

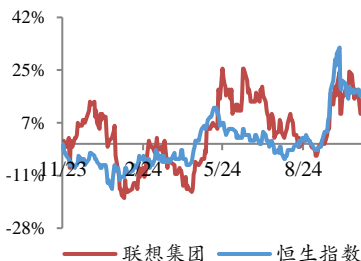
业绩超预期，ISG 业务表现突出

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-11-26

收盘价（港元）	9.11
近 12 个月最高/最低（港元）	12.26/7.80
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）	1,130
流通市值（亿港元）	1,130

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. 联想集团深度：PC 市场回暖，AI 服务器有望带动增量 2024-10-02

主要观点：

● 事件：

联想集团发布 2025 财年中中期业绩报告。FY25H1，公司实现营业收入 333.0 亿美元，yoy+21.9%；实现归母净利润 6.0 亿美元，yoy+41.4%；实现毛利率 16.08%，净利率 1.91%。

FY25Q2，公司实现营业收入 178.5 亿美元，yoy +23.9%，qoq +15.6%；实现归母净利润 3.6 亿美元，yoy+43.9%，qoq+47.3%；单季度实现毛利率 15.66%，净利率 2.15%。

● IDG：行业产品双驱动推动业务高增长

FY25Q2，公司 IDG 业务实现收入 135.1 亿美元，yoy +17%，qoq +18%。据 Canalys 统计，2024 年三季度，全球 PC 出货量为 6640 万台，同比增长 1.3%。长期看，受 2025 年 10 月 Windows 10 服务终止影响，2025 年 PC 出货量仍会保持增长态势。联想 PC 业务受到 PC 行业及自身 AIPC 产品双驱动，实现量价齐升。三季度联想全球出货量达 1650 万台，同比增长 3%，位居榜首，联想市占率约为 24%，同比增长约 0.7pct。智能手机业务受益于 AI 催化，产生换机需求，公司智能手机业务实现同比 43% 高增长。

● ISG：业绩创新高，经营利润持续收窄

FY25Q2，公司 ISG 业务实现收入 33.1 亿美元，yoy+65.1%，qoq+4.8%，创季度新高，主要得益于云推动 AI 服务器需求，确认订单稳健增长。另外公司在存储、软件和服务业务的营业额年比上年增长 35%，创新高。公司液冷技术成熟，联想海神液冷服务器订单量持续增长，营业额年比上年增长 48%。FY25Q2，公司经营利润为-3573 万美元，亏损持续收窄。长期看公司持续扩大需求端的维度和自身产品竞争力，市占率有望持续提升，盈利能力有望持续改善。

● SSG：高收入增长下维持高运营利润率

FY25Q2，公司 SSG 业务实现收入 21.7 亿美元，yoy+12.9%，qoq+14.8%；实现营业利润 4.42 亿美元，yoy+15.4%，经营利润率为 20.4%。未来全球 IT 服务市场将保持双位数增长，AI 服务将以整体市场两倍以上的增速增长，SSG 业务增势得以保证。

● 投资建议

预计 FY 25-27 年公司收入为 651.3/702.1/753.6 亿美元；预计 FY 25-27 年公司归母净利润为 12.55/16.08/19.01 亿美元，维持“增持”评级。

● 风险提示

PC 行业修复不及预期，行业竞争加剧，AIPC 进展不及预期、AI 服务器市场政策风险等。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	56,864	65,130	70,210	75,362
收入同比 (%)	-8.2%	14.5%	7.8%	7.3%
归母净利润	1,011	1,255	1,608	1,901
归母净利润同比 (%)	-37.1%	24.1%	28.2%	18.2%
ROE (%)	17%	19%	24%	22%
每股收益 (美元)	0.08	0.10	0.13	0.16
市盈率 (P/E)	14.2	11.5	9.0	7.6

资料来源: wind, 华安证券研究所

资产负债表	百万美元			
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	3,625	3,290	3,024	4,140
应收账款	8,148	8,070	8,957	9,728
库存	6,703	9,111	9,275	9,528
其他流动资产	4,211	4,559	5,060	5,496
流动资产	22,687	25,030	26,317	28,892
固定资产	2,348	2,366	2,407	2,534
商誉	4,904	4,904	4,904	4,904
投资	319	320	320	500
其他长期资产	8,493	8,748	9,381	9,753
资产总计	38,751	41,368	43,329	46,582
应付账款	10,505	12,018	13,366	14,519
短期借贷	50	878	974	1,058
其他流动负债	15,503	17,425	17,425	17,425
流动负债	26,059	30,321	31,765	33,002
非流动负债	3,569	2,981	2,981	2,981
其他长期负债	3,041	1,524	1,888	2,050
负债合计	32,670	34,826	36,634	38,033
普通股股本	3,501	3,501	3,501	3,501
少数股东权益	499	614	614	614
股东权益合计	6,081	6,542	6,695	8,549
负债股东权益总计	38,751	41,368	43,329	46,582

现金流量表	百万美元			
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
税后利润	1,102	1,290	1,608	1,901
折旧和摊销	1,413	1,420	1,400	1,422
其他经营现金流	-504	-1,291	-1,646	-1,878
经营现金流合计	2,011	1,419	1,362	1,445
资本支出	-702	-938	-641	-748
其他投资现金流	-582	26	-	-
投资现金流合计	-1,283	-912	-641	-748
权益变动	-	-	-	-
股息	-583	-127	-127	-127
其他融资现金流	-753	-749	-862	546
融资现金流合计	-1,336	-876	-988	419
现金流总计	-609	-370	-267	1,117
期初现金	4,250	3,560	3,230	2,963
期末现金	3,560	3,230	2,963	4,080

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表	百万美元			
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	56,864	65,130	70,210	75,362
营业成本	47,061	54,494	58,708	63,004
毛利	9,803	10,636	11,502	12,358
研发费用	2,028	2,074	2,317	2,487
销售费用	3,309	3,390	3,651	3,843
管理费用	2,492	2,734	2,808	2,939
营业费用合计	7,797	8,285	8,776	9,270
营业利润	2,006	2,351	2,726	3,088
营业外利润	-640	-715	-632	-678
利润总额	1,365	1,636	2,094	2,410
所得税费用	-263	-302	-375	-431
税后利润	1,102	1,334	1,719	1,979
少数股东损益	-92	-80	-111	-77
归母净利润	1,011	1,255	1,608	1,901
EPS	0.084	0.103	0.131	0.155
EBITDA	3,419	3,771	4,126	4,510

核心指标	FY2024A			
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
盈利指标				
营收增长率	-8.2%	14.5%	7.8%	7.3%
EBITDA增长率	-15.0%	10.3%	9.4%	9.3%
EPS增长率	-37.7%	22.0%	28.2%	18.2%
毛利率	17.2%	16.3%	16.4%	16.4%
营业利润率	3.5%	3.6%	3.9%	4.1%
ROIC (%)	17.8%	22.2%	23.5%	24.2%
ROE (%)	16.6%	19.2%	24.0%	22.2%
估值指标				
P/E (X)	14.2	11.5	9.0	7.6
P/B (X)	2.4	2.2	2.2	1.7
EV/EBITDA (X)	4.2	4.0	3.8	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%	85%	82%
流动比率	0.69	0.72	0.72	0.76
速动比率	0.68	0.67	0.69	0.74

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。