

## 工业富联 (601138)

证券研究报告

2024年03月15日

## AI 服务器收入高速增长，持续看好公司 AI 领域卡位

事件：公司发布 2023 年年报，实现营业收入 4,763.40 亿元，归母净利润为 210.40 亿元，yoy+4.82%；扣非归母净利润为 202.09 亿元，yoy+9.77%；经营性现金流持续增长，净额达 430.84 亿元，yoy+180.39%；资产状况良好，净资产和总资产不断增长，分别达 1,401.87 亿元及 2,877.05 亿元。

点评：AI 服务器收入高速增长，核心竞争力优势突出。2023 年公司实现营收 4763.4 亿元，归母净利润为 210.40 亿元，yoy+4.82%；扣非归母净利润为 202.09 亿元，yoy+9.77%；单季度来看，23Q4 公司实现营收 1475 亿，yoy-2.15%，实现归母净利润 76 亿，yoy-8.72%。分业务板块来看，2023 年通信及移动网络设备/云计算/工业互联网分别实现营收 2,789.76/1,943.08/16.46 亿元，yoy-5.81%/-8.54%/-13.89%，毛利率分别为 9.80%/5.08%/49.81%，yoy+0.55pct/+1.12pct/+1.94pct。云计算板块，受益于上游算力建设需求旺盛和 AI 需求的快速增长，2023 年云服务商产品占比约 50%，AI 服务器占云计算收入比例提升至约 30%。公司产品深入挖掘 AI 全产业链价值量，包括上游 GPU 模组、基板及后端 AI 服务器设计与系统。通信及移动网络设备板块，高速交换机及路由器收入同比有两位数增长，终端精密结构件收入同比逆势增长，网通设备受全球通货膨胀及加息影响需求放缓，5G 出货整体持平。公司经营性现金流净额为 431 亿，yoy+180.4%，主要是公司应收账款回款速度加快。公司 2023 年度拟派发现金红利（含税）115 亿，占 2023 年归母净利润 55%。

## 持续看好公司在 AI 领域的核心卡位：

云计算业务：1) 行业层面：随着全球经济景气回温，据市场研究机构 IDC 预测，2024 年全球云服务商资本支出将大幅增加，尤其在 AI 资本支出方面将维持近一倍的成长，且 AI 占整体资本支出的比例将由原先的 25%提高至 39%。全球前四大云服务商在 2024 年的资本支出皆有两位数以上成长；2) 云服务业务：持续受益于服务器白牌化+公司股份领先（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、运营管理到弹性调配交付），云服务占比进一步提升，23 年云服务商产品在云计算收入中占比快速提升，23 年占比近五成；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、大容量储存、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商 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），23 年云计算产品中占比提升至约 30%；

网络通信业务：1) 行业层面：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。根据 IDC 数据，2023 年交换机市场规模为 446 亿美元，较上年成长 21%；2) 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 75%以上的领先客户群体，23 年路由器业务同比实现两位数成长，200G、400G 交换机出货显著提升，800G 交换机也已进入 NPI 阶段，预计 24 年可贡献营收。

投资建议：考虑到公司 23 年年报业绩增速放缓，将 24/25 年归母净利润由 317/396 亿下调至 250/300 亿，新增 26 年 352 亿元归母净利润盈利预测，维持“买入”评级。

风险提示：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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	511,849.58	476,340.11	600,188.53	720,226.24	828,260.18
增长率(%)	16.45	(6.94)	26.00	20.00	15.00
EBITDA(百万元)	36,048.51	37,334.93	34,861.61	40,389.41	45,678.39
归属母公司净利润(百万元)	20,073.07	21,040.19	25,019.77	30,026.96	35,218.98
增长率(%)	0.32	4.82	18.91	20.01	17.29
EPS(元/股)	1.01	1.06	1.26	1.51	1.77
市盈率(P/E)	22.61	21.57	18.14	15.12	12.89
市净率(P/B)	3.52	3.24	2.90	2.56	2.21
市销率(P/S)	0.89	0.95	0.76	0.63	0.55
EV/EBITDA	4.63	6.95	12.94	9.93	9.19

