

标普信评

S&P Global

China Ratings

主体评级报告：

富士康工业互联网股份有限公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2024 年 6 月 25 日

到期日期：2025 年 6 月 24 日

项目负责人：

王宇飞 010-6516 6034；Fred.wang@spgchinaratings.cn

项目组成员：

李璟 010-6516 6026；Jing.li@spgchinaratings.cn

目录

报告摘要	2
信用等级概况	4
宏观经济与行业环境	7
公司概况	8
业务状况	9
财务风险	12
同业比较	14
流动性状况	15
过往债务履约情况	16
分项评估	16
附录	18

*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
富士康工业互联网股份有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2024 年 6 月 25 日	稳定

行业划分：技术硬件及半导体

主体概况：富士康工业互联网股份有限公司（以下简称“工业富联”或“公司”）是全球领先的高端智能制造及工业互联网服务商，以高端智能制造及工业互联网为核心业务，产品及服务覆盖工业互联网、智能家居、5G 及网络通讯设备、智能手机及智能穿戴设备，并以大数据及机器人作为战略布局中的重点新业务。2023 年，公司营业收入规模为 4,763 亿元，其中通信及移动网络设备业务收入占比 58.6%，云计算业务收入占比 40.8%，工业互联网业务收入占比 0.3%。公司于 2018 年 6 月在上海证券交易所上市。截至 2023 年 12 月 31 日，鸿海精密工业股份有限公司（“鸿海精密”或“集团”）通过中坚企业有限公司等子公司持有公司约 84%的股权。

宏观经济与行业环境：我们预计 2024 年中国的经济增长仍面临一定压力，虽然房地产行业的低迷、企业和消费者的信心不足仍是经济增长面临压力的主要因素，但政策的发力将发挥正面的促进作用。我国的发展战略正在转变，新的政策法规以实现共同繁荣、实现高水平自立自强为目标。鉴于此，我们关注的重点也逐步从中国经济增长速度向去杠杆、减少不平等等方面转移。

我们认为，技术硬件及半导体行业近期将保持弱复苏趋势，行业信用水平保持稳定。我们预计，受益于 5G 商用范围的扩大以及全球产生数据量的指数级增长，以运营商及互联网企业为代表的企业用户对通讯设备和服务器等产品的需求将持续增加，这将带动全球 IT 支出在 2024 年实现增长。同时，我们预计受益于智能手机、平板电脑等电子消费品置换周期临近，新兴市场需求增长幅度较大，且 AI 手机、AIPC 等具备显著差异性的品类逐步引入市场等因素均将促进出货量的回升，产业链中各环节厂商订单压力略有缓解。

信用要点：

业务状况：标普信评维持公司业务状况为“优秀”。这主要反映了公司在电子制造服务行业较高的市场份额、优秀的制造能力、突出的规模效应和很高的经营效率。这些优势缓解了公司很高的客户集中度和激烈的行业竞争带来的影响。

标普信评认为，公司能够依靠自身优秀的制造能力、良好的产品质量控制能力和工艺技术优势进行规模化精密制造，同时依靠全球化供应链布局及时交付产品，这些方面有利于公司保持其市场份额和稳定的客户关系。

财务风险：标普信评维持公司财务风险为“很低”。这主要反映了公司财务杠杆水平很低，以及 EBITDA 对利息覆盖能力很强。同时我们认为公司财务政策审慎，营运现金流充足。

外部影响：标普信评认为鸿海精密对工业富联的支持程度维持在“极高”水平。这主要基于我们认为工业富联依托于鸿海精密体系，是鸿海精密的主要利润贡献者，能够借助鸿海精密的声誉资源和规模优势开展业务；公司继承了鸿海精密的制造技术和管理能力，是鸿海精密业务和战略的有机组成部分；公司若发生信用风险事件将对鸿海精密造成重要影响。

分项评估：

主体信用等级：	AAA _{spc} /稳定
业务状况：	2/优秀
— 行业风险：	4/较高
— 竞争地位：	1/极佳
财务风险：	1/很低
评级基准：	aaa
调整项	
— 多元化：	中性（无影响）
— 资本结构：	中性（无影响）
— 财务政策：	中性（无影响）
— 流动性：	适中（无影响）
— 管理与治理：	中性（无影响）
— 补充调整：	中性（无影响）
个体信用状况	aaa _{spc}
外部影响	无影响

重点信用指标：

	2021	2022	2023
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.8	1.0	0.3
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	50.9	17.6	11.6
EBITDA 利润率（%）	5.7	5.1	6.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。

同业比较：（单位：百万元人民币，以下若无特殊说明，货币单位均为人民币）

	工业富联	和硕	捷普	立讯精密
营业收入	494,095	293,344	241,270	222,967
EBITDA	27,371	8,125	18,585	20,559
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.7	0.6	1.2	2.0
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	14.6	15.7	13.7	16.5

注：1、以上数据为企业最近两年平均。捷普数据截至 2023 年 8 月末财年，其他公司数据截至 2023 年 12 月末财年。以上数据为经标普信评调整后数据。2、公司财务数据根据可比汇率进行换算。3、公司全称请见脚注和同业比较部分。

资料来源：公司年报，Capital IQ，经标普信评调整及整理。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非是某种决策的结论和建议。

