

## 公司研究

## PC 主业强劲表现驱动业绩超预期，后疫情时代增长动能不竭

## ——联想集团 (0992.HK) FY2021 年度业绩点评报告

## 要点

**事件：**公司发布2021财年业绩，2021财年收入607.42亿美元，同比上升19.8%，主要由于疫情催化远程办公、教学需求常态化致PC主业录得强劲增长，同时移动业务、IDC业务亦录得稳健增长驱动公司业务多元化发展。盈利能力来看，2021财年毛利率16.1%，同比微降0.4个百分点；分季度来看，FY1Q21-FY4Q21毛利率分别为15.3%、15.5%、16.2%、17.2%，逐季改善趋势明显，主要由于产品结构改善、叠加高利润率服务业务占比提升。得益于收入规模扩张及严格费用管控，公司归母净利润同比大幅上升77.2%至11.78亿美元，超出彭博一致预期的11.23亿美元约5%，归母净利率同比上升0.6个百分点至1.9%。

**远程经济带来PC行业偏长期结构性变化，后疫情时代PC需求仍能维持稳健增长：**2021财年，PC和智能设备业务营收485亿美元，同比上升21.7%，主要由于疫情催化远程办公、教学常态化带动消费PC强劲需求，叠加商用PC需求增长强劲。考虑到：1) 1H21海外政府教育类Chromebook采购需求旺盛带动消费PC出货量维持高速增长；2) 2H21国内商用PC换机需求复苏，以及海外新一轮商用PC换机需求启动，驱动商用PC迎来换机潮，预计2022财年公司PC出货量有望实现双位数增长。

尽管海外政府教育类Chromebook采购需求将逐渐衰减，鉴于：1) 远程经济带来PC行业偏长期结构性变化，“一家一PC”到“一人一PC”的转变仍将持续，每户家庭PC保有量具备进一步提升空间；2) 伴随PC回归办公、娱乐需求本源，智能手机、平板等终端对于PC替代变价减弱，游戏本、轻薄本等细分市场高速增长；3) 以及商用PC刚性换机需求，中长期来看，全球PC出货量有望维持同比个位数增长，公司作为全球PC龙头，有望获得超额增长，从而驱动PC主业持续稳健增长。

**移动业务逐步扭亏为盈，份额提升+产品结构优化驱动增长：**2021财年移动业务营收57亿美元，同比上升9.2%；伴随高端机型占比提升驱动产品结构优化，移动业务下半年财年税前溢利3100万美元，实现扭亏为盈，2021财年税前亏损有所收窄。鉴于公司在拉美、北美核心市场份额稳固，欧洲市场份额大幅提升，以及5G手机占比提升驱动单价进一步提升，预计2022财年移动业务有望继续维持增长，实现盈亏平衡甚至盈利。

**客户结构多元化驱动IDC营收增长更加稳定，产品竞争力持续加强：**2021财年IDC业务营收63亿美元，同比上升15.1%；税前亏损逐季收窄，对应2021财年税前亏损1.69亿美元。基于公司超大批量业务一线客户份额提升、二线客户渗透驱动客户结构更加多元化，预计营收端增长更加稳定。公司补齐技术短板、推出服务器+存储方案及中国区本土化方案，叠加公司向智能行业垂直解决方案提供商转型，产品竞争力持续加强。

**盈利预测、估值与评级：**根据公司所披露的2021财年业绩报告，2021财年EPS为0.095美元。鉴于公司各项业务发展符合预期，维持2022财年EPS预测为0.102美元；考虑到公司组织架构调整加速智能化转型，驱动高利润率附加服务营收占比提升，上调2023财年EPS预测约12%至0.118美元。参考港股硬件硬件销售可比公司21年（对应公司22财年）12-34倍估值，台股PC同业11-15倍估值，考虑到公司PC龙头地位，叠加智能化转型前景向好有助估值抬升，给予其22财年15倍PE，维持目标价12港币，维持“买入”评级。

**风险提示：**PC需求不及预期；智能手机回暖不及预期；IDC行业竞争格局变化。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E
营业收入 (百万美元)	51,038	50,716	60,742	65,858	70,035
营业收入增长率 (%)	12.5	(0.6)	19.8	8.4	6.3
净利润 (百万美元)	596	665	1,178	1,213	1,400
EPS (美元)	0.050	0.056	0.095	0.102	0.118
EPS 增长率 (%)	(399.6)	11.3	70.9	6.8	15.4
P/E	24.1	21.6	12.2	11.8	10.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-05-28；

注：财报年度由上年的4月1日截至当年3月31日；按照 1USD=7.7508HKD 换算

## 买入 (维持)

当前价/目标价：9.32/12.00 港元

## 作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：吴柳燕

执业证书编号：S0930519070004

021-52523690

wuliuyan@ebscn.com

联系人：王贇

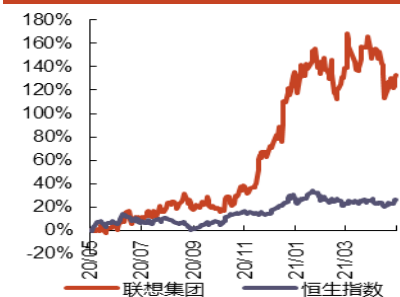
021-52523862

yunwang@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	120.42
总市值(亿港元)	1,125.90
一年最低/最高(港元)	4.07-11.6
近3月换手率	55.6

