

工业富联 (601138.SH)

前三季度净利润同比增长 14.32%，AI 业务强劲持续提升盈利能力

买入

核心观点

前三季度营收同比减少 8.94%，归母净利润同比增长 14.32%。公司发布三季报，前三季度营业收入 3288.18 亿元 (YoY -8.94%)，归母净利润 134.85 亿元 (YoY 14.32%)，扣非归母净利润 135.33 亿元 (YoY 19.26%)；其中 3Q23 营业收入 1220.42 亿元 (YoY -10.15%, QoQ 20.97%)，归母净利润 63.24 亿元 (YoY 28.42%, QoQ 56.81%)，扣非归母净利润 59.96 亿元 (YoY 20.54%, QoQ 38.48%)。

前三季度毛利率同比提升 1.04pct，净利率同比提升 0.83pct。前三季度毛利率 7.96% (YoY 1.04pct)，其中 3Q23 毛利率 9.29% (YoY 1.68pct, QoQ 2.32pct)。前三季度净利率 4.10% (YoY 0.83pct)，其中 3Q23 净利率 5.18% (YoY 1.55pct, QoQ 1.18pct)。面对全球经济发展放缓、市场整体需求疲软等不利因素，公司通过“规模与利润”并重的经营策略，持续优化产品组合，盈利能力、经营质量得到大幅提升。

AI 业务强劲增长，核心业务优势持续巩固。随着全球 AI 算力市场持续爆发，带动公司 AI 服务器出货量攀升。公司今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，同时不断深化与英伟达的合作，不仅在服务器的设计制造领域，还将携手加速推动生成式 AI 在各个领域中的落地应用，包括共同开发“AI 工厂”。此外，公司 400G 交换机出货快速增加，800G 交换机产品预计 2023 年下半年将贡献营业收入，并自 2024 年起开始放量。终端精密结构件方面，公司在新产品维持良好成长势头，持续保持在高端产品方面的优势，表现显著优于同业。

持续加大国内高端智能制造领域投资布局。今年以来，公司河南济源 5G 终端精密制造项目以及目前在国内投资最大、建设最新、数字化智能化程度最高的江西赣州园区均宣布投产运营，同步加速推进广东深圳、浙江杭州、绍兴等地的投资项目。对外强化科技服务方面，公司参与打造的世界级灯塔工厂增至 6 座，旗下深圳观澜工厂于今年成为全球首座精密金属加工灯塔工厂。

投资建议：我们看好 1) 公司云计算业务受益于全球 AI 浪潮兴起及算力需求爆发式增长；2) 全球 5G 基础设施建设持续推进及智能家居普及带动通信及移动网络设备增长；3) 受益于数字经济及工业互联网的强劲增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润同比增长 20.3%、24.5%、15.7% 至 241.52、300.71、347.97 亿元，对应 PE 分别为 11.9、9.6、8.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新产品拓展不及预期，下游需求不及预期，客户导入不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	439,557	511,850	518,281	611,934	694,392
(+/-%)	1.8%	16.4%	1.3%	18.1%	13.5%
净利润(百万元)	20010	20073	24152	30071	34797
(+/-%)	14.8%	0.3%	20.3%	24.5%	15.7%
每股收益(元)	1.01	1.01	1.22	1.51	1.75
EBIT Margin	4.6%	3.9%	5.1%	5.4%	5.5%
净资产收益率 (ROE)	16.8%	15.6%	16.7%	18.5%	19.1%
市盈率 (PE)	14.4	14.4	11.9	9.6	8.3
EV/EBITDA	19.3	18.9	14.9	12.8	11.1
市净率 (PB)	2.42	2.24	2.00	1.77	1.58

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·消费电子

证券分析师: 胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师: 周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

联系人: 詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人: 连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师: 胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师: 叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人: 李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

14.75 元

总市值/流通市值

293021/292519 百万元

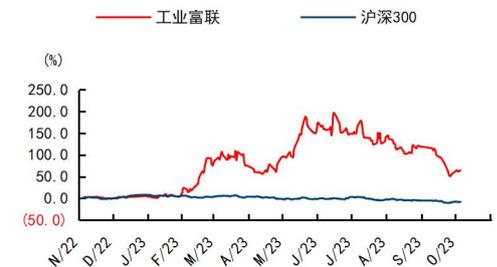
52 周最高价/最低价

27.26/8.57 元

近 3 个月日均成交额

2368.17 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

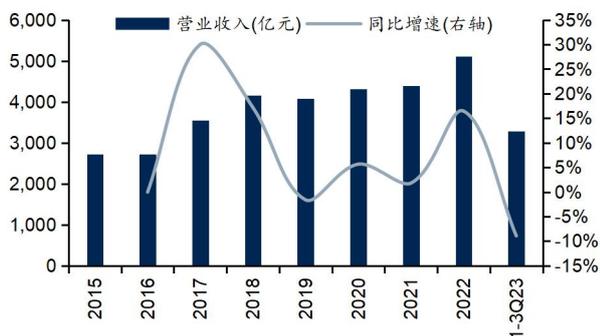
相关研究报告

《工业富联 (601138.SH)-1H23 净利润同比增长 4.21%，AI 算力需求激增带动盈利能力提升》——2023-08-11

《工业富联 (601138.SH)-布局“高端智能制造+工业互联网”，受益 AI 算力井喷需求》——2023-06-30

《工业富联 (601138.SH)-AI 打开算力新时代，云计算业务高速增长》——2023-03-27

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



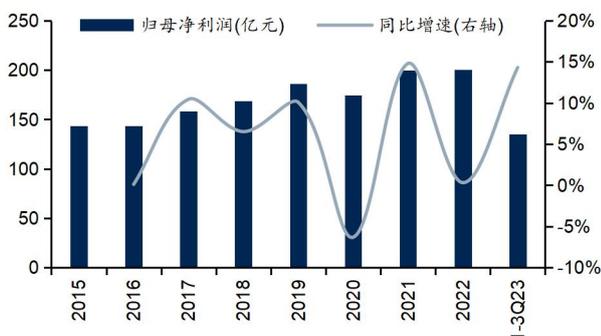
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



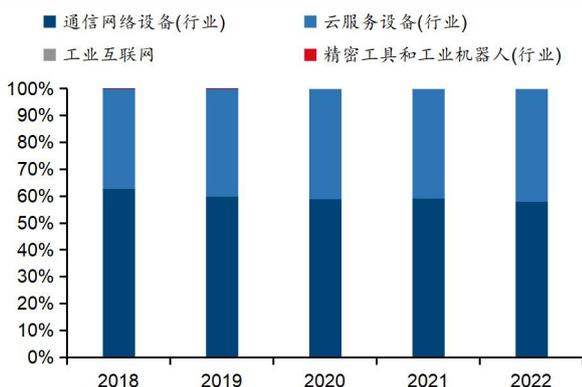
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



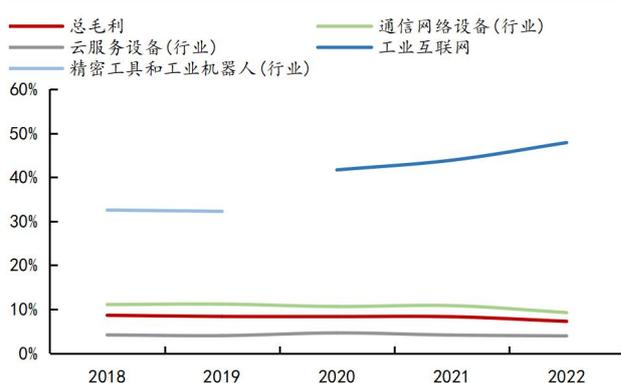
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收占比



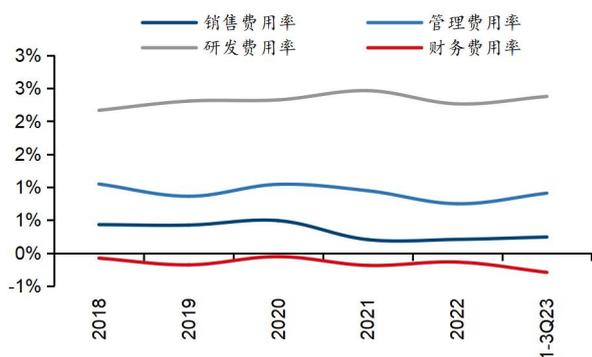
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率 (%)



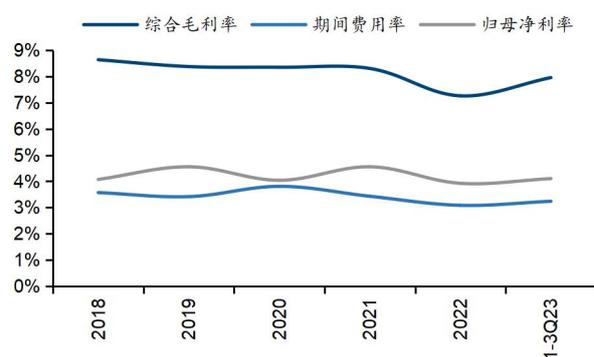
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司费用率



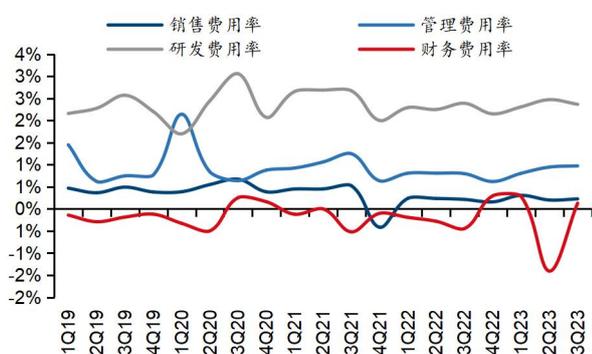
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司毛利率、净利率、费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司分季度费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司分季度毛利率、净利率、费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	82877	69430	77529	81078	79280	营业收入	439557	511850	518281	611934	694392
应收款项	89551	99569	103702	122049	137504	营业成本	403042	474678	473572	557525	631700
存货净额	71928	77322	71962	91598	100763	营业税金及附加	596	486	688	741	807
其他流动资产	2803	2620	3108	3656	4020	销售费用	896	1058	1300	1349	1569
流动资产合计	247158	248940	256301	298382	321567	管理费用	4157	3828	4227	5129	5562
固定资产	10908	16638	19412	22363	24506	研发费用	10835	11588	11948	14277	16238
无形资产及其他	407	440	423	405	387	财务费用	(826)	(704)	739	767	991
其他长期资产	4967	5953	5953	5953	5953	投资收益	979	30	31	36	41
长期股权投资	3168	12216	16110	21090	27065	资产减值及公允价值变动	(889)	(1139)	(1093)	(1040)	(1391)
资产总计	266609	284188	298198	348194	379478	其他	1450	2066	1668	1752	1861
短期借款及交易性金融负债	53189	55765	51142	63462	62087	营业利润	22398	21872	26413	32894	38036
应付款项	71987	69279	76041	90077	98436	营业外净收支	(80)	91	14	8	37
其他流动负债	16153	24132	19932	24703	28865	利润总额	22318	21963	26426	32903	38073
流动负债合计	141329	149176	147115	178242	189387	所得税费用	2293	1879	2261	2815	3257
长期借款及应付债券	3814	3485	3485	3485	3485	少数股东损益	15	11	13	16	19
其他长期负债	1978	2194	2828	3455	3947	归属于母公司净利润	20010	20073	24152	30071	34797
长期负债合计	5793	5679	6313	6940	7432	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	147121	154854	153428	185182	196819	净利润	20025	20084	24165	30088	34816
少数股东权益	307	358	371	388	406	资产减值准备	408	1069	1172	1092	1412
股东权益	119181	128975	144399	162625	182253	折旧摊销	2516	3220	3181	4157	5232
负债和股东权益总计	266609	284188	298198	348194	379478	公允价值变动损失	481	70	(80)	(52)	(21)
						财务费用	492	1482	739	767	991
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(18231)	(10749)	4015	(19046)	(11950)
每股收益	1.01	1.01	1.22	1.51	1.75	其它	3034	190	(1912)	(1859)	(2403)
每股红利	0.27	0.56	0.44	0.60	0.76	经营活动现金流	8725	15366	31281	15146	28077
每股净资产	6.00	6.49	7.27	8.19	9.18	资本开支	(6035)	(8093)	(5936)	(7091)	(7357)
ROIC	17%	17%	20%	22%	23%	其它投资现金流	(1064)	(7214)	(3894)	(4981)	(5974)
ROE	17%	16%	17%	18%	19%	投资活动现金流	(7100)	(15308)	(9830)	(12072)	(13331)
毛利率	8%	7%	9%	9%	9%	权益性融资	27	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	4%	5%	5%	6%	负债净变化	3814	(330)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(5361)	(11090)	(8728)	(11846)	(15169)
收入增长	2%	16%	1%	18%	13%	其它融资现金流	6286	(2649)	(4623)	12320	(1375)
净利润增长率	15%	0%	20%	25%	16%	融资活动现金流	4766	(14068)	(13351)	474	(16544)
资产负债率	55%	55%	52%	53%	52%	现金净变动	5778	(11905)	8100	3549	(1798)
息率	1.9%	3.8%	3.0%	4.1%	5.3%	货币资金的期初余额	75293	81071	69167	77266	80815
P/E	14.4	14.4	11.9	9.6	8.3	货币资金的期末余额	81071	69167	77266	80815	79017
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	(3778)	2860	25534	8118	21146
EV/EBITDA	19.3	18.9	14.9	12.8	11.1	权益自由现金流	6322	(119)	20236	19737	18865

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032