高级管理人员

钟晓玲

北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

项目负责人

王宇飞

北京

Fred.wang@spgchinaratings.cn

项目组成员

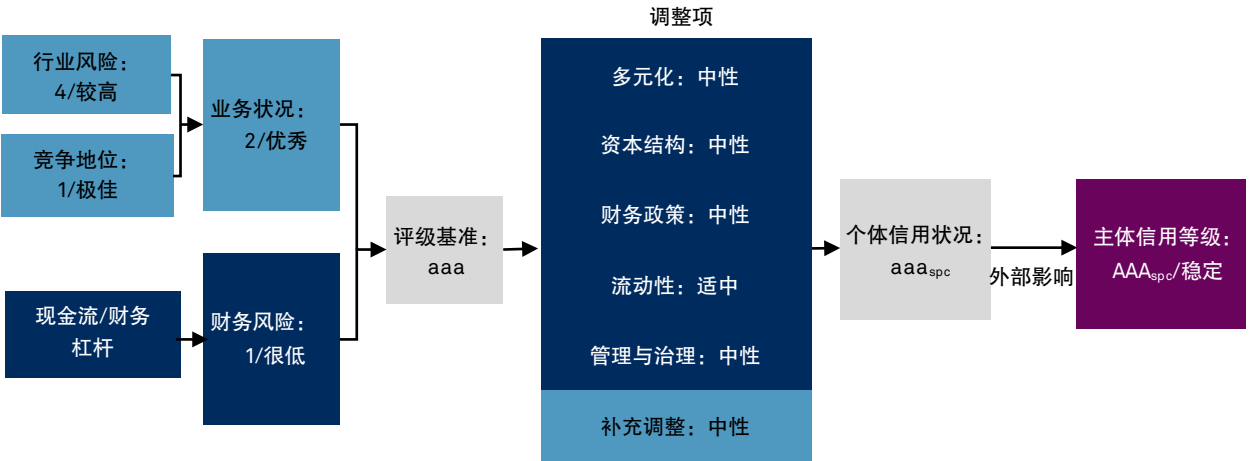
李璟

北京

Jing.li@spgchinaratings.cn

信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
富士康工业互联网股份有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2024 年 6 月 25 日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
公司在电子制造服务行业具有全球领先地位。	公司客户集中度高，主要客户议价能力很强，公司经营成果受核心客户经营情况影响较大。
公司生产技术领先，管理能力很强，经营效率很高。	公司所在技术硬件及半导体行业技术更迭频繁，行业整体需求周期性较强；公司所在的电子制造服务子行业竞争激烈。
公司财务杠杆很低，运营现金流充裕。	
公司是鸿海精密的核心子公司，依托于鸿海精密体系，能够借助鸿海精密的声誉资源和规模优势开展业务。	

评级展望

我们维持工业富联稳定的评级展望，体现了我们认为，在未来两年内工业富联将可以保持其在电子制造服务行业的领先地位。我们预计公司利润率将小幅回升，结合其稳健的财务政策和充裕的营运现金流，我们认为公司的财务风险将保持在合理范围内，我们预计公司未来两年 EBITDA 利润率将维持稳定，主要财务指标如经调整总债务/EBITDA 仍会维持在低于 2.5 倍的水平。我们相信公司将保持对鸿海精密极高的重要性。

上调情景：不适用。

下调情景：若出现如下情形，标普信评可能考虑下调公司主体信用等级：1、母公司鸿海精密的信用状况持续恶化，导致其对工业富联的信用状况产生负面影响；2、公司采取激进的财务政策，通过债务融资进行大规模的资本开支、对外投资，或因利润率下滑导致财务杠杆持续大幅上升，经调整总债务/EBITDA 水平超过 2.5 倍并维持这一水平；3、公司竞争力下降，经营情况持续恶化，这可能将体现为公司市场份额显著下滑，或其主要客户经营情况欠佳导致公司营业收入和利润率出现显著和持续的下滑或者公司现金流波动性显著增加。

假设与预测

假设

- 2024-2025 年，我们预计公司将继续保持行业领先地位，销售业绩相对稳定，整体营业收入较 2023 年增长，其中 2024 年将实现两位数增长，受益于 AI 服务器产能扩张及下游需求充裕等因素。
- 2024-2025 年，我们预计公司盈利能力将持续小幅回升，EBITDA 利润率处于 6.0-7.5%区间，主要受益于云计算板块盈利能力的增强。
- 2024-2025 年，我们预计公司将因以 AI 服务器为代表的产能规模扩张而增加营运资本投入规模，营运资本分别净流出约 100 亿元和 40 亿元。
- 2024-2025 年，我们预计公司资本开支每年在 140-200 亿元，以实现以 AI 服务器为主的产能扩张，以及为应对外部环境不确定性所进行的全球产能布局调整和自动化水平提升。
- 2024-2025 年，我们预计公司研发力度仍将得到保持，研发投入占营业收入比例保持在 2.0%左右。

预测

表1

重点信用指标预测			
	2023A	2024E	2025F
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.3	0-0.5	0-0.5
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	11.6	10.0-25.0	10.0-25.0
EBITDA 利润率（%）	6.0	6.0-7.5	6.0-7.5

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

调整后财务数据及指标

表2

调整后财务数据及指标（单位：百万元）				
	2021	2022	2023	2024.1-3
营业收入	439,557	511,850	476,340	118,688
EBITDA	25,042	26,015	28,727	--
利息支出	492	1,482	2,482	--
经调整总债务	19,155	26,135	8,648	--
EBITDA 利润率（%）	5.7	5.1	6.0	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.8	1.0	0.3	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	50.9	17.6	11.6	--

注：1、财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”；2、“--”代表数据不可得。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2024 年 3 月 14 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-科技和电信行业，2023 年 12 月 22 日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019 年 5 月 21 日。

相关研究：

- 无

跟踪评级原因

根据标普信评跟踪评级安排，我们会对工业富联的信用状况进行定期跟踪和持续监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济与行业环境

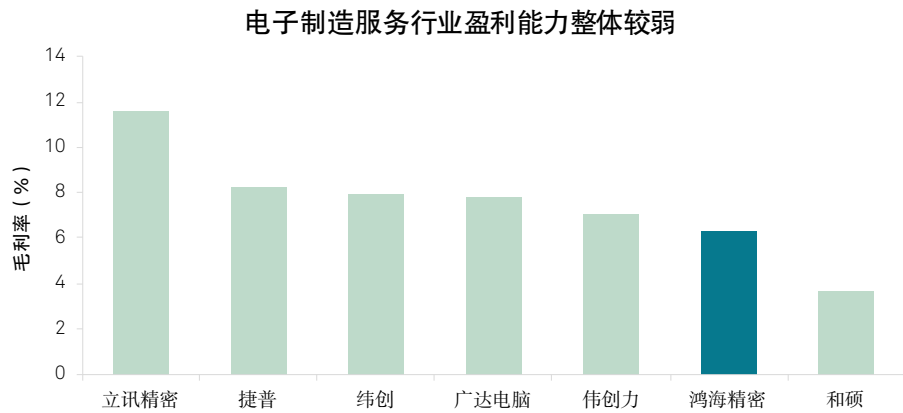
我们预计 2024 年中国的经济增长仍面临一定压力，虽然房地产行业的低迷、企业和消费者的信心不足仍是经济增长面临压力的主要因素，但政策的发力将发挥正面的促进作用。我国的发展战略正在转变，新的政策法规以实现共同繁荣、实现高水平自立自强为目标。鉴于此，我们关注的重点也逐步从中国经济增长速度向去杠杆、减少不平等等方面转移。

我们认为，技术硬件及半导体行业近期将保持弱复苏趋势，行业信用水平保持稳定。我们预计，受益于 5G 商用范围的扩大以及全球产生数据量的指数级增长，以运营商及互联网企业为代表的企业用户对通讯设备和服务器等产品的需求将持续增加，这将带动全球 IT 支出在 2024 年实现增长。同时，我们预计受益于智能手机、平板电脑等电子消费品置换周期临近，新兴市场需求增长幅度较大，且 AI 手机、AIPC 等具备显著差异性的品类逐步引入市场等因素均将促进出货量的回升，产业链中各环节厂商订单压力略有缓解。

