

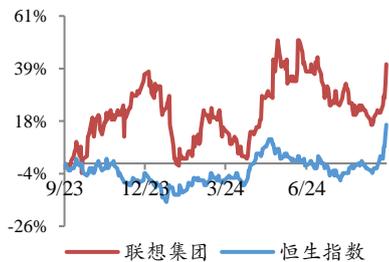
PC 市场回暖，AI 服务器有望带动增量

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-09-29

| | |
|------------------|------------|
| 收盘价（港元） | 10.92 |
| 近 12 个月最高/最低（港元） | 12.26/7.62 |
| 总股本（百万股） | 12,405 |
| 流通股本（百万股） | 12,405 |
| 流通股比例（%） | 100.00 |
| 总市值（亿港元） | 1,355 |
| 流通市值（亿港元） | 1,355 |

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002
邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

- 1. 英伟达(NVDA)：受益数据中心 AI 芯片高景气度，上游供应链响应快速 2024-01-04
- 2. AMD：24 年成长可期，AI 芯片 MI300 驱动公司转型 2023-12-28

主要观点：

● PC 市场领军企业，软硬一体化综合服务厂商。

联想集团 PC 出货量全球第一，在个人 PC 和服务器方面领先行业。联想集团形成了 IDG 智能设备业务集团、ISG 基础设施方案业务集团、SSG 方案服务业务集团三大集团的战略布局。其中，IDG 主要包括 PC、平板电脑、智能手机及其他智能设备的生产与销售；ISG 及 SSG 主要为企业级客户提供服务器、储存设备等及一体化解决方案。联想集团三大业务范围分别对应 AI 内嵌智能终端、AI 导向基础设施、AI 原生服务及方案，可覆盖 AI 全栈智能需求。

● IDG：PC 市场回暖，AIPC 产品推动业务增长。

受疫情等因素影响，PC 市场在 2021 年达到峰值，约 3.5 亿台，在 21 年后便进入下滑周期。目前全球 PC 有回暖趋势，2024 年 Q1 及 Q2 出货量分别为 5980 万和 6490 万台，同比由负转正。联想作为全球首个推出 AIPC 的厂商，先后推出了系列产品的 AIPC 版本，同时本地大模型驱动的“联想小天”满足 B 端定制化需求，未来有望打开 PC 市场新一轮周期。

● ISG：AI 带动服务器增长，“一横五纵”助力算力建设。

AI 大模型的高速迭代产生海量算力需求，市场对 AI 服务器的需求也不断扩大。据 IDC 统计，2023 年全球服务器出货量达 1528 万台，2017-2023CAGR 为 7.0%。联想在 2024MWC 上推出“一横五纵”AI 导向的基础设施布局，致力于提供高效算力使用方案，结合 ISG 业务下丰富的产品类别和细分产品矩阵，为用户提供不同类别芯片的服务器选择。公司受益于市场需求增长及雄厚的技术与产品储备，有望为公司提供营收增量。

● SSG：擎天”助力 TruScale 构建全栈能力，释放盈利能力。

SSG 业务为用户提供三类端到端的软硬件服务，分别为：1. 硬件产品；2. IT 管理服务；3. 基于“擎天”的项目和解决方案服务。擎天是联想中国区内生外化的智能 IT 引擎，云原生、中台化及 AI 智能三大特征满足不同用户在不同场景的需求。

● 投资建议

联想集团 FY2024/ 2025E/ 2026E 收入分别为 568.6/626.0/686.5 亿美元，对应 yoy 为 -8.2%/ 10.1%/ 9.7%，归母净利润分别为 10.1/ 12.3/ 16.5 亿美元，对应 yoy 为 -37.1%/ 21.7%/ 33.8%，对应 PE 为 14.2/ 12.1/ 9.1。公司作为 PC 行业领军企业，首先推出 AIPC 产品，具备先发优势，同时 AI 赋能服务器业务有望提供增量，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

PC 出货量不及预期，PC 市场恢复不及预期，AI 服务器出货量不及预期，AI 相关政策不确定性等。

● 重要财务指标

单位:百万美元

| 主要财务指标 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 56,864 | 62,596 | 68,649 | 73,677 |
| 收入同比 (%) | -8.2% | 10.1% | 9.7% | 7.3% |
| 归属母公司净利润 | 1,011 | 1,230 | 1,646 | 1,891 |
| 净利润同比 (%) | -37.1% | 21.7% | 33.8% | 14.9% |
| 毛利率 (%) | 17.2% | 16.9% | 16.9% | 17.0% |
| ROE (%) | 17% | 19% | 22% | 22% |
| 每股收益 (元) | 0.08 | 0.10 | 0.13 | 0.15 |
| P/E | 14.2 | 12.1 | 9.1 | 7.9 |
| P/B | 2.4 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 4.2 | 4.0 | 3.5 | 3.2 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1 公司介绍 | 5 |
| 1.1 历史发展 | 5 |
| 1.2 三大业务: IDG、ISG 和 SSG | 5 |
| 1.3 股权结构 | 8 |
| 2 IDG: PC 市场回暖, AIPC 产品推动业务增长 | 9 |
| 2.1 PC 市场下行周期迎来尾声, 出货量回暖 | 9 |
| 2.2 PC 产品矩阵丰富, 定位明确 | 11 |
| 2.3 产品渠道广, 供应链稳固 | 14 |
| 2.4 AIPC 先行者, “联想小天”赋能多场景 | 15 |
| 3 ISG: AI 带动服务器增长, “一横五纵”助力算力建设 | 17 |
| 3.1 服务器构造 | 17 |
| 3.2 国内外服务器市场表现 | 18 |
| 3.3 服务器产品矩阵 | 20 |
| 3.4 “一横五纵”布局 | 21 |
| 4 SSG: TRUSCALE 带来全栈技术能力与服务支撑 | 23 |
| 4.1 TRUSCALE 带来全栈技术能力与服务支撑 | 23 |
| 4.2 “擎天”引擎助力 TRUSCALE 构建全栈能力 | 24 |
| 5 财务分析: | 25 |
| 6 盈利预测与估值 | 28 |
| 6.1 驱动因素假设 | 28 |
| 6.2 相对估值 | 29 |
| 风险提示: | 29 |
| 财务报表与盈利预测 | 30 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1 全球 PC 出货量情况..... | 5 |
| 图表 2 2024 财年联想集团各业务营收占比 | 6 |
| 图表 3 联想集团各部分核心产品及服务..... | 6 |
| 图表 4 CES 2024 联想 AIPC | 7 |
| 图表 5 联想 THINKSYSTEM X3950 X6 联想机架式服务器 | 7 |
| 图表 6 联想集团股权结构 | 8 |
| 图表 7 公司高管介绍..... | 9 |
| 图表 8 全球 PC 出货量情况..... | 10 |
| 图表 9 全球 PC 出货量情况..... | 10 |
| 图表 10 联想笔记本系列概览图..... | 11 |
| 图表 11 THINKPAD X1 系列 AIPC 产品..... | 12 |
| 图表 12 THINKBOOK 主要产品及价格..... | 12 |
| 图表 13 联想小新产品区别..... | 13 |
| 图表 14 联想 YOGA 产品系列..... | 13 |
| 图表 15 联想拯救者系列产品 | 14 |
| 图表 16 联想拯救者 Y9000P 产品图 | 14 |
| 图表 17 供应商—制造商 VMI 运作模式..... | 15 |
| 图表 18 “AI Now” 一键智能助手键..... | 16 |
| 图表 19 “联想小天” 核心应用..... | 16 |
| 图表 20 AIPC 用户价值..... | 17 |
| 图表 21 服务器内部构造..... | 18 |
| 图表 22 全球服务器出货量 | 18 |
| 图表 23 23Q3 全球服务器市场份额 (销售额) | 19 |
| 图表 24 中国服务器销售额 | 19 |
| 图表 25 中国服务器出货量..... | 19 |
| 图表 26 2023 年我国服务器市场前五大厂商 (销售额口径) | 20 |
| 图表 27 THINKSYSTEM 服务器系列产品..... | 21 |
| 图表 28 联想万全异构智算平台逻辑图 | 22 |
| 图表 29 联想“一横五纵”战略框架..... | 23 |
| 图表 30 一站式联想 TRUSCALE 服务架构图..... | 24 |
| 图表 31 联想智能 IT 引擎“擎天”架构图 | 25 |
| 图表 32 联想集团总营收情况 (百万美元) | 25 |
| 图表 33 联想集团净利润情况 (百万美元) | 26 |
| 图表 34 联想集团净利率与毛利率情况 | 26 |
| 图表 35 联想集团费用率情况..... | 27 |
| 图表 36 联想集团 EBITDA 情况 (百万美元) | 27 |
| 图表 37 联想集团核心财务指标假设 (百万美元) | 28 |
| 图表 38 联想集团及可比公司 FY24-26 年一致预期 (日期: 2024-9-22) | 29 |

1 公司介绍

1.1 历史发展

联想集团成立于 1984 年，是全球领先的 ICT（信息与通信技术）企业之一，业务涵盖个人电脑、智能手机、平板电脑、服务器、数据中心解决方案等多个领域。公司于 1994 年在中国香港成功上市，并在全球雇佣了超过 8 万名员工。联想以 PC 及智能设备为核心业务基础，服务器业务和解决方案业务为新增长点。

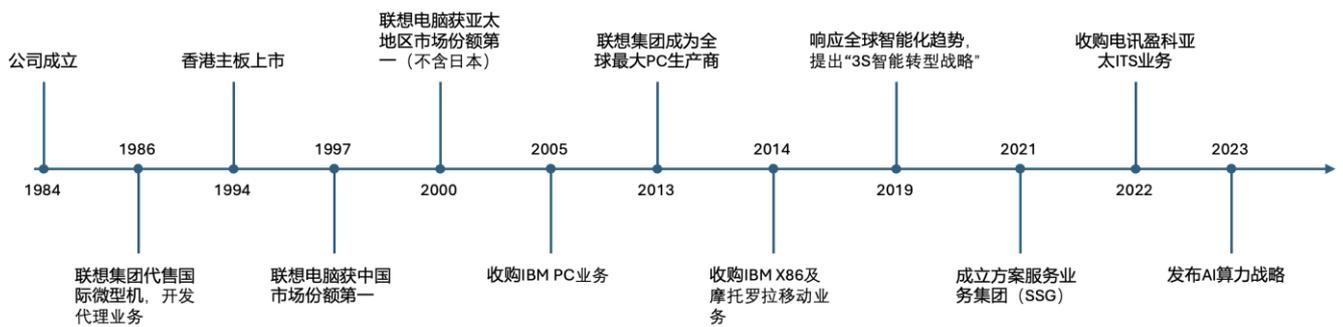
联想业务经历了三个阶段，分别为专注 PC 业务发展阶段（1984-2013 年）、深耕服务器业务转型阶段（2014-2018 年）、开拓解决方案业务战略转型阶段（2019 年至今）。

