	8.38%
负债和所有者权益	200603	205613	260739	352684	455215	净利率(%)	4.07%	4.55%	4.81%	5.03%	5.32%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润(%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)					
经营活动现金流	22006	6439	80816	87375	94114	偿债能力					
净利润	16908	18606	20657	23115	26607	资产负债率(%)	64%	57%	59%	65%	68%
折旧摊销	3867.92	2746.04	642.38	627.81	615.37	流动比率	1.48	1.69	1.63	1.50	1.44
财务费用	-324	-735	-768	-1579	-2446	速动比率	1.19	1.33	1.35	1.31	1.28
应收账款减少	-7604	1473	-2455	-4233	-6229	营运能力					
预收账款增加	-48	45	66483	71136	77539	总资产周转率	2.38	2.01	1.84	1.50	1.24
投资活动现金流	-1368	-2818	486	144	144	应收账款周转率	5	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	157	0	0	0	应付账款周转率	5.67	5.96	6.33	6.56	6.76
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-420	161	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.90	0.94	1.04	1.16	1.34
筹资活动现金流	24885	2720	-31932	-4199	-4205	每股净现金流(最新摊薄)	2.31	0.32	2.49	4.20	4.54
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.67	4.50	5.33	6.21	7.23
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1970	160	0	0	0	P/E	15.81	15.14	13.68	12.22	10.62
资本公积增加	25122	1570	0	0	0	P/B	3.88	3.16	2.67	2.29	1.97
现金净增加额	45522	6342	49370	83320	90053	EV/EBITDA	10.18	10.55	7.32	3.37	-0.26

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。专注研究海内外云计算产业，新零售、OTT 等高增长领域。

陈宇哲

计算机行业分析师，五年证券从业经验，曾任职东方证券，从事中小市值行业（TMT 方向）研究，2020 年加盟东兴证券研究所。曾获 2018/2019 年财新 II 最佳分析师中小市值第一名/第三名，2018 年第一财经最佳分析师新经济团队第二名。

研究助理简介

陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

魏宗

中国人民大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526