

联想集团 (00992.HK)

全球领先的 ICT 科技企业，AI PC 与服务器创造发展新动能

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

证券分析师： 胡剑 021-60893306
证券分析师： 胡慧 021-60871321
证券分析师： 叶子 0755-81982153
证券分析师： 詹浏洋 010-88005307
联系人： 李书颖 0755-81982362
联系人： 连欣然 010-88005482

◆ 电子 · 消费电子

hujian1@guosen.com.cn
huhui2@guosen.com.cn
yezi3@guosen.com.cn
zhanliuyang@guosen.com.cn
lishuying@guosen.com.cn
lianxinran@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(首次)

执证编码：S0980521080001
执证编码：S0980521080002
执证编码：S0980522100003
执证编码：S0980524060001

事项：

1) 7月18日，市场调查机构 Counterpoint Research 发布报告显示，2024年第二季度全球PC出货量同比增长3.1%，达6250万台，这也是PC市场出货量连续第二个季度实现同比增长，该增长由温和的换机周期和相对较低的基数推动，凸显了2024年全球PC市场持续复苏的势头。据Counterpoint数据，2024年第二季度联想全球PC出货量达1470万台，同比增长约4%，凭借23.6%的市场份额稳居PC厂商领导地位。此外，报告显示AI设备的迭代驱动了相关PC市场份额的增长，预计AI笔记本电脑将推动下半年AI PC市场的扩张。Counterpoint维持此前的预测，即在AI PC和更新换代的需求驱动之下，2024年PC出货量同比增长约3%。

2) 6月25日，联想集团发布多款AI终端产品，包括YOGA Air 14s 骁龙AI元启、YOGA Air 14c AI元启、拯救者Y9000P AI元启三款AI PC。其中，YOGA Air 14s 骁龙AI元启基于全新高通骁龙X Elite平台，其NPU算力高达每秒45万亿次，搭配联想小天，文档总结速度提升22%，生图速度提升45%。YOGA Air 14c AI元启是针对创作及办公人群的可360度翻转的多模态AI PC，借助个人智能体小天，能够完成总结本地资料、AI PPT生成方案、与小天自然对话、绘制草图并实现图生图等功能。拯救者Y9000P AI元启拥有至高686 TOPS的AI算力。此外，联想moto razr 折叠屏手机再次迎来更新，配备业内最大、更智能的翻盖手机外置显示屏，具备强大的人工智能功能。

3) 6月12日，IDC发布《2024第一季度中国x86服务器市场报告》。报告显示，2024年第一季度，中国x86服务器市场整体销售额同比增长23.3%，其中联想x86服务器同比增长200.2%，超市场近177个百分点，环比增长25.6%，跃升至中国服务器市场前三位，成为前五名中唯一销售额环比增长的厂商。这意味着联想算力基础设施强势进入中国“第一阵营”，有望重塑中国算力基础设施市场格局。

国信电子观点：1) 公司是全球化的ICT科技企业，在全球个人电脑市场处于领先地位。公司成立于1984年，主要为用户及全行业提供智能终端、云基础设施、行业智能解决方案等产品与服务，主要产品包括个人电脑、工作站、智能手机、平板电脑等终端产品，以及数据中心、存储、边缘计算、高性能计算以及软件定义等基础设施产品。公司以智能化变革“3S战略”为引领，构建智能设备、基础设施方案、方案服务三大业务集团，2023/24 财年收入占比分别为73.1%/14.6%/12.3%。

2) AI PC 系列产品具备先发优势，有望作为个人电脑行业及智能终端业务新增长点。2023年11月22日，公司董事长兼CEO杨元庆在《财经》年会2024上首次完整定义了AI PC所具备的五大特质，即内嵌个人大模型与用户自然交互的智能体、形成个人知识库、支持本地异构AI算力、开放的人工智能应用生态、个人数据和隐私安全保护。2024年4月18日，公司发布了内置个人智能体“联想小天”的AI PC系列产品。随着人工智能在日常工作和生活中的不断普及与融合，预计未来AI PC将从高端产品逐渐发展为市场主流，从而推动行业的新一轮更新和发展。

3) 混合式人工智能推动AI基础设施需求增长，积极构建“端-边-云-网-智”新IT科技。随着以公共人

工智能、个人人工智能、企业人工智能共存互补并相互促进的混合式人工智能的到来，公司积极推进“端-边-云-网-智”等层面的技术及产品布局，积极把握人工智能发展机遇并围绕人工智能投资与创新，逐步推进 AI 赋能、AI 导向、AI 优化的智能设备、智能基础设施和智能解决方案。

4) **业绩近两年虽有下滑但目前呈现明显复苏趋势，AI 时代机遇有望推动业绩向好发展。**2023/24 财年公司营业收入 568.64 亿美元，同比下降 8.21%；归母净利润 10.11 亿美元，同比下降 37.15%，主要由于上半财年整体市场仍疲弱所致。尽管面对行业周期及市场下行的背景，随着下半年需求恢复加速，公司在 2023/24 财年下半年恢复增长。未来公司有望把握人工智能的时代机遇，凭借其从口袋到云端的产品组合、强大的生态系统和合作伙伴关系、以及全栈人工智能能力，实现营收及利润规模的进一步增长。

5) **投资建议：目标价 13.85-15.39 港币，首次覆盖给予“优于大市”评级。**我们看好公司在智能终端领域的领先优势及云基础设施领域的竞争力，看好采用混合式人工智能为智能设备业务集团带来强劲的业绩增长及可持续的盈利能力，高附加值产品及人工智能等具备较强盈利能力的相关领域对于基础设施方案业务集团规模提升及成本结构改善，数字化工作场所、混合云和可持续发展解决方案以及人工智能嵌入式服务等对于方案服务业务集团的规模增长及价值提升；预计公司 2024/25-2026/27 财年归母净利润分别同比增长 20.9%/36.6%/19.8%至 12.22/16.70/20.01 亿美元，根据相对估值，给予目标价 13.85-15.39 港币，首次覆盖给予“优于大市”评级。

