

工业富联 (601138.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

产品结构优化，盈利能力提升

业绩简评

2024年3月13日,公司发布23年年报,报告期内实现营收4763.4亿元,同比下降6.94%;归母净利润210.4亿元,同比增长4.82%;扣非归母净利润202.1亿元,同比增加9.77%。业绩基本符合预期。

经营分析

营收短期承压，盈利能力显著提升。报告期内,公司营收同比下滑6.9%,三大主营业务通信网络设备、云计算和工业互联网分别实现收入2790/1943/16亿元,同比分别下滑为5.8%/8.5%/13.9%。23年成本端有所改善,主要利润指标均保持同比增长,全年毛利率8.06%、净利率4.41%,分别同比增加0.8/0.5PP。经营质量边际改善,前三季经营活动现金流净额430.8亿元,较去年同期增加277.2亿元。

AI及网络设备升级优化产品结构, AI服务器及高速交换机保持快速增长。AIGC等增量应用拉动算力激增与网络扩容需求,通信设备方面,受益于运营商及CSP数据中心网络升级,高速交换机收入同比呈两位数增长。其中100/200/400G等高速交换机实现量产交付,主要客户的全球市占率超75%,800G交换机已进入新产品导入阶段,预计2024年放量。云计算设备方面,CSP产品提升至近五成,AI服务器占云计算收入比提高至约三成,同时研发布局从零部件、服务器到系统的全系列液冷式解决方案。计算和通信设备升级带来公司毛利率稳步提升,通信设备和云计算板块分别实现毛利率9.8%/5.1%,同比增长0.55PP、1.12PP。

看好AI和数字经济持续赋予公司增长动能。围绕数字经济主线,公司一方面强化高端智能制造+工业互联网的核心竞争力,同时拓宽大数据+机器人的业务版图。公司与行业头部客户合作密切,我们看好AI算力需求与网络升级拉动公司产品不断优化,营收恢复正增长,盈利持续改善。

盈利预测与估值

我们预计公司24-26年归母净利润分别为273.1亿元、320.0亿元、363.2亿元,对应PE分别为18/15/13倍,维持“买入”评级。

风险提示

新业务进展不及预期,毛利率持续下行风险。

通信组

分析师:罗露(执业S1130520020003)

luolu@gjzq.com.cn

市价(人民币):24.35元

相关报告:

- 《工业富联公司点评:算力及网络设备迭代,单季盈利创新高》,2023.10.30
- 《工业富联公司点评:AI优化产品结构,盈利改善明显》,2023.8.8
- 《工业富联公司点评:毛利率同比改善,发力AI服务器》,2023.4.28



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	511,850	476,340	588,594	701,363	803,773
营业收入增长率	16.45%	-6.94%	23.57%	19.16%	14.60%
归母净利润(百万元)	20,073	21,040	27,309	32,011	36,315
归母净利润增长率	0.32%	4.82%	29.79%	17.22%	13.44%
摊薄每股收益(元)	1.011	1.059	1.375	1.612	1.828
每股经营性现金流净额	0.77	2.17	0.85	0.88	1.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.56%	15.01%	17.33%	17.82%	17.62%
P/E	9.08	14.28	17.71	15.11	13.32
P/B	1.41	2.14	3.07	2.69	2.35

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	439,557	511,850	476,340	588,594	701,363	803,773
增长率	16.4%	-6.9%	23.6%	19.2%	14.6%	
主营业务成本	-403,042	-474,678	-437,964	-539,639	-644,063	-739,460
%销售收入	91.7%	92.7%	91.9%	91.7%	91.8%	92.0%
毛利	36,515	37,172	38,376	48,954	57,301	64,313
%销售收入	8.3%	7.3%	8.1%	8.3%	8.2%	8.0%
营业税金及附加	-596	-486	-381	-589	-701	-804
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-896	-1,058	-1,024	-1,177	-1,403	-1,608
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-4,157	-3,828	-4,226	-5,297	-5,611	-6,028
%销售收入	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
研发费用	-10,835	-11,588	-10,811	-13,832	-16,482	-18,165
%销售收入	2.5%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	20,031	20,211	21,934	28,059	33,103	37,708
%销售收入	4.6%	3.9%	4.6%	4.8%	4.7%	4.7%
财务费用	826	704	586	757	897	1,104
%销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-342	-889	-430	-194	-152	-183
公允价值变动收益	-481	-70	264	-20	-20	-20
投资收益	979	30	-666	200	200	200
%税前利润	4.4%	0.1%	n.a	0.7%	0.6%	0.5%
营业利润	22,398	21,872	23,067	30,323	35,548	40,330
营业利润率	5.1%	4.3%	4.8%	5.2%	5.1%	5.0%
营业外收支	-80	91	57	20	20	20
税前利润	22,318	21,963	23,124	30,343	35,568	40,350
利润率	5.1%	4.3%	4.9%	5.2%	5.1%	5.0%
所得税	-2,293	-1,879	-2,106	-3,034	-3,557	-4,035
所得税率	10.3%	8.6%	9.1%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	20,025	20,084	21,018	27,309	32,011	36,315
少数股东损益	15	11	-22	0	0	0
归属于母公司的净利润	20,010	20,073	21,040	27,309	32,011	36,315
净利率	4.6%	3.9%	4.4%	4.6%	4.6%	4.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	20,025	20,084	21,018	27,309	32,011	36,315
少数股东损益	15	11	-22	0	0	0
非现金支出	4,320	5,699	6,397	194	152	183
非经营收益	54	1,836	2,894	817	1,354	1,560
营运资金变动	-16,208	-12,253	12,774	-11,414	-15,941	-16,232
经营活动现金净流	8,191	15,366	43,084	16,904	17,577	21,826
资本开支	-5,982	-8,047	-8,670	-2,719	-2,360	-2,360
投资	-1,799	-9,579	3,713	-20	-20	-20
其他	680	2,318	393	200	200	200
投资活动现金净流	-7,100	-15,308	-4,564	-2,539	-2,180	-2,180
股权募资	27	0	174	-193	0	0
债权募资	12,503	-20	-10,217	4,159	13,630	7,938
其他	-7,764	-14,049	-14,691	-11,347	-11,507	-11,713
筹资活动现金净流	4,766	-14,068	-24,734	-7,381	2,124	-3,775
现金净流量	5,244	-11,905	14,185	6,985	17,520	15,871

