

2024年8月19日

联想集团 (992.HK)

公司动态分析

证券研究报告

消费电子

Q1 各业务集团协同发展，推动收入和盈利提升

联想集团发布 2024/2025 年 Q1 财季业绩，Q1 公司收入同比增长 20% 至 154.47 亿美元，权益持有人应占溢利增加 38% 至 2.43 亿美元。毛利率为 16.6%，下降 0.9 个百分点，主要由本季快速增长的 ISG 业务集团较低的利润率导致；归母净利润为 2.43 亿美元，同比增长 38%，经调整的净利润为 3.15 亿美元，同比大幅增长 65%。

报告摘要

高端 PC 和智能手机推动智能设备业务业务双位数增长 Q1 财季公司智能设备业务 IDG 收入同比增长 11%，高端个人电脑组合提升，以及智能设备业务集团推出采用 Arm 架构的全新人工智能电脑产品，对平均售价产生正面影响。非个人电脑销售受智能手机收入两位数增长支持，除中国市场外公司的智能手机市场份额自 2020 年第二季度起已上升 2 个百分点，成为全球第六大供应商。

基础设施方案业务增长强劲 ISG 板块 Q1 实现强劲增长，同比增长 65%，人工智能应用日渐普及推动通用服务器的强劲需求回升，对更强大的图形处理器的冷却需求增加推动了液冷解决方案的季度收入创新高，同比增长 55%。存储业务的收入在 Q1 财季创下历史新高，连续第十个季度实现两位数的年度增长；高性能计算亦录得其营运以来的最高收入。

方案服务业务连续 13Q 同比增长 方案服务业务 (SSG) 收入录得 19 亿美元，同比增长 10%，连续第 13 个季度录得两位数的收入增长。经营溢利率达 21%，稳居所有业务集团之首，占三个业务集团合并经营溢利的三分之一，其中其各项服务业务如支持服务、运维服务、设备即服务等均呈现良好的发展态势。

投资建议：公司 Q1 财季的业绩符合市场的预期，各业务集团均取得了不错的增长，市场多元化优势得以体现，创新能力和财务状况也较为稳健。我们预计 2024/25 财年和 2025/26 财年的净利润分别为 12.4 亿美元和 14.7 亿美元 (此前预估为 12.0 亿美元和 14.5 亿美元)。我们按 2024/2025E 的预计市盈率 15.5x，给予公司 12.1 港元的目标价，相较于最近收市价有 25.0% 的涨幅，为“买入”评级。

风险：硬件产品销售不及预期；AIPC 需求不及预期；竞争加剧。

截止3月31日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入 (千美元)	61,946,854	56,863,784	61,950,842	66,087,683	70,595,457
变动 (%)	-13.5%	-8.2%	8.9%	6.7%	6.8%
毛利率	17.0%	17.2%	17.1%	17.2%	17.7%
归母净利润 (千美元)	1,607,722	1,010,506	1,241,101	1,476,631	2,011,468
变动 (%)	-20.8%	-37.1%	22.8%	19.0%	36.2%
ROE	28.8%	18.1%	19.9%	20.3%	23.2%
股息率	3.8%	3.9%	2.4%	2.9%	3.9%
市销率@9.68港元 (倍)	0.25	0.27	0.25	0.23	0.22
市盈率@9.68港元 (倍)	9.6	15.2	12.4	10.4	7.7

数据来源：公司资料，安信国际证券研究预测

投资评级：**买入**

目标价格：**12.1 港元**

现价(2024-8-16)：**9.68 港元**

总市值(百万港元)	120,077
流通市值(百万港元)	120,077
总股本(百万股)	12,405
流通股本(百万股)	12,405
12个月低/高(港元)	7.2/11.7
平均成交(百万港元)	533.0

股东结构

联想控股股份有限公司	31.4%
杨元庆	5.9%
LazardAssetManagement	4.9%
其他股东	58.8%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.0	6.0	35.7
绝对收益	-4.9	-5.3	32.8

