



AIPC 潜在需求与行业周期见底，预计明年 PC 加速复苏

事件: 12月7日 IDC 发布预测 AIPC 在中国 PC 市场中的装机比例将在未来几年快速攀升，将在 2027 年达到 81% 成为 PC 市场主流。公司此前公布的 Q2 业绩展现整个业务板块尤其是 PC 市场的复苏态势，叠加 AIPC 增量，2024 年有望迎来首轮 AIPC 带来的换机潮。

报告摘要

Q2 业绩环比复苏 2023/24 财年 Q2 公司收入环比/同比变化+12%/-16%至 144 亿美元，其中 IDG 业务因 PC 行业周期进入扭转收入环比/同比变化+12%/-16%至 115 亿美元；ISG 业务因 AI 服务器芯片产能限制以及冲击了传统服务器业务市场，带来收入环比/同比变化+4.6%/-23.4%至 20 亿美元；SSG 业务收入环比/同比变化+12%/+11%，至 19 亿美元。Q2 高毛利业务占比提升带动公司整体毛利率维持 17.5% 的高位，归母净利润 2.5 亿美元，环比/同比+41%/-54%，净利润率环比改善 0.6pct 至 2.0%。根据 IDC 的数据，Q2 财季公司的 PC 出货量市占率提升 1.1oct 至 23.5%，未来随着去库存周期结束，叠加 AIPC 行业带来的换机潮，IDG 业务有望在 Q3 财季开始进入同比复苏的周期。

AIPC 行业加速启动 目前 PC 消费市场的主流换机周期为 3-5 年，根据 IDC 的判断，2022 年仅有 10% 左右的用户有 2 年内置换 PC 的计划，2 年内置换 PC 的用户占比会翻倍，提升至 20% 甚至更高。此外，英特尔于 2023 年 10 月 19 日宣布“AIPC 加速计划”，正在与 100 多家独立软件开发者和 300 多个人工智能加速功能合作，以增强所有用户的电脑体验，英特尔预计将在 2025 年前为超过 1 亿台 PC 带来 AI 特性，并由计划于 12 月 14 日发布的英特尔®酷睿™Ultra 处理器率先推动。

行业复苏信号 根据 TechInsights 的预测，在经历了全球笔记本电脑出货量连续八个季度下滑后，在 2023 年 Q4 笔记本电脑出货量将出现复苏，预计出货量在 2023 年 Q4 与去年同期相比将增长 7%，开启一段持续增长的时期直到 2025 年，然后再次趋于平稳。

投资建议: 公司是全球头部的消费电子品牌公司，同时伴随 AI 的发展浪潮在服务器业务领域表现强劲势能。2023/2024 财年 PC 市场处于触底反弹的阶段，IDC 预计 2023 年下半年环比恢复，公司在 PC 以外多元化业务为公司夯实业绩表现。我们参照公司同业的估值水平，按照 2024/2025E 的预计市盈率 13.0x，给予公司 11.3 港元的目标价，维持“买入”评级。

风险提示: PC 行业景气度恢复慢于预期；PC 与服务器行业竞争加剧风险；宏观经济复苏不及预期等。

投资评级: 买入

目标价格: 11.3 港元

现价 (2023-12-10): 7.29 港元

总市值(百万港元)	117,332.5
流通市值(百万港元)	117,332.5
总股本(百万股)	12,273.3
流通股本(百万股)	12,273.3
12 个月低/高(港元)	5.8/9.88
平均成交(百万港元)	404.4

股东结构

联想控股股份有限公司	33.0%
杨元庆	6.0%
Lazard Asset Management	5.0%
其他股东	54.4%

股价表现



数据来源: 彭博、港交所、公司

汪阳 TMT 行业分析师

+852-2213 1400

alexwang@eif.com.hk

截止3月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(千美元)	71,618,216	61,946,854	55,884,552	58,949,943	62,864,395
变动(%)	17.9%	-13.5%	-9.8%	5.5%	6.6%
毛利率	16.8%	17.0%	17.5%	17.6%	17.9%
EBITDA(千美元)	4,338,021	4,004,703	2,954,122	3,389,958	3,870,222
归母净利润(千美元)	2,029,818	1,607,722	912,116	1,372,602	1,680,696
变动(%)	72.3%	-20.8%	-43.3%	50.5%	22.4%
ROE	40.7%	28.8%	14.6%	19.1%	20.1%
股息率	3.9%	3.9%	1.8%	2.7%	3.4%
市销率@9.56港元(倍)	0.21	0.24	0.27	0.26	0.24
市盈率@9.56港元(倍)	7.4	9.4	16.5	11.0	9.0

