

个人电脑份额提升，ISG 创新高

核心观点

- 公司营收和归母净利润在上半财年分别同增 22%及 41%，在第二财季分别增长 24% 和 44%至 178.5 和 3.59 亿美元。第二财季自由现金流 7.4 亿美元，同增近 6 倍。
- IDG 智能设备业务集团上半财年的收入增长 15%，主要受惠于个人计算机与智能手机超越市场的增长以及具备五项特征的人工智能个人计算机迅速上升所带动。**个人电脑营收同比上升 12%，全球市场出货量份额为 23.8%，根据 IDC 数据，第二财季全球份额进一步提升至 24%；智能手机营收同比上升 43%，在北美、EMEA 欧洲-中东-非洲区域和亚太市场分别同比增长 20%、35%和 282%；平板电脑营收同比上升 19%。营运效率及销售均价的上升使经营溢利率处于 7.3%的行业领先水平。联想已开发针对不同市场的个人人工智能代理，具有五大特征包括配备 AI Agent 的人工智能计算机在第二财季占中国笔记本电脑总出货量的 14%。
- ISG 基础设施方案业务集团的收入上半财年同比增长 65%至 65 亿美元，创新高。**其中，存储、软件和服务总营业额同比上升 35%，海神液冷服务器营业额同比上升 48%，两项业务营收都创历史新高。高性能计算在上半财年的收入创新高，赢得了 DreamWorks、马克斯·普朗克研究院、韩国气象厅及卡尔斯鲁厄理工学院等重要客户的订单。根据公司引用的第三方研究数据，互联网客户的 AI 需求增长加上企业业务的复苏，使公司在品牌服务器的市场地位上升至全球第五及中国第三。运营亏损持续收窄至 7300 万美元，稳步迈向盈亏平衡点。
- SSG 方案服务业务集团的收入同比增长 12%至 40 亿美元，主要受益于“即服务”及人工智能驱动的解决方案的强劲需求，连续 14 个季度双位数增长。**其中运维服务和项目与解决方案服务业务营业额均同增 19%。SSG 业务营业利润率维持在 21% 的较高水平。SSG 持续扩大经常性收入基础，递延收入达到创纪录的 31 亿美元。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24/25-26/27 财年每股收益为 0.10、0.12、0.14 美元（原预测为 0.10/0.13/0.16 美元，主要上调了营业收入和下调了税前利润率）。根据可比公司 24 年 18.92 倍 PE 估值，对应目标价为 15.09 港币（汇率采用 1: 7.7846），维持买入评级。

风险提示

- PC 行业景气度修复低于预期，行业竞争加剧，AI PC 进展不及预期。

公司主要财务信息

	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入(百万元)	61,947	56,864	65,259	71,100	76,728
同比增长(%)	-14%	-8%	15%	9%	8%
营业利润(百万元)	2,669	2,006	2,275	2,552	2,946
同比增长(%)	-13%	-25%	13%	12%	15%
归属母公司净利润(百万元)	1,608	1,011	1,271	1,513	1,797
同比增长(%)	-21%	-37%	26%	19%	19%
每股收益(元)	0.13	0.08	0.10	0.12	0.14
毛利率(%)	17.0%	17.2%	17.0%	16.8%	16.9%
净利率(%)	2.6%	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%
净资产收益率(%)	30.4%	18.1%	22.1%	24.4%	26.3%
市盈率(倍)	8.9	14.2	11.3	9.5	8.0
市净率(倍)	2.6	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）

股价（2024 年 11 月 18 日）	8.98 港元
目标价格	15.09 港元
52 周最高价/最低价	11.94/7.57 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,240,466/1,240,466
H 股市值（百万港币）	111,394
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024 年 11 月 20 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-10.38	-22.45	-7.23	-3.18
相对表现%	-6.22	-16.55	-19.54	-15.34
恒生指数%	-4.16	-5.9	12.31	12.16



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

IDG 利润率高，ISG 营收创新高	2024-08-20
第四财季业绩同比高增，AI PC 将成新驱动力	2024-05-27
联想发布多款 AI PC，持续推进 AI 生态建设	2024-05-06

盈利预测与投资建议

我们预测公司 24/25-26/27 财年每股收益为 0.10、0.12、0.14 美元（原预测为 0.10/0.13/0.16 美元），主要根据 24/25 财年第二季财报情况，上调了主营业务收入并下调了税前利润率。根据可比公司 24 年 18.92 倍 PE 估值，对应目标价为 15.09 港币（汇率采用 1: 7.7846），维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格 2024/11/18	每股收益			市盈率		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
华硕	2357.TW	612.00	21	42.04	44.28	28.54	14.56	13.82
惠普	HPQ.N	37.43	3.28	3.45	3.69	11.41	10.85	10.14
戴尔	DELL.N	136.01	7.61	7.13	7.68	17.87	19.08	17.71
宏碁	2353.TW	37.65	1.64	2.03	2.43	22.96	18.55	15.49
新普	6121.TW	357.50	30.67	29.96	35.28	11.66	11.93	10.13
中科曙光	603019	71.35	1.25	1.48	1.81	56.87	48.33	39.52
浪潮信息	000977	46.92	1.21	1.54	1.90	38.74	30.51	24.69
	最大值					56.87	48.33	39.52
	最小值					11.41	10.85	10.13
	调整后平均					23.96	18.92	16.37

注：各公司股份和每股收益的货币单位均为其所在股市使用货币；

数据来源：Wind、bloomberg、东方证券研究所

风险提示

PC 行业景气度修复低于预期，行业竞争加剧，AI PC 进展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万美元						单位:百万美元					
会计年度	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	会计年度	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金及现金等价物	4,250	3,560	3,901	4,406	5,159	营业总收入	61,947	56,864	65,259	71,100	76,728
应收款项合计	12,210	12,290	13,741	14,971	16,156	主营业务收入	61,947	56,864	65,259	71,100	76,728
存货	6,372	6,703	7,565	8,258	8,906	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	营业总支出	59,278	54,858	62,984	68,548	73,782
流动资产合计	22,941	22,687	25,352	27,775	30,376	营业成本	51,446	47,061	54,169	59,133	63,774
固定资产净值	2,645	2,348	2,289	2,140	1,966	营业开支	7,832	7,797	8,815	9,416	10,008
权益性投资	438	319	351	386	424	营业利润	2,669	2,006	2,275	2,552	2,946
其他长期投资	1,300	1,450	1,450	1,450	1,450	净利息支出	174	127	68	57	37
商誉及无形资产	8,926	8,917	8,433	8,003	7,620	权益性投资损益	-17	-26	-26	-26	-26
土地使用权	0	0	0	0	0	其他非经营性损益	-342	-488	-470	-433	-464
其他非流动资产	2,670	3,031	3,478	3,790	4,090	非经常项目前利润	2,136	1,365	1,711	2,037	2,420
非流动资产合计	15,979	16,064	16,001	15,768	15,549	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	38,920	38,751	41,353	43,543	45,926	除税前利润	2,136	1,365	1,711	2,037	2,420
应交税金	451	275	316	344	372	所得税	455	263	330	393	466
短期借贷及长期借贷到期部分	272	50	52	54	55	少数股东损益	73	92	111	132	156
其他流动负债	15,536	15,185	15,185	15,185	15,185	持续经营净利润	1,608	1,011	1,271	1,513	1,797
流动负债合计	26,093	26,059	27,652	28,761	29,830	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	3,683	3,569	3,676	3,787	3,900	净利润	1,608	1,011	1,271	1,513	1,797
其他非流动负债	3,097	3,041	3,490	3,803	4,104	优先股及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	6,780	6,611	7,167	7,589	8,004	归属普通股股东净利润	1,608	1,011	1,271	1,513	1,797
负债合计	32,873	32,670	34,819	36,351	37,834	EPS (摊薄)	0.13	0.08	0.10	0.12	0.14
归属母公司股东权益	5,588	5,583	5,925	6,452	7,195	主要财务比率					
少数股东权益	459	499	609	741	897	会计年度	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
所有者权益合计	6,047	6,081	6,534	7,193	8,092	成长能力					
负债和股东权益	38,920	38,751	41,353	43,543	45,926	营业收入增长率	-14%	-8%	15%	9%	8%
现金流量表						营业利润增长率	-13%	-25%	13%	12%	15%
会计年度	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	归属普通股股东净利润增长率	-21%	-37%	26%	19%	19%
经营活动现金流	2,801	2,011	2,472	2,442	2,718	获利能力					
净利润	1,608	1,011	1,271	1,513	1,797	毛利率	17.0%	17.2%	17.0%	16.8%	16.9%
折旧与摊销	1,353	1,413	1,364	1,301	1,230	净利率	2.6%	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%
营运资本变动	6,595	552	-273	-503	-465	ROE	30.4%	18.1%	22.1%	24.4%	26.3%
其他非现金调整	-6,754	-964	111	132	156	ROA	3.9%	2.6%	3.2%	3.6%	4.0%
投资活动现金流	-1,915	-1,283	-1,312	-1,062	-1,026	偿债能力					
出售固定资产收到的现金	35	28	28	28	28	资产负债率	84.5%	84.3%	84.2%	83.5%	82.4%
资本性支出	1,578	1,286	850	750	700	流动比率	87.9%	87.1%	91.7%	96.6%	101.8%
投资净增加	96	61	42	29	54	速动比率	63.5%	61.3%	64.3%	67.9%	72.0%
其他投资活动现金流量净额	-276	36	-447	-311	-300	每股指标 (美元)					
融资活动现金流	-414	-1,336	-820	-874	-939	每股收益	0.13	0.08	0.10	0.12	0.14
债务净增	445	-273	109	112	115	每股经营现金流	0.23	0.16	0.20	0.20	0.22
股本净增	0	0	0	0	0	每股净资产	0.45	0.45	0.48	0.52	0.58
支付的股利合计	579	583	612	643	675	估值比率					
其他筹资活动现金流量净额	-233	-480	-316	-343	-379	P/E	8.9	14.2	11.3	9.5	8.0
汇率变动	-153	-82	0	0	0	P/B	2.6	2.6	2.4	2.2	2.0
现金净增加额	320	-690	341	506	752	P/S	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。