

工业富联 (601138.SH)

AI 打开算力新时代，云计算业务高速增长

买入

核心观点

2022 年公司营收同比增长 16.4%，归母净利润同比增长 0.3%。工业富联由富士康内四大业务拆分重组形成：通信网络设备、云计算、超精密机构件和工业机器人。22 年公司实现营收 5118.50 亿元 (YoY +16.40%)，归母净利润 200.73 亿元 (YoY +0.30%)。利润率方面，22 年公司毛利率 7.26% (YoY -1.05pct)，净利率 3.92% (YoY -0.64pct)，销售费用率 0.21% (YoY +0.01pct)，管理费用率 0.75% (YoY -0.2pct)，研发费用率 2.26% (YoY -0.2pct)。

22 年云计算业务收入 2124.44 亿元 (YoY +19.56%)，连续 5 年保持成长趋势。公司与全球主要服务器品牌商、国内外 CSP 客户深化合作，推出新一代云计算基础设施解决方案，包括模块化服务器、高效运算 (HPC) 等，重点解决因 ChatGPT 持续升温而引发 AIGC 算力井喷需求。公司云计算服务器出货量持续全球第一，云服务商产品在云计算收入中占比快速提升，2022 年超 40%，AI 硬件相关产品 2022 年出货加倍，AI 服务器及 HPC 出货在 2022 年云服务商产品中占比约 20%。新市场方面，云端游戏机柜系统产品开始出货，并持续投入绿色计算研发，推出数据中心先进冷却、低碳技能等解决方案。

22 年通信及移动网络设备收入 2961.78 亿元 (YoY +14.37%)。随着全球企业数字化、5G 基建和智能家居需求提升，工业互联网、元宇宙、AIGC 等新兴市场增长，流量持续增加。企业网络设备方面，公司拥有占全球市场份额超 50% 以上的领先客户群体，企业交换机业务快速成长，网络安全产品有望为公司带来新的成长动能；无线网络设备方面，公司拥有 5G 和 Wi-Fi 6/6E 核心技术，目前正深化企业 Wi-Fi 7 产品布局，加大“工业元宇宙”领域布局。

22 年工业互联网业务收入规模达 19.12 亿元，同比增长 13.46%。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%。公司拥有一站式数字化转型服务能力及全场景产品体系，服务企业超 1500 家。截至 22 年，公司在灯塔工厂布局方面，赋能 6 座灯塔工厂，并打造世界首座精密机构件加工灯塔工厂。

投资建议：我们预计公司 23-25 年归母净利润 239.6/267.4/297.6 亿元 (YoY +19.4%/11.6%/11.3%)，我们给予公司 23 年 18-22 倍 PE，对应目标价 21.72-24.13 元，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

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	439,557	511,850	599,381	665,162	727,165
(+/-%)	1.8%	16.4%	17.1%	11.0%	9.3%
净利润 (百万元)	20010	20073	23959	26736	29760
(+/-%)	14.8%	0.3%	19.4%	11.6%	11.3%
每股收益 (元)	1.01	1.01	1.21	1.35	1.50
EBIT Margin	4.6%	3.9%	4.8%	4.9%	5.0%
净资产收益率 (ROE)	16.8%	15.6%	16.4%	16.3%	16.1%
市盈率 (PE)	17.5	17.5	14.6	13.1	11.8
EV/EBITDA	22.1	21.6	17.7	16.3	14.6
市净率 (PB)	2.94	2.72	2.41	2.13	1.89

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

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

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

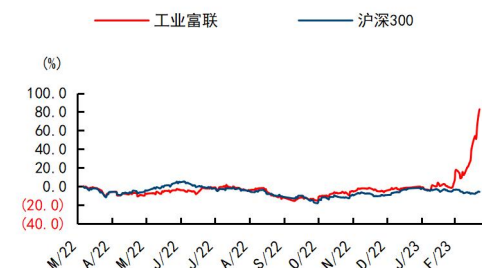
证券分析师：李梓澎
0755-81981181
lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	17.66 元
总市值/流通市值	350720/349588 百万元
52 周最高价/最低价	17.81/7.80 元
近 3 个月日均成交额	912.12 百万元

市场走势



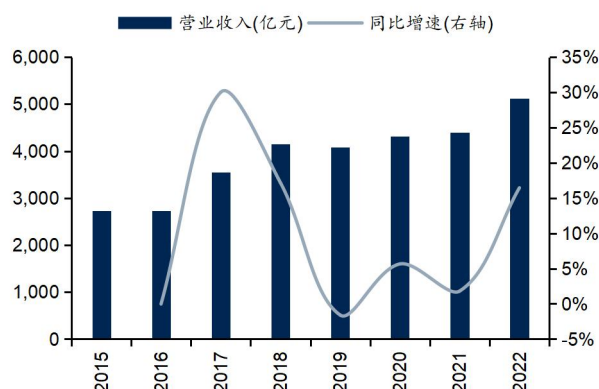
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《工业富联-601138-财报点评：业绩符合预期，新业务瞄准时代风口》——2021-08-13

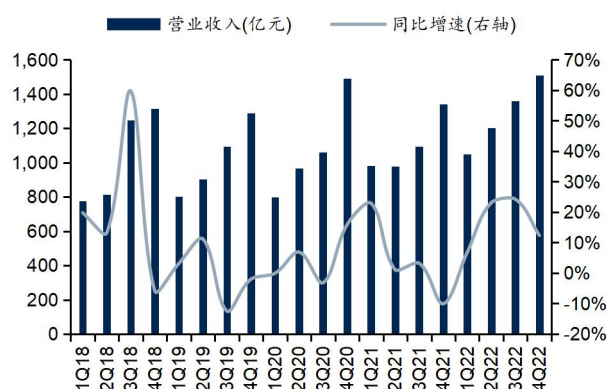
《工业富联-601138-财报点评：云计算持续发力，工业互联网加速起飞》——2021-03-31

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



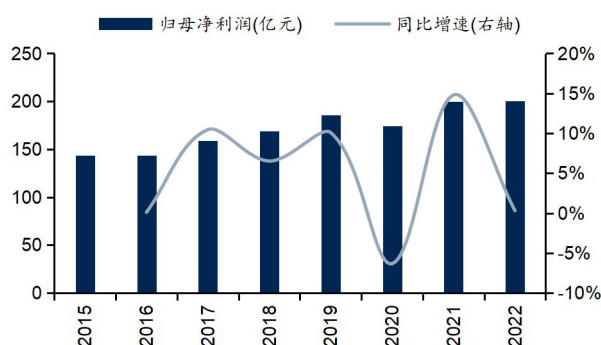
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)



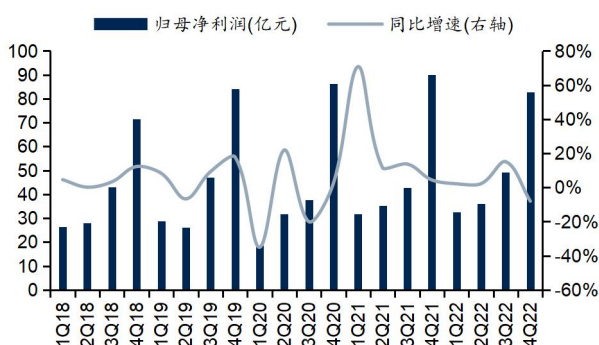
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



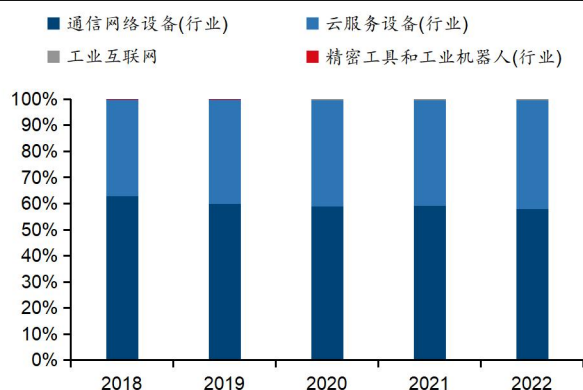
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



