

公司研究

FY25Q2 业绩超预期，AI 赋能各业务板块稳健成长

——联想集团 (0992.HK) FY25Q2 业绩点评报告

要点

业绩: FY25Q2 公司收入 178.5 亿美元，同比上升 24%、环比上升 16%，超彭博一致预期的 163.4 亿美元约 9%。各业务板块收入均实现同比双位数增长，非 PC 业务收入占比 46%，同比上升 5 pcts。归母净利润 3.6 亿美元，同比上升 44%、环比上升 48%，超彭博一致预期的 3.4 亿美元约 5%，对应归母净利润率为 2.0%，同比上升 0.3pct、环比上升 0.4pct。

混合式 AI 为 IDG (智能设备) 业务带来巨大机遇，PC/平板/手机业务收入均实现增长。 FY25Q2 公司 IDG 业务收入 135 亿美元，同比上升 17%、环比上升 18%，受 PC 与智能手机业务增长驱动；经营利润率 7.3%，同比下降 0.1pct，系公司营运效率较高以及 ASP 提升。分业务看：1) FY25Q2 PC 收入同比增长 12%。根据 IDC 数据，24Q3 联想 PC 出货量 1650 万台，同比上升 3%，同期全球 PC 出货量同比下降 2%，联想以 24% 市占率位居全球第一。根据公司 FY25Q2 业绩会，**混合式 AI 驱动 PC 进入新一轮换机周期，2027 年 AI PC 占 PC 总量有望达到 80%**，公司 AI PC 占中国 PC 市场出货量 14%，有望持续受益。2) FY25Q2 非 PC 业务 (智能手机和平板) 收入同比上升。FY25Q2 智能手机/平板电脑收入同比增长 43%/19%。**智能手机在亚太地区收入实现高速增长，份额创历史新高。**北美/欧洲-中东-非洲/亚太地区收入同比 +20%/+35%/+282%，主要由摩托罗拉高端可折叠机型 Razr 销售所驱动。

FY25Q2 ISG (基础设施方案) 业务收入连续创新高，税前亏损持续收窄： FY25Q2 ISG 业务收入 33 亿美元，同比上升 65%、环比上升 4%，季度收入持续创历史新高，系 AI 服务器需求强劲。税前亏损 3,573 万美元，相比于 FY25Q1 的亏损 3,727 万美元持续收窄，环比减少 154 万美元、同比减少 1,771 万美元。1) **AI 服务器需求强劲。**公司 AI 服务器高意向订单 (pipeline) 需求强劲，公司预计下半年将转化成实际可观收入。2) **Neptune 液冷方案客户采用率不断提升。** FY25Q2 收入同比上升 48%。公司最新的基于英伟达 GB 200 平台打造的 Think System 服务器，采用第 6 代 Neptune 技术，无需专门的数据中心空调即可实现 100% 液冷散热。3) **存储业务**受益于下游云计算客户的高额投资，收入实现高双位数增长。**公司预计随着云厂商客户多元化以及 ESMB 业务结构的优化，ISG 业务收入和盈利能力均有望实现增长。**

FY25Q2 SSG (方案服务) 业务收入持续双位数同比增长： SSG 收入 40.50 亿美元，同比 +12%，营业利润 8.38 亿美元，同比 +13%，营业利润率 21%。运维服务/项目与解决方案服务/支持服务收入同比 +19%/+19%/+3%。我们预期高利润率 SSG 业务有望维持增长，带动整体盈利能力提升。

盈利预测、估值与评级：我们维持 FY25-27 净利润预测 13.19/17.02/20.03 亿美元。公司当前股价 9.17 港元对应 FY25/26 11/9 倍 P/E，公司：1) 受益于 AI PC 带动的消费者换机需求提振；2) 聚焦 AI PC 软硬件生态组织，有望重塑估值，维持“买入”评级。

风险提示：商用 PC 需求恢复不及预期；AI PC 落地进展不及预期；基础设施方案业务下游需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入 (百万美元)	61,947	56,864	62,990	69,990	75,287
营业收入增长率 (%)	(13.5)	(8.2)	10.8	11.1	7.6
净利润 (百万美元)	1,608	1,011	1,319	1,702	2,003
EPS (美元)	0.135	0.084	0.106	0.137	0.161
EPS 增长率 (%)	(22.7)	(37.7)	26.6	29.0	17.7
P/E	9	14	11	9	7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截止 2024-11-15;

注: 财报年度由上年的 4 月 1 日截至当年 3 月 31 日; 按照 1USD=7.7851HKD 换算

买入 (维持)

当前价: 9.17 港元

作者

分析师: 付天姿

执业证书编号: S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师: 王贇

执业证书编号: S0930522120001

021-52523862

yunwang@ebscn.com

联系人: 沈昱恒

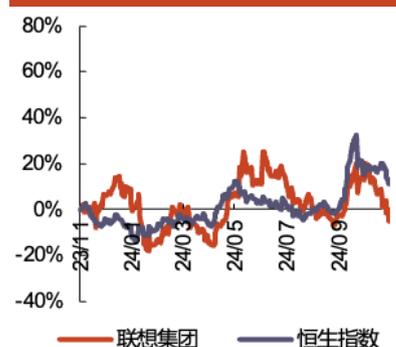
021-52523686

shenyuheng@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	124.05
总市值(亿港元):	1,137.51
一年最低/最高(港元):	7.8-12.26
近 3 月换手率:	42.9%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.4	-16.7	-8.8
绝对	-16.6	-5.3	0.1

