

工业富联 (601138.SH)

2023年净利润同比增长4.82%，AI服务器增长势头强劲

买入

核心观点

2023年归母净利润同比增长4.82%，毛利率提升0.80pct。公司发布2023年报，2023年收入4763.40亿元(YoY-6.94%)，归母净利润210.40亿元(YoY 4.82%)，扣非归母净利润202.09亿元(YoY 9.77%)；4Q23收入1475.22亿元(YoY-2.15%，QoQ 20.88%)，归母净利润75.55亿元(YoY-8.72%，QoQ 19.48%)，扣非归母净利润66.76亿元(YoY-5.49%，QoQ 11.33%)。2023年毛利率8.06%(YoY 0.80pct)，4Q23毛利率8.28%(YoY 0.20pct，QoQ -1.01pct)。

算力需求驱动AI服务器高速增长，云计算盈利能力提升显著。云计算业务2023年收入1943.08亿元(YoY-8.54%)，毛利率5.08%(YoY 1.12pct)。公司专注于AI产业价值链上游的GPU模组、基板及后端AI服务器设计与系统集成等业务。随着上游算力建设的飞速飙升及下游AI需求的快速增长，云服务产品占比快速提升，2023年占比近五成，其中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。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上升。

生成式AI高带宽需求增长，带动高速交换机路由器升级。通信及网络设备2023年收入2789.76亿元(YoY-5.81%)，毛利率9.80%(YoY 0.55pct)。高速交换机路由器营收呈现逐季升温，数据中心AI化及网络升级趋势推升高速交换机出货增长，高速交换机路由器营收同比呈两位数增长；200G/400G交换机出货显著提升，800G交换机已进入NPI阶段，预计2024年可贡献收入。终端精密结构件受益于公司在高端智能手机市场的积极布局，出货保持稳健，大客户高端机型销售状况优于预期，营收同比呈现逆势成长。

工业互联网加速赋能，“灯塔工厂”引领制造业转型。工业互联网2023年收入16.46亿元(YoY-13.89%)，毛利率49.81%(YoY 1.94pct)。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，公司新增赋能3座世界级灯塔工厂，累计打造9座灯塔工厂。2023年12月，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。

投资建议：我们看好公司云计算业务受益于全球AI算力需求爆发式增长，同时全球数据中心及算力基础设施建设持续带动高速通信及网络设备增长；考虑到公司整体产品结构调整、各业务营收变动趋势及对应毛利率实际增速，我们适当调整公司业绩预期，预计公司2024-2026年归母净利润同比增长14.1%/17.5%/16.5%至240.04/282.12/328.75亿元(前值300.71/347.97亿元)，对应PE分别为20.7/17.6/15.1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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	511,850	476,340	525,369	590,902	674,791
(+/-%)	16.4%	-6.9%	10.3%	12.5%	14.2%
净利润(百万元)	20073	21040	24004	28212	32875
(+/-%)	0.3%	4.8%	14.1%	17.5%	16.5%
每股收益(元)	1.01	1.06	1.21	1.42	1.66
EBIT Margin	3.9%	4.6%	4.7%	5.1%	5.2%
净资产收益率(ROE)	15.6%	15.0%	15.7%	17.1%	18.3%
市盈率(PE)	24.7	23.6	20.7	17.6	15.1
EV/EBITDA	27.8	24.4	22.6	18.9	16.5
市净率(PB)	3.85	3.54	3.26	3.01	2.76

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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

25.01元

总市值/流通市值

496797/496071百万元

52周最高价/最低价

27.26/12.63元

近3个月日均成交额

3348.13百万元

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

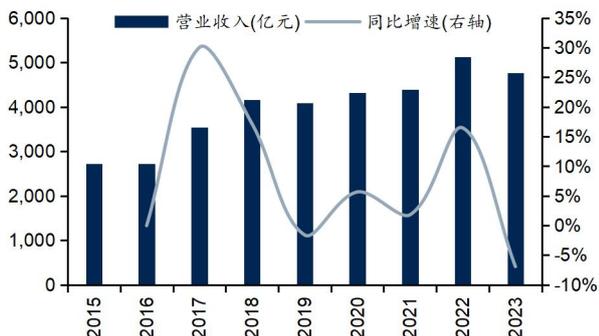
《工业富联(601138.SH)-前三季度净利润同比增长14.32%，AI业务强劲持续提升盈利能力》——2023-11-06

《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, %)



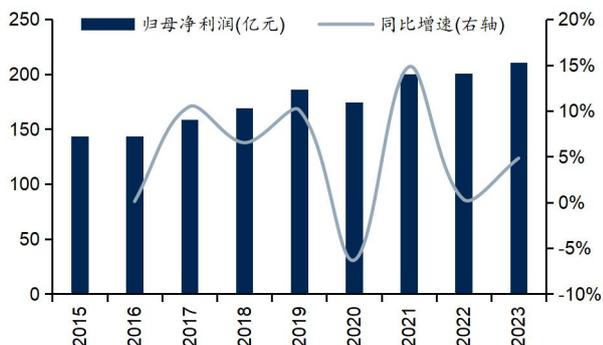
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



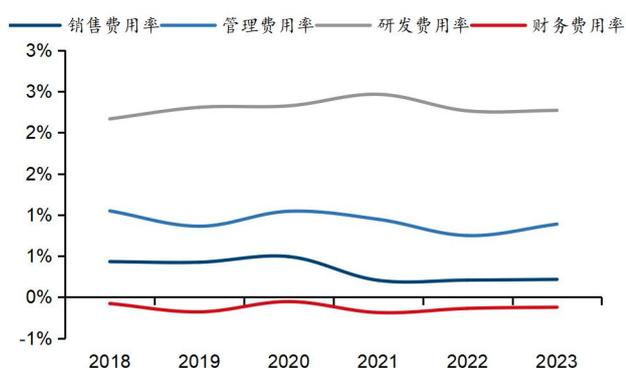
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率 (%)



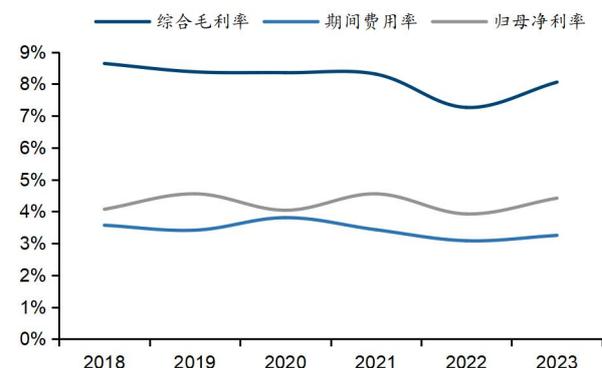
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司费用率



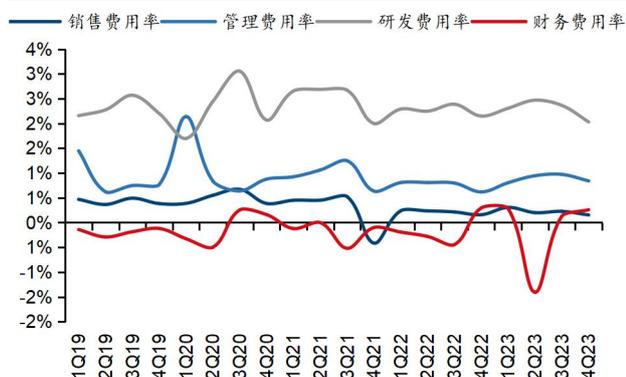
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司毛利率、净利率、费用率 (%)



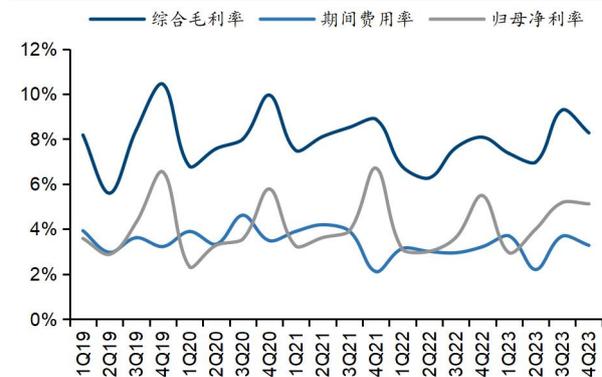
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	69430	83462	84634	81464	85899	营业收入	511850	476340	525369	590902	674791
应收款项	99569	89328	102584	113713	129387	营业成本	474678	437964	482069	540688	616129
存货净额	77322	76683	82904	91778	106024	营业税金及附加	486	381	544	548	621
其他流动资产	2620	3005	3417	3762	4457	销售费用	1058	1024	1096	1241	1425
流动资产合计	248940	252478	273539	290717	325767	管理费用	3828	4226	4560	4955	5842
固定资产	16638	20220	24177	27765	30566	研发费用	11588	10811	12256	13525	15501
无形资产及其他	440	1004	964	924	884	财务费用	(704)	(586)	318	515	579
其他长期资产	5953	6823	6823	6823	6823	投资收益	30	(666)	574	346	295
长期股权投资	12216	7180	9184	11189	10847	资产减值及公允价值变动	(1139)	(280)	(423)	(597)	(588)
资产总计	284188	287705	314686	337419	374887	其他	2066	1493	1680	1770	1684
短期借款及交易性金融负债	55765	41760	50324	49365	53872	营业利润	21872	23067	26358	30949	36086
应付款项	69279	75028	79601	86820	101963	营业外净收支	91	57	23	57	46
其他流动负债	24132	21257	22391	26245	29446	利润总额	21963	23124	26381	31006	36131
流动负债合计	149176	138045	152316	162429	185280	所得税费用	1879	2106	2402	2824	3290
长期借款及应付债券	3485	7097	7097	7097	7097	少数股东损益	11	(22)	(25)	(29)	(34)
其他长期负债	2194	1968	2309	2419	2494	归属于母公司净利润	20073	21040	24004	28212	32875
长期负债合计	5679	9065	9406	9516	9591	现金流量表 (百万元)					
负债合计	154854	147110	161722	171945	194871	净利润	20084	21018	23979	28182	32841
少数股东权益	358	408	383	354	319	资产减值准备	1069	543	527	696	743
股东权益	128975	140187	152582	165120	179697	折旧摊销	3220	4449	4256	5466	6656
负债和股东权益总计	284188	287705	314686	337419	374887	公允价值变动损失	70	(264)	(104)	(99)	(156)
关键财务与估值指标						财务费用	1482	2482	318	515	579
每股收益	1.01	1.06	1.21	1.42	1.66	营运资本变动	(10749)	12596	(13737)	(9067)	(12040)
每股红利	0.56	0.67	0.58	0.79	0.92	其它	190	2259	(845)	(1211)	(1322)
每股净资产	6.49	7.06	7.68	8.31	9.05	经营活动现金流	15366	43084	14393	24483	27300
ROIC	17%	17%	18%	19%	21%	资本开支	(8093)	(9190)	(8173)	(9014)	(9416)
ROE	16%	15%	16%	17%	18%	其它投资现金流	(7214)	4626	(2004)	(2005)	342
毛利率	7%	8%	8%	8%	9%	投资活动现金流	(15308)	(4564)	(10177)	(11020)	(9074)
EBIT Margin	4%	5%	5%	5%	5%	权益性融资	0	174	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	6%	6%	6%	负债净变化	(330)	3612	0	0	0
收入增长	16%	-7%	10%	12%	14%	支付股利、利息	(11090)	(13267)	(11609)	(15673)	(18298)
净利润增长率	0%	5%	14%	18%	17%	其它融资现金流	(2649)	(15253)	8564	(959)	4507
资产负债率	55%	51%	52%	51%	52%	融资活动现金流	(14068)	(24734)	(3045)	(16633)	(13791)
息率	2.2%	2.7%	2.3%	3.2%	3.7%	现金净变动	(11905)	14185	1172	(3170)	4435
P/E	24.7	23.6	20.7	17.6	15.1	货币资金的期初余额	81071	69167	83352	84524	81354
P/B	3.9	3.5	3.3	3.0	2.8	货币资金的期末余额	69167	83352	84524	81354	85789
EV/EBITDA	27.8	24.4	22.6	18.9	16.5	企业自由现金流	2860	27792	4929	14603	17259
						权益自由现金流	(119)	16151	13204	13176	21240

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