

2024年11月18日

联想集团 (992.HK)

SDICSI

公司动态分析

证券研究报告

电脑及周边器材

三大业务板块增长迅猛,人工智能成关键驱动

事件:联想集团公布了2024/25财政年度中期业绩,截至2024年9月30日止三个月(2024/25 Q2),总收入约178.5亿美元,同比增长24%,受益于全球对人工智能领域的投资热潮,三大业务板块均有所增长;受低毛利率的ISG业务收入增长较高影响,整体毛利率同比下降1.8个百分点至15.7%;归母净利润约3.59亿美元,同比大幅增长44%。

报告摘要

人工智能浪潮的推动三大板块增长 全球对人工智能领域的投资热潮拉动了集团多方面的业绩表现,三大业务板块智能设备业务(IDG)、基础设施方案业务(ISG)和方案服务业务(SSG)业务收入分别实现17.4%、65.1%和12.9%的增长,带动公司整体收入实现23.9%同比增长,录得178.5亿美元。

PC与智能手机双驱动 2024/25 Q2智能设备业务IDG智能设备业务的营业额同比增长加速至17.4%,PC出货量同比上涨3个百分点,市场份额接近24%,PC的收入同比上升两位数,主要得益于平均售价的提升。智能手机和平板电脑业务的营业额分别增长43%和19%,尤其是在北美、欧洲、中东、非洲和亚太市场实现了显著增长。尽管IDG的毛利率有所下行,主要由于手机业务占比提升,但运营利润率仍保持在7.3个百分点。

基础设施方案业务激增 Q2财季ISG业务在云基础设施业务的推动下,实现了65%的同比增长,连续第二个季度创下历史新高;期间运营亏损持续收窄,海神液冷服务器营业额增长超过48%。ISG业务预计在下半财年订单将陆续落地,明年上半财年有望实现扭亏。公司计划继续优化企业基础设施业务模式,推进云基础设施业务客户的多元化。

方案服务业务利润率依旧稳健 在人工智能驱动下,SSG业务Q2收入同比增长13%,达到21.6亿美元,连续第14个季度录得双位数增长。尽管收入占比仅12%,但贡献了集团32%的运营利润。未来三年,全球IT服务市场预计将保持双位数增长,人工智能服务将成为主要驱动力。联想计划将人工智能内嵌到关键通用解决方案中,并开发更多人工智能原生服务。

投资建议 公司Q2财季的业绩符合市场的预期,各业务集团均取得了快速增长,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12.5亿美元和14.7亿美元(此前预估为12.4亿美元和14.5亿美元)。我们按2024/2025E的预计市盈率14.0x,给予公司11.0港元的目标价,相较于最近收市价有20.0%的涨幅,为“买入”评级。

风险提示: 产品销售不及预期; AI需求不及预期; 竞争加剧。

财务及估值摘要

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	66,279,984	71,750,071	76,946,777
变动(%)	-13.5%	-8.2%	16.6%	8.3%	7.2%
毛利率	17.0%	17.2%	16.0%	16.1%	16.3%
归母净利润(千美元)	1,607,722	1,010,506	1,249,550	1,474,902	1,602,746
变动(%)	-20.8%	-37.1%	23.7%	18.0%	8.7%
ROE	28.8%	18.1%	20.0%	20.3%	19.1%
股息率	4.0%	4.1%	2.6%	3.0%	3.3%
市销率@9.17港元(倍)	0.24	0.26	0.22	0.20	0.19
市盈率@9.17港元(倍)	9.1	14.4	11.7	9.9	9.1

数据来源:公司资料,国证国际预测

 投资评级: **买入**
维持 评级

 6个月目标价 **11.0 港元**

 股价 2024-11-15 **9.17 港元**

总市值(百万港元)	113,750.7
流通市值(百万港元)	113,750.7
总股本(百万)	12,404.7
流通股本(百万)	12,404.7
12个月低/高(港元)	7.7/11.7
平均成交(百万港元)	569.8

股东结构

联想控股股份有限公司	33.0%
杨元庆	6.1%
LazardAssetManagement	5.0%
其他股东	55.9%
总共	100.0%

股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-14.2	-15.5	-16.2
绝对收益	-20.8	-5.0	-4.9

数据来源:彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.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	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	61,946,854	56,863,784	66,279,984	71,750,071	76,946,777
营业成本	-51,445,762	-47,060,601	-55,671,181	-60,176,945	-64,392,406
毛利	10,501,092	9,803,183	10,608,803	11,573,127	12,554,370
其他收入	-40,043	30,861	-132,560	71,750	76,947
销售费用	-3,285,126	-3,308,889	-3,247,719	-3,587,504	-3,924,286
管理费用	-2,311,771	-2,491,839	-2,717,479	-3,013,503	-3,193,291
研发费用	-2,195,329	-2,027,532	-2,054,679	-2,224,252	-2,462,297
经营利润	2,668,823	2,005,784	2,456,365	2,819,618	3,051,443
财务费用-融资收入	141,667	148,134	66,280	71,750	76,947
财务费用-融资成本	-657,704	-762,805	-861,640	-932,751	-1,000,308
应占联营公司及合营公司业绩	-16,799	-25,659	-19,884	-21,525	-23,084
税前利润	2,135,987	1,365,454	1,641,121	1,937,092	2,104,998
所得税	-455,156	-263,142	-311,813	-368,047	-399,950
税后净利润	1,680,831	1,102,312	1,329,308	1,569,045	1,705,048
归属于母公司股东净利润	1,607,722	1,010,506	1,249,550	1,474,902	1,602,746
归属于非控制股东净利润	73,109	91,806	79,759	94,143	102,303
增长					
总收入 (%)	-13.5%	-8.2%	16.6%	8.3%	7.2%
归母净利润	-20.8%	-37.1%	23.7%	18.0%	8.7%

资产负债表

<千美元>, 财务年度截至<3月31日>

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	4,250,085	3,559,831	5,583,806	7,061,742	7,777,656
应收账款及票据	7,940,378	8,147,695	8,616,398	8,610,009	9,233,613
存货	6,371,858	6,702,677	6,680,542	6,920,349	7,405,127
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	25,259,277	26,970,631	28,794,928
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	41,397,579	43,515,421	45,667,048
应付账款及票据	9,772,934	10,505,427	12,247,660	13,238,928	14,166,329
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	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	28,568,083	29,559,351	30,486,752
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	35,347,762	36,339,030	37,266,431
归属于母公司股东权益	5,587,590	5,582,593	6,238,609	7,271,040	8,392,962
少数股东权益	459,431	498,594	578,353	672,495	774,798
总权益	6,047,021	6,081,187	6,816,961	7,943,535	9,167,760
总权益及总负债	38,920,057	38,750,954	42,164,723	44,282,565	46,434,192

财务分析

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	17.0%	17.2%	16.0%	16.1%	16.3%
销售费用率	-5.3%	-5.8%	-4.9%	-5.0%	-5.1%
管理费用率	-3.7%	-4.4%	-4.1%	-4.2%	-4.2%
研发费用率	-3.5%	-3.6%	-3.1%	-3.1%	-3.2%
有效税率	21.3%	19.3%	19.0%	19.0%	19.0%
净利率 (%)	2.7%	1.9%	2.0%	2.2%	2.2%
ROE	28.8%	18.1%	20.0%	20.3%	19.1%
ROA	4.1%	2.6%	3.0%	3.4%	3.5%
营运表现					
存货周转天数	51.3	50.0	43.3	40.7	40.0
应收账款周转天数	55.9	50.9	45.5	43.2	41.7
应付账款周转天数	80.3	77.6	73.6	76.2	76.6
财务状况					
流动比率	0.88	0.87	0.88	0.91	0.94
速动比率	0.63	0.61	0.65	0.68	0.70
总负债/总资产	0.84	0.84	0.85	0.84	0.82
经营性现金流/收入	0.05	0.04	0.07	0.06	0.05

现金流量表

<千美元>, 财务年度截至<3月31日>

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
税前利润	2,135,987	1,365,454	1,641,121	1,937,092	2,104,998
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	861,640	932,751	1,000,308
财务收入-经营活动	-141,667	-148,134	-66,280	-71,750	-76,947
无形资产减值	895	895	895	895	895
存货减少/(增加)	1,876,067	-330,819	22,135	-239,807	-484,778
应收账款、应收票据、	4,719,419	-44,530	-631,490	6,389	-623,605
应付账款、应付票据、	-6,823,593	330,302	2,144,424	991,268	927,402
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	4,906,012	4,549,455	3,920,049
已付税项	-528,110	-613,899	-311,813	-368,047	-399,950
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	4,594,199	4,181,408	3,520,099
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	-795,360	-861,001	-923,361
投资活动现金流	-1,915,020	-1,283,450	-2,195,360	-2,261,001	-2,323,361
派付股息-融资活动	-578,795	-583,273	-374,865	-442,471	-480,824
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	-374,865	-442,471	-480,824
现金变化	472,606	-608,564	2,023,975	1,477,936	715,914
期末持有现金	4,250,085	3,559,831	5,583,806	7,061,742	7,777,656

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

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国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际，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、意见及推测反映国证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。国证国际，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，而应根据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。

国证国际及其高级职员、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。国证国际，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)，国证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。

收件人应注意国证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，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证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。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

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。
- 国证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。

国证国际证券(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：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010