

联想集团 (00992.HK)

优于大市

FY2025Q3 财报点评：ISG 业务扭亏为盈，业绩稳健增长

核心观点

基础设施方案业务 (ISG) 扭亏为盈，AI 驱动业绩增长。 FY2025 前三季度公司实现营收 520.93 亿美元，同比+21.1%；实现净利润 12.95 亿美元，同比+69.7%。分季度看，FY25Q3 实现营收 187.96 亿美元，同比+19.4%、环比+5.3%；实现净利润 6.93 亿美元，同比+105.5%、环比+93.2%，主要由于单季度获得 2.82 亿美金的一次性所得税抵免。其中，FY2025 前三季度智能设备业务集团、基础设施方案业务集团、方案服务业务集团分别实现收入 387.20、104.04、63.07 亿美元，分别同比+13.4%、+62.8%、+11.6%。分季度看，FY25Q3 智能设备业务集团、基础设施方案业务集团、方案服务业务集团分别实现收入 137.84、39.38、22.57 亿美元，分别同比+11.5%、+59.2%、+11.7%，其中基础设施方案业务集团 (ISG) 实现经营溢利 100.2 万美元，首次单季度扭亏为盈，主要受益于：1) 云厂商和中小企业客户需求强劲，AI 服务器业务快速增长；2) 服务器相关研发费用摊销逐季度下降。

期间费用率环比持平，毛利率、净利率环比提升。 FY25Q3 公司期间费用率为 13.2%，环比持平，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.1%、3.8%、3.3%、1.0%，分别环比+0.21、-0.40、+0.24、-0.09 个 pct，销售费用增长主要由于公司智能手机业务快速拓展全球市场。FY25Q3 公司毛利率为 15.7%，环比提升 0.08 个 pct，主要由于：1) 高端 PC 和手机销量持续增长，拉动智能设备业务集团毛利率提升；2) 高毛利方案服务集团收入稳步增长。FY25Q3 公司净利率为 3.7%，环比+1.58 个 pct，主要由于获得 2.82 亿美金非经常所得税抵免，剔除所得税抵免后，FY25Q3 单季度公司净利润为 4.11 亿美元，对应净利率 2.2%，环比+0.04 个 pct，净利率仍实现环比提升。

2025 年 AI PC 渗透率有望快速提升，服务器业务有望快速增长。 1) AI PC：一方面公司 25 自然年将在高、中、低端全系列推出 AI PC 产品，拉动 AI PC 渗透率提升；另一方面，公司 25 自然年将在全球范围内发布 AI PC 产品，拉动公司 PC 产品 ASP 和毛利率提升。2) 服务器：25 自然年国内互联网大厂资本开支指引乐观，AI 服务器需求旺盛，公司 ISG 业务将充分受益。

风险提示： AI PC 渗透率不及预期；AI 服务器订单不及预期。

投资建议： 维持“优于大市”评级。基于 FY2025 年获 2.82 亿美金的一次性所得税抵免，且服务器业务 FY25Q3 实现扭亏，上调盈利预测，预计 FY2025-FY2027 年盈利预测为 15.06/16.40/19.37 亿元（前值为 12.50/13.90/15.78 亿元），当前股价对应 PE=13/12/10x。公司为全球 AI PC 龙头，智能手机和服务器业务持续增长，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	61,947	56,864	67,205	73,997	80,776
(+/-%)	-13.5%	-8.2%	18.2%	10.1%	9.2%
净利润(百万元)	1608	1011	1506	1640	1937
(+/-%)	-20.8%	-37.1%	49.0%	8.9%	18.1%
每股收益(元)	0.13	0.08	0.12	0.13	0.16
EBIT Margin	3.6%	3.1%	-0.8%	-0.2%	0.2%
净资产收益率 (ROE)	28.8%	18.1%	21.2%	18.8%	18.2%
市盈率 (PE)	12.5	19.9	13.4	12.3	10.4
EV/EBITDA	62.3	81.6	104.5	86.5	76.1
市净率 (PB)	3.61	3.61	2.84	2.31	1.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

电子·消费电子

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：艾宪

0755-22941051

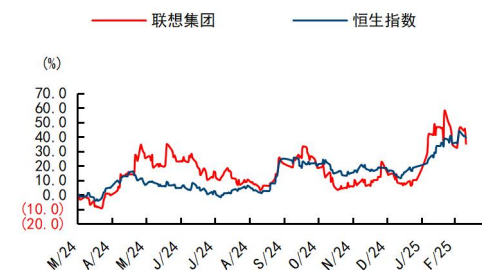
aixian@guosen.com.cn

S0980524090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.64 港元
总市值/流通市值	144390/144390 百万港元
52 周最高价/最低价	13.60/7.68 港元
近 3 个月日均成交额	1131.79 百万港元

市场走势



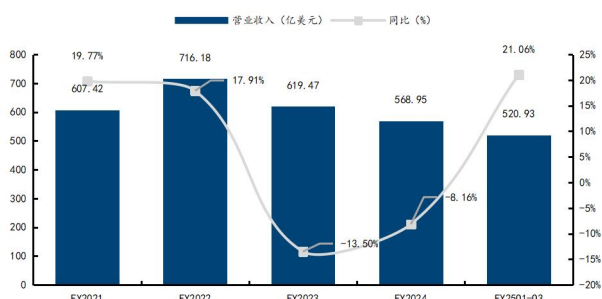
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《联想集团 (00992.HK) - AI PC 渗透率加速提升，AI 驱动业绩增长》——2024-12-02
- 《联想集团 (00992.HK) - 深入智能化变革，AI PC 迎商业化落地元年》——2024-10-28
- 《联想集团 (00992.HK) - 第一财季收入增长 20%，混合式人工智能持续带来发展机遇》——2024-08-18
- 《联想集团 (00992.HK) - 全球领先的 ICT 科技企业，AI PC 与服务器创造发展新动能》——2024-07-23

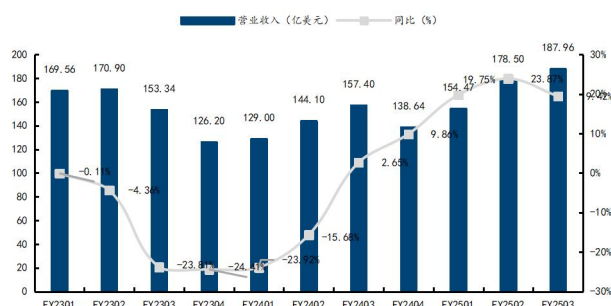
基础设施方案业务（ISG）扭亏为盈，AI 驱动业绩增长。 FY2025 前三季度公司实现营收 520.93 亿美元，同比+21.1%；实现净利润 12.95 亿美元，同比+69.7%。分季度看，FY25Q3 实现营收 187.96 亿美元，同比+19.4%、环比+5.3%；实现净利润 6.93 亿美元，同比+105.5%、环比+93.2%，主要由于单季度获得 2.82 亿美金的一次性所得税抵免。其中，FY2025 前三季度智能设备业务集团、基础设施方案业务集团、方案服务业务集团分别实现收入 387.20、104.04、63.07 亿美元，分别同比+13.4%、+62.8%、+11.6%。分季度看，FY25Q3 智能设备业务集团、基础设施方案业务集团、方案服务业务集团分别实现收入 137.84、39.38、22.57 亿美元，分别同比+11.5%、+59.2%、+11.7%，其中基础设施方案业务集团（ISG）实现经营溢利 100.2 万美元，首次单季度扭亏为盈，主要受益于：1）云厂商和中小企业客户需求强劲，AI 服务器业务快速增长；2）服务器相关研发费用摊销逐季度下降。

图1：联想集团 FY25 前三季度营收 520.93 亿元，同比+21%



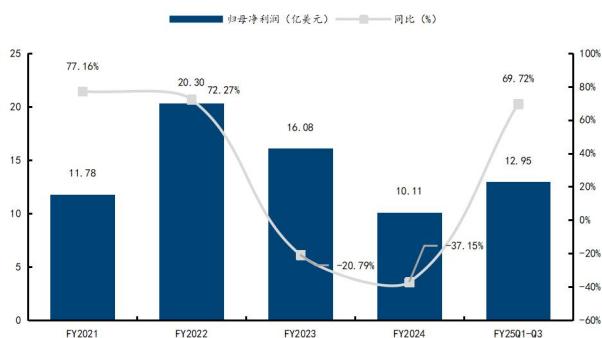
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：联想集团 FY25Q3 营收 187.96 亿元，同比+19%、环比+5%



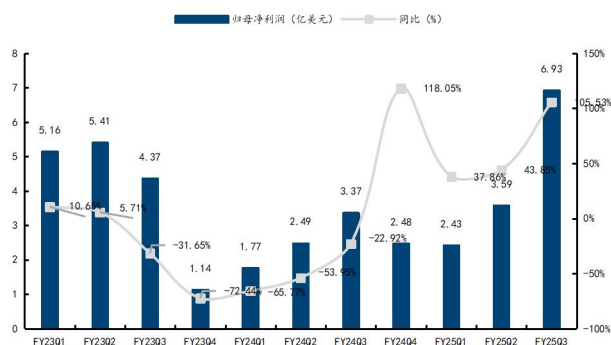
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：联想集团 FY25 前三季度净利润 12.95 亿元，同比+70%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

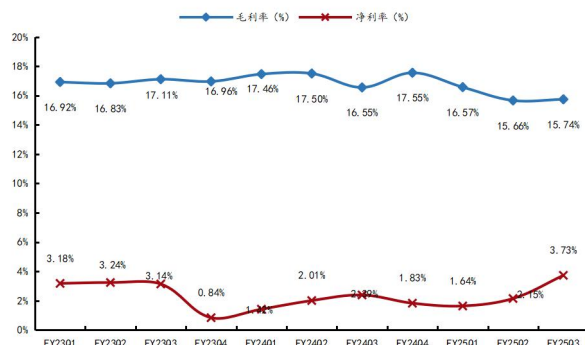
图4：联想集团 FY25Q3 净利润 6.93 亿元，同比+106%、环比+93%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

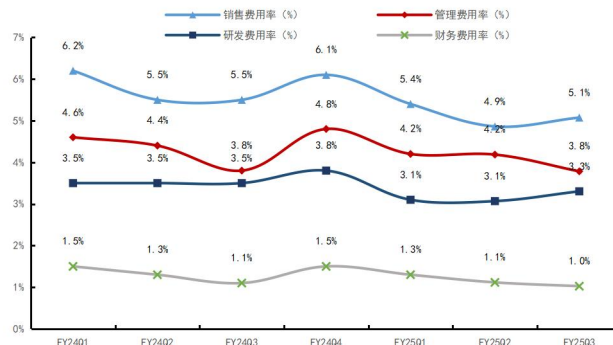
期间费用率环比持平，毛利率、净利率环比提升。 FY25Q3 公司期间费用率为 13.2%，环比持平，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.1%、3.8%、3.3%、1.0%，分别环比+0.21%、-0.40%、+0.24%、-0.09 个 pct，销售费用增长主要由于公司智能手机业务快速拓展全球市场。FY25Q3 公司毛利率为 15.7%，环比提升 0.08 个 pct，主要由于：1）高端 PC 和手机销量持续增长，拉动智能设备业务集团毛利率提升；2）高毛利方案服务集团收入稳步增长。FY25Q3 公司净利率为 3.7%，环比+1.58 个 pct，主要由于获得 2.82 亿美金非经常所得税抵免，剔除所得税抵免后，FY25Q3 单季度公司净利润为 4.11 亿美元，对应净利率 2.2%，环比+0.04 个 pct，净利率仍实现环比提升。

图5: 联想集团 FY25Q3 毛利率、净利润环比提升



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 联想集团 FY25Q3 期间费用率环比持平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。基于 FY2025 年获 2.82 亿美金的一次性所得税抵免, 且服务器业务 FY25Q3 实现扭亏, 上调盈利预测, 预计 FY2025-FY2027 年盈利预测为 15.06/16.40/19.37 亿元 (前值为 12.50/13.90/15.78 亿元), 当前股价对应 PE=13/12/10x。公司为全球 AI PC 龙头, 智能手机和服务器业务持续增长, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4250	3560	7546	10840	14640	营业收入	61947	56864	67205	73997	80776
应收款项	12210	12290	14362	15813	17262	营业成本	51446	47061	56103	61469	66679
存货净额	6372	6703	7974	8732	9466	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	60	0	67	74	81	销售费用	3285	3309	4302	4947	5689
流动资产合计	22941	22687	30084	35621	41643	管理费用	4984	4731	7307	7712	8250
固定资产	2645	2348	3597	4803	5951	财务费用	516	615	112	66	15
无形资产及其他	8926	8917	6688	4458	2229	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	2670	3031	3031	3031	3031	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1738	1768	1798	1828	1859	其他收入	420	217	2363	2406	2464
资产总计	38920	38751	45197	49741	54712	营业利润	2136	1365	1745	2208	2607
短期借款及交易性金融负债	272	50	370	231	217	营业外净收支	0	0	282	0	0
应付款项	10223	10781	12355	13531	14668	利润总额	2136	1365	2027	2208	2607
其他流动负债	15598	15228	18193	19968	21758	所得税费用	455	263	385	420	495
流动负债合计	26093	26059	30919	33729	36643	少数股东损益	73	92	136	148	175
长期借款及应付债券	3683	3569	3569	3569	3569	归属于母公司净利润	1608	1011	1506	1640	1937
其他长期负债	3097	3041	2986	2931	2876	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	6780	6611	6555	6500	6445	净利润	1608	1011	1506	1640	1937
负债合计	32873	32670	37474	40230	43089	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	459	499	635	783	959	折旧摊销	807	557	2363	2406	2464
股东权益	5588	5583	7088	8728	10665	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	38920	38751	45197	49741	54712	财务费用	516	615	112	66	15
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(218)	(579)	1075	678	683
每股收益	0.13	0.08	0.12	0.13	0.16	其它	73	92	136	148	175
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	2270	1080	5080	4872	5259
每股净资产	0.45	0.45	0.57	0.70	0.86	资本开支	0	(48)	(1383)	(1383)	(1383)
ROIC	27%	20%	20%	34%	60%	其它投资现金流	100	(87)	0	(27)	(32)
ROE	29%	18%	21%	19%	18%	投资活动现金流	(130)	(165)	(1413)	(1440)	(1445)
毛利率	17%	17%	17%	17%	17%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	3%	-1%	-0%	0%	负债净变化	1050	(114)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	4%	3%	3%	3%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-14%	-8%	18%	10%	9%	其它融资现金流	(3920)	(1378)	320	(139)	(14)
净利润增长率	-21%	-37%	49%	9%	18%	融资活动现金流	(1820)	(1605)	320	(139)	(14)
资产负债率	86%	86%	84%	82%	81%	现金净变动	320	(690)	3986	3293	3800
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	3930	4250	3560	7546	10840
P/E	12.5	19.9	13.4	12.3	10.4	货币资金的期末余额	4250	3560	7546	10840	14640
P/B	3.6	3.6	2.8	2.3	1.9	企业自由现金流	0	1353	1645	1595	1893
EV/EBITDA	62	82	104	87	76	权益自由现金流	0	(635)	1874	1402	1867

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032