

工业富联 (601138)

证券研究报告

2023年08月10日

23Q2 扣非归母净利润超预期，持续看好 AI 在业绩端兑现

事件: 公司发布 2023 年半年报, 23H1 实现收入 2067.76 亿元, yoy-8.21%, 实现归母净利润 71.61 亿元, yoy+4.21%, 实现扣非归母净利润 75.36 亿, yoy+18.27%。

点评: 23Q2 扣非归母净利润高增长, AI 逐步在业绩端兑现。23H1 实现收入 2067.76 亿元, yoy-8.21%, 实现归母净利润 71.61 亿元, yoy+4.21%, 实现扣非归母净利润 75.36 亿, yoy+18.27%。非经常损益中外汇远期合约和货币互换合约公允价值变动产生净损失 9.8 亿, 影响整体归母净利润。23H1 经营性现金流净额为 266 亿, 同比转正, 现金流表现亮眼。23Q2 单季度实现收入 1009 亿, yoy-16%, qoq-5%, 实现归母净利润 40 亿, yoy+12%, qoq+29%, 实现扣非归母净利润 43 亿, yoy+32%, qoq+35%。23Q2 净利率为 4%, yoy+0.98pct, qoq+1pct。我们认为二季度收入同比环比下滑受 iPhone 整体销量及普通服务器 OEM 业务的下滑影响。分业务板块来看, 云计算: AI 带动公司服务器产品结构变化, 服务器毛利率持续提升, 同比增长 25%, AI 服务器跟随头部客户持续升级迭代, 今年开始为客户进行 H100&H800 服务器的研发量产, 云游戏服务器已于 3 月出货; 网络设备: 23H1 高速交换机、高速路由器产品高速增长, 分别提升 70%、95%。23H1 400G 交换机出货快速增长, 800G 交换机进入 NPI 阶段, 预计 800G 交换机 23H2 贡献收入, 24 年放量。

持续看好公司在 AI 领域的核心卡位和 AI 在业绩端逐步兑现:

云计算业务: 1) 行业层面—服务器市场扩容持续: 看好数字经济+以 ChatGPT 为代表的 AI 驱动的算力建设需求带动的服务器市场扩容; 2) 云服务业务: 持续受益于服务器白牌化+公司份额领先(云计算服务器出货量持续全球第一, 主要客户涵盖北美前三大 CSP 服务商+国内头部 CSP 服务商及互联网应用服务企业)+一条龙服务优势明显(产品设计、技术开发、关键零部件、系统组建、运营管理等弹性调配交付), 云服务占比进一步提升, 22 年云服务产品在云计算收入中占比快速提升, 22 年超 40%; 3) AI 服务器业务: 持续受益于 ChatGPT 等新兴 AI 产品对算力、带宽、GPU、大容量存储、先进散热与节能需求激增+绑定行业头部客户(多年来一直是数家第一梯队云服务 AI 服务器(加速器)与 AI 存储器供应商)+产品持续迭代具备技术领先性(相关 AI 服务器、AI 存储器产品持续迭代已开发至第四代), 22 年 AI 服务器及 HPC 出货增长迅速, 在云服务产品中占比增至约 20%; 4) 产品和技术创新: 持续研发创新技术突破, 有望持续强化优势地位+提升份额, 模块化方面, 2022 年 10 月, 公司推出全球第一台 DC_MHS 服务器, 公司新一代液冷技术也应用在客户最新 HPC 加速器中。

网络通信业务: 1) 行业层面—网络扩容需求持续: 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, 上层流量持续增加带动网络扩容需求; 2) 5G 设备: 持续受益于 5G 建设持续推进应用场景丰富, 22 年 5G 设备营收增长超 20%; 3) 网络设备: 持续受益于企业数字化基础设施建设升级和云端应用快速增长+企业网络设备拥有占全球市场份额超 50%以上的领先客户群体, 22 年网络通信设备营收增长超 20%, 23 年持续受益于云+AI 应用驱动的数据中心网络升级; 4) 无线设备: 拥有 5G 和 Wi-Fi6/6E 核心技术, 目前正在深化企业 Wi-Fi7 产品布局; 5) 结构件业务: 23 年 iPhone 新机 Pro 机型有望升级至钛铝复合压铸中框, ASP 提升有望贡献业绩增量; 6) 产品和技术创新: 持续关注下一代通讯及网络技术如 WiFi7 企业网络等技术。

投资建议: 维持 23/24/25 年 253/317/396 亿归母净利润的盈利预测, 维持公司 38.4 元/股的目标价, 对应 23 年 30 倍估值, 维持“买入”评级。

风险提示: AI 服务器需求不及预期、AI 盈利能力不及预期、智能手机销量不及预期、行业竞争加剧

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	439,557.20	511,849.58	577,556.00	706,476.00	862,266.49
增长率(%)	1.80	16.45	12.84	22.32	22.05
EBITDA(百万元)	34,287.06	36,048.51	33,154.74	40,825.30	50,616.40
归属母公司净利润(百万元)	20,009.75	20,073.07	25,276.66	31,709.63	39,587.51
增长率(%)	14.80	0.32	25.92	25.45	24.84
EPS(元/股)	1.01	1.01	1.27	1.60	1.99
市盈率(P/E)	22.09	22.02	17.49	13.94	11.17
市净率(P/B)	3.71	3.43	3.08	2.77	2.46
市销率(P/S)	1.01	0.86	0.77	0.63	0.51
EV/EBITDA	6.01	4.63	13.00	10.60	8.52

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/消费电子
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	21.5 元
目标价格	38.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	19,866.45
流通 A 股股本(百万股)	19,805.28
A 股总市值(百万元)	427,128.78
流通 A 股市值(百万元)	425,813.56
每股净资产(元)	6.37
资产负债率(%)	52.67
一年内最高/最低(元)	27.26/7.80

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
俞文静	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070003	
yuwenjing@tfzq.com	
包恒星	联系人
baohengxing@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《工业富联-季报点评:产品结构优化毛利率改善,持续看好 AI 服务器龙头全年成长性》2023-04-28
- 《工业富联-公司专题研究:AI 算力新时代, AI 服务器龙头有望迎来高速增长期》2023-04-12
- 《工业富联-年报点评报告:AI 算力新时代, 高成长周期有望到来》2023-03-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	82,877.05	69,429.84	78,547.62	96,080.74	117,268.24
应收票据及应收账款	87,033.84	97,689.78	110,872.11	140,319.36	161,473.91
预付账款	241.61	352.36	254.35	481.84	444.52
存货	71,927.84	77,321.75	88,526.66	105,528.17	122,063.82
其他	5,078.03	4,146.12	4,940.22	5,277.64	6,351.85
流动资产合计	247,158.38	248,939.86	283,140.95	347,687.74	407,602.34
长期股权投资	3,167.92	12,215.70	12,215.70	12,215.70	12,215.70
固定资产	9,493.54	15,937.00	14,843.51	14,424.44	14,313.52
在建工程	1,414.69	701.41	786.58	834.16	934.16
无形资产	407.01	440.31	396.27	352.24	308.21
其他	4,967.24	5,953.39	5,143.94	5,339.37	4,979.58
非流动资产合计	19,450.40	35,247.80	33,386.00	33,165.92	32,751.17
资产总计	266,608.78	284,187.66	316,526.95	380,853.66	440,353.50
短期借款	52,136.65	50,497.69	66,000.41	84,117.19	103,224.53
应付票据及应付账款	71,986.73	69,278.94	78,800.00	100,880.39	117,958.05
其他	17,092.71	29,222.27	22,192.24	29,334.99	33,385.69
流动负债合计	141,216.10	148,998.90	166,992.65	214,332.58	254,568.27
长期借款	3,814.35	3,484.51	3,917.64	4,672.55	3,939.05
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,978.21	2,194.07	1,706.69	1,959.66	1,953.47
非流动负债合计	5,792.55	5,678.58	5,624.33	6,632.20	5,892.53
负债合计	147,121.09	154,854.16	172,616.98	220,964.78	260,460.79
少数股东权益	307.09	358.31	363.27	372.05	381.65
股本	19,865.07	19,859.59	19,866.45	19,866.45	19,866.45
资本公积	28,297.43	28,491.20	28,491.20	28,491.20	28,491.20
留存收益	71,554.56	81,743.51	95,868.77	111,937.61	132,012.50
其他	(536.46)	(1,119.11)	(679.73)	(778.43)	(859.09)
股东权益合计	119,487.69	129,333.51	143,909.97	159,888.88	179,892.71
负债和股东权益总计	266,608.78	284,187.66	316,526.95	380,853.66	440,353.50

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	20,024.74	20,083.89	25,276.66	31,709.63	39,587.51
折旧摊销	2,515.67	3,220.24	4,235.07	4,433.60	4,658.79
财务费用	492.43	1,481.89	(99.37)	51.14	90.18
投资损失	(979.15)	(30.26)	(446.30)	(200.00)	(225.52)
营运资金变动	(17,339.92)	(12,351.46)	(19,282.55)	(18,430.42)	(17,834.95)
其它	4,010.82	2,961.33	(70.72)	(193.08)	(101.08)
经营活动现金流	8,724.59	15,365.63	9,612.80	17,370.87	26,174.93
资本支出	6,628.57	18,125.78	3,670.09	3,765.13	4,610.02
长期投资	2,000.23	9,047.77	0.00	0.00	0.00
其他	(15,728.61)	(42,481.05)	(6,330.76)	(7,377.44)	(8,863.95)
投资活动现金流	(7,099.80)	(15,307.50)	(2,660.67)	(3,612.31)	(4,253.93)
债权融资	13,605.98	2,949.61	12,874.71	19,522.59	18,869.13
股权融资	(9,509.97)	(11,319.56)	(10,709.07)	(15,748.04)	(19,602.63)
其他	670.19	(5,698.51)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	4,766.20	(14,068.46)	2,165.64	3,774.55	(733.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	6,390.98	(14,010.33)	9,117.78	17,533.12	21,187.51

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	439,557.20	511,849.58	577,556.00	706,476.00	862,266.49
营业成本	403,041.97	474,677.78	533,084.19	646,849.43	787,818.40
营业税金及附加	595.88	486.12	577.56	778.39	862.27
销售费用	896.05	1,057.83	693.07	1,249.33	1,724.53
管理费用	4,157.15	3,828.40	3,465.34	5,298.57	6,380.77
研发费用	10,835.03	11,588.01	11,839.90	16,602.19	20,694.40
财务费用	(826.39)	(703.54)	(99.37)	51.14	90.18
资产/信用减值损失	(342.46)	(888.57)	(357.00)	(404.00)	(861.00)
公允价值变动收益	(481.48)	(70.11)	(79.59)	(210.39)	(120.03)
投资净收益	979.15	30.26	446.30	200.00	225.52
其他	(1,695.29)	(28.95)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	22,397.60	21,872.35	28,005.03	35,232.56	43,940.43
营业外收入	83.80	121.23	120.00	108.34	116.53
营业外支出	163.65	30.58	30.00	88.74	49.77
利润总额	22,317.75	21,963.00	28,095.03	35,252.16	44,007.18
所得税	2,293.01	1,879.11	2,809.50	3,525.22	4,400.72
净利润	20,024.74	20,083.89	25,285.53	31,726.95	39,606.46
少数股东损益	14.99	10.82	8.87	17.32	18.95
归属于母公司净利润	20,009.75	20,073.07	25,276.66	31,709.63	39,587.51
每股收益(元)	1.01	1.01	1.27	1.60	1.99

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	1.80%	16.45%	12.84%	22.32%	22.05%
营业利润	13.60%	-2.35%	28.04%	25.81%	24.72%
归属于母公司净利润	14.80%	0.32%	25.92%	25.45%	24.84%
获利能力					
毛利率	8.31%	7.26%	7.70%	8.44%	8.63%
净利率	4.55%	3.92%	4.38%	4.49%	4.59%
ROE	16.79%	15.56%	17.61%	19.88%	22.05%
ROIC	28.76%	21.84%	22.13%	23.96%	26.36%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	55.18%	54.49%	54.53%	58.02%	59.15%
净负债率	-21.65%	-7.87%	-4.53%	-2.80%	-3.73%
流动比率	1.75	1.67	1.70	1.62	1.60
速动比率	1.24	1.15	1.17	1.13	1.12
营运能力					
应收账款周转率	5.06	5.54	5.54	5.63	5.71
存货周转率	7.50	6.86	6.96	7.28	7.58
总资产周转率	1.79	1.86	1.92	2.03	2.10
每股指标(元)					
每股收益	1.01	1.01	1.27	1.60	1.99
每股经营现金流	0.44	0.77	0.48	0.87	1.32
每股净资产	6.00	6.49	7.23	8.03	9.04
估值比率					
市盈率	22.09	22.02	17.49	13.94	11.17
市净率	3.71	3.43	3.08	2.77	2.46
EV/EBITDA	6.01	4.63	13.00	10.60	8.52
EV/EBIT	6.49	5.08	14.90	11.89	9.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com