专注 PC 业务发展阶段：自 1984 年成立以来，联想集团深耕于 PC 领域，不断扩展其业务版图。1986 年，联想通过开展代理业务，开始开拓国际市场。1997 年，联想已成为中国 PC 市场份额最大的企业。随后，联想在 2005 年收购了 IBM 的全球 PC 业务，借助 IBM 的技术和市场资源，迅速成长为全球第三大 PC 制造商。并在 2013 年成为全球最大的 PC 生产商。

深耕服务器业务转型阶段：联想集团与 IBM 展开合作，进军服务器市场。2014 年，联想成功收购 IBM 的 X86 服务器业务，显著提升自身在全球服务器市场的份额。

开拓解决方案业务战略转型阶段：2019 年，联想集团推出了“3S 智能转型战略”，以“智能物联网（Smart IoT）”、“智能基础架构（Smart Infrastructure）”和“行业智能（Smart Verticals）”为三大核心发展方向。联想集团于 2021 年成立了方案服务业务集团（SSG），正式进入解决方案业务市场，开辟了新的业务发展领域。同时，联想大力投入云计算、人工智能、大数据、物联网和区块链等前沿技术的研究与应用，同时孵化边缘计算、云服务和元宇宙等新兴业务，为公司未来的可持续增长提供了新动力。

图表 1 全球 PC 出货量情况



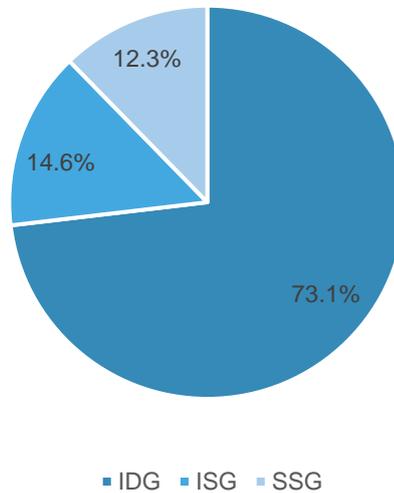
资料来源：联想官网，华安证券研究所

1.2 三大业务：IDG、ISG 和 SSG

目前，联想集团形成了 IDG 智能设备业务集团、ISG 基础设施方案业务集团、SSG 方案服务业务集团三大集团共存战略布局。其中，IDG 智能设备业务集团主要包括 PC、平板电脑、智能手机及其他智能设备的生产与销售；ISG 基础设施方案业务集团及 SSG 方案服务业务集团主要为企业级客户提供服务器、储存设备等及一体化解决方案。联想集团三大业务范围分别对应 AI 内嵌智能终端、AI 导向基础设施、AI 原生服务及方案，可覆盖 AI 全栈智能需求。

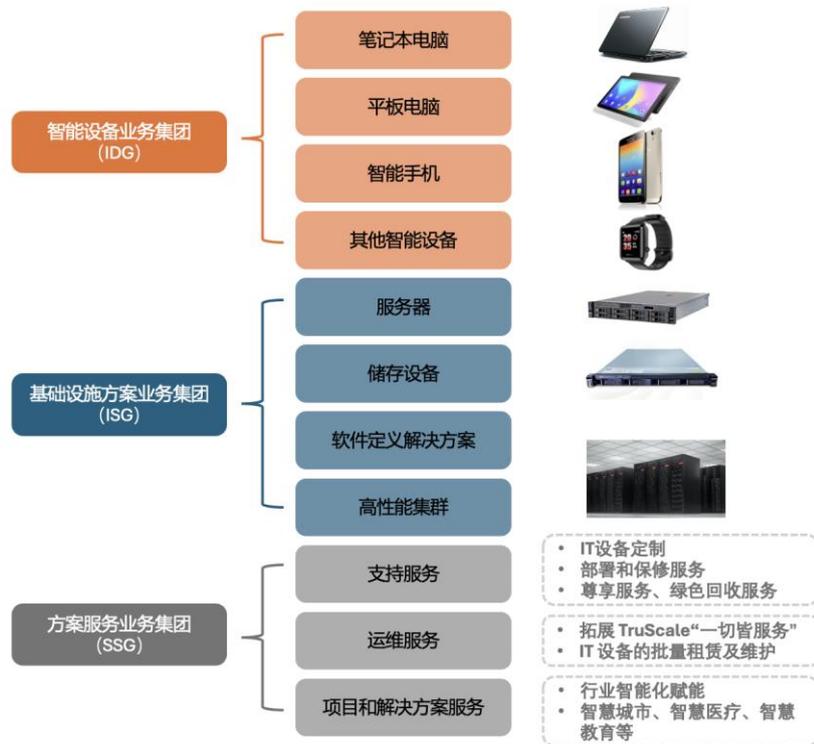
2024 财年，联想集团 IDG 智能设备业务集团收入占全年营收 73.1%；ISG 基础设施方案业务集团收入占全年营收 14.6%；SSG 方案服务业务集团收入占全年营收 12.3%。

图表 2 2024 财年联想集团各业务营收占比



资料来源：2024 财年年报，华安证券研究所

图表 3 联想集团各部分核心产品及服务



资料来源：联想集团官网，华安证券研究所

智能设备业务集团 (IDG): IDG 集团业务范围主要包括 PC、平板电脑、智能手机及其他智能设备的生产与销售。FY2024, IDG 收入达 446 亿美元，占公司总营收规模

73.1%。IDG 集团发展战略重点在继续投资开发新的智能设备产品及解决方案，进一步发展 PC 及非个人电脑业务。在 2024 年世界移动通信大会上，联想集团推出了行业领先的 ThinkBook 透明屏幕概念验证笔记本电脑，同时发布了全新的专为支持人工智能而设计的 AI PC。

图表 4 CES 2024 联想 AIPC



资料来源：2024 财年年报，华安证券研究所

基础设施方案业务集团 (ISG): ISG 业务主要包括服务器的生产与销售，同时为企业级客户提供服务器、储蓄设备及一体化解决方案。在 2014 年对 IBM X86 服务器业务收购后，联想集团在基础设施方案业务领域快速发展，使其成为支撑公司业绩的新增长点。联想集团已经成为全球增长最快的储存解决方案供应商之一。FY2024，ISG 收入达 89.2 亿美元，占公司总营收规模 14.6%。ISG 不断推出及更新 AI 服务器并开发完善新的全栈基础设施解决方案组合。

图表 5 联想 ThinkSystem x3950 X6 联想机架式服务器



资料来源：联想官网，华安证券研究所

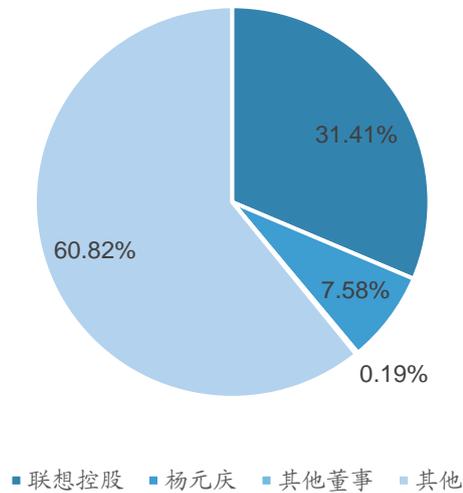
方案服务业务集团 (SSG): SSG 提供包括咨询、实施、支持和运维在内的全方位 IT 解决方案和服务，主要包括：支持服务、运维服务、项目和解决方案服务。支持服务

主要负责对于传统 IT 设备的定制、配置、安装、售后、维修等服务；运维服务主要包括 IT 运维、联想 TruScale 业务；项目和解决方案服务主要为特定行业客户提供行业垂直解决方案，聚焦于制造、教育、能源等行业。FY2024，SSG 集团全年收入达 74.7 亿美元，占公司总营收规模 12.3%。

1.3 股权结构

联想集团股权结构清晰，联想控股为第一大股东。联想控股作为联想集团母公司，2024 财年直接和间接共计持有联想集团 31.41% 股份；联想集团公司董事长兼 CEO 杨元庆直接和间接持有联想集团 7.58% 股份；公众持有联想集团 60.82% 股份；其他董事共计持有联想集团 0.19% 股份。

图表 6 联想集团股权结构



资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司董事兼 CEO 杨元庆先生于 1989 年加入联想集团，于 1997 年十二月十六日起出任本公司执行董事，于 2005 年四月三十日起担任董事会主席，于 2009 年二月五日起出任首席执行官。在任职期间，杨先生领导了 2005 年对于 IBM PC 业务的收购，及 2014 年对于 IBM X86 服务器业务及摩托罗拉业务的收购。

图表 7 公司高管介绍

| 姓名 | 职务 | 简介 |
|--------------|--------------|---|
| 杨元庆 | 董事长、首席执行官 | 1989 年加入联想集团，于 1997 年十二月十六日起出任本公司执行董事，于 2005 年四月三十日起担任董事会主席，于 2009 年二月五日起出任首席执行官。在任职期间，杨先生领导了 2005 年对于 IBM PC 业务的收购，及 2014 年对于 IBM X86 服务器业务及摩托罗拉业务的收购。 |
| 黄伟明 | 执行副总裁、首席财务官 | 他在投资银行业务拥有逾 15 年经验，并曾在香港多间上市公司担任高级管理层职务。自 1999 年三月三十日起，他担任本公司独立非执行董事，直至 2007 年获任命为首席财务官。 |
| Luca Rossi | 高级副总裁、IDG 总裁 | 负责监督联想的全球个人电脑、智能手机、平板电脑、工作站及其他产品（包括人工智能设备、软件及商业解决方案）的业务。在担任此职务前，他曾担任欧洲/中东/非洲（EMEA）及拉丁美洲（LATAM）地区的总裁，领导个人电脑、智能手机、平板电脑及服务器业务。 |
| 黄健恒 | 执行副总裁、SSG 总裁 | 主要负责推动联想从全球最大的个人电脑和笔记本电脑公司转型为全球 IT 解决方案及服务的领导者。SSG 凭借丰富的产品组合，包括支持服务、运维服务及项目解决方案与服务，帮助客户应对最紧迫的 IT 与业务挑战。 |
| Krik Skaugen | 执行副总裁 ISG 总裁 | 领导端到端数据中心、边缘及高智能基础设施业务 |

资料来源：联想官网，华安证券研究所

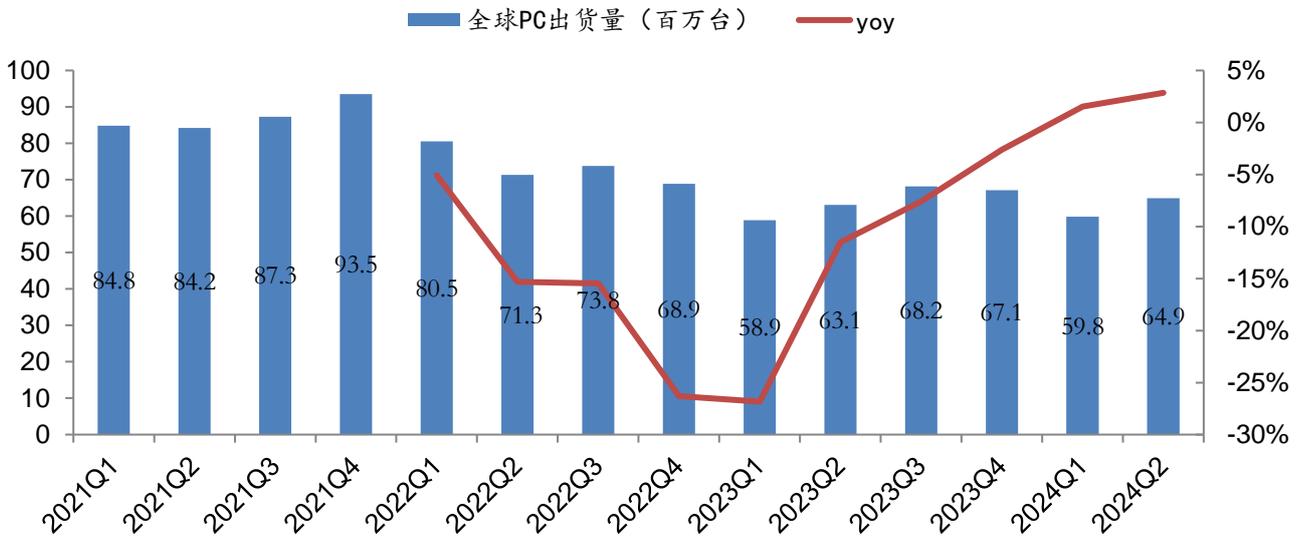
2 IDG: PC 市场回暖，AIPC 产品推动业务增长

2.1 PC 市场下行周期迎来尾声，出货量回暖

PC 市场回暖，库存积压影响逐渐消散。从市场角度看，2024 年一季度全球 PC 市场出货量同比转负为正。主要原因在于疫情期间全球 PC 需求大幅增长，疫情结束后，需求收缩，供给端产量过剩，导致了库存积压。经过疫情后两年的清库存阶段以及疫情期间购买的 PC 更换周期的到来，24 年开始 PC 出货量开始实现正增长，行业收缩得到缓解。

2024Q2，全球 PC 出货量约 6490 万台，同比增长 2.85%，一季度出货量约为 5980 万台，同比增长 1.53%，24 年开始出货量同比增幅逐渐加大，市场逐渐回暖，我们认为第 3 季度增长幅度会在市场环境改善和更换周期到来的双重加持下进一步扩大。据 IDC 统计，PC 市场出货量在 2021 年迎来峰值，约 3.5 亿台。考虑到电脑寿命一般在 3-4 年，我们认为 2025 年出货量有望反弹。

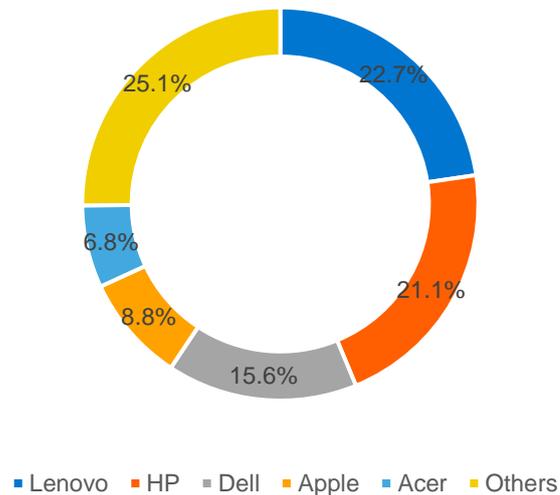
图表 8 全球 PC 出货量情况



资料来源: IDC, 华安证券研究所

具体看, 联想近 5 年始终保持市场出货量第一地位。目前市场前五大电脑厂商为联想、惠普、戴尔、苹果和宏基。24Q2, 联想出货量为 1470 万台, 占总出货量比重 22.7%; 惠普出货量为 1370 万台, 占比为 21.1%; 戴尔出货量为 1010 万台, 占比为 15.6%; 苹果出货量为 570 万台, 占比为 8.8%; 宏基出货量为 440 万台, 占比为 6.8%。

图表 9 全球 PC 出货量情况



资料来源: IDC, 华安证券研究所

2.2 PC 产品矩阵丰富，定位明确

联想旗下产品矩阵覆盖广，高中低市场均有主打产品深入布局。具体产品系列包括商用本：ThinkPad、ThinkBook、YOGA、扬天等；个人及家庭本：联想小新系列等；游戏本：拯救者系列。

图表 10 联想笔记本系列概览图



资料来源：联想社区，华安证券研究所

ThinkPad

ThinkPad 定位为高端商用市场，是 IBM 2005 年将个人电脑业务出售给联想后，联想旗下的子品牌。ThinkPad 型号分为 X1（尊贵旗舰）、X（轻薄便携）、T（专业办公）、E（日常办公）、S（新锐职场）和 P（创意设计）。最具代表性的产品系列是 X1，价格在万元以上，是高端商务本的代表性产品，其中 ThinkPad X1 Carbon AI 更是全球首个商务 AIPC，其价格为 14999 元。

ThinkPad 优势在于其优越的扩展性，丰富的接口可以适应各种办公场景，高内存和硬盘容量可以流畅运行各种软件。ThinkPad 缺点在于性价比较低，与小新和 ThinkBook 相比，不足 20W 的释放性能使其在游戏性能上略有差距。另外在显示方面，ThinkPad 存在高低色域混用情况。

图表 11 ThinkPad X1 系列 AIPC 产品

| | | |
|--|---|---|
|  <p>ThinkPad X1 Carbon AI ... 全新英特尔酷睿 Ultra7-155H/Windows 11 家庭中...</p> <p>¥ 16999</p> |  <p>ThinkPad X1 Carbon AI ... 全新英特尔酷睿 Ultra7-155H/Windows 11 家庭中...</p> <p>¥ 14999</p> |  <p>ThinkPad X1 Carbon 20... 全新英特尔酷睿Ultra5-125H/Windows 11 家庭中...</p> <p>¥ 11999</p> |
|--|---|---|

资料来源：联想官网，华安证券研究所

ThinkBook

ThinkBook 是联想在 2019 年推出的全新 PC 品牌，定位为中低端市场，主要面向年轻时尚职场人士。主流产品型号为 ThinkBook14、14+、14p、16+、16p。相较于 ThinkPad，ThinkBook 也具有优秀的拓展性，拥有包括 USB-C、雷电 4、HDMI 等接口，满足多元扩展需求。

图表 12 ThinkBook 主要产品及价格

| | | | |
|--|---|---|--|
|  <p>ThinkBook 14+ 2024</p> <p>英特尔Evo平台认证酷睿Ultra 5 125H/Windows 11 家庭中文版/32GB ...</p> <p>¥ 6499</p> |  <p>ThinkBook 16+ 2024 A...</p> <p>英特尔Evo平台认证酷睿Ultra 5 125H/Windows 11 家庭中文版/16GB ...</p> <p>¥ 5699</p> |  <p>ThinkBook 16p 2024 英...</p> <p>第14代智能英特尔酷睿i7-14650HX/Windows 11 家庭中文版/16G/1T...</p> <p>¥ 10999</p> |  <p>ThinkBook 14 2024 AI...</p> <p>英特尔Evo平台认证酷睿Ultra 7 155H/Windows 11 家庭中文版/16G+...</p> <p>¥ 7499</p> |
|--|---|---|--|

资料来源：联想官网，华安证券研究所

小新系列

小新系列主打轻薄和性价比，主要分为 Air 系列、Pro 系列和数字系列。小新 Pro 系列定位最高，在性能释放、风扇散热、屏幕素质上表现优异；其次是 Air 系列，综合表现优异，定位中端，性价比高，价格相对 Pro 低；数字系列主要面向线下市场。

图表 13 联想小新产品区别



资料来源: 联想, 华安证券研究所

YOGA 系列

YOGA 系列于 2012 年发布, 定位为高端商务。主要特点在于其拥有 360° 翻转和触控功能, 可以实现笔记本和平板间的自由切换, 另外其 10 小时续航也处于业内领先水平。

图表 14 联想 YOGA 产品系列



资料来源: 联想消费生态轻薄新品发布会, 华安证券研究所

拯救者系列

拯救者系列定位为高端游戏本，主打性能释放和散热表现优异。拯救者主要分为 2 个系列，分别为“Y”（酷睿版：Intel 酷睿系列处理器）和“R”（锐龙版：AMD 锐龙系列处理器）。每一系列下都分为不同等级，包括 9000 系列（中高端/旗舰），7000 系列（主流/入门系列）。后缀代表不同的定位，包括无后缀（入门）、“K”（旗舰款）、“P”（电竞款）、“X”（轻薄款）。

图表 15 联想拯救者系列产品



资料来源：联想社区，华安证券研究所

图表 16 联想拯救者 Y9000P 产品图



资料来源：联想官网，华安证券研究所

2.3 产品渠道广，供应链稳固

笔记本电脑精细的构造致使其供应链网络复杂且庞大。一台普通的笔记本电脑涉及零部件超过 1600 个，可以大体分为 31 大类，对应 130 余家一级供应商。联想作为产业链体系中的主导者，布局 180 多个国家地区，拥有 30 多个生产基地，配置 120 万种机型。

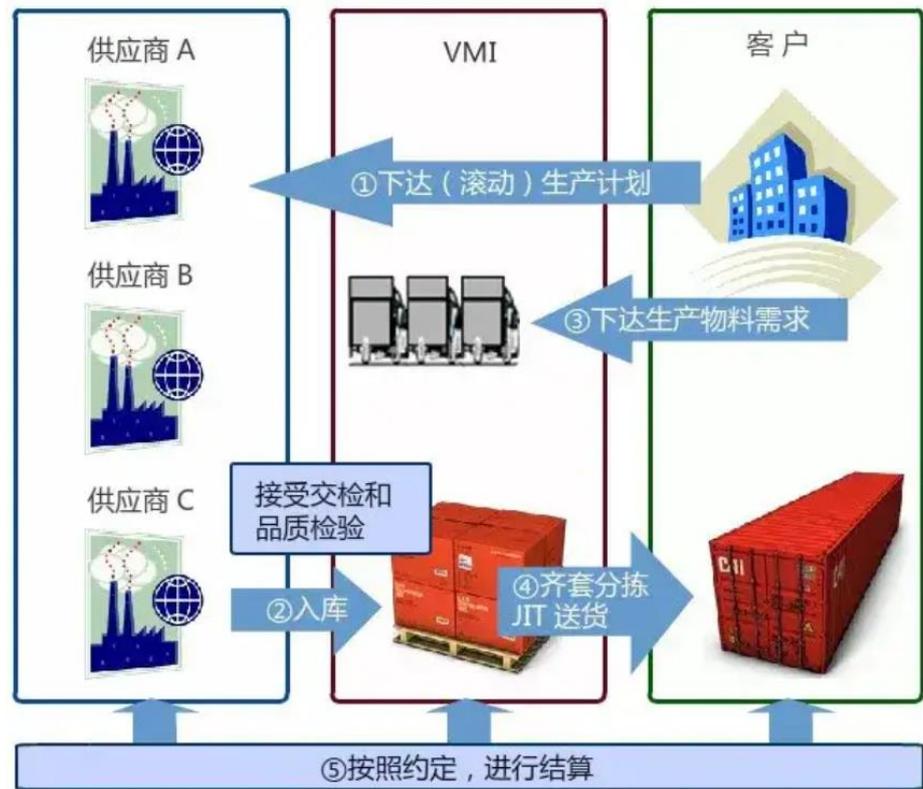
联想采用了自有工厂+ 外包生产的混合制造模式，遵循“全球资源、本地交付”的运营原则，从而形成坚韧可靠的供应链体系。