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	22.85 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	19,863.94
流通 A 股股本(百万股)	19,834.90
A 股总市值(百万元)	453,891.03
流通 A 股市值(百万元)	453,227.45
每股净资产(元)	7.06
资产负债率(%)	51.13
一年内最高/最低(元)	27.26/11.77

## 作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@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-半年报点评:23Q2 扣非归母净利润超预期，持续看好 AI 在业绩端兑现》 2023-08-10
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,429.84	83,462.32	81,625.64	97,950.77	112,643.38
应收票据及应收账款	97,689.78	88,474.24	128,260.51	127,819.93	162,071.13
预付账款	352.36	254.71	473.45	400.34	621.64
存货	77,321.75	76,683.35	95,103.95	103,678.50	116,454.65
其他	4,146.12	3,603.84	5,860.26	4,246.31	6,474.69
<b>流动资产合计</b>	<b>248,939.86</b>	<b>252,478.46</b>	<b>311,323.81</b>	<b>334,095.85</b>	<b>398,265.50</b>
长期股权投资	12,215.70	7,179.75	7,179.75	7,179.75	7,179.75
固定资产	15,937.00	17,711.57	16,380.48	15,239.94	13,103.20
在建工程	701.41	2,508.06	3,129.47	3,701.06	3,801.06
无形资产	440.31	1,004.41	903.97	803.53	703.09
其他	5,953.39	6,823.06	6,647.03	6,398.89	5,918.02
<b>非流动资产合计</b>	<b>35,247.80</b>	<b>35,226.84</b>	<b>34,240.70</b>	<b>33,323.17</b>	<b>30,705.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>284,187.66</b>	<b>287,705.30</b>	<b>345,564.51</b>	<b>367,419.02</b>	<b>428,970.61</b>
短期借款	50,497.69	41,090.90	69,980.47	48,233.32	77,133.96
应付票据及应付账款	69,278.94	75,028.34	78,353.18	105,704.64	105,961.85
其他	29,222.27	21,734.97	25,952.91	33,521.86	33,063.74
<b>流动负债合计</b>	<b>148,998.90</b>	<b>137,854.21</b>	<b>174,286.56</b>	<b>187,459.82</b>	<b>216,159.55</b>
长期借款	3,484.51	7,096.94	12,371.40	0.00	5,147.77
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,194.07	1,968.50	2,046.92	2,069.83	2,028.42
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,678.58</b>	<b>9,065.44</b>	<b>14,418.33</b>	<b>2,069.83</b>	<b>7,176.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>154,854.16</b>	<b>147,109.97</b>	<b>188,704.89</b>	<b>189,529.65</b>	<b>223,335.74</b>
少数股东权益	358.31	407.88	409.22	406.26	396.13
股本	19,859.59	19,866.11	19,863.94	19,863.94	19,863.94
资本公积	28,491.20	29,142.63	29,142.63	29,142.63	29,142.63
留存收益	81,743.51	91,867.00	108,225.11	129,339.43	157,009.65
其他	(1,119.11)	(688.29)	(781.29)	(862.89)	(777.49)
<b>股东权益合计</b>	<b>129,333.51</b>	<b>140,595.34</b>	<b>156,859.63</b>	<b>177,889.37</b>	<b>205,634.86</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>284,187.66</b>	<b>287,705.30</b>	<b>345,564.51</b>	<b>367,419.02</b>	<b>428,970.61</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	20,083.89	21,018.31	25,019.77	30,026.96	35,218.98
折旧摊销	3,220.24	4,449.46	4,961.04	5,156.83	5,310.49
财务费用	1,481.89	2,481.55	694.71	478.52	11.63
投资损失	(30.26)	666.12	(114.43)	173.81	241.83
营运资金变动	(12,351.46)	11,709.37	(55,055.05)	28,479.56	(48,318.52)
其它	2,961.33	2,758.91	(93.95)	28.29	53.80
<b>经营活动现金流</b>	<b>15,365.63</b>	<b>43,083.73</b>	<b>(24,587.91)</b>	<b>64,343.96</b>	<b>(7,481.79)</b>
资本支出	18,125.78	3,784.40	4,072.50	4,464.53	3,214.72
长期投资	9,047.77	(5,035.95)	0.00	0.00	0.00
其他	(42,481.05)	(3,312.01)	(7,693.57)	(9,319.01)	(6,779.18)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(15,307.50)</b>	<b>(4,563.56)</b>	<b>(3,621.07)</b>	<b>(4,854.48)</b>	<b>(3,564.47)</b>
债权融资	2,949.61	(9,806.75)	35,129.84	(34,171.35)	33,199.46
股权融资	(11,319.56)	1,088.77	(8,757.54)	(8,993.00)	(7,460.59)
其他	(5,698.51)	(16,015.52)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(14,068.46)</b>	<b>(24,733.50)</b>	<b>26,372.30</b>	<b>(43,164.36)</b>	<b>25,738.87</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(14,010.33)</b>	<b>13,786.67</b>	<b>(1,836.68)</b>	<b>16,325.13</b>	<b>14,692.62</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>511,849.58</b>	<b>476,340.11</b>	<b>600,188.53</b>	<b>720,226.24</b>	<b>828,260.18</b>
营业成本	474,677.78	437,964.30	552,173.45	662,608.14	761,999.36
营业税金及附加	486.12	380.73	600.19	659.97	828.26
销售费用	1,057.83	1,024.45	1,200.38	1,492.63	1,656.52
管理费用	3,828.40	4,225.83	4,201.32	5,401.70	6,129.13
研发费用	11,588.01	10,811.21	12,904.05	15,484.86	17,807.59
财务费用	(703.54)	(585.81)	694.71	478.52	11.63
资产/信用减值损失	(888.57)	(429.88)	(653.50)	(657.32)	(580.23)
公允价值变动收益	(70.11)	263.60	(96.00)	32.50	66.70
投资净收益	30.26	(666.12)	114.43	(173.81)	(241.83)
其他	(28.95)	284.89	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>21,872.35</b>	<b>23,066.91</b>	<b>27,779.37</b>	<b>33,301.79</b>	<b>39,072.32</b>
营业外收入	121.23	123.56	109.53	118.11	117.07
营业外支出	30.58	66.39	86.87	61.28	71.52
<b>利润总额</b>	<b>21,963.00</b>	<b>23,124.08</b>	<b>27,802.03</b>	<b>33,358.61</b>	<b>39,117.87</b>
所得税	1,879.11	2,105.77	2,780.20	3,335.86	3,911.79
<b>净利润</b>	<b>20,083.89</b>	<b>21,018.31</b>	<b>25,021.83</b>	<b>30,022.75</b>	<b>35,206.08</b>
少数股东损益	10.82	(21.88)	2.05	(4.21)	(12.90)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>20,073.07</b>	<b>21,040.19</b>	<b>25,019.77</b>	<b>30,026.96</b>	<b>35,218.98</b>
每股收益(元)	1.01	1.06	1.26	1.51	1.77

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.45%	-6.94%	26.00%	20.00%	15.00%
营业利润	-2.35%	5.46%	20.43%	19.88%	17.33%
归属于母公司净利润	0.32%	4.82%	18.91%	20.01%	17.29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	7.26%	8.06%	8.00%	8.00%	8.00%
净利率	3.92%	4.42%	4.17%	4.17%	4.25%
ROE	15.56%	15.01%	15.99%	16.92%	17.16%
ROIC	21.84%	18.00%	25.85%	19.80%	28.22%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.49%	51.13%	54.61%	51.58%	52.06%
净负债率	-7.87%	-24.61%	1.95%	-26.40%	-13.83%
流动比率	1.67	1.83	1.79	1.78	1.84
速动比率	1.15	1.27	1.24	1.23	1.30
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.54	5.12	5.54	5.63	5.71
存货周转率	6.86	6.19	6.99	7.25	7.53
总资产周转率	1.86	1.67	1.90	2.02	2.08
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.01	1.06	1.26	1.51	1.77
每股经营现金流	0.77	2.17	-1.24	3.24	-0.38
每股净资产	6.49	7.06	7.88	8.93	10.33
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.61	21.57	18.14	15.12	12.89
市净率	3.52	3.24	2.90	2.56	2.21
EV/EBITDA	4.63	6.95	12.94	9.93	9.19
EV/EBIT	5.08	7.89	15.08	11.38	10.40

### 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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com