数据来源: 公司资料, 安信国际证券研究预测

附表：财务报表预测

财务报表摘要

损益表					
<千美元>, 财务年度截至<3月31日>					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	71,618,216	61,946,854	55,884,552	58,949,943	62,864,395
营业成本	-59,569,241	-51,445,762	-46,130,048	-48,555,599	-51,616,492
毛利	12,048,975	10,501,092	9,754,504	10,394,344	11,247,902
其他收入	-204,421	-40,043	-167,654	-235,800	-251,458
销售费用	-3,746,290	-3,285,126	-3,129,535	-3,065,397	-3,331,813
管理费用	-2,944,234	-2,311,771	-2,626,574	-2,623,272	-2,640,305
研发费用	-2,073,461	-2,195,329	-2,011,844	-2,092,723	-2,200,254
经营利润	3,080,569	2,668,823	1,818,897	2,377,152	2,824,074
财务费用-融资收入	56,458	141,667	167,654	58,950	62,864
财务费用-融资成本	-362,384	-657,704	-754,441	-589,499	-628,644
应占联营公司及合营公司业绩	-6,912	-16,799	-16,765	-17,685	-18,859
税前利润	2,767,731	2,135,987	1,215,344	1,828,917	2,239,435
所得税	-622,399	-455,156	-255,222	-384,073	-470,281
税后净利润	2,145,332	1,680,831	960,122	1,444,845	1,769,153
归属于母公司股东净利润	2,029,818	1,607,722	912,116	1,372,602	1,680,696
归属于非控股股东净利润	115,514	73,109	48,006	72,242	88,458
增长					
总收入 (%)	17.9%	-13.5%	-9.8%	5.5%	6.6%
归母净利润	72.3%	-20.8%	-43.3%	50.5%	22.4%

资产负债表

<千美元>, 财务年度截至<3月31日>					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	3,930,287	4,250,085	5,364,367	6,985,277	8,600,061
应收账款及票据	11,289,547	7,940,378	7,823,837	7,663,493	7,543,727
存货	8,300,658	6,371,858	5,627,866	5,826,672	5,935,897
预付款项、按金及其他应收款	5,014,292	3,945,153	3,945,153	3,945,153	3,945,153
银行存款	92,513	71,163	71,163	71,163	71,163
衍生金融工具资产	113,757	37,460	37,460	37,460	37,460
可收回税项	255,809	324,756	324,756	324,756	324,756
流动资产	28,996,863	22,940,853	23,194,602	24,853,974	26,458,217
物业厂房及设备	1,636,629	2,006,457	2,403,088	2,740,523	3,051,578
在建工程	510,211	638,047	549,995	431,943	313,891
无形资产	8,066,785	8,267,114	8,287,521	8,432,250	8,569,742
使用权资产	839,233	659,360	677,488	681,990	685,592
联营及共同控制体权益	339,547	438,267	438,267	438,267	438,267
递延所得税资产	2,527,955	2,467,281	2,467,281	2,467,281	2,467,281
其他非流动资产	1,593,221	1,502,678	1,502,678	1,502,678	1,502,678
非流动资产合计	15,513,581	15,979,204	16,326,318	16,694,932	17,029,030
总资产	44,510,444	38,920,057	39,520,920	41,548,906	43,487,247
应付账款及票据	13,184,831	9,772,934	9,687,310	10,682,232	11,355,628
其他应付款及应计费用	15,744,911	12,932,781	12,932,781	12,932,781	12,932,781
应付借款	787,922	271,616	271,616	271,616	271,616
其他短期负债项	3,041,071	3,116,026	3,116,026	3,116,026	3,116,026
短期负债合计	32,758,735	26,093,357	26,007,733	27,002,655	27,676,051
应付借款-非流动负债	2,633,348	3,683,178	3,683,178	3,683,178	3,683,178
递延所得税负债	406,759	431,688	431,688	431,688	431,688
递延收入	1,459,582	1,389,427	1,389,427	1,389,427	1,389,427
其他非流动负债	1,857,319	1,275,386	1,275,386	1,275,386	1,275,386
长期负债合计	6,357,008	6,779,679	6,779,679	6,779,679	6,779,679
总负债	39,115,743	32,873,036	32,787,412	33,782,334	34,455,730
归属于母公司股东权益	4,990,639	5,587,590	6,226,071	7,186,893	8,363,380
少数股东权益	404,062	459,431	507,437	579,679	668,137
总权益	5,394,701	6,047,021	6,733,508	7,766,572	9,031,517
总权益及总负债	44,510,444	38,920,057	39,520,920	41,548,906	43,487,247

