

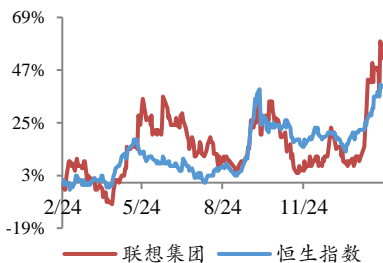
AI 推动业绩增长，ISG 实现扭亏为盈

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-02-26

收盘价（港元）	12.80
近 12 个月最高/最低（港元）	13.60/7.99
总股本（百万股）	12,405
流通股本（百万股）	12,405
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	1,588
流通市值（亿港元）	1,588

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 联想集团深度：PC 市场回暖，AI 服务器有望带动增量 2024-10-02

主要观点：

● 事件：

联想集团发布 2025 财年三季度业绩报告。25 财年前三季度，公司实现营收 520.9 亿美元，yoy+21.1%；实现归母净利润 13.0 亿美元，yoy+69.7%；实现毛利率 15.96%，净利率 2.50%。

FY25Q3，公司实现营收 188.0 亿美元，yoy+19.6%，qoq +5.3%；实现归母净利润 6.9 亿美元，yoy+105.6%，qoq+93.3%；单季度实现毛利率 15.74%，净利率 2.15%。

● IDG：PC 手机双轮驱动，端侧 AI 催化业绩增长

FY25Q3，公司 IDG 业务实现收入 137.8 亿美元，yoy +11.5%，qoq +2.0%，业务保持双位数增长。据 IDC 统计，2024 年四季度，全球 PC 出货量为 6890 万台，同比增长 1.8%，24 年全年出货量达 2.63 亿台，同比增长 1.0%。联想四季度 PC 出货量市占率 24.5%，同比增加 0.7pct，稳定行业第一。联想宣布在 AI PC 端侧本地部署 DeepSeek 大模型，为全球首家端侧部署 DeepSeek 的 PC 厂商。目前联想小新已经全面接入 DeepSeek-R1 联网满血版大模型，混合式 AI 有望推动换机潮。另一方面，Win11 版本和将要推出的“迁移”功能也进一步催化了换机需求。智能手机业务实现同比增长 21%，亚太及欧洲-中东-非洲市场分别增长 155%和 28%。

● ISG：服务器高需求推动经营利润扭亏为盈

FY25Q3，公司 ISG 业务实现收入 39.4 亿美元，yoy+59.2%，qoq+19.1%，经营利润扭亏为盈，营业利润率 0.0%。2025 年 2 月 24 日，阿里宣布将投入超 3800 亿元用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和。长期看 AI 带动成本下降有望带动云服务厂商加速部署基础设施，公司作为国内服务器供应商有望直接受益。

● SSG：收入维持双位数增长，经营利润稳定 20%以上

FY25Q3，公司 SSG 业务实现收入 22.6 亿美元，yoy+11.7%，qoq+4.3%；实现营业利润 4.59 亿美元，经营利润率为 20%，与上季度持平。运维服务和项目与解决方案服务的收入同比分别增长 23%/20%。支持服务收入同比持平，主要由于硬件销售与服务收入存在自然时滞。整体看支持服务的订单连续五个季度增长，业务整体向好。

● 投资建议

预计 FY 25-27 年公司收入为 675.6/754.7/810.3 亿美元，预测前值为 651.3/702.1/753.6 亿美元；预计 FY 25-27 年公司归母净利润为 15.52/16.48/19.09 亿美元，预测前值为 12.55/16.08/19.01 亿美元，维持“增持”评级。

● 风险提示

PC 行业修复不及预期，行业竞争加剧，AIPC 进展不及预期、AI 服务器市场政策风险等。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	56,864	67,561	75,474	81,034
收入同比 (%)	-8.2%	18.8%	11.7%	7.4%
归母净利润	1,011	1,552	1,648	1,909
归母净利润同比 (%)	-37.1%	53.6%	6.1%	15.9%
ROE (%)	17%	24%	28%	29%
每股收益 (美元)	0.08	0.13	0.13	0.16
市盈率 (P/E)	14.2	13.2	12.4	10.7

