

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

工业富联(601138)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

AI 趋势展露，云计算板块潜力充足

2024 年 03 月 17 日

事件: 3 月 13 日, 公司发布 2023 年年度报告, 2023 年公司实现营业收入 4763.40 亿元, yoy-6.94%; 归母净利润 210.40 亿元, yoy+4.82%。23Q4 实现营业收入 1475.22 亿元, yoy-2.15%; 归母净利润 75.55 亿元, yoy-8.72%。

点评:

- **AI 强势拉动盈利能力, 云计算板块成长动能充足。**2023 全年公司云计算板块实现营收 1943.08 亿元, yoy-8.54%; 毛利率 5.08%, 同比 +1.12pct。随着 AI 发展, 公司云服务商产品占比快速提升, 2023 年占比近五成。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。公司为全球顶级云服务商提供生成式 AI 全产业链解决方案, 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, 同时不断扩展到先进散热等领域, 自 2017 年便不断深耕, 与客户共同成长, 如今已经占据关键地位。
- **高速交换机成长明显, 800G 交换机将在 2024 年放量。**公司 2023 年通信板块实现收入 2789.76 亿元, yoy-5.81%; 毛利率 9.80%, yoy+0.55pct。2023 年, 受惠于运营商及云服务商数据中心网络升级, 高速交换机及路由器营业收入较 2022 年同期呈两位数增长, 公司高速交换机及路由器主要客户市场占有率超过 75%。报告期内实现 100G、200G、400G 等高速交换机的量产交付, 其中 200G、400G 交换机出货显著提升, 800G 交换机也已进入 NPI 阶段, 公司预计 2024 年可贡献营业收入。受惠于运营商和云服务提供商骨干网络升级, 公司路由器业务较 2022 年同期呈两位数增长, 未来仍有较大潜力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024E/2025E/2026E 归母净利润分别为 254.52/302.59/332.80 亿元。公司系算力产业链核心个股, 我们看好公司在该领域的发展前景, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** AI 发展不及预期风险; 宏观经济波动风险; 短期股价波动风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	511,850	476,340	521,368	596,735	646,900
增长率 YoY %	16.4%	-6.9%	9.5%	14.5%	8.4%
归属母公司净利润(百万元)	20,073	21,040	25,452	30,259	33,280
增长率 YoY%	0.3%	4.8%	21.0%	18.9%	10.0%
毛利率%	7.3%	8.1%	8.4%	8.6%	8.7%
净资产收益率ROE%	15.6%	15.0%	15.3%	16.4%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.06	1.28	1.52	1.68
市盈率 P/E(倍)	22.84	21.79	18.01	15.15	13.78
市净率 P/B(倍)	3.55	3.27	2.75	2.48	2.25

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 3 月 15 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

图 1：公司营业收入-年度(2019-2023)



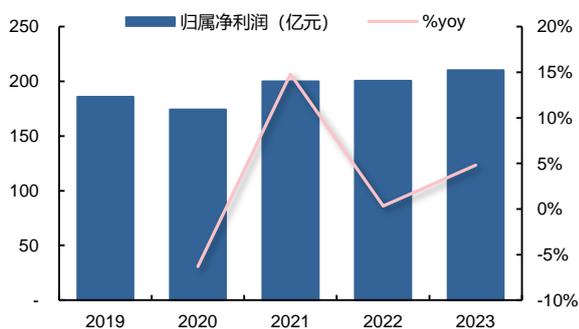
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：公司营业收入-季度(1Q20-4Q23)



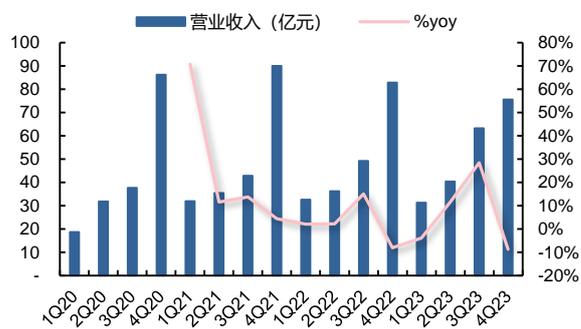
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 3：公司归属净利润-年度(2019-2023)



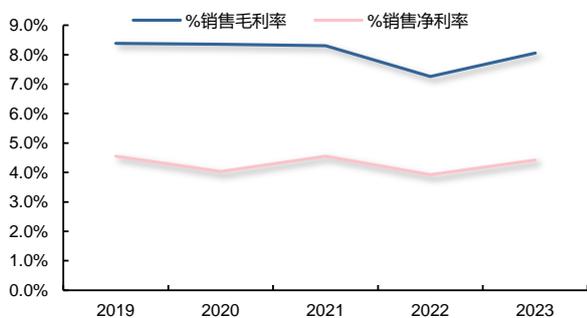
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：公司归属净利润-季度(1Q20-4Q23)



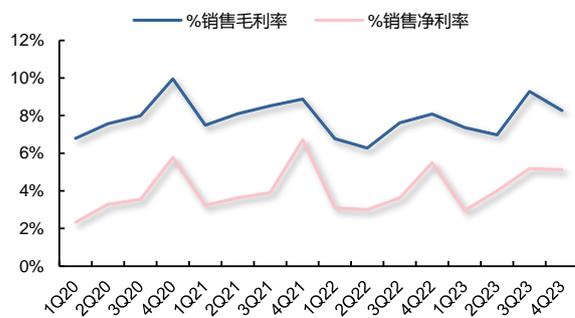
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：公司销售毛利率/销售净利润-年度(2019-2023)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：公司销售毛利率/销售净利润-季度(1Q20-4Q23)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	248,940	252,478	272,377	301,081	326,546	
货币资金	69,430	83,462	99,383	108,362	123,332	
应收票据	17	7	14	13	15	
应收账款	97,673	88,467	98,567	114,532	122,140	
预付账款	352	255	573	818	945	
存货	77,322	76,683	69,258	72,245	74,730	
其他	4,146	3,604	4,581	5,110	5,385	
非流动资产	35,248	35,227	34,076	36,831	37,102	
长期股权投资	12,216	7,180	2,180	2,180	2,180	
固定资产(合计)	15,937	17,712	19,395	20,598	19,511	
无形资产	440	1,004	1,036	1,056	1,061	
其他	6,655	9,331	11,466	12,997	14,350	
资产总计	284,188	287,705	306,453	337,911	363,648	
流动负债	149,176	138,045	130,392	143,575	150,015	
短期借款	50,498	41,091	42,909	44,591	45,765	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	69,279	75,028	65,034	72,695	75,480	
其他	29,399	21,925	22,449	26,288	28,770	
非流动负债	5,679	9,065	9,065	9,065	9,065	
长期借款	3,485	7,097	7,097	7,097	7,097	
其他	2,194	1,968	1,968	1,968	1,968	
负债合计	154,854	147,110	139,458	152,640	159,080	
少数股东权益	358	408	420	437	454	
归属母公司股东	128,975	140,187	166,575	184,835	204,114	
负债和股东权益	284,188	287,705	306,453	337,911	363,648	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	511,850	476,340	521,368	596,735	646,900	
同比(%)	16.4%	-6.9%	9.5%	14.5%	8.4%	
归属母公司净利润	20,073	21,040	25,452	30,259	33,280	
同比(%)	0.3%	4.8%	21.0%	18.9%	10.0%	
毛利率(%)	7.3%	8.1%	8.4%	8.6%	8.7%	
ROE%	15.6%	15.0%	15.3%	16.4%	16.3%	
EPS(摊薄)(元)	1.01	1.06	1.28	1.52	1.68	
P/E	22.84	21.79	18.01	15.15	13.78	
P/B	3.55	3.27	2.75	2.48	2.25	
EV/EBITDA	6.15	8.95	12.64	10.43	9.23	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	511,850	476,340	521,368	596,735	646,900	
营业成本	474,678	437,964	477,803	545,214	590,709	
营业税金及附加	486	381	417	477	518	
销售费用	1,058	1,024	1,147	1,313	1,423	
管理费用	3,828	4,226	4,640	5,311	5,757	
研发费用	11,588	10,811	11,835	13,546	14,685	
财务费用	-704	-586	-666	-270	-376	
减值损失合计	-1,069	-543	-200	-250	-300	
投资净收益	30	-666	0	0	0	
其他	1,996	1,757	1,926	2,311	2,641	
营业利润	21,872	23,067	27,918	33,205	36,525	
营业外收支	91	57	65	65	65	
利润总额	21,963	23,124	27,983	33,270	36,590	
所得税	1,879	2,106	2,518	2,994	3,293	
净利润	20,084	21,018	25,464	30,276	33,297	
少数股东损益	11	-22	12	16	17	
归属母公司净	20,073	21,040	25,452	30,259	33,280	
EBITDA	28,148	29,807	32,508	38,677	42,196	
EPS(当)	1.02	1.06	1.28	1.52	1.68	

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	15,366	43,084	18,278	28,834	35,182	
净利润	20,084	21,018	25,464	30,276	33,297	
折旧摊销	4,811	5,967	5,192	5,677	5,982	
财务费用	1,482	2,482	1,186	1,221	1,249	
投资损失	-30	666	0	0	0	
营运资金变动	-12,253	12,774	-13,849	-8,684	-5,751	
其它	1,273	176	285	345	405	
投资活动现金	-15,308	-4,564	-3,976	-8,366	-6,187	
资本支出	-8,047	-8,670	-7,872	-7,805	-5,626	
长期投资	-9,579	3,713	4,300	-157	-157	
其他	2,318	393	-405	-405	-405	
筹资活动现金	-14,068	-24,734	670	-11,489	-14,025	
吸收投资	0	174	-13	0	0	
借款	148,245	162,512	1,818	1,682	1,174	
支付利息或股	-11,090	-13,267	-1,186	-13,221	-15,249	
现金流净增加额	-11,905	14,185	15,767	8,979	14,969	

研究团队简介

莫文宇，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。

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。

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。

吴加正，电子行业研究员。复旦大学工学学士、理学博士，德国慕尼黑工业大学 2 年访问研究经验。2020 年 9 月入职上海微电子装备(集团)股份有限公司，任光刻机系统工程师，于 2022 年 12 月加入信达证券电子组，研究方向为精密电子仪器、半导体设备及零部件、半导体工艺等。

王义夫，电子行业研究员。西南财经大学金融学士，复旦大学金融硕士，2023 年加入信达证券电子组，研究方向为存储芯片、模拟芯片等。

李星全，电子行业研究员。哈尔滨工业大学学士，北京大学硕士。2023 年加入信达证券电子组，研究方向为服务器、PCB、消费电子等。

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成分不曾与,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。