

2025 年 04 月 10 日

联想集团 (00992. HK)

——PC 换机周期下的价值重估

投资评级：增持（首次）

投资要点：

- **PC 行业领导者，三大业务持续 AI 转型。**联想集团前身成立于 1984 年，逐步成为国内计算机行业的领军企业。1994 年，联想在港交所上市。2005 年，联想以 12.5 亿美元收购 IBM 个人电脑业务，通过资源整合与全球布局优化，成为全球第三大个人电脑厂商。公司 FY25 Q1-Q3 实现收入 520.93 亿美元，核心业务分布在三大集团：智能设备业务集团(IDG)、基础设施方案业务集团(ISG)、方案服务业务集团(SSG)，FY25 财年第三财季收入占比分别为 69%、20%、11%。
- **PC 换机周期已至，Windows 系统份额交接进行时。**2020 年受疫情影响全球 PC 需求骤增，消费者和企业端换机周期已至。Windows10 系统将于 2025 年 10 月停止服务，届时仍有部分设备因硬件问题需替换，观望消费者有望落地换机需求，公司或最先受益于本轮 PC 周期。
- **以小博大：DeepSeek 解决制约 AIPC 渗透关键问题。**终端侧 AI 能力是赋能混合式 AI 并让生成式 AI 实现全球规模化扩展的关键。DeepSeek-R1 以少量 SFT 数据+多轮强化学习的方法重构训练流程，实现了低内存占用、低计算开销和高模型准确性的特征，低参数量特征为大模型本地化部署到 AI 终端运行提供可能。
- **商用 PC 需求或将成为 2025 年 PC 主要增长引擎。**根据 IDC 预测，2025 年商用（除教育）领域 PC 出货量将达到 1.38 亿台，同比增长 4.3%。相较消费领域 PC 出货量预测，商用领域 PC 表现更为乐观。AIPC 需求或将通过培育用户在办公及学习场景下的使用习惯实现需求向消费端的渗透，或带来新一轮消费 PC 放量。
- **ISG 单季度扭亏，SSG 业务聚焦本土需求，AI 战略规划助推公司可持续发展。**公司 ISG 业务采取 ODM+ 模式，即利用公司产品设计能力、供应链规模以及全球服务支持体系，自主研发服务器主板设计和制造，成为服务全球的端到端自主研发企业。在全球业务战略布局的框架下，联想 SSG 聚焦中国本土市场实际需求，以“一擎三箭”战略重构和升级了 AI 原生的方案服务。两部分业务同时受益于 AI 变革带来的机会，助推公司盈利的可持续发展。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 财年归母净利润分别为 15.4/17.1/19.5 亿美元，同比增速分别为 52%/12%/14%，对应公司 PE 分别为 8X/7X/6X。对 IDG 和 SSG 两部分业务选取各自可比公司平均 PE 与公司 PE 进行比较，保守假设 ISG 业务在 2026 财年保持盈亏平衡，2026 财年（对应 2025 自然年）公司对应 PE 为 7X，均低于 IDG 和 ISG 业务各自可比公司平均 PE，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**AIPC 出货量不及预期，服务器需求不及预期，全球消费不及预期的风险，跨市场选择可比公司的风险。

证券分析师

朱芸
SAC: S1350524070001
zhuyun@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 09 日

收盘价 (港元)	7.50
一年内最高/最低 (港元)	13.60/6.57
总市值 (百万港元)	93,034.94
流通市值 (百万港元)	93,034.94
资产负债率 (%)	86.27

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值 (美元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	61,946.85	56,863.78	67,646.54	74,625.52	80,347.75
同比增长率 (%)	-13.5%	-8.2%	19.0%	10.3%	7.7%
净利润 (百万美元)	1,680.83	1,102.31	1,615.83	1,802.74	2,048.80
同比增长率 (%)	-21.7%	-34.4%	46.6%	11.6%	13.6%
每股收益 (美元/股)	0.14	0.08	0.12	0.14	0.16
ROE (%)	28.8%	18.1%	21.9%	19.9%	18.7%
市盈率 (P/E)	8.10	13.88	7.79	6.98	6.15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

IDG 业务中，我们选取惠普、戴尔、超威电脑作为可比公司，以上公司 2025 自然年平均 PE 分别为 9X；ISG 业务中，考虑到公司此部分业务在 2025 财年第三季度实现扭亏，全年或尚未转正，保守假设本部分业务 2025 自然年将实现盈亏平衡，不会对当年盈利形成贡献，因此不将 ISG 业务考虑进 PE 估值；SSG 业务中，我们选取海康威视、大华股份、IBM 作为可比公司，以上公司 2025 自然年平均 PE 为 14X。2026 财年（对应 2025 自然年）公司对应 PE 为 7X，公司 PE 均低于两部分业务各自可比公司平均 PE，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

IDG 业务：考虑到 PC 换机周期和 AIPC 的需求催化因素，我们预计公司 PC 业务 FY2025-FY2027 收入分别为 366/386/416 亿美元，同比+11%/6%/8%，叠加手机及其他智能设备的稳定增长，我们预计公司 IDG 业务收入分别为 501/537/578 亿美元，同比增长+12%/7%/8%。

