

2025 年 2 月 21 日 星期五

【公司评论】

黄佳杰

+ 852 25321950

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

行业 消费电子
股价 11.78 港元

港股市值 1461.27 亿港元
已发行股本 124.05 亿股
52 周高/低 13.18 港元/7.68 港元
每股净现值 3.09 港元

股价表现



联想集团（992，未评级）：三大业务板块增长动能持续，带动盈利能力改善

24/25 财年 3Q 业绩综述

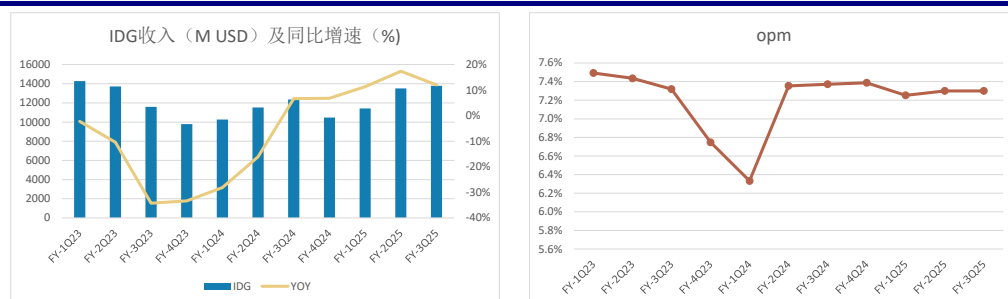
整体收入 188 亿美元，同/环比分别增长 20%/5%，毛利率 15.7%，同/环比基本持平，整体净利润 6.9 亿美元，同/环比分别增长 106%/93%，非香港财务报告准则下股东净利润 4.3 亿美元（主要为一次性税收项影响 2.8 亿美元），同/环比分别为 20.4%/6%，利润端表现优于行业，公司全球制造网络优势及运营韧性充分体现，业绩创三年新高。

主营业务均实现强劲的增长

智能设备（IDG）业务收入 138 亿美元，同/环比分别增长 12%/2%，运营利润率 7.3%，同环比基本持平，盈利能力保持行业领先。其中 PC 业务收入同比增长 10%，WIN 11 更新的换机需求和 AIPC 渗透率提升是主要驱动因素。公司 PC 全球市场份额 24.3%，达到五年来最高水平，与第二名的份额差距大至 5 个百分点。公司将继续推进 AIPC 渗透率的提升，目前在中国市场 AIPC 销售占比达已到 15%，并且追求差异化和高端化，从而实现均价提升。

智能手机收入同比增长 21%，摩托罗拉市场份额实现连续六个季度提升，达到五年来最高水平，亚太区及欧洲、中东和非洲呈现高速增长，成为中国市场外全球全五大手机厂商（除中国外全球份额 6%）。手机业务目标 2025 年全球销量前三，同时通过 Moto Razr, Moto Edge 等增加高端产品组合。

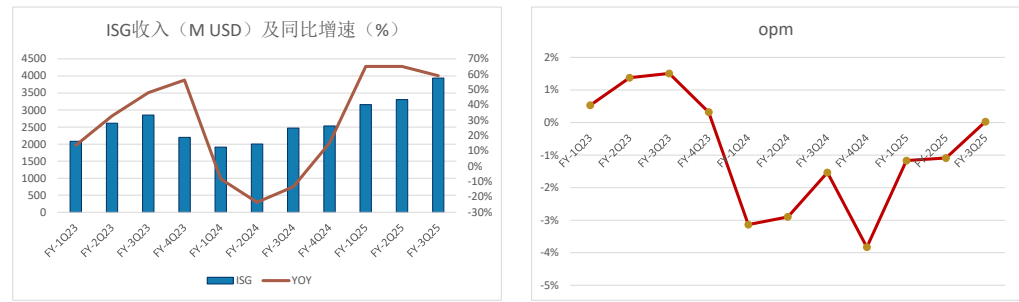
图表 1：IDG 业务收入增速及运营利润率



资料来源：公司资料、第一上海整理

基础设施方案（ISG）业务收入 39 亿美元，同/环比分别大幅增长 59%/19%，且迎来盈利拐点，七个季度内首次盈亏平衡，主要贡献来自 CSP 业务规模增加。云基础设施收入同比增长 94%，创历史新高；AI 服务器收入贡献增加，且有望受益于字节、阿里等中国互联网龙头企业持续加码的算力开支。公司将大型 CSP 客户业务规模化后积累的经验和成熟方案逐步应用到中小企业市场，实现规模效益，例如联想的 Neptune 液冷技术凭借高能效（PUE 小于 1.1）和高可靠性（三年上万台液冷服务器零漏液验证）等优势，已经开始向超算领域以外的行业拓展。我们预计未来 ISG 业务在 CSP 客户订单增长和中小企业客户规模拓展的基础下，有望实现可持续的盈利增长。

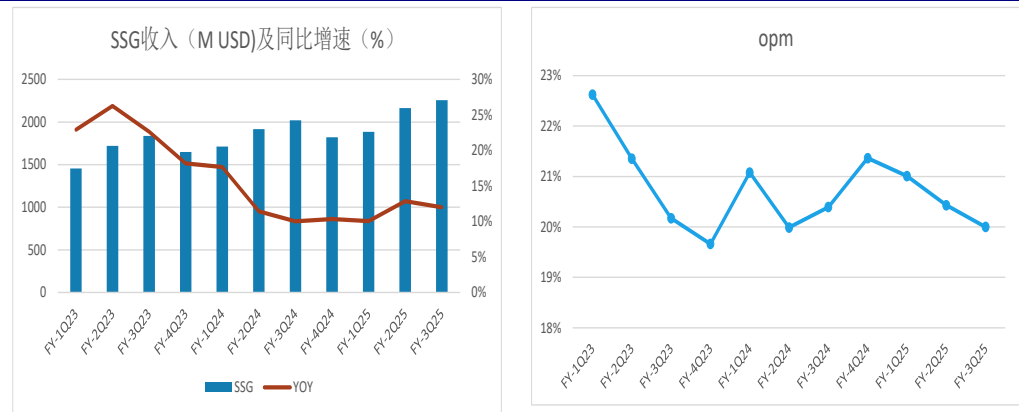
图表 2： ISG 业务收入增速及运营利润率



资料来源：公司资料、第一上海整理

方案服务（SSG）业务 收入继续创新高至 23 亿美元，同环比分别增长 12%/4%，连续 15 个季度保持同比增长，运营利润率保持 20%。其中主要的收入驱动板块为运维服务和项目与解决方案服务业务，收入分别同比增长 23%及 20%，在 SSG 整体占比达 59%，同比提升 5 个百分点，支付服务收入同比持平，主要因为硬件销售转化为服务收入存在延迟，支付服务订单层面已实现连续五个季度的增长，未来收入增长有保障。混合式人工智能解决方案与服务市场需求增速远大于 IT 服务市场增速，公司已向乳制品行业领先企业交付企业人工智能平台，通过标杆项目继续扩大客户范围和订单，以争取更多人工智能服务市场份额。我们认为公司有望凭借其在硬件领域的全球领先地位，在庞大的客户群中持续开拓附加服务业务。

图表 3： SSG 业务收入增速及运营利润率



资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 4：季度业绩表现（M USD）

	FY23/24 Q3	FY23/24 Q4	FY24/25 Q1	FY24/25 Q2	FY24/25 Q3
收入	15721	13833	15447	17850	18796
YOY	3%	9%	20%	24%	20%
QoQ	9%	-12%	12%	16%	5%
毛利	2601	2428	2560	2796	2959
YOY	0%	13%	14%	11%	14%
QoQ	3%	-7%	5%	9%	6%
经营利润	613	489	494	651	688
税前利润	471	309	313	473	517
期内利润	377	253	253	383	701
股东应占利润	337	248	243	359	693
YOY	-23%	118%	38%	44%	106%
QoQ	35%	-26%	-2%	47%	93%

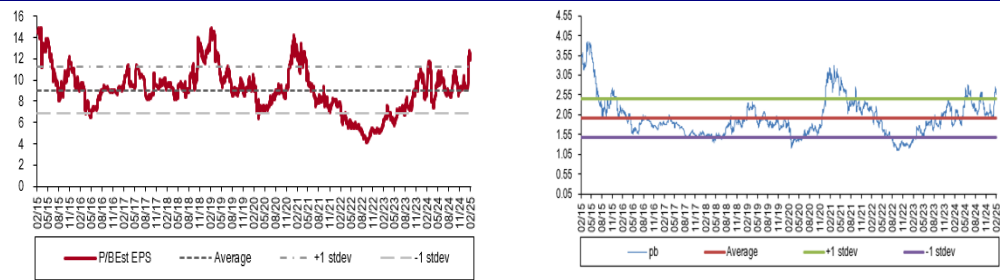
资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 5 盈利摘要（美元/港币=7.8）

	2023/24财年	2024/25财年	2025/26财年预测	2026/27财年预测	2027/28财年预测
收入(百万美元)	61947	56864	65827	72591	77532
YOY	-13.5%	-8.2%	15.8%	10.3%	6.8%
毛利率	17.2%	16.6%	16.7%	17.0%	17.3%
股东净利润(百万美元)	1608	1011	1590	1681	1948
YOY	-25.0%	-37.1%	57.3%	5.7%	15.9%
每股盈利（美元）	0.14	0.08	0.13	0.14	0.16
市盈率@11.78港元	11.2	18.0	11.7	11.0	9.6
每股派息（港元）	0.38	0.38	0.37	0.40	0.44
股息率	3.4%	2.1%	3.1%	3.6%	4.6%

资料来源：彭博，第一上海整理，

图表 6：PE-band 和 PB-band



资料来源：彭博，第一上海整理

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)