资料来源: Wind

相关研报

FY25Q1 业绩符合预期, AI 赋能各业务板块成长动力——联想集团 (0992.HK) FY25Q1 业绩点评报告 2024-08-16

AI PC 新纪元开启, FY25 各业务有望全线增长 2024-05-25

FY3Q24 业绩超预期, PC 行业复苏短期有波折但长期趋势不改 2024-02-23

财务报表与盈利预测 (单位: 百万美元)

利润表	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营业务收入	61,947	56,864	62,990	69,990	75,287
营业成本	(51,446)	(47,061)	(51,999)	(57,564)	(61,795)
毛利	10,501	9,803	10,991	12,426	13,492
其它收入	(40)	31	(30)	(30)	(30)
营业开支	(7,792)	(7,828)	(8,679)	(9,595)	(10,249)
营业利润	2,669	2,006	2,282	2,801	3,213
财务成本净额	(516)	(615)	(473)	(469)	(471)
应占利润及亏损	(17)	(26)	(16)	(20)	(21)
税前利润	2,136	1,365	1,793	2,313	2,721
所得税开支	(455)	(263)	(359)	(463)	(544)
税后经营利润	1,681	1,102	1,434	1,850	2,177
少数股东权益	(73)	(92)	(115)	(148)	(174)
永续债券持有人权益	0	0	0	0	0
净利润	1,608	1,011	1,319	1,702	2,003
息税折旧前利润	4,022	3,419	3,127	3,817	4,402
息税前利润	2,669	2,006	2,282	2,801	3,213
每股收益 (美元)	0.14	0.08	0.11	0.14	0.16
每股股息 (美元)	0.05	0.05	0.03	0.04	0.05

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测;

注: 财报年度由上年的 4 月 1 日截至当年 3 月 31 日, 下同

资产负债表	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总资产	38,920	38,751	43,867	49,642	52,289
流动资产	22,941	22,687	27,446	33,037	35,673
现金及短期投资	4,321	3,625	6,929	10,499	11,293
有价证券及短期投资	37	70	74	60	68
应收账款	7,901	8,131	8,987	9,660	10,642
存货	6,372	6,703	6,760	7,483	8,033
其它流动资产	4,309	4,159	4,696	5,335	5,636
非流动资产	15,979	16,064	16,421	16,605	16,616
长期投资	438	319	311	301	290
固定资产净额	2,006	2,010	2,557	2,948	3,177
其他非流动资产	13,534	13,735	13,553	13,356	13,149
总负债	32,873	32,670	36,993	41,403	42,481
流动负债	26,093	26,059	30,295	34,547	35,560
应付账款	7,028	8,474	10,400	11,513	12,359
短期借贷	272	50	2,799	5,299	4,901
其它流动负债	18,794	17,535	17,097	17,736	18,300
长期负债	6,780	6,611	6,698	6,855	6,922
长期债务	3,683	3,569	3,369	3,169	2,969
其它	3,097	3,041	3,329	3,686	3,952
股东权益合计	6,047	6,081	6,874	8,240	9,808
股东权益	5,588	5,583	6,260	7,478	8,872
少数股东权益	459	499	613	761	935
负债及股东权益总额	38,920	38,751	43,867	49,642	52,289
净现金/(负债)	(2,730)	(3,036)	(2,568)	(1,656)	(529)
营运资本	7,245	6,359	5,347	5,630	6,317
长期可运用资本	12,827	12,692	13,572	15,095	16,729
股东及少数股东权益	6,047	6,081	6,874	8,240	9,808

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

现金流量表	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	2,801	2,011	2,651	2,995	3,337
净利润	1,608	1,011	1,319	1,702	2,003
折旧与摊销	1,353	1,413	845	1,016	1,189
营运资本变动	(426)	(434)	1,012	(283)	(687)
其它	267	21	(525)	560	832
投资活动现金流	(1,915)	(1,283)	(1,087)	(1,123)	(1,128)
资本性支出净额	(1,543)	(1,258)	(1,110)	(1,110)	(1,110)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(99)	119	8	10	10
其它资产变化	(274)	(145)	15	(23)	(29)
自由现金流	3,200	2,106	898	(1,659)	1,466
融资活动现金流	(414)	(1,336)	1,740	1,698	(1,414)
股本变动	(7)	(9)	0	0	0
净债务变化	534	(335)	2,548	2,300	(598)
派发红利	(526)	(613)	(642)	(484)	(609)
其它长期负债变化	(414)	(379)	(167)	(119)	(206)
净现金流	473	(609)	3,303	3,570	795

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%;
	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。
基准指数说明:		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP