

2023年08月10日

# 工业富联（601138.SH）

## 算力提升业绩，AI 及智能制造带来持续价值

### 投资要点

- ◆ **事件：**2023年8月8日，公司发布2023年半年度报告。报告期内，公司实现营收约2067.76亿元，同比下滑8.21%，实现归母净利润约71.61亿元，同比上涨4.21%。
- ◆ **盈利能力持续提升，研发资源投入不断加大。**报告期内，公司实现营收约2067.76亿元，同比下滑8.21%，实现归母净利润约71.61亿元，同比上涨4.21%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润75.36亿元，同比增长18.27%。盈利能力稳步增长，实现毛利率7.17%，同比提升0.67个百分点。截至2023年上半年末，公司拥有有效申请及授权专利共6,189项，较去年同期增加了5.52%。尤其在“大数据+机器人”的新发展策略方向上，授权专利增长迅猛，占比从去年同期的11.72%增加至41.74%。在研发投入方面，公司自上市以来不断增加研发投入，自2020年以来持续维持在100亿元以上。2023年上半年，公司研发投入达到49.32亿元，研发技术人员数量超过3.2万人。
- ◆ **算力需求爆发，AI 带动服务器结构变化。**以ChatGPT为代表的生成式AI应用持续升温带动全球算力需求激增。根据IDC数据，2023年全球高性能AI服务器市场规模预计达248亿美元，年增长率预计高达27%。2017年，公司研发AI服务器，至今已迭代至第四代，并于今年开始为客户开发并量产英伟达的H100及H800等高性能AI服务器。公司一系列高性能训练及推理型AI服务器可全面满足客户数据中心对高效运算的需求。服务器毛利率持续提升，同比增长25%。此外，公司依托先进的液冷散热技术和低功耗电源管理技术，持续与全球领先的云服务商及服务器品牌商合作探索低功耗高性能算力的发展空间，目前已与客户携手合作开发低功耗且高性能的AI服务器，并不断推进先进散热技术，降低PUE、提升能效，并陆续推出一系列面向多场景及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，不断深化AI及算力领域的布局。
- ◆ **受益数据中心客户群高市场份额，高速交换机/路由器出货快速增长。**根据IDC预测，数据中心交换器市场规模持续扩张，预计在2024年销售规模将达到208.8亿美元，占整体市场份额超过一半，成为交换机主要应用市场之一。在数据中心的网络设备领域，公司主要客户群在全球市场占有75%以上份额，随着生成式AI快速发展，AI的相关应用推高IDC高速交换器及ISP路由器需求，上半年公司数据中心及运营商网络高速交换机、高速路由器产品分别提升70%、95%，其中，400G交换机出货快速增长，同时为主要客户打造的800G交换机产品亦已进入新产品导入。在网络设备领域，公司产品覆盖范围包括光纤到户、光模块的应用、高速交换机、运营商路由器、WiFi 7到5G+垂直应用等领域。无线网络的客户群在全球市场占有率达50%。公司拥有设计、研发、测试验证、智能制造到全球交付的产品发展全流程。
- ◆ **深度布局工业数字化领域，工业互联网开启新征程。**公司基于自身海量工业大数据

通信 | 其他通信设备III

投资评级

买入-B(首次)

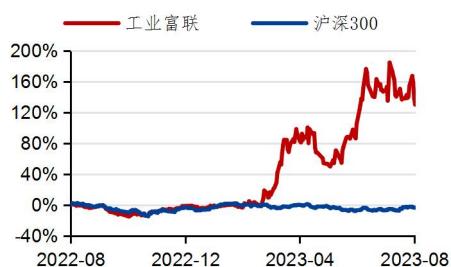
股价(2023-08-10)

21.50元

### 交易数据

总市值（百万元）	427,128.78
流通市值（百万元）	425,813.56
总股本（百万股）	19,866.45
流通股本（百万股）	19,805.28
12个月价格区间	25.62/8.25

### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.79	51.19	131.74
绝对收益	-6.87	49.89	127.39