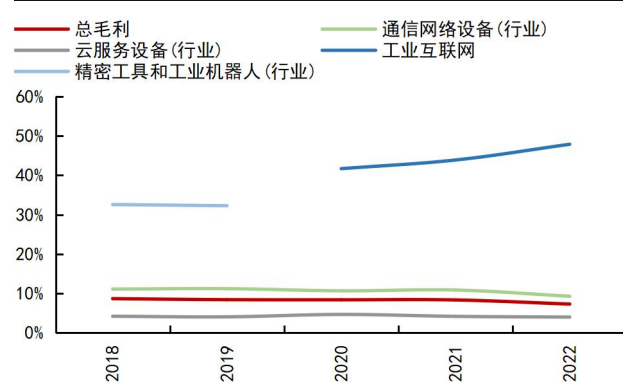
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收占比



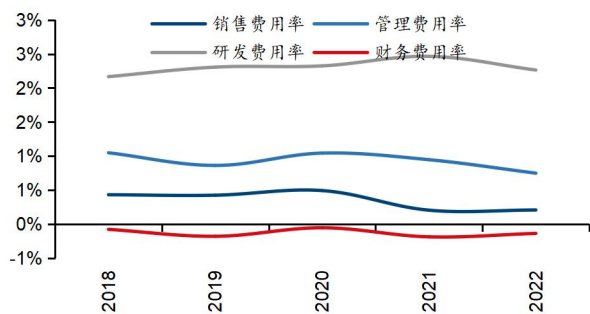
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率 (%)



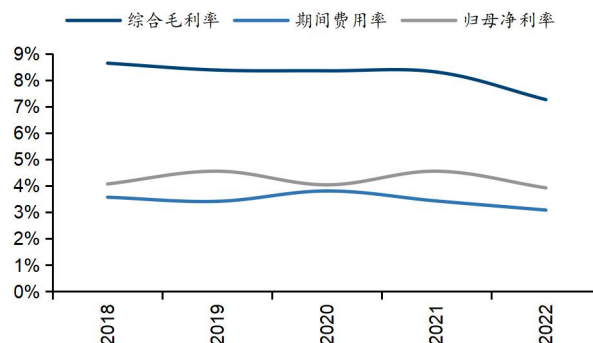
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司费用率



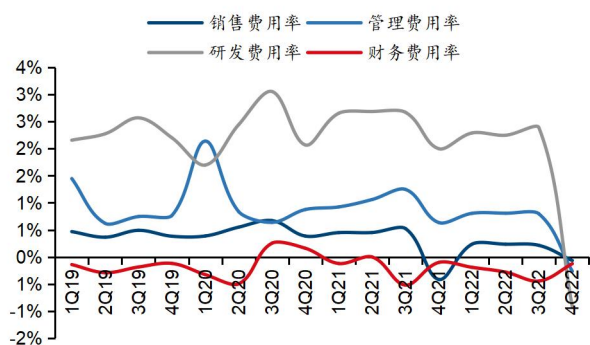
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司毛利率、净利率、费用率 (%)



