

23Q1 高质量稳增，未来 AI 服务器放量可期

2023 年 05 月 15 日

► **事件概述:** 2023 年 4 月 28 日，公司发布 2023 年一季报，23Q1 实现营业收入 1,058.9 亿元，同比增长 0.79%，实现归母净利润 31.3 亿元，同比减少 3.91%，实现扣非归母净利润 32.1 亿元，同比增长 3.44%。

► **产品结构变化拉动盈利能力提升，剔除汇兑影响净利润高增。**

23Q1 公司毛利率 7.36%，同比增长 0.6pct，我们认为主要由于产品结构优化，公司降低品牌服务器代工比例，提升白牌服务器占比，其中 AI 服务器加速放量带动整体盈利能力提升；净利率 2.95%，同比降低 0.15pct，我们判断主要由于汇兑损益影响，若剔除相关影响，实际净利润实现高增；经营性现金流入净值 208.4 亿元，同比增长 1086.5%，由于公司回款、管控能力提升；资产负债率 48.56%，同比下降 5.5pct，应收账款减少。体现公司报表端实现高质量成长。

► **业绩稳健，算力需求迸发下 AI 服务器放量可期。**

云计算: 伴随 ChatGPT 通用 AI 突破引发算力需求迸发，预计公司云服务业务将加速发展，且公司全球化布局具有强大供应链优势有望优先受益。22 年收入 2,124.4 亿元，同比增长 19.6%，连续 5 年保持成长趋势。其中云服务商产品在云计算收入中占比快速提升至 40% 以上，AI 服务器及 HPC 出货增长迅速，在 22 年云服务商产品中占比增至约 20%。公司在模块化产品与新一代先进冷却技术及解决方案方向不断取得突破。

网络通信: 和云计算业务相辅相成，随算力需求迸发，流量增长对网络带宽要求提升，公司 400G 交换机等产品具有较大成长性。22 年收入 2,961.8 亿元，同比增 14.4%。5G 设备营收、网络设备营收增长均超过 20%，企业网络设备实现快速增长，无线网络设备深化企业 Wi-Fi 7 产品布局；公司持续深入布局智能手机和穿戴装置高精机构件产线，凭借公司在高端手机结构件加工领先地位，将受益于今年手机中框材料更新，ASP 有望提升。

工业互联网: 22 年收入 19.1 亿元，同比增长 13.5%。其中工业互联网平台（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。22 年公司围绕主营业务在智能制造+工业互联网、大数据+机器人等创新业务核心赛道“2+2”领域积极布局，有望在中长期贡献新增长曲线。

► **投资建议:** 看好公司受益于全球 AI 算力需求增长实现收入高增，同时期待产品结构优化、规模效应及工业互联网降本增效带来的盈利能力提升。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 222.18/248.20/271.20 亿元，对应 PE 倍数为 14x/12x/11x。维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 宏观经济下行导致手机需求疲软、AI 应用落地不及预期。

推荐

维持评级

当前价格:

15.12 元



分析师 马天诣

执业证书: S0100521100003

电话: 021-80508466

邮箱: matianyi@mszq.com

相关研究

1.工业富联 (601138.SH) 2022 年年报点评: 业绩及分红比例创新高, 云计算业务加速向上-2023/03/15

2.工业富联 (601138.SH) 2022 年三季报点评: 业绩创同期新高, 三大主业持续突破-2022/11/02

3.工业富联 (601138.SH) 2022 年中报点评: 经营业绩稳健, 云计算与工业互联网保持高速增长-2022/08/15

4.工业富联 (601138.SH) 2022 年一季报点评: 单季度营收首破千亿, 生产经营韧性十足-2022/04/30

5.工业富联 (601138.SH) 2021 年年度报告点评: 业绩逆势增长, 横向拓展开创第二增长曲线-2022/03/23

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	511,850	595,188	683,674	770,832
增长率 (%)	16.4	16.3	14.9	12.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	20,073	22,218	24,820	27,120
增长率 (%)	0.3	10.7	11.7	9.3
每股收益 (元)	1.01	1.12	1.25	1.37
PE	15	14	12	11
PB	2.3	2.1	2.0	1.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 5 月 15 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	511,850	595,188	683,674	770,832
营业成本	474,678	551,744	634,417	716,118
营业税金及附加	486	595	684	771
销售费用	1,058	1,190	1,367	1,542
管理费用	3,828	4,404	4,991	5,550
研发费用	11,588	13,392	15,314	17,190
EBIT	21,200	25,875	29,144	32,112
财务费用	-704	-14	182	415
资产减值损失	-1,069	-1,345	-1,538	-1,730
投资收益	30	60	68	77
营业利润	21,872	24,603	27,492	30,044
营业外收支	91	95	100	105
利润总额	21,963	24,699	27,592	30,149
所得税	1,879	2,470	2,759	3,015
净利润	20,084	22,229	24,833	27,134
归属于母公司净利润	20,073	22,218	24,820	27,120
EBITDA	26,011	31,710	34,271	38,191

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	69,430	67,943	70,707	78,757
应收账款及票据	97,690	113,737	130,458	146,666
预付款项	352	331	381	430
存货	77,322	88,295	101,011	113,633
其他流动资产	4,146	4,184	4,478	4,751
流动资产合计	248,940	274,490	307,034	344,236
长期股权投资	12,216	12,275	12,344	12,421
固定资产	15,937	16,031	15,912	15,769
无形资产	440	440	440	440
非流动资产合计	35,248	34,852	35,630	34,755
资产合计	284,188	309,342	342,664	378,991
短期借款	50,498	50,498	60,498	70,498
应付账款及票据	69,279	80,267	91,252	101,041
其他流动负债	29,399	32,739	31,293	34,802
流动负债合计	149,176	163,504	183,043	206,341
长期借款	3,485	4,036	4,036	4,036
其他长期负债	2,194	1,172	2,233	1,658
非流动负债合计	5,679	5,208	6,269	5,695
负债合计	154,854	168,712	189,312	212,035
股本	19,860	19,863	19,863	19,863
少数股东权益	358	369	382	395
股东权益合计	129,334	140,630	153,352	166,956
负债和股东权益合计	284,188	309,342	342,664	378,991

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.45	16.28	14.87	12.75
EBIT 增长率	0.66	22.05	12.63	10.18
净利润增长率	0.32	10.68	11.72	9.27
盈利能力 (%)				
毛利率	7.26	7.30	7.20	7.10
净利润率	3.92	3.73	3.63	3.52
总资产收益率 ROA	7.06	7.18	7.24	7.16
净资产收益率 ROE	15.56	15.84	16.23	16.28
偿债能力				
流动比率	1.67	1.68	1.68	1.67
速动比率	1.13	1.12	1.11	1.11
现金比率	0.47	0.42	0.39	0.38
资产负债率 (%)	54.49	54.54	55.25	55.95
经营效率				
应收账款周转天数	69.65	69.60	69.50	69.30
存货周转天数	59.46	59.30	59.00	58.80
总资产周转率	1.86	2.01	2.10	2.14
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	1.12	1.25	1.37
每股净资产	6.49	7.06	7.70	8.39
每股经营现金流	0.77	0.84	0.83	0.97
每股股利	0.55	0.61	0.68	0.74
估值分析				
PE	15	14	12	11
PB	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.20	9.22	8.62	7.77
股息收益率 (%)	3.64	4.03	4.50	4.92

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	20,084	22,229	24,833	27,134
折旧和摊销	4,811	5,836	5,127	6,078
营运资金变动	-12,253	-13,714	-16,375	-17,292
经营活动现金流	15,366	16,784	16,501	19,282
资本开支	-8,047	-3,125	-3,260	-3,608
投资	-9,579	0	0	0
投资活动现金流	-15,308	-3,626	-3,250	-3,608
股权募资	0	-0	0	0
债务募资	-20	440	4,845	10,000
筹资活动现金流	-14,068	-14,645	-10,487	-7,625
现金净流量	-11,905	-1,487	2,764	8,050

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026