对比技术硬件及半导体行业的其他细分领域，电子制造服务行业的特征是竞争相对激烈，企业盈利能力整体偏低。我们认为造成这种现象的主要原因是电子制造服务行业处于技术硬件及半导体行业整体产业链的中游，技术壁垒相对较低，行业所提供的服务同质化程度较高。另一方面，行业下游市场集中度很高，导致行业内企业普遍议价能力偏低。此外，电子科技产品不断更新换代，市场需求快速变化，也加剧了行业内竞争。

技术硬件及半导体行业近期将保持弱复苏趋势，行业信用水平保持稳定。

图1

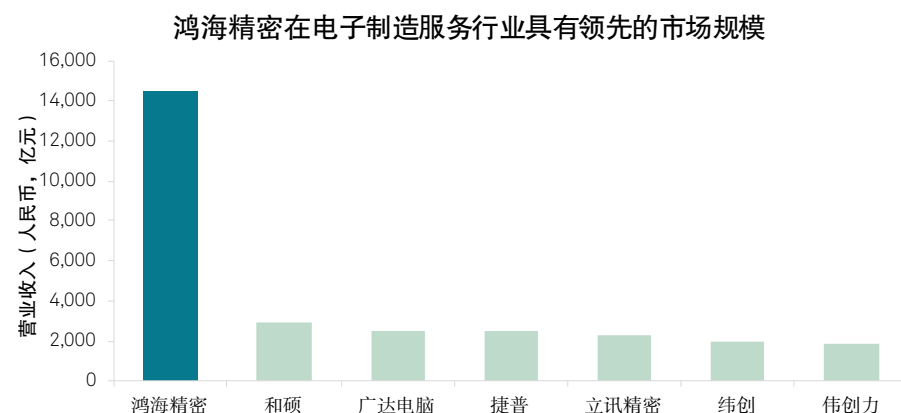


注：伟创力最近财年数据截至2024年3月末，捷普最近财年数据截至2023年8月末。其他公司最近财年数据截至2023年12月末。
资料来源：Wind，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为电子制造服务行业的竞争优势主要体现在生产规模和经营效率。一般而言，市场参与者主要通过扩大规模、提升效率、降低成本来应对激烈的市场竞争。有竞争力的企业可以通过较高的自动化水平、领先的研发实力以及成熟的管理体系提高生产效率、降低人工成本、提升产品品质、提高产品良品率，进而增强盈利能力。除了成本优势外，大规模的精密制造能力和及时交付能力有利于电子制造服务商保持其市场份额和牢固客户关系。由于电子产品更新换代速度快，产品周期短，下游品牌生产商在选择代工企业时会非常看重代工企业在全 球范围内的大规模及时交付能力以及产品

质量。行业内主要厂商包括鸿海精密（含工业富联）、和硕、广达电脑、纬创、捷普、伟创力和立讯精密¹等，具体如下图所示：

图2



注：伟创力最近财年数据截至2024年3月末，捷普最近财年数据截至2023年8月末。其他公司最近财年数据截至2023年12月末。采用可比汇率进行换算。

资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预期，电子制造服务行业未来仍将具有良好的增长前景，主要受益于科技进步带来的电子设备品类及规模的扩张，以及全球电子制造产业链专业化分工的不断深化。大型的品牌商为了提升在市场竞争中的竞争力，可能会进一步扩大产业内制造服务外包的比例，这样他们可以更加专注在核心产品设计、营销以及品牌管理等方面，同时依赖电子制造服务企业的规模化生产获得更有利的成本优势。另外，我们认为为了满足品牌商对附加价值服务日益增长的需求，传统的电子制造服务商可能向设计服务业务拓展，以增加企业竞争优势和提升企业盈利能力。

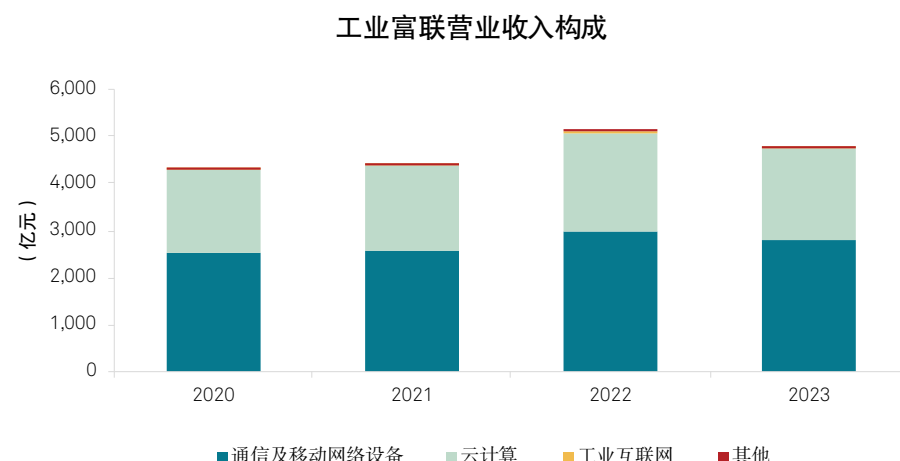
一、评级基准

公司概况

富士康工业互联网股份有限公司（以下简称“工业富联”或“公司”）是全球领先的高端智能制造及工业互联网服务商，以高端智能制造及工业互联网为核心业务，产品及服务覆盖工业互联网、智能家居、5G 及网络通讯设备、智能手机及智能穿戴设备，并以大数据及机器人作为战略布局中的重点新业务。2023 年，公司营业收入规模为 4,763 亿元，其中通信及移动网络设备业务收入占比 58.6%，云计算业务收入占比 40.8%，工业互联网业务收入占比 0.3%。公司于 2018 年 6 月在上海证券交易所上市。截至 2023 年 12 月 31 日，鸿海精密工业股份有限公司（“鸿海精密”或“集团”）通过中坚企业有限公司等子公司持有公司约 84% 的股权。

¹ 和硕为和硕联合科技股份有限公司简称；广达电脑为广达电脑股份有限公司简称；纬创为纬创资通股份有限公司简称；捷普为捷普公司（“Jabil INC”）简称；伟创力为伟创力公司（“FLEX Ltd”）简称；立讯精密为立讯精密工业股份有限公司简称。