6) **风险提示：**估值的风险；盈利预测的风险；技术升级及产品迭代的风险；核心技术流失的风险；技术团队人才流失的风险；原材料供应的风险；产品质量控制的风险；海外经营的风险；经销商管理的风险；市场竞争的风险；毛利率波动的风险；存货跌价的风险；汇率波动导致汇兑损益的风险。

评论：

◆ 联想集团：全球化的智能终端与信息技术领域科技龙头

深耕 ICT 产业四十载，布局智能终端、云基础设施、行业智能解决方案等智慧领域

公司是全球领先的 ICT 科技企业。联想集团成立于 1984 年，是一家全球化的科技巨头，服务遍布全球 180 个市场数以百万计的客户，为用户与全行业提供整合了应用、服务和优质体验的智能终端、强大的云基础设施以及行业智能解决方案。公司在不断夯实全球个人电脑市场冠军地位的基础上，积极构建从口袋到云端的计算能力，现已拥有包括人工智能赋能、人工智能导向和人工智能优化的终端、基础设施、软件、解决方案和服务在内的完整产品路线图，包括个人电脑、工作站、智能手机、平板电脑等终端产品，数据中心、存储、边缘计算、高性能计算以及软件定义等基础设施产品。

四十年来，公司经历了从创业到自主品牌、从国际化到多元化的征程，现在又将进入以人工智能为主题的新十年。公司智能化转型过程主要经历四大阶段：

1) **业务起步阶段（1984-2003 年）：**公司创立之初以个人电脑为主，主要面向国内市场，推出并销售自主品牌 PC，成为中国领先的个人电脑服务商，以 30%的市场份额成为中国第一品牌。

2) **全球化阶段（2003-2011 年）：**2005 年公司收购 IBM PC 事业部，与 IBM 结成营销与服务联盟，打造全球化供应链及销售网络，开启了全球化的新阶段；2011 年公司与 NEC Corporation 成立合资公司，组建当时日本市场最大的 PC 集团。

3) **多元化阶段（2011-2018 年）：**随着 2010 年联想乐 Phone 智能手机推出，公司战略拓展移动设备市场；2014 年公司收购摩托罗拉智能手机业务板块，布局智能手机及其他智能设备市场；同年收购 IBM x86 服务器业务板块 System X，成为全球第三大 x86 服务器供应商。

4) **智能化转型阶段（2018 年至今）：**公司利用多元化的产品与服务体系，实现对垂直行业的智能化赋能，并依托智能物联网（Smart IoT）、智能基础架构（Smart Infrastructure）和行业智能（Smart Vertical）所搭建的“3S”战略框架，形成以行业智能化为核心的产品与服务体系。2022 年公司依托“端-边-云-网-智”新技术架构，提出打造多元化算力生态，包括提供“普惠算力”以及融合基础算力、智能算力等多层

次算力，最大化发挥全要素价值。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司业务集团主要包括智能设备业务集团、基础设施方案业务集团、方案服务业务集团。为了承接公司智能化变革 3S 战略（3S Strategy）——即智能物联网（Smart IoT）、智能基础架构（Smart Infrastructure）和行业智能（Smart Vertical）的战略落地，公司业务分为三大业务集团，分别为：

1) 智能设备业务集团 (IDG)：专注于各种智能设备和物联网相关业务，由个人电脑和智能设备事业部(PCSD)和移动业务事业部 (MBG) 组成，拥有 30 多年的个人电脑经验和近 40 年的手机经验，产品、解决方案、软件和服务组合涵盖从个人电脑和智能手机到智能协作和增强及虚拟现实（AR/VR）解决方案。

2) 基础设施方案业务集团 (ISG)：专注于智能基础设施相关业务，面向各种规模组织的智能基础设施解决方案提供商。公司推动以数据为中心的智能零售、智能制造、智能城市、智能医疗、智能金融等领域的发展，通过边缘和云计算、分析和人工智能以及 TruScale 的基础设施即服务（Infrastructure As a Service），提供更智能的技术以及端到端制造的数据中心业务。

3) 方案服务业务集团 (SSG)：专注于行业智能与服务相关业务，致力于推动垂直市场的智能解决方案、附加服务、运维服务以及包括 DaaS 和 TruScale 在内的“X 即服务”的稳步增长，起到公司转型的先锋作用。通过将公司在 PC、基础设施和智能垂直领域的所有 IT 解决方案和服务（包括附加服务、托管服务和即服务产品）整合到专门的组织中，提供全球解决方案，并在 TruScale 品牌下帮助客户实现价值。

表 1：公司主要业务及产品

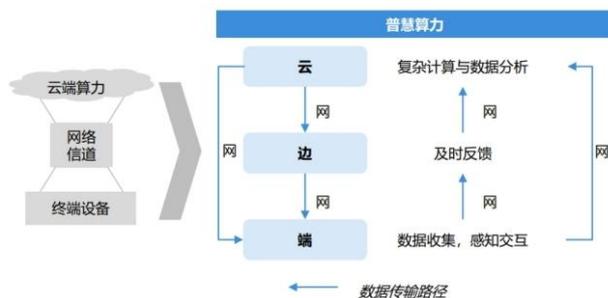
业务集团	产品分类	图示
智能设备业务集团（IDG）	笔记本电脑	
	台式机	
	台式电脑	
	一体机	
	平板电脑	
	其他智能设备	
基础设施方案业务集团（ISG）	智能手机	
	服务器	
	存储设备	
	软件定义解决方案	
	高性能集群	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司积极推动基于“端-边-云-网-智”技术架构的新 IT 科技。混合式人工智能的趋势推动着人工智能基础设施需求的增长，客户也越来越需要定制化的人工智能解决方案和服务，人工智能咨询、设计、部署和维护等服务需求快速增长。随着以公共人工智能、个人人工智能、企业人工智能共存互补并相互促进的混合式人工智能的到来，公司积极推进“端-边-云-网-智”等层面的技术及产品布局，积极把握人工智能发展机遇并围绕人工智能投资与创新，逐步推进 AI 赋能、AI 导向、AI 优化的智能设备、智能基础设施和智能解决方案，拥抱人工智能新时代。

人工智能战略及 AI PC 的发展预计推动新一轮更新和发展。公司自 2023 年 10 月在年度创新科技大会上宣布其人工智能战略以来，目前已经推出了首款 AI PC，其人工智能实力已涵盖了智能终端、智能基础设施以及智能化解决方案和服务。公司预计 AI PC（定义为配备基于自然交互、异构算力、个人知识库的个人人工智能助理，连接开放的人工智能应用生态，并同时具备隐私和安全保护）将在未来三年内从目前的高端产品逐渐发展为市场主流，从而推动行业的新一轮更新周期。

图2: 算力向“智慧算力”转变



资料来源:《联想新 IT 发展白皮书》, 国信证券经济研究所整理

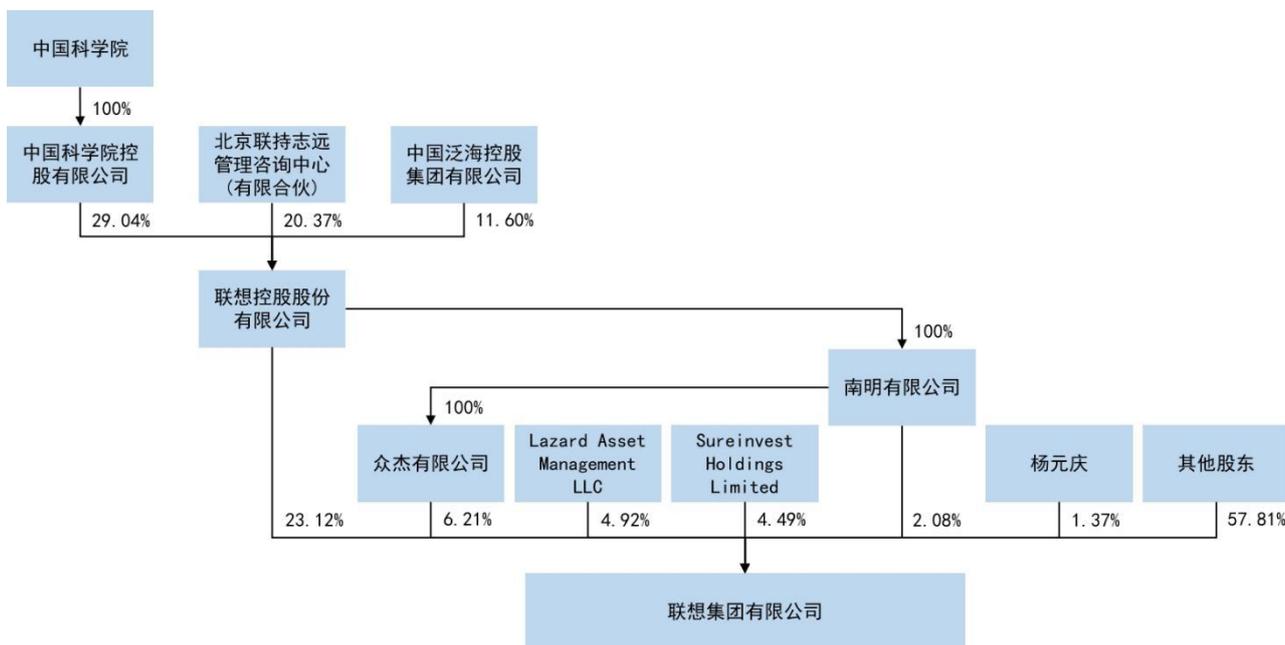
图3: “端-边-云-网-智”技术架构



资料来源:《联想新 IT 发展白皮书》, 国信证券经济研究所整理

公司控股股东为联想控股, 无实际控制人。截至 2024 年 3 月 31 日, 公司第一大股东为联想控股股份有限公司, 直接持有并通过南明有限公司、众杰有限公司间接持有公司股份合计 31.41%, 为公司的控股股东。由于控股股东联想控股的股权较为分散, 无单一股东持有或控制联想控股 50% 以上的股份, 联想控股的股东之间亦无一致行动安排或其他类似安排, 不存在联想控股的董事会由单一股东或多名股东联合控制的情况, 因此公司无实际控制人。

图4: 公司股权结构图



资料来源: Wind, 公司公告, 天眼查, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 3 月 31 日

近年收入及利润呈现先增后减趋势, 非智能设备业务集团收入占比持续提升

公司近五财年收入呈现先增后减趋势。2014/15-2019/20 财年, 公司营业收入保持相对稳定, 保持在 470 ± 40 亿美元范围内波动。2019/20-2021/22 财年, 随着疫情所导致的居家办公、网络课程、线上娱乐等需求增多, 公司个人电脑等相关智能设备销售情况较好, 因此公司收入由 507.16 亿美元快速增长至 716.18 亿美元。随着疫情结束带来居家场景逐步放开, 个人电脑等智能设备需求有所放缓并进入去库存阶段, 因此公司收入有所下降。

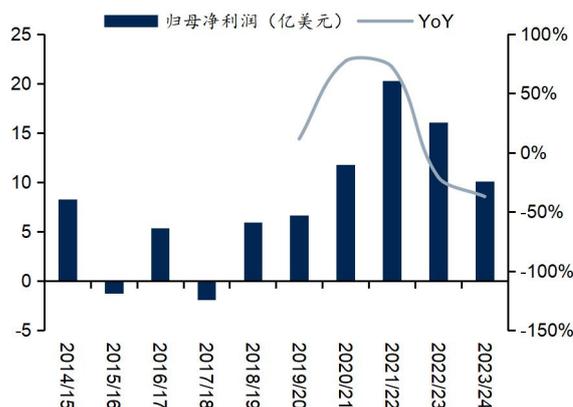
2023/24 财年公司营业收入 568.64 亿美元，同比下降 8.21%；归母净利润 10.11 亿美元，同比下降 37.15%，主要由于上半财年整体市场仍疲弱所致。尽管面对行业周期及市场下行的背景，随着下半年需求恢复加速，公司在 2023/24 财年下半年恢复增长，特别是第四财季实现收入 138.33 亿美元，同比增长 9.48%；归母净利润 2.48 亿美元，同比增长 118.04%，呈现加速增长的强劲复苏态势。未来，公司有望把握人工智能的时代机遇，凭借其从口袋到云端的产品组合、强大的生态系统和合作伙伴关系、以及全栈人工智能能力，实现营收及利润规模的进一步增长。