### 分析师

李宏涛

SAC执业证书编号: S0910523030003  
lihongtao1@huajinsc.cn

### 相关报告



和众多应用场景，不断利用数字化技术推动高效制造，构建了一体化产品设计和智能制造能力。截至 2023 年上半年末，公司已累计打造了 6 座“灯塔工厂”，其中包括全球首座精密金属加工“灯塔工厂”，并为电子、汽车、机械加工、泛家居、医疗、建筑等行业提供一站式数字化转型解决方案。此外，公司积极参与工业互联网生态建设，包括参与编写中国信息通信研究院的《工业元宇宙白皮书》、携手产业链上下游伙伴参加第六届中国工业互联网大会及中国国际“互联网+”博览会，加入中国信通院企业数字化发展共建共享平台，成为第六批低代码/无代码推进中心的成员单位。

◆ **投资建议：**考虑公司所布局业务正贴合算力赛道所需的交换机及服务器，我们认为未来公司将长期保持稳健发展。预测公司 2023-2025 年收入 5789.02/ 6611.06/ 7596.11 亿元，同比增长 13.1%/14.2%/14.9%，公司归母净利润分别为 237.62/ 278.06/314.37 亿元，同比增长 18.4% / 17.0% / 13.1%，对应 EPS 1.20 /1.40 / 1.58 元，PE 18.0 / 15.4 / 13.6；首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**算力推进速度不及预期；市场竞争持续加剧；原材料成本上升。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	439,557	511,850	578,902	661,106	759,611
YoY(%)	1.8	16.4	13.1	14.2	14.9
净利润(百万元)	20,010	20,073	23,762	27,806	31,437
YoY(%)	14.8	0.3	18.4	17.0	13.1
毛利率(%)	8.3	7.3	8.1	8.3	8.1
EPS(摊薄/元)	1.01	1.01	1.20	1.40	1.58
ROE(%)	16.8	15.5	16.7	17.1	16.9
P/E(倍)	21.3	21.3	18.0	15.4	13.6
P/B(倍)	3.6	3.3	3.0	2.6	2.3
净利率(%)	4.6	3.9	4.1	4.2	4.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-25 年公司整体营收 5789/6611.1/7569.1 亿元，毛利率 8.1%/8.3%/8.1%。通信网络设备业务，随着网络升级需求进一步提升，交换机等产品稳步增加，预计 2023-2025 年实现收入 3367.54/3835.63/4376.46 亿元，毛利率 9.45%/9.63%/9.69%；云服务设备业务，随着算力爆发，AI 服务器需求加速，预计 2023-2025 年实现收入 2399.28/2749.30/3188.50 亿元，毛利率 5.84%/6.06%/5.52%；工业互联网业务，随着数字化进程加速，公司相关产品及解决方案将逐渐受益，预计 2023-2025 年实现收入 22.18/26.17/31.14 亿元，预计 2023-2025 毛利率 48.00%/48.30%/48.70%。

表 1：收入成本拆分表

		2022	2023E	2024E	2025E
通信网络设备	收入 (亿元)	2961.78	3367.54	3835.63	4376.46
	YoY (%)	14.37%	13.70%	13.90%	14.10%
	毛利率(%)	9.25%	9.45%	9.63%	9.69%
云服务设备	收入 (亿元)	2124.44	2399.28	2749.30	3188.50
	YoY (%)	19.26%	12.94%	14.59%	15.98%
	毛利率(%)	3.96%	5.84%	6.06%	5.52%
工业互联网	收入 (亿元)	19.12	22.18	26.17	31.14
	YoY (%)	13.46%	16.00%	18.00%	19.00%
	毛利率(%)	47.87%	48%	48.30%	48.70%
其他	收入 (亿元)	13.16	/	/	/
	YoY (%)	/	/	/	/
	毛利率(%)	/	/	/	/
合计	收入 (亿元)	5118.5	5789	6611.1	7569.1
	YoY (%)	16.40%	13.10%	14.20%	14.90%
	毛利率(%)	7.26%	8.10%	8.30%	8.10%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司闻泰科技（消费电子代工等）、共进股份（通信产品代工等）、中兴通讯（通信设备服务商）作为可比公司。在全球算力持续爆发的背景下，公司作为 AI 服务和高速交换机产品代工龙头公司，将直接受益赛道红利，未来发展稳健。

表 2：估值对比

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS (元)			PE (倍)		
				2022 年	2023E	2024E	2022 年	2023E	2024E
600745.SH	闻泰科技	47.33	586.89	1.17	2.29	3.18	44.89	20.69	14.89
603118.SH	共进股份	11.09	87.72	0.29	0.62	0.79	27.74	18.01	14.03
000063.SZ	中兴通讯	36.47	1743.2	1.71	2.07	2.42	15.16	17.59	15.05
平均							29.26	18.91	14.77
601138.SH	工业富联	21.50	4278.5	1.01	1.20	1.40	21.3	18.0	15.4

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2023 年 8 月 10 日）

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(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	247158	248940	269678	292601	327027	营业收入	439557	511850	578902	661106	759611
现金	82877	69430	62902	59194	54862	营业成本	403042	474678	531721	606234	698082
应收票据及应收账款	87034	97690	111233	127357	146782	营业税金及附加	596	486	521	595	684
预付账款	242	352	319	448	434	营业费用	896	1058	1274	1855	1730
存货	71928	77322	89864	100750	118743	管理费用	4157	3828	4458	5091	5849
其他流动资产	5078	4146	5360	4852	6206	研发费用	10835	11588	13547	15526	17884
非流动资产	19450	35248	44020	53488	63562	财务费用	-826	-704	153	-84	-406
长期投资	3168	12216	21269	30323	39377	资产减值损失	-342	-889	-1004	-1258	-1168
固定资产	9494	15937	15450	15590	16327	公允价值变动收益	-481	-70	-21	-65	-159
无形资产	407	440	459	489	530	投资净收益	979	30	375	428	453
其他非流动资产	6382	6655	6842	7086	7328	营业利润	22398	21872	26580	30995	34913
资产总计	266609	284188	313698	346089	390588	营业外收入	84	121	96	98	100
流动负债	141329	149176	160712	172831	194246	营业外支出	164	31	79	84	89
短期借款	52137	50498	50498	50498	50498	利润总额	22318	21963	26596	31009	34924
应付票据及应付账款	71987	69279	88963	91454	116297	所得税	2293	1879	2828	3195	3472
其他流动负债	17205	29399	21251	30879	27451	税后利润	20025	20084	23768	27815	31452
非流动负债	5793	5679	10800	10707	10659	少数股东损益	15	11	6	9	15
长期借款	3814	3485	8606	8513	8465	归属母公司净利润	20010	20073	23762	27806	31437
其他非流动负债	1978	2194	2194	2194	2194	EBITDA	25758	26390	32140	37819	43299
负债合计	147121	154854	171512	183538	204905	主要财务比率					
少数股东权益	307	358	365	374	388	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	19865	19860	19866	19866	19866	成长能力					
资本公积	28297	28491	28491	28491	28491	营业收入(%)	1.8	16.4	13.1	14.2	14.9
留存收益	71555	81744	96367	112289	129173	营业利润(%)	13.6	-2.3	21.5	16.6	12.6
归属母公司股东权益	119181	128975	141822	162177	185295	归属于母公司净利润(%)	14.8	0.3	18.4	17.0	13.1
负债和股东权益	266609	284188	313698	346089	390588	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	8.3	7.3	8.1	8.3	8.1
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	4.6	3.9	4.1	4.2	4.1
经营活动现金流	8725	15366	15222	17638	19500	ROE(%)	16.8	15.5	16.7	17.1	16.9
净利润	20025	20084	23768	27815	31452	ROIC(%)	11.8	11.2	12.2	13.0	13.2
折旧摊销	2516	3220	4269	5298	6746	偿债能力					
财务费用	-826	-704	153	-84	-406	资产负债率(%)	55.2	54.5	54.7	53.0	52.5
投资损失	-979	-30	-375	-428	-453	流动比率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
营运资金变动	-16208	-12475	-12614	-15027	-17998	速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
其他经营现金流	4197	5270	21	65	159	营运能力					
投资活动现金流	-7100	-15308	-12687	-14403	-16526	总资产周转率	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1
筹资活动现金流	4766	-14068	-9063	-6944	-7306	应收账款周转率	5.1	5.5	5.5	5.5	5.5
每股指标(元)						应付账款周转率	6.0	6.7	6.7	6.7	6.7
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.01	1.20	1.40	1.58	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.77	0.77	0.89	0.98	P/E	21.3	21.3	18.0	15.4	13.6
每股净资产(最新摊薄)	6.00	6.49	7.14	8.16	9.33	P/B	3.6	3.3	3.0	2.6	2.3
						EV/EBITDA	15.6	15.9	13.3	11.4	10.1

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)