资料来源: wind, 华安证券研究所

资产负债表	百万美元			
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	3,625	4,054	3,156	2,783
应收账款	8,148	8,262	9,400	9,838
库存	6,703	9,120	9,400	9,759
其他流动资产	4,211	4,351	4,950	5,181
流动资产	22,687	25,787	26,907	27,560
固定资产	2,348	2,539	2,573	2,690
商誉	4,904	4,904	4,904	4,904
投资	319	310	310	490
其他长期资产	8,493	8,717	9,350	9,722
资产总计	38,751	42,256	44,043	45,365
应付账款	10,505	11,473	13,132	13,776
短期借贷	50	22	25	26
其他流动负债	15,503	20,242	20,338	20,221
流动负债	26,059	31,738	33,495	34,023
非流动负债	3,569	2,621	2,621	2,621
其他长期负债	3,041	1,547	1,964	2,055
负债合计	32,670	35,905	38,080	38,699
普通股股本	3,501	3,501	3,501	3,501
少数股东权益	499	565	565	565
股东权益合计	6,081	6,351	5,964	6,665
负债股东权益总计	38,751	42,257	44,044	45,365

现金流量表	百万美元			
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
税后利润	1,102	1,587	1,648	1,909
折旧和摊销	1,413	1,465	1,448	1,470
其他经营现金流	-504	403	-1,744	-2,225
经营现金流合计	2,011	3,455	1,352	1,154
资本支出	-702	-1,759	-682	-787
其他投资现金流	-582	65	-	-
投资现金流合计	-1,283	-1,694	-682	-787
权益变动	-	-	-	-
股息	-583	-127	-127	-127
其他融资现金流	-753	-1,329	-1,441	-613
融资现金流合计	-1,336	-1,455	-1,568	-740
现金流总计	-609	306	-898	-373
期初现金	4,250	3,560	3,917	3,019
期末现金	3,560	3,917	3,019	2,646

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

利润表	百万美元			
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	56,864	67,561	75,474	81,034
营业成本	47,061	56,725	63,724	68,580
毛利	9,803	10,836	11,750	12,453
研发费用	2,028	2,155	2,427	2,490
销售费用	3,309	3,508	3,581	3,788
管理费用	2,492	2,774	3,053	3,120
营业费用合计	7,797	8,508	9,062	9,398
营业利润	2,006	2,328	2,688	3,056
营业外利润	-640	-700	-658	-637
利润总额	1,365	1,628	2,030	2,419
所得税费用	-263	-31	-363	-433
税后利润	1,102	1,598	1,667	1,986
少数股东损益	-92	-46	-19	-77
归母净利润	1,011	1,552	1,648	1,909
EPS	0.084	0.127	0.135	0.156
EBITDA	3,419	3,793	4,136	4,526

核心指标

	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
盈利指标				
营收增长率	-8.2%	18.8%	11.7%	7.4%
EBITDA增长率	-15.0%	10.9%	9.0%	9.4%
EPS增长率	-37.7%	51.0%	6.1%	15.9%
毛利率	17.2%	16.0%	15.6%	15.4%
营业利润率	3.5%	3.4%	3.6%	3.8%
ROIC (%)	17.8%	35.2%	29.8%	29.2%
ROE (%)	16.6%	24.4%	27.6%	28.6%
估值指标				
P/E (X)	14.2	13.2	12.4	10.7
P/B (X)	2.4	3.2	3.4	3.1
EV/EBITDA (X)	4.2	5.0	4.8	4.5
EV/营收 (X)	0.3	0.3	0.3	0.3
偿债能力				
资产负债率	84%	85%	86%	85%
流动比率	0.69	0.72	0.71	0.71
速动比率	0.68	0.66	0.67	0.68

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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;
- 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。