图5：公司 2014/15–2023/24 财年营业收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

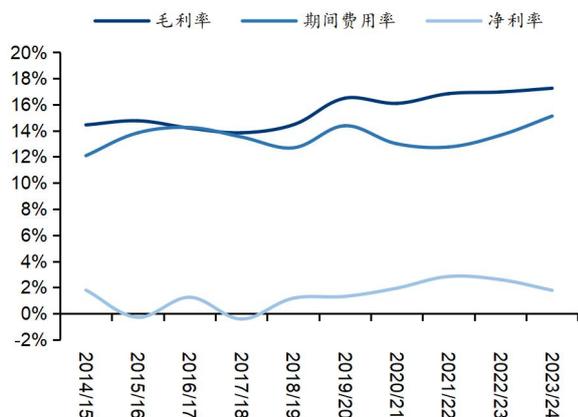
图6：公司 2014/15–2023/24 财年归母净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

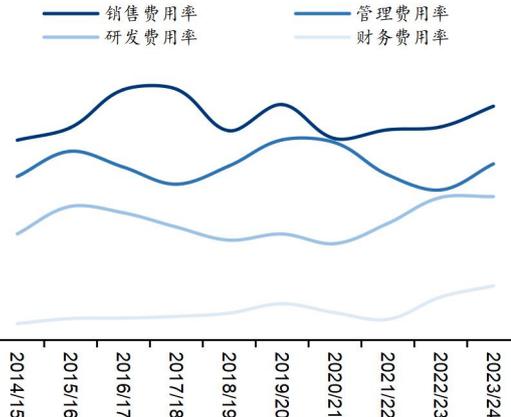
公司毛利率近年呈持续增长态势，期间费用率增速较快。毛利率方面，公司 2014/15–2018/19 财年毛利率保持在 14.3%±0.5% 范围波动。2019/20–2023/24 财年，公司毛利率整体呈现持续增长态势，由 16.48% 增长至 17.27%；其中 2023/24 财年毛利率同比提升 0.29pct，主要由于公司进一步加强灵活性及运营的卓越性，使得毛利率创历史新高，并连续第三年实现增长。期间费用率方面，公司 2021/22–2023/24 财年费用率增长较快，由 12.74% 增长至 15.11%，主要原因为研发费用率及财务费用率呈现较高增长；其中研发费用率由 2021/22 财年的 2.90% 上升至 2023/24 财年的 3.57%，主要原因是公司持续围绕人工智能进行投资与创新，全公司超过 1/4 的员工在研发领域工作，研发费用率创历史新高。净利率方面，公司近五年净利率呈现先增后减趋势，2019/20–2021/22 财年净利率由 1.31% 上升至 2.83%；而后又逐渐回落至 2023/24 财年的 1.78%。

图7：公司 2014/15–2023/24 财年毛利率、费用率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司 2014/15–2023/24 财年期间费用率明细



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司主要收入来源为智能设备业务集团，基础设施方案业务集团及方案服务业务集团收入占比不断提升。2020/21–2023/24 财年，公司智能设备业务集团收入占比虽由 83.47% 下降至 73.12%，但仍是最大收入来源；

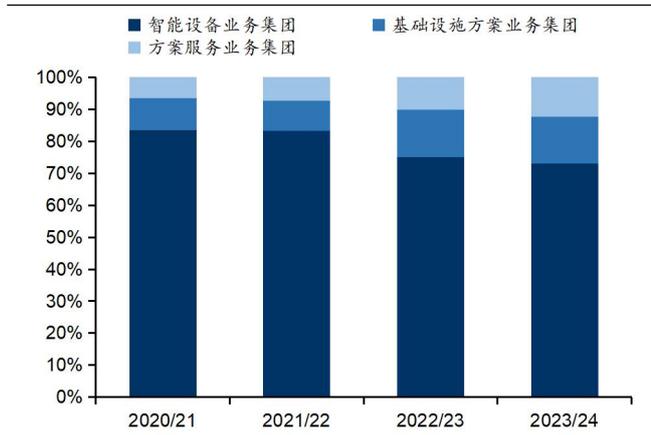
基础设施方案业务集团收入占比由 9.92% 提升至 14.63%，方案服务业务集团收入占比由 6.60% 提升至 12.25%，不断成为公司收入组成及增长的重要部分。其中：

智能设备业务集团 2020/21-2023/24 财年营业收入由 530.07 亿美元下降至 445.99 亿美元，对应 CAGR 为 -5.59%；经营利润率保持相对稳定，基本保持在 7.3%±0.3% 范围内。2023/24 财年收入 445.99 亿美元，同比减少 9.67%，收入占比为 73.12%；经营利润率 7.13%，同比下降 0.16pct；主要原因为年初渠道库存过多，行业面临去库存压力，因此严重影响了全年的整体表现。随着商业需求的反弹及市场份额的稳健增长，该业务集团下半财年复苏更为强劲，且整体业务恢复增长速度早于行业整体复苏，保持了行业领先的盈利水平；同时该业务集团经营利润率能够维持在相对强劲水平，也与高端产品销售增长更快、利润相对更高有关。

基础设施方案业务集团 2020/21-2023/24 财年营业收入由 63.01 亿美元增长至 89.22 亿美元，对应 CAGR 为 12.29%；经营利润率波动幅度较大，由 -2.07% 增长至 1.01% 后，又跌至 -2.78%。2023/24 财年收入 89.22 亿美元，同比减少 8.55%，收入占比 14.63%；经营利润率 -2.78%，同比下降 3.79pct；主要原因为由于全球 IT 预算的变化，导致全球基础设施投资向人工智能部署倾斜；该原因一方面导致人工智能处理器供应短缺，另一方面导致非 AI 设备的支出减弱，包括该业务集团占有相当份额的通用计算服务器等，因此整体表现承压，并导致经营利润亏损。随着公司坚定开发全面的人工智能产品组合，相关产品开始为下半财年的增长作出积极贡献，并且随着人工智能处理器供给缺口逐步缩小，公司下半财年特别是第四财季实现较为强劲的增长。

