

## AI 浪潮下，高质量发展博出新动能

2024 年 03 月 14 日

► **工业富联公布 2023 年业绩。**2023 年实现收入 4763 亿元，同比下滑 6.9%；实现归母净利润 210 亿元，同比增长 4.8%。分季度看，4Q23 实现收入 1475 亿元，同比下滑 2.2%；实现归母净利润 76 亿元，同比下滑 8.7%。

► **大模型加速迭代，算力需求驱动 AI 服务器出货高速增长。**随着 ChatGPT 持续火爆，大型语言模型 (LLM) 和生成式 AI (Generative AI) 备受关注。各大云服务商不断加码对 AI 相关投入，AI 创新引发的算力竞赛推动硬件基础设施的不断升级扩容。在此背景下，AI 服务器市场规模保持高速增长态势。根据 MIC 及 Trendforce 测算，2023 年全球 AI 服务器出货量逾 125 万台，同比增长超过 47%。公司服务器出货量稳居前列，并在产业链关键环节处于行业领先地位。2023 年，公司与全球主要服务器品牌商、国内外云服务商的合作进一步深化。基于公司与客户长久密切合作关系、共同开发产品的能力及高自动化水平，公司与客户共同开发并量产高性能 AI 服务器，并向客户提供数据中心先进散热解决方案，有效提高数据中心运转效率及可持续性。

► **受益 AI 服务器，云计算业务呈强劲增长。**2023 年，随着上游算力建设的飞速飙升及下游 AI 需求的快速增长，公司云计算业务收入达 1,943.08 亿元。其中，云服务商产品占比快速提升，2023 年占比近五成。AI 服务器占云计算收入比例提高至约三成，呈现出强劲的增长势头。2023 年公司云计算毛利率达 5.08%，较 2022 年提升 1.12pct，是自公司 2018 年上市以来该板块年度毛利率水平首次突破 5%，主要得益于 AI 服务器市场份额的大幅上升，有效带动公司云计算整体毛利率。

► **生成式 AI 高带宽需求增长，带动 IDC 高速交换机升级。**随着数据流量增长，高带宽业务的开展和部署对网络设备要求增多，交换机路由器相关需求得到进一步催化。根据 IDC 数据，2023 年交换机市场规模为 446 亿美元，相较 2022 年成长 21%。公司深耕网络通信行业多年，在相关领域拥有深厚的技术积累。公司凭借在智能制造、响应速度等方面的优势，市场份额不断提升，推升相关业务实现高速增长。其中，800G 高速交换机已进行 NPI，预计 2024 年将开始上量并贡献营业收入，公司产品结构有望得到进一步优化。

► **投资建议：**受益于数字经济浪潮下的算力需求增长和网络升级需求增幅较大，公司产品结构优化有望带来主营业务质量的全面提升和盈利水平的进一步优化，我们预计 24-26 年公司营业收入分别为 5295/5765/6293 亿元，归母净利润分别为 235/261/282 亿元；对应 2024 年 03 月 14 日收盘价，P/E 分别为 19x/17x/16x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，新品研发进度不及预期，新品放量速度不及预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	476,340	529,461	576,496	629,283
增长率 (%)	-6.9	11.2	8.9	9.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	21,040	23,472	26,061	28,184
增长率 (%)	4.8	11.6	11.0	8.1
每股收益 (元)	1.06	1.18	1.31	1.42
PE	22	19	17	16
PB	3.2	3.0	2.7	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 03 月 14 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

22.85 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

## 相关研究

- 工业富联 (601138.SH) 2023 年半年报点评：AI 服务器销量稳步增长，盈利水平持续提升-2023/08/09
- 工业富联 (601138.SH) 2023 年一季报点评：23Q1 高质量稳增长，未来 AI 服务器放量可期-2023/05/15
- 工业富联 (601138.SH) 2022 年年报点评：业绩及分红比例创新高，云计算业务加速向上-2023/03/15
- 工业富联 (601138.SH) 2022 年三季报点评：业绩创同期新高，三大主业持续突破-2022/11/02
- 工业富联 (601138.SH) 2022 年中报点评：经营业绩稳健，云计算与工业互联网保持高速增长-2022/08/15

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	476,340	529,461	576,496	629,283
营业成本	437,964	487,342	531,271	580,299
营业税金及附加	381	424	461	503
销售费用	1,024	1,059	1,153	1,259
管理费用	4,226	4,236	4,612	5,034
研发费用	10,811	11,648	11,530	12,586
EBIT	23,840	26,544	29,363	31,605
财务费用	-586	-110	-204	-381
资产减值损失	-543	-1,188	-1,288	-1,402
投资收益	-666	0	0	0
营业利润	23,067	25,466	28,279	30,584
营业外收支	57	60	63	66
利润总额	23,124	25,526	28,342	30,650
所得税	2,106	2,042	2,267	2,452
净利润	21,018	23,484	26,074	28,198
归属于母公司净利润	21,040	23,472	26,061	28,184
EBITDA	29,807	33,738	37,388	41,809

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	83,462	86,809	92,894	98,899
应收账款及票据	88,474	101,758	110,798	120,943
预付款项	255	292	319	348
存货	76,683	77,989	84,588	92,082
其他流动资产	3,604	4,680	4,835	4,992
流动资产合计	252,478	271,528	293,434	317,264
长期股权投资	7,180	7,180	7,180	7,180
固定资产	17,712	19,841	21,149	22,234
无形资产	1,004	1,000	993	986
非流动资产合计	35,227	36,083	37,252	37,073
资产合计	287,705	307,611	330,686	354,337
短期借款	41,091	41,091	41,091	41,091
应付账款及票据	75,028	80,111	87,332	95,392
其他流动负债	21,925	25,196	27,066	29,086
流动负债合计	138,045	146,398	155,489	165,568
长期借款	7,097	7,097	7,097	7,097
其他长期负债	1,968	1,536	2,240	1,820
非流动负债合计	9,065	8,633	9,337	8,917
负债合计	147,110	155,030	164,826	174,485
股本	19,866	19,864	19,864	19,864
少数股东权益	408	420	433	447
股东权益合计	140,595	152,581	165,860	179,852
负债和股东权益合计	287,705	307,611	330,686	354,337

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-6.94	11.15	8.88	9.16
EBIT 增长率	2.15	11.34	10.62	7.64
净利润增长率	4.82	11.56	11.03	8.14
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	8.06	7.96	7.84	7.78
净利润率	4.42	4.43	4.52	4.48
总资产收益率 ROA	7.31	7.63	7.88	7.95
净资产收益率 ROE	15.01	15.43	15.75	15.71
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.83	1.85	1.89	1.92
速动比率	1.26	1.31	1.33	1.35
现金比率	0.60	0.59	0.60	0.60
资产负债率 (%)	51.13	50.40	49.84	49.24
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	67.79	70.00	70.00	70.00
存货周转天数	63.91	59.30	59.00	58.80
总资产周转率	1.67	1.78	1.81	1.84
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.06	1.18	1.31	1.42
每股净资产	7.06	7.66	8.33	9.03
每股经营现金流	2.17	1.29	1.50	1.66
每股股利	0.00	0.64	0.72	0.77
<b>估值分析</b>				
PE	22	19	17	16
PB	3.2	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	15.10	13.34	12.04	10.77
股息收益率 (%)	0.00	2.82	3.13	3.38

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	21,018	23,484	26,074	28,198
折旧和摊销	5,967	7,194	8,025	10,204
营运资金变动	12,774	-8,334	-7,797	-8,906
经营活动现金流	43,084	25,663	29,706	32,996
资本开支	-8,670	-6,472	-7,181	-8,712
投资	3,713	0	0	0
投资活动现金流	-4,564	-6,472	-7,181	-8,712
股权募资	174	-16	0	0
债务募资	-10,217	0	0	0
筹资活动现金流	-24,734	-15,843	-16,441	-18,278
现金净流量	14,185	3,347	6,084	6,006

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026