财务分析

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	16.8%	17.0%	17.5%	17.6%	17.9%
销售费用率	-5.2%	-5.3%	-5.6%	-5.2%	-5.3%
管理费用率	-4.1%	-3.7%	-4.7%	-4.2%	-4.2%
研发费用率	-2.9%	-3.5%	-3.6%	-3.6%	-3.5%
有效税率	22.5%	21.3%	21.0%	21.0%	21.0%
净利率 (%)	3.0%	2.7%	1.7%	2.5%	2.8%
ROE	40.7%	28.8%	14.6%	19.1%	20.1%
ROA	4.6%	4.1%	2.3%	3.3%	3.9%
营运表现					
存货周转天数	44.4	51.3	46.8	42.5	41.0
应收账款周转天数	49.7	55.9	50.8	47.3	43.5
应付账款周转天数	73.4	80.3	75.9	75.5	76.9
财务状况					
流动比率	0.89	0.88	0.89	0.92	0.96
速动比例	0.63	0.63	0.68	0.70	0.74
总负债/总资产	0.88	0.84	0.83	0.81	0.79
经营性现金流/收入	0.06	0.05	0.06	0.07	0.06

现金流量表

<千美元>, 财务年度截至<3月31日>					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
税前利润	2,767,731	2,135,987	1,215,344	1,828,917	2,239,435
物业、厂房及设备折旧	344,498	377,418	441,421	480,618	506,997
使用权资产折旧	136,993	151,326	131,872	135,498	136,398
无形资产摊销	782,873	823,935	578,698	414,376	421,612
财务费用-经营活动	362,384	657,704	754,441	589,499	628,644
财务收入-经营活动	-56,458	-141,667	-167,654	-58,950	-62,864
无形资产减值	31,434	895	895	895	895
存货减少/(增加)	-1,925,105	1,876,067	743,992	-198,806	-109,225
应收账款、应收票据、	-2,795,512	4,719,419	116,541	160,345	119,765
应付账款、应付票据、	5,086,067	-6,823,593	-85,624	994,922	673,396
其他经营活动	387,129	157,165	0	0	0
营运所得现金	5,122,034	3,934,656	3,729,926	4,347,313	4,555,054
已付税项	-729,485	-528,110	-255,222	-384,073	-470,281
已付利息-经营活动	-315,570	-605,144	0	0	0
经营活动现金流量净额	4,076,979	2,801,402	3,474,704	3,963,241	4,084,772
购买物业、厂房及设备	-396,358	-428,366	-450,000	-420,000	-420,000
购买在建工程	-601,946	-688,696	-450,000	-420,000	-420,000
购买无形资产	-285,771	-461,084	-600,000	-560,000	-560,000
其他投资活动	-214,312	-336,874	-586,788	-530,549	-565,780
投资活动现金流	-1,498,393	-1,915,020	-2,086,788	-1,930,549	-1,965,780
派付股息-融资活动	-478,822	-578,795	-273,635	-411,781	-504,209
其他融资活动	-1,278,546	165,019	0	0	0
融资活动现金流净额	-1,757,368	-413,776	-273,635	-411,781	-504,209
现金变化	821,218	472,606	1,114,282	1,620,911	1,614,784
期末持有现金	3,930,287	4,250,085	5,364,367	6,985,277	8,600,061

资料来源：公司公告、安信国际证券研究预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010