联想供应链应用 VMI 模式，该模式以双方都采用最低成本为前提，在协议下由供应商管理库存，并不断修正协议内容，从而加快供应链的协调和反应效率，进而避免传统供应链管理方式带来的各节点各自为政，单独承担产品库存成本的弊端。

VMI 模式前提是零售商需要对供应商进行信息共享，供应商通过零售商提供的信息数据不断进行协调生产，从而调整库存。通过信息共享，供应商可以合理预测出货量，将库存减少至安全库存量，从而减少存储成本。

另外，供应商需要对库存起到看管义务，在零售商销售之前，供应商需要对产品的损伤缺失负责，并且零售商也无需另外设立订货部门。

图表 17 供应商——制造商 VMI 运作模式



资料来源: C-WMS, 华安证券研究所

联想在配送方面实行了 SEC (shipping to end customers) 统仓共配模式。与常规的经销模式不同, SEC 取消了分销仓库, 将商品集中到指定的物流公司进行统一管理和配送, 从而通过减少配送流程, 提升供应链效率。

2.4 AIPC 先行者, “联想小天” 赋能多场景

联想作为传统 PC 厂商巨头, 最早入局 AIPC 产品的研发与生产。2023 年 10 月, 联想在创新科技大会上首次曝光首款 AIPC 概念机, 同时展示大模型压缩、AI Twin 等一系列核心技术。

联想认为, AIPC 应具备 5 大条件: 1. 内嵌个人智能体, 以实现多模态自然语言交互; 2. 个人大模型, 内嵌由本地大模型和个性化本地知识库构成; 3. 本地混合 AI 算力, 由全面标配 CPU + GPU + NPU 构成; 4. 开放连接丰富的 AI 应用生态; 5. 提供设备级的本地化个人数据和隐私保护方案。

联想认为 AIPC 的发展可以分为三个阶段:

- 1. AI Ready (2023.12-2024.4):** 该阶段首先保证硬件上有一定程度的混合 AI 算力 (CPU+GPU+NPU), 可以保证终端和第三方进行内容上的更新与创新。该阶段产品性能上会有一些提升, 但是并未达到 AIPC 的标准。在此阶段, 联想在 CES2024 上推出多款 AIPC 产品, 包括: Yoga Pro 9i/Yoga 9i (赋能创作过程)、ThinkBook Plus Gen 5 Hybrid (无缝切换笔记本电脑和平板电脑两种模式)、ThinkPad X1 Carbon AI (全球首款商务 AIPC) 和 ThinkCentre neo Ultra (超小型) 等。

图表 18 “AI Now” 一键智能助手键



资料来源：CES 2024，华安证券研究所

2. **AI Explore (2024.4-2024.9)**: 该阶段主要是为用户提供基于自然语言交互的个人 AI 助理服务。在第一阶段提供的 AI 算计基础上，通过将个人 Agent、个人大模型嵌入 AIPC 中（包括远程升级到 AI Ready 的 AIPC 中），并将首批第三方 AI 应用接入 AI 小程序平台等方式进行服务。在 Tech World 2024 上，联想发布了 Yoga Book AI 元启版、Yoga Pro 16s AI 元启版、ThinkPad T14p AI 元启版、ThinkBook 16p AI 元启版、Yoga Air 14 AI 元启版、小新 Pro 16 AI 元启版六款 AIPC 产品。同时推出业内首款 AI PC 个人智能体“联想小天”。联想小天由嵌入本地的天禧大模型驱动，通过本地文档和自然交互，为用户提供精准个性化服务。

联想小天核心功能：1.本地知识库；2.知识总结：可以对指定文档进行总结归纳并生成提纲纪要；3.数据安全：保证用户数据库只被本地大模型调用，不上传云端。

联想小天核心应用：当面向不同场景时，联想小天可以提供 AI 画师、AI PPT、文档总结、知识问答、AI 识图、会议纪要、智会分身、设备调优、AI 服务、AI 换机等服务。

图表 19 “联想小天” 核心应用



资料来源：Tech World 2024，华安证券研究所

3. **AI Master/AI Advaned (2024.9 以后)**: 在此阶段的 AIPC 在混合 AI 算力与模型能力方面得到共同提升, 包括带动 AI 内容生态多样化发展, 个人 Agent 服务场景进一步扩大。AI PC 的功能升级进一步带动服务质量的进步, AI Master/AI Advaned 的个人 AI 助理可以根据用户使用和反馈快速进行调整迭代。

图表 20 AIPC 用户价值



资料来源: 2024 TUYA 全球开发者大会, 华安证券研究所

3 ISG: AI 带动服务器增长, “一横五纵” 助力算力建设

3.1 服务器构造

服务器是用于存储、管理和处理大量数据及提供网络服务的设备, 可以理解为网络中服务于其他客户机的计算机。主要由主板、处理器、内存、硬盘、RAID 控制器、网络接口卡 (NIC)、电源供应器、风扇和散热器、扩展插槽和 RAID 卡和硬盘背板组成。

