

联想集团 (00992.HK)

PC 恢复增长，服务器扭亏尚需时间

23/24FYQ3 营收同比增速转正、环比增长 9%，净利润率环比进一步改善。 Q3 财季，联想集团收入 157 亿美元，同比/环比增长 3%/9%。智能业务业务集团 (IDG)/基础设施方案业务集团 (ISG)/方案服务业务集团 (SSG) 各实现收入 124/25/20 亿美元，同比 7%/-13%/+10%，环比+7%/+24%/+5%。公司 Q3 财季的经营利润率录得 3.9%，环比提升 0.3pct，主要受 ISG 经营亏损率收窄影响。Q3 财季归母净利润 3.4 亿美元，同比下降 23%、降幅大幅收窄，环比增长 35%，归母净利润率 2.1%，环比再次改善 0.4pct，主要是由于公司积极控制费用，例如财务费用同比/环比节约 1000/1600 万美元。但公司仍将持续投入研发，预计全年研发投入占收入比重将创历史记录，为公司的长期发展奠定技术基础。

IDG: 同比增速转正、盈利能力接近历史峰值，预计 Q4 财季承压。 Q3 财季，IDG 收入 124 亿美元，同比增速转正，YoY 6.7%。我们测算，Q3 财季 PC/非 PC 分别占 IDG 集团的 74%/26%，占总收入 58%/21%。公司在全球 PC 出货量市占率进一步提升 0.5pct 至 24%，智能手机和平板电脑出货量同比增速均超市场 20pct 以上。产品高端化带动 IDG 业务集团经营利润率达到了 7.4%，几乎超越 21/22Q3 的历史高点。展望 23/24Q4 财季，受 AI PC 产品推出后、B 端用户产品测试需要时间的影响，我们预计 23/24Q4 财季 IDG 收入暂时承压。24/25 下半年，公司陆续推出更多面向全球的 AI PC 产品后，有望看到需求爆发。公司预计随着 AI PC 上搭载更丰富的配置，ASP 有望小幅提升、利润率领先行业。

ISG: 连续两个季度收入环比增长，扭亏仍需时间。 训练服务器虽需求爆发但受限于 AI 显卡供应短缺，叠加通用服务器发展有些停滞，ISG 在 23/24Q1 财季收入下降到低点。Q2-3 财季收入连续两个季度环比改善，Q3 收入录得 25 亿美金，我们预计 Q4 财季有望同比小幅增长。除了服务器，Q3 财季公司存储、软件和服务总收入达到创纪录的 10 亿美元，稳居全球存储和 AI 基础设施第三。盈利方面，ISG OP Margin 连续 3 个季度亏损，Q3 财季录得-1.5%，主要系经营杠杆降低和研发投入增加。我们预计随着英伟达 GPU 供应逐渐充足、更多 GPU 采用，公司 ISG 有望在 24/25FY H2 实现较好业绩、OP Margin 有望扭亏。

SSG: 收入稳健增长，利润率小幅提升。 公司 Q3 财季 SSG 收入同比增长 10% 至 20 亿美元，创历史新高，经营利润率同比/环比提升 0.2/0.4pct 至 20.4%，远超过其他业务集团，盈利新引擎的地位日益凸显。1) 支持服务: 渗透率提升以及 Premier Support 和 Premier Support Plus 的服务订单量创新高，收入同比增长 7%。2) 运维服务: 收入同比增长 26%，主要是由于装置即服务、IaaS 解决方案需求强劲。公司于 Q3 财季赢得迄今为止最大的 TruScale 基础设施即服务订单和 Q3 最大的资产恢复服务订单，运维服务收入望持续增长。3) 项目与解决方案服务: 收入同比增长 5%，主要是由于垂直领域对集成解决方案需求稳健。Q3 财季，运维服务、项目与解决方案服务业务营业额占 SSG 的 55%，连续 11 个季度同比提升。

投资建议: 考虑到 AI PC 放量、ISG 业务扭亏仍需时间，我们下调了盈利预测。我们预计公司 23/24FY、24/25FY、25/26FY 的营业收入为 560/597/650 亿美元，同比 -9.6%/+6.6%/+8.8%；归母净利润为 9.1/12.1/15.5 亿美元，同比 -43.2%/+32.1%/+28.8%。考虑公司行业地位、未来的成长性、盈利能力改善等估值因素，我们认为公司合理市值为 1226 亿港元 (9.88 港元/股，以 2 月 23 日收盘汇率计)，对应 13 倍 23/24 财年 P/E，维持“买入”评级。