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	82,877	69,430	83,462	90,171	107,491	123,216
应收账款	89,551	99,569	89,328	97,559	116,135	132,960
存货	71,928	77,322	76,683	81,316	93,521	103,322
其他流动资产	2,803	2,620	3,005	3,122	3,475	3,522
流动资产	247,158	248,940	252,478	272,168	320,622	363,020
%总资产	92.7%	87.6%	87.8%	87.6%	88.7%	89.4%
长期投资	3,307	12,604	7,986	8,216	8,216	8,216
固定资产	10,908	16,638	20,220	22,620	24,820	27,020
%总资产	4.1%	5.9%	7.0%	7.3%	6.9%	6.7%
无形资产	1,663	2,495	3,981	4,491	4,691	4,891
非流动资产	19,450	35,248	35,227	38,398	40,798	43,198
%总资产	7.3%	12.4%	12.2%	12.4%	11.3%	10.6%
资产总计	266,609	284,188	287,705	310,565	361,419	406,218
短期借款	53,189	55,765	41,760	45,844	59,424	67,312
应付款项	80,795	86,180	89,213	89,680	103,489	112,717
其他流动负债	7,345	7,231	7,072	8,210	9,633	10,928
流动负债	141,329	149,176	138,045	143,733	172,547	190,957
长期贷款	3,814	3,485	7,097	7,147	7,197	7,247
其他长期负债	1,978	2,194	1,968	1,678	1,590	1,546
负债	147,121	154,854	147,110	152,558	181,333	199,750
普通股股东权益	119,181	128,975	140,187	157,600	179,678	206,060
其中：股本	19,865	19,860	19,866	19,866	19,866	19,866
未分配利润	68,783	77,934	86,716	104,091	126,170	152,551
少数股东权益	307	358	408	408	408	408
负债股东权益合计	266,609	284,188	287,705	310,565	361,419	406,218

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.007	1.011	1.059	1.375	1.612	1.828
每股净资产	6.000	6.494	7.057	7.934	9.045	10.374
每股经营现金净流	0.412	0.774	2.169	0.851	0.885	1.099
每股股利	0.200	0.250	0.500	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	16.79%	15.56%	15.01%	17.33%	17.82%	17.62%
总资产收益率	7.51%	7.06%	7.31%	8.79%	8.86%	8.94%
投入资本收益率	10.18%	9.79%	10.51%	11.97%	12.07%	12.07%
增长率						
主营业务收入增长率	1.80%	16.45%	-6.94%	23.57%	19.16%	14.60%
EBIT增长率	7.24%	0.90%	8.52%	27.93%	17.98%	13.91%
净利润增长率	14.80%	0.32%	4.82%	29.79%	17.22%	13.44%
总资产增长率	18.22%	6.59%	1.24%	7.95%	16.37%	12.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.2	65.9	71.3	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	53.1	57.4	64.2	55.0	53.0	51.0
应付账款周转天数	60.6	54.2	60.1	53.0	51.0	48.0
固定资产周转天数	7.9	11.4	13.6	12.2	11.3	10.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.86%	-7.88%	-25.05%	-23.92%	-23.03%	-23.86%
EBIT利息保障倍数	-24.2	-28.7	-37.4	-37.1	-36.9	-34.2
资产负债率	55.18%	54.49%	51.13%	49.12%	50.17%	49.17%

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	2	11	15	16	35
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-23	买入	10.19	N/A
2	2022-08-10	买入	9.69	N/A
3	2022-10-31	买入	8.28	N/A
4	2023-03-16	买入	12.07	N/A
5	2023-04-28	买入	16.10	N/A
6	2023-08-08	买入	24.98	N/A
7	2023-10-30	买入	14.07	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

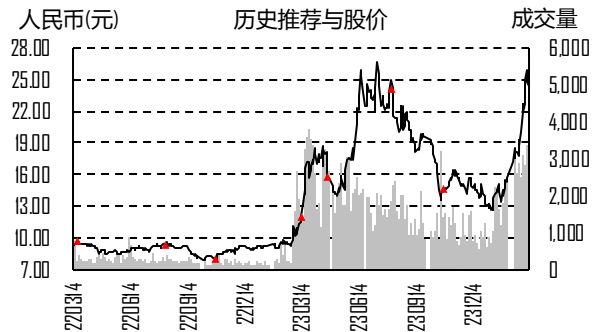
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806