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.4	-1.5	117.5
绝对	-5.8	-4.7	142.4

资料来源：Wind

## 相关研报

PC 主业强劲表现超预期，看好未来持续稳健增长……………2021-02-03

核心业务稳健增长，回 A 上市助力转型产业互联网……………2021-01-13

## 财务报表与盈利预测 (单位: 百万美元)

利润表	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E
主营业务收入	51,038	50,716	60,742	65,858	70,035
营业成本	(43,667)	(42,359)	(50,974)	(54,935)	(58,307)
毛利	7,371	8,357	9,768	10,924	11,728
其它收入	(59)	(86)	(87)	(95)	(101)
营业开支	(6,134)	(6,833)	(7,500)	(8,377)	(8,901)
营业利润	1,178	1,439	2,180	2,452	2,727
财务成本净额	(310)	(406)	(374)	(586)	(665)
应占利润及亏损	(12)	(14.5)	(32)	(19)	(22)
税前利润	857	1,018	1,774	1,846	2,040
所得税开支	(199)	(213)	(461)	(461)	(449)
税后经营利润	657	805	1,313	1,384	1,592
少数股东权益	(7)	(86)	(102)	(138)	(159)
永续债券持有人权益	(54)	(54)	(33)	(33)	(33)
净利润	596	665	1,178	1,213	1,400
息税折旧前利润	1,976	2,408	3,046	3,487	3,934
息税前利润	1,178	1,439	2,180	2,452	2,727
每股收益 (美元)	0.05	0.06	0.10	0.10	0.12
每股股息 (美元)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测; 21 财年业绩公告已披露利润表、资产负债表、现金流量表, 但资产负债表明细科目尚未完全披露; 因此利润表为实际值, 资产负债表、现金流量表为光大证券研究所预测 (下同)

资产负债表	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
<b>总资产</b>	29,988	32,128	39,268	41,284	42,811
<b>流动资产</b>	16,886	18,733	26,161	28,500	30,557
现金及短期投资	2,733	3,617	9,111	9,879	10,505
有价证券及短期投资	71	139	78	96	104
应收账款	6,661	6,263	7,377	8,242	8,640
存货	3,435	4,947	4,969	5,364	6,062
其它流动资产	3,986	3,767	4,624	4,919	5,246
<b>非流动资产</b>	13,102	13,395	13,107	12,784	12,254
长期投资	79	60	44	34	23
固定资产净额	1,431	1,713	2,231	2,597	2,802
其他非流动资产	11,592	11,622	10,832	10,153	9,428
<b>总负债</b>	25,891	28,069	34,379	35,539	36,082
<b>流动负债</b>	20,490	23,258	32,151	35,114	37,884
应付账款	6,430	7,510	8,666	9,339	9,912
短期借贷	1,953	3,295	11,038	13,074	15,081
其它流动负债	12,107	12,453	12,447	12,701	12,891
<b>长期负债</b>	5,401	4,811	2,228	426	(1,801)
长期债务	2,427	1,565	1,365	1,165	965
其它	2,974	3,246	863	(739)	(2,766)
<b>股东权益合计</b>	4,097	4,059	4,889	5,745	6,729
股东权益	4,390	4,191	4,918	5,636	6,461
少数股东权益	(293)	(132)	(30)	109	268
<b>负债及股东权益总额</b>	29,988	32,128	39,268	41,284	42,811
净现金/(负债)	(4,621)	(4,488)	(4,155)	(3,621)	(2,774)
营运资本	3,666	3,700	3,681	4,267	4,790
长期可运用资本	9,498	8,870	7,117	6,170	4,927
股东及少数股东权益	4,097	4,059	4,889	5,745	6,729

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

现金流量表	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
<b>经营活动现金流</b>	1,473	2,210	1,612	2,323	2,719
净利润	596	665	1,178	1,213	1,400
折旧与摊销	799	970	865	1,035	1,207
营运资本变动	(426)	(434)	19	(586)	(523)
其它	503	1,009	(451)	660	635
<b>投资活动现金流</b>	(700)	(957)	(453)	(647)	(607)
资本性支出净额	(571)	(938)	(1,110)	(1,110)	(1,110)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(43)	19	16	10	11
其它资产变化	(85)	(38)	641	454	492
<b>自由现金流</b>	180	1,817	(894)	451	1,023
<b>融资活动现金流</b>	123	(238)	4,335	(909)	(1,485)
股本变动	0	300	0	0	0
净债务变化	564	480	7,543	1,835	1,807
派发红利	(409)	(442)	(484)	(528)	(608)
其它长期负债变化	(33)	(577)	(2,725)	(2,216)	(2,684)
<b>净现金流</b>	895	1,014	5,494	767	627

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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 15%；
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。
<b>基准指数说明：</b>	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE