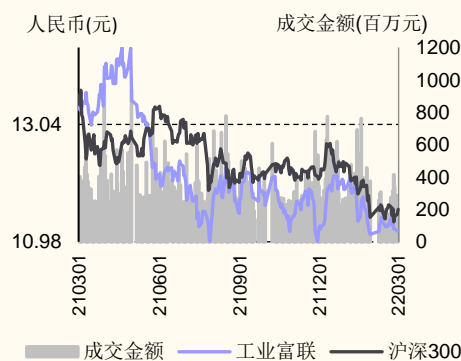


市场价格(人民币): 11.17元

目标价格(人民币): 18.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	198.65
已上市流通A股(亿股)	197.46
总市值(亿元)	2,218.93
年内股价最高最低(元)	14.39/10.98
沪深300指数	4620
上证指数	3489



积极布局工业互联网，点亮智能制造灯塔

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	408,698	431,786	482,881	534,238	584,945
营业收入增长率	-1.61%	5.65%	11.83%	10.64%	9.49%
归母净利润(百万元)	18,606	17,431	19,089	20,995	22,597
归母净利润增长率	10.08%	-6.32%	9.51%	9.98%	7.63%
摊薄每股收益(元)	0.937	0.877	0.961	1.057	1.138
每股经营性现金流净额	0.32	0.39	0.55	0.76	0.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.84%	16.80%	16.45%	16.32%	15.89%
P/E	19.50	15.61	12.40	11.28	10.48
P/B	4.06	2.62	2.04	1.84	1.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电子设备制造巨头，转型“智能制造+工业互联网”。**公司是全球领先的电子设备制造服务企业，20年母公司鸿海精密营收规模占全球电子制造行业总收入的40.9%，远超第二名和硕10.69%的份额。18年公司IPO募集资金272.53亿元，积极向以工业互联网平台为核心的智能制造厂商转型。20年公司实现营收4317.86亿元，过去五年CAGR约10%，21Q3公司综合毛利率为8.06%，净利率为3.6%。受益于规模效应及积极转型，未来公司有望进一步提升运营效率及盈利能力。
- **公司具备规模、供应链运营效率及客户资源三大核心竞争力：**1) 规模优势是公司最高护城河。公司已进入通信设备及高精密结构件、服务器全球头部客户供应链，打造了较强的规模壁垒；2) 独创的经营模式带来高水平运营效率，公司创立的eCMMS商业模式极大缩短供应链，2020年公司存货周转率9.09，高于行业平均(8.09)，人均创收/创利稳步提升，分别为220.12万元/8.89万元；3) 客户资源：公司客户多为全球知名电子设备品牌厂商，主要包括Amazon、Apple、ARRIS、Cisco、Dell、HPE、华为、Microsoft等，优质客户资源将带动公司业绩实现稳步增长。
- **工业互联网成长空间巨大，公司切入具天然优势。**据赛迪顾问数据，2020年我国工业互联网市场规模达到6713亿元，预计未来三年CAGR为14%，至2023年规模近万亿元。公司通过多年制造业经验、海量工业数据积累，深刻了解行业痛点，并通过加大研发投入及投资并购机器视觉、工业软件等相关公司进一步增强“软实力”，已成功升级入选五座世界级灯塔工厂，工业互联网业务20年实现营收14.41亿元，同比增长130.85%，已实现从内部赋能转向外部输出，未来有望实现超预期增长，带来新的利润增长点。

投资建议与估值

- 预计公司2021-2023年实现营业收入分别为4829/5342/5849亿元，实现归母净利润分别为191/210/226亿元，EPS 0.96/1.06/1.14元，给予22年17倍PE，目标价18元，市值3560亿元，首次覆盖予以“买入”评级。

风险

- 新业务进展不及预期风险，上游原材料价格波动风险，毛利率持续下行风险，限售股解禁风险，人民币汇兑损失风险

罗露

分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

金晶

联系人
jinjing@gjzq.com.cn

内容目录

一、电子设备制造龙头，运营效率持续提升	4
1.1 收入体量巨大，工业互联网业务高速增长	4
1.2 内部持续优化，研发费率提升加速转型	5
1.3 公司具备规模、效率及客户资源三点核心竞争力	6
1.4 转型“工业互联网+智能制造”之路不易	8
二、电子设备制造行业集中度提高，公司重点专注 ICT 领域	9
2.1 电子设备制造服务行业集中度持续提高，发展较为成熟	9
2.2 移动通信技术升级拉动通信设备需求增长	10
2.3 数据中心建设浪潮拉动云服务设备业务增长	13
三、EMS 龙头公司切入工业互联网具备天然优势	16
3.1 工业互联网是产业升级的必然趋势	16
3.2 公司工业互联网业务已从内部升级受益转向对外持续输出助力	18
3.3 公司切入工业互联网“软实力”问题仍待解决	19
四、盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议及估值	21
五、风险提示	22

图表目录

图表 1: 2020 年全球 EMS 代工厂排名	4
图表 2: 公司营收构成及增速 (亿元, %)	4
图表 3: 公司分业务毛利率水平 (%)	4
图表 4: 公司扣非归母净利润及增速 (亿元, %)	4
图表 5: 股权结构	5
图表 6: 费用率变化	5
图表 7: 技术类人员占比提升	5
图表 8: 前五大客户及供应商集中度	6
图表 9: 应收应付账款周转天数	6
图表 10: 公司人员数量	7
图表 11: 毛利率对比	7
图表 12: 存货周转率	7
图表 13: 人均创收/利逐年提高	7
图表 14: 公司客户多为全球知名品牌商	8
图表 15: 公司 IPO 募集资金投资项目调整 (万元)	8
图表 16: 电子制造服务处低附加值生产环节	9

图表 17: 2020 年全球 EMS 市场格局.....	9
图表 18: 全球电子制造服务市场收入 (亿美元)	10
图表 19: 公司通信网络设备业务	10
图表 20: 公司通信网络设备产品销量 (万台)	11
图表 21: 公司通信设备业务收入及增速 (亿元, %)	11
图表 22: 2019-2024 年全球基站收入 (十亿美元)	11
图表 23: 全球电信/网络设备市场规模及增速 (亿美元)	11
图表 24: 全球智能手机出货量及增速	12
图表 25: 各大厂商市场份额占比	12
图表 26: 苹果手机销量及增速 (百万台, %)	12
图表 27: 苹果市场份额占比变化 (%)	12
图表 28: 智能家居设备市场规模及增速 (百万美元, %)	13
图表 29: 公司云服务设备业务	13
图表 30: 公司云计算产品销量 (万台)	14
图表 31: 公司云计算业务收入及增速 (亿元, %)	14
图表 32: 全球超大数据中心数量	14
图表 33: 全球服务器及存储器制造市场规模 (亿美元)	14
图表 34: 全球服务器市场商业模式正在转变	15
图表 35: 全球服务器出货量及收入	15
图表 36: ODM 厂商出货量占比逐渐增大	15
图表 37: 我国制造业员工平均薪资 (元/年)	16
图表 38: 各国平均月薪 (税后-美元)	16
图表 39: 政策加码, 工业互联网相关政策频发	17
图表 40: 我国工业互联网平台功能架构	18
图表 41: 我国工业互联网市场规模 (亿元)	18
图表 42: 公司工业互联网平台结构	19
图表 43: 公司研发投入不断加大 (亿元)	20
图表 44: 20 年科技、组装厂商研发费用及研发费率对比	20
图表 45: 盈利预测 (百万元)	21
图表 46: 可比公司盈利预测及估值比较	22

一、电子设备制造龙头，运营效率持续提升

1.1 收入体量巨大，工业互联网业务高速增长

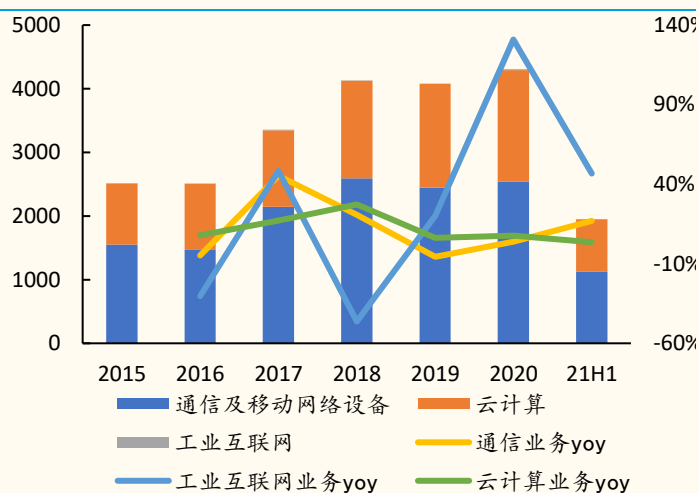
富士康工业互联网股份有限公司是领先的电子设备制造企业，母公司鸿海精密是当前全球最大规模的 3C 代工制造企业，根据 Bloomberg 数据，2020 年鸿海精密营收规模占全球电子设备制造服务（EMS）行业总收入的 40.9%，远超第二名和硕 10.69% 的份额，连续多年全球第一。公司主要由鸿海精密切集团旗下通信网络设备、云服务设备、工业互联网三大业务整合而成。

图表 1: 2020 年全球 EMS 代工厂排名

排名	企业名称	市占率	去年排名	国家地区
1	鸿海精密	40.90%	1	中国台湾
2	和硕	10.69%	2	中国台湾
3	纬创	6.32%	5	中国台湾
4	捷普电路	6.15%	3	美国佛罗里达州
5	伟创力	5.21%	4	美国加利福尼亚州
6	比亚迪	5.15%	8	中国深圳
7	环旭电子	1.57%	10	中国上海
8	新美亚	1.56%	6	美国加利福尼亚州
9	新金宝	0.98%	8	中国台湾
10	天弘	1.20%	9	加拿大多伦多

来源: MMI, Bloomberg, wind, 国金证券研究所

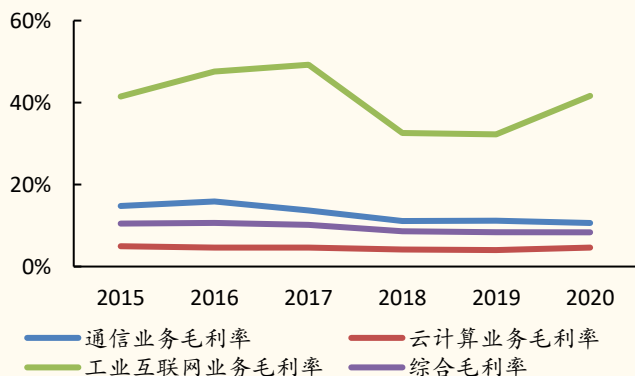
图表 2: 公司营收构成及增速 (亿元, %)



来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

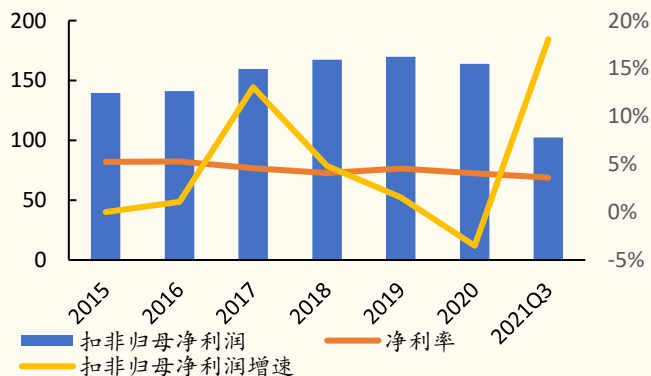
2015-2020 年营收复合增速 10%，工业互联网业务已成为增速最快、毛利率最高业务。2020 年公司实现营业收入 4317.86 亿元，占母公司收入约 35%。其中通信网络设备收入 2540.18 亿元，占比约 58.83%；云服务设备收入为 1753.06 亿元，占比 40.6%；工业互联网业务（原精密工具及机器人科技服务业务）收入 14.41 亿元，占比 0.33%，同比增长 130.85%，21H1 同比增长 46.69%，已成为公司增速最快业务。2020 年公司实现扣非归母净利润 163.86 亿元，21H1 扣非归母净利润为 60.67 亿元，同比增长 8.63%。截至 21Q3，公司综合毛利率为 8.06%，净利率为 3.6%。

图表 3: 公司分业务毛利率水平 (%)



来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

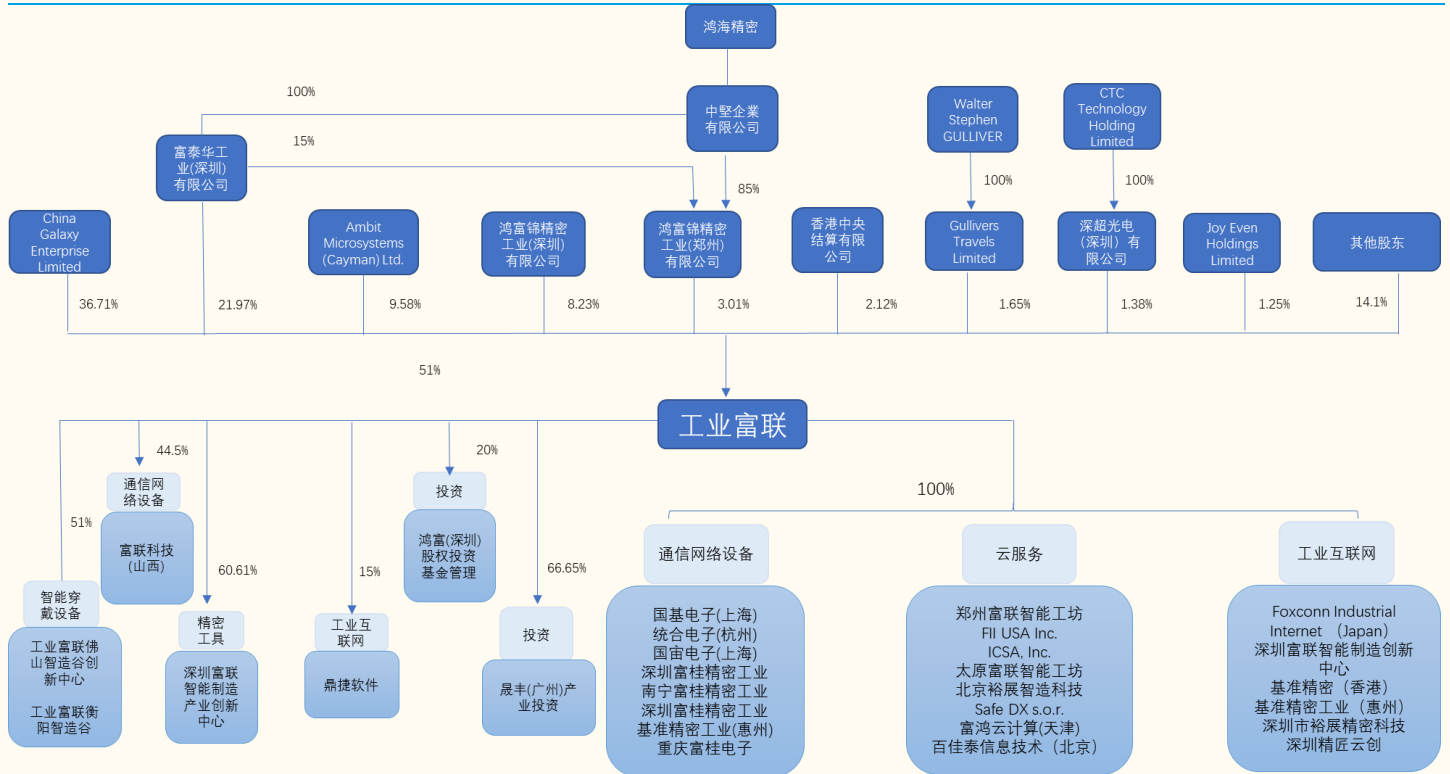
图表 4: 公司扣非归母净利润及增速 (亿元, %)



来源: wind, 国金证券研究所

股权结构复杂，工业富联是母公司集团下重点专注于工业互联网业务的子公司。控股公司为中坚企业有限公司，鸿海精密间接控股。

图表 5: 股权结构



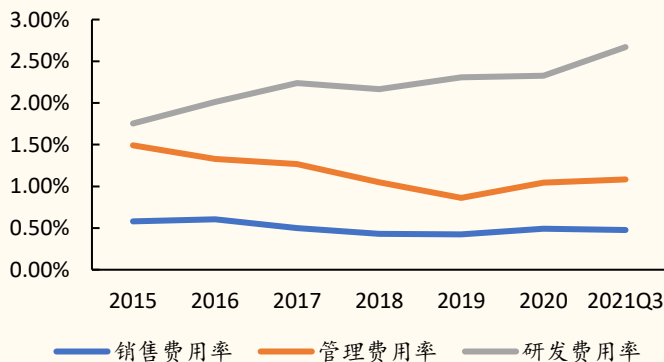
来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

1.2 内部持续优化, 研发费率提升加速转型

管理费用率持续优化, 内部效能大幅改善。通过工业互联网平台实现内部赋能优化生产管理, 公司管理费用率自 15 年以来持续优化, 如 18 年主营云网设备事业群通过工业互联网内部赋能, 实现每百万元营收制造费用降低 11%, 管理费用降低 9%, 19 年整体管理费用降低 19.09%。

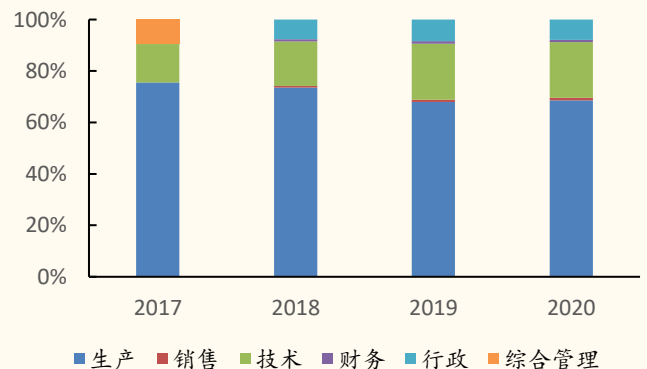
研发费用率稳步提升, 加速公司转型。公司研发费用率持续提升, 21Q3 研发费用率 2.67%, 历史新高, 涵盖 5G、云与边缘计算/高性能运算、工业互联网及灯塔工厂、智能手机高精机构件的金属材料轻量化、结构成型及外观优化、防水、环保等关键技术领域, 从公司人员结构构成来看, 技术类人才占比从 2017 年的 14.9% 提升到 2020 年的 21.69%, 硕士学历占比从 0.59% 提升到 1.95%, 进一步推动公司向 ODM 产品设计及 eCMMs 业务模式转变。

图表 6: 费用率变化



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 技术类人员占比提升



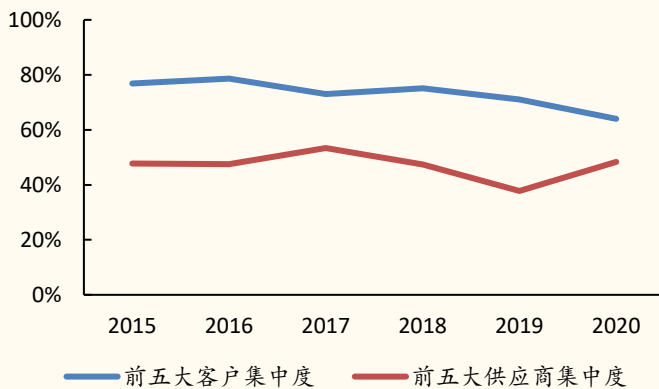
来源: wind, 国金证券研究所

对上下游供应商/客户依赖度降低。从前五大客户及供应商集中度来看，除 20 年由于缺芯问题导致供应商集中度提升外，公司整体对于上游大供应商及下游大客户的依赖度降低。

从周转天数变化来看，原材料紧张导致供应商议价能力仍较强。公司原材料采购模式主要分为直接采购和 Buy and Sell 两种。直接采购模式下，公司可自行根据客户需求对上游供应商展开招标，拥有较大议价权；Buy and Sell 模式下，客户向供应商购买原材料后，再转卖给公司进行生产，在此过程中，公司虽可参与原材料定价谈判，但自主权较弱。为进一步加强公司对于原材料的风险把控，公司 20 年报披露，部分合同将从过去“Buy and Sell”模式转变为“Consignment”模式，此举措将降低公司需要承担的原材料价格波动风险。

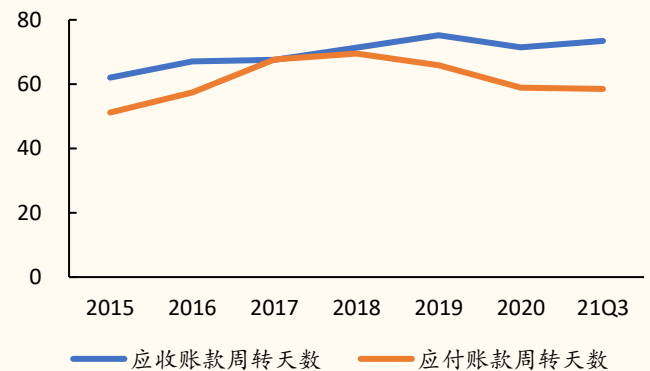
下游客户来看，公司应收周转基本平稳。公司当前主要客户为 Amazon、Apple、ARRIS、华为、联想、HPE 等，优质品牌商在全球均处于领先地位，大客户集中、订单频繁及需求量大特点使得公司在价格上不具备过大的主动权，通过进一步拓展新客户、优化客户结构的方式，公司对于下游大客户依赖度降低，应收周转天数基本平稳。

图表 8: 前五大客户及供应商集中度



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9: 应收应付账款周转天数



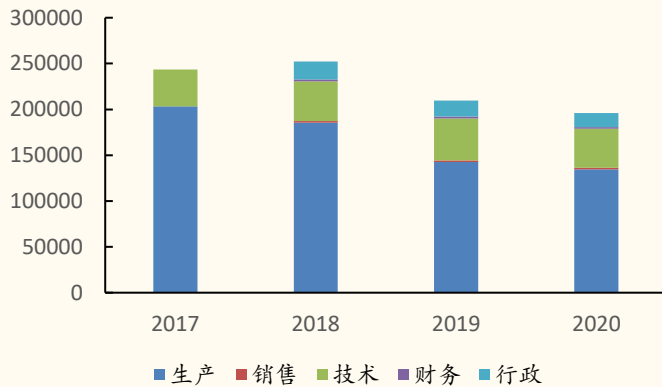
来源：wind，国金证券研究所

1.3 公司具备规模、效率及客户资源三点核心竞争力

公司在电子制造服务行业的整体竞争能力较高，我们认为这主要是受益于公司在规模、供应链运营效率及客户资源三方面的核心优势：

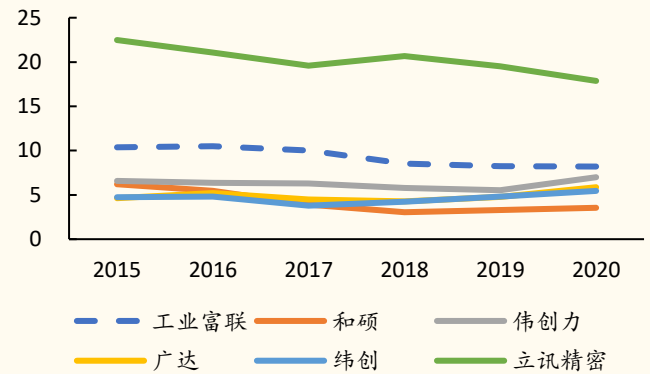
1) 规模优势是最高护城河。电子设备制造是劳动密集型的重资产行业，其特点是用大规模的资金投入获得较少的利润回报。截至 2020 年底，公司员工总数达 19.62 万人，其中生产制造员工人数为 13.46 万人，占比 68.59%；此外，重资产特性会带来高额的折旧费用，20 年公司固定资产折旧额高达 19.15 亿元；大量的固定成本（人工+设备折旧）使得行业具有较强的规模效应。公司是目前 3C 行业规模最大的代工企业，母公司鸿海精密营收占全球总收入比例约 40%，且根据招股说明书数据，公司各业务产能利用率均超 85%，规模化的生产降低了产品的单位固定成本，为公司带来较高毛利水平，公司综合毛利率在约 8%，除立讯精密外，公司毛利率远高于业内主要竞争对手和硕、广达及伟创力、纬创。

图表 10: 公司人员数量



来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 毛利率对比



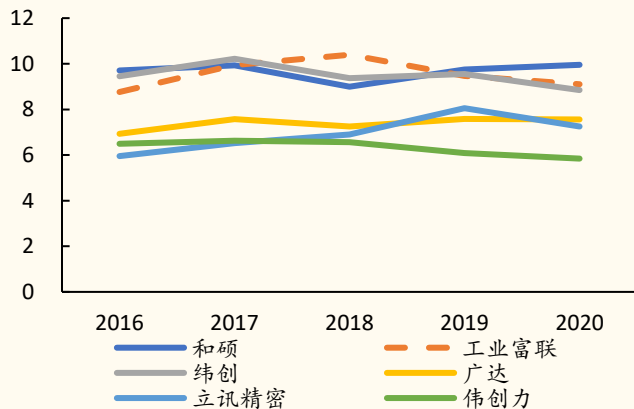
来源: wind, 国金证券研究所

2) 独创的经营模式带来高水平运营效率。代工行业并不仅仅只是简单的制造, 我们认为, 高效的供应链管理模式下及柔性化生产是制胜的核心竞争力。

电子设备更新速度较快, 对生产效率提出高要求。公司下游电子设备行业竞争激烈, 产品生命周期较短, 更新换代速度不断加快, 产品结构及相关技术的变化要求上游厂商可以快速根据客户需求对其生产设计进行研发。此外, 公司的客户多为行业龙头企业, 其出货量需求较大且对厂商的及时交付能力有较高要求。品牌商与代工厂商签订合同后, 往往会对产品的出货量进行预测从而生产, 但这种预测并不完全精准, 当与实际需求出现差距时, 供应商需要迅速作出反应, 调整采购量及生产速度以满足需求。在此背景下, 电子制造行业的竞争不再简单地表现为单一公司之间的角逐, 而是各个供应链之间的比拼。制造服务商必须提高供应链的核心竞争力, 才能在市场变化的情况下快速做出反应, 及时调整产品结构。

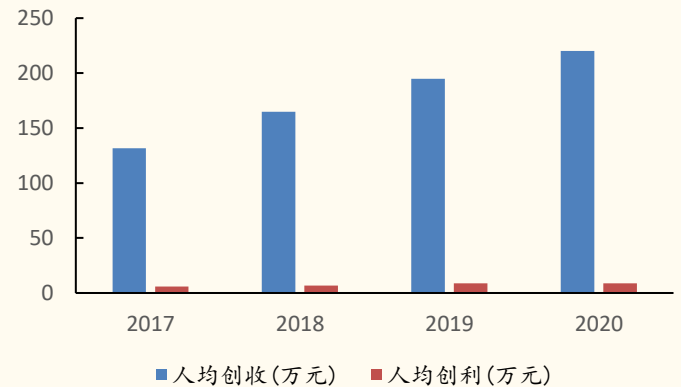
公司独创了机光电垂直整合商业模式 (eCMMS), 提供一站式订购, 服务范围从零组件、机械模块、电子模块、系统组装到产品设计、物流及售后服务, 通过整合上、中、下游产业链, 公司曾创造出全球最短的 3C 制造供应链。公司以其特有的商业模式将曾经的 853 速度 — 85% 的产品 3 天出货提升至 982 — 98% 的产品 2 天出货。在新产品的研发制造上, 行业平均 4 个月的周期, 集团仅需 6 周完成。从财务角度来看, 高效的供应链管理为公司带来高水平的综合毛利率及存货周转速度, 2020 年公司存货周转率达到 9.09, 处于行业前列。除此之外, 人均创收创利持续提升, 20 年人均创收/创利 220.12 万元/8.89 万元。

图表 12: 存货周转率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 人均创收/利逐年提高



来源: wind, 国金证券研究所

3) 长期稳定的合作关系，客户粘性强。公司客户多为全球知名电子设备品牌厂商，主要包括 Amazon、Apple、ARRIS、Cisco、Dell、HPE、华为、联想、诺基亚、英伟达等。这类厂商对产品生产制造的工艺技术要求高，产量规模大，这要求上游供应商需要有丰富的生产工艺经验及较大的产能，目前市场上能满足上述两点要求的代工厂商不多，公司在这方面的优势较强。此外，品牌企业甄选合格供应商的程序严格复杂，历时较长（2-3 年），达成合作后不会轻易更换代工厂商；且公司与企业合作多年，已经深入了解客户需求，客户更换供应商所需付出的时间及磨合成本较大。在此背景下，虽然目前公司客户集中度较高，但其粘性较强，大客户出现突然更换供应商的可能性小。

图表 14: 公司客户多为全球知名品牌商



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.4 转型“工业互联网+智能制造”之路不易

公司于 2018 年 6 月 8 日正式在上交所挂牌上市，募集资金总额约 271.2 亿元。公司募集资金投向聚焦于工业互联网平台构建、云计算及高效能云端平台、高效运算数据中心、通信网络及云服务设备、5G 及物联网互联互通解决方案、智能制造新技术研发应用、智能制造产业升级及智能制造产能扩建八个项目。由于 5G 通信技术升级、下游客户需求快速变化及新冠疫情影响，截至 20 年底，公司原计划募投项目均发生延期及调整，其中云计算及高效能云端平台及 5G 及物联网互联互通解决方案项目终止，其余项目延期至 2022 年，并新增智能工厂改造、5G 高端智能手机机构件智能制造项、高端智能手机暨精密机构件创新中心、基于新一代信息技术的超精密制造关键技术研发与应用及下世代通讯产品研发中心五大项目。

图表 15: 公司 IPO 募集资金投资项目调整 (万元)

募投资金投资项目	状态	资金 (万元)
工业互联网平台建置	延期至 22 年	214557
云计算及高效能运算平台	终止	-
高效运算数据中心	延期至 22 年	121572
通信网络及云服务设备	延期至 22 年	487474
5G 及物联网互联互通解决方案	终止	-
智能制造新技术研发应用	延期至 22 年	510769
智能制造产业升级	延期至 22 年	613320
智能制造产能扩建	延期至 22 年	107000
新增智能工厂改造	新增-2023 年	37400
5G 高端智能手机机构件智能制造项目	新增-2022 年	39800
5G 高端智能手机暨精密机构件创新中心	新增-2022 年	417200
基于新一代信息技术的超精密制造关键技术研发与应用	新增-2023 年	50000
下世代通讯产品研发中心项目	新增-2023 年	13240

来源：公司公告，国金证券研究所

我们认为，公司是 EMS 领域龙头，尽管只整合了母公司的三项业务，但收入体量仍高于伟创力、和硕等主要竞争对手。公司占据规模、供应链运营效率及客户资源三大优势，在电子制造行业的地位不可撼动。在工业互联网及智能制造的转型路径上，短期内，转型可为公司带来较大幅降本增效效应，抵消近年来人工成本上涨带来的压力；长期来看，公司在技术上仍存在壁垒需打破，从传统代工厂到工业互联网企业的转型仍需在未得到资本市场认可。尽管当前工业互联网业务占比不到 1%，但已帮助 50 余家产业客户落地工业互联网平台业务，伴随未来其工业互联网平台进一步开放商用，或成为公司新的利润增长点。

二、电子设备制造行业集中度提高，公司重点专注 ICT 领域

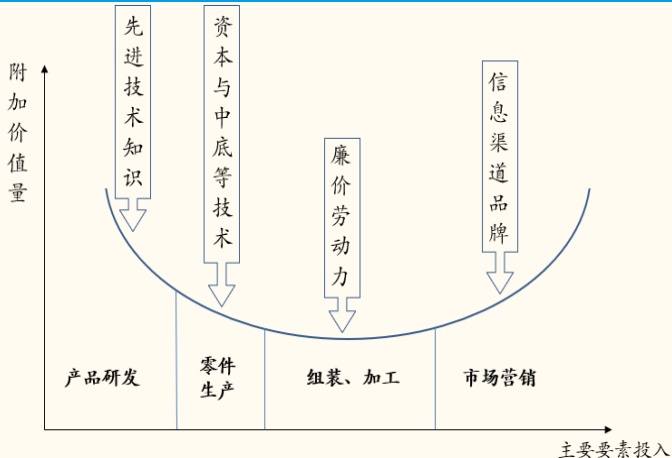
2.1 电子设备制造服务行业集中度持续提高，发展较为成熟

公司所处电子设备制造行业（EMS）的产生是全球工业制造产业链专业化分工的结果。在全球电子通信产品行业走向垂直化整合和水平分工双重趋势的过程中，品牌商逐渐把设计、营销和品牌管理作为其核心竞争力，外包制造部分。

电子设备制造所处低附加值生产环节，行业规模效应显著。根据制造业微笑曲线，EMS 处在组装、加工环节。行业具备两个明显特性：1）重资产，往往需要对生产劳动力、厂房、生产设备及产线更新进行大量投资；2）低毛利，行业平均综合毛利率约 6%。这两点特性使得 EMS 行业具备较显著的规模效应。

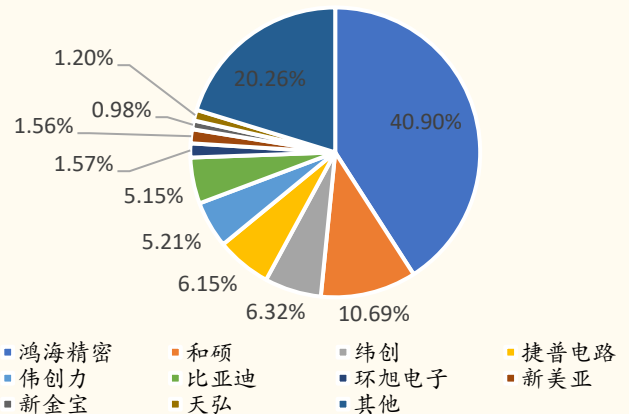
行业发展趋向成熟，市场集中度持续升高，2020 年 CR10 近 80%。据 IDC 及 MMI 数据，2016 年全球排名前十的电子制造服务企业营收规模为 3113.21 亿美元，CR10 为 72.97%，2020 年 CR10 提升为 79.74%，其中市场份额排名第一的鸿海精密营收占比分别为 31.52%/40.9%。全球 EMS 行业发展已较为成熟，竞争格局稳定，规模效应下行业集中度持续提升，马太效应显现，公司集团占据绝对体量龙头优势。

图表 16：电子制造服务处低附加值生产环节



来源：国金证券研究所

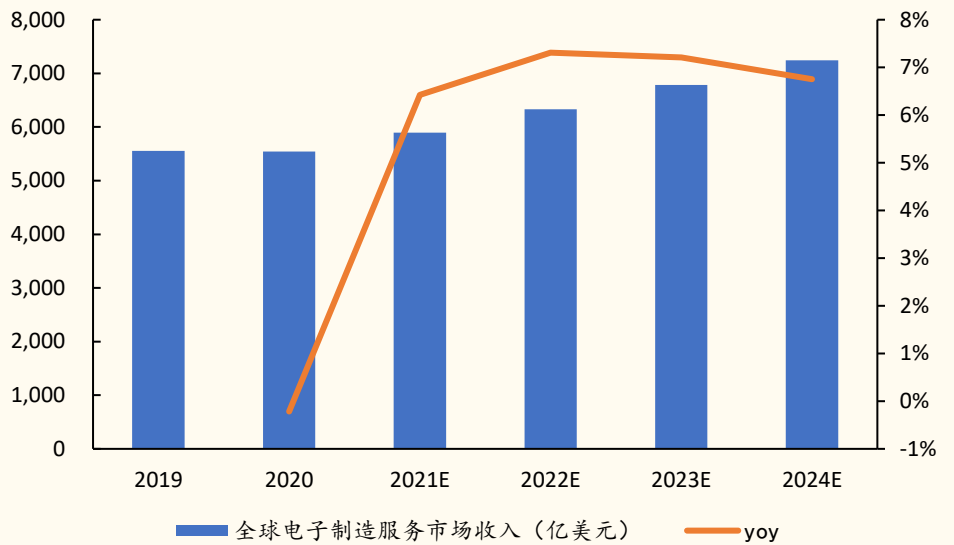
图表 17：2020 年全球 EMS 市场格局



来源：MMI, Wind, 国金证券研究所

全球电子设备智能制造行业市场规模巨大，2024 年有望超 7000 亿美元。据 New Venture Research 数据，2020 年全球电子制造服务市场收入为 5541 亿美元，受疫情影响，增速为-0.22%，预计 2021-2024 年将保持 6% 以上增长，2024 年市场空间有望达到 7242 亿美元。

图表 18: 全球电子制造服务市场收入 (亿美元)

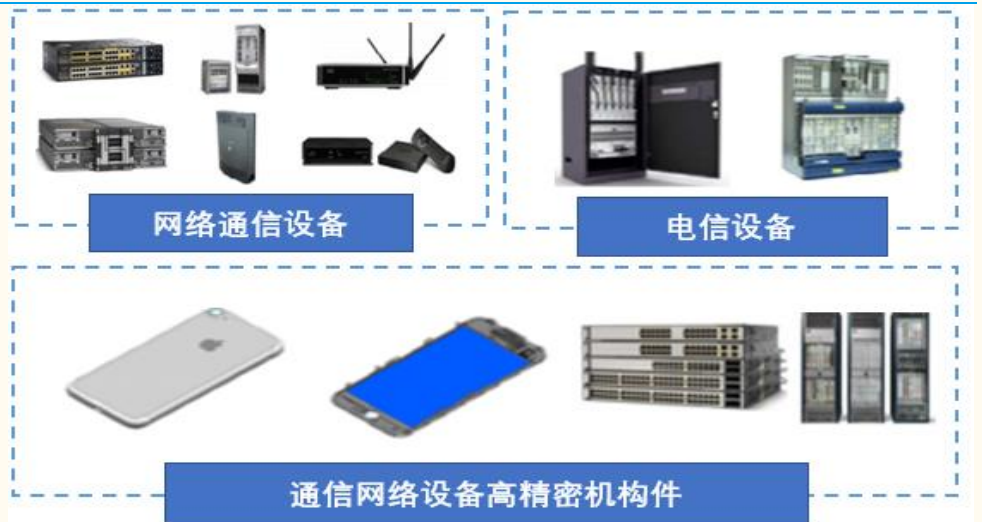


来源: New Venture Research, 国金证券研究所

2.2 移动通信技术升级拉动通信设备需求增长

通信网络设备业务是公司最主要收入来源, 2020 年实现收入 2540 亿元, 占总收入 58.83%; 毛利率为 10.63%, 业务对公司综合毛利贡献约 74.8%。近三年来公司通信网络设备业务整体呈量价齐升态势, 主要包括网络设备、电信设备及通信网络设备高精机构件:

图表 19: 公司通信网络设备业务



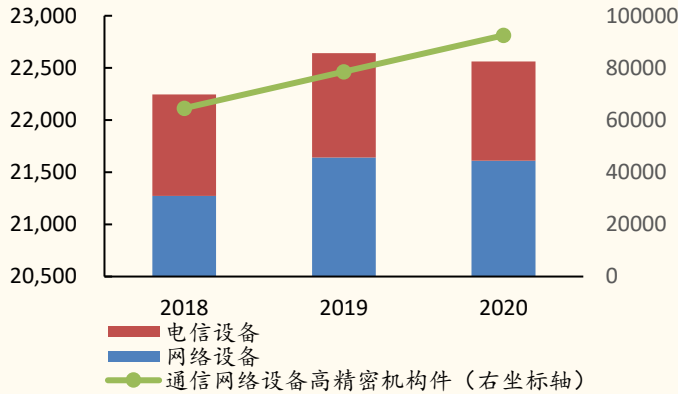
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1) **网络设备:** 是连接到网络中的网络连接设备及传输介质, 公司生产的网络设备产品包括网络交换机、路由器、无线设备、网络服务器、机顶盒及智能家庭网关等。20 年公司网络设备出货量为 2.16 亿台, 主要客户为全球头部客户如 Cisco、HPE、华为。

2) **电信设备:** 是通过线缆或电磁波信号进行信息交换的设备, 公司生产的电信设备产品包括行动基站、光传输设备等。20 年公司电信设备出货量为 950 万台, 主要客户为华为、诺基亚、爱立信、Cisco 等。

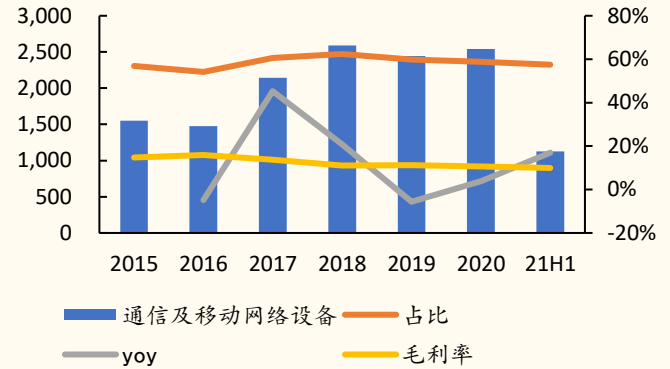
3)通信网络设备高精密机构件：包括智能手机高精密机构件，智能手机高精密高分子聚合物机构件及网络电信设备高精密机构件，是智能手机和网络设备的主要零件。20 年公司通信网络设备高精密机构件出货量为 9.25 亿台，下游客户主要为苹果，并同时积极拓展智能家居等产品，已成为通信网络设备业务中增速最快业务。

图表 20：公司通信网络设备产品销量（万台）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：公司通信设备业务收入及增速（亿元，%）



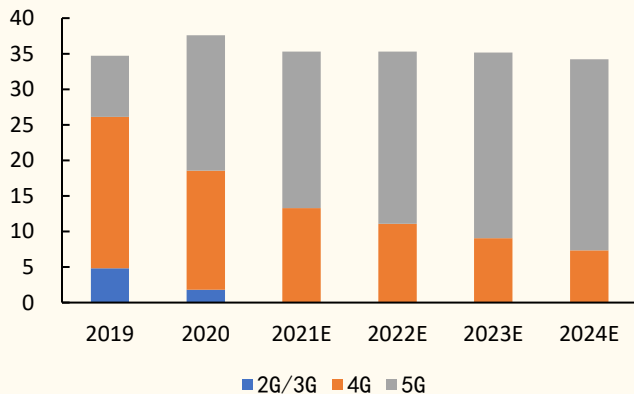
来源：wind，公司公告，国金证券研究所

我们认为，全球电信网络设备市场后续稳步增长因素主要是 1) 疫情修复下 5G 基建加速发力，上游资本开支加码；2) 下游 5G 赋能细分行业趋势明显，从基站-CPE 等网络终端-物联网连接模组，C 端 B 端需求旺盛。

根据 Omdia 数据，2020 年全球基站设备收入规模达到 375.8 亿美元，同比增长 8.3%，其中 5G 基站的收入达 190 亿美元，已成为全球基站收入的最大贡献者。根据 Dell'Oro Group 及 IDC 数据，2018 至 2020 年，全球电信设备行业市场规模由 1050 亿美元增至 1145 亿美元，预计 2021 年将保持增长态势，有望达到 1200 亿美元。网络设备行业市场规模由 486 亿美元增至 490 亿美元，预计 21 年达 500 亿美元，我们预计未来三年全球电信网络设备市场增速保持 4% 左右。

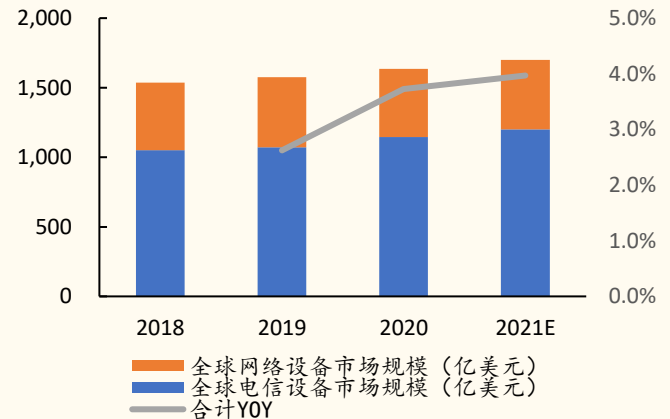
公司在网络、电信设备领域的客户均为全球领军企业，如思科、华为、诺基亚、HPE。我们认为，受益于 5G 时代下游客户的规模优势，公司未来三年业绩增速将高于行业平均增速。

图表 22：2019-2024 年全球基站收入（十亿美元）



来源：Omdia，国金证券研究所

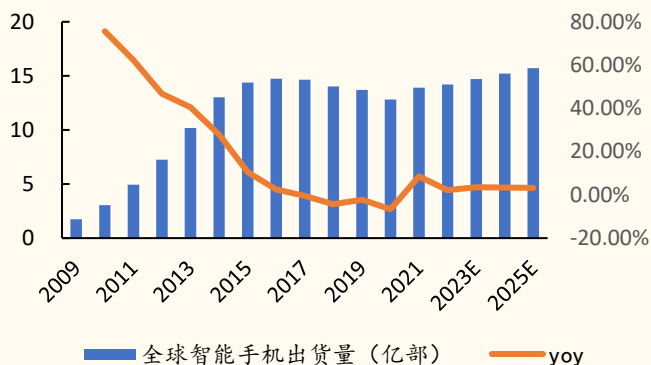
图表 23：全球电信/网络设备市场规模及增速（亿美元）



来源：Dell'Oro Group，IDC，国金证券研究所

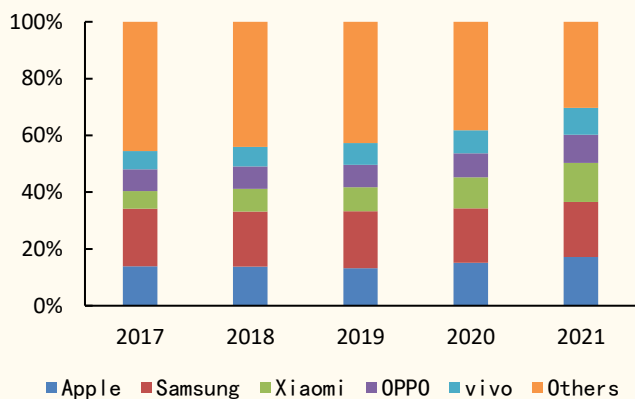
普及率带动下的高增速趋势渐消，产品的结构性升级是未来驱动智能手机市场增长的主要动力。自 2016 年起，全球智能手机市场趋向饱和状态，增速显著放缓，17 年出货量更是首次出现下滑状态。根据 IDC 数据库统计，在全球智能手机方面，2017 年总出货量约 14.65 亿部，较 2016 年减少 0.5%，下降态势直至 2021 年开始破除，21 年整体出货量 13.9 亿部，同比增长 8.6%；未来普及率带动下的智能手机高速增长态势逐渐消失，当前市场发展已较为成熟，我们认为，未来推动行业增长的主要动力是技术推动下产品结构升级带来的用户换机需求。未来 3 年内，5G 换新及折叠屏等新型产品仍是最大机会。参考 IDC 及 Fomalhaut 预测，在市场需求持续复苏和 5G 加速建设两方面的推动下，2025 年有望达 15.74 亿部，其中 5G 智能手机出货量将占全球销量的 69% 以上，近 11 亿部，未来 5 年复合增速 4.2%。

图表 24: 全球智能手机出货量及增速



来源: Counterpoint, IDC, Fomalhaut, 国金证券研究所

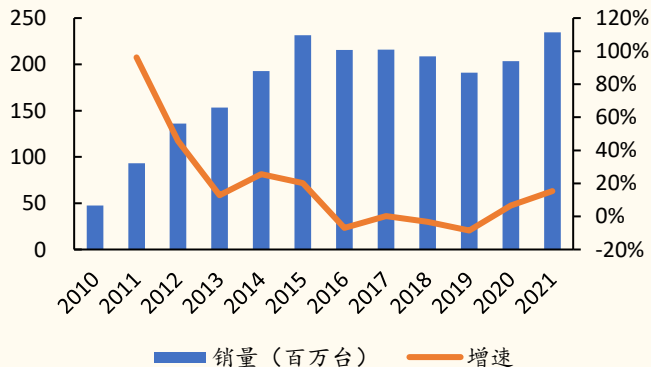
图表 25: 各大厂商市场份额占比



来源: Counterpoint, 国金证券研究所

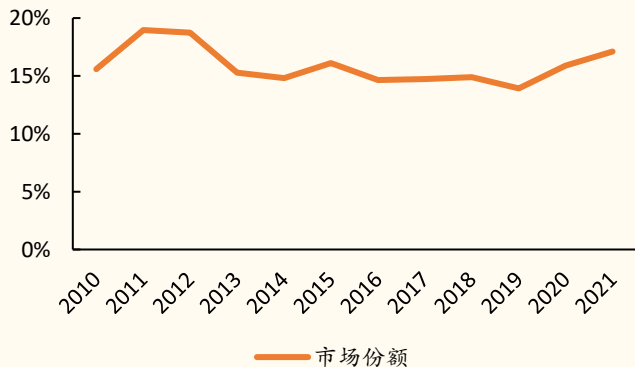
手机高精密结构件业务有望随大客户维持稳定增速。Apple 为公司手机高精密结构件业务最大客户，对其总营收贡献约 20-30%。尽管近三年来公司客户集中度有下降趋势，但无法否认 Apple 出货量波动对公司业绩仍存在较大影响。16 年以来，受全球智能手机普及率趋饱和影响，Apple 年出货量有下降趋势。随着 19 年 5G 时代正式开启及下半年苹果降价推出新品 iPhone11 系列，Apple 份额从 20 年起开始回升，21Q4 更是单季度占比 22%。我们认为，在产品结构升级推动销量增长大背景下，Apple 作为技术与销量全球领先厂商，是最有希望通过技术创新维持销量增速的企业。公司与 Apple 有长期稳定的合作关系，是其全球最大的代工厂商，有望跟随客户维持增速稳定。

图表 26: 苹果手机销量及增速 (百万台, %)



来源: IDC, 国金证券研究所

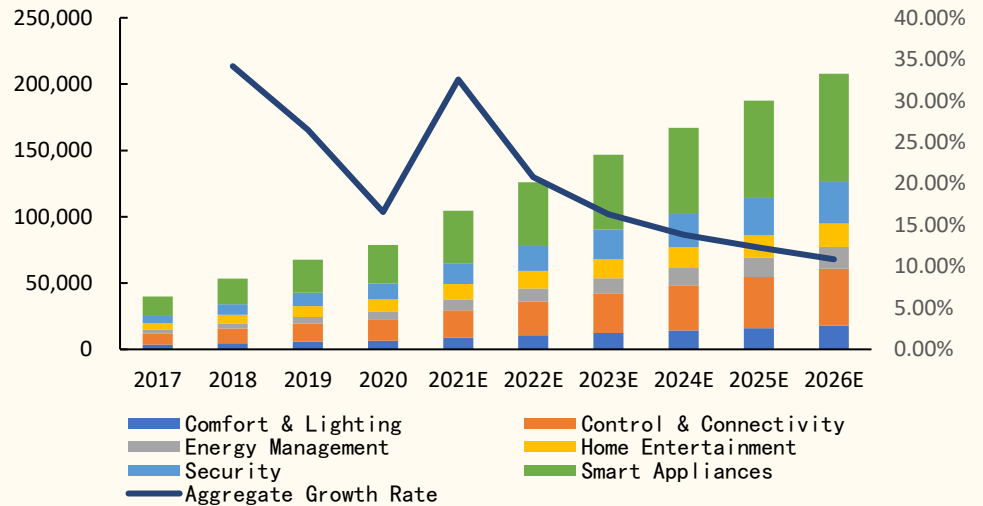
图表 27: 苹果市场份额占比变化 (%)



来源: IDC, 国金证券研究所

智能家居未来 5 年（2021-2026）复合增速 15%，将成为公司重要业务新增长点。根据 Statista 数据，2020 年全球智能家居市场规模为 78.78 亿美元，同比增长 16.57%，其中智能设备、控制连接、安全产品分别占比 37%/20%/15%，预计 2026 年市场空间增长到 207.81 亿美元，五年 CAGR 达 14.76%。公司 2020 年智能家居营收同比增长 11.3%，研发及出货的相关产品涵盖 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，2020 年整体智能家居设备出货量达 1.3 亿台，同比增长超 20%，其中 OTT 串流影音装置出货量超过 5,500 万台，稳居全球出货首位。

图表 28: 智能家居设备市场规模及增速（百万美元，%）



来源: Statista, 国金证券研究所

2.3 数据中心建设浪潮拉动云服务设备业务增长

云服务设备业务是公司收入的重要来源，2020 年实现收入 1753.06 亿元，占总收入 40.6%；此业务毛利率基本保持稳定，20 年为 4.63%，对公司综合毛利贡献约 22.54%，业务主要包括服务器、存储设备及云服务设备高精密机构件：

图表 29: 公司云服务设备业务



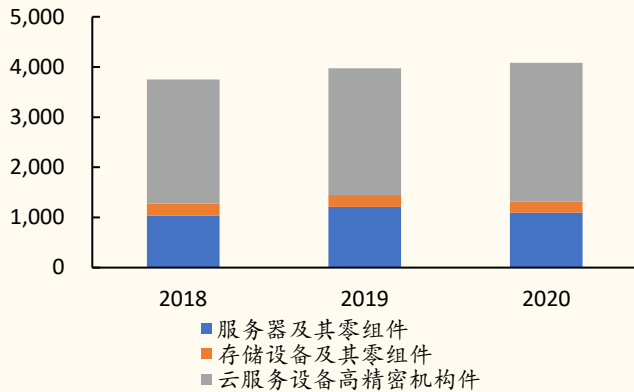
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1) 服务器: 产品包括服务器和数据中心设备。20 年服务器出货量为 1097 万台, 主要客户为 Amazon、Dell、HPE 等。

2) 存储设备: 20 年服务器出货量为 218 万台, 主要客户为 Amazon、Dell、HPE 等。

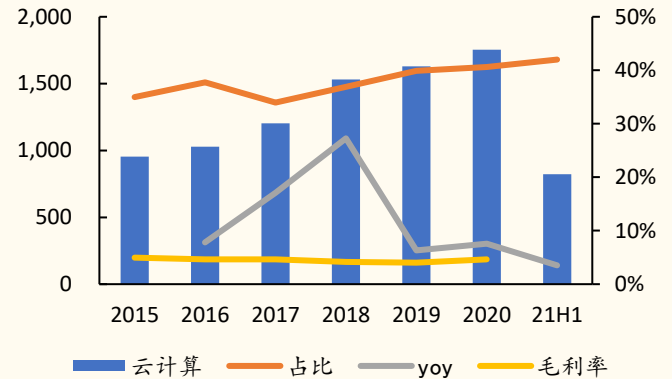
3) 云服务设备高精密机构件: 是云服务设备的主要零组件, 20 年出货量为 2770 万台, 主要客户为云服务设备及相关解决方案品牌服务商、云服务提供商和云服务设备的制造服务商。

图表 30: 公司云计算产品销量 (万台)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

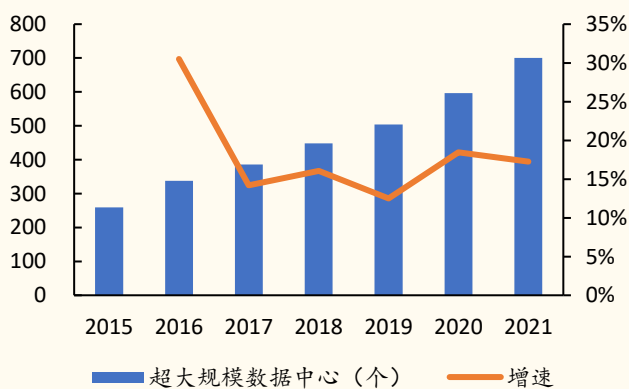
图表 31: 公司云计算业务收入及增速 (亿元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

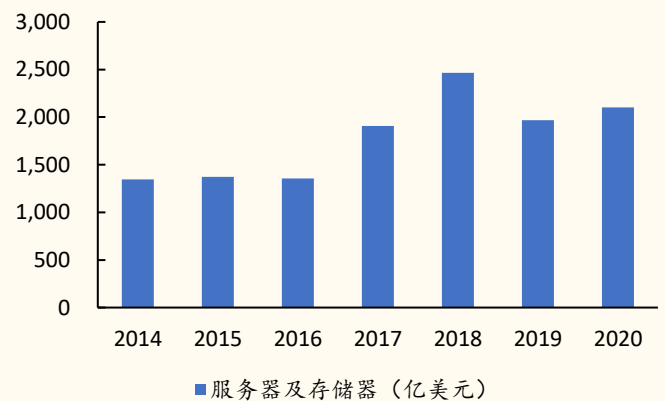
数据中心建设高度景气持续, 带动上游制造行业稳定增长。全球超大数据中心数量 2021 年有 700 个, 是 15 年大型数据中心数量的 2.7 倍。过去移动互联网和大数据是数据中心增长主要原因, 未来随着 5G、物联网、工业互联网、传统企业上云以及下游智能驾驶、AR/VR 等新场景对于数据中心提出更多需求, 预计未来几年数据中心市场将会持续保持高速增长。近年来全球服务器出货量持续增长, 服务器大部分部署于数据中心中; 2020 年全球服务器及存储设备制造市场总收入 2102.1 亿美元, 过去 5 年复合增速为 8.8%, 预计未来三年将保持 7% 左右增速。

图表 32: 全球超大数据中心数量



来源: Statista, 国金证券研究所

图表 33: 全球服务器及存储器制造市场规模 (亿美元)

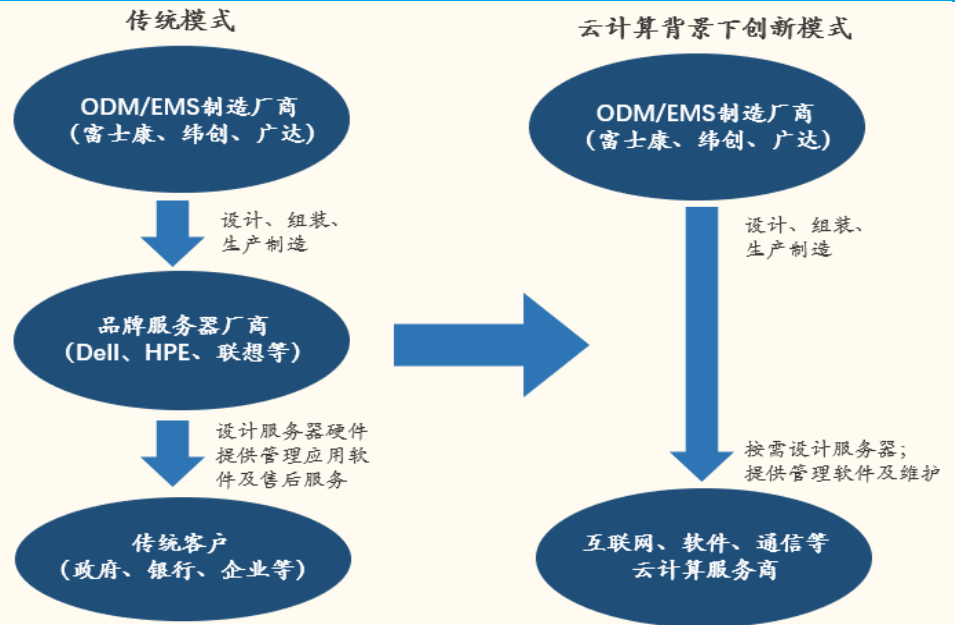


来源: IDC, 国金证券研究所

云计算背景下服务器行业商业模式逐渐转变。在传统数据中心建设时, 最终用户往往是政府、银行及企业等对象, 单个用户对服务器的稳定性及售后服务质量有较高的要求, ODM 厂商受制于上述两点, 一直无法直接切入下游用户。云计算飞速发展带动云服务厂商对数据中心需求大幅提升, 其数据中心采用大规模整体服务器群组的架构设计, 这种架构对单独服务器的稳定性要求有所下降, 这使得过去因稳定性不足无法进入数据中心的白牌 (ODM) 服务器厂商竞争力

增强。且由于云计算企业大部分由互联网及软件公司转型而来，其对管理软件的开发及维护远高于过去提供这方面服务的品牌服务器厂商，在此背景下，品牌商的竞争力持续下滑，服务器市场的商业模式正在转变。

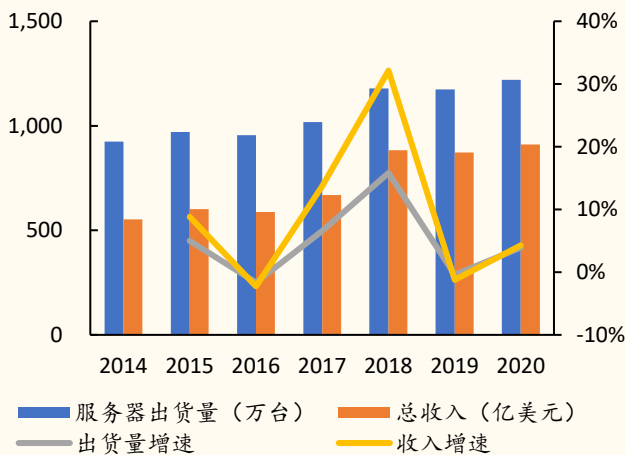
图表 34: 全球服务器市场商业模式正在转变



来源：国金证券研究所

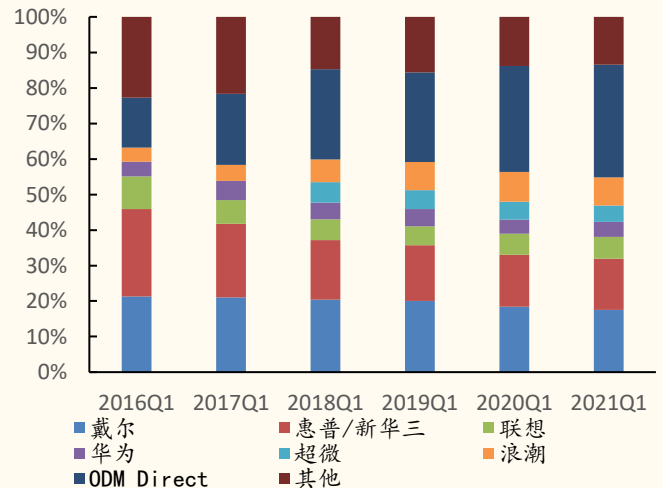
ODM 厂商全球服务器市场份额持续扩大。客户 ODM 厂商具备高产能、高生产速度、强定制性及价格低廉等优势，使得云提供商逐渐放弃传统品牌商的通用服务器转向 ODM 厂商直接采购定制化服务器。据 IDC 统计，2020 年全球服务器出货量为 1220 万台，增速 6.6%；销售收入 709 亿美元，同比增长 13.8%；从 ODM 服务器占比趋势来看，21Q1 ODM 服务器出货量全球占比达 31.7%，历史新高。

图表 35: 全球服务器出货量及收入



来源：IDC，国金证券研究所

图表 36: ODM 厂商出货量占比逐渐增大



来源：IDC，国金证券研究所

公司提升 JDM、ODM 模式比例，云服务设备业务市场份额及利润率有望大幅提升。公司跟随行业发展趋势，由此前的 OEM 代工模式积极向 JDM、ODM 模式转型。IPO 募集资金投入 49.67 亿于通信网络及云服务设备项目，投入 10.05 亿于云计算及高效能运算平台、投入 12.16 亿于高效运算数据中心项目。公司积极增强自身设计开发能力，目前客户除传统服务器品牌商 Dell 及 HPE 外，公司已切入全球最大的云计算厂商 Amazon，为其生产 ODM 服务器。20

年公司云服务设备业务毛利率为 4.58%，未来随着云服务厂商加大 ODM 采购量，公司绕过品牌商直接向最终用户供货，市场份额及利润率有望提升。

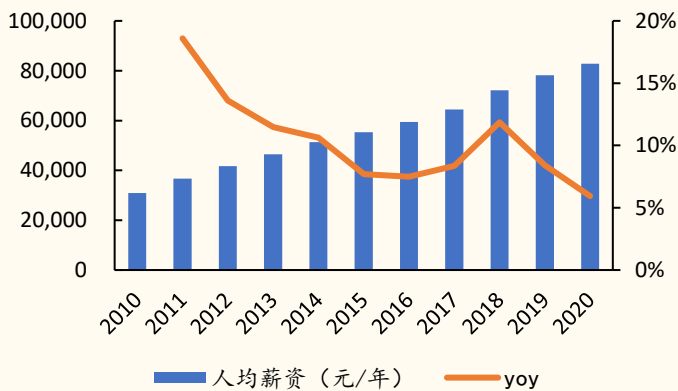
三、EMS 龙头公司切入工业互联网具备天然优势

工业互联网是新一代信息通信技术与现代工业技术深度融合的产物，亦是制造业数字化、智能化及网络化的重要载体。工业物联网通过构建连接机器、物料、人及信息系统的基础网络，实现工业数据的全面感知、动态传输及实时分析，从而帮助企业形成智能决策与控制，提高资源配置效率。

3.1 工业互联网是产业升级的必然趋势

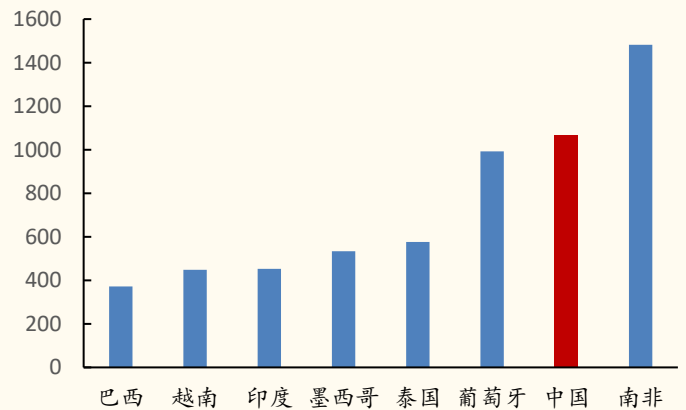
人口红利渐消，成本控制压力增大。 代工行业利润率低，公司过去得益于国内人口红利，具备一定成本优势。近年来人工成本上升，公司控制成本压力增大，薄利多销模式未来难以持续。2020 年我国制造业人均年薪增至 8.28 万元，相较 10 年增长 167.77%，十年复合增速 10.35%。2020 年我国人均税后月薪为 1066.16 美元，远超印度（452.38 美元）及墨西哥（533.15 美元）等国家，甚至已超过发达国家葡萄牙（992.92 美元）。过去几年，公司集团的工厂经历沿海—内陆—印度等低劳动成本国家的转移，以寻求更低的人工成本。在此背景下，工业物联网是提升制造业竞争力，实现降本增效的重要途径。

图表 37：我国制造业员工平均薪资（元/年）



来源：国家统计局，国金证券研究所

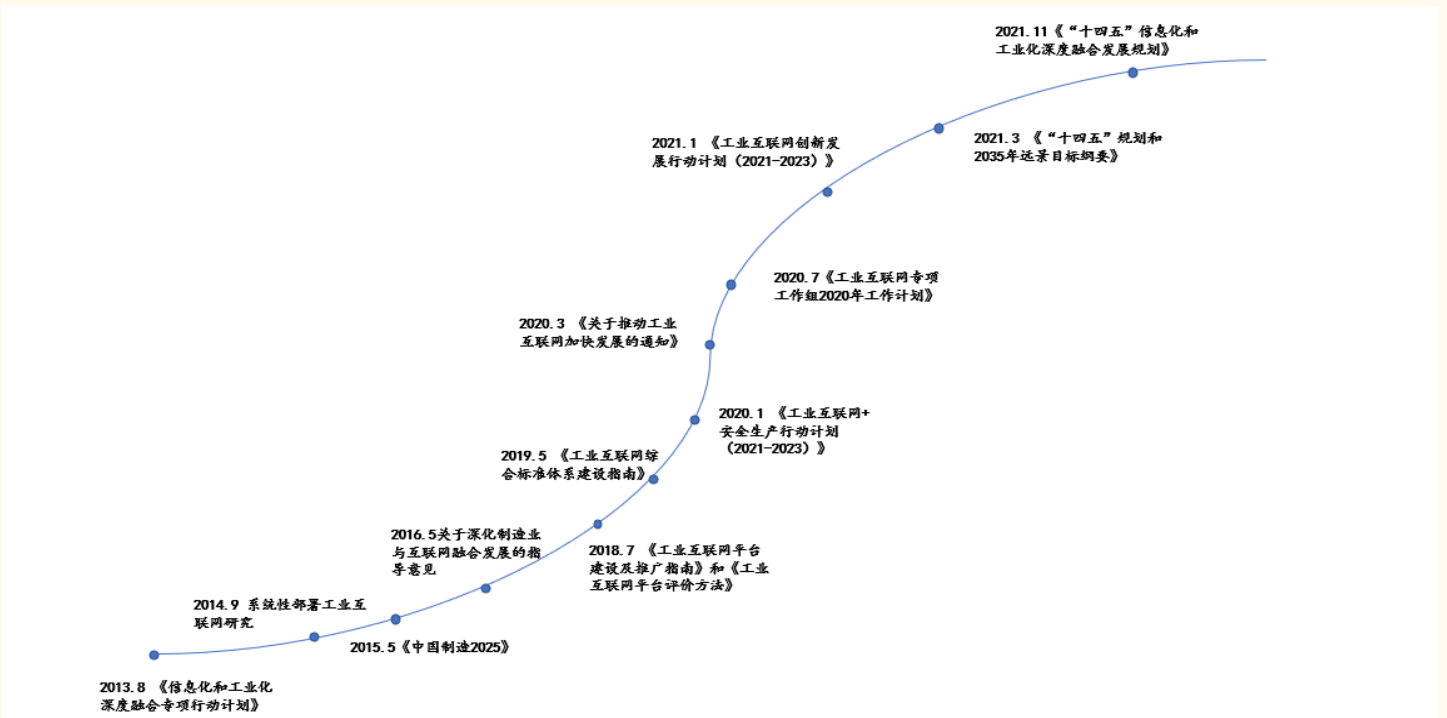
图表 38：各国平均月薪（税后-美元）



来源：Numbeo，国金证券研究所

政策持续加码，智能制造时代加速来临。 近年来我国不断出台相关政策推动工业互联网的普及。17 年 12 月，国务院印发工业互联网纲领性文件—《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》；18 年 2 月，工信部成立工业互联网专项工作组，专注于统筹协调我国工业互联网发展的全局工作；21 年 11 月《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》中提出，2025 年企业经营管理数字化普及率达 80%，数字化研发设计工具普及率达 85%，关键工序数控化率达 68%，工业互联网平台普及率达 45%，企业数字化智能制造、工业互联网平台普及升级改造将成为未来几年企业加速转型的重点。

图表 39: 政策加码, 工业互联网相关政策频发



来源: 工信部, 国金证券研究所

工业互联网将大幅提升企业柔性制造能力及生产效率。随着定制化需求日益强烈, 批量生产的时代正逐步被可以适应市场动态变化的生产所替换。工业互联网将生产设备智能化, 工序流程透明化、数据化, 能根据制造任务及生产环境的变化迅速进行产线和供应链的相应调整, 实现多品种、小批量的生产, 进一步提升企业生产效率及差异化竞争实力。以公司灯塔工厂为例, 富士康武汉工厂大规模引入了先进分析和柔性自动化技术, 重新设计了制造系统, 将直接劳动生产率提高了 86%, 将质量损失减少了 38%, 将交货周期缩短至 48 小时 (缩短了 29%); 而富士康郑州工厂采用了柔性自动化技术, 将劳动生产率提高了 102%, 并利用数字化和人工智能技术, 将质量缺陷减少了 38%, 并将设备综合效率提高了 27%。

