

业绩增长提速，AI 布局迈入收获季

2024 年 11 月 19 日

➤ **事件：**11 月 15 日，联想集团发布 2025 年财年二季报，FY2Q25 公司实现营收 178.50 亿美元，YoY+23.87%，QoQ+15.56%；实现净利润 3.59 亿美元，YoY+43.85%，QoQ+47.74%。

➤ **FY2Q25 增长再提速，战略转型见成效。** FY2Q25 公司净利润大幅增长，营收同比连续四个季度实现提速；销售毛利率达 15.66%，YoY-1.84pct，QoQ-0.91pct；销售净利率为 2.01%，YoY+0.28pct，QoQ+0.37pct。公司持续加大围绕人工智能和研发的投入，FY2Q25 研发费用达 5.48 亿美元，同比增长 10%。PC 以外业务占比达 46%，同比增加 5pct，战略转型执行效果清晰。

➤ **IDG：AI PC 渗透速度超预期，手机业务市场份额创新高。** FY2Q25 该业务实现营收 135 亿美元，YoY+17%，QoQ+18.42%，实现运营利润率 7.3%。FY2Q25 联想 PC 业务营业收入同比增长 12%，市场份额达 23.8%，**对第二位的领先优势扩大至 4pct，具备五大特性的 AI PC 占公司中国区笔电出货量已达双位数**。同时，AI 推动智能手机市场复苏，刺激智能手机的换机需求。公司智能手机业务实现同比 43% 的营收高速增长，创下了史上最高季度销量并实现十年来最高市场份额。据 IDC 数据，联想手机排名已升至全球第 7，出货量同比增速达 26%，在北美(+20%)、欧洲-中东-非洲(+35%)、亚太(+282%)市场增长强劲。

➤ **ISG：推动盈利修复，液冷“主场”已至。**受惠于云计算的强劲发展势头及企业业务的拓展，ISG 集团在 FY2Q25 实现营收 33 亿美元，YoY+65%，QoQ+3.13%，季度营收创新高，经营亏损同比减少 33%，稳步迈向盈亏平衡，强劲的 AI 服务器储备及订单量预计在下半年转化为收入。**存储、软件和服务的综合收入连续两个季度超 10 亿美元，同比增长 35%，创历史新高**；GB200 服务器对液冷散热提出明确要求，公司深耕的液冷技术已在 HPC 领域经过大量检验。公司“海神”液冷服务器季度收入同比增长 48%，再创新高，其可实现无需数据中心空调的 100%液冷散热，以满足人工智能工作负载增长的新需求。

➤ **SSG：利润增长引擎增速不减，AI 驱动方案服务再提速。**该业务 FY2Q25 实现营收 22 亿美元，YoY+13%，QoQ+15.79%，连续十四个季度双位数增长，运营利润率达 20%。运维服务和项目与解决方案服务营收在 SSG 占比接近 60%，同比增长 3pct。未来三年，全球 IT 服务市场预计将保持 10%以上的稳定增长，人工智能服务将以超出整体市场两倍以上增速，成为主要驱动力之一。

➤ **投资建议：**在 AI 的推动下，本财季公司 ISG 业务延续强劲增长，AI PC 及手机亦取得领先市场的表现，预计公司 FY25/FY26/FY27 实现净利润 12.50/14.66/16.97 亿美元，对应当前股价 PE 分别为 11/10/8 倍。我们认为公司有望扩大在 AI PC 的领导地位，并在液冷大趋势下，凭借技术储备在 AI 服务器领域取得新的突破，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**AI PC 渗透缓慢、PC 销量不及预期、服务器需求不及预期。

盈利预测与财务指标

单位/百万美元	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	56,864	66,426	73,630	79,045
(+/-)(%)	-8.2	16.8	10.8	7.4
归母净利润	1,011	1,250	1,466	1,697
(+/-)(%)	-37.1	23.7	17.3	15.8
EPS	0.08	0.10	0.12	0.14
P/E	14	11	10	8
P/B	2.6	2.2	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 11 月 19 日收盘价，汇率 1HKD=0.128USD)

