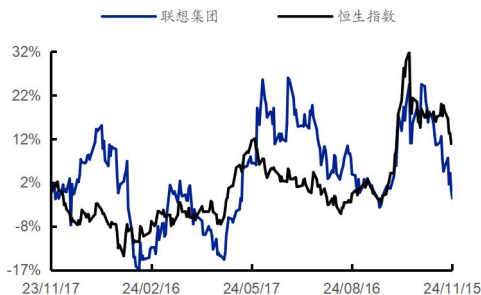


研究所:
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 联系人: 陈重伊 S0350124090017
 chency@ghzq.com.cn

混合式人工智能成效初现, FY2025H1 三大业务收入 3 年来首次一致取得强劲双位数增长

——联想集团 (00992) FY2024/25 Q2 财报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现	2024/11/15		
表现	1M	3M	12M
联想集团	-16.0%	-8.5%	-2.3%
恒生指数	-4.4%	13.5%	7.5%

市场数据	2024/11/15
当前价格 (港元)	9.17
52 周价格区间 (港元)	7.80-12.26
总市值 (百万港元)	113,750.73
流通市值 (百万港元)	113,750.73
总股本 (万股)	1,240,465.93
流通股本 (万股)	1,240,465.93
日均成交额 (百万港元)	1,093.19
近一月换手 (%)	0.43

相关报告

《联想集团 (00992) 点评报告: 携手 Meta 发布 AI 智能体, 迈出 AI 智能体实践新纪元 (买入) *计算机设备*陈梦竹》——2024-10-17

《联想集团 (00992) FY2024/25 Q1 财报点评: Q1 业绩同比改善明显, 与沙特主权基金合作或为公司开拓中东市场带来机遇 (买入) *计算机设备*陈梦竹》——2024-08-19

《联想集团 (00992) FY2023/24 财报点评: Q4

事件:

联想集团于 2024 年 11 月 15 日发布 2025 财年中中期业绩报告, 2025 财年上半年, 公司实现收入 332.97 亿美元, 同比增长 21.92%; 实现净利润 6.02 亿美元, 同比增长 41.37%; 毛利率 16.08%, 净利率 1.91%。

2025 财年第二季度单季度, 公司实现收入 178.50 亿美元, 同比增长 23.87%, 环比增长 15.56%; 实现净利润 3.59 亿美元, 同比增长 43.85%, 环比增长 47.32%; 毛利率 15.66%, 净利率 2.15%。

投资要点:

1、混合式人工智能成效初现, FY2025H1 三个业务集团收入 3 年来首次一致取得强劲的双位数增长。公司一直致力于建立全栈式人工智能产品组合, 涵盖基础设施、边缘设备及服务, 在人工智能范式转变中成长为行业领导者。从细分业务来看, 2025 财年上半年, 公司智能设备业务集团收入约 249 亿美元, 同比增长 15%; 基础设施方案业务集团收入同比增长 65%, 历史上首次达到 65 亿美元; 方案服务业务集团收入约 40 亿美元, 同比增长 12%。

2、智能设备业务集团: 受惠于个人电脑及智能手机市场份额增长, FY2025H1 收入及经营利润实现同比增长。公司智能设备业务以为消费和商业领域提供全面的人工智能个人电脑组合, 并投资于活跃的人工智能应用生态系统, 已开发针对不同时代的个人人工智能代理。第二季度, 公司 AI PC 占中国笔记本电脑总出货量的 14%。智能手机方面, 在亚太地区、欧洲、中东、非洲及北美市场的强劲成长带动下, 公司智能手机收入同比增长 43%。FY2025H1, 公司智能设备业务在收入与经营利润均实现了增长, 同比增速分别为 15%、22%。随着混合式人工智能推动智能终端设备市场需求的发展, 公司相关业绩有望进一步提升。

3、基础设施方案集团: 运营亏损持续收窄, 稳步迈向盈亏平衡点。人工智能投资激增, 加上企业业务复苏, 带动基础设施方案集团收入同比增长 65%。运营亏损也逐季减少, FY2025Q2 单季度运营亏损环比收窄约 100 万美元。公司全面的人工智能产品组合及上市时间加快令产品线更稳健, 确认订单量稳定增长。此外, 为满足更先进图形处理器所产生的

业绩改善明显，AI PC 迭代将加快渗透进程（买入）
*计算机设备*陈梦竹》——2024-05-27

《联想集团（00992）FY2023/24Q3 财报点评：净利率持续改善，静待 AI PC 规模化落地（买入）*计算机设备*陈梦竹》——2024-02-27

《联想集团（00992）FY2023/2024Q2 财报点评：PC 行业复苏已至，AI PC 和 Hybrid AI 或将成公司新生业务力量（买入）*计算机设备*陈梦竹，尹芮》——2023-11-18

高电力需求，基础设施方案业务集团利用其在高性能计算液冷技术方面的专业知识，将其专利 Neptune 液冷解决方案重新用于人工智能图像处理服务器，成功吸引新订单。随着公司收入的增长，公司运营亏损也有望持续收窄，迈向盈利。

4、方案服务业务集团：得益于强大订单储备，季度收入创历史新高。 FY2025Q2 单季度，公司方案服务业务集团收入约 21.65 亿美元，创历史新高；经营利润率达到 20%，占三大业务集团经营总利润的 32%。公司持续帮助客户实现技术现代化，以掌握混合式人工智能趋势，并在水平和垂直领域采用人工智能。随着混合式人工智能为人工智能原生解决方案与服务开辟全新增长空间，公司相关收入有望持续增长。

盈利预测和投资评级 考虑到基础设施方案短期内仍会对公司利润有一定影响，所以我们调整公司盈利预测，预计公司 FY2025-2026 营收分别为 661.27 和 714.93 亿美元，归母净利润分别为 12.99 和 14.62 亿美元，对应 EPS 分别为 0.10 和 0.12 美元，对应 P/E 倍数为 11.24X 和 10.00X。但我们认为随着 AI 功能在 PC 端的加速渗透，公司业绩有望逐步提升，且 AI 功能也会被用于手机等其他终端市场，利好公司未来整体发展，因此维持“买入”评级。

风险提示 行业竞争加剧；PC、服务器等业务复苏程度不及预期；地缘政治冲突，导致供应链中断；技术跨越替代，颠覆公司现有技术优势；AI 应用在终端落地的进度不及预期；不同地区股市存在差异性。

预测指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E
收入（亿美元）	619.47	568.64	661.27	714.93
YoY (%)	--	-8.2%	16.3%	8.1%
毛利（亿美元）	105.01	98.03	106.71	115.82
YoY (%)	--	-6.6%	8.8%	8.5%
归母净利润（亿美元）	16.08	10.11	12.99	14.62
YoY (%)	--	-37.1%	28.6%	12.5%
EPS（美元/股）	0.13	0.08	0.10	0.12
ROE (%)	27.8%	18.1%	21.0%	20.9%
P/E	9.09	14.46	11.24	10.00
P/S	0.24	0.26	0.22	0.20

资料来源：联想集团财报、Bloomberg、国海证券研究所（2024 年 11 月 18 日美元兑港元汇率为 7.7850）

附表：联想集团盈利预测表

证券代码:	00992 股价 (港元):				9.17	投资评级:	买入	日期:		2024/11/15
财务指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	每股指标与估值	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	28%	18%	21%	21%	EPS	0.13	0.08	0.10	0.12	
毛利率	17%	17%	16%	16%	BVPS	0.49	0.49	0.54	0.63	
营业利润率	4%	4%	4%	4%	估值					
销售净利率	3%	2%	2%	2%	P/E	9.09	14.46	11.24	10.00	
成长能力					P/B	2.42	2.40	2.17	1.88	
收入增长率	-14%	-8%	16%	8%	P/S	0.24	0.26	0.22	0.20	
利润增长率	-22%	-34%	28%	15%						
营运能力					利润表 (百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	
总资产周转率	1.59	1.47	1.58	1.59	收入	61,947	56,864	66,127	71,493	
应收账款周转率	5.07	4.63	4.59	4.59	销售成本	-51,446	-47,061	-55,456	-59,911	
存货周转率	8.07	7.02	7.77	7.76	毛利	10,501	9,803	10,671	11,582	
偿债能力					销售及分销费用	-3,285	-3,309	-3,345	-3,575	
资产负债率	84%	84%	84%	83%	行政费用	-2,312	-2,492	-2,776	-2,860	
流动比	0.88	0.87	0.91	0.94	研发费用	-2,195	-2,028	-2,041	-2,502	
速动比	0.63	0.61	0.66	0.69	其他经营收入	-40	31	-79	-79	
					经营溢利	2,669	2,006	2,429	2,566	
					财务收入/费用 (净额)	-516	-615	-615	-615	
资产负债表 (百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	应占联合营公司亏损	-17	-26	-71	54	
现金及现金等价物	4,250	3,560	4,408	5,371	除税前溢利	2,136	1,365	1,743	2,005	
应收款项	12,210	12,290	14,416	15,586	税项	-455	-263	-331	-381	
存货	6,372	6,703	7,137	7,717	年内溢利	1,681	1,102	1,411	1,624	
其他流动资产	109	135	167	180	归母净利润	1,608	1,011	1,299	1,462	
流动资产合计	22,941	22,687	26,128	28,854	现金流量表 (百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	
固定资产	2,645	2,348	2,645	2,717	经营活动现金流	2,801	2,011	2,496	2,727	
权益性投资	438	319	319	319	净利润	1,608	1,011	1,299	1,462	
商誉及无形资产	8,926	8,917	8,926	8,926	折旧与摊销	1,353	1,424	1,620	1,688	
其他非流动资产	3,970	4,480	3,955	4,276	营运资本变动	-228	-151	-151	-151	
非流动资产合计	15,979	16,064	15,845	16,238	其他非现金调整	69	-273	-273	-273	
资产总计	38,920	38,751	41,973	45,092	投资活动现金流	-1,915	-1,283	-2,312	-2,857	
应付款项	9,773	10,505	10,804	11,458	资本支出	-1,578	-1,286	-2,314	-2,860	
应交税金	451	275	458	495	净投资	-96	-173	-173	-173	
其他流动负债	15,870	15,278	17,378	18,774	其他	-241	175	175	175	
流动负债合计	26,093	26,059	28,641	30,728	筹资活动现金流	-414	-1,336	746	1,175	
长期借贷	3,683	3,569	3,569	3,569	债务净增	445	-273	1,809	2,239	
其他非流动负债	3,097	3,041	3,041	3,041	股本净增	-627	-583	-583	-583	
非流动负债合计	6,780	6,611	6,611	6,611	其他	-231	-480	-480	-480	
负债合计	32,873	32,670	35,251	37,339	汇率变动影响	-153	-82	-82	-82	
股东权益合计	6,047	6,081	6,722	7,753	现金净增加额	320	-690	848	963	
负债和股东权益合计	38,920	38,751	41,973	45,092						

资料来源：联想集团财报、Bloomberg、国海证券研究所 (2024 年 11 月 18 日美元兑港元汇率为 7.7850)

【海外小组介绍】

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外互联网分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外研究团队分析师，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

陈重伊，现任国海证券海外研究团队研究助理，主要覆盖科技互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。