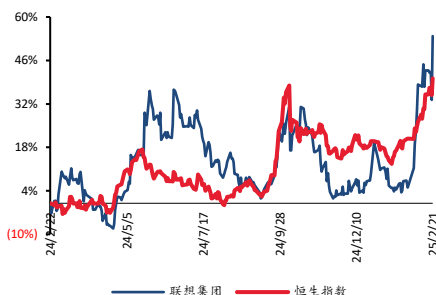


## 业绩略超预期, AI 驱动未来

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|                  |                   |
|------------------|-------------------|
| 总股本/流通(亿股)       | 124.05/124.05     |
| 总市值/流通(亿港元)      | 1,687.03/1,687.03 |
|                  | 7.03              |
| 12 个月内最高/最低价(港元) | 13.6/7.99         |

### 相关研究报告

<< 业绩略超预期, 各项业务快速增长 >>—2024-11-18

<<AI 引领收入快速增长 >>—2024-08-21

<<第四季度经营持续向好, AI 成为发展新动力 >>—2024-06-02

### 证券分析师: 曹佩

电话:

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190520080001

公司发布 24/25 财年三季报, 收入 520.93 亿美元, 同比增长 21%; 净利润 13.38 亿美元, 同比增长 57%。

**经营业绩保持平稳。**24/25 财年前三季度公司毛利率为 15.96%, 相对于去年同期下降了 1.18 个百分点, 主要原因是基础设施方案集团增长迅速, 而其毛利率相对较低; 销售费用率为 5.10%, 相对于去年同期下降了 0.62 个百分点; 管理费用率为 4.05%, 相对于去年同期下降了 0.20 个百分点。净利润包括其中含 2.82 亿美元一次性所得税抵免。

### 收入增速高歌猛进, 各项业务中:

- 智能设备业务集团实现收入 387.20 亿美元, 同比增长 13%, 经营利润率为 7.28%, 相对于去年同期提升了 0.23 个百分点。游戏类个人电脑销售、windows 11 的更新以及 AIPC 都提升了该业务的增长率。
- 基础设施方案集团实现收入 104.04 亿美元, 同比增长 59%, 本季度开始实现盈利。云端需求促进了服务器的增长态势。
- 方案服务业务集团实现收入 63.07 亿美元, 同比增长 11.54%, 经营利润率为 20.58%。

**AI 驱动未来。**从设备端来看, 个人 AIPC 将日益普及, 公司也陆续发布了多款产品。从基础设施端来看, 各大 IT 厂商的资本支出仍然高企, 有望带动服务器行业快速增长, 公司亦发布了相对应的液冷产品 Neptune。

**投资建议:**公司的收入持续保持复苏态势, 面向 AI 领域公司呈现了积极的变化, 收入增速和盈利增速均保持良好态势。我们预计 FY24/25E、FY25/26E、FY26/27E 年公司的 EPS 分别为 0.12 美元、0.12 美元、0.14 美元, 维持买入评级。

**风险提示:**PC 市场竞争加剧; 手机业务进展不及预期; 方案服务落地不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

|            | FY23/24 | FY24/25E | FY25/26E | FY26/27E |
|------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万美元) | 56864   | 67232    | 74558    | 81367    |
| 营业收入增长率(%) | -8%     | 18%      | 11%      | 9%       |
| 归母净利(百万美元) | 1011    | 1506     | 1534     | 1689     |
| 净利润增长率(%)  | -37%    | 49%      | 2%       | 10%      |
| 摊薄每股收益(美元) | 0.08    | 0.12     | 0.12     | 0.14     |
| 市盈率(PE)    | 107.85  | 112.00   | 110.00   | 99.86    |

资料来源：携宁云估值，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表     | FY23/24 | FY24/25E | FY25/26E | FY26/27E |
|-----------|---------|----------|----------|----------|
| 流动资产      | 22,687  | 27,093   | 31,613   | 36,326   |
| 现金        | 3,560   | 5,026    | 7,236    | 9,556    |
| 应收账款及票据   | 8,148   | 9,456    | 10,397   | 11,431   |
| 存货        | 6,703   | 7,615    | 8,445    | 9,272    |
| 其他        | 4,277   | 4,997    | 5,534    | 6,068    |
| 非流动资产     | 16,064  | 16,934   | 17,215   | 17,352   |
| 固定资产      | 2,348   | 2,598    | 2,823    | 3,014    |
| 无形资产      | 8,917   | 8,738    | 8,564    | 8,392    |
| 其他        | 4,799   | 5,597    | 5,829    | 5,946    |
| 资产总计      | 38,751  | 44,027   | 48,828   | 53,679   |
| 流动负债      | 26,059  | 29,924   | 33,194   | 36,344   |
| 短期借款      | 50      | 170      | 170      | 170      |
| 应付账款及票据   | 10,505  | 11,885   | 13,166   | 14,474   |
| 其他        | 15,503  | 17,869   | 19,858   | 21,699   |
| 非流动负债     | 6,611   | 6,525    | 6,525    | 6,525    |
| 长期债务      | 3,569   | 3,469    | 3,469    | 3,469    |
| 其他        | 3,041   | 3,056    | 3,056    | 3,056    |
| 负债合计      | 32,670  | 36,449   | 39,719   | 42,869   |
| 普通股股本     | 3,501   | 3,501    | 3,501    | 3,501    |
| 储备        | 4,507   | 5,899    | 7,319    | 8,894    |
| 归属母公司股东权益 | 5,583   | 6,975    | 8,394    | 9,969    |
| 少数股东权益    | 499     | 604      | 715      | 841      |
| 股东权益合计    | 6,081   | 7,578    | 9,109    | 10,810   |
| 负债和股东权益   | 38,751  | 44,027   | 48,828   | 53,679   |

| 现金流量表     | FY23/24 | FY24/25E | FY25/26E | FY26/27E |
|-----------|---------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金流   | 2,011   | 3,229    | 3,527    | 3,550    |
| 净利润       | 1,011   | 1,506    | 1,534    | 1,689    |
| 少数股东权益    | 92      | 105      | 111      | 126      |
| 折旧摊销      | 1,424   | 228      | 230      | 230      |
| 营运资金变动及其他 | -515    | 1,390    | 1,653    | 1,505    |
| 投资活动现金流   | -1,283  | -1,560   | -1,094   | -1,008   |
| 资本支出      | -1,286  | -300     | -280     | -250     |
| 其他投资      | 2       | -1,260   | -814     | -758     |
| 筹资活动现金流   | -1,336  | -88      | -108     | -108     |
| 借款增加      | -273    | 20       | 0        | 0        |
| 普通股增加     | 0       | 0        | 0        | 0        |
| 已付股利      | -583    | -108     | -108     | -108     |
| 其他        | -480    | 0        | 0        | 0        |
| 现金净增加额    | -690    | 1,466    | 2,210    | 2,319    |

| 利润表      | FY23/24 | FY24/25E | FY25/26E | FY26/27E |
|----------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入     | 56,864  | 67,232   | 74,558   | 81,367   |
| 其他收入     | 31      | 0        | 0        | 0        |
| 营业成本     | 47,061  | 56,105   | 62,107   | 67,697   |
| 销售费用     | 3,309   | 3,496    | 4,044    | 4,406    |
| 管理费用     | 2,492   | 2,756    | 3,081    | 3,388    |
| 研发费用     | 2,028   | 2,317    | 2,684    | 3,011    |
| 财务费用     | 127     | 37       | 8        | -36      |
| 除税前溢利    | 1,365   | 2,026    | 2,062    | 2,273    |
| 所得税      | 263     | 415      | 417      | 458      |
| 净利润      | 1,102   | 1,611    | 1,645    | 1,815    |
| 少数股东损益   | 92      | 105      | 111      | 126      |
| 归属母公司净利润 | 1,011   | 1,506    | 1,534    | 1,689    |
| EBIT     | 1,493   | 2,063    | 2,070    | 2,237    |
| EBITDA   | 2,916   | 2,292    | 2,299    | 2,467    |
| EPS (元)  | 0.08    | 0.12     | 0.12     | 0.14     |

| 主要财务比率    | FY23/24 | FY24/25E | FY25/26E | FY26/27E |
|-----------|---------|----------|----------|----------|
| 成长能力      |         |          |          |          |
| 营业收入      | -8.21%  | 18.23%   | 10.90%   | 9.13%    |
| 归属母公司净利润  | -37.15% | 49.06%   | 1.82%    | 10.15%   |
| 获利能力      |         |          |          |          |
| 毛利率       | 17.24%  | 16.55%   | 16.70%   | 16.80%   |
| 销售净利率     | 1.78%   | 2.24%    | 2.06%    | 2.08%    |
| ROE       | 18.10%  | 21.60%   | 18.27%   | 16.95%   |
| ROIC      | 12.42%  | 14.63%   | 12.95%   | 12.36%   |
| 偿债能力      |         |          |          |          |
| 资产负债率     | 84.31%  | 82.79%   | 81.35%   | 79.86%   |
| 净负债比率     | 0.98%   | -18.29%  | -39.49%  | -54.73%  |
| 流动比率      | 0.87    | 0.91     | 0.95     | 1.00     |
| 速动比率      | 0.61    | 0.65     | 0.70     | 0.74     |
| 营运能力      |         |          |          |          |
| 总资产周转率    | 1.46    | 1.62     | 1.61     | 1.59     |
| 应收账款周转率   | 7.07    | 7.64     | 7.51     | 7.46     |
| 应付账款周转率   | 4.64    | 5.01     | 4.96     | 4.90     |
| 每股指标 (元)  |         |          |          |          |
| 每股收益      | 0.08    | 0.12     | 0.12     | 0.14     |
| 每股经营现金流   | 0.16    | 0.26     | 0.28     | 0.29     |
| 每股净资产     | 0.45    | 0.56     | 0.68     | 0.80     |
| 估值比率      |         |          |          |          |
| P/E       | 107.85  | 112.00   | 110.00   | 99.86    |
| P/B       | 20.15   | 24.19    | 20.10    | 16.92    |
| EV/EBITDA | 38.60   | 73.01    | 71.82    | 65.98    |

资料来源：携宁云估值，太平洋证券  
注：单位百万美元

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。