

盈利能力大幅提升，AI时代大有可为

——工业富联(601138.SZ)2023年年度报告点评

买入|维持

事件:

3月14日晚，工业富联发布2023年度报告。报告期内，公司实现营业收入4763.40亿元，同比减少6.94%；归母净利润210.40亿元，同比增长4.82%；扣非归母净利润202.09亿元，同比增长9.8%。其中，单Q4公司实现营业收入1475.22亿元，同比减少2.15%；归母净利润75.55亿元，同比减少8.72%；扣非归母净利润66.76亿元，同比减少5.49%。

点评:

● 收入侧短期承压，AI服务器市场份额大幅提升

受业务结构调整影响，各业务板块收入侧承压：1) 云计算业务实现营业收入1943.08亿元，其中云服务商产品占比快速提升至近五成，AI服务器市场份额大幅提升；2) 通信及移动网络设备业务实现营业收入2789.76亿元，其中高速交换机及路由器营业收入较去年同期呈两位数增长，终端精密结构件的营业收入同比呈现逆势成长；3) 工业互联网业务实现16.46亿元，年内公司共实现新增赋能3座世界级灯塔工厂，目前已累计助力打造9座灯塔工厂。盈利端各业务毛利率均实现同比增长：1) 毛利率方面，得益于AI相关产品收入占比与市场份额提升，云计算、通信及移动网络设备和工业互联网毛利率分别实现5.08%/9.80%/49.81%，同比实现1.12/0.55/1.94个百分点的增长，其中云计算业务毛利率自2018年上市以来首次突破5%。

● 作为数字经济领军企业，将充分受益于数智化浪潮下AI硬件需求爆发随着ChatGPT持续火爆，AI应用如雨后春笋般涌现。各大云服务商亦在不断加码对AI相关投入，在AI创新推动下算力硬件基础设施亦在不断升级，工业富联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；800G高速交换机已进行NPI，公司预计2024年将开始上量并贡献营业收入。同时，通过在智能制造领域的长期积累和响应速度等方面的优势，公司已沉淀了大批头部优质客户，为未来发展提供了更多可能。

● 投资建议与盈利预测

随着算力硬件部署需求的持续推进，公司AI相关产品的上量，我们认为公司将充分受益于数智浪潮下硬件设施的扩容。我们预计2024-2026年，公司营业收入分别为5437.66、6049.00、6775.59亿元；归母净利润分别为245.76、281.98、324.39亿元，对应PE估值分别为18x、16x、14x。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济波动风险、行业波动风险、汇率波动风险、客户相对集中的风险

附表：盈利预测

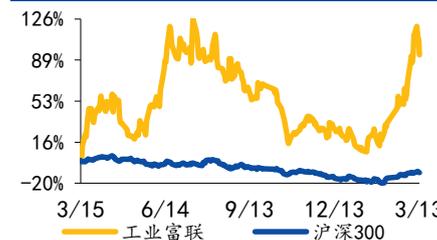
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	511849.58	476340.11	543765.98	604900.30	677558.87
收入同比(%)	16.45	-6.94	14.15	11.24	12.01
归母净利润(百万元)	20073.07	21040.19	24576.31	28198.20	32438.65
归母净利润同比(%)	0.32	4.82	16.81	14.74	15.04
ROE(%)	15.56	15.01	16.05	16.78	17.51
每股收益(元)	1.01	1.06	1.24	1.42	1.63
市盈率(P/E)	22.26	21.24	18.18	15.84	13.77

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元): 27.26 / 12.07
A股流通股(百万股): 19834.90
A股总股本(百万股): 19863.94
流通市值(百万元): 453227.45
总市值(百万元): 453891.03

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-工业富联(601138.SH)首次覆盖报告：领军数字化转型，积极开创“第二增长极”》
2022.09.28

报告作者

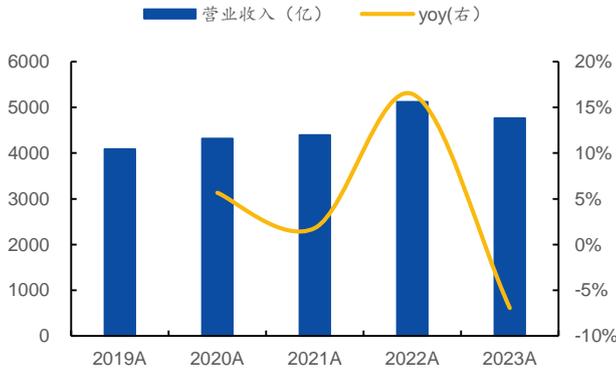
分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
电话 021-51097188
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

1 产品结构优化，各业务毛利率同比增长

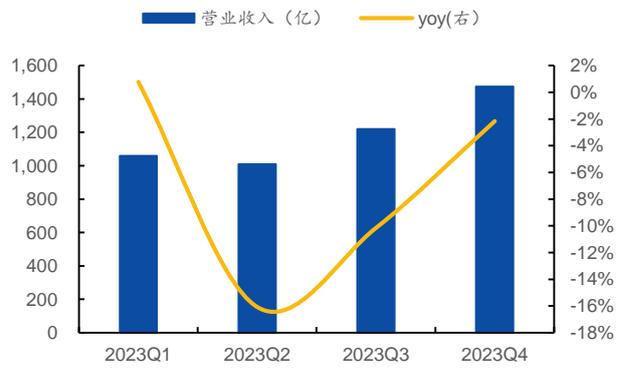
2023 年，工业富联实现营业收入 4763.40 亿元，同比下降 6.94%。

图 1：工业富联营业总收入及同比增速

图 2：工业富联营业总收入及同比增速（季度分）



资料来源：Wind，国元证券研究所



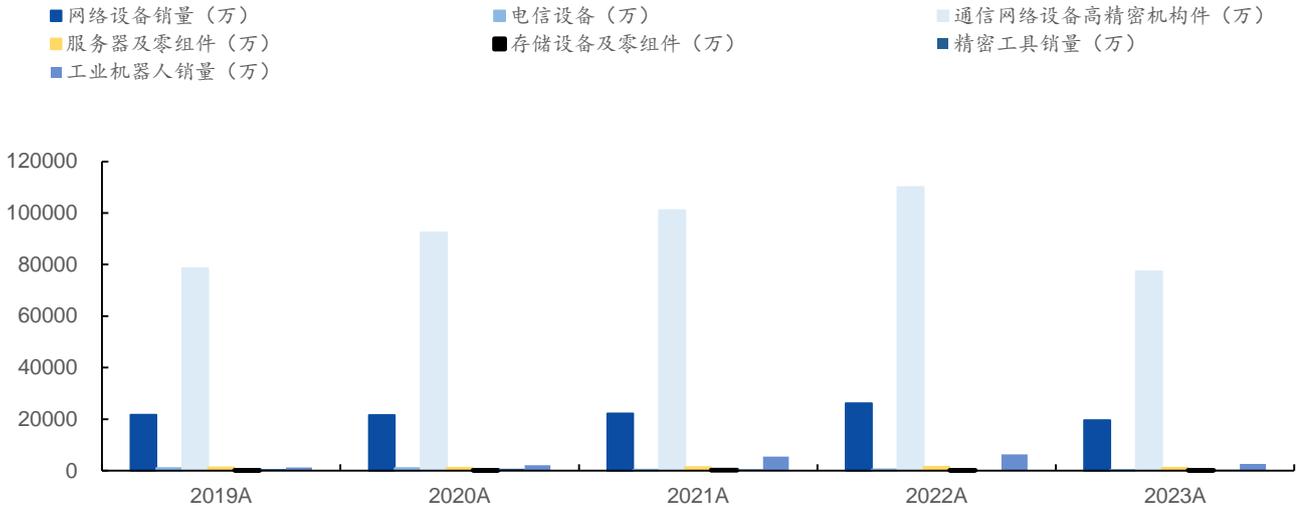
资料来源：Wind，国元证券研究所

收入层面：1) 云计算业务实现营业收入 1943.08 亿元，同比减少 8.54%。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 AI 服务器出货量稳居前列,在市场份额上亦实现显著增长。同时,随着算力需求的飞速提升和芯片功耗增加,传统的结构和散热技术已无法满足日益增长的服务器效能和散热需求。通过前瞻的研发布局,公司打造了一系列从零部件、服务器到系统的全系列液冷式解决方案,覆盖从边缘到数据中心全场景的需求,进一步提升液冷系统的散热性能。

2) 通信及移动网络设备业务实现营业收入 2789.76 亿元,同比减少 5.81%。高速交换机及路由器业务部分,2023 年实现同比两位数的增长。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,较去年成长 21%。公司 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,产品结构有望得到进一步的优化。面对相对低迷的消费电子市场,公司精密结构件业务的营业收入实现逆势增长。根据 DIGITIMES Research 数据,5G 换机潮及新兴市场智能型手机需求有望推升 2024 年全球智能手机市场回暖,回升至 11.4 亿支水平,预计同比增长 5.4%。

3) 工业互联网业务实现 16.46 亿元,同比减少 13.61%。作为全球领先的智能制造及工业互联网整体解决方案服务商,公司 AI 服务器工厂被评为全球首座 AI 服务器灯塔工厂,推动自动化、数字化、智能化阶段性升级。此外,公司逐步帮助外部企业实现无忧生产目标,对外新增赋能 2 座灯塔工厂:广汽埃安广州工厂、中信特钢无锡工厂,分别获评全球首座新能源汽车灯塔工厂、全球首座特钢行业灯塔工厂。同时,公司也投入生成式 AI 应用发展,公司的全球数字化管理系统可实现柔性调配生产与供应链资源管理,高效、迅速地满足全球客户交付需求,在生产过程中导入大量 AI 在视觉检测、供应链布局管理,AGV/AMR 调度管理等。

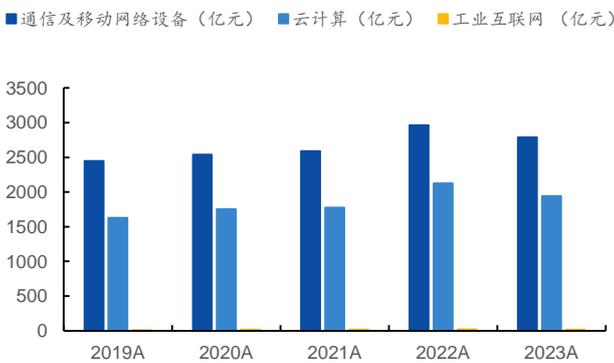
图 3：工业富联各产品销量



资料来源：Wind，国元证券研究所

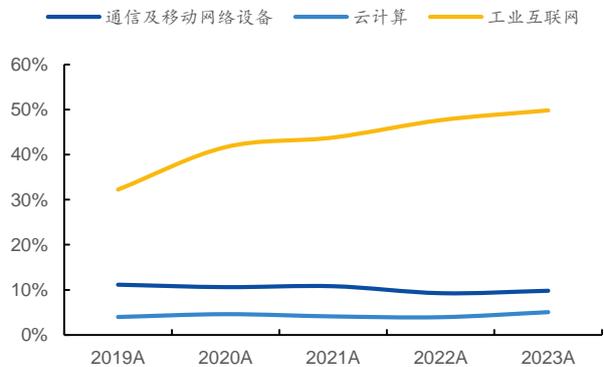
毛利率层面，分别受益于 AI 服务市场份额的大幅上升、高速率交换机产品的收入提升等产品结构优化，云计算、通信及移动网络设备和工业互联网毛利率分别实现 5.08%/9.80%/49.81%，同比实现 1.12/0.55/1.94 个百分点的增长，其中云计算业务实现自 2018 年上市以来新高。未来随着 AI 服务器收入占比提升及 800G 交换机放量，产品结构有望进一步得到改善，盈利能力有望持续增强。

图 4：工业富联各业务营业收入



资料来源：Wind，国元证券研究所

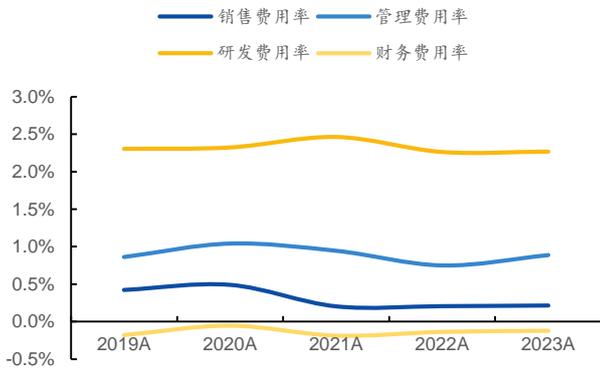
图 5：工业富联各业务毛利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

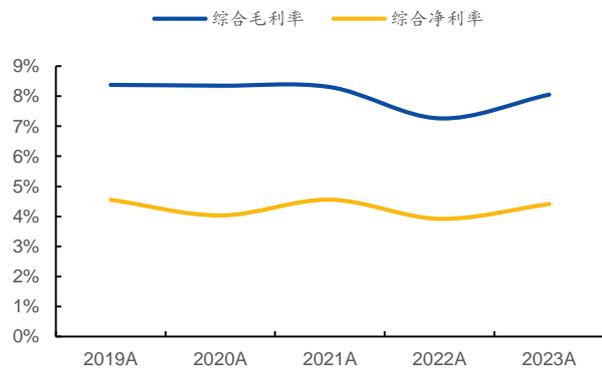
费用率层面，整体表现稳健：1) 销售费用 10.24 亿元，同比下降 3.21%，占营业收入比重为 0.22%，同比上升 0.01 个百分点；2) 管理费用 42.26 亿元，同比增长 10.40%，占营业收入比重为 0.89%，同比上升 0.14 个百分点；3) 研发费用 108.11 亿元，同比下降 6.71%，占营业收入比重为 2.27%，同比上升 0.01 个百分点；4) 财务费用-5.86 亿元，同比减少 16.76%。

图 6：工业富联各项费用率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：工业富联综合毛利及净利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

2 前瞻性数智化布局，AI 时代大有可为

作为全球领先的智能制造及工业互联网解决方案服务商，工业富联高度重视产品研发及资源投入。截至 2023 年底，公司拥有有效申请及授权专利 6,608 件，同比增长 8.70%，专利布局遍及全球 16 个国家和地区。其中，2023 年新增专利申请 1,094 件，较 2022 年增长 6.90%；专利授权率为 85.40%，较 2022 年提升 1.60%。公司在云计算、工业互联网、机器人等技术领域授权专利增长迅猛，占 2023 年新增授权专利的 41%。公司不断强化大数据、机器人等新事业方向技术实力，结合强大的数字化基础，促进公司在云、网、端、工业互联网等核心业务方面稳居全球领先地位。

基于丰富的 Knowhow 沉淀和优质的、个性化服务，工业富联积累大量各个行业头部优质客户。基于深厚数字化智能制造技术经验，公司建立了全球数字化管理系统、可实现柔性调配生产与供应链资源。高效、迅速地满足客户全球交付需求，并通过高水平的个性化服务在业绩建立良好口碑，沉淀了优质的行业头部客户资源。

未来，我们看好公司作为 AI 浪潮中核心受益标的，并将充分受益于算力硬件基础设施部署需求的增长。

3 风险提示

宏观经济波动带来的风险、行业波动带来的风险、汇率波动风险、客户相对集中的风险

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	248939.86	252478.46	271992.70	292618.03	319232.89
现金	69429.84	83462.32	78687.28	78736.05	79507.51
应收账款	97672.92	88466.87	103021.72	113987.86	127602.54
其他应收款	1878.88	853.45	1671.38	1660.98	1826.78
预付账款	352.36	254.71	318.86	354.19	391.69
存货	77321.75	76683.35	85729.86	95296.53	107296.44
其他流动资产	2284.11	2757.76	2563.60	2582.42	2607.92
非流动资产	35247.80	35226.84	32259.40	28495.20	23864.28
长期投资	12215.70	7179.75	8189.76	8524.08	8188.58
固定资产	15937.00	17711.57	14015.09	9411.06	4325.56
无形资产	440.31	1004.41	1297.85	1638.15	2000.13
其他非流动资产	6654.80	9331.12	8756.71	8921.92	9350.01
资产总计	284187.66	287705.30	304252.10	321113.24	343097.16
流动负债	149175.58	138044.52	141565.32	143446.58	148249.48
短期借款	50497.69	41090.90	35961.28	28483.93	21822.29
应付账款	69278.94	75028.34	81930.54	90912.47	102865.37
其他流动负债	29398.95	21925.29	23673.50	24050.17	23561.82
非流动负债	5678.57	9065.44	9142.25	9141.44	9129.04
长期借款	3484.51	7096.94	7096.94	7096.94	7096.94
其他非流动负债	2194.07	1968.50	2045.31	2044.50	2032.10
负债合计	154854.16	147109.97	150707.57	152588.02	157378.53
少数股东权益	358.31	407.88	421.41	436.93	454.79
股本	19859.59	19866.11	19866.11	19866.11	19866.11
资本公积	28491.20	29142.63	29142.63	29142.63	29142.63
留存收益	81743.51	91867.00	104920.97	119898.79	137048.31
归属母公司股东权益	128975.19	140187.45	153123.12	168088.29	185263.85
负债和股东权益	284187.66	287705.30	304252.10	321113.24	343097.16

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	15365.63	43083.73	11942.49	21939.79	23108.95
净利润	20083.89	21018.31	24589.84	28213.72	32456.51
折旧摊销	3220.24	4449.46	5100.51	5406.04	5586.51
财务费用	-703.54	-585.81	33.81	-136.39	-388.49
投资损失	-30.26	666.12	433.99	511.36	485.57
营运资金变动	-12474.79	12215.26	-18338.71	-12175.07	-15050.02
其他经营现金流	5270.10	5320.39	123.06	120.13	18.88
投资活动现金流	-15307.50	-4563.56	-1491.40	-1291.32	-549.05
资本支出	8093.29	9189.70	200.00	200.00	200.00
长期投资	9236.38	-3691.69	789.46	385.50	-324.32
其他投资现金流	2022.17	934.45	-501.95	-705.83	-673.38
筹资活动现金流	-14068.46	-24733.50	-15226.13	-20599.70	-21788.45
短期借款	-1638.96	-9406.79	-5129.62	-7477.34	-6661.64
长期借款	-329.84	3612.44	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-5.48	6.51	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	193.77	651.43	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-12287.95	-19597.09	-10096.51	-13122.36	-15126.80
现金净增加额	-11904.64	14185.39	-4775.04	48.77	771.45

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	511849.58	476340.11	543765.98	604900.30	677558.87
营业成本	474677.78	437964.30	499667.04	556332.60	623745.49
营业税金及附加	486.12	380.73	567.29	594.37	651.03
营业费用	1057.83	1024.45	1196.29	1330.78	1490.63
管理费用	3828.40	4225.83	4785.14	5323.12	5962.52
研发费用	11588.01	10811.21	11074.11	11072.13	11029.30
财务费用	-703.54	-585.81	33.81	-136.39	-388.49
资产减值损失	-1068.67	-543.19	-718.35	-659.96	-679.42
公允价值变动收益	-70.11	263.60	28.18	90.27	98.46
投资净收益	30.26	-666.12	-433.99	-511.36	-485.57
营业利润	21872.35	23066.91	26995.04	30983.14	35649.94
营业外收入	121.23	123.56	116.16	119.47	119.05
营业外支出	30.58	66.39	54.45	58.43	57.11
利润总额	21963.00	23124.08	27056.74	31044.18	35711.89
所得税	1879.11	2105.77	2466.90	2830.46	3255.38
净利润	20083.89	21018.31	24589.84	28213.72	32456.51
少数股东损益	10.82	-21.88	13.53	15.52	17.86
归属母公司净利润	20073.07	21040.19	24576.31	28198.20	32438.65
EBITDA	24389.05	26930.56	32129.36	36252.79	40847.96
EPS (元)	1.01	1.06	1.24	1.42	1.63

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.45	-6.94	14.15	11.24	12.01
营业利润(%)	-2.35	5.46	17.03	14.77	15.06
归属母公司净利润(%)	0.32	4.82	16.81	14.74	15.04
获利能力					
毛利率(%)	7.26	8.06	8.11	8.03	7.94
净利率(%)	3.92	4.42	4.52	4.66	4.79
ROE(%)	15.56	15.01	16.05	16.78	17.51
ROIC(%)	18.12	20.66	21.73	23.20	24.39
偿债能力					
资产负债率(%)	54.49	51.13	49.53	47.52	45.87
净负债比率(%)	38.26	33.21	30.07	24.78	19.64
流动比率	1.67	1.83	1.92	2.04	2.15
速动比率	1.14	1.27	1.31	1.37	1.42
营运能力					
总资产周转率	1.86	1.67	1.84	1.93	2.04
应收账款周转率	5.52	5.08	5.64	5.54	5.57
应付账款周转率	6.73	6.07	6.37	6.44	6.44
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.06	1.24	1.42	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	2.17	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	6.49	7.06	7.71	8.46	9.33
估值比率					
P/E	22.26	21.24	18.18	15.84	13.77
P/B	3.46	3.19	2.92	2.66	2.41
EV/EBITDA	16.54	14.98	12.55	11.13	9.87

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188