主板: 服务器核心组件, 集成了处理器插槽、内存擦条、扩展插槽等。

处理器 (CPU): 服务器的大脑, 用于处理执行各类任务。

内存: 用于暂存数据, 大内存可以存储更多的数据来进行运算, 提升计算速度。

硬盘: 主要同于存储操作系统及数据等, 是服务器的主要存储介质。

RAID 控制器: 通过对硬盘进行管理, 从而实现数据的备份和读写, 提高容错, 有利于服务器的稳定性。

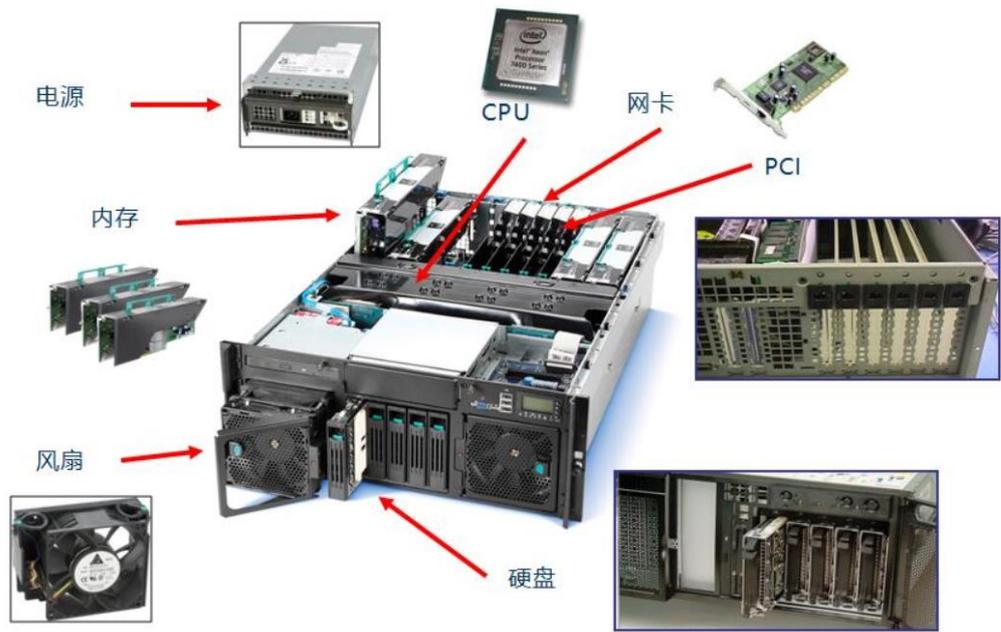
网络接口卡 (NIC): 服务器与网络的接口。

电源供应器: 为服务器提供稳定的电源。

风扇和散热器: 对服务器运行时产生的热量进行散热, 防止组件过热。

扩展插槽: 多用于插入图形卡、网络加速卡、存储卡等。

图表 21 服务器内部构造

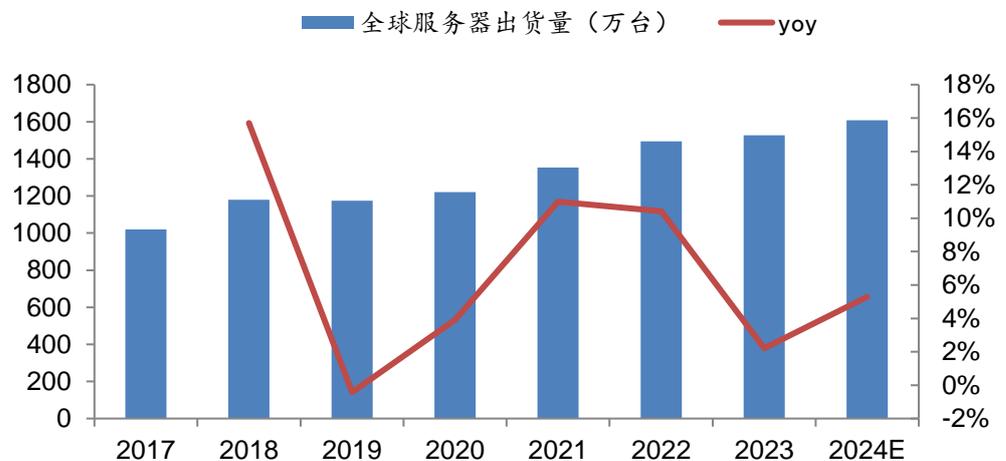


资料来源：巨灵鸟软件，华安证券研究所

3.2 国内外服务器市场表现

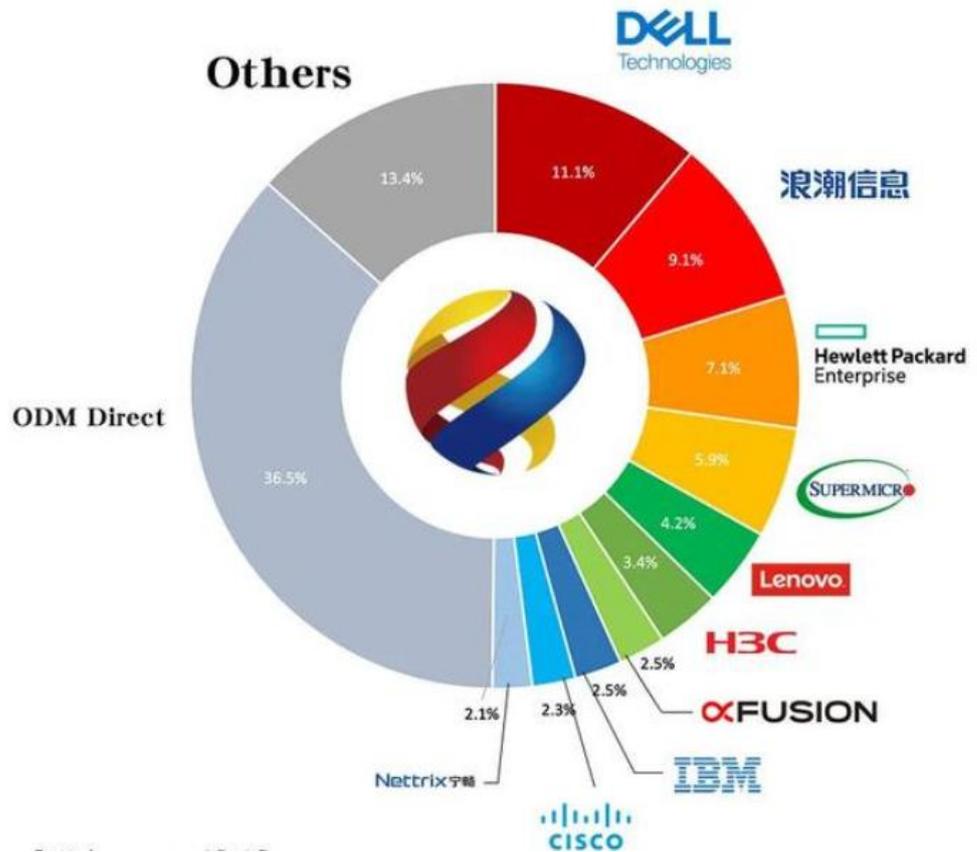
随着 AI 的兴起，各类大模型不断涌现，数据处理需求爆发式增长，带动上游服务器的算力需求同步增长。据 IDC 统计，全球服务器出货量从 2017 年的 1019 万台增长至 2022 年的 1495 万台，CAGR 为 7.97%，预计在 2024 年增长至 1609 万台。23Q3，按销售额口径统计，戴尔服务器市场份额为 11.1%；浪潮信息市场份额为 9.1%；HEP 市场份额为 7.1%；超威市场份额为 5.9%，联想市场份额为 4.2%；新华三市场份额为 3.4%；超聚变市场份额为 2.5%；IBM 市场份额为 2.5%。另外，ODM 厂商市占率达 36.5%。

图表 22 全球服务器出货量



资料来源：IDC，华安证券研究所

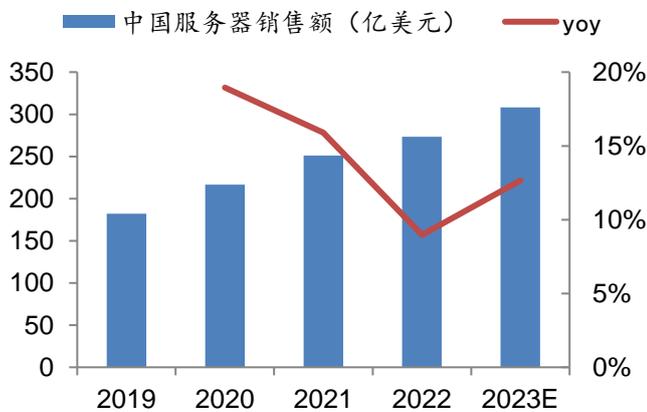
图表 23 23Q3 全球服务器市场份额 (销售额)



资料来源: IDC, 华安证券研究所

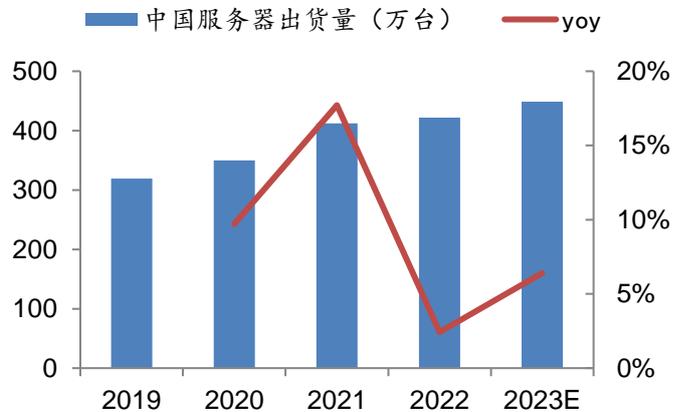
我国服务器市场需求稳健增长。据 IDC 统计, 我国服务器销售额从 2019 年的 182 亿美元, 增长至 2022 年的 273.4 亿美元, CAGR 为 14.53%。预计 2023 年我国服务器市场销售额达 308 亿美元, 同比增长 12.7%。出货量方面, 2019 年我国服务器出货量为 319 万台, 2022 年出货量约为 422 万台, 2019-2022CAGR 为 9.78%, 预计 2023 年出货量可达 449 万台, 同比增长 6.4%。

图表 24 中国服务器销售额



资料来源: IDC, 华安证券研究所

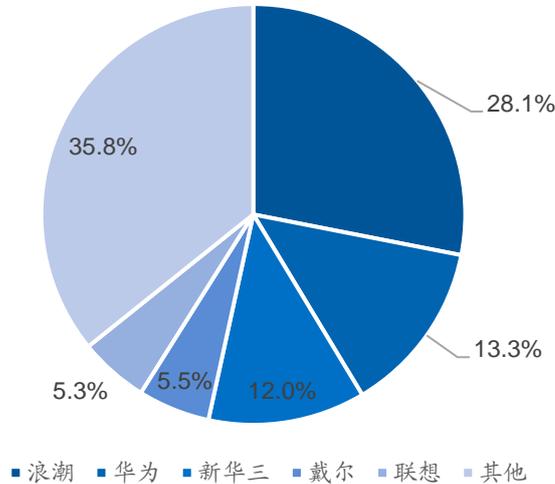
图表 25 中国服务器出货量



资料来源: IDC, 华安证券研究所

我国是全球最大的服务器市场之一，与此同时，国产服务器厂商综合实力也不断提升。具体看，2023 年我国服务器销售额前五大厂商为浪潮 (28.1%)、华为 (13.3%)、新华三 (12.0%)、戴尔 (5.5%) 和联想 (5.3%)。

图表 26 2023 年我国服务器市场前五大厂商 (销售额口径)



资料来源：华夏经纬，华安证券研究所

3.3 服务器产品矩阵

联想 ThinkSystem 系列服务器是 ISG 业务核心产品。ThinkSystem 系列根据服务器类型可以分为：塔式服务器、机架服务器、高密度服务器、关键业务服务器和边缘服务器。

塔式服务器：外形与普通 PC 机器相似，插槽较多，具备良好的扩展性，成本较低，多适用于入门级工作组级服务器应用。

机架服务器：机架服务器相较于塔式服务器有着统一的标准，将多台服务器放置在一个机柜上，占用空间小，便于管理，多适用于服务器数量较多的大型企业。

高密度服务器：采用了更小型化的设计及更强大的散热系统，在相同的机架空间下可以放置更多的服务器。

关键业务服务器：负责存储关键业务的数据及程序，与其他服务器或外部网络进行连接，在安全性上要求较高。

边缘服务器：边缘服务器位于网络边缘，可以减少延迟，释放服务器负载。

图表 27 ThinkSystem 服务器系列产品

| 服务器类别 | 代表产品/产品 | 外形 | 配置 |
|---------|---|---|--|
| 塔式服务器 | ST650V2/ST550/ST558/ST250/ST258/ST50/ST58/TS80X |  | ThinkSystem ST650 V2 提供 8 个单宽 (DW)、4 个双宽 (DW)，或同时提供 4 个 SW 和 4 个 DW GPU，高性能并行计算能力适合企业级 AI 和 VDI 工作负载。最多可支持 16 个 NVMe 驱动器，实现快速数据摄取，从而适应物联网设备和传感器爆炸式增长。 |
| 机架式服务器 | WA7780 G3/WA5480 G3/WR5220 G3/SR660 V2/SR650 V3/SR650 V2/SD650 V3/SR630 V3/SD650-I V3/SR850 V3/SR860 V3 |  | ThinkSystem WA7780 G3 基于第四代和五代英特尔®至强®可扩展处理器，加载了 8 颗 NVIDIA HGX™ NVLink™ GPU，最高可以支持 8 张 RDMA 高速网卡，提供 3.2Tb/s 聚合带宽。在本地存储的设计上，采用了 GPU Direct Storage (GDS) 技术，实现快速低延迟互联，有效提高训练数据载入的速度。设计上采用了三重独立风道设计，功耗降低约 10%。 |
| 高密度服务器 | SD530 V3/SD550 V3/SD630 V2 |  | ThinkSystem SD530 V3 是一款多节点服务器，可以随着工作负载的增加灵活实现横向扩展。SD530 V3 的内核密度是标准机架服务器的两倍，可在相同的空间内提供两倍于标准机架服务器的处理能力。 |
| 关键业务服务器 | SR950/SR860 V3/SR860 V2/SR850 V3/SR850 V2/SR950 V3/ |  | ThinkSystem SR950 最多扩展到 8 个第二代英特尔®至强®可扩展处理器铂金系列，与第一代相比性能提高约 36%。内存上拥有 96 个插槽，最大 24TB，使用 256GB DIMM。 |
| 边缘服务器 | SE350/SE550/SE350 V2/SE360 V2 |  | ThinkSystem SE350 拥有 4-16 个服务器内核，最高 256GB 内存，最大 16TB 的 SSD 存储。 |

资料来源：联想官网，华安证券研究所

3.4 “一横五纵”布局

“一横五纵”是什么？

“一横五纵”是联想在西班牙巴塞罗那举行的世界移动通信大会（MWC）上提出的 AI 导向基础设施布局。

“一横”是指异构智算平台，该平台目的是提高算力使用效率，实现途径则是对通用计算集群、科学计算集群和 AI 算力集群进行统一管理，并对多种 CPU、GPU、DPU 等处理器进行异构管理调度。

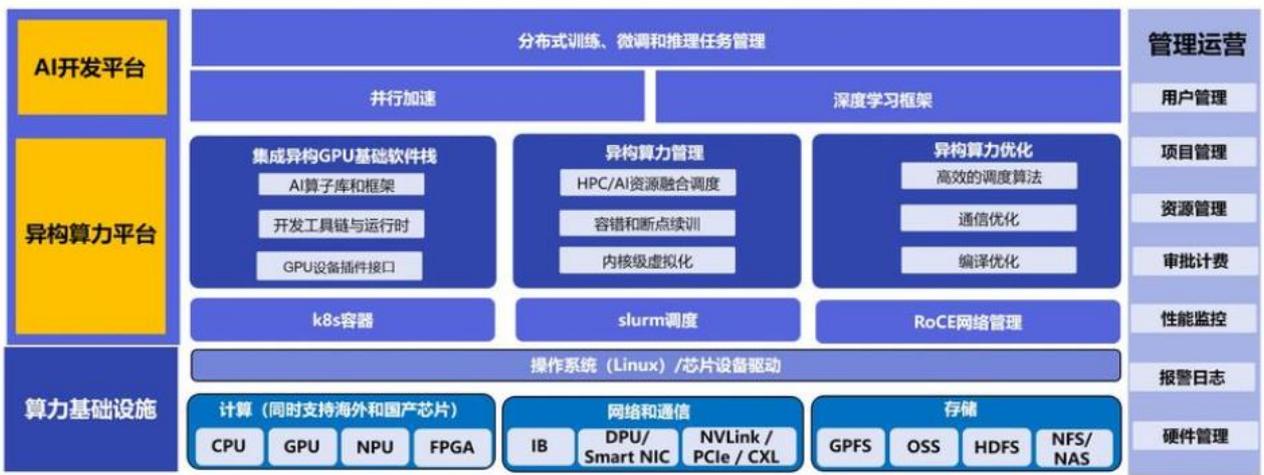
“五纵”涵盖了服务器、存储、软件及超融合、数据网络以及边缘基础设施产品和方案。“五纵”布局使得联想具备了较为完整的产品和解决方案，推动行业内多样化智能化转型。

一横：联想万全异构智算平台

4 月 18 日，在联想创新科技大会（2024 Lenovo Tech World）上，联想发布了万全异构智算平台。该平台被定位为可以高度自动化完成 AI 全流程开发的平台，目的是提升算力的利用率和可用性，可作为 AI 2.0 时代大模型训练和推理构建稳定高效的基础设施底座。

“大模型+大算力+大数据”已经成为以大模型为基础的 AI2.0 时代的发展范式，随着 AI 对算力的需求不断增长，目前衍生出了能够对算力进行管理集成的计算开发管理平台，这些平台针对算力调度、算力治理、模型优化、训练精度和推理应用等方面进行简单有效的提升。

图表 28 联想万全异构智算平台逻辑图



资料来源：天极网，华安证券研究所

五纵：联想万全异构智算平台拥有五大创新技术，集成了算力匹配魔方、GPU 内核态虚拟化、联想集合通信算法库、AI 高效断点续训技术、AI 与 HPC 集群超级调度器。

- 1) **算力匹配魔方：**用来标识 AI 场景、算法、集群配置这三者的匹配关系。该功能主要通过海量的硬件评测和 AI 算子算法集成构建。在不同情景下，通过输入场景和数据，算力匹配魔方可以全自动规划和调度最佳算法和集群配置。
- 2) **GPU 内核态虚拟化：**该功能可以有效减少虚拟 GPU 的损耗。在过去，由于 AI 推理和中小训练过程中，没有对虚拟化的 GPU 深层次的管控，导致 AI 推理和训练中会存在虚拟训练不稳定情况并造成约 20%的算力损耗，从而导致 GPU 内核态虚拟化技术应运而生。

该算法可以将算力损耗从 20%降低至 5%以下，并具备三大特点：1.以<3%的误差对算力和显存精准隔离的算法进行精准控制。2.在 GPU 驱动层做资源调度，减少驱动上的冗余操作。3.将在 GPU 驱动层的虚拟 GPU 的颗粒度精细到 1%。

- 3) **集合通信算法库**: 通过万全异构智算平台选择和采用数据传输最佳路径。
在 AI 集群中, 网络通信速度会影响到 GPU 的计算效率, 从而影响性能最大释放。通过万全异构智算平台, 联想构建了集合通信算法库, 并通过自动感知集群网络拓扑, 选择最佳的传输途径, 提升网络通讯效率。
- 4) **AI 高效断点续训技术**: 该技术主要减少和防止因为故障断点造成的回复训练成本。千卡集群每月至少有 15 次的故障断点情况发生, 恢复训练额外成本超过百万元。断点续训技术开发了预测 AI 训练故障的 AI 模型, 主要通过对数据做多级备份, 精简备份数据量, 同时对历史故障进行特征采样。
- 5) **AI 与 HPC 集群超级调度器**: 针对同时拥有 AI 和 HPC 算力的用户, 调度器能够实现指挥双类型调度的最精简架构, 充分共享利用 GPU 节点。由于 AI 和 HPC 集群的调度方式完全不同, 在操作上有一定难度, 很容易造成资源不共享的情况。调度器在 AI 的 K8S 调度和 HPC 的 Slurm 调度之外, 通过全局监控任务和动态共享资源, 实现 1 小时内自动完成跨集群资源调度和共享。

图表 29 联想“一横五纵”战略框架



资料来源: 联想算力基础设施新品发布会, 华安证券研究所

4 SSG: TruScale 带来全栈技术能力与服务支撑

4.1 TruScale 带来全栈技术能力与服务支撑

联想在 2021 年 4 月 1 日组建了方案服务业务集团 (Solutions & Services Group, SSG)。SSG 业务为用户提供三类端到端的软硬件服务, 分别为: 1. 覆盖全品类、多品牌的硬件产品; 2. IT 管理服务, 面对终端、数据中心、云, 以及现在新的边缘计算场景; 3. 基于联想的“擎天”技术底层架构, 为客户提供项目和解决方案服务。FY25Q1, 联想 SSG 业务收入 18.85 亿美元, 同比增长 10.05%, 占总收入比重为 12.2%, 经营利润为 3.96 亿美元, 同比增长 9.68%, 经营利润率为 21.0%。

21 年 9 月 8 日, 联想在 2021 联想创新科技大会 (Lenovo Tech World) 上发布联想 TruScale。TruScale 核心为“一切皆服务”(XaaS), 将传统的分散采购软硬件的模

式转变整合为订阅制一站式的服务模式。联想通过 TruScale 打造完整的 IT 解决方案，满足用户在各个 ICT 架构层的需求。TruScale 的付费模式分为两种，一种是传统的一次性付费，第二种是通过订阅的方式进行长期付费，具体可以选择按月或者按照 IT 实际使用量。

TruScale 核心平台为智能化 IT 运维 Paas 平台，通过人工智能、大数据等智能技术加持，对联想线上服务资源和线下服务体系进行整合。TruScale 包含对客户的智能设备管理和 IT 服务的过程和运营管理服务，可以为需要高速业务扩展的用户进行几乎零成本的前期 IT 系统服务，包括调用联想 1200+ 的线上服务坐席和 2 万+ 的线下服务工程师资源。

图表 30 一站式联想 TruScale 服务架构图



资料来源：联想，华安证券研究所

4.2 “擎天”引擎助力 TruScale 构建全栈能力

擎天是联想中国区内生外化的智能 IT 引擎。引擎核心具备了技术中台和通用业务中台的 GPaaS 层，以及面向不同行业领域的业务中台和数据中台的 VPaaS 层。擎天能够为联想 TruScale 服务提供营销管理、销售管理、服务交付、客户管理等多个运维模块的技术支持。

“擎天”具备云原生、中台化及 AI 智能三大新 IT 核心引擎特征，从而能够实现架构的成本、高敏捷、一体化部署与迭代。

云原生：边云协同的混合云架构下，依托微服务框架、容器技术、DevOps 平台、智能运维平台等，实现多场景高效开发、敏捷交付和规模化复制。

中台化：通过通用化技术和业务能力抽象、解耦、打包、开放的方式，对物联网终端设备和各种场景应用进行一体化、低成本部署及快速迭代。

AI 智能：把模块化+AI 引擎+大数据平台嵌入到各行业场景应用中。

图表 31 联想智能 IT 引擎“擎天”架构图

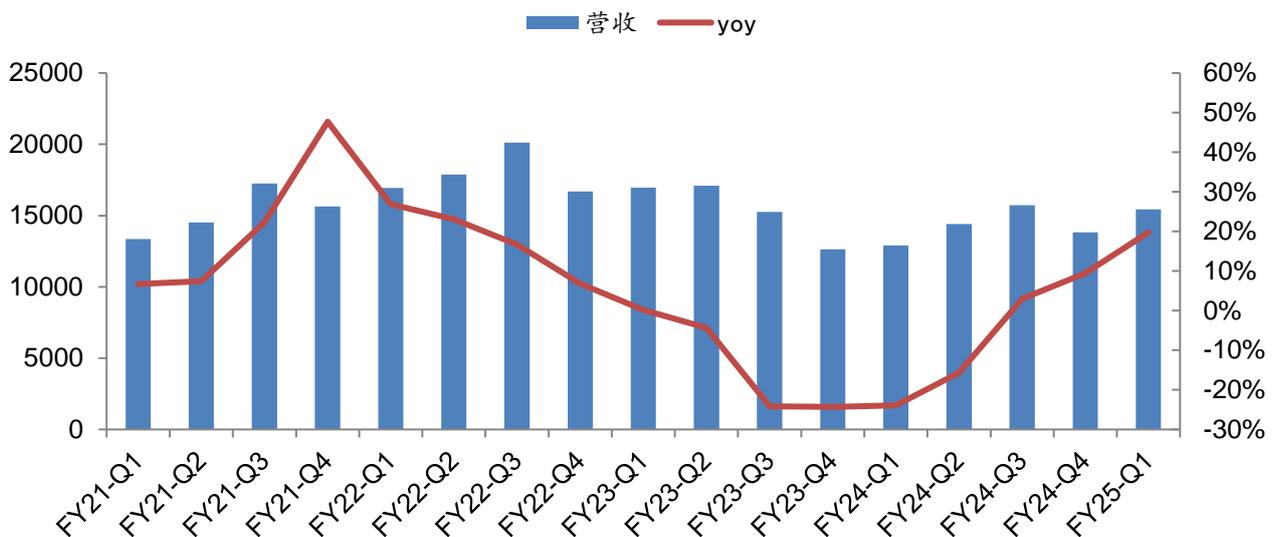


资料来源：联想，华安证券研究所

5 财务分析：

联想集团主营业务范围包括智能设备、基础设施方案业务和智能方案服务业务。整体看，公司营收于第四季度开始恢复增长，FY25Q1 公司营收约 154.5 亿美元，同比增长 19.7%；毛利为 25.6 亿元，同比增长 13.7%。FY2021 年到 FY2024 CAGR 为-2.0%。

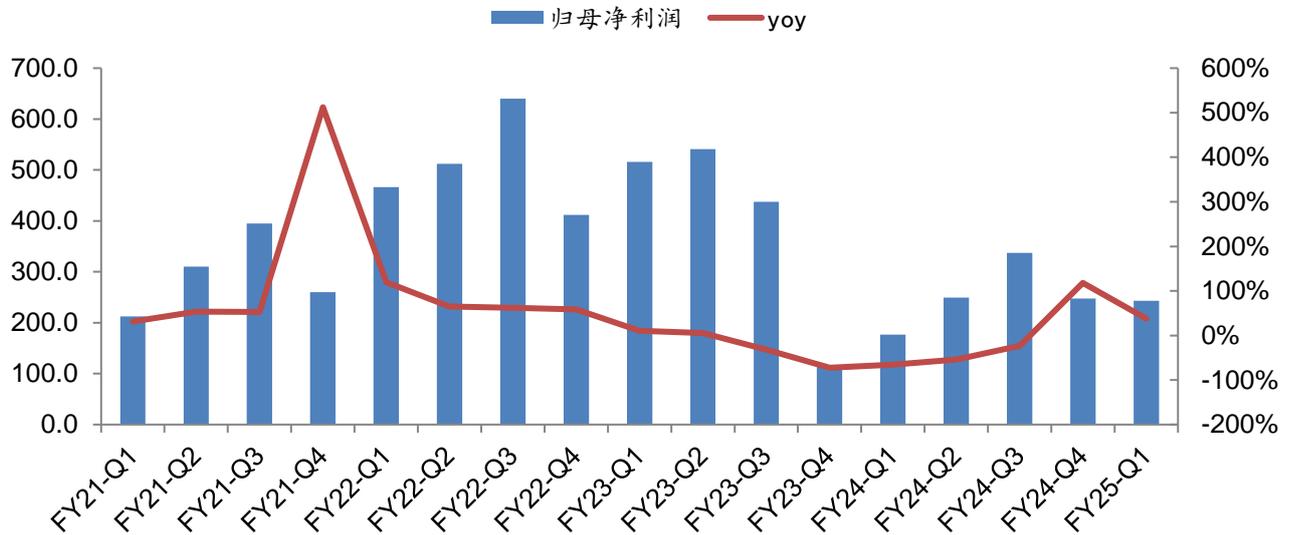
图表 32 联想集团总营收情况（百万美元）



资料来源：公司季报，华安证券研究所

公司净利润在 FY24Q4 同比由负转正, FY2024 公司净利润达 10.1 亿美元, 同比下降 37.1%, 2021 财年到 2024 财年 CAGR 为-4.97%。FY25Q1, 公司净利润为 2.43 亿美元, 同比增长 37.9%。

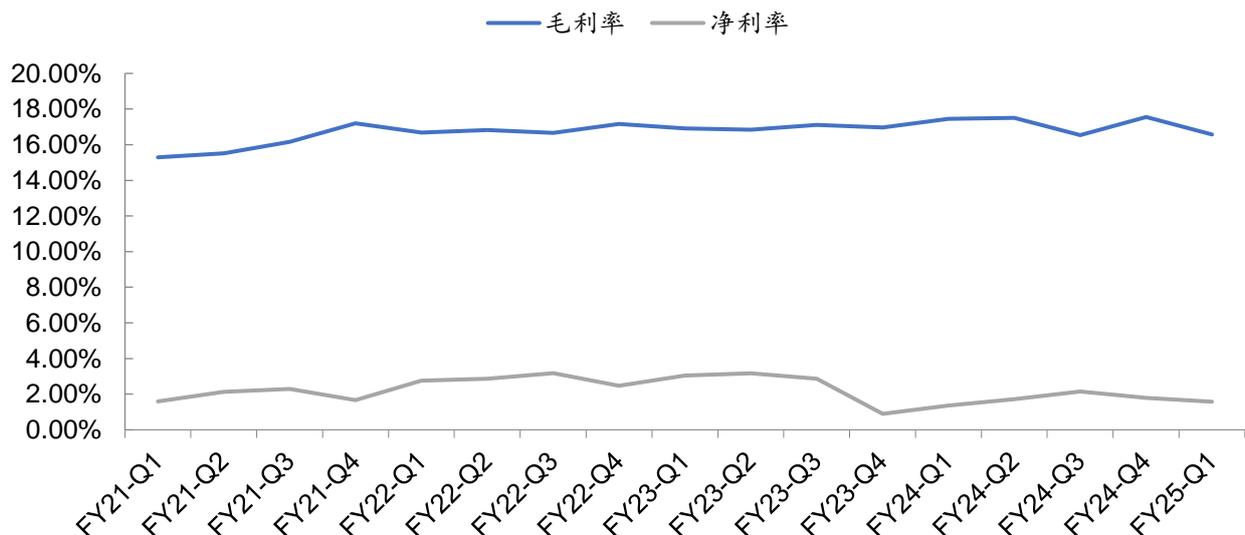
图表 33 联想集团净利润情况 (百万美元)



资料来源: 公司季报, 华安证券研究所

公司毛利率和净利率水平维稳。毛利率在 FY21Q1 到 FY25Q1 内保持在 15%-18% 区间内, 在 FY24Q4 达到最高的 17.55%, 整体波动幅度较小。公司净利率经过 FY23Q4 下降后整体呈现恢复增长态势, 净利率从 FY23Q4 的 0.9% 增长至 FY25Q1 的 1.58%。

图表 34 联想集团净利率与毛利率情况

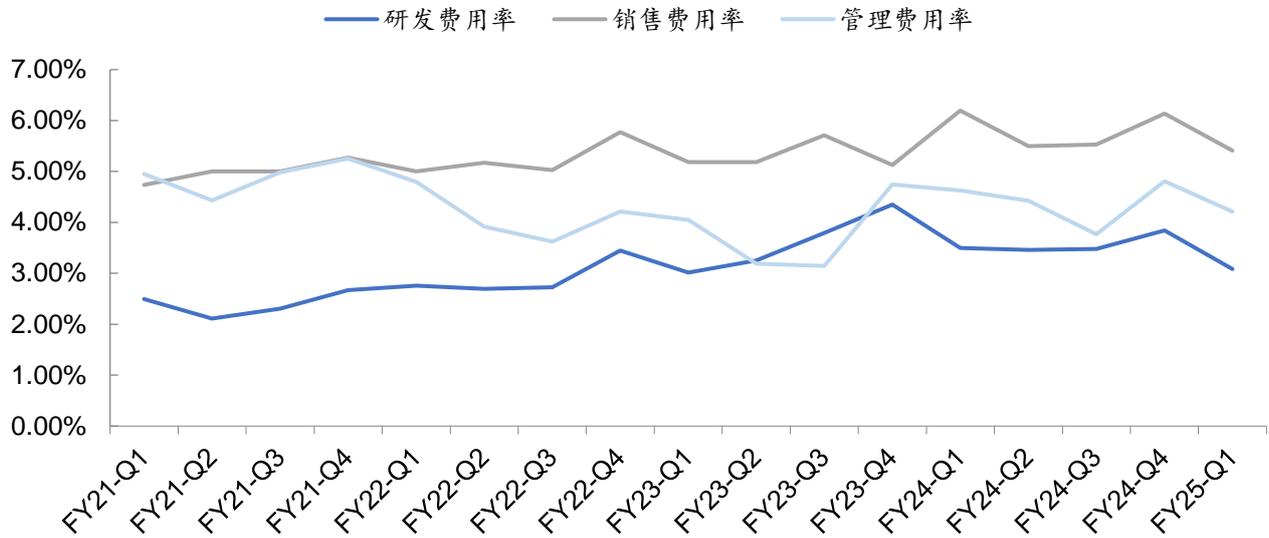


资料来源: 公司季报, 华安证券研究所

公司各项费用率情况管控良好, 整体三费费用率呈现低速上升趋势, 但在 2025 财年开始有显著下降。FY25Q1, 公司销售费用率为 5.41%, 较 FY24Q4 减少 0.73pp; 管

理费用率为 4.21%，较 FY24Q4 减少 0.60pp；研发费用率为 3.08%，较 FY24Q4 减少 0.76pp。

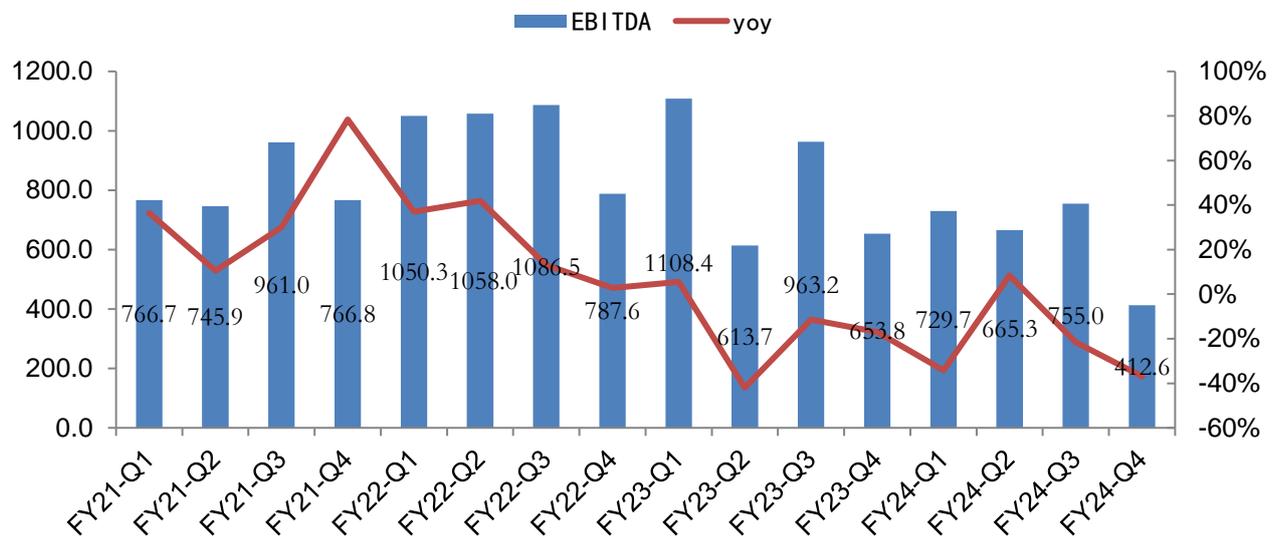
图表 35 联想集团费用率情况



资料来源：公司季报，华安证券研究所

公司 EBITDA2022 财年达到峰值，为 38.5 亿美元。公司 EBITDA 整体趋势先增后降，从 FY2020 的 24.1 亿美元上升至 FY2024 的 25.6 亿美元。

图表 36 联想集团 EBITDA 情况 (百万美元)