平台是工业互联网的核心。工业互联网分为网络、平台及安全三大层级, 其中网络是基础, 平台是核心, 安全是保障。工业互联网平台是工业智能的中枢, 本质是传统云平台叠加物联网、大数据及人工智能等新兴技术, 实现对工业技术及经验的模块化、软件化及复用化, 建设集存储、集成、分析、管理于一体的工业使能平台。平台通过对不同生产环节数据的打通及分析, 帮助企业首先实现降本增效, 而后实现对生产方式及商业模式的创新。

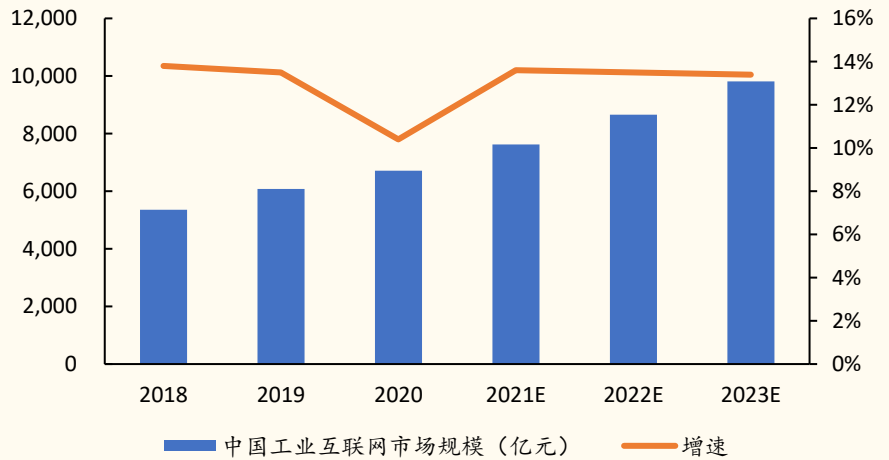
图表 40: 我国工业互联网平台功能架构



来源:《工业互联网白皮书》, 国金证券研究所

市场空间广阔, 2023 年规模有望近万亿。据国家统计局数据, 我国规模以上工业企业数量约 39.94 万, 其中中小企业个数达 39.14 万, 占比 97.99%, 企业实现工业互联网的需求及空间巨大。据赛迪顾问统计, 2020 年我国工业互联网市场规模达到 6712.7 亿元, 预计未来三年 CAGR 为 14%, 至 2023 年规模为 9814 亿元。

图表 41: 我国工业互联网市场规模 (亿元)

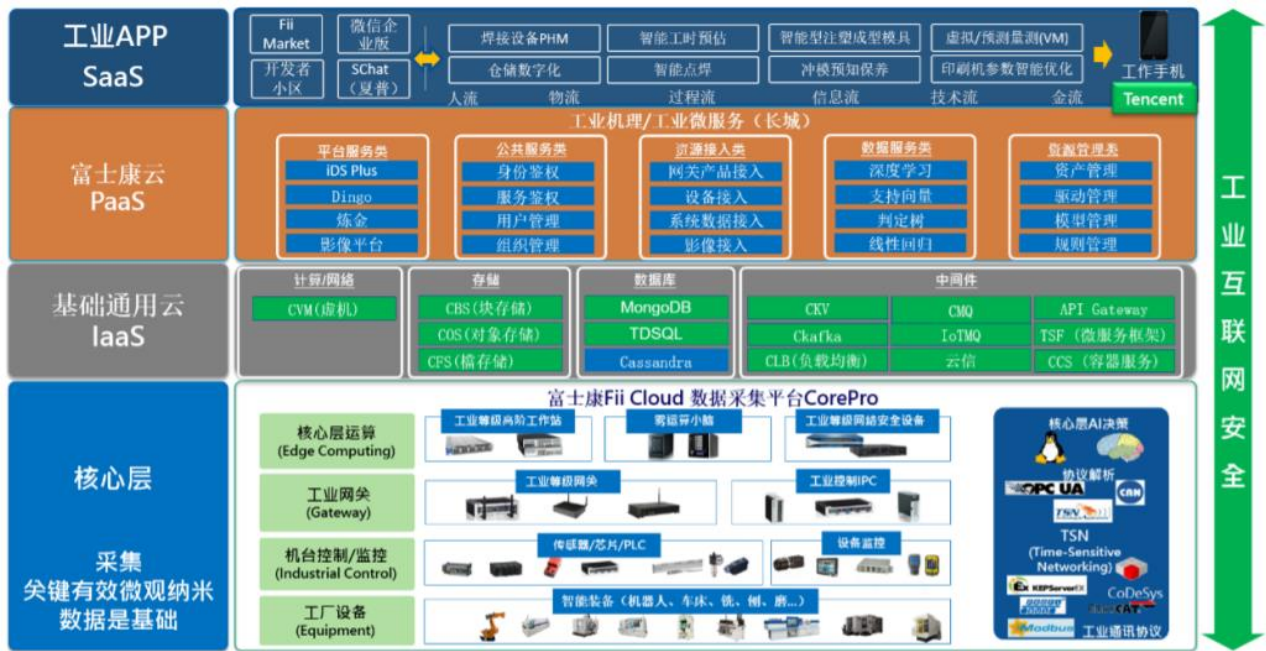


来源: 赛迪顾问, 国金证券研究所

3.2 公司工业互联网业务已从内部升级受益转向对外持续输出助力

公司以“云计算、移动终端、物联网、大数据、人工智能、高速网络+机器人及精密工具”为核心, 构建了基于传感器、“雾小脑”边缘计算、富士康工业云平台 (Fii Cloud) 与 Micro Cloud 专业云应用的四层工业互联网平台架构, 分别为平台层、云网层、核心层和应用层。其中, 平台层包括富士康工业云平台 (Fii Cloud)、工业互联网中控系统平台; 云网层包括数据中心+LTE+5G、工业互联网微服务+中间件; 核心层包括雾小脑、CorePro 开放平台; 应用层包括 Micro Cloud。

图表 42: 公司工业互联网平台结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司进军工业互联网三大核心优势:

- 1) 多年制造业经验积累, 深刻了解行业痛点, 可以将自身的工业经验进行提炼, 更好地进行工业知识软件化。工业互联网的目的是实现工业技术及知识模型化、软件化、复用化, 这需要长时间的工业经验积累, 深刻了解不同工业场景的经营模式及需求。母公司鸿海精密是全球最大规模的 3C 代工企业, 在电子设备制造领域有丰富的生产工艺经验, 公司能较好的针对工业痛点进行智能化升级。
- 2) 工业互联网平台的核心是数据, 公司在 3C 制造领域积累了海量的工业数据, 为搭建平台生态奠定良好基石。工业互联网平台主要是通过 PaaS 叠加大数据处理, 运用数学统计、机器学习等 AI 技术来对工业数据进行分析及价值挖掘, 从而对生产环节的材料、操作等进行预测及优化。公司集团在工业大数据方面具备较强的数据质量管理意识, 在生产过程中, 通过数据筛选、优化存储的方式积攒了大量的工业生产数据, 为其切入工业互联网智能制造领域奠定了良好基础。
- 3) Fii Cloud 工业互联网平台已经在企业内部得到良好实践, 并对外输出帮助客户转型。公司于 2015 年起开始研发工业互联网平台 Beacon, 并于 2016 年正式将其运用到自身生产流程中, 2019 年“BEACON 工业互联网平台”更名为“Fii Cloud 工业互联网平台”, 2019、2020 年连续两年入选工信部“双跨”工业互联网平台。除公司集团内部武汉、成都、郑州及深圳四家工厂入选全球灯塔工厂外(全球仅 90 家), 公司已在超过 50 家重要客户落地了工业互联网服务, 包括敏实集团、中信戴卡(已入选灯塔工厂)、中车集团、广汽新能源、新华医疗及海鸥住工等。

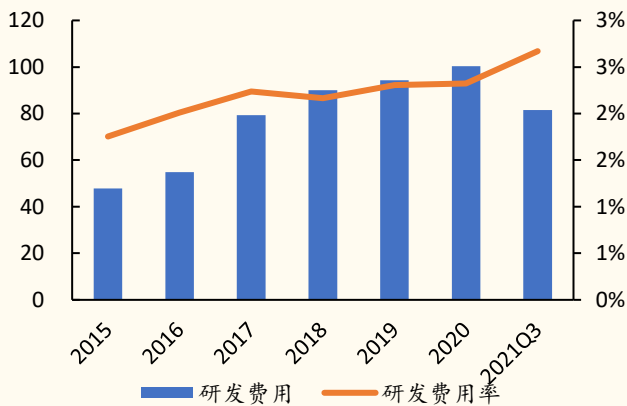
根据公司推出的“灯塔领航者计划”, 预计未来 5 年内 (1) 助力 10 家行业领导企业建设为世界级灯塔工厂转型标杆; (2) 助力 100 家领导企业实现完整数字化转型; (3) 为 1,000 家制造企业导入数字化技术应用; (4) 为 5 万家中小企业提供产业与技术平台服务。随着工业互联网业务的快速展开, 预计工业互联网业务将快速提升占比, 进一步带动公司营收结构及盈利能力的转变。

3.3 公司切入工业互联网“软实力”问题仍待解决

工业互联网的发展前提是高自动化水平的生产车间，我国目前自动化水平较低。我国多数制造业尚处于自动化改造期，3C 行业自动化率仅在 15%~25%之间，无法完全脱离人力操作。而工业互联网实施基础是通过在自动化设备上嵌入传感器进行生产数据的采集，在多数企业自动化水平不高背景下，工业互联网平台往往难以发挥出最大功效。这对公司后期向外推广工业互联网平台造成较大阻力。

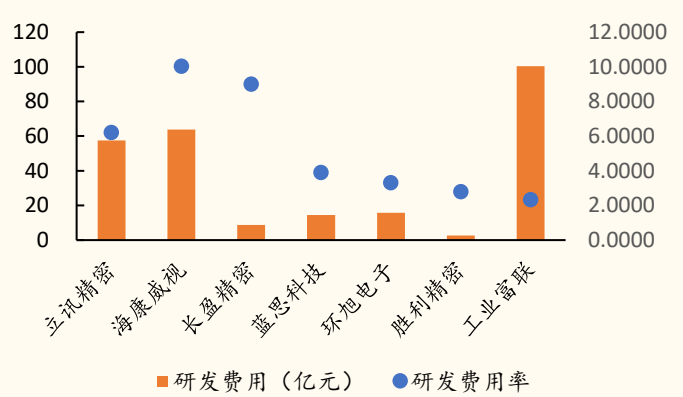
工业数据分析能力的提升需要较强的云计算、人工智能及大数据技术储备，公司作为传统代工企业，未来仍需加大力度提升技术竞争力。工业互联网的落地将带来海量工业数据爆发性增长，相应算法的复杂程度会呈指数上升，这需要企业拥有较强的 AI 及大数据技术，这方面公司沉淀积累较少。近年来，公司已经逐步加大研发投入，20 年研发投入已超百亿，研发占比也逐年提高，21Q3 研发占比为 2.67%；但从研发占比横向对比来看，公司与竞争对手尚有差距。伴随公司未来逐渐加大研发力度，增强技术实力，平台使用效果将得到显著优化。

图表 43: 公司研发投入不断加大 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 44: 20 年科技、组装厂商研发费用及研发费率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

投资布局机器视觉与工业软件，进一步增强软实力。除加大研发投入外，公司也通过投资并购的方式增强“软实力”。20 年公司投资凌云光双方共同组建的合资公司富联凌云光，加速公司机器视觉及人工智能在未来灯塔工厂的落地。20 年度收购鼎捷软件 15.19% 股份，通过双方合作，进一步增强公司在工业软件方面的实力。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 1) **通信网络设备业务:** 公司 21H1 与 5G 相关产品业务较去年同期大幅增长 3 倍，我们认为未来受益于 1) 疫情修复下 5G 基建加速发力，上游资本开支加码；2) 下游 5G 赋能细分行业趋势明显，从基站-CPE 等网络终端-物联网连接模组，C 端 B 端需求旺盛。公司在网络、电信设备领域的客户均为全球领军企业，如思科、华为、诺基亚、HPE，受益于 5G 时代下游客户的规模优势，公司未来三年业绩增速将高于行业平均增速；结构件方面，受益于下游大客户手机出货量占比提升以及智能家居等新产品快速增长，预计 21-23 年增速为 15%/13%/11%，考虑叠加竞争加剧因素，毛利率方面，预计 21-23 年为 10.6%/10.5%/10.4%。
- 2) **云服务设备业务:** 21H1 公司取得云服务客户主力机种订单，其中 CSP 业务营收同比实现双位数增长，我们认为随着下游 5G、物联网、车联网、工业互联网等对数据中心需求将持续增多，服务器、存储器市场仍处于高景气，随着 ODM 厂商占比进一步提升，公司云服务设备

业务预计 21-23 年增速为 7%/6.5%/6.2%，毛利率预计 21-23 年为 4.6%/4.5%/4.4%。

- 3) **工业互联网业务**: 工业互联网业务已成为公司增速最快业务, 公司已在超过 50 家重要客户落地了工业互联网服务, 随着智能制造与工业互联网需求及普及率进一步提升, 预计 21-23 年增速为 50%/55%/60%, 毛利率预计 21-23 年为 41%/40%/39%。此外假设其他业务保持不变。
- 4) **费用假设**: 公司客户结构基本稳定, 内部管理较为成熟, 因此假设 21-23 年销售费用率/管理费用率与 20 年持平, 分别保持为 0.5%/1%; 公司加速向 ODM/JDM 转型, 将更多重视研发投入, 21Q3 研发费用率已达 2.67%, 因此假设 21-23 年研发费用率分别为 2.7%/2.8%/2.9%。

图表 45: 盈利预测 (百万元)

	2019	2020	H12021	2021E	2022E	2023E
营收	408,697.58	431,785.89	196029.98	482,880.76	534,238.17	584,945.27
yoy	-1.61%	5.65%	10.97%	11.83%	10.64%	9.49%
毛利率	8.38%	8.35%	7.80%	8.45%	8.49%	8.53%
业务拆分						
通信网络设备						
收入	244,553.64	254,018.50	112718	292121.28	330097.04	366407.72
yoy	-5.63%	3.87%	16.99%	15%	13%	11%
毛利率	11.17%	10.63%	9.93%	10.6%	10.5%	10.4%
云服务设备						
收入	162,922.64	175,305.90	82,333.00	187577.31	199769.84	212155.57
yoy	6.33%	7.60%	3.52%	7.0%	6.5%	6.2%
毛利率	4.02%	4.63%	-	4.6%	4.5%	4.4%
工业互联网						
收入	624.38	1,441.36	371.00	2162.04	3351.16	5361.86
yoy	20.38%	130.85%	46.69%	50%	55%	60%
毛利率	32.25%	41.67%	-	41.0%	40.0%	39.0%
其他						
收入	596.9	1,020.1	607.98	1,020.1	1,020.1	1,020.1
yoy	32.25%	41.67%	16.92%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	30.01%	34.04%	-	34.04%	34.04%	34.04%

来源: wind, 国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

我们采用 PE 估值法对公司进行估值, 选取了立讯精密、环旭电子、信维通信、易德龙作为可比公司进行对比, 同行可比公司 2020/2021/2022 年的 PE 均值为 27.28/18.14/14.06 倍。我们认为公司基于通信设备及云设备现金牛业务稳步增长的同时, 积极拓展工业互联网业务, 有望基于“智能制造+工业互联网”双轮驱动迎来估值修复, 给予 2022 年 17 倍 PE 估值, 目标价 18 元, 目标市值 3560 亿元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 46: 可比公司盈利预测及估值比较

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (万得一致预测均值)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002475	立讯精密	43.27	1.11	1.53	2.00	38.87	28.20	21.63
601231	环旭电子	14.2	-	1.08	1.29		13.11	11.02
300136	信维通信	21.35	1.07	1.46	1.92	19.95	14.64	11.14
603380	易德龙	35.98	1.56	2.16	2.89	23.03	16.63	12.45
平均数						27.28	18.14	14.06
601138	工业富联	11.2	0.93	1.02	1.10	12.07	10.97	10.20

来源: Wind, 国金证券研究所

五、风险提示

■ 新业务进展不及预期风险

公司工业互联网业务已成为公司增速最快、毛利率最高业务,收入主要来源于集团内部优化,对于精密工具及工业机器人使用以及对外灯塔工厂改造等,但存在业务可持续性 & 长期商业模式不清晰风险。

■ 上游原材料价格波动风险

公司主要业务为电子设备生产制造,存在芯片等上游原材料涨价风险,但公司已有部分合同从过去“Buy and Sell”模式转变为“Consignment”模式,有望降低公司需要承担的原材料价格波动风险。

■ 竞争加剧,毛利率持续下行风险

EMS 行业处于微笑曲线最低端,整体代加工业务存在竞争加剧、毛利率下行风险,但随着公司加大研发向 ODM 转型,高附加值产品结构调整以及高毛利业务占比提升,毛利率有望保持或进一步提升。

■ 限售股解禁风险

公司 2021 年 12 月 8 日限售股上市流通数量为 16,701,705,695 股,占公司总股本的 84.07%; 2022 年 1 月 19 日 3,228,952 股股权激励限售股份上市流通,占解禁前流通股 0.02%。

■ 人民币汇兑损失风险

公司主要业务以非人民币(美元)结算,存在汇率波动引起的人民币汇兑损失风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	415,378	408,698	431,786	482,881	534,238	584,945	货币资金	62,293	66,901	78,057	83,802	87,614	90,324
增长率		-1.6%	5.6%	11.8%	10.6%	9.5%	应收款项	87,473	85,100	87,223	94,830	104,916	114,874
主营业务成本	-379,486	-374,451	-395,719	-442,054	-488,901	-535,066	存货	37,468	41,646	45,354	54,500	60,275	65,967
%销售收入	91.4%	91.6%	91.6%	91.5%	91.5%	91.5%	其他流动资产	2,694	2,043	2,620	3,189	3,212	3,235
毛利	35,892	34,247	36,067	40,827	45,338	49,880	流动资产	189,927	195,690	213,254	236,320	256,017	274,401
%销售收入	8.6%	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%	%总资产	94.7%	95.2%	94.6%	93.9%	93.1%	92.5%
营业税金及附加	-456	-642	-723	-773	-855	-936	长期投资	434	550	1,563	1,672	1,781	1,891
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	8,097	7,090	7,767	10,167	12,367	14,567
销售费用	-1,791	-1,733	-2,125	-2,270	-2,457	-2,632	%总资产	4.0%	3.4%	3.4%	4.0%	4.5%	4.9%
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	746	850	1,341	1,541	1,741	1,941
管理费用	-4,352	-3,521	-4,503	-4,829	-5,342	-5,849	非流动资产	10,676	9,923	12,260	15,380	18,889	22,399
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	%总资产	5.3%	4.8%	5.4%	6.1%	6.9%	7.5%
研发费用	-8,999	-9,427	-10,038	-13,038	-14,959	-16,963	资产总计	200,603	205,613	225,514	251,700	274,907	296,799
%销售收入	2.2%	2.3%	2.3%	2.7%	2.8%	2.9%	短期借款	22,490	28,271	44,223	45,179	46,475	49,639
息税前利润 (EBIT)	20,294	18,924	18,678	19,918	21,724	23,499	应付款项	97,628	79,917	68,618	75,955	84,014	91,958
%销售收入	4.9%	4.6%	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%	其他流动负债	7,867	7,784	7,684	8,099	8,948	9,752
财务费用	324	735	236	236	195	239	流动负债	127,986	115,973	120,525	129,232	139,438	151,348
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	0	0	0	3,876	3,876	0
资产减值损失	-736	-432	-1,453	-953	-101	-100	其他长期负债	273	292	948	2,290	2,694	2,994
公允价值变动收益	0	157	313	0	0	0	负债	128,259	116,264	121,473	135,398	146,007	154,342
投资收益	-420	161	329	950	500	500	普通股股东权益	72,295	89,281	103,753	116,014	128,611	142,169
%税前利润	n.a	0.8%	1.7%	4.4%	2.1%	1.9%	其中：股本	19,695	19,855	19,871	19,865	19,865	19,865
营业利润	20,083	21,107	19,716	21,672	23,838	25,658	未分配利润	26,711	42,307	55,070	66,523	79,120	92,678
营业利润率	4.8%	5.2%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	少数股东权益	50	68	288	288	288	288
营业外收支	-11	26	30	20	20	20	负债股东权益合计	200,603	205,613	225,514	251,700	274,907	296,799
税前利润	20,071	21,132	19,746	21,692	23,858	25,678	比率分析						
利润率	4.8%	5.2%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-3,164	-2,526	-2,319	-2,603	-2,863	-3,081	每股指标						
所得税率	15.8%	12.0%	11.7%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.858	0.937	0.877	0.961	1.057	1.138
净利润	16,908	18,606	17,427	19,089	20,995	22,597	每股净资产	3.671	4.497	5.221	5.840	6.474	7.157
少数股东损益	5	0	-4	0	0	0	每股经营现金净流	1.117	0.324	0.387	0.552	0.761	0.845
归属于母公司的净利润	16,902	18,606	17,431	19,089	20,995	22,597	每股股利	0.130	0.200	0.250	0.384	0.423	0.455
净利率	4.1%	4.6%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	回报率						
							净资产收益率	23.38%	20.84%	16.80%	16.45%	16.32%	15.89%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.43%	9.05%	7.73%	7.58%	7.64%	7.61%
							投入资本收益率	18.01%	14.16%	11.11%	10.60%	10.67%	10.76%
净利润	16,908	18,606	17,427	19,089	20,995	22,597	增长率						
少数股东损益	5	0	-4	0	0	0	主营业务收入增长率	17.16%	-1.61%	5.65%	11.83%	10.64%	9.49%
非现金支出	4,604	3,178	3,886	953	101	100	EBIT增长率	-4.29%	-6.75%	-1.30%	6.64%	9.07%	8.17%
非经营收益	1,101	660	-132	1,499	1,039	1,062	净利润增长率	6.52%	10.08%	-6.32%	9.51%	9.98%	7.63%
营运资金变动	-607	-16,004	-13,487	-10,574	-7,026	-6,975	总资产增长率	35.00%	2.50%	9.68%	11.61%	9.22%	7.96%
经营活动现金净流	22,006	6,439	7,694	10,966	15,109	16,784	资产管理能力						
资本开支	-2,685	-2,730	-3,496	-2,160	-2,360	-2,360	应收账款周转天数	72.3	76.3	72.5	72.0	72.0	72.0
投资	1,157	-153	-1,054	-109	-109	-109	存货周转天数	35.1	38.6	40.1	45.0	45.0	45.0
其他	160	65	-1,910	950	500	500	应付账款周转天数	70.5	66.8	59.7	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-1,368	-2,818	-6,460	-1,319	-1,969	-1,969	固定资产周转天数	6.7	5.9	6.0	6.9	7.6	8.2
股权募资	26,781	979	336	808	0	0	偿债能力						
债权募资	15,802	5,716	16,986	4,658	1,297	-713	净负债/股东权益	-55.02%	-43.41%	-32.97%	-30.28%	-29.27%	-28.89%
其他	-17,272	-3,878	-9,835	-9,075	-9,977	-10,641	EBIT利息保障倍数	-62.6	-25.7	-79.0	-84.4	-111.5	-98.1
筹资活动现金净流	25,311	2,817	7,488	-3,608	-8,680	-11,354	资产负债率	63.94%	56.55%	53.87%	53.79%	53.11%	52.00%
现金净流量	45,948	6,438	8,722	6,039	4,460	3,461							

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
买入	1	2	5	13	31
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.07	1.00

来源：聚源数据

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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，而不应当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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402