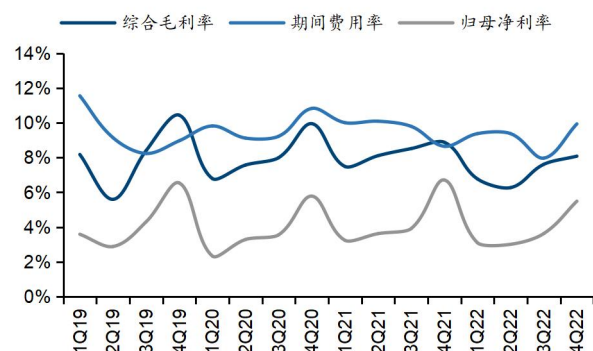
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	82877	69430	89919	60053	57050	营业收入	439557	511850	599381	665162	727165
应收款项	89551	99569	119929	164012	179301	营业成本	403042	474678	549705	608980	664820
存货净额	71928	77322	83791	100389	106444	营业税金及附加	596	486	795	805	845
其他流动资产	2771	2610	3491	3820	4039	销售费用	896	1058	1226	1497	1718
流动资产合计	247158	248940	297140	328285	346845	管理费用	4157	3828	5094	5594	6053
固定资产	10908	16638	21895	27379	32518	研发费用	10835	11588	13705	15970	17284
无形资产及其他	407	440	423	405	387	财务费用	(826)	(704)	1067	1914	2532
投资性房地产	4967	5953	5953	5953	5953	投资收益	979	30	446	485	321
长期股权投资	3168	12216	16110	21090	27065	资产减值及公允价值变动	(889)	(1139)	(1016)	(507)	(444)
资产总计	266609	284188	341520	383113	412768	其他收入	1450	2066	8	12	10
短期借款及交易性金融负债	53189	55765	78046	87071	87283	营业利润	22398	21872	27228	30391	33800
应付款项	71987	69279	88540	98722	103985	营业外净收支	(80)	91	14	8	37
其他流动负债	16153	24132	23204	27074	30503	利润总额	22318	21963	27241	30399	33837
流动负债合计	141329	149176	189790	212867	221771	所得税费用	2293	1879	3269	3648	4060
长期借款及应付债券	3814	3485	2788	1951	1366	少数股东损益	15	11	13	15	17
其他长期负债	1978	2194	2828	3455	3947	归属于母公司净利润	20010	20073	23959	26736	29760
长期负债合计	5793	5679	5616	5406	5313	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	147121	154854	195406	218273	227085	净利润	20025	20084	23972	26751	29777
少数股东权益	307	358	368	378	390	资产减值准备	(925)	661	315	273	317
股东权益	119181	128975	145746	164462	185294	折旧摊销	2516	3220	1985	2496	3023
负债和股东权益总计	266609	284188	341520	383113	412768	公允价值变动损失	889	1139	1016	507	444
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(826)	(704)	1067	1914	2532
每股收益	1.01	1.01	1.21	1.35	1.50	营运资本变动	(19157)	(10088)	(8428)	(46060)	(12060)
每股红利	0.27	0.56	0.36	0.40	0.45	其它	6204	1053	(1386)	(2192)	(2854)
每股净资产	6.00	6.49	7.34	8.28	9.33	经营活动现金流	8725	15366	18541	(16310)	21179
ROIC	17%	17%	19%	19%	20%	资本开支	(6035)	(8093)	(8555)	(8742)	(8905)
ROE	17%	16%	16%	16%	16%	其它投资现金流	(1064)	(7214)	(3894)	(4981)	(5975)
毛利率	8%	7%	8%	8%	9%	投资活动现金流	(7100)	(15308)	(12449)	(13723)	(14880)
EBIT Margin	5%	4%	5%	5%	5%	权益性融资	(613)	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	3814	(330)	(697)	(836)	(585)
收入增长	2%	16%	17%	11%	9%	支付股利、利息	(5361)	(11090)	(7188)	(8021)	(8928)
净利润增长率	15%	0%	19%	12%	11%	其它融资现金流	6926	(2649)	22282	9025	212
资产负债率	55%	55%	57%	57%	55%	融资活动现金流	4766	(14068)	14397	167	(9302)
息率	1.5%	3.2%	2.0%	2.3%	2.5%	现金净变动	5778	(11905)	20489	(29866)	(3003)
P/E	17.5	17.5	14.6	13.1	11.8	货币资金的期初余额	75293	81071	69167	89656	59790
P/B	2.9	2.7	2.4	2.1	1.9	货币资金的期末余额	81071	69167	89656	59790	56787
EV/EBITDA	22.1	21.6	17.7	16.3	14.6	企业自由现金流	0	3521	10395	(23869)	14129
						权益自由现金流	0	542	30954	(17392)	11528

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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