



Research and
Development Center

深度受益 AI 发展，行业前行巨人领跑

—工业富联(601138)公司首次覆盖报告

2023 年 04 月 19 日

莫文宇 电子行业首席分析师

执业编号: S1500522090001

联系电话: 13437172818

邮箱: mowenyu@cindasc.com

韩宇杰 联系人

邮箱: hanzijie@cindasc.com

证券研究报告

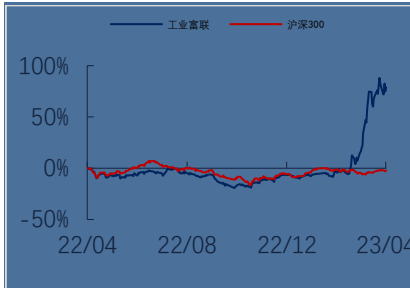
公司研究

公司首次覆盖报告

工业富联 (601138)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	19.19
52 周内股价波动区间 (元)	19.19-8.16
最近一月涨跌幅 (%)	55.78
总股本 (亿股)	198.63
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	3,589.22

资料来源: 信达证券研发中心

深度受益 AI 发展, 行业前行巨人领跑

2023 年 04 月 19 日

本期内容提要:

- **工业富联: 全球领先的高端智能制造及工业互联网解决方案服务商。** 公司主要业务包含云计算、通信及移动网络设备与工业互联网, 诸多细分业务领域在“数据驱动、绿色发展”战略指引下领先市场的增长, 布局企业网络设备、无线网络设备与 5G 相关产品、智能家居产品、高性能服务器、存储设备、云计算以及边缘计算相关产品、工业机器人等产品品类, 持续深耕数字经济, 强化“智能制造+工业互联网”核心竞争力。工业富联连续四年实现营业收入的增长, 并于 2021 年、2022 年获得出色的业绩成果。
- **通讯及移动网络设备行业: 受益于 5G 基建、智能家居、可穿戴设备、车联网、AIGC 等相关细分行业的高景气度, 市场需求持续走高。** 目前全国共有 110 座城市达到千兆城市建设标准, 5G 基站数量达 231.2 万个并持续增加扩建规模; 智能家居领域增速迅猛, 成为蓝海市场, 智能灯光、智能门锁等细分赛道均有较高的投融资热度; 我们预计可穿戴设备市场于 2023 年复苏, ASP 较低与库存过剩问题或将于下半年得到缓解; 我国车联网市场正处于与 5G 技术深度融合的时期, 有望持续受益于汽车智能化、电动化与网联化的发展方向; 高景气度的 AIGC 领域需要高性能的 CPU、GPU 处理器、高网络带宽、大容量存储等硬件支持; 在元宇宙概念火热的背景下, VR、AR 作为通往元宇宙的重要设备, 市场给予高度重视, 2022 年我国 VR 一体机出货量首破 100 万台大关。
- **云服务行业: ChatGPT 点燃 AIGC 行业关注度, 高算力时代来临引发对云计算的大量需求。** ChatGPT 在预训练与日常运行进行交互需要大量算力来支撑, GPT-4 的语言模型将包括 1.6 兆个参数, 由此带来大量的算力需求。根据《智能计算中心创新发展指南》, 2022 年我国智能算力规模达到 268 百亿亿次每秒 (EFLOPS), 超过通用算力规模, 预计未来 5 年中国智能算力规模的年复合增长率将达 52.3%; 随着元宇宙、AIGC 等热度暴涨, 云计算相关设备迎来需求爆发期。根据 IDC 数据, 2022 年全球服务器出货量突破 1516 万台, 同比增长 12%。
- **工业互联网行业: 数字经济迈向高质量发展, 工业互联网作为引领数字化改革的主要抓手飞速发展。** 工业互联网实现生产和服务资源的优化配置、降本增效、绿色安全发展, 实现产业上下游、跨领域的广泛互联互通。党的二十大报告进一步强调加快发展数字经济, 促进数实深度融合, 工业互联网作为数字产业化新的增长点与产业数字化新的基础设施, 会持续受益于数字经济的高速发展。根据 IDC 中国数据显示, 预计 2025 年中国工业互联网平台及应用解决方案市场将达到 56.1 亿美元, 2021 年至 2025 年的 CAGR 为 29.6%。
- **工业富联布局多赛道, AI 服务器、苹果结构件在短期内具备增长潜能。** 工业富联加大在半导体、车用电子、大数据、自动化&机器人四大赛道进行布局, 投资并购多家企业; 在 Chatbot 等相关应用加持下, 2022~2026 年全球 AI 服务器出货量 CAGR 有望达+10.8%, 作为服务器领域领先厂商, 工业富联有望持续受益于 AI 蓬勃发展热潮; 此外, 苹果结构件有望持续升级, 工业富联作为果链厂商业绩有望持续提升。
- **盈利预测:** 我们推算 2023/2024/2025 三年的主营业务收入为 5842.06/6715.17/7709.65 亿元, 毛利收入为 460.5/522.31/591.02 亿元, 归母净利润为 244.51/274.04/307.57 亿元, 4 月 18 日收盘价对应的 P/E 为 15.59x/13.91x/12.39x。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素:** 新产品渗透不及预期; 下游市场需求不及预期; 公司股价存在短期内波动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	439,557	511,850	584,206	671,517	770,965
增长率 YoY %	1.8%	16.4%	14.1%	14.9%	14.8%
归属母公司净利润 (百万元)	20,010	20,073	24,451	27,404	30,757
增长率 YoY%	14.8%	0.3%	21.8%	12.1%	12.2%
毛利率%	8.3%	7.3%	7.9%	7.8%	7.7%
净资产收益率 ROE%	16.8%	15.6%	17.0%	17.0%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.01	1.23	1.38	1.55
市盈率 P/E(倍)	19.05	18.99	15.59	13.91	12.39
市净率 P/B(倍)	3.20	2.96	2.65	2.36	2.11

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 04 月 18 日收盘价

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

目录

投资逻辑	6
公司简介: 全球数字经济产业领军企业, 深耕中国、布局全球	7
业务端: 构建工业互联网+智能制造, 坚持数字驱动、绿色发展	7
财务端: 收入整体上升趋势明显	8
股权结构: 股权结构稳定, 设立员工持股计划	10
受益于 AI 算力时代, 5G、云计算、工业互联网等行业蓬勃发展	11
通信行业: 5G 基建、智能家居等要素拉动 5G 需求量持续增加	11
云计算行业: ChatGPT 引爆 AIGC 领域, “算力经济”时代正式来临	13
工业互联网行业: 工业互联网步入快车道, 灯塔效应加速释放	17
工业富联深耕通讯及移动网络、云计算、工业互联网三大领域	19
成长点#1: 三大业务优势协同, 规模超前增速亦高	19
成长点#2: 多元发展并行不悖, AI 服务器+苹果结构件多点开花	22
盈利预测与估值分析	25
盈利预测	25
估值分析	26
风险因素	26

表目录

表 1: 公司员工持股计划	10
表 2: 截止 2022 年国家层面对于云计算行业的政策重点内容	14
表 3: 工业富联分产品营业收入预测	25
表 4: 工业富联财务摘要	25
表 5: 可比公司估值表	26

图目录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 公司主要产品	7
图 3: 公司年度营业收入及同比 (2017-2022)	8
图 4: 公司季度营业收入及同比 (2017-2022)	8
图 5: 公司年度归母净利润及同比 (2017-2022)	8
图 6: 公司季度归母净利润及同比 (2017-2022)	8
图 7: 公司三费率 (2017-2022)	8
图 8: 公司研发费用及研发费率 (2017-2022)	8
图 9: 公司年度营收构成 (2017-2022, 亿元)	9
图 10: 公司年度营收百分比 (2017-2022)	9
图 11: 公司年度毛利构成 (2017-2022, 亿元)	9
图 12: 公司分项目毛利率 (2017-2022)	9
图 13: 公司年度产品销量 (2017-2022, 万个)	9
图 14: 公司股权架构 (截至公司 2022 年报发布)	10
图 15: 5G 三大赛道应用场景	11
图 16: 全球移动宽带 CPE 市场预测 (2020-2026E)	11
图 17: 全球 5G 基础设施市场预测 (2020-2026E, 百万美元)	11
图 18: 全球智能家居市场规模及预测 (2014-2023E)	12
图 19: 可穿戴设备全球市场出货量 (2023E-2027E, 百万台)	12
图 20: 中国 VR、AR 2022 年出货量 (2022Q1-2022Q4)	12
图 21: 中国汽车电子市场发展情况 (2015-2020)	13
图 22: 车联网市场规模 (2015-2020)	13
图 23: 全球服务器产值趋势 (2021-2026E)	13
图 24: 全球服务器出货量趋势 (2021-2026E)	13
图 25: 全球云计算市场规模及预测 (2018-2025E)	14
图 26: 中国云计算市场规模及增速 (2016-2021)	14
图 27: 全球算力总规模 (2019-2025E)	15
图 28: 我国数据中心市场规模 (2017-2022E)	16
图 29: 全球数据中心市场规模 (2017-2022E)	16
图 30: 中国 IDC 行业数据中心项目投资规模及预测 (2018-2023E)	16
图 31: 我国数据中心机架规模 (2017-2022E)	16
图 32: 工业互联网直接产业、渗透产业增加值规模与名义增速 (2018-2022E)	17
图 33: 中国工业互联网产业增加值规模、占 GDP 比重 (2018-2022E)	17
图 34: 中国工业互联网平台及应用解决方案市场预测 (2020-2025E)	18

图 35: 全球工业互联网硬件与网络产品市场规模预测情况 (2020E-2025E)	18
图 36: 全球算力总规模 (2019-2025E)	18
图 37: 我国数字经济规模 (2016-2021, 万亿元)	19
图 38: 我国数字经济内部结构数据 (2016-2021, 万亿元)	19
图 39: 工业富联产业链位置	19
图 40: 工业通讯及网络设备产品矩阵	20
图 41: 工业云计算产品矩阵	21
图 42: 一站式数字化转型服务	21
图 43: 工业富联投资布局	22
图 44: 2022-2026 年全球 AI 服务器出货量及 CAGR 预估	23
图 45: 2022 年 AI 服务器采购量占比	23
图 46: 工业富联服务器市场份额 (2021 年)	23
图 47: 苹果手机变革历程复盘	24
图 48: 公司通信网络设备高精机构件	24

投资逻辑

三大业务稳步协同，细分下游多重受益。

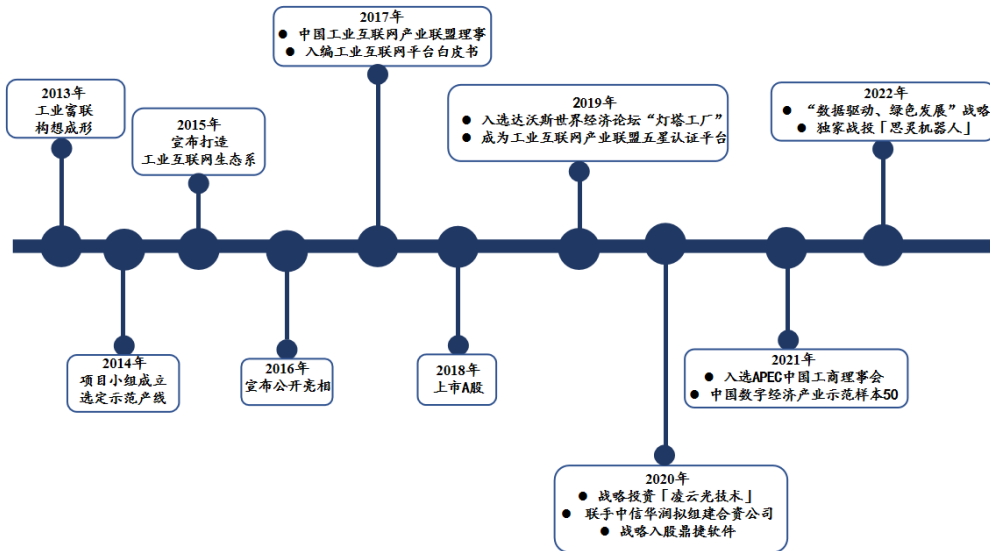
- **云计算业务：受益 AI 发展，AI 服务器需求有望迎增长黄金时期。**近年全球 AI 行业发展迅猛，全球算力需求爆发。尤其 ChatGPT 发布之后，各大公司布局进程加速，公司云计算业务深度受益，连续五年实现增长。公司服务器方面已经在全球占据领先优势，但仍有较大上行空间。产品研发持续加速，2022 年推出全球第一台 DC_MHS 服务器，产品应用于客户最新一代 HPC 加速器中。同时，液冷技术等亦有突破。随着 AI 快速发展，公司 AI 服务器业务有望迎来增长黄金时期。
- **通信及移动网络设备业务，多元发展体系成熟。**公司积极投资布局，重点布局半导体、新能源汽车、智能家居等领域，不断推出企业网络设备、无线网络设备与 5G 相关产品、智能家居产品及工业相关产品，多元化发展体系逐渐完善。苹果创新步履未停，结构件有望持续升级，作为果链核心厂商之一，公司有望深度受益。。
- **工业互联网放量加速，公司持续赋能数字经济。**近年公司工业互联网平台的灯塔工厂、标准软件、Fii Cloud 三大核心板块均实现快速增长。公司为客户提供专业场景应用、数字制造管理、双碳战略服务、智能硬件设备、数字化人才组织培养等全场景数字化转型服务，服务对象覆盖电子制造、新能源车等 10 大行业，服务企业超 1500 家。随着数字经济不断发展，公司下游需求有望持续上涨。

公司简介：全球数字经济产业领军企业，深耕中国、布局全球

业务端：构建工业互联网+智能制造，坚持数字驱动、绿色发展

全球领先的智能制造及工业互联网整体解决方案服务商。2013年公司构想成形，2014年项目小组成立，2016年首次公开亮相，2018年上市A股，2022年提出“数据驱动、绿色发展”战略。公司始终坚持深耕中国、布局全球的生产经营策略，业务范围覆盖数据全流程，连续四年入选工信部的“双跨平台”，入选工信部“2022年度智能制造优秀场景”。

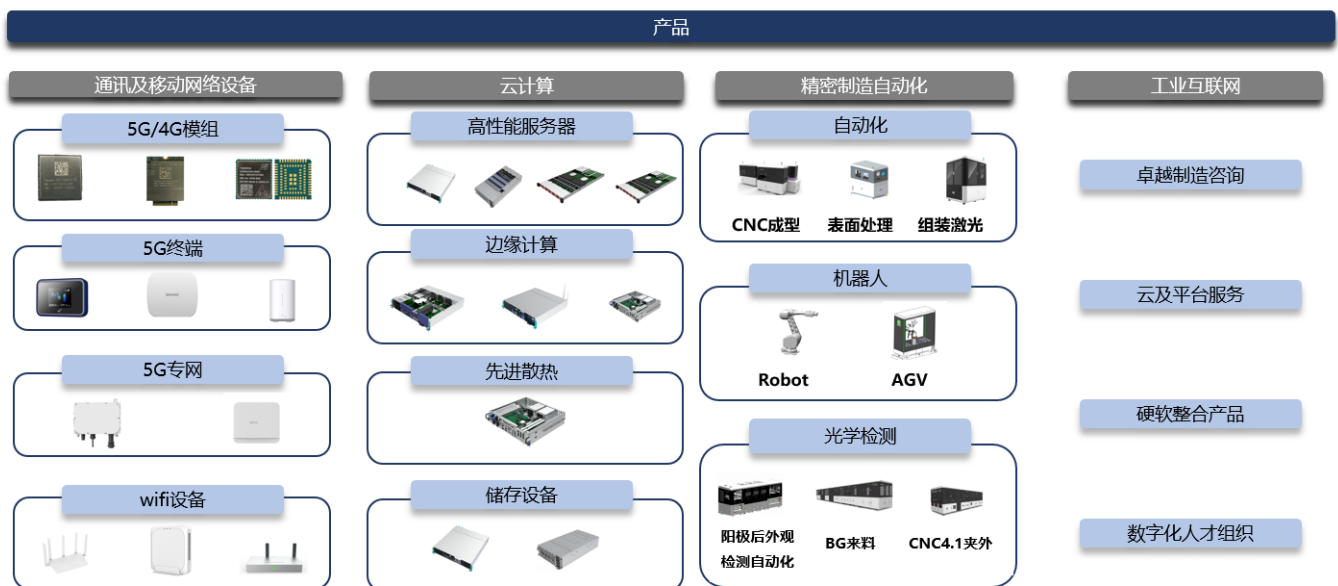
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

从产品线方面看，公司业务包括通讯及移动网络设备、云计算、精密制造自动化、工业互联网等。公司已形成 5G 端到端整体解决方案，通讯及移动网络设备助力全球 5G 新基建；云计算助力打造数字化转型标杆；自我沉淀了一站式数字化转型服务能力，以工业互联网推动中国制造高质量发展，精益求精生产，提供优质产品。

图 2：公司主要产品

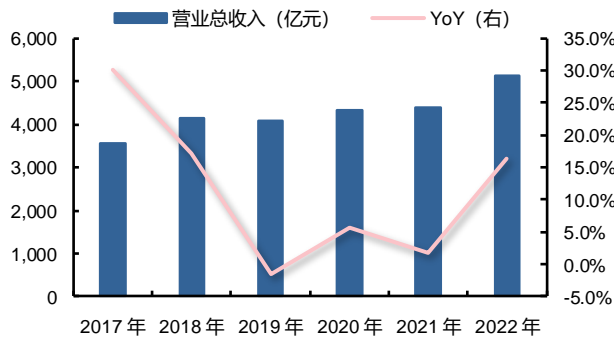


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

财务端：收入整体上升趋势明显

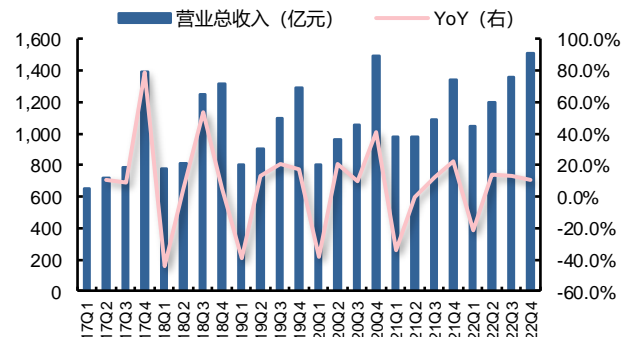
营业收入和归母净利润整体走高。营业收入方面，2022年整体呈现上涨趋势，达5118.50亿元，同比+16.45%。归母净利润方面，除2020年有小幅下滑，其余年度均呈上涨趋势，2022年度归母净利润200.73亿元，同比+0.32%。

图 3：公司年度营业收入及同比（2017-2022）



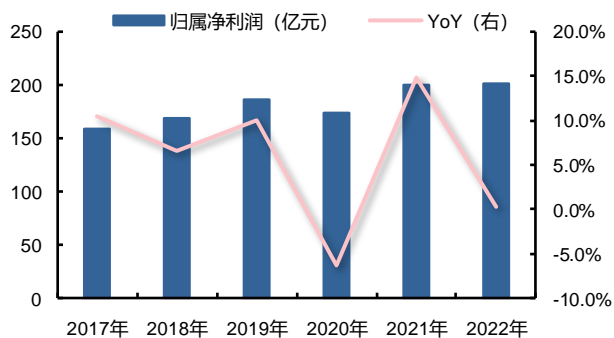
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 4：公司季度营业收入及同比（2017-2022）



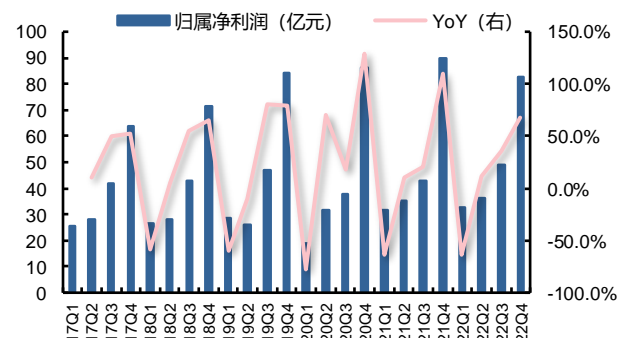
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：公司年度归母净利润及同比（2017-2022）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

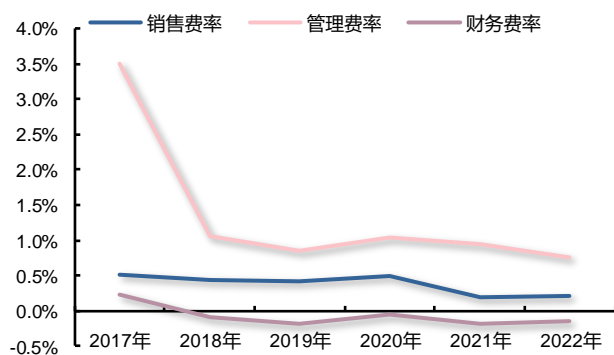
图 6：公司季度归母净利润及同比（2017-2022）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

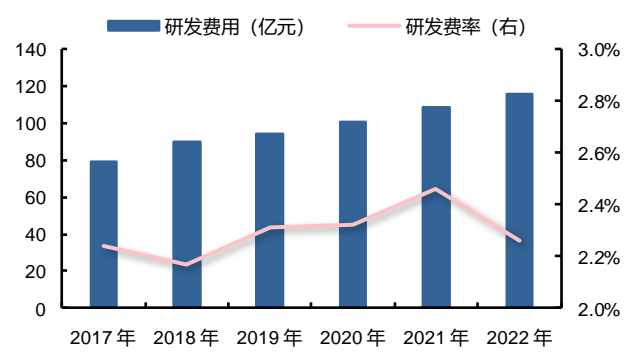
期间费率整体下降，研发投入逐年增加。公司2017-2022年期间费率整体下降，2022年销售费率、管理费率、财务费率分别为0.21%、0.75%、-0.14%。公司研发费用投入逐年增加，2017-2022研发投入总额CAGR为7.87%，2021年研发费率最高，达2.46%。

图 7：公司三费率（2017-2022）



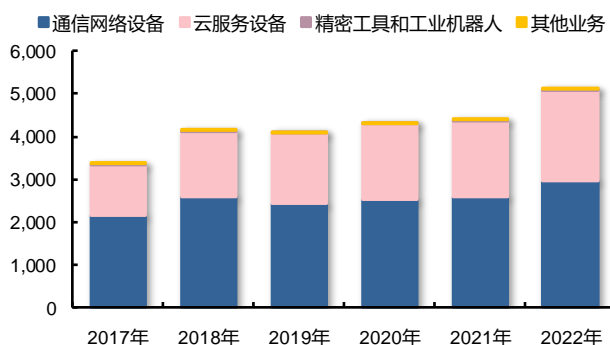
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 8：公司研发费用及研发费率（2017-2022）