风险提示: 全球宏观经济增长不及预期；全球 PC 市场恢复速度不及预期；服务器行业增长不及预期；公司服务器市场份额提升幅度不及预期；上游原材料供应风险；新业务发展不及预期；汇率波动风险；测算假设不确定性风险。

财务指标	21/22FY	22/23FY	23/24FY	24/25FY	25/26FY
营业收入(百万美元)	71,618	61,947	56,014	59,716	64,964
增长率 YoY(%)	17.9	-13.5	-9.6	6.6	8.8
净利润(百万美元)	2,030	1,608	913	1,206	1,554
增长率 YoY(%)	72.3	-20.8	-43.2	32.1	28.8
EPS(美元)	0.17	0.13	0.08	0.10	0.13
净资产收益率(%)	47.5	30.4	15.1	16.7	17.8
P/E(倍)	6.7	8.4	14.9	11.2	8.7
P/B(倍)	2.7	2.4	2.1	1.8	1.5

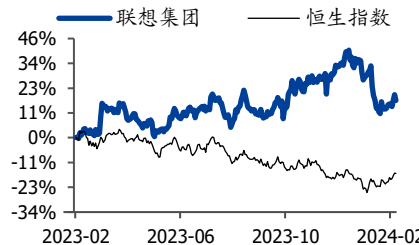
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 2 月 23 日收盘价 (以 2 月 23 日收盘汇率计)

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
2 月 23 日收盘价(港元)	8.55
总市值(百万港元)	106,059.84
总股本(百万股)	12,404.66
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	76.08

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

研究助理 刘玲

执业证书编号: S0680122080029

邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 《联想集团 (00992.HK): 利润率环比改善，望受益于 AI PC》2023-11-24
- 《联想集团 (00992.HK): PC 降幅望收窄，服务器及 SSG 拉动成长》2023-09-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万美元)

会计年度	21/22FY	22/23FY	23/24FY	E24/25FY	E 25/26FY
流动资产	28997	22941	23146	22913	23632
现金	4023	4321	4483	5277	4486
应收票据及应收账款	11290	7940	7619	7642	7877
其他应收款	5014	3945	4146	4148	4875
可收回所得税款	256	325	325	325	325
存货	8301	6372	6536	5484	6032
其他流动资产	114	37	37	37	37
非流动资产	15514	15979	16706	17472	18273
长期投资	340	438	945	1452	1959
固定资产	1637	2006	2020	2074	2163
无形资产	8906	8926	9132	9338	9543
其他非流动资产	4631	4608	4608	4608	4608
资产总计	44510	38920	39852	40385	41906
流动负债	32759	26093	26591	26026	26165
短期借款	788	272	133	88	27
应付票据及应付账款	13185	9773	13789	10711	14479
其他流动负债	18786	16049	12669	15228	11659
非流动负债	6357	6780	6227	6045	5800
长期借款	2633	3683	3131	2949	2704
其他非流动负债	3724	3097	3097	3097	3097
负债合计	39116	32873	32819	32072	31965
少数股东权益	404	459	533	606	679
股本	3204	3282	3282	3282	3282
储备	1787	2305	3219	4425	5979
归属母公司股东权益	4991	5588	6501	7707	9262
负债和股东权益	44510	38920	39852	40385	41906

现金流量表 (百万美元)

会计年度	21/22FY	22/23FY	23/24FY	E24/25FY	E 25/26FY
经营活动现金流	4077	2801	2856	3072	1618
净利润	2768	2136	987	1279	1627
折旧摊销	1264	1353	1261	1268	1284
财务费用	306	516	507	491	490
投资损失	-77	-233	-233	-233	-233
营运资金变动	444	-179	825	741	-1077
其他经营现金流	-628	-791	-491	-474	-474
投资活动现金流	-1498	-1915	-2003	-2050	-2102
资本支出	-396	-428	-471	-518	-570
长期投资	-160	-103	-507	-507	-507
其他投资现金流	-942	-1384	-1025	-1025	-1025
筹资活动现金流	-1757	-414	-691	-228	-306
短期借款	2062	2196	1748	2002	1982
长期借款	-2061	-2196	-1886	-2048	-2043
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	2	3	4	5
其他筹资现金流	-1760	-416	-555	-186	-250
现金净增加额	821	473	162	794	-791

利润表 (百万美元)

会计年度	21/22FY	22/23FY	23/24FY	E 24/25FY	E 25/26FY
营业收入	71618	61947	56014	59716	64964
营业成本	59569	51446	46470	50319	54551
销售及分销费用	3746	3285	3193	2986	3118
行政费用	2944	2312	2465	1851	1884
研发费用	2073	2195	2073	2389	2793
其他经营收入净额	204	40	36	39	42
经营利润	3081	2669	1778	2133	2575
财务费用	306	516	507	491	490
应占联营及合营公司亏损	7	17	17	17	17
利润总额	2768	2136	1254	1626	2068
所得税	622	455	267	346	441
净利润	2145	1681	987	1279	1627
少数股东损益	116	73	73	73	73
归属母公司净利润	2030	1608	913	1206	1554
EBITDA	4338	4005	3021	3385	3843
EPS (美元)	0.17	0.13	0.08	0.10	0.13

主要财务比率

会计年度	21/22FY	22/23FY	23/24FY	E 24/25FY	E 25/26FY
成长能力					
营业收入 (%)	17.9	-13.5	-9.6	6.6	8.8
营业利润 (%)	4.3	4.3	3.2	3.6	4.0
归属母公司净利润 (%)	72.3	-20.8	-43.2	32.1	28.8
获利能力					
毛利率 (%)	16.8	17.0	17.0	15.7	16.0
归母净利率 (%)	2.8	2.8	2.6	1.6	2.0
ROE (%)	47.5	30.4	15.1	16.7	17.8
ROIC (%)	19.8	16.5	10.3	11.5	12.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	87.9	84.5	82.4	79.4	76.3
净负债比率 (%)	116.0	97.9	81.8	59.7	57.9
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.5	1.4	1.5	1.6
应收账款周转率	7.2	6.4	7.2	7.8	8.4
应付账款周转率	4.9	4.5	3.9	4.1	4.3
每股指标 (美元)					
每股收益	0.17	0.13	0.08	0.10	0.13
每股经营现金流	0.33	0.23	0.23	0.25	0.13
每股净资产	0.40	0.45	0.52	0.62	0.75
估值比率					
P/E	6.7	8.4	14.9	11.2	8.7
P/B	2.7	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	26.0	28.1	37.2	33.0	29.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024年2月23日收盘价

图表 1: 核心盈利预测

	20/21FY	21/22FY	22/23FY	23/24FY E	24/25FY E	25/26FY E
收入 (百万美元)	60,742	71,618	61,947	56,014	59,716	64,964
YoY	19.8%	17.9%	-13.5%	-9.6%	6.6%	8.8%
IDG (百万美元)	53,007	62,310	49,371	44,207	46,761	50,554
YoY	17.2%	17.6%	-20.8%	-10.5%	5.8%	8.1%
ISG (百万美元)	6,301	7,140	9,756	8,398	9,072	10,089
YoY	14.6%	13.3%	36.6%	-13.9%	8.0%	11.2%
SSG (百万美元)	4,193	5,442	6,663	7,330	8,063	8,869
YoY	-	29.8%	22.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利 (百万美元)	9,768	12,049	10,501	9,544	9,397	10,413
GPM	16.1%	16.8%	17.0%	17.0%	15.7%	16.0%
销售费用 (百万美元)	3,045	3,746	3,285	3,193	2,986	3,118
管理费用 (百万美元)	2,984	2,944	2,312	2,465	1,851	1,884
研发费用 (百万美元)	1,454	2,073	2,195	2,073	2,389	2,793
销售费用率	5.0%	5.2%	5.3%	5.7%	5.0%	4.8%
管理费用率	4.9%	4.1%	3.7%	4.4%	3.1%	2.9%
研发费用率	2.4%	2.9%	3.5%	3.7%	4.0%	4.3%
经营利润 (百万美元)	2,180	3,081	2,669	1,778	2,133	2,575
经营利润率	3.6%	4.3%	4.3%	3.2%	3.6%	4.0%
归母净利润 (百万美元)	1,178	2,030	1,608	913	1,206	1,554
归母净利润率	1.9%	2.8%	2.6%	1.6%	2.0%	2.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com