推荐

维持评级

当前价格：

8.98 港元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

相关研究

- 1.联想集团 (0992.HK) FY1Q25 业绩点评：营收表现亮眼，混合式人工智能进展显著-2024/08/18
- 2.联想集团 (0992.HK) 深度报告：新征程-2024/07/30
- 3.联想集团 (0992.HK) FY2024 业绩点评：FY4Q24 超预期，新财年全栈式 AI 驱动成长-2024/05/26
- 4.联想集团 (0992.HK) FY3Q24 业绩点评：23 年完美收官，24 年开启 AI 新征程-2024/02/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万美元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	56,864	66,426	73,630	79,045
其他收入	31	0	0	0
营业成本	47,061	55,779	61,858	66,377
销售费用	3,309	3,521	3,902	4,189
管理费用	2,492	2,657	2,945	3,162
研发费用	2,028	2,059	2,283	2,450
财务费用	127	152	114	83
权益性投资损益	-26	-16	-10	3
其他损益	-488	-598	-589	-553
除税前利润	1,365	1,644	1,929	2,233
所得税	263	329	386	447
净利润	1,102	1,315	1,543	1,787
少数股东损益	92	66	77	89
归属母公司净利润	1,011	1,250	1,466	1,697
EBIT	1,493	1,796	2,043	2,316
EBITDA	2,916	3,257	3,504	3,759
EPS (元)	0.08	0.10	0.12	0.14

资产负债表 (百万美元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产合计	22,687	26,143	30,368	34,129
现金及现金等价物	3,560	6,082	8,142	10,283
应收账款及票据	8,148	8,303	9,204	9,881
存货	6,703	6,972	7,732	8,297
其他	4,277	4,785	5,289	5,668
非流动资产合计	16,064	16,136	15,974	15,632
固定资产	2,348	2,508	2,637	2,649
商誉及无形资产	8,917	8,595	8,306	7,950
其他	4,799	5,032	5,032	5,032
资产合计	38,751	42,278	46,342	49,760
流动负债合计	26,059	28,675	31,780	34,105
短期借贷	50	50	50	50
应付账款及票据	10,505	10,846	12,028	12,907
其他	15,503	17,778	19,702	21,148
非流动负债合计	6,611	6,644	6,644	6,644
长期借贷	3,569	3,569	3,569	3,569
其他	3,041	3,075	3,075	3,075
负债合计	32,670	35,319	38,424	40,749
普通股股本	3,501	3,501	3,501	3,501
储备	2,082	2,894	3,775	4,780
归属母公司股东权益	5,583	6,395	7,276	8,280
少数股东权益	499	564	642	731
股东权益合计	6,081	6,959	7,918	9,011
负债和股东权益合计	38,751	42,278	46,342	49,760

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务比率	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力(%)				
营业收入	-8.21	16.82	10.85	7.35
归属母公司净利润	-37.15	23.65	17.33	15.78
盈利能力(%)				
毛利率	17.24	16.03	15.99	16.03
净利率	1.78	1.88	1.99	2.15
ROE	18.10	19.54	20.15	20.50
ROIC	12.42	13.58	14.17	14.67
偿债能力				
资产负债率(%)	84.31	83.54	82.91	81.89
净负债比率(%)	0.98	-35.38	-57.12	-73.94
流动比率	0.87	0.91	0.96	1.00
速动比率	0.61	0.67	0.71	0.76
营运能力				
总资产周转率	1.46	1.64	1.66	1.65
应收账款周转率	7.07	8.08	8.41	8.28
应付账款周转率	4.64	5.22	5.41	5.32
每股指标 (元)				
每股收益	0.08	0.10	0.12	0.14
每股经营现金流	0.16	0.42	0.38	0.38
每股净资产	0.45	0.52	0.59	0.67
估值比率				
P/E	14	11	10	8
P/B	2.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	4.71	4.21	3.92	3.65

现金流量表 (百万美元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	2,011	5,261	4,725	4,660
净利润	1,011	1,250	1,466	1,697
少数股东权益	92	66	77	89
折旧摊销	1,424	1,461	1,461	1,443
营运资金变动及其	-515	2,485	1,721	1,430
投资活动现金流	-1,283	-2,047	-1,825	-1,571
资本支出	-1,286	-1,300	-1,300	-1,100
其他投资	2	-747	-525	-471
筹资活动现金流	-1,336	-732	-880	-988
借款增加	-273	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-583	-477	-625	-733
其他	-480	-255	-255	-255
现金净增加额	-690	2,522	2,060	2,140

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026