资料来源：公司季报，华安证券研究所

6 盈利预测与估值

6.1 驱动因素假设

IDG 集团业务范围主要为个人电脑、平板电脑、智能手机及智能设备的生产销售。全球 PC 出货量在 2022 年起进入去库存周期，联想在 2022-2023 年 PC 销售额也受到影响呈下滑趋势。目前 PC 市场新一轮周期即将到来，联想作为个人电脑业务全球第一，有望最先受益。我们预计，FY2025-FY2027 IDG 集团营收分别为 473.9/517.2/550.0 亿美元，对应 yoy 为 6.3%/9.1%/6.3%。

ISG 集团业务主要包括服务器及 AI 服务器、边缘服务器、储存服务器等。2023 年，云厂商对于 AI 服务器的采购需求对于传统服务器的资本开支造成挤压，因此 ISG 业务收到相应影响，该部分收入由 FY2023 的 97.56 亿美元下降至 FY2024 的 89.22 亿美元。据 IDC 统计，2024 年联想为我国第三大服务器供应商，FY2024 Q1 联想在我国 X86 服务器的器销售额同比增长 200.2% (整体为 23.3%)，市占率为 6.9%。2024 年开始，全球服务器市场出现回暖态势，销售额出货量双增长，一季度达 407.5 亿元和 282 万台。综合考虑联想在 AI 服务器部分投入加速，有望拉动 ISG 业务增长，我们预计 FY2025-FY2027 ISG 集团营收分别为 110.4/121.5/133.6 亿美元，对应 yoy 为 23.8%/10.0%/10.0%。

SSG 集团业务主要为客户在软硬件方面提供解决方案。该业务目前处于发展阶段，我们认为 SSG 业务收入增速稳定。FY2025-FY2027 收分别为 83.0/93.1/101.8 亿美元，同比增长 11.0%/12.2%/9.3%。

综上，我们预测公司 FY2025-FY2027 收入为 626.0/686.5/736.8 亿美元，yoy 分别为 10.1%/9.7%/7.3%；归母净利润为 12.3/16.5/18.9 亿美元，yoy 分别为 21.7%/33.8%/14.9%。

图表 37 联想集团核心财务指标假设 (百万美元)

| | FY2021 | FY2022 | FY2023 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| IDG | 52,994 | 62,310 | 49,371 | 44,599 | 47,387 | 51,723 | 55,003 |
| yoy | 33.0% | 17.6% | -20.8% | -9.7% | 6.3% | 9.1% | 6.3% |
| ISG | 6,302 | 7,139 | 9,756 | 8,922 | 11,043 | 12,147 | 13,362 |
| yoy | 14.6% | 13.3% | 36.6% | -8.5% | 23.8% | 10.0% | 10.0% |
| SSG | 4,193 | 5,442 | 6,663 | 7,472 | 8,298 | 9,310 | 10,176 |
| yoy | -19.6% | 29.8% | 22.4% | 12.1% | 11.0% | 12.2% | 9.3% |
| Elimination | -2,747 | -3,274 | -3,844 | -4,130 | -4,132 | -4,532 | -4,864 |
| yoy | | 19.2% | 17.4% | 7.4% | 0.1% | 9.7% | 7.3% |
| Total Revenue | 60,742 | 71,618 | 61,947 | 56,864 | 62,596 | 68,649 | 73,677 |
| yoy | 19.8% | 17.9% | -13.5% | -8.2% | 10.1% | 9.7% | 7.3% |

资料来源：公司财报，华安证券研究所

6.2 相对估值

我们采用可比公司估值法进行估值，选取了国外 PC 公司惠普、戴尔、超微电脑，以及国内头部服务器公司紫光股份、中科曙光、浪潮信息作为可比公司。可比公司 24 年一致预期 PE 平均值为 18×，综合考虑公司在 PC 行业出货量第一以及在服务器产品贡献利润，同时考虑到全球 PC 出货量有反弹趋势，给予公司 2025 财年 15× PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 38 联想集团及可比公司 FY24-26 年一致预期 (日期: 2024-9-27)

| 公司 | 市值 | 收入 | | | 归母净利润 | | | PE | | |
|---------------|-----|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| | | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2024 | FY2025E | FY2026E |
| 联想集团 (亿美元) | 150 | 568.6 | 626.0 | 686.5 | 10.1 | 12.3 | 16.5 | 13.8 | 15.0 | 12.0 |
| 平均值 | | | | | | | | | 18.0 | 14.8 |
| 海外 (亿美元) | | | | | | | | | | |
| 惠普 | 335 | 537.2 | 535.0 | 553.0 | 32.8 | 33.4 | 34.1 | 8.7 | 10.3 | 9.6 |
| 戴尔 | 825 | 884.3 | 973.6 | 1049.7 | 52.5 | 55.4 | 63.7 | 14.7 | 15.0 | 12.6 |
| 超微电脑 | 268 | 149.4 | 282.4 | 340.0 | 12.1 | 21.0 | 28.9 | 40.8 | 13.5 | 10.1 |
| 国内 (亿元) | | 2023 | 2024E | 2024E | 2023 | 2024E | 2024E | 2023 | 2024E | 2024E |
| 紫光股份 | 537 | 773.1 | 848.5 | 945.8 | 21.0 | 24.1 | 29.9 | 26.3 | 22.3 | 18.0 |
| 中科曙光 | 535 | 143.5 | 163.2 | 187.5 | 18.4 | 21.9 | 26.5 | 31.5 | 24.5 | 20.2 |

资料来源: Bloomberg, Wind, 华安证券研究所

风险提示:

PC 出货量不及预期, PC 市场恢复不及预期, AI 服务器出货量不及预期, AI 相关政策不确定性等。

| 资产负债表 | 百万美元 | | | |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
| 现金及现金等价物 | 3,625 | 3,566 | 3,401 | 3,370 |
| 应收账款 | 8,148 | 8,500 | 9,432 | 10,244 |
| 库存 | 6,703 | 8,179 | 8,450 | 8,791 |
| 其他流动资产 | 4,211 | 4,031 | 4,473 | 4,858 |
| 流动资产 | 22,687 | 24,275 | 25,755 | 27,263 |
| 固定资产 | 2,348 | 2,295 | 2,359 | 2,501 |
| 商誉 | 4,904 | 4,904 | 4,904 | 4,904 |
| 投资 | 319 | 315 | 315 | 495 |
| 其他长期资产 | 8,493 | 7,822 | 7,400 | 7,581 |
| 资产总计 | 38,751 | 39,611 | 40,733 | 42,743 |
| 应付账款 | 10,505 | 11,701 | 12,994 | 14,114 |
| 短期借贷 | 50 | 302 | 335 | 363 |
| 其他流动负债 | 15,503 | 13,121 | 13,121 | 13,121 |
| 流动负债 | 26,059 | 25,123 | 26,450 | 27,599 |
| 非流动负债 | 3,569 | 2,985 | 2,610 | 2,610 |
| 其他长期负债 | 3,041 | 4,975 | 4,350 | 3,998 |
| 负债合计 | 32,670 | 33,084 | 33,409 | 34,206 |
| 普通股股本 | 3,501 | 3,501 | 3,501 | 3,501 |
| 少数股东权益 | 499 | 503 | 503 | 503 |
| 股东权益合计 | 6,081 | 6,527 | 7,324 | 8,537 |
| 负债股东权益总计 | 38,751 | 39,611 | 40,733 | 42,743 |

| 现金流量表 | 百万美元 | | | |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
| 税后利润 | 1,102 | 1,240 | 1,646 | 1,891 |
| 折旧和摊销 | 1,413 | 1,371 | 1,365 | 1,391 |
| 其他经营现金流 | -504 | -1,302 | -1,698 | -1,902 |
| 经营现金流合计 | 2,011 | 1,309 | 1,313 | 1,380 |
| 资本支出 | -702 | -766 | -629 | -734 |
| 其他投资现金流 | -582 | -15 | - | - |
| 投资现金流合计 | -1,283 | -782 | -629 | -734 |
| 权益变动 | - | - | - | - |
| 股息 | -583 | -593 | -593 | -593 |
| 其他融资现金流 | -753 | 21 | -255 | -84 |
| 融资现金流合计 | -1,336 | -573 | -849 | -677 |
| 现金流总计 | -609 | -45 | -165 | -31 |
| 期初现金 | 4,250 | 3,560 | 3,504 | 3,339 |
| 期末现金 | 3,560 | 3,504 | 3,339 | 3,308 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

| 利润表 | 百万美元 | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
| 营业收入 | 56,864 | 62,596 | 68,649 | 73,677 |
| 营业成本 | 47,061 | 52,022 | 57,016 | 61,186 |
| 毛利 | 9,803 | 10,574 | 11,632 | 12,490 |
| 研发费用 | 2,028 | 2,221 | 2,471 | 2,579 |
| 销售费用 | 3,309 | 3,335 | 3,638 | 3,905 |
| 管理费用 | 2,492 | 2,631 | 2,746 | 2,873 |
| 营业费用合计 | 7,797 | 8,289 | 8,856 | 9,357 |
| 营业利润 | 2,006 | 2,285 | 2,777 | 3,133 |
| 营业外利润 | -640 | -718 | -686 | -737 |
| 利润总额 | 1,365 | 1,566 | 2,090 | 2,397 |
| 所得税费用 | -263 | -284 | -374 | -429 |
| 税后利润 | 1,102 | 1,282 | 1,716 | 1,968 |
| 少数股东损益 | -92 | -52 | -70 | -77 |
| 归母净利润 | 1,011 | 1,230 | 1,646 | 1,891 |
| EPS | 0.084 | 0.101 | 0.135 | 0.155 |
| EBITDA | 3,419 | 3,656 | 4,142 | 4,525 |

| 核心指标 | FY2024 FY2025E FY2026E FY2027E | | | |
|---------------|--------------------------------|-------|-------|-------|
| | 盈利指标 | | | |
| 营收增长率 | -8.2% | 10.1% | 9.7% | 7.3% |
| EBITDA增长率 | -15.0% | 6.9% | 13.3% | 9.2% |
| EPS增长率 | -37.7% | 19.6% | 33.8% | 14.9% |
| 毛利率 | 17.2% | 16.9% | 16.9% | 17.0% |
| 营业利润率 | 3.5% | 3.7% | 4.0% | 4.3% |
| ROIC (%) | 17.8% | 16.7% | 20.3% | 21.2% |
| ROE (%) | 16.6% | 18.8% | 22.5% | 22.1% |
| 估值指标 | | | | |
| P/E (X) | 14.2 | 12.1 | 9.1 | 7.9 |
| P/B (X) | 2.4 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |
| EV/EBITDA (X) | 4.2 | 4.0 | 3.5 | 3.2 |
| EV/营收 (X) | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 84% | 84% | 82% | 80% |
| 流动比率 | 0.69 | 0.73 | 0.77 | 0.80 |
| 速动比率 | 0.68 | 0.72 | 0.77 | 0.81 |

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。