

工业富联 (601138)

证券研究报告
2023年04月28日

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

事件: 工业富联发布 2023 年一季报, 23Q1 实现营收 1,058.9 亿元, 同比+0.79%, 实现归母净利润 31.3 亿元, yoy-3.91%; 实现扣非归母净利润 32.1 亿元, yoy+3.44%。

点评: 产品结构优化毛利率改善, 主业发展强劲, 净利润主要受汇率影响。23 年 Q1 实现营收 1,058.9 亿元, 同比+0.79%, 收入同比微增加; 23Q1 实现归母净利润 31.3 亿元, yoy-3.91%; 实现扣非归母净利润 32.1 亿元, yoy+3.44%。23Q1 毛利率为 7.36%, yoy+0.6pct, 盈利能力明显提升, 我们认为主要受益于低毛利率服务器 OEM 业务占比降低, 净利率为 2.95%, yoy-0.15pct。净利率下滑主要受汇率波动因素影响: 1) 财务费用明显增加, 23Q1 财务费用为 3 亿, 较 22Q1 增加 5 亿; 2) 投资净收益亏损 5.45 亿, 对于利润贡献较 22Q1 减少 5.4 亿; 3) 资产减值损失 4.6 亿, 较 22Q1 增加 2 亿。假设还原回财务费用、投资性收益、资产减值损失、公允价值变动损失、信用减值损失等项目&不考虑所得税影响, 公司 23Q1 实际净利润增速约 22%, 其中受汇率等因素影响的投资性收益损失可能在 23Q2 冲回增厚利润。23Q1 经营性现金流入净额为 208 亿, 同比 22Q1 有大幅提升, 经营性现金流创单季度历史新高。

重点看好数字经济时期+AI 驱动的算力建设时代公司三大业务的增长弹性, 中长期看, 公司“端、网、云+工业互联网”主营业务长期积累优势显著, “智能制造 + 工业互联网”核心竞争力持续强化, 同时围绕“大数据 + 机器人”进一步拓宽业务版图, 业务经营+战略布局双轮驱动, 有望在 AI 算力新时代人工智能+智能制造黄金赛道抢占优势地位, 开启新一轮成长周期。

云计算业务: 1) 行业层面—服务器市场扩容持续: 看好数字经济+以 Chatgpt 为代表的 AI 驱动的算力建设需求带动的服务器市场扩容; 2) 云业务业务: 持续受益于服务器白牌化+公司份额领先 (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、运筹管理到弹性调配交付), 云服务占比进一步提升, 22 年云服务商产品在云计算收入中占比快速提升, 22 年起 40%; 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), 22 年 AI 服务器及 HPC 出货增长迅速, 在云服务商产品中占比增至约 20%; 4) 产品和技术创新: 持续研发创新技术突破, 有望持续强化优势地位+提升份额, 模块化方面, 2022 年 10 月, 公司推出全球第一台 DC_MHS 服务器, 公司新一代液冷技术也应用在客户最新 HPC 加速器中。

网络通信业务: 1) 行业层面—网络扩容需求持续: 全球企业数字化、5G 基建和智能家居需求提升, 工业互联网、元宇宙、AIGC 等增量需求增长, 上层流量持续增加带动网络扩容需求; 2) 5G 设备: 持续受益于 5G 建设持续推进应用场景丰富, 22 年 5G 设备营收增长超 20%; 3) 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+企业网络设备拥有全球市场份额超 50%以上的领先客户群体, 22 年网络通信设备营收增长超 20%, 23 年持续受益于云+AI 应用驱动的数据中心网络升级; 4) 无线设备: 拥有 5G 和 Wi-Fi6/6E 核心技术, 目前正深化企业 Wi-Fi 7 产品布局; 5) 结构件业务: 23 年 iPhone 新机 Pro 机型有望升级至钛铝复合压铸中框, ASP 提升有望贡献业绩增量; 6) 产品和技术创新: 持续关注下一代通讯及网络技术如 WiFi 7 企业网络等技术。

工业互联网业务: 公司为工业互联网行业标杆企业, 连续四年入选工信部的“双跨平台”, 并入选工信部“2022 年度智能制造优秀场景”, 赋能十大行业 1,500 多家企业。成功打造世界首座精密金属加工“灯塔工厂”, 通过 5T 融合, 实现新产品导入速度加快 29%、量产爬坡速度提升 50%等智能化生产。22 年公司工业互联网平台 (灯塔工厂/标准软件/Fii Cloud) 业务三大核心板块均实现快速增长: 卓越制造咨询与灯塔工厂解决方案业务, 收入增长 113%, 客户增长 60%; 一站式数字制造运营业务收入增长 283%, 客户增长 63%; 云与平台服务业务收入增长 140%, 资源规模增长 53%。持续看好工业互联网改造逐步进入兑现期, 项目开拓+产品输出, 未来有望向多行业渗透, 成长空间较大。

投资建议: 维持 23/24/25 年 253/317/396 亿归母净利润的盈利预测, 维持公司 38.4 元/股的目标价, 对应 23 年 30 倍估值, 维持“买入”评级。

风险提示: AI 行业应用&算力需求增长不及预期、行业竞争加剧、智能手机销量&结构件创新不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	439,557.20	511,849.58	577,556.00	706,476.00	862,266.49
增长率(%)	1.80	16.45	12.84	22.32	22.05
EBITDA(百万元)	34,287.06	36,048.51	33,154.74	40,542.71	50,150.78
归属母公司净利润(百万元)	20,009.75	20,073.07	25,332.76	31,660.30	39,621.45
增长率(%)	14.80	0.32	26.20	24.98	25.15
EPS(元/股)	1.01	1.01	1.28	1.59	1.99
市盈率(P/E)	15.98	15.93	12.62	10.10	8.07
市净率(P/B)	2.68	2.48	2.16	1.86	1.56
市销率(P/S)	0.73	0.62	0.55	0.45	0.37
EV/EBITDA	6.01	4.63	9.17	7.36	5.66

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	16.1 元
目标价格	38.4 元

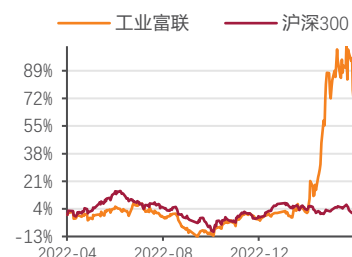
基本数据

A 股总股本(百万股)	19,862.89
流通 A 股股本(百万股)	19,798.80
A 股总市值(百万元)	319,792.59
流通 A 股市值(百万元)	318,760.63
每股净资产(元)	6.65
资产负债率(%)	48.56
一年内最高/最低(元)	19.87/7.80

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
俞文静	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070003	
yuwenj@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《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》 2023-04-12
- 《工业富联-年报点评报告:AI 算力新时代, 高成长周期有望到来》 2023-03-16
- 《工业富联-季报点评:多业务发力, 业绩稳步增长》 2022-11-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	82,877.05	69,429.84	78,547.62	96,080.74	117,268.24
应收票据及应收账款	87,033.84	97,689.78	110,872.11	140,319.36	161,473.91
预付账款	241.61	352.36	254.35	482.16	444.54
存货	71,927.84	77,321.75	88,526.66	105,612.94	122,063.73
其他	5,078.03	4,146.12	4,940.22	5,277.64	6,351.85
流动资产合计	247,158.38	248,939.86	283,140.95	347,772.84	407,602.28
长期股权投资	3,167.92	12,215.70	12,215.70	12,215.70	12,215.70
固定资产	9,493.54	15,937.00	14,843.51	14,424.44	14,313.52
在建工程	1,414.69	701.41	786.58	834.16	934.16
无形资产	407.01	440.31	396.27	352.24	308.21
其他	4,967.24	5,953.39	5,143.94	5,339.37	4,979.58
非流动资产合计	19,450.40	35,247.80	33,386.00	33,165.92	32,751.17
资产总计	266,608.78	284,187.66	316,526.95	380,938.76	440,353.44
短期借款	52,136.65	50,497.69	61,373.78	71,791.57	77,627.02
应付票据及应付账款	71,986.73	69,278.94	78,800.00	100,958.89	117,960.99
其他	17,092.71	29,222.27	22,192.24	29,348.88	33,387.33
流动负债合计	141,216.10	148,998.90	162,366.02	202,099.33	228,975.34
长期借款	3,814.35	3,484.51	3,918.88	4,727.76	4,466.30
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,978.21	2,194.07	1,706.69	1,959.66	1,953.47
非流动负债合计	5,792.55	5,678.58	5,625.58	6,687.42	6,419.78
负债合计	147,121.09	154,854.16	167,991.60	208,786.75	235,395.12
少数股东权益	307.09	358.31	364.89	377.84	393.57
股本	19,865.07	19,859.59	19,862.89	19,862.89	19,862.89
资本公积	28,297.43	28,491.20	28,491.20	28,491.20	28,491.20
留存收益	71,554.56	81,743.51	100,496.09	124,198.51	157,069.76
其他	(536.46)	(1,119.11)	(679.73)	(778.43)	(859.09)
股东权益合计	119,487.69	129,333.51	148,535.34	172,152.01	204,958.33
负债和股东权益总计	266,608.78	284,187.66	316,526.95	380,938.76	440,353.44

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	20,024.74	20,083.89	25,332.76	31,660.30	39,621.45
折旧摊销	2,515.67	3,220.24	4,235.07	4,433.60	4,658.79
财务费用	492.43	1,481.89	(161.72)	(176.61)	(413.17)
投资损失	(979.15)	(30.26)	(446.30)	(200.00)	(225.52)
营运资金变动	(17,339.92)	(12,351.46)	(19,282.55)	(18,423.14)	(17,837.59)
其它	4,010.82	2,961.33	(70.70)	(193.10)	(101.07)
经营活动现金流	8,724.59	15,365.63	9,606.57	17,101.05	25,702.89
资本支出	6,628.57	18,125.78	3,670.09	3,765.13	4,610.02
长期投资	2,000.23	9,047.77	0.00	0.00	0.00
其他	(15,728.61)	(42,481.05)	(6,330.76)	(7,377.44)	(8,863.95)
投资活动现金流	(7,099.80)	(15,307.50)	(2,660.67)	(3,612.31)	(4,253.93)
债权融资	13,605.98	2,949.61	8,311.68	12,105.31	6,572.64
股权融资	(9,509.97)	(394.36)	(6,139.81)	(8,060.93)	(6,834.09)
其他	670.19	(16,623.71)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	4,766.20	(14,068.46)	2,171.88	4,044.38	(261.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	6,390.98	(14,010.33)	9,117.78	17,533.12	21,187.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	439,557.20	511,849.58	577,556.00	706,476.00	862,266.49
营业成本	403,041.97	474,677.78	533,084.19	647,132.02	788,111.57
营业税金及附加	595.88	486.12	577.56	778.39	862.27
销售费用	896.05	1,057.83	693.07	1,249.33	1,810.76
管理费用	4,157.15	3,828.40	3,465.34	5,298.57	6,467.00
研发费用	10,835.03	11,588.01	11,839.90	16,602.19	20,694.40
财务费用	(826.39)	(703.54)	(161.72)	(176.61)	(413.17)
资产/信用减值损失	(342.46)	(888.57)	(357.00)	(404.00)	(861.00)
公允价值变动收益	(481.48)	(70.11)	(79.59)	(210.39)	(120.03)
投资净收益	979.15	30.26	446.30	200.00	225.52
其他	(1,695.29)	(28.95)	0.00	0.00	0.00
营业利润	22,397.60	21,872.35	28,067.38	35,177.72	43,978.15
营业外收入	83.80	121.23	120.00	108.34	116.53
营业外支出	163.65	30.58	30.00	88.74	49.77
利润总额	22,317.75	21,963.00	28,157.38	35,197.33	44,044.90
所得税	2,293.01	1,879.11	2,815.74	3,519.73	4,404.49
净利润	20,024.74	20,083.89	25,341.64	31,677.60	39,640.41
少数股东损益	14.99	10.82	8.89	17.29	18.96
归属于母公司净利润	20,009.75	20,073.07	25,332.76	31,660.30	39,621.45
每股收益(元)	1.01	1.01	1.28	1.59	1.99

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	1.80%	16.45%	12.84%	22.32%	22.05%
营业利润	13.60%	-2.35%	28.32%	25.33%	25.02%
归属于母公司净利润	14.80%	0.32%	26.20%	24.98%	25.15%
获利能力					
毛利率	8.31%	7.26%	7.70%	8.40%	8.60%
净利率	4.55%	3.92%	4.39%	4.48%	4.60%
ROE	16.79%	15.56%	17.10%	18.43%	19.37%
ROIC	28.76%	21.84%	22.13%	23.77%	26.08%
偿债能力					
资产负债率	55.18%	54.49%	53.07%	54.81%	53.46%
净负债率	-21.65%	-7.87%	-7.51%	-9.73%	-15.51%
流动比率	1.75	1.67	1.74	1.72	1.78
速动比率	1.24	1.15	1.20	1.20	1.25
营运能力					
应收账款周转率	5.06	5.54	5.54	5.63	5.71
存货周转率	7.50	6.86	6.96	7.28	7.57
总资产周转率	1.79	1.86	1.92	2.03	2.10
每股指标(元)					
每股收益	1.01	1.01	1.28	1.59	1.99
每股经营现金流	0.44	0.77	0.48	0.86	1.29
每股净资产	6.00	6.49	7.46	8.65	10.30
估值比率					
市盈率	15.98	15.93	12.62	10.10	8.07
市净率	2.68	2.48	2.16	1.86	1.56
EV/EBITDA	6.01	4.63	9.17	7.36	5.66
EV/EBIT	6.49	5.08	10.52	8.26	6.24

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com