数据来源：公司资料，彭博，万得

汪阳

(+852)22131400
alexwang@eif.com.hk

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>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	61,946,854	56,863,784	61,950,842	66,087,683	70,595,457
营业成本	-51,445,762	-47,060,601	-51,378,308	-54,740,470	-58,079,544
毛利	10,501,092	9,803,183	10,572,535	11,347,213	12,515,913
其他收入	-40,043	30,861	-247,803	-264,351	-282,382
销售费用	-3,285,126	-3,308,889	-3,407,296	-3,502,647	-3,670,964
管理费用	-2,311,771	-2,491,839	-2,601,935	-2,775,683	-2,894,414
研发费用	-2,195,329	-2,027,532	-1,920,476	-2,048,718	-2,153,161
经营利润	2,668,823	2,005,784	2,395,024	2,755,814	3,514,993
财务费用-融资收入	141,667	148,134	61,951	66,088	70,595
财务费用-融资成本	-657,704	-762,805	-805,361	-859,140	-917,741
应占联营公司及合营公司业绩	-16,799	-25,659	-18,585	-19,826	-21,179
税前利润	2,135,987	1,365,454	1,633,028	1,942,936	2,646,668
所得税	-455,156	-263,142	-326,606	-388,587	-529,334
税后净利润	1,680,831	1,102,312	1,306,423	1,554,349	2,117,335
归属于母公司股东净利润	1,607,722	1,010,506	1,241,101	1,476,631	2,011,468
归属于非控制股东净利润	73,109	91,806	65,321	77,717	105,867
增长					
总收入 (%)	-13.5%	-8.2%	8.9%	6.7%	6.8%
归母净利润	-20.8%	-37.1%	22.8%	19.0%	36.2%

资产负债表

<千美元>, 财务年度截至<3月31日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金及现金等价物	4,250,085	3,559,831	5,696,955	7,134,833	8,131,067
应收账款及票据	7,940,378	8,147,695	8,053,610	7,930,522	8,471,455
存货	6,371,858	6,702,677	6,165,397	6,295,154	6,679,148
预付款项、按金及其他应收款	3,945,153	3,782,366	3,945,153	3,945,153	3,945,153
银行存款	71,163	65,555	71,163	71,163	71,163
衍生金融工具资产	37,460	69,568	37,460	37,460	37,460
可收回税项	324,756	359,491	324,756	324,756	324,756
流动资产	22,940,853	22,687,183	24,294,494	25,739,041	27,660,202
物业厂房及设备	2,006,457	2,010,178	2,426,194	2,795,400	3,096,303
在建工程	638,047	337,648	219,596	101,544	-16,508
无形资产	8,267,114	8,345,407	8,487,242	8,621,985	8,749,990
使用权资产	659,360	571,305	597,044	617,635	634,108
联营及共同控制体权益	438,267	318,803	438,267	438,267	438,267
递延所得税资产	2,467,281	2,633,302	2,467,281	2,467,281	2,467,281
其他非流动资产	1,502,678	1,847,128	1,502,678	1,502,678	1,502,678
非流动资产合计	15,979,204	16,063,771	16,138,302	16,544,790	16,872,120
总资产	38,920,057	38,750,954	40,432,796	42,283,831	44,532,321
应付账款及票据	9,772,934	10,505,427	11,303,228	12,042,903	12,777,500
其他应付款及应计费用	12,932,781	12,751,775	12,932,781	12,932,781	12,932,781
应付借款	271,616	50,431	271,616	271,616	271,616
其他短期负债项	3,116,026	2,751,530	3,116,026	3,116,026	3,116,026
短期负债合计	26,093,357	26,059,163	27,623,651	28,363,326	29,097,923
应付借款-非流动负债	3,683,178	3,569,229	3,683,178	3,683,178	3,683,178
递延所得税负债	431,688	447,523	431,688	431,688	431,688
递延收入	1,389,427	1,436,484	1,389,427	1,389,427	1,389,427
其他非流动负债	1,275,386	1,157,368	1,275,386	1,275,386	1,275,386
长期负债合计	6,779,679	6,610,604	6,779,679	6,779,679	6,779,679
总负债	32,873,036	32,669,767	34,403,330	35,143,005	35,877,602
归属于母公司股东权益	5,587,590	5,582,593	6,232,695	7,266,337	8,674,365
少数股东权益	459,431	498,594	563,915	641,633	747,499
总权益	6,047,021	6,081,187	6,796,610	7,907,970	9,421,864
总权益及总负债	38,920,057	38,750,954	41,199,940	43,050,975	45,299,465

财务分析

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	17.0%	17.2%	17.1%	17.2%	17.7%
销售费用率	-5.3%	-5.8%	-5.5%	-5.3%	-5.2%
管理费用率	-3.7%	-4.4%	-4.2%	-4.2%	-4.1%
研发费用率	-3.5%	-3.6%	-3.1%	-3.1%	-3.1%
有效税率	21.3%	19.3%	20.0%	20.0%	20.0%
净利率 (%)	2.7%	1.9%	2.1%	2.4%	3.0%
ROE	28.8%	18.1%	19.9%	20.3%	23.2%
ROA	4.1%	2.6%	3.1%	3.5%	4.5%
营运表现					
存货周转天数	51.3	50.0	45.1	41.0	40.2
应收账款周转天数	55.9	50.9	47.1	43.5	41.8
应付账款周转天数	80.3	77.6	76.4	76.8	76.9
财务状况					
流动比率	0.88	0.87	0.88	0.91	0.95
速动比率	0.63	0.61	0.66	0.69	0.72
总负债/总资产	0.84	0.84	0.85	0.83	0.81
经营性现金流/收入	0.05	0.04	0.08	0.06	0.05

现金流量表

<千美元>, 财务年度截至<3月31日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
税前利润	2,135,987	1,365,454	1,633,028	1,942,936	2,646,668
物业、厂房及设备折旧	377,418	441,421	402,036	448,846	517,149
使用权资产折旧	151,326	131,872	114,261	119,409	123,527
无形资产摊销	823,935	578,698	417,270	424,362	431,099
财务费用-经营活动	657,704	762,805	805,361	859,140	917,741
财务收入-经营活动	-141,667	-148,134	-61,951	-66,088	-70,595
无形资产减值	895	895	895	895	895
存货减少/(增加)	1,876,067	-330,819	537,280	-129,757	-383,993
应收账款、应收票据、	4,719,419	-44,530	-68,702	123,088	-540,933
应付账款、应付票据、	-6,823,593	330,302	1,199,992	739,676	734,596
其他经营活动	157,165	280,975	0	0	0
营运所得现金	3,934,656	3,368,939	4,979,471	4,462,506	4,376,154
已付税项	-528,110	-613,899	-326,606	-388,587	-529,334
已付利息-经营活动	-605,144	-744,049	0	0	0
经营活动现金流量净额	2,801,402	2,010,991	4,652,865	4,073,919	3,846,820
购买物业、厂房及设备	-428,366	-275,096	-420,000	-420,000	-420,000
购买在建工程	-688,696	-454,681	-420,000	-420,000	-420,000
购买无形资产	-461,084	-556,120	-560,000	-560,000	-560,000
其他投资活动	-336,874	2,447	-743,410	-793,052	-847,145
投资活动现金流	-1,915,020	-1,283,450	-2,143,410	-2,193,052	-2,247,145
派付股息-融资活动	-578,795	-583,273	-372,330	-442,989	-603,440
其他融资活动	165,019	-752,832	0	0	0
融资活动现金流净额	-413,776	-1,336,105	-372,330	-442,989	-603,440
现金变化	472,606	-608,564	2,137,124	1,437,877	996,235
期末持有现金	4,250,085	3,559,831	5,696,955	7,134,833	8,131,067

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：22131888

国内：4008695517

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：+852-22131000 传真：+852-22131010