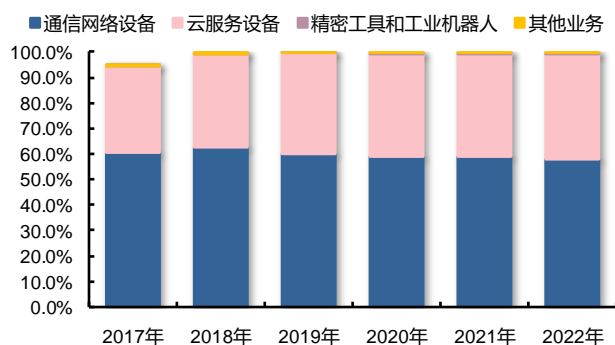


资料来源：iFind，信达证券研发中心

通讯网络设备和云服务设备为营收主力，占比90%以上。公司营业收入主要以3C电子产品为主，其中通讯网络设备和云服务设备占绝对大份额。2022年通讯网络设备、云服务设备、精密工具和工业机器人及其他业务营收分别为2961.78、2124.44、19.12、13.16亿元，分别占比57.86%、41.51%、0.37%、0.26%。

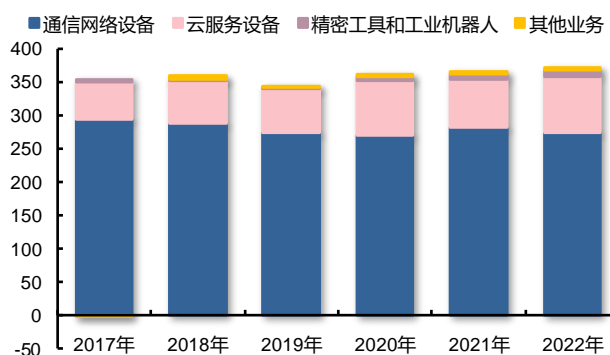
图 9: 公司年度营收构成 (2017-2022, 亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

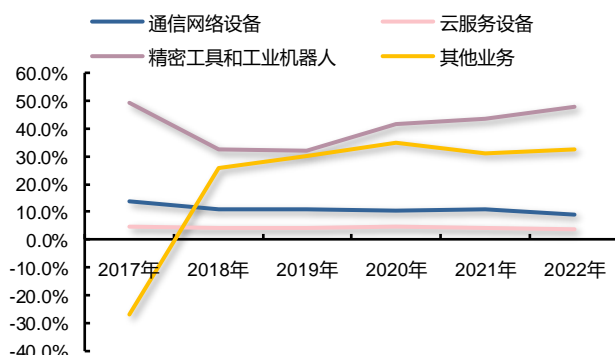
图 10: 公司年度营收百分比 (2017-2022)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

通讯网络设备毛利占比 70%以上, 整体毛利率小幅下滑。公司毛利主要由通讯网络设备和云服务设备构成, 其中以通讯网络设备为主, 占比 70-85%。2017-2022 年间通讯网络和云服务设备毛利率逐年小幅下滑, 精密工具和工业机器人毛利率呈小幅先降后升。

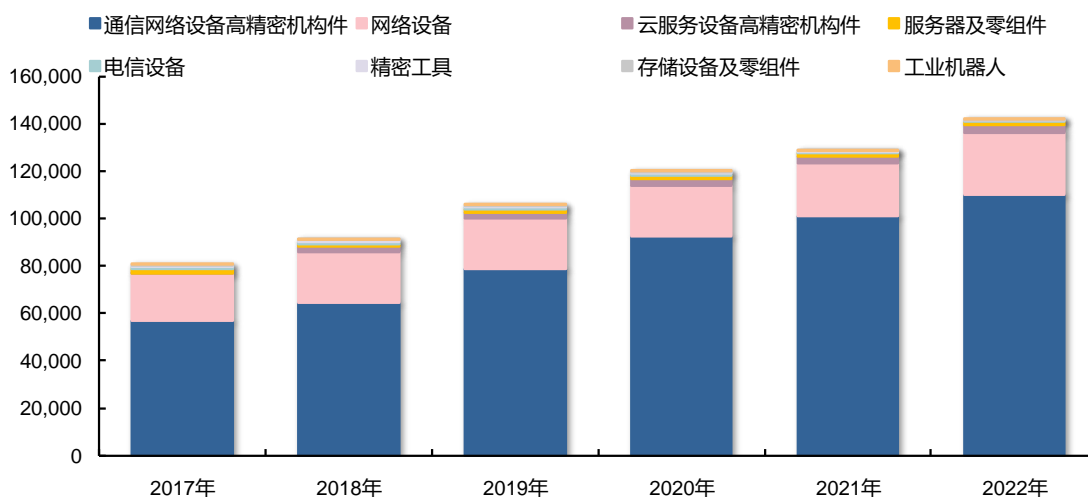
图 11: 公司年度毛利构成 (2017-2022, 亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 12: 公司分项目毛利率 (2017-2022)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

产品产销量逐年增长, 维持高产销比。公司产品产销量以通讯网络设备高精密机构件为主, 整体呈现逐年上涨趋势。各产品保持较高产销比, 2022 年公司各产品产销比均达 90%以上。

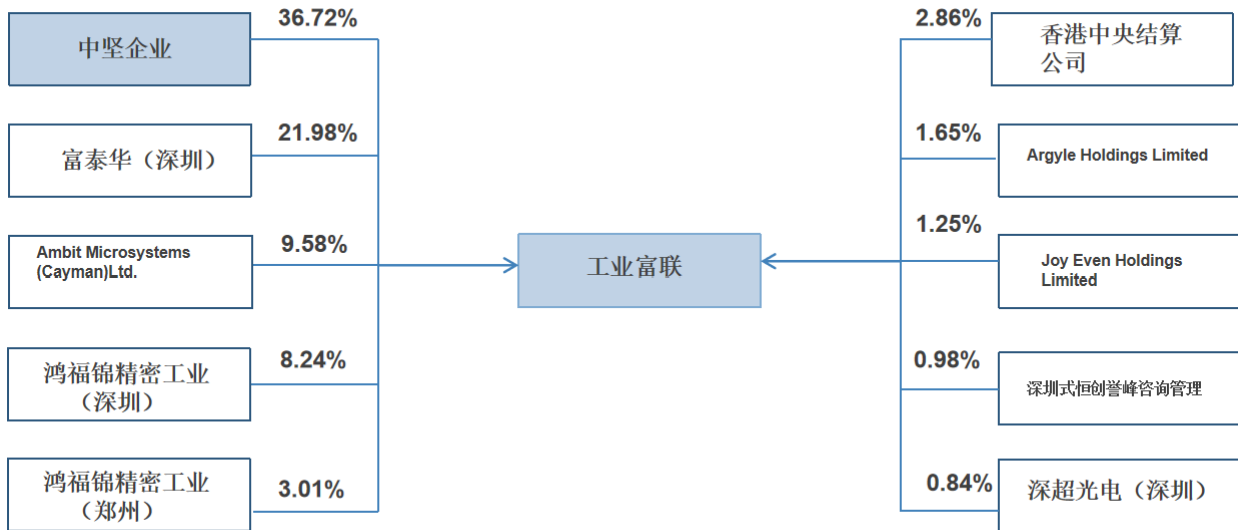
图 13: 公司年度产品销量 (2017-2022, 万个)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

股权结构：股权结构稳定，设立员工持股计划

中坚公司为控股股东，鸿海精密间接控股。公司控股股东为中坚公司（China Galaxy Enterprise Limited），以 36.72% 股权控股公司，由鸿海精密间接持有中坚公司 100% 权益，股权结构稳定。

图 14：公司股权架构（截至公司 2022 年报发布）



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

设立员工持股计划，创新公司薪酬管理体系。为调动员工的积极性，同时进一步推动公司驱动员工承接公司发展战略目标，公司于 2022 年 6 月发布《富士康股份有限公司 2022 年员工持股计划》，完善公司治理机制，创造股东价值，吸引人才，创新公司薪酬管理体系。

表 1：公司员工持股计划

解锁期	业绩考核要求	解锁时点	解锁股票数量占本员工持股计划员工受让标的总数比例
第一个解锁期	2022 年净利润不低于前三个会计年度平均水平	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 12 个月	16.7%
第二个解锁期	2023 年净利润不低于前三个会计年度平均水平	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 24 个月	33.4%
第三个解锁期	2024 年净利润不低于前三个会计年度平均水平	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 36 个月	33.3%
第四个解锁期	2025 年净利润不低于前三个会计年度平均水平	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 48 个月	16.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

受益于 AI 算力时代，5G、云计算、工业互联网等行业蓬勃发展

通信行业：5G 基建、智能家居等要素拉动 5G 需求量持续增加

5G 带动通信行业飞速发展。5G 为第五代移动通信技术，是实现万物互联的新一代宽带移动通信技术，具有高速率、低时延和大连接等特点，具体应用于增强移动宽带（eMBB）、超高可靠低时延通信（uRLLC）和海量机器类通信（mMTC）三大应用场景。

图 15：5G 三大赛道应用场景

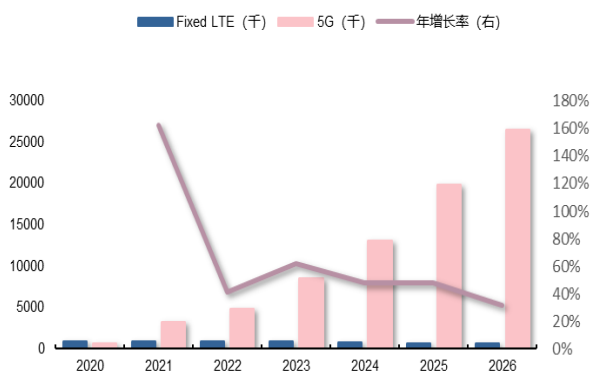


资料来源：赛迪顾问，信达证券研发中心

受益于 5G 建设与 5G 基建、智能家居、可穿戴设备、车联网等相关细分行业的高景气度，市场需求持续走高。

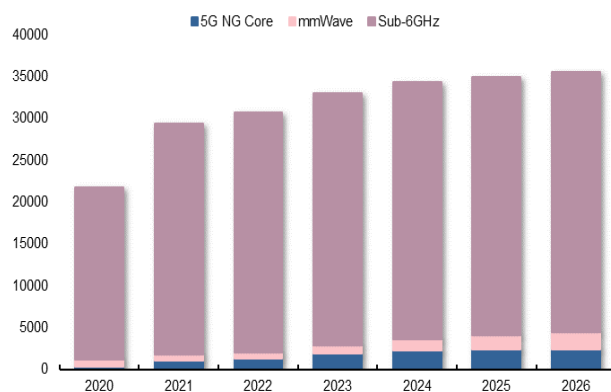
“千兆城市”建设拉动 5G 基建建设持续增长。2021 年来工信部持续推动千兆城市的建设，目前全国两批合计 110 座城市迈入千兆城市行业，约占所有地级市的三分之一。千兆城市从移动千兆网与宽带千兆网两个层次进行裁定，拉动数字新基建的建设规模，根据工信部数据，目前全国 5G 基站数量达 231.2 万个。同时 5G 技术在多垂直行业领域融合创新，根据 IHS 数据，2022 年全球 5G 基础设施市场产值达 307.4 亿美元，同比增长 4.53%。

图 16：全球移动宽带 CPE 市场预测（2020-2026E）



资料来源：公司 2022 年报，IHS，信达证券研发中心

图 17：全球 5G 基础设施市场预测（2020-2026E，百万美元）



资料来源：公司 2022 年报，IHS，信达证券研发中心

智能家居飞速发展，市场规模逐年增长。“智能家居”概念从 2010 年开始，随着房地产经济的爆发以及智能化技术的发展，乘着 5G 的东风飞速发展。根据 IDC 中国预测，2022 年中国政府主导的智慧城市市场（包括智慧政务、智慧交通等子市场）投资规模为 214 亿美元，预计到 2026 年将达到 389 亿美元的规模。智能家居包含智能灯光、智能门锁、安全警报、智能门窗等细分领域，还可以形成智能网络，将各种家用设备相连接，以应用软

件的方式进行一体化控制。根据 Strategy Analytics 预测，全球智能家居的市场在 2023 年将达到 1550 亿美元的规模。

图 18: 全球智能家居市场规模及预测 (2014-2023E)

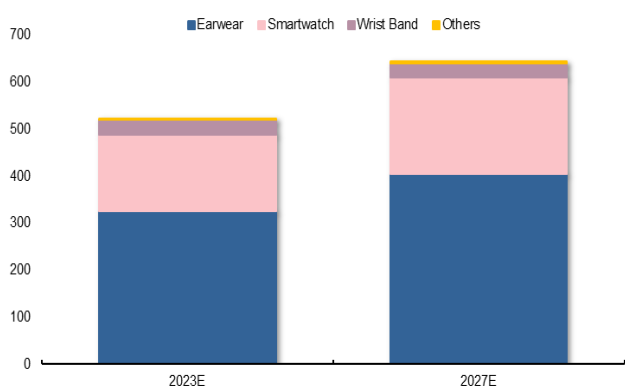


资料来源: Strategy Analytics, 前瞻研究院, 信达证券研发中心

可穿戴设备需求量蓬勃生长。根据 IDC 的全球季度可穿戴设备报告，继 2022 年可穿戴设备市场首次萎缩后，2023 年将是可穿戴设备市场复苏的一年，2023 年全球出货量预计将达到 4.427 亿台，同比增长 6.3%。目前下游库存过剩导致在短期抑制出货量和 ASP 的这类问题，在 2023 年下半年将得到解决。全球出货量预计将在 2027 年达到 6.445 亿部，复合年增长率为 5.4%。

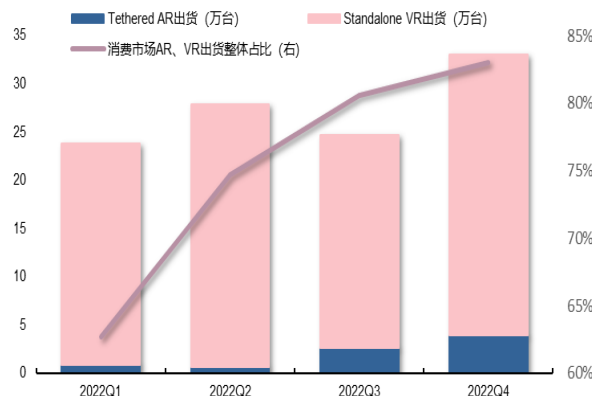
VR、AR 是通往元宇宙的重要途径，中国 VR、AR 设备出货量持续增长。近些年元宇宙引发大众持续关注，而由现实世界通往元宇宙的途径主要包括 VR、AR 等。根据 IDC 中国数据，2022 年中国 VR 一体机首破年出货量 100 万台大关，pancake 新品成为下半年主打产品，出货渠道越发多元。消费级 AR 眼镜屡出新品，2022Q4 大部分产品的 ASP 已下降到 500 美元以下，拉动市场需求上涨，出货量提升。当前消费级 AR 眼镜还是以分体机为主，主要为了扩展屏幕使用。

图 19: 可穿戴设备全球市场出货量 (2023E-2027E, 百万台)



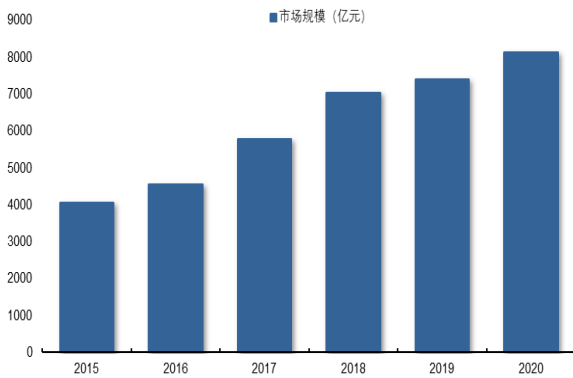
资料来源: IDC, 信达证券研发中心

图 20: 中国 VR、AR 2022 年出货量 (2022Q1-2022Q4)

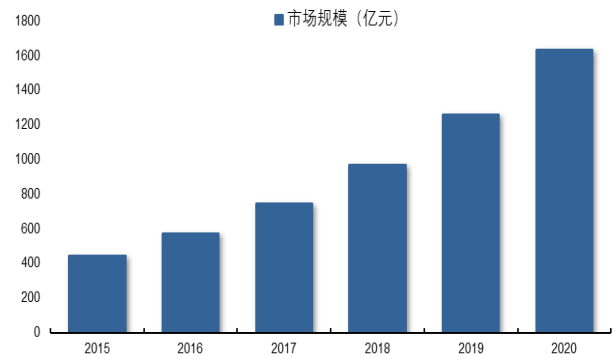


资料来源: IDC 中国, 信达证券研发中心

车联网与 5G 深度融合，受到汽车电子助力。车联网是按照约定的通信协议和数据交互标准，在车与车、道路、驾驶员、路人以及云平台之间进行无线通讯和信息交换的网络，是物联网技术在汽车领域的典型应用。目前，我国车联网行业处于与 5G 技术的深度融合时期，随着汽车从传统燃油车向着智能化、网联化和电动化方向演进，车联网有望成为 5G 交通和汽车领域跨界融合最具潜力的应用。而汽车电子在传统汽车的三化转型中发挥着重要作用，引领创新，因此汽车电子也驱动着车联网的迅速发展，随着我国汽车电子市场的发展，车联网市场也将受到助力。

图 21: 中国汽车电子市场发展情况 (2015-2020)


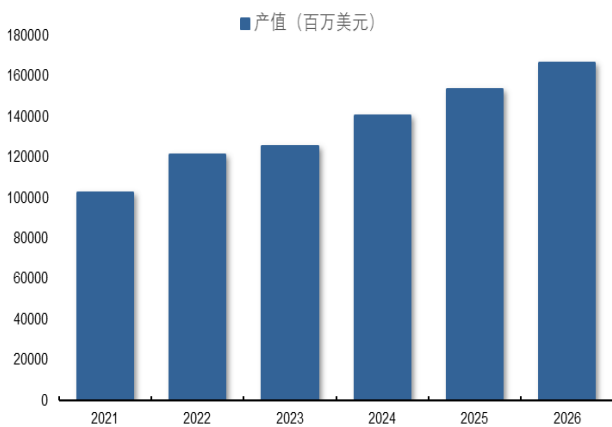
资料来源: Statista, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

图 22: 车联网市场规模 (2015-2020)


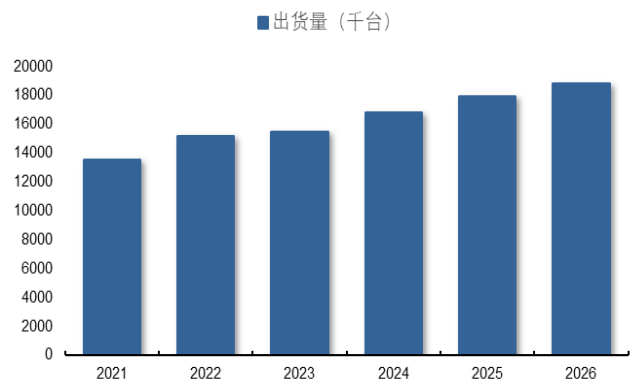
资料来源: 亿欧智库, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

云计算行业: ChatGPT 引爆 AIGC 领域, “算力经济”时代正式来临

算力需求持续释放带动算力基础设施产业迎来增长新周期。在 ChatGPT、元宇宙、人工智能等概念火热的时代, 有大量的数据需要在云端存储以及运算, 云计算相关的算力基础设施迎来需求增长期。根据 IDC 的数据, 2022 年全球服务器出货量突破 1516 万台, 同比增长 12%, 预计 2026 年出货量达 1885 万台, 复合增长率 5.6%, 2022 年全球服务器产值达 1215.8 亿美元, 同比增长 18.6%, 预计 2026 年产值增长到 1665 亿美元, 复合增长率达到 8.2%。另外, 随着人工智能应用的普及, 2022 年我国智能算力规模近乎翻倍, 达到 268EFLOPS, 超过通用算力规模; 未来 5 年我国智能算力规模的年复合增长率预计达 52.3%。

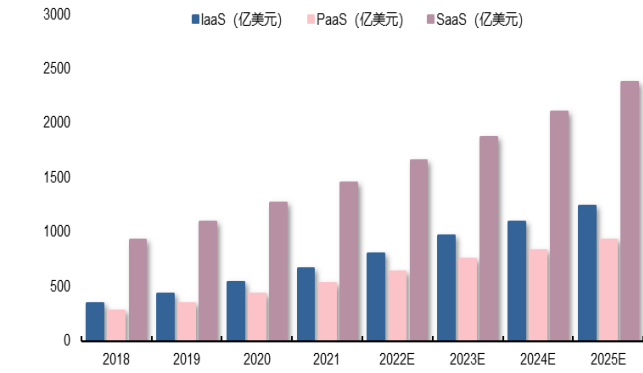
图 23: 全球服务器产值趋势 (2021-2026E)


资料来源: IDC, 公司 2022 年报, 信达证券研发中心

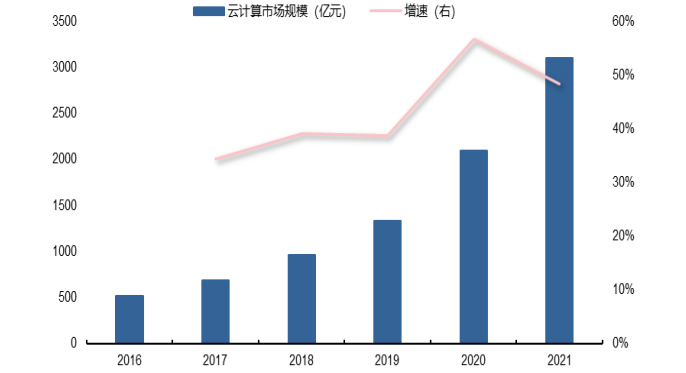
图 24: 全球服务器出货量趋势 (2021-2026E)


资料来源: IDC, 公司 2022 年报, 信达证券研发中心

全球云计算市场蓬勃发展, 中国云计算市场复合增长率超 80%。根据华经产业研究院整理数据显示, 2025 年全球云计算的市场规模预计达到 4557 亿美元, 对于 2018 年全球 1558 亿美元的市场规模, 其复合增长率达到 16.57%。中国云计算的市场规模也是呈现逐年增长的态势, 2016 年的市场规模为 515 亿元, 2021 年增长到 3102 亿元, 复合增长率为 43.2%, 高于全球云计算的增长速率, 未来中国云计算市场有望进一步加速发展。

图 25: 全球云计算市场规模及预测(2018-2025E)


资料来源: 华经产业研究院, 信达证券研发中心

图 26: 中国云计算市场规模及增速 (2016-2021)


资料来源: 华经产业研究院, 信达证券研发中心

国家多部门颁布相关政策支持云计算行业发展。截止 2022 年, 国务院、工信部、发改委等部门发布一系列云计算相关的指导类、支持类、强制类政策, 加强对云计算行业的重视, 指引云计算的发展路线, 要求云计算行业为数实结合这一数字化转型浪潮中为实体经济赋能, 在制造业领域更好发挥价值, 同时强调云安全市场、云计算基础设施建设的重要性。

表 2: 截止 2022 年国家层面对于云计算行业的政策重点内容

时间	发布单位	政策名称	重点内容	政策性质
2022-10	国务院	《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》	充分利用大数据、云计算等新一代信息技术, 加强技能人才工作信息化建设, 建立健全高技能人才库	指导类
2022-3	工信部	《金融科技(FinTech)发展规划(2022—2025)》	金融业数字化转型更深化, 上云用数赋智水平稳步提高; 是数据要素潜能释放更充分, 金融与民生领域数据融合应用全面深入, 数据安全与个人隐私得到有效保障	支持类
2022-1	工信部	《“十四五”数字经济发展规划》	《规划》肯定了以 5G、云计算、大数据、人工智能等为代表的数字技术, 与实体经济在更大范围、更宽领域、更深层次融合, 催生更多新生产方式、新行业形态、新商业模式和新经济增长点, 推动工业经济向数字经济大踏步迈进。	支持类
2021-12	发改委	中央经济工作会议	会议要求继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策; 保证财政支出强度, 加快支出进度; 适度超前开展基础设施投资; 加快数字化改造, 促进传统行业升级。	支持类
2021-11	工信部	《“十四五”大数据行业发展规划》	目标到 2025 年, 大数据行业测算规模突破 3 万亿元, 均符合增长率保持在 25% 左右; 存储、计算、传输等基础设施达到国际先进水平; 数据采集、标注、存储、传输、管理、应用、安全等全生命周期行业体系系统筹发展与创新链、价值链深度融合。	支持类
2021-11	工信部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	目标十四五期间制定 125 项重点领域国家标准, 知识产权服务、工程化、质量管理、价值保障等能力有效提升; 基础软件、工业软件等关键软件供给能力显著提升, 形成具有生态影响力的新兴领域软件产品, 到 2025 年, 工业 APP 突破 100 万个; 到 2025 年, 主营业务收入达百亿级企业过百家, 千亿级企业超过 15 家; 规模以上企业软件业务收入突破 14 万亿元, 均增长 12% 以上。	强制类
2021-6	工信部	《关于加快推动区块链技术应用和行业发展的指导意见》	提出将巨快连技术应用于工业互联网的标识解析、边缘计算、协同制造等环节, 培育新模式、新业态; 建设基于区块链的大数据服务平台, 促进数据合规有序的确权、共享和流通; 利用云计算构建区块链应用开发, 测试验证和运行维护环境。	支持类
20220-4	工信部	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	加快数字化转型共性技术、关键技术研发应用。支持在具备条件的行业领域和企业范围探索大数据、人工智能、云计算、数字孪生、5G、物联网和区块链等新一代数字技术应用和集成创新。加大对共性开发平台、开源社区、共性解决方案、基础软硬件支持力度, 股利相关代码、标准、平台开源发展。	支持类
2020-3	发改委	《中小企业数字化赋能专项行动方案》	鼓励以云计算、人工智能、大数据、边缘计算、5G 等新一代信息技术与应用为支撑, 引导数字化服务商针对中小企业数字化转型需求, 建设云服务平台、开放数字化资源、开发数字化解决方案, 为中小企业实现数字化网络化智能化转型夯实基础。	支持类
2020-3	发改委	《中小企业数字化赋能专项行动方案》	鼓励以云计算、人工智能、大数据、边缘计算、5G 等新一代信息技术与应用支撑, 引导数字化服务商针对中小企业数字化转型需求, 建设云服务平台、开放数字化资源、开	支持类

发数字化解决方案，为中小企业实现数字化网络化智能化转型夯实基础。

加强技术创业和应用，打造一批面向服务领域的关键共性技术平台，推动人工智能、云计算、大数据等新一代信息技术在服务领域深度应用，提升服务业数字化、智能化发展水平，引导传统服务业企业改造升级，增强个性化、多样化、柔性化服务能力。

2019-10

工信部

《关于新时代服务业高质量发展的指导意见》

支持类

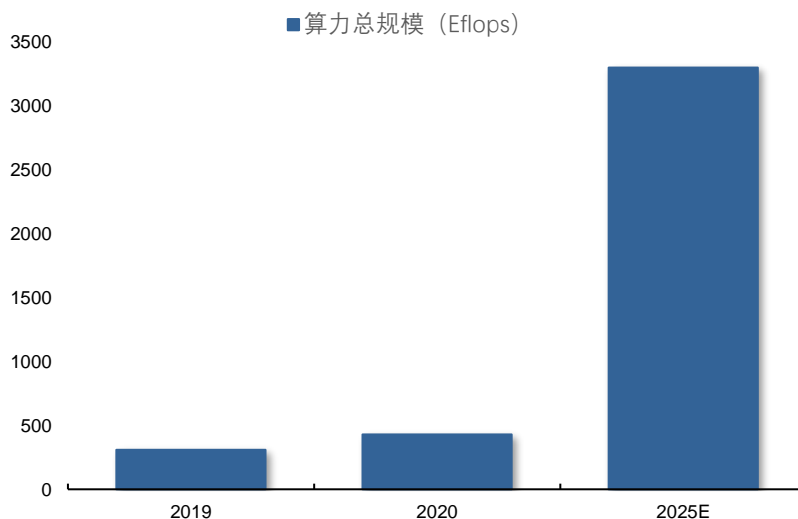
资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

ChatGPT 引爆 AIGC 热潮。AIGC 是指利用人工智能技术来生成内容，继 UGC、PGC 之后的新型内容生产方式，引爆话题的 ChatGPT 就是 AIGC 的典型应用，除此之外，还有 AI 绘画、AI 写作、AI 视频等细分领域。OpenAI 发布的语言模型 ChatGPT 以人与机器对话的形式，回答日常与专业问题，输出代码程序与数据集等，ChatGPT 推出两个月后便引发社会多领域的热烈讨论。

ChatGPT 需要大量算力作为支撑，云计算持续受益。ChatGPT 模型需要进行大量预训练，从无标注的训练集自主进行学习，提取出相应特征，以 GPT-3 为例，其总算力消耗约为 3640PFlop/s-day（每秒一千万亿次计算，运行 3640 个整日），在日常运行阶段，ChatGPT 也需要消耗算力进行交互。综合来看，GPT-3 的语言模型包括 1750 亿个参数，比 GPT-2 增加了近 117 倍，GPT-4 涉及到的参数量将达到 1.6 兆个，云计算提供的算力支撑更为重要。ChatGPT 也会刺激 5G 设备增长，ChatGPT 同样需要更高硬件支持，对 CPU、GPU、内存等硬件的性能提出要求，同时由于需要在线处理用户的大量数据输入和输出，也需要足量的网络带宽。

全球范围算力规模持续扩大。根据中国信通院的数据显示，2016-2021 年我国的算力规模的复合增长率有 46%，到 2030 年全球算力规模预计达 56ZFlops，复合增长率达到 65%；其中 2021 年我国计算设备算力总规模为 202EFlops，而 2021 年全球计算设备算力总规模达到 615EFlops。

图 27：全球算力总规模（2019-2025E）

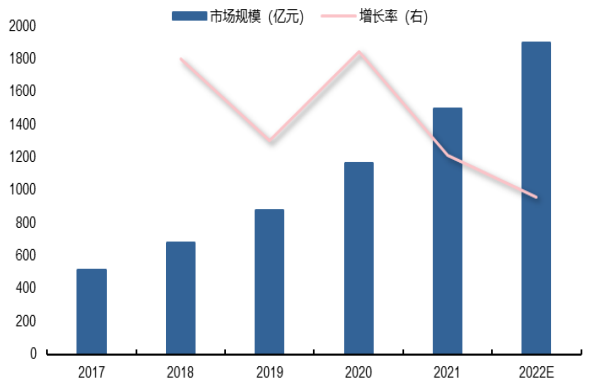


资料来源：中国信通院，IDC，Gartner，信达证券研发中心

云计算受数据中心需求量增长，我国增速超全球增速近两倍。IDC 为互联网数据中心、算力基础设施的重要组成部分，是促进 5G、人工智能、云计算等新一代数字技术发展的数据中枢和算力载体，即是云计算的基础，因此 IDC 的繁荣发展会对云计算产生持续受益。受新基建、数字化转型等国家政策以及企业降本增效的需求促进，我国数据中心业务收入持续高速增长。根据中国信通院给出的数据，我国数据中心在 2021 年市场规模达 1500 亿元，从 2017 年到 2022 年预期复合增长率为 30%；全球数据中心市场规模预计到 2022 年有 746 亿美元，对比 2017 年 465 亿美元，复合增长率有 10%，对比可知我国数据中心规模增速要远超全球的增速。

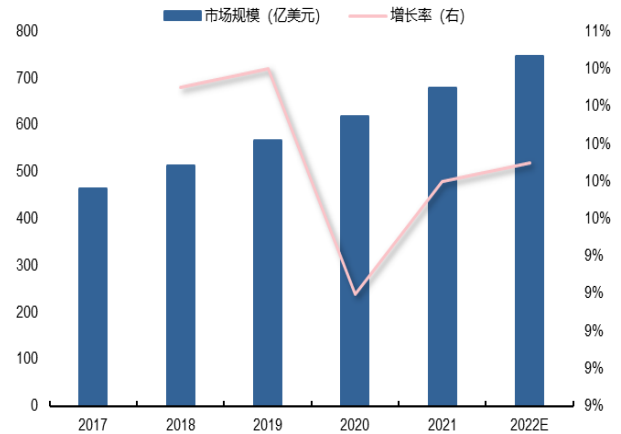
我国数据中心项目投资规模与机架规模持续提升。根据 IDC 数据，我国 IDC 行业数据中心项目投资规模从 2018 年的 820 亿元，到 2023 年预期 2730 亿元，复合增长率为 27%；同时，根据中国信通院统计，我国数据中心的机架规模持续增加，按照标准机架 2.5kW 统计，2017 年有 166 万架，其中大型规模以上机架有 83 万架，截止到 2021 年底机架规模是 520 万架，其中大规模以上机架有 420 万架，到 2022 年预期有 670 万架机架，其中大型规模以上机架有 540 万架。

图 28: 我国数据中心市场规模 (2017-2022E)



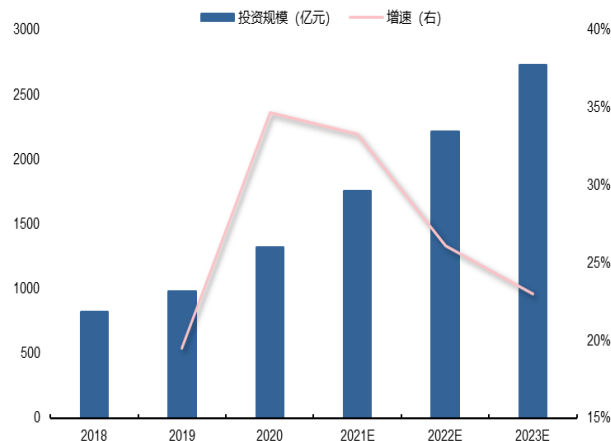
资料来源: 中国信通院, 信达证券研发中心

图 29: 全球数据中心市场规模 (2017-2022E)



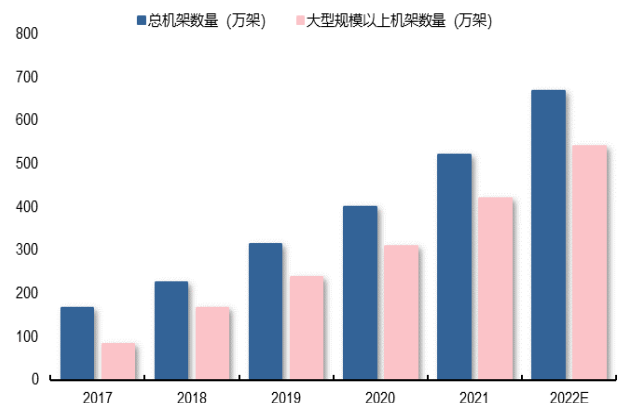
资料来源: 中国信通院, 信达证券研发中心

图 30: 中国 IDC 行业数据中心项目投资规模及预测(2018-2023E)



资料来源: 工信部, IDC, 信达证券研发中心

图 31: 我国数据中心机架规模 (2017-2022E)



资料来源: 中国信通院, 信达证券研发中心

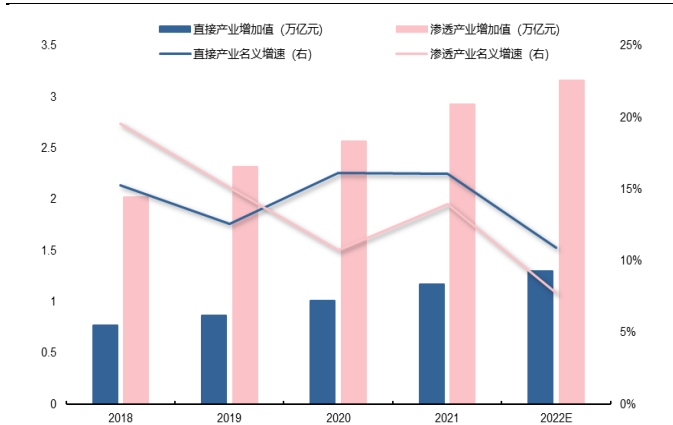
元宇宙带来广泛的数据计算与存储需求，增加云计算的应用场景。元宇宙的本质是云计算，作为可以提供元宇宙最基础的算力，云计算可以为元宇宙大量赋能，成为元宇宙背后最底层的技术支持。同时，边缘计算也将因为元宇宙提供可用性与提高性能而迎来发展的高峰。

工业互联网行业：工业互联网步入快车道，灯塔效应加速释放

工业互联网以连接为基础，在数字化转型进程发挥重要作用。工业互联网是通过对人、机、物、系统等的全面连接，构建起覆盖全产业链、全价值链的全新制造和服务体系，是数字化转型升级的重要抓手。工业互联网推动传统工业转型升级，实现各种生产和服务资源的优化配置，实现降本增效、绿色安全发展；工业互联网同时加速网络演进升级、拓展数字经济空间，实现产业上下游、跨领域的广泛互联互通。

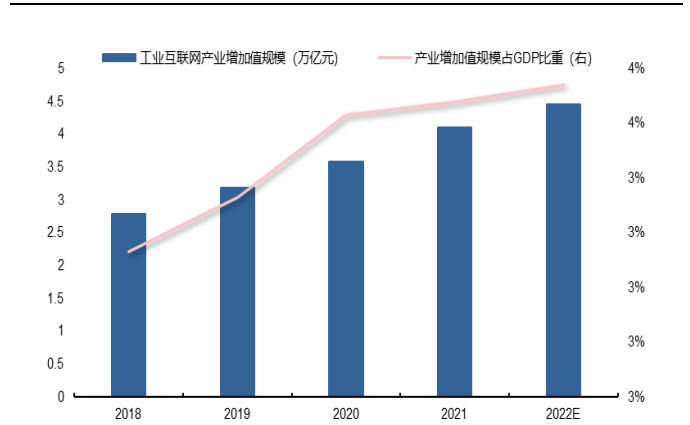
工业互联网建设与溢出赋能已取得显著成效，2022年产业增加值预计有4.45万亿，已成为经济增长的重要支撑。据中国工业互联网研究院2022年发布的《中国工业互联网产业发展白皮书》测算，2021年我国工业互联网直接产业增加值总规模达到1.17万亿元，工业互联网渗透产业增加值规模为2.93万亿元，工业互联网产业增加值突破4万亿，预计2022年将达到4.45万亿。这既体现了核心产业增加值的增长，也体现了工业互联网加速渗透钢铁、机械、电力、交通、能源等传统行业，进一步体现赋能作用。白皮书数据显示，2021年我国工业互联网产业增加值规模占GDP比重为3.58%，2022年工业互联网产业增加值规模占GDP比重预计将上升至3.64%，由此可知工业互联网已成为带动经济增长的重要支撑。

图 32：工业互联网直接产业、渗透产业增加值规模与名义增速（2018-2022E）



资料来源：中国工业互联网研究院，信达证券研发中心

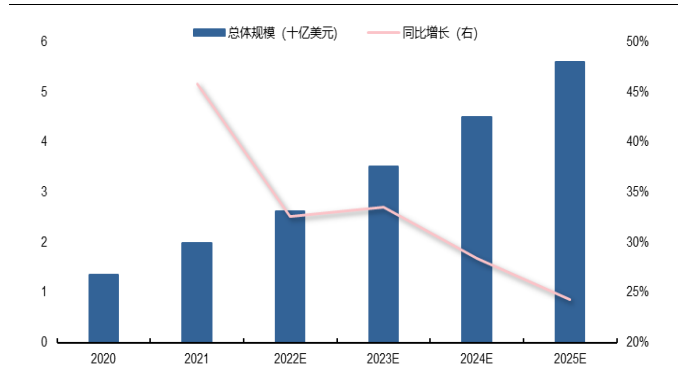
图 33：中国工业互联网产业增加值规模、占 GDP 比重（2018-2022E）



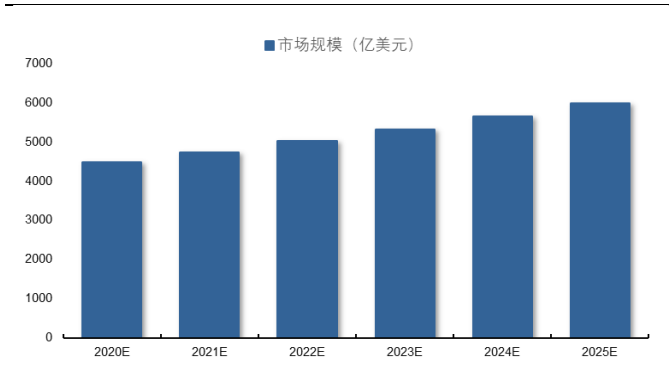
资料来源：中国工业互联网研究院，信达证券研发中心

工业互联网受政策驱动发展活力强劲。工信部相关数据显示，2022年我国工业互联网产业规模约达1.2万亿元，“5G+工业互联网”的512工程收官，工业互联网赋能行业转型呈现千姿百态，为经济社会高质量发展提供有力支撑。工信部印发的《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》提出到2023年将覆盖各地区、各行业的工业互联网网络基础设施初步建成。同时，工业互联网连续五年被写进《政府工作报告》，国务院于2022年3月发出的《政府工作报告》中也再次提出要加快发展工业互联网，利好政策推动工业互联网进入发展黄金时期。

工业互联网市场规模逐年扩大。根据IDC中国数据显示，在企业数字化转型持续深入的推动下，到2025年中国工业互联网平台及应用解决方案市场将达到56.1亿美元，2021-2025年CAGR为29.6%，而中国作为全球最大的工业数字化市场，工业互联网需求持续旺盛。根据前瞻产业研究院整体数据，全球工业互联网在硬件以及网络产品上市市场规模稳步增加，前景良好。

图 34: 中国工业互联网平台及应用解决方案市场预测 (2020-2025E)


资料来源: IDC 中国, 信达证券研发中心

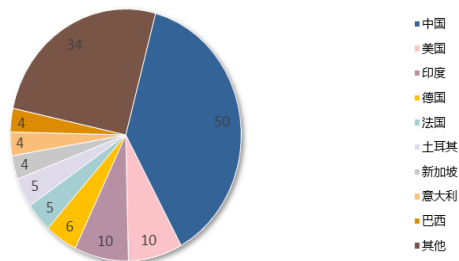
图 35: 全球工业互联网硬件与网络产品市场规模预测情况 (2020E-2025E)


资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

“灯塔工厂”代表全球数字化生产的最高水平。“灯塔工厂”由世界经济论坛联合麦肯锡联合评选, 指大规模应用第四次工业革命技术, 积极推动商业模式转型的数字化工厂。

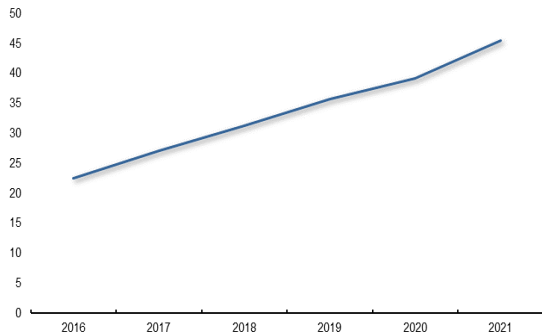
“灯塔工厂”通过采用人工智能、物联网、云计算、工业机器人等新技术, 构建覆盖企业内部全流程、产业链上下游全环节的数字化体系, 全面提升企业生产效率, 从而大幅降低生产成本。根据麦肯锡提供的数据, “灯塔工厂”的生产力平均提升超 2.5 倍, 利润率提升 8%-13%, 运营指标提升 50%-60%。

中国在“灯塔工厂”的布局处于世界领先。截止到 2023 年 1 月 13 日, 共有 132 家工厂入选灯塔工厂, 分属于 76 家公司。从灯塔工厂所属公司所在国家的分布看, 排名前三的是中国、美国、德国; 从灯塔工厂所在国家的分布看, 排名前三的是中国、美国、印度, 中国的灯塔工厂的数量远超其他国家, 这将为数字化转型带来大量的市场机会。

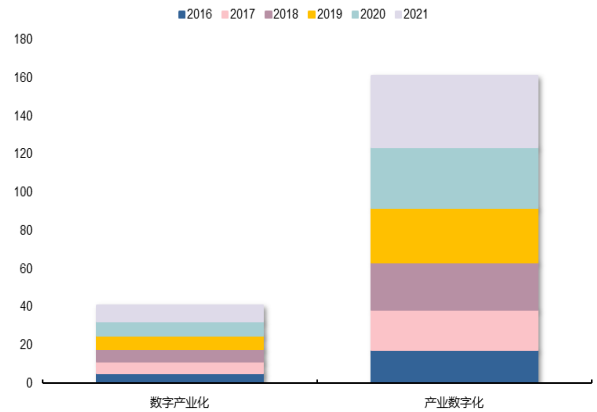
图 36: 全球算力总规模 (2019-2025E)


资料来源: 世界经济论坛, 信达证券研发中心

数字经济迈向高质量发展, 数实融合进程加速。2022 年, 我国数字经济规模提升至 50 万亿元左右。2023 年 2 月, 国务院出台的《数字中国建设整体布局规划》中提及建设数字中国是数字时代推进中国式现代化的重要引擎。中国电子信息产业发展研究院发布的《区域数字经济和实体经济深度融合发展生态报告(2023)》为我国深入推进区域数实融合生态建设提供决策支撑。工业互联网作为推动数字经济增长的引擎, 数字经济的高速发展会驱动工业互联网持续受益。

图 37: 我国数字经济规模 (2016-2021, 万亿元)


资料来源: 中国信通院, 信达证券研发中心

图 38: 我国数字经济内部结构数据 (2016-2021, 万亿元)


资料来源: 中国信通院, 信达证券研发中心

工业富联深耕通讯及移动网络、云计算、工业互联网三大领域

成长点#1: 三大业务优势协同, 规模超前增速亦高

公司作为高端智能制造及工业互联网方案解决商家, 已在全球建立领先优势, 三大业务 (云计算、通信及移动网络设备与工业互联网) 所涉及下游及客户存在一定交叠, 主营业务优势互补协同效应明显, 同时多重赛道成长属性较强, 因此公司在数千亿收入的规模之下依然展现出较强的业绩弹性。

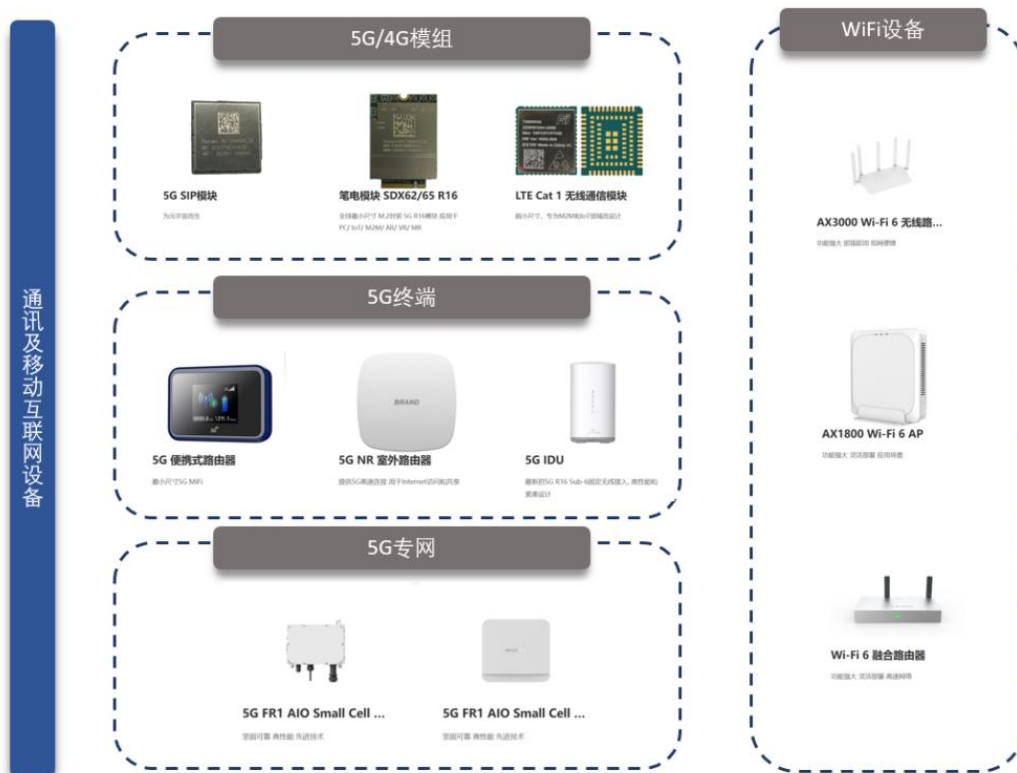
图 39: 工业富联产业链位置


资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

通讯及移动网络设备方面，受益于数字经济发展，公司积极布局企业网络设备、无线网络设备及 5G 相关产品，智能家居产品等方面。

- **企业网络设备方面：**终端应用在云端计算、物联网、数据中心等方面展现出更高性能需求，运营商持续扩容、增加频宽以满足用户需求。公司交换机等产品在此过程中深度受益。此外，公司网络安全设备可较好满足下游客户安全需求，亦展现出较强成长动能。公司在企业网络设备方面拥有占全球市场份额超 50% 以上的领先客户群体。
- **智能家居及工业相关产品方面：**公司开发家庭监控、娱乐影音、智能音响等方面产品节奏顺利，在智能家庭解决方案方面能力持续扩展。公司深入布局智能手机及穿戴装置高精密机构件产线，2022 年公司依托智能手机及穿戴装置高精密机构件核心竞争力，获世界经济论坛评选的灯塔工厂殊荣，也是全球首座精密机构件加工灯塔工厂。

图 40：工业通讯及网络设备产品矩阵



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

云计算：ChatGPT 发布带来 AI 世界的重大变革，“AI+”较强赋能众多行业，公司以服务器为代表的云计算业务在此轮行业变革中处于需求中心。

ChatGPT 的成功客观验证了大预言模型的可行性，当前国内外众多厂商均纷纷发布自己的大模型，服务器等需求水涨船高。公司相关产品受益良多，出货增长迅速。公司持续投入研发，强化自身技术底蕴。2022 年 10 月公司推出全球第一台 DC_MHS 服务器；公司的 EBOF 存储器可支持分布式数据中心架构，在通风散热与效能利用方面更具优势；公司新一代液冷技术也应用在客户最新 HPC 加速器中。液冷技术方面，公司持续加大数据中心节能技术研发，通过沉浸式与机柜式液冷散热系统，实现成本节约及效率提升。

图 41: 工业云计算产品矩阵


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

工业互联网方面: 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, 2022 年收入增长 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%。公司可为大型、中小型企业等不同类型客户提供专业场景应用、数字制造管理、双碳战略服务、智能硬件设备、数字化人才组织培养等全场景数字化转型服务。公司沉淀了一站式数字化转型服务能力及全场景产品体系, 服务对象覆盖电子制造、新能源车、医疗器械、金属冶金、化工材料、机械加工、电力装备等 10 大行业, 服务企业超 1500 家。

图 42: 一站式数字化转型服务


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

成长点#2：多元发展并行不悖，AI 服务器+苹果结构件多点开花

多元布局步履未停，重点布局四大领域。工业富联 2022 年资本支出为 80.9 亿元，较 2021 年同比增长 34%，资本支出提升来自产能的投资及自动化升级，对外投资主要集中于半导体、车用电子、大数据、机器人四个领域。

- **半导体领域：重点布局芯片设计、EDA 软件、半导体制造、先进封装及高端精密测试及自动化设备等领域。**工业富联牵手智路资本成立投资基金晟丰产投，其中智路资本专注于半导体核心技术及其他新兴高端技术投资机会，过去 5 年智路建广联合体主导完成了中资机构在半导体领域的多起跨境并购，如安世半导体；同时，工业富联表示成立晟丰产投，拟与其他主体共同投资广大融智集团，并通过广大融智集团对高端精密制造产业项目进行投资。
- **车用电子领域重点布局新能源汽车三大领域——电驱电控、智能车载与车联网。**公司持续聚焦高成长赛道，锁定轻量化、省电化、智能化三个投资方向，具体举措包括收购恒驱电机股份，布局新能源车的无刷直流电机及其驱动控制器行业；与恩智浦签署战略合作协议，布局智能座舱等。
- **大数据领域：拓展数据中心服务器托管和 AI 服务器技术，与云计算客户携手完善产业链。**工业富联基于规模化数据积累优势，沉淀出一站式的数字化转型服务能力以及全场景的产品体系，建立数字化转型技术底座，加速千行百业智能升级。工业富联已发布《灯塔领航计划 2021-2025》，旨在达成 10 家世界级灯塔工厂、100 家数字化转型、1000 家导入数字化技术应用以及 50000 家使用产品与技术服务，助力完善服务企业的生态能力。
- **自动化&机器人领域：战略投资增强主营业务竞争力，提高智能制造及高精制造生产技术。**工业富联投资思灵机器人、凌云光，公司持续依托凌云光自主掌握的“光学成像”、“软件算法”等核心底层技术，通过可配置视觉系统和智能视觉装备生成中框金属加工全工序外观质量检测解决方案和 Top Mouldle 显示模组外观质量检测解决方案。

图 43：工业富联投资布局



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

短期看 2023-2025 年，服务器、苹果结构件等业务在短期内具备增长潜能，有望迎来业绩快速放量。

- **服务器方面，公司创新能力边际强化，产品变革持续推进，巨人有望领跑行业潮流。**

AI 服务器出货量增速较高，公司有望在此轮成长周期中借势而起。2022 年装有 GPGPU（General Purpose GPU）的 AI 服务器年出货占比达 1%，2023 年在 Chatbot 等相关应用

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 22

加持下，2022~2026年CAGR有望达+10.8%。2022年采购商中，微软、谷歌、Meta等排名靠前。

图 44: 2022-2026 年全球 AI 服务器出货量及 CAGR 预估

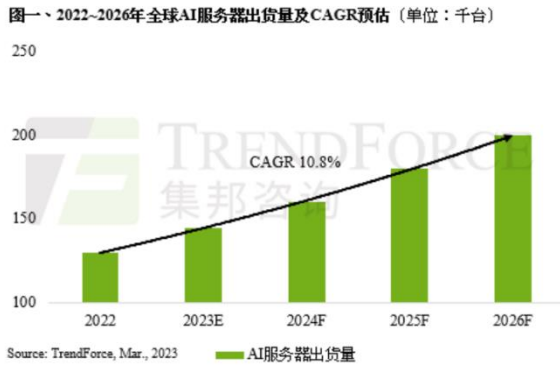
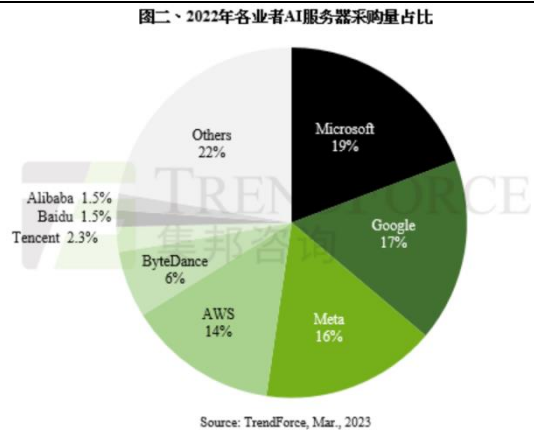


图 45: 2022 年 AI 服务器采购量占比



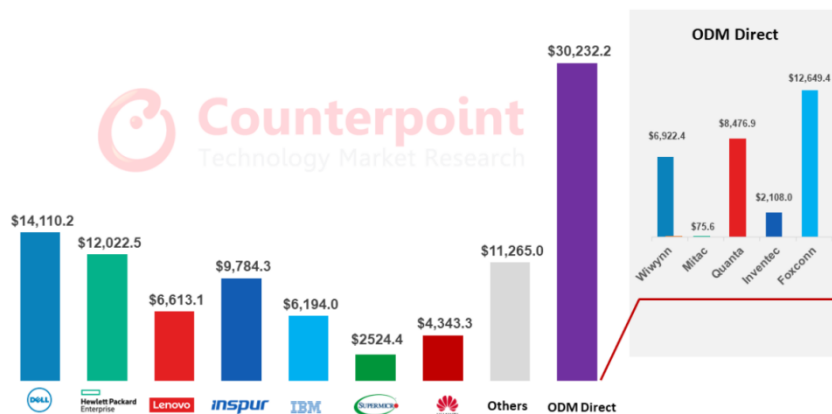
资料来源: 全球半导体观察, 信达证券研发中心

资料来源: 全球半导体观察, 信达证券研发中心

技术创新从未止步, 竞争力持续强化。模块化设计方面, 公司研发基于开放平台联盟架构的 DC_MHS 数据中心模块化硬件系统, 推出全球第一台模块化服务器, 同时产品应用于客户最新一代 HPC 加速器中; 液冷技术方面, 公司持续加大数据中心节能技术研发, 通过沉浸式与机柜式液冷散热系统, 实现成本节约及效率提升。2023 年或将有更多产品出货。**公司服务器业务市场份额全球第一, 深度受益 AI 行业发展, 巨人有望领跑行业前行。**公司深耕云计算行业多年, 为第一梯队众多云服务器商和 AI 存储器供应商, 产品已经开发至第四代。据 Counterpoint 统计, 在全球服务器 ODM 厂商中, Foxconn 以 12649.4 百万美元的收入排名第一, 且相对排名第二和第三的广达及纬颖科技 (纬创资通子公司) 已经拉开了差距。而公司在服务器层面的主要客户为 Amazon、Dell、HPE 等, 在全球的服务器市场中亦占有一定优势。2022 年公司业务深度受益 AI 扩展, 相关产品 2022 年出货加倍, AI 服务器及 HPC 出货增长迅速, 在 2022 年云服务商产品中, 占比增至约 20%, 持续维持增长态势。

图 46: 工业富联服务器市场份额 (2021 年)

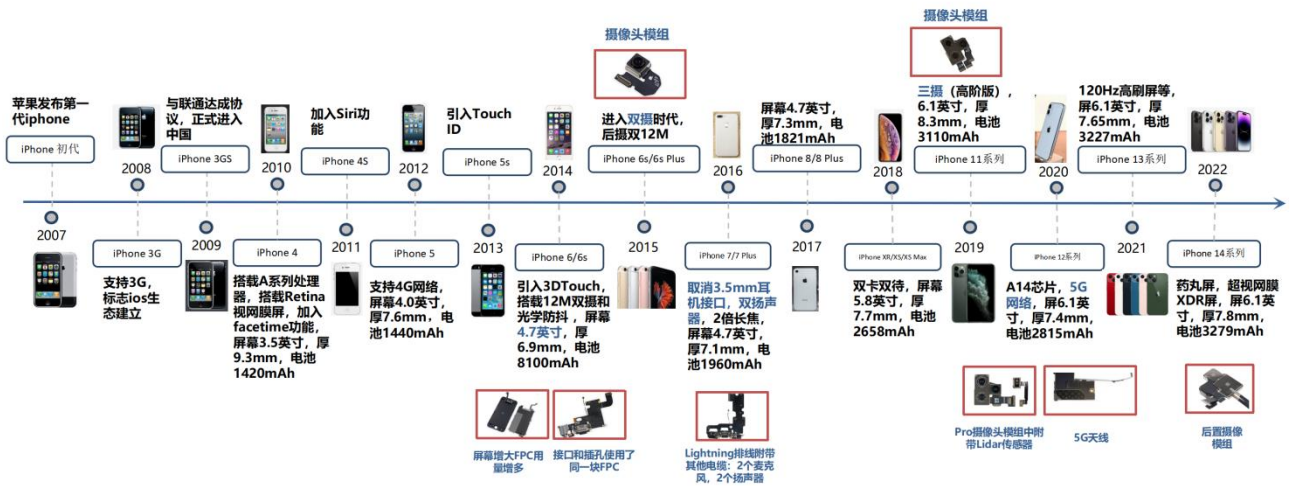
Global Server Revenues by Company, 2021 (In \$ million)



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

● **苹果方面, 景气压力有望释放, 结构件有望持续升级为公司带来业绩增量。**

苹果技术创新脚步未止, 旗下产品结构件有望持续升级。公司所生产的金属机构件包括智能手机精密金属机构件、智能手机精密高分子聚合物机构件及网络电信设备精密机构件等。苹果手机结构件有望持续升级, 公司作为果链厂商有望直接受益。

图 47: 苹果手机变革历程复盘


资料来源: 九机网, iFixit, 信达证券研发中心

图 48: 公司通信网络设备高精密机构件


资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

盈利预测与估值分析

盈利预测

我们预计工业富联 2023/2024/2025 三年的总体收入分别为 5842.06/6715.17/7709.65 亿，同比增长 13.84%/14.95%/14.81%，其中分业务来看：

- **通信及移动网络设备：**工业富联的网络安全产品，贴合客户不断增长的安全需求；工业富联掌握 5G 和 Wi-Fi6/6E 核心技术，目前正深化企业 Wi-Fi 7 产品布局；工业富联深入车用电子领域、智能家居相关产品出货量快速成长。由此预测通信及移动网络设备未来三年以 12.12%/11.1%/11.37% 的速率持续增长。
- **云服务设备：**ChatGPT 等 AIGC 应用将带动新一波算力的需求增长，有望带动工业富联的服务器出货需求持续增长。整体来看工业富联在 AI 服务器上已位居领先战略位置，基于此我们预计云服务设备未来三年将以 16.38%/20.21%/19.18% 的增长率稳定发展。
- **工业互联网：**随着数字经济与实体经济相融合的趋势，工业富联的工业互联网业务量逐步提升，我们预计工业互联网领域业务未来三年将以 13.84%/14.95%/14.81% 的速率稳中有升。

表 3：工业富联分产品营业收入预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
通信及移动网络设备营业收入（百万元）	258966	296178	332086	368947	410880
通信及移动网络设备营业收入 YOY	1.95%	14.37%	12.12%	11.1%	11.37%
云服务设备营业收入（百万元）	177694	212444	247251	297231	354230
云服务设备营业收入 YOY	1.36%	19.56%	16.38%	20.21%	19.18%
工业互联网营业收入（百万元）	1685	1912	1975	2155	2353
工业互联网营业收入 YOY	16.92%	13.45%	3.3%	9.15%	9.18%
主营业务收入（百万元）	440770	513615	584206	671517	770965
总体营业收入 YOY	2.08%	16.42%	13.84%	14.95%	14.81%

资料来源：公司数据，信达证券研发中心预测

表 4：工业富联财务摘要

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	440770	513615	584206	671517	770965
毛利收入（百万元）	36890	37602	46050	52231	59102
毛利收入 YOY	2.28%	1.93%	22.47%	13.42%	13.16%
归母净利润（百万元）	20001	20073	24451	27404	30757
归母净利润 YOY	14.8%	0.3%	21.81%	12.08%	12.23%
ROE（%）	16.8%	15.6%	17.0%	17.0%	17.0%
EPS（摊薄）（元）	1.01	1.01	1.23	1.38	1.55
P/E（倍）	17.53	17.47	15.59	13.91	12.39

资料来源：信达证券研发中心预测

估值分析

考虑到工业富联所属计算机、通讯与其他电子制造业，我们选取主营业务具有一定类似性的立讯精密、中兴通讯、浪潮信息作为工业富联的可比公司，可比公司 2023/2024/2025 年的平均 P/E 为 19.79x/15.76x/13.34 x 倍，截至最新收盘（2023 年 4 月 18 日），公司对应 PE 低于可比公司，成长空间较大。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表

可比公司	公司代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
立讯精密	002475.SZ	29.69	2,117.01	98.52	132.61	169.37	21.49	15.96	12.50
中兴通讯	000063.SZ	33.68	1,500.46	98.02	113.37	128.55	16.28	14.07	12.41
浪潮信息	000977.SZ	39.96	584.90	27.07	33.93	38.70	21.61	17.24	15.12
可比公司均值							19.79	15.76	13.34
工业富联	601138.SH	17.66	3615	244.51	274.04	307.57	15.59	13.91	12.39

资料来源: IFIND, 信达证券研发中心预测

风险因素

宏观经济波动风险: 宏观经济波动, 可能影响公司业务开展。

下游市场需求不及预期风险: 下游需求疲软会影响公司销量。

公司股价存在短期内波动风险: 由于股市情绪等影响, 公司股价短期内可能存在波动。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	247,158	248,940	264,459	289,886	312,468	
货币资金	82,877	69,430	57,644	63,941	54,379	
应收票据	4	17	16	13	23	
应收账款	87,030	97,673	123,333	134,675	156,960	
预付账款	242	352	346	414	479	
存货	71,928	77,322	78,840	85,703	95,618	
其他	5,078	4,146	4,280	5,141	5,010	
非流动资产	19,450	35,248	44,958	53,946	62,848	
长期股权投资	3,168	12,216	17,512	23,510	29,782	
固定资产(合计)	9,494	15,937	18,495	19,723	20,693	
无形资产	407	440	494	532	575	
其他	6,382	6,655	8,457	10,181	11,799	
资产总计	266,609	284,188	309,417	343,833	375,317	
流动负债	141,329	149,176	159,442	176,438	188,350	
短期借款	52,137	50,498	52,316	53,998	55,172	
应付票据	250	0	299	389	441	
应付账款	71,737	69,279	77,219	87,924	93,997	
其他	17,205	29,399	29,608	34,127	38,740	
非流动负债	5,793	5,679	5,679	5,679	5,679	
长期借款	3,814	3,485	3,485	3,485	3,485	
其他	1,978	2,194	2,194	2,194	2,194	
负债合计	147,121	154,854	165,121	182,117	194,028	
少数股东权益	307	358	370	385	401	
归属母公司股东权益	119,181	128,975	143,927	161,331	180,887	
负债和股东权益	266,609	284,188	309,417	343,833	375,317	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	439,557	511,850	584,206	671,517	770,965	
同比(%)	1.8%	16.4%	14.1%	14.9%	14.8%	
归属母公司净利润	20,010	20,073	24,451	27,404	30,757	
同比(%)	14.8%	0.3%	21.8%	12.1%	12.2%	
毛利率(%)	8.3%	7.3%	7.9%	7.8%	7.7%	
ROE%	16.8%	15.6%	17.0%	17.0%	17.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.01	1.23	1.38	1.55	
P/E	19.05	18.99	15.59	13.91	12.39	
P/B	3.20	2.96	2.65	2.36	2.11	
EV/EBITDA	8.47	6.66	11.77	10.34	9.57	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	439,557	511,850	584,206	671,517	770,965	
营业成本	403,042	474,678	538,156	619,286	711,863	
营业税金及附加	596	486	526	604	694	
销售费用	896	1,058	1,168	1,276	1,465	
管理费用	4,157	3,828	4,323	4,969	5,705	
研发费用	10,835	11,588	14,605	16,788	19,274	
财务费用	-826	-704	1,028	1,268	1,226	
减值损失合计	-408	-1,069	-300	-300	-300	
投资净收益	979	30	467	537	463	
其他	969	1,996	2,103	2,341	2,672	
营业利润	22,398	21,872	26,670	29,904	33,573	
营业外收支	-80	91	95	95	95	
利润总额	22,318	21,963	26,765	29,999	33,668	
所得税	2,293	1,879	2,302	2,580	2,895	
净利润	20,025	20,084	24,463	27,419	30,773	
少数股东损益	15	11	12	15	16	
归属母公司净利润	20,010	20,073	24,451	27,404	30,757	
EBITDA	25,038	26,011	30,646	34,422	38,328	
EPS(当年)(元)	1.01	1.02	1.23	1.38	1.55	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金	8,725	15,366	9,828	28,170	14,246	
净利润	20,025	20,084	24,463	27,419	30,773	
折旧摊销	3,978	4,811	3,084	3,435	3,622	
财务费用	492	1,482	2,069	2,133	2,185	
投资损失	-979	-30	-467	-537	-463	
营运资金变动	-15,674	-12,253	-19,457	-4,426	-22,026	
其它	883	1,273	136	147	154	
投资活动现金流	-7,100	-15,308	-11,963	-11,523	-11,696	
资本支出	-5,982	-8,047	-6,823	-5,751	-5,575	
长期投资	-1,799	-9,579	-5,353	-6,054	-6,329	
其他	680	2,318	213	283	208	
筹资活动现金流	4,766	-14,068	-11,651	-12,851	-15,111	
吸收投资	27	0	0	0	0	
借款	157,284	148,245	1,818	1,682	1,174	
支付利息或股息	-5,361	-11,090	-13,569	-14,633	-16,385	
现金流净增加额	5,778	-11,905	-11,786	6,297	-9,562	

研究团队简介

莫文字，毕业于美国佛罗里达大学，电子工程硕士，2012-2022 年就职于长江证券研究所，2022 年入职信达证券研发中心，任副所长、电子行业首席分析师。

韩宇杰，电子行业研究员。华中科技大学计算机科学与技术学士、香港中文大学硕士。研究方向为半导体设备、半导体材料、集成电路设计。

郭一江，电子行业研究员。本科兰州大学，研究生就读于北京大学化学专业。2020 年 8 月入职华创证券电子组，后于 2022 年 11 月加入信达证券电子组，研究方向为光学、消费电子、汽车电子等。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufeic@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。