图3



资料来源：公司年报，标普信评整理
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况

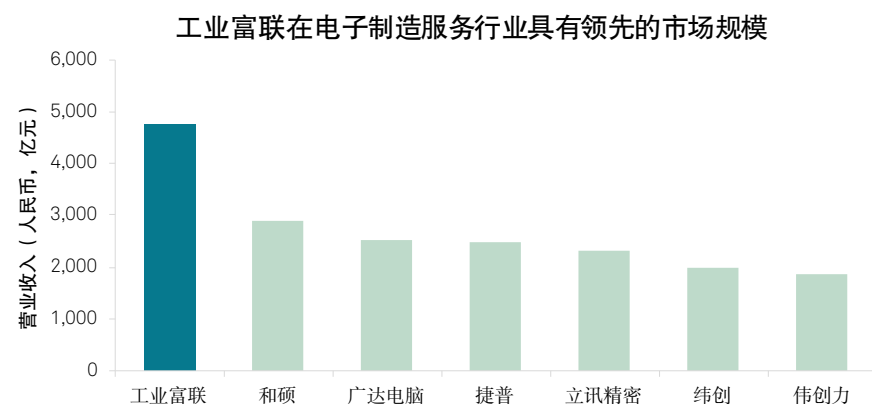
标普信评维持公司业务状况为“优秀”。我们预计公司将保持其在电子制造服务行业内较高的市场份额、优秀的制造能力、突出的规模效应和很高的经营效率。这些优势缓解了公司很高的客户集中度和激烈的行业竞争带来的影响。我们预计，随着供应链紧张程度缓解及特殊事件影响的消退，公司的营运资金周转率和盈利能力将会逐步恢复。

公司拥有较大规模的销售收入和较高的市场份额。我们认为公司能够依靠自身优秀的制造能力、良好的产品质量控制能力和工艺技术优势以及规模效应保持市场份额。2023 年，面对全球政治动荡、宏观经济下行压力大、消费电子下游需求景气度不佳等不利的外部环境，公司有效把握住了 AI 服务器细分领域爆发式增长的下游需求，并凭借自身在全球化布局、研发能力、产品质量等方面很强的综合竞争力，在有效保持自身市场地位的基础上，实现了自身获利能力的进一步提升。2023 年，公司营业收入为 4,763 亿元，同比下降 6.9%；毛利润 384 亿元，同比增长 3.2%。

标普信评认为，大规模精密制造能力和快速及时交付能力是公司在电子制造服务行业占据领先市场地位的核心竞争力。公司拥有经验丰富的管理团队和熟练的技术工人团队，能够垂直整合设计制造，通过规范化的生产工艺管理、标准化的操作流程、多环节的产品检测，实现产品的快速量产。同时，公司分散化的全球供应链布局保证了产品的及时交付需求。这种制造技术和管理能力以及布局优势有利于公司在激烈的市场竞争中保持自己的核心竞争力。2023 年，公司合计生产网络设备 19,600 万台，通信网络设备高精密机构件 77,260 万件，服务器及零组件 1,174 万台。公司通过遍及亚太、南美、欧洲等地的生产基地为主要客户提供及时的生产和交付服务，并能较为有效的分散地缘政治变化带来的供应链波动风险。

公司“优秀”的业务状况反映其在行业领先的市场地位，表现为较高的市场份额、优秀的制造能力、突出的规模效应和很高的经营效率。

图4



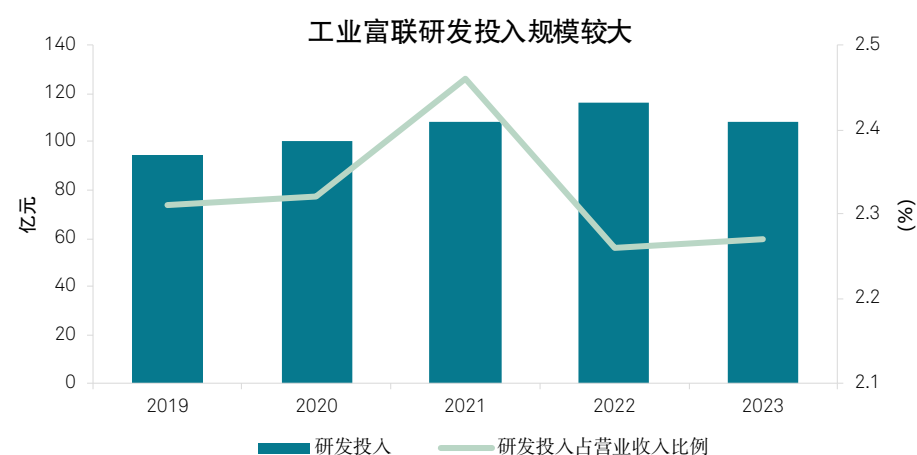
注：伟创力最近财年数据截至2024年3月末，捷普最近财年数据截至2023年8月末。其他公司最近财年数据截至2023年12月末。采用可比汇率进行换算。

资料来源：Wind、标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

标普信评认为，公司紧随客户需求在先进制造设备和工艺上的不断投入有助于提升公司在客户产品研发和制造过程中的作用，并帮助公司实现对客户需求的快速响应，这一优势是公司客户稳定性较高的主要原因。公司能够配合重要客户就近设立研发设计、工程测试、快速样品制作中心，以便与客户同步开发新产品，并争取客户对公司新开发产品的快速认证，缩短产品的开发周期。近年来，公司研发投入整体呈现增长趋势，近5年复合增长率约为6.3%，2023年公司研发投入108亿元，占营业收入的比例为2.3%。截至2023年末，公司拥有有效申请及授权专利6,608项，较上年末增加8.7%。我们预计，未来公司研发力度仍将得到保持，研发投入占营业收入比例保持在2.0%左右。

图5



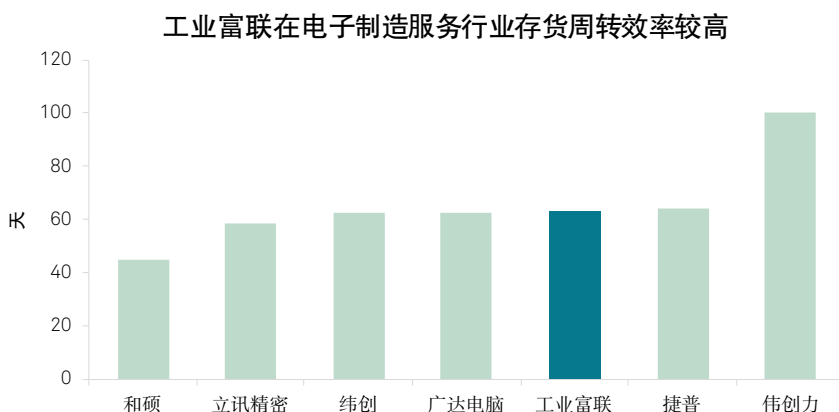
资料来源：公司年报，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

标普信评认为，公司管理成熟、成本控制能力强、经营效率高，是公司在竞争激烈的市场环境中保持较为稳定利润水平的核心原因。公司的销售管理费用率由2017年的1.8%下降至2023年的1.1%。公司通过工业互联网平台的推广和应用、技术升级等方式，已实现人工在生产管理高效的运用，近年人工成本占比持续处于很低水平。2023年，公司直接人工成本占营业成本的比例为3.6%。

标普信评预计，公司在保持原有营运效率方面面临一定挑战，但具备较为充足的能力及经验加以应对。一方面，在大力拓展 AI 服务器业务过程中，公司备货数量将有所增加，同时由于以 GPU 板卡为主的 AI 服务器原材料单价较高，公司营运资金占用规模将有所增加。另一方面，在产能布局进一步自中国大陆外迁过程中，公司将更多地受到诸如电力不足、工人罢工等非正常因素对日常生产的冲击。不过，公司已在越南、印度、墨西哥等海外国家布局产能多年，对上述国家有较为深入的了解，历史营运情况良好。根据目前计划，新增产能仍在上述国家范围内，公司仍可凭借先前所积累的经验以及不同厂区的灵活调配能力进行应对。

图6



注：伟创力最近财年数据截至2024年3月末，捷普最近财年数据截至2023年8月末。其他公司最近财年数据截至2023年12月末。

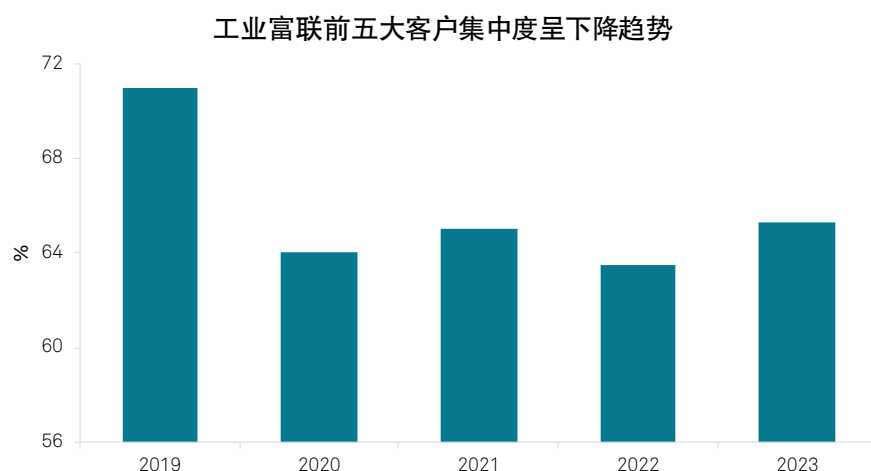
资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

标普信评认为，与行业情况类似，公司的客户集中度高，并且在短期内大幅改善的可能性较小。这部分是源于全球电子设备市场品牌商集中度较高，且公司的主要客户均为该市场中处于领先地位的品牌商。我们认为随着公司传统业务的不断增长和新业务的持续拓展，其客户集中度可以在一定程度上得到改善，但仍将保持在较高的水平，从而使得公司的收入高度依赖少数客户的订单，这一方面提升了公司的经营风险，另一方面也降低了公司对主要客户的议价能力。

我们预期公司需持续面临核心客户主动降低供应商集中度所带来的份额下降风险，但我们认为公司在高精密机构件业务上短期内仍能保持具有显著优势的市场份额。这主要得益于公司领先的组件制造能力、优秀的工艺技术以及规模效应。公司在高精密机构件的加工上具有一定技术壁垒，使得这部分业务获得了比网络设备、电信设备以及云服务设备制造服务更高的利润率水平。我们观察到，为降低上述风险，公司已采取包括向以医疗、服务器零配件为代表的新领域拓展服务范围等措施拓宽客户渠道，降低对主要客户的依赖度。2023 年，公司前五大客户集中度约为 65%，较 2019 年的约 71%下降，不过与 2022 年相比略有提升，主要系下游客户产品需求存在结构性分化所致。

图7



资料来源：公司年报，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，得益于产品结构的持续优化，2024 年公司的毛利率将较 2023 年进一步提升，并在 2025 年保持基本稳定。我们认为，受益于全球范围内人工智能应用场景的快速丰富，公司自身在交付能力等方面的综合优势，以及服务器品牌商充沛的订单需求，公司生成式 AI 服务器等服务器产品产销规模将持续增长，相关产品的收入占比将显著提升。同时，我们认为，服务器产品需求的高景气度为公司稳定该业务利润空间提供良好的外部环境，并为公司整体利润水平的提高形成主要贡献。得益于公司突出的规模效应和很高的经营效率，公司的资本回报率高于行业平均水平。但我们也注意到，公司利润率整体偏低。2023 年公司经调整后的毛利率和资本回报率分别为 9.1% 和 17.2%。此外，公司正在落实的“2+2”战略布局中涉及电动车零部件、机器人等新业务，我们将持续关注上述业务对公司业务结构及盈利能力的影响。

财务风险

标普信评维持公司财务风险为“很低”。我们预计公司的财务杠杆水平将维持很低水平，且 EBITDA 对利息覆盖能力很强。同时我们认为公司仍然保持其审慎的财务政策，营运现金流保持充足。

我们预计，尽管消费电子等下游需求仍难以显著回升，但市场已触底并有所反弹，同时云计算业务板块中 AI 服务器业务将受益于产能扩张及下游需求充裕，2024-2025 年公司业务整体将较 2023 年实现收入增长，利润率将较 2023 年进一步回升，EBITDA 规模将持续扩大。我们认为，5G 技术应用和云服务需求将继续带动通信及移动网络和服务器等设备的需求增长。我们认为公司凭借稳固的市场地位可以保持稳定的经营状况，毛利率的回升及收入的增长将带动公司 EBITDA 持续增加。此外，我们看到，公司正在半导体和新能源汽车方面进行布局，以结合自身供应链整合优势和制造技术拓展业务，但后续收入和利润贡献程度有赖于公司的订单情况，仍有待观察。

我们认为，公司充裕的营运现金流是公司债务水平较低的核心原因。公司经营业绩稳定，2021-2023 年实现平均营运现金流约 251 亿元。我们预计，尽管面临因 AI 服务器业务扩张而带来的营运资金占用压力，公司 2024 年仍将因经营业绩的提升而保持较大规模的营运现金净流入。同时，公司近几年的资本开支主要依靠股权融资渠道获得的资金支持。2018 年公司上市募集资金净额约 267 亿元，主要用于高端手机精密机构件智能制造扩建项目、网络通讯设备产业化技改项目和工业互联网平台建置项目等。随着募集资金逐步使用，公司资本开支的资金来源转向日常经营获现。2023 年，公司实

公司财务风险很低。我们预期公司可以保持稳定的经营业绩，充足的营运现金流以及审慎的财务政策。

际使用募集资金约 26 亿元，资本开支约 92 亿元；同年末，公司上市募集资金剩余 54 亿元（含累计收到的银行利息）。我们预计，2024-2025 年公司年均资本开支约 140-200 亿元，自身充裕的营运现金流可提供充裕的资金支持，进而基本保持现有杠杆水平。

我们预计，公司将保持对新产品和新技术的研发投入，推动自身在高端智能制造、工业互联网、AI、大数据、机器人等主要领域的发展，以增强产品创新与技术迭代能力，扩展新的业务领域，进而稳固其市场竞争力。2023 年公司研发投入 108 亿元，占营业收入的比例为 2.3%。我们预计，未来公司研发力度仍将得到保持，研发投入占营业收入比例保持在 2.0%左右。

我们预计，未来公司仍将坚持审慎的财务政策，并保持充足的营运现金流。我们预计，未来 12-24 个月，公司经调整总债务/EBITDA 仍将显著低于 2.5 倍。

表3

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
营业收入	439,557	511,850	476,340	2024 年收入增速 10%-15%；2025 年收入增速 3%-8%	
EBITDA	25,042	26,015	28,727		
营运现金流	24,112	24,776	26,544		
经营性现金流	6,550	15,574	40,609		
利息支出	492	1,482	2,482		
经调整总债务	19,155	26,135	8,648	2024-2025 年资本开支每年 140-200 亿元。	
所有者权益	119,488	129,334	140,595		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.8	1.0	0.3	0-0.5	0-0.5
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	50.9	17.6	11.6	10.0-25.0	10.0-25.0
EBITDA 利润率（%）	5.7	5.1	6.0	6.0-7.5	6.0-7.5

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表4

公司财务数据调整-截至 2023 年 12 月 31 日（单位：百万元）					
	总债务	EBITDA	利息支出	EBITDA	经营活动产生的现金流量净额
报告值	50,544	27,471	2,482	27,471	43,084
标普信评调整					
盈余现金	-41,897	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	7	-	7	7
利息及股利收入	-	-	-	2,293	-
当期所得税	-	-	-	-1,995	-

利息支出	-	-	-	-2,482	-2,482
其他调整	-	1,250	-	1,250	-
调整总额	-41,897	1,256	-	-927	-2,475
标普信评调整值					
	经调整总债务	EBITDA	利息支出	营运现金流	经营性现金流
调整后	8,648	28,727	2,482	26,544	40,609

注：总债务=短期债务+长期债务。财务数据尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司年报，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选择和硕联合科技股份有限公司（以下简称“和硕”）、捷普公司（以下简称“捷普”）和立讯精密工业股份有限公司（以下简称“立讯精密”）作为工业富联的可比公司。上述公司均以电子制造为主要业务，与工业富联在业务上具有可比性。

我们认为，即使受到供应链波动等情况的影响，工业富联在电子制造服务行业仍保持领先的竞争地位，在业务规模和运营效率方面更具有优势。较之其他可比公司，工业富联凭借其包括快速且及时的产品交付能力、广泛的全球产能布局等在内的优秀的组织生产能力，积累了大量的客户并维持了稳定的客户关系，赢得了极佳的市场声誉，业务规模持续扩大，产品多样化程度持续提升。我们认为，虽然公司大力拓展 AI 服务器业务，导致其备货数量有所增加，但公司仍然维持了较稳定的周转效率，2023 年存货周转天数同比增长约 6 天。

我们认为，由于电子制造服务行业处于技术硬件及半导体行业整体产业链的中游，对上下游议价能力较为有限，行业中企业的利润率整体偏低，而工业富联很大的业务规模和全球化、多品类的布局会对公司的利润率形成一定制约，但其高营运效率有效地保证了资本回报水平。我们注意到，近年来随着立讯精密扩大业务规模及开展多元化布局，其利润率也在快速下降。尽管工业富联的利润率并未明显优于其他可比企业，但公司能够依靠较好的运营效率及管销费用控制能力获得行业内较高的资本回报率，竞争优势明显。

我们认为，较高的客户集中度在电子制造服务行业较为常见，而工业富联更为突出的竞争优势一定程度抵消了这种风险。我们注意到，工业富联的客户集中度虽高于向医疗保健、包装及汽车等领域提供多元化制造服务占比较高的捷普，但显著低于同样聚焦电子制造服务领域的立讯精密及和硕，且随着业务规模及范围的扩大，集中度整体呈小幅下降趋势。

与此同时，我们认为与其他大部分电子制造服务企业相比，工业富联的营运现金流更为强劲，EBITDA 利息覆盖倍数更高，财务杠杆率更低。

表5

经营情况				
	工业富联	和硕	捷普	立讯精密
营业总收入（百万元）				
2023 年	476,340	290,872	251,874	231,905
2022 年	511,850	295,815	230,667	214,028
营运效率（天）				

2023 年存货周转天数	63	45	64	59
2022 年存货周转天数	57	50	62	56
客户集中度（%）				
2023 年前两大客户	-	73	-	-
2023 年前五大客户	65	-	42	82
2023 年前十大客户	-	-	-	-

注：1、捷普数据截至 2023 年 8 月末财年，其他公司数据截至 2023 年 12 月末财年。2、和硕、捷普财务数据根据可比汇率换算。

资料来源：企业公司年报，Wind，经标普信评整理。

表6

财务情况比较（2022-2023 两年平均，单位：百万元）				
	工业富联	和硕	捷普	立讯精密
EBITDA	27,371	8,125	18,585	20,559
营运现金流	25,660	6,374	15,308	19,319
经营性现金流	28,091	12,931	11,716	14,666
资本开支	8,641	5,355	5,467	12,486
自由经营性现金流	19,450	7,576	6,250	2,180
经调整总债务	17,391	5,835	22,573	41,578
EBITDA 利润率（%）	5.6	2.8	7.7	9.2
资本回报率（%）	16.6	11.7	26.0	13.7
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	14.6	15.7	13.7	16.5
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	14.7	15.1	12.3	16.5
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.7	0.6	1.2	2.0
营运现金流/经调整总债务（%）	200.9	N/A	68.2	46.4
经营性现金流/经调整总债务（%）	264.6	N/A	52.7	34.7
自由经营性现金流/经调整总债务（%）	196.0	N/A	28.4	4.4

注：1、以上数据为最近两年平均。捷普数据截至 2023 年 8 月末财年，其他公司数据截至 2023 年 12 月末财年。以上数据为经标普信评调整后数据；2、和硕、捷普财务数据根据可比汇率换算。

资料来源：公司年报，公开信息，Capital IQ，经标普信评整理和调整。

二、个体信用状况

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中。我们预计公司未来一年内的流动性来源对流动性需求的覆盖倍数高于 1.2 倍。截至 2023 年 12 月末，公司短期借款为 411 亿元，主要用于补充流动资金需求。

我们认为工业富联拥有很强的再融资能力，作为上市公司拥有多元的融资渠道，并且融资成本低。截至 2023 年 12 月末，公司人民币短期借款利率区间为 1.1%-2.4%，非人民币短期借款利率区间为 0.55%-6.16%。

表7

流动性来源	流动性用途
截至 2023 年 12 月末，公司未受限现金及现金等价物约 838 亿元；	未来 12 个月，公司到期偿付的债务规模约为 424 亿元；
未来 12 个月，公司的电子制造服务业务带来的营运现金流约 300 亿元。	未来 12 个月，预计公司营运资本净流出约 100 亿元；
	未来 12 个月，预计公司资本开支和对外投资支出约 191 亿元；
	未来 12 个月，预计公司需要支付的现金股息约为 115 亿元。

注：数据截至 2023 年末。
数据来源：公司年报，公司资料，标普信评整理和调整。

表8

债务本息到期分布（单位：百万元）	
年份	金额
一年以内	42,437
一年以上	8,107
合计	50,544

注：数据截止至 2023 年末。
资料来源：公司年报，标普信评整理和调整。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2024 年 5 月 29 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

三、主体信用等级

标普信评认为，工业富联作为鸿海精密的核心子公司，鸿海精密对其支持程度维持在“极高”水平。鸿海精密是全球最大的电子制造服务供应商。集团提供从组件和模块到系统组装服务的广泛的电子产品生产制造服务。集团具有垂直集成的生产模式，强大的组件制造能力以及显著的规模效应。鸿海精密的客户大多是全球电脑、通讯和消费电子行业的大型企业。

我们认为，鸿海精密对工业富联的支持程度维持在“极高”水平，这主要体现在如下方面：

- 截至 2024 年 3 月末，鸿海精密通过中坚企业等子公司间接持有公司 84% 的股权，是公司第一大股东。我们认为鸿海精密能对工业富联实施实际控制。

我们认为工业富联是鸿海精密的核心子公司，对鸿海精密的重要性为极高。

- 工业富联由鸿海精密体系内四大业务拆分重组而成，继承了鸿海精密的制造技术和管理能力，是集团业务和战略的有机组成部分。此外，工业富联的“2+2”战略布局中涉及的电动车零部件、机器人与鸿海精密未来的产业布局紧密相关。我们认为，如果公司发生信用风险事件，将对鸿海精密造成重要影响。
- 我们认为鸿海精密在未来剥离或出售公司的可能性很低。公司对鸿海精密利润贡献较大。2023 年，工业富联的毛利润和净利润占鸿海精密的比重分别约为 43% 和 64%，工业富联是鸿海精密的主要利润和现金流贡献者。

分项评估

主体信用等级：AAA_{spc}/稳定

业务状况：2/优秀

行业风险：4/较高

竞争地位：1/极佳

财务风险：1/很低

评级基准：aaa

调整项

多元化：中性（无影响）

资本结构：中性（无影响）

财务政策：中性（无影响）

流动性：适中（无影响）

管理与治理：中性（无影响）

补充调整：中性（无影响）

个体信用状况：aaa_{spc}

外部影响：无影响

附录

附录1：主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2021	2022	2023	2024.1-3
货币现金和交易性金融资产	82,877	69,430	83,796	80,207
固定资产	9,494	15,937	17,712	18,225
资产总计	266,609	284,188	287,705	276,713
短期借款	52,137	50,498	41,091	34,445
应付票据	250	-	-	-
一年内到期的非流动负债	1,052	5,267	669	4,290
长期借款	3,814	3,485	7,097	3,628
所有者权益合计	119,488	129,334	140,595	145,854
营业总收入	439,557	511,850	476,340	118,688
营业成本	403,042	474,678	437,964	109,622
销售费用	896	1,058	1,024	302
管理费用	4,157	3,828	4,226	1,207
财务费用	-826	-704	-586	-244
投资收益	979	30	-666	138
利润总额	22,318	21,963	23,124	4,758
净利润	20,025	20,084	21,018	4,194
经营活动现金流入小计	462,448	529,543	509,685	132,209
经营活动现金流出小计	453,723	514,178	466,601	127,004
经营活动产生的现金流量净额	8,725	15,366	43,084	5,205
投资活动现金流入小计	3,325	3,052	6,734	1,584
投资活动现金流出小计	10,425	18,359	11,298	3,159
投资活动产生的现金流量净额	-7,100	-15,308	-4,564	-1,575
筹资活动现金流入小计	157,311	149,082	162,833	21,569
筹资活动现金流出小计	152,545	163,151	187,567	29,402
筹资活动产生的现金流量净额	4,766	-14,068	-24,734	-7,833

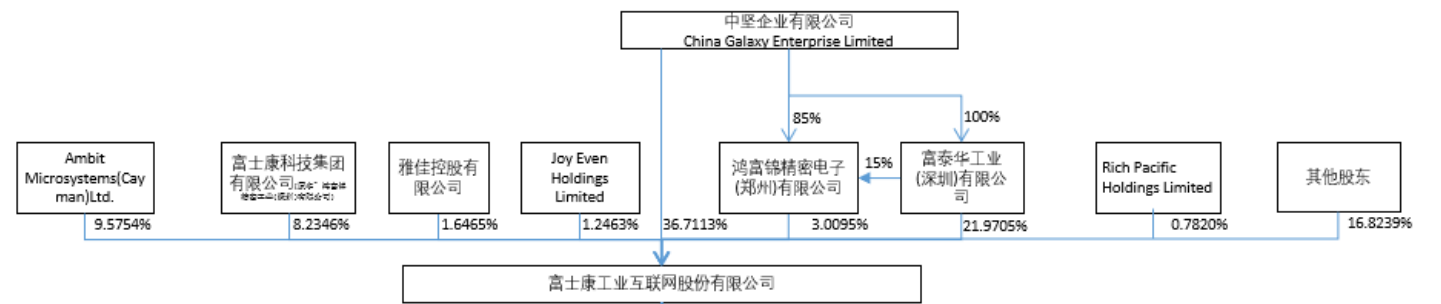
调整后财务数据及指标				
	2021	2022	2023	2024.1-3
EBITDA	25,042	26,015	28,727	--
营运现金流	24,112	24,776	26,544	--
经营性现金流	6,550	15,574	40,609	--
利息支出	492	1,482	2,482	--
经调整总债务	19,155	26,135	8,648	--
EBITDA 利润率（%）	5.7	5.1	6.0	--

资本回报率（%）	16.1	16.0	17.2	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.8	1.0	0.3	--
营运现金流/经调整总债务（%）	125.9	94.8	307.0	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	50.9	17.6	11.6	--
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	50.0	17.7	11.7	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的经普华永道中天会计师事务所审计并出具标准无保留意见的工业富联 2021-2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表；
2、“--”代表数据不可得。

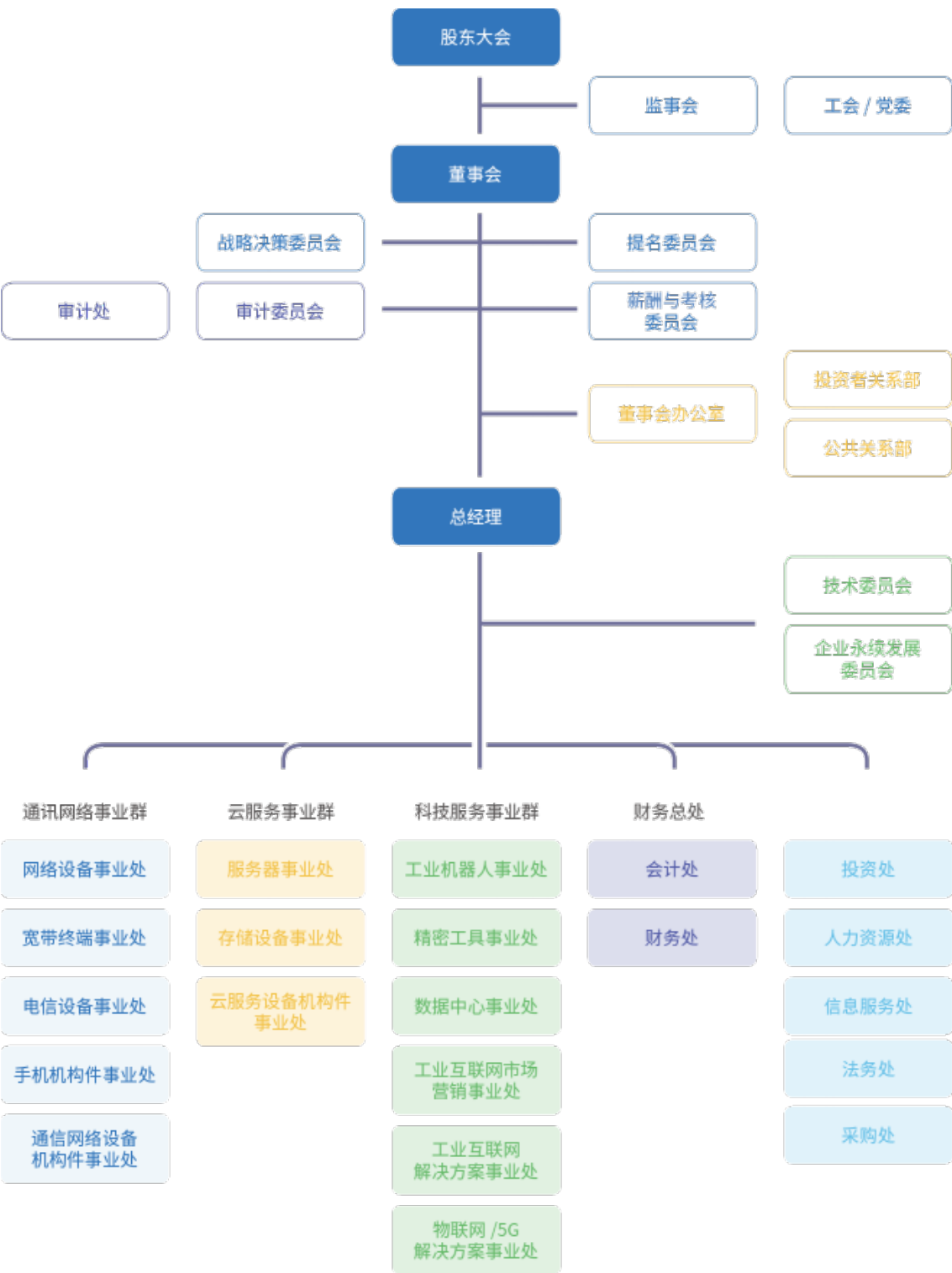
资料来源：公司年报，标普信评整理和调整。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供。

附录4：主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
EBITDA（调整前）=营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）
EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联营合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整
利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流=EBITDA-利息支出+利息及股利收入-当期所得税+其他调整
经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支
股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流=自由经营性现金流-股利
短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务
长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务
经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整
EBITDA 利息覆盖倍数=EBITDA/利息支出
营运现金流利息覆盖倍数=(营运现金流+利息支出)/已付现金利息
资本回报率=EBIT/两年平均资本
EBITDA 利润率=EBITDA/营业收入

附录5：标普信评对工业富联的评级历史

主体信用等级	展望	评定日期	分析师	相关评级报告
AAA _{spc}	稳定	2024 年 1 月 16 日	王宇飞、李璟	评级报告：富士康工业互联网股份有限公司，2024 年 1 月 16 日
AA _{spc} +	稳定	2023 年 6 月 29 日	王宇飞、李璟	评级报告：富士康工业互联网股份有限公司，2023 年 6 月 29 日
AA _{spc} +	稳定	2021 年 3 月 18 日	刘晓亮、王瑾、吴量涵	评级报告：富士康工业互联网股份有限公司，2021 年 3 月 18 日

注：以上评级采用的方法论为标普信用评级（中国）— 工商企业评级方法论。标普信评于 2023 年 12 月对工商企业评级方法进行了修订。我们根据新的方法对公司的信用质量进行了评审，导致公司 2024 年 1 月的主体信用等级调整。

附录6：信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA _{spc}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{spc}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{spc}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC _{spc}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC _{spc}	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

附录7：跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。