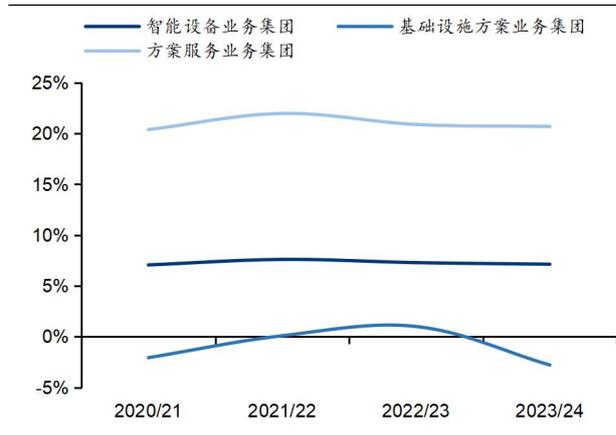
方案服务业务集团 2020/21-2023/24 财年营业收入由 41.93 亿美元增长至 74.72 亿美元，对应 CAGR 为 21.24%；经营利润率保持在相对较高的稳定水平，基本保持在 21.0%±1% 范围内。2023/24 财年收入 74.72 亿美元，同比增长 12.14%，收入占比为 12.25%；经营利润率 20.68%，同比下降 0.20pct；主要原因为公司智能解决方案与服务业务保持了高增长、高盈利，持续推动多元化业务发展和以服务为导向的转型。而由于企业客户追求数字化转型及更高生产力，该业务集团的收入连续第三年实现双位数增长。同时该业务集团经营利润率较高，稳居所有业务集团之首，是公司重要的增长及盈利引擎。同时，公司的数字化办公、边缘人工智能、混合云、联想臻算以及可持续发展等通用解决方案也获得了广泛的采用和认可。

图9：公司 2020/21-2023/24 财年营业收入分业务集团占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司 2020/21-2023/24 财年各业务集团经营利润率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

假设前提

公司主要包括智能设备业务集团、基础设施方案业务集团、方案服务业务集团三大业务集团，盈利预测假设条件如下：

智能设备业务集团：看好公司 AI PC 系列产品作为个人电脑行业的主要拐点，能够赋能智能设备推理及人工智能功能以及对于即时接入、数据安全及隐私能力方面的实现与提升，采用混合式人工智能对于全球个人电脑市场增长的推动，从而对于公司智能设备业务集团差异化及更强大的设备带来新增长机会；预计 2024/25–2026/27 财年公司智能设备业务集团收入同比增长 5.5%/10.0%/6.3% 至 470.32/517.39/549.83 亿美元。

基础设施方案业务集团：看好人工智能特别是混合式人工智能对于基础设施在网络速度、效率、成本效益、安全性及隐私方面的提升，看好混合式人工智能、高性能计算、存储及边缘设备发展差异化技术解决方案的投资推动该业务集团增长及盈利能力提升；预计 2024/25–2026/27 财年公司基础设施方案业务集团收入同比增长 13.8%/14.0%/13.9% 至 101.53/115.71/131.77 亿美元。

方案服务业务集团：看好 AI 工作负载在公有云推行的同时，将更均匀地分布在本地部署的数据中心、私有云和混合云以及边缘及设备，从而为企业客户提供全面的服务和定制解决方案创造更多机会；预计 2024/25–2026/27 财年公司方案服务业务集团收入同比增长 10.0%/10.0%/10.0% 至 82.20/90.41/99.46 亿美元。

表 2：公司营业收入预测

	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E
智能设备业务集团						
收入（亿美元）	623.10	493.71	445.99	470.32	517.39	549.83
增速	17.55%	-20.77%	-9.67%	5.45%	10.01%	6.27%
基础设施方案业务集团						
收入（亿美元）	71.40	97.56	89.22	101.53	115.71	131.77
增速	13.31%	36.63%	-8.55%	13.80%	13.96%	13.88%
方案服务业务集团						
收入（亿美元）	54.42	66.63	74.72	82.20	90.41	99.46
增速	29.79%	22.45%	12.14%	10.00%	10.00%	10.00%
分部间抵消（亿美元）	-32.74	-38.44	-41.30	-49.58	-62.58	-74.87
合计						
总营收（亿美元）	716.18	619.47	568.64	604.47	660.93	706.18
增速	17.90%	-13.50%	-8.21%	6.30%	9.34%	6.85%
毛利（亿美元）	120.49	105.01	98.03	105.36	117.43	127.14
增速	23.35%	-12.85%	-6.65%	7.47%	11.46%	8.26%
毛利率	16.82%	16.95%	17.24%	17.43%	17.77%	18.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

主要费率：参考过往期间费用率情况，考虑各费用率历年保持相对稳定，因此假设 2024/25–2026/27 财年销售费用率为 5.54%/5.47%/5.48%，管理费用率为 4.28%/4.18%/4.14%，研发费用率为 3.45%/3.46%/3.46%。

未来 3 年业绩预测

表 3: 公司未来 3 年盈利预测表 (单位: 亿美元)

	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E
营业收入	716.18	619.47	568.64	604.47	660.93	706.18
YoY	17.90%	-13.50%	-8.21%	6.30%	9.34%	6.85%
营业成本	595.69	514.46	470.61	499.11	543.50	579.05
销售费用	37.46	32.85	33.09	33.50	36.18	38.73
管理费用	29.44	23.12	24.92	25.90	27.61	29.26
研发费用	20.73	21.95	20.28	20.85	22.89	24.40
财务费用	3.62	6.58	7.63	1.92	1.92	1.92
营业利润	30.81	26.69	20.06	16.91	22.96	27.41
利润总额	27.68	21.36	13.65	16.91	22.96	27.41
归母净利润	20.30	16.08	10.11	12.22	16.70	20.01
YoY	72.27%	-20.79%	-37.15%	20.93%	36.65%	19.84%
EPS (美元)	0.17	0.14	0.08	0.10	0.13	0.16
ROE (%)	47.48%	30.40%	18.09%	18.82%	21.80%	22.12%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 我们预计 2024/25-2026/27 财年公司营业收入分别同比增长 6.30%/9.34%/6.85% 至 604.47/660.93/706.18 亿美元, 对应综合毛利率为 17.4%/17.8%/18.0%。我们预计 2024/25-2026/27 财年公司期间费用率为 13.6%/13.4%/13.4%; 预计 2024/25-2026/27 财年公司归母净利润分别同比增长 20.9%/36.6%/19.8% 至 12.22/16.70/20.01 亿美元。

盈利预测的情景分析

我们对盈利预测进行情景分析, 以前述假设为中性情形, 则预计公司 2024/25-2026/27 财年归母净利润分别为 12.22/16.70/20.01 亿美元。

悲观情形: 若行业及公司出现不可预知的负面变化, 假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形下降 1%, 营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形上升 1%, 则预计公司 2024/25-2026/27 财年归母净利润为 7.99/12.00/14.90 亿美元, 较中性情形下预测值 12.22/16.70/20.01 亿美元低出 34.6%/28.2%/25.5%。

乐观情形: 若行业及公司出现不可预知的正面变化, 假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形上升 1%, 营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形下降 1%, 则预计公司 2024/25-2026/27 财年归母净利润为 16.48/21.44/25.17 亿美元, 较中性情形下预测值 12.22/16.70/20.01 亿美元高出 34.9%/28.4%/25.8%。

表 4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E
乐观预测					
营业收入(百万美元)	61,947	56,864	60,483	66,189	70,766
(+/-%)	-13.5%	-8.2%	6.4%	9.4%	6.9%
毛利率	17.0%	17.2%	18.3%	18.6%	18.8%
净利润(百万美元)	1608	1011	1648	2144	2517
(+/-%)	-20.8%	-37.1%	63.1%	30.1%	17.4%
摊薄 EPS (美元)	0.13	0.08	0.13	0.17	0.20
中性预测					
营业收入(百万美元)	61,947	56,864	60,447	66,093	70,618
(+/-%)	-13.5%	-8.2%	6.3%	9.3%	6.8%
毛利率	17.0%	17.2%	17.4%	17.8%	18.0%

净利润(百万美元)	1608	1011	1222	1670	2001
(+/-%)	-20.8%	-37.1%	20.9%	36.6%	19.8%
摊薄 EPS (美元)	0.13	0.08	0.10	0.13	0.16
悲观预测					
营业收入(百万美元)	61,947	56,864	60,411	65,998	70,471
(+/-%)	-13.5%	-8.2%	6.2%	9.2%	6.8%
毛利率	17.0%	17.2%	16.6%	16.9%	17.2%
净利润(百万美元)	1608	1011	799	1200	1490
(+/-%)	-20.8%	-37.1%	-20.9%	50.2%	24.2%
摊薄 EPS (美元)	0.13	0.08	0.06	0.10	0.12
总股本(百万股)	12,128	12,405	12,405	12,405	12,405

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

◆ 估值与投资建议

公司是全球领先的 ICT 科技企业, 产品主要包括个人电脑、工作站、智能手机、平板电脑等终端产品, 数据中心、存储、边缘计算、高性能计算以及软件定义等基础设施产品。考虑公司的业务特点, 我们采用相对估值法来估算公司的合理估值区间。

相对估值: 合理估值区间 13.85-15.39 港币

我们选择小米集团、浪潮信息、工业富联、紫光股份、中科曙光作为公司的可比公司。其中:

小米集团是一家以智能手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的消费电子及智能制造公司, 主要产品包括智能手机、IoT 与生活消费产品、互联网服务等, 其中通过自产及与生态链企业合作的方式构建了自身的 IoT 和生活消费产品体系, 硬件产品覆盖范围广阔, 包括智能电视、笔记本电脑、路由器、AI 音箱等。

浪潮信息是全球领先的 IT 基础架构产品、方案及服务提供商, 业务覆盖计算、存储、网络三大关键领域, 提供云计算、大数据、人工智能、边缘计算等在内的全方位数字化解决方案, 主要产品包括服务器及部件、IT 终端及散件等。

工业富联是全球领先的高端智能制造及工业互联网解决方案服务商, 业务包含云计算、通信及移动网络设备、工业互联网三大类, 覆盖数字经济产业全品类, 主要产品包括存储设备、服务器、数据中心云服务设备、终端精密结构件等。

紫光股份是全球新一代云计算基础设施建设和行业智慧应用服务的领先企业, 提供智能化的网络、计算、存储、云计算、安全和智能终端等全栈 ICT 基础设施及服务, 主要产品包括网络设备、服务器、存储产品、云计算与云服务、网络安全产品及服务、智能终端等。

中科曙光主要从事高端计算机、存储、安全、数据中心产品的研发及制造, 同时大力发展数字基础设施建设、智能计算等业务, 主要产品包括服务器、存储产品、网络安全产品、云计算服务、数据基础设施及算力服务平台等。

我们预计 2024/25-2026/27 财年公司归母净利润为 12.22/16.70/20.01 亿美元, 参考可比公司 Wind 一致预期下 2024 年 PE 均值 (25.76 倍), 考虑到公司在 PC 等智能终端领域的领先地位及服务器领域未来的增长空间, 给予公司 2024/25 财年 18-20 倍预期 PE, 对应公司合理估值区间为 1718-1909 亿港元, 对应 13.85-15.39 港币/股。

表5: 可比公司估值比较 (股价截至 2024 年 7 月 19 日)

代码	简称	股价 (原始货币)	EPS (原始货币)				CAGR 23-26E (23/24-26/27E)	PE (倍)				PEG 2024E (2024/25E)	总市值 (亿原始货币)
			2023A (2023/24A)	2024E (2024/25E)	2025E (2025/26E)	2026E (2026/27E)		2023A (2023/24A)	2024E (2024/25E)	2025E (2025/26E)	2026E (2026/27E)		
0992.H	联想集团	10.18	0.08	0.10	0.13	0.16	24.3%	15.50	13.23	9.68	8.08	0.55	1263
可比公司													
1810.H	小米集团-W	16.52	0.70	0.56	0.66	0.78	3.7%	21.96	27.45	23.44	19.69	7.43	4135
000977	浪潮信息	38.23	1.18	1.48	1.81	2.14	21.9%	32.39	25.81	21.10	17.86	1.18	563
601138	工业富联	24.66	1.06	1.28	1.53	1.74	17.9%	23.26	19.32	16.15	14.21	1.08	4899
000938	紫光股份	24.60	0.74	0.88	1.07	1.24	19.1%	33.47	27.83	22.97	19.80	1.46	704
603019	中科曙光	43.52	1.26	1.53	1.87	2.21	20.7%	34.54	28.37	23.28	19.65	1.37	637
可比公司平均			0.99	1.15	1.39	1.62	16.7%	29.12	25.76	21.39	18.24	2.50	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测 注: 可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期; 小米集团股价及总市值原始货币为港币, 联想集团股价及总市值原始货币为港币, EPS 原始货币为美元, 其余为人民币。

投资建议: 目标价 13.85-15.39 港币, 首次覆盖给予“优于大市”评级

我们看好公司在智能终端领域的领先优势及云基础设施领域的竞争力, 看好: 1) 采用混合式人工智能为智能设备业务集团带来强劲的业绩增长及可持续的盈利能力; 2) 高附加值产品及人工智能等具备较强盈利能力的相关领域对于基础设施方案业务集团规模提升及成本结构改善; 3) 数字化工作场所、混合云和可持续发展解决方案以及人工智能嵌入式服务等对于方案服务业务集团的规模增长及价值提升。综合上述相对估值, 我们认为公司估值的合理区间为 1718-1909 亿港币, 对应 13.85-15.39 港币/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法得出公司的合理估值在 13.85-15.39 港币之间，但该估值是建立在较多假设前提基础上的计算而来的，特别是对可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险。具体来说，相对估值法中我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到相对估值法下公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司在智能终端领域的领先优势及云基础设施领域的竞争力，看好采用混合式人工智能为智能设备业务集团带来强劲的业绩增长及可持续的盈利能力，高附加值产品及人工智能等具备较强盈利能力的相关领域对于基础设施方案业务集团规模提升及成本结构改善，数字化工作场所、混合云和可持续发展解决方案以及人工智能嵌入式服务等对于方案服务业务集团的规模增长及价值提升；因此预计 2024/25-2026/27 财年公司营业收入分别同比增长 6.30%/9.34%/6.85%至 604.47/660.93/706.18 亿美元，归母净利润分别同比增长 20.9%/36.6%/19.8%至 12.22/16.70/20.01 亿美元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

技术风险

1、技术升级及产品迭代的风险。公司主要产品智能设备及数据中心设备具有迭代快、客户需求导向等特点。行业内公司须紧密跟踪市场及客户需求变化，并对行业未来技术发展方向进行较为准确的预判。若公司的技术及产品升级迭代进度和成果未达预期，致使技术水平无法满足行业升级换代需求，可能导致公司产品竞争力及市场份额下降，对公司未来业务发展造成不利影响。此外，产品迭代及新技术的研发需要大量的资金投入。如果公司未来技术研发的投入不足，不能支撑技术和产品升级的需要，可能导致公司产品竞争力下降，进而对公司的经营业绩及市场份额产生不利影响。

2、核心技术流失的风险。经过多年的技术创新和研发积累，公司的技术水平位于行业前列。公司十分重视对核心技术的保护工作，制定了包括信息安全保护制度在内的一系列严格完善的保密制度，并和相关技术人员签署了保密协议，对其离职后做出了严格的竞业限制规定，以确保核心技术的保密性。但由于技术秘密保护措施存在一定的局限性，公司仍存在核心技术流失的风险。如上述情况发生，可能在一定程度上削弱公司的技术领先性优势并对公司的行业领先地位产生不利影响。

3、技术团队人才流失的风险。公司多年来一直高度重视研发技术团队的培养，制定了较为合理的人才政策及薪酬管理体系，并根据市场情况变化不断调整薪酬战略，对稳定和吸引技术人才起到了积极作用。但是随着行业竞争的加剧，行业内优秀技术人才的争夺也日趋激烈。如果出现优秀技术人才离职而公司无法在短期内找到合适替代人选的情形，可能影响到公司的产品开发，这将对公司的市场竞争力产生不利影响。

经营风险

1、原材料供应的风险。公司通过多年来在全球范围的经营拥有了广泛的供应商基础，能够满足公司主要产品智能设备及数据中心设备对原材料的较高要求。未来，如果公司的重要原材料发生供应短缺、价格大幅上涨，供应商的生产活动或物流中心因灾难性事件、自然灾害、流行病或全球卫生问题、不利的商业、政治或经济因素而受到影响，或者供应商所处的国家和地区与中国发生贸易摩擦、外交冲突、战争等情形，进而影响到相应原材料的贸易活动，且公司未能及时形成有效的替代方案，将会对公司生产经营及持续发展产生不利影响。

2、产品质量控制的风险。公司已经建立并执行了较为完善的质量管理体系，但由于公司产品开发、生产、采购等供应链环节较多，公司无法完全避免产品质量的缺陷。若公司质量管理体系未能有效控制，导致产品质量出现缺陷或未能满足客户对质量的要求，将对公司品牌形象及客户忠诚度造成不利影响。此外产品质量问题可能导致产品召回、生产中断、产生额外保修、维修、退换及其他成本，对公司的经营活动及业绩也会产生不利影响。

3、海外经营的风险。公司是一家全球化经营的企业，未来如果公司海外经营地相关国家与中国出现贸易摩擦或其宏观经济、地缘政治等发生较大变化，公司可能面临在当地生产经营活动受限或无法开展的情形，进而导致公司产品交付受限、订单减少、成本增加等一系列问题，对公司的业务开展和经营产生不利影响。

4、经销商管理的风险。公司采取了直销与经销相结合的销售模式，通过经销渠道，公司能够有效提高市场占有率，更好地满足终端客户的及时供货需求。公司全球范围内经销商覆盖了美洲、亚太、欧洲、中东、非洲等全球主要市场。庞大的经销商规模也增加了公司对经销商管理的难度。尽管公司已建立了较为完备的经销商管理制度，但如果公司对经销商的管理未及时满足公司经营规模发展的需要，可能会出现产品销售受阻、客户需求无法及时满足的情况。此外若重要经销商出现经营不善、违法违规等行为，可能对公司的产品销售产生一定的影响。

市场风险

1、市场竞争的风险。公司所处的计算机、消费电子等行业竞争较为激烈。随着 5G、物联网、人工智能和云计算等行业内产品新应用领域的不断涌现，带来了消费趋势、消费者喜好的不断变化以及对公司产品硬件性能、软件特色及功能方面不断演变的需求，可能导致市场竞争进一步加剧。虽然公司通过不断加强研发投入及持续了解市场需求以保证产品的技术领先性，并重视客户对公司产品的品牌认知度及客户体验，但公司产品的市场需求不断迭代以及客户需求的不断变化，对公司的持续创新能力和市场趋势研判能力形成了一定的挑战。未来，如果公司无法及时开发或推出能够更好地满足客户需求的产品，将削弱公司的竞争优势，并对公司的经营业绩产生不利影响。

2、毛利率波动的风险。为维持公司的市场竞争能力，公司必须根据市场需求持续加强在全球的销售渠道拓展，并强化供应链管理和产品创新的能力。如果公司无法持续提升自身市场竞争能力或未能很好的控制行业周期性给公司业务带来的负面影响，将导致公司毛利率出现下降的风险。

3、存货跌价的风险。随着公司业务规模的扩大，公司存货的绝对金额可能上升，进而可能导致公司存货周转率下降。此外，如公司存货管控能力不够，亦可能导致存货周转率下降并增加存货跌价的风险。

4、汇率波动导致汇兑损益的风险。公司在全球营运，产品销往全球 180 多个国家及地区，因此承担多种不同货币产生的外汇风险，主要涉及的币种包括美元、人民币及欧元等。公司汇兑损益来自以非该主体的功能货币之外币计价的商业交易、已确认资产和负债及境外经营净投资等。如果未来境内外经济环境、政治形势、货币政策等因素发生变化，使得本外币汇率大幅波动，可能导致汇兑损益波动增大，对公司的盈利情况产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表(百万美元)	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E	利润表(百万美元)	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E
现金及现金等价物	4250	3560	4342	5973	7786	营业收入	61947	56864	60447	66093	70618
应收款项	12210	12290	12983	13833	15067	营业成本	51446	47061	49911	54350	57905
存货净额	6372	6703	6745	7266	7921	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	60	0	36	35	26	销售费用	3285	3309	3350	3618	3873
流动资产合计	22941	22687	24240	27250	30948	管理费用及研发费用	5331	5352	5269	5645	5961
固定资产	2645	2348	3267	4141	4921	财务费用	634	689	209	166	118
无形资产及其他	8926	8917	8322	7728	7133	投资收益	0	0	(16)	(20)	(21)
其他长期资产	2670	3031	3031	3031	3031	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1738	1768	2358	2641	2942	其他收入	885	912	0	0	0
资产总计	38920	38751	41218	44790	48975	营业利润	2136	1365	1691	2296	2741
短期借款及交易性金融负债	272	50	54	59	63	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	10223	10781	10931	11708	12780	利润总额	2136	1365	1691	2296	2741
其他流动负债	15598	15228	15534	16939	18176	所得税费用	455	263	356	471	556
流动负债合计	26093	26059	26519	28705	31019	少数股东损益	73	92	114	154	184
长期借款及应付债券	3683	3569	3569	3569	3569	归属于母公司净利润	1608	1011	1222	1670	2001
其他长期负债	3097	3041	4055	4166	4522	现金流量表(百万美元)	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E
长期负债合计	6780	6611	7624	7735	8091	净利润	1608	1011	1222	1670	2001
负债合计	32873	32670	34143	36440	39110	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	459	499	583	691	819	折旧摊销	1201	1261	994	1088	1219
股东权益	5588	5583	6492	7659	9046	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	38920	38751	41218	44790	48975	财务费用	634	689	209	166	118
关键财务与估值指标	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E	营运资本变动	(218)	(579)	699	922	785
每股收益	0.13	0.08	0.10	0.13	0.16	其它	52	58	85	108	128
每股红利	0.05	0.05	0.03	0.04	0.05	经营活动现金流	2644	1751	2999	3788	4133
每股净资产	0.45	0.45	0.52	0.62	0.73	资本开支	0	(132)	(1318)	(1368)	(1405)
ROIC	28%	20%	26%	34%	42%	其它投资现金流	100	(87)	0	(8)	(4)
ROE	29%	18%	19%	22%	22%	投资活动现金流	(130)	(249)	(1908)	(1659)	(1710)
毛利率	17%	17%	17%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	2%	3%	4%	4%	负债净变化	1050	(114)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	4%	5%	5%	6%	支付股利、利息	(579)	(583)	(313)	(503)	(614)
收入增长	-14%	-8%	6%	9%	7%	其它融资现金流	(3136)	(799)	3	5	4
净利润增长率	-21%	-37%	21%	37%	20%	融资活动现金流	(2194)	(2193)	(310)	(498)	(610)
资产负债率	86%	86%	84%	83%	82%	现金净变动	320	(690)	782	1631	1813
息率	3.4%	3.5%	1.9%	3.0%	3.7%	货币资金的期初余额	3930	4250	3560	4342	5973
P/E	10.5	16.6	13.8	10.1	8.4	货币资金的期末余额	4250	3560	4342	5973	7786
P/B	3.0	3.0	2.6	2.2	1.9	企业自由现金流	0	1473	1888	2614	2895
EV/EBITDA	16	21	18	15	14	权益自由现金流	0	64	1818	2569	2883

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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