ISG 业务：我们预计公司 ISG 业务 FY2025-FY2027 收入分别为 136/170/194 亿美元，同比增长+52%/25%/15%。

SSG 业务：我们预计公司 SSG 业务 FY2025-FY2027 收入分别为 83/92/96 亿美元，同比增长+11%/10%/4%。

成本：公司未披露具体业务集团毛利率，FY2022-FY2024 公司分别实现毛利率 16.8%、17.0%、17.2%，毛利率稳步提升。考虑到公司受到 AIPC 周期影响，规模效应或在 PC 放量后显现，高经营溢利率业务 SSG 占比提升，ISG 业务扭亏，我们预计 FY2025-FY2027 公司毛利率分别为 16.3%、16.8%、16.8%。

费用：考虑到逐步进入 PC 换机周期的过程中，公司或将加大营销费用投入提升业绩表现，我们预计 FY2025-FY2027 公司销售费用率分别为 5.2%、5.4%、5.4%；管理费用率波动幅度较大，我们预计 FY2025-FY2027 公司管理费用率分别为 4.2%、4.1%、4.1%；由于公司持续进行 AI 研发，持续在系统迭代和技术创新方面投入资金，我们预计 FY2025-FY2027 公司研发费用率分别为 3.3%、3.5%、3.5%。

投资逻辑要点

我们认为，当下时点公司最主要业务增量在于 PC 周期下换机需求和技术提升带来的 AIPC 增量，同时，ISG 和 SSG 业务板块稳中向好，ISG 业务单季度扭亏，公司基本面良好且存在收入和利润的增量空间。

核心风险提示

AIPC 出货量不及预期，服务器需求不及预期，全球消费不及预期的风险，跨市场选择可比公司的风险。

内容目录

1. 三条主线 三个增长点.....	6
1.1. 发展历程：联千禧之潮，思用户所想.....	6
1.2. 业务分析：主营业务稳中求胜，多元化业务锦上添花.....	6
1.3. 财务分析：营收利润回暖，ISG实现扭亏.....	7
2. 周期性因素叠加技术变革，核心业务放量可期.....	8
2.1. 周期性共识：PC换机潮头正盛，Windows系统份额交接进行时.....	8
2.2. 以小博大：DeepSeek解决制约AIPC渗透关键问题.....	9
2.2.1. 推理成本降低，AIPC具备实现AI普惠核心驱动要素.....	9
2.2.2. 习惯培育用户需求：AI办公场景生产力催生用户AIPC需求.....	11
2.3. 云程发轫：功能成熟后或将出现更多潜在服务收费场景.....	12
3. ISG：服务器需求强劲，订单持续转化为收入.....	13
4. SSG：业绩稳健，聚焦本土需求.....	14
5. 盈利预测与评级.....	15
5.1. 收入预测.....	15
5.2. 成本与费用预测.....	15
5.3. 可比公司估值.....	16
6. 风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 联想集团 40 年发展历程	6
图表 2: FY25 财年第三季度联想集团收入构成	6
图表 3: 联想集团业务溢利率	6
图表 4: FY2025 Q3 公司 IDG 业务收入同比+12%	7
图表 5: FY2025 Q3 公司 ISG 业务收入同比+59%	7
图表 6: SSG 业务连续 yoy 正增	7
图表 7: SSG 业务经营溢利占比 31%	7
图表 8: PC 需求恢复带来营收同比增长	8
图表 9: 归母净利润增速超过营收增速	8
图表 10: FY25 Q1-Q3 毛利率同比-1.1pct	8
图表 11: FY25 Q1-Q3 销售/管理/研发费用率同比下降	8
图表 12: 2020 年和 2021 年为 PC 出货高峰期	9
图表 13: Win10 系统用户正逐渐迁移至 Win11	9
图表 14: 联想 PC 出货量占全球 PC 总出货量 20% 以上	9
图表 15: AI 处理的中心正在向边缘转移	10
图表 16: 2025 年后发布的大模型均具备低参数数量的特征	10
图表 17: 联想推出全球首款端侧部署 DeepSeek 的商用 AI PC 新品	11
图表 18: 自然语言取代传统 PC 界面成为新的输入和输出方式, AI 重新定义人机关系	11
图表 19: 商用 PC 需求或成为 2025 年 PC 主要增长引擎	12
图表 20: 2027 年国内 AIPC 新机装配比例或将接近 85%	12
图表 21: 中国 AI 终端占比预测	12
图表 22: AIPC 商业化逐步显现	13
图表 23: 预计 2024 年全球服务器出货量 1365 万台	13
图表 24: 预计 2024 年全球 AI 服务器出货量 150.4 万台	13
图表 25: 联想入围中国电信服务器集采名单	14
图表 26: 超大规模数据中心领域案例	14
图表 27: “一横五纵”战略框架助力企业构建稳固“数字底座”	14
图表 28: 联想集团行业解决方案	15
图表 29: “一擎三箭”战略重构 AI 原生方案服务	15

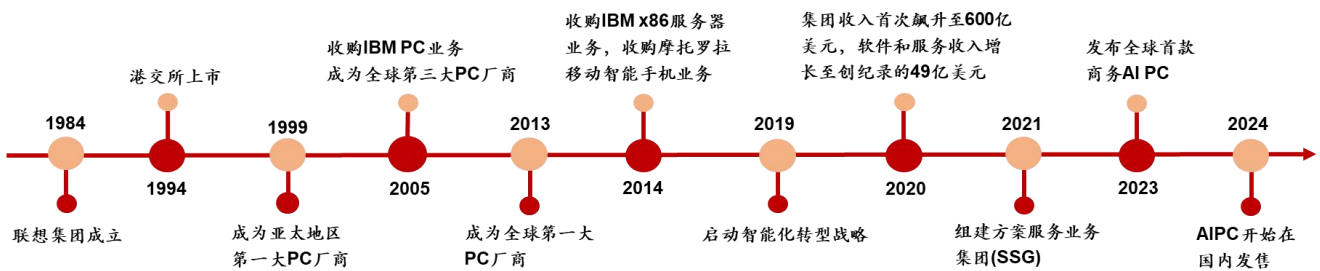
图表 30: IDG 业务可比公司估值表	16
图表 31: SSG 业务可比公司估值表	17

1. 三条主线 三个增长点

1.1. 发展历程：联千禧之潮，思用户所想

联想集团前身“中国科学院计算技术研究所新技术发展公司”成立于1984年，由柳传志等11名科研人员在中国科学院计算技术研究所的支持下创立。1990年公司推出“联想286微机”，1994年公司于港交所上市，逐步成为亚太地区计算机行业的领军企业。2004年，公司宣布以12.5亿美元收购IBM的全球电脑业务，收购完成后联想有权继续使用IBM著名的“Think”品牌。2005年公司完成对IBM PC业务的收购并成为全球第三大PC厂商。2013年，联想首次跃升为全球第一大电脑厂商。2019年，公司明确在保持PC核心业务优势的基础上，聚焦智慧家庭、智慧办公、智慧行业解决方案等新机会，并提出推进智能化转型的3S战略，即：Smart IoT（智能物联网）、Smart Infrastructure（智能基础架构）和Smart Vertical（行业智能）。2021年，联想组建方案服务业务集团（SSG），覆盖从硬件到软件，为客户提供端到端的服务，进一步推动智能化转型。2023年，联想发布首款商用AIPC，随后不断丰富产品矩阵。

图表1：联想集团40年发展历程

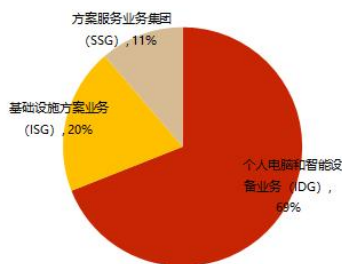


资料来源：公司官网，北京日报，大联想伙伴网等，华源证券研究所

1.2. 业务分析：主营业务稳中求胜，多元化业务锦上添花

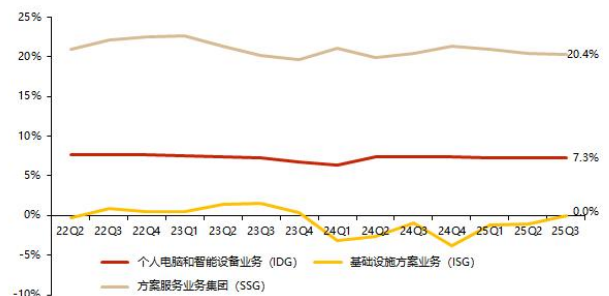
联想目前主要聚焦三大业务集团：智能设备业务集团（IDG）、基础设施方案业务集团（ISG）、方案服务业务集团（SSG）。2025财年第三季度三大业务收入分别占比69%、20%、11%，三大业务经营溢利率分别为7.3%、0.0%、20.4%。

图表2：FY25财年第三季度联想集团收入构成



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表3：联想集团业务溢利率

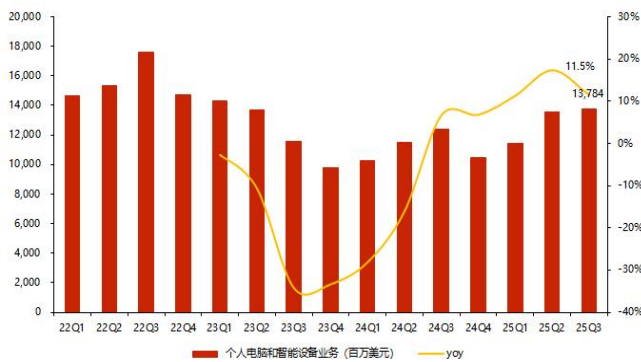


资料来源：公司公告，华源证券研究所

智能设备业务集团 (IDG) : 作为联想集团的核心业务支柱, 联想在智能设备领域展现出强大的竞争力与多元化的业务布局, 涵盖电脑业务、平板电脑、智能手机等移动设备以及其他智能设备。根据公司 FY25 Q3 公告, IDG 业务营收同比增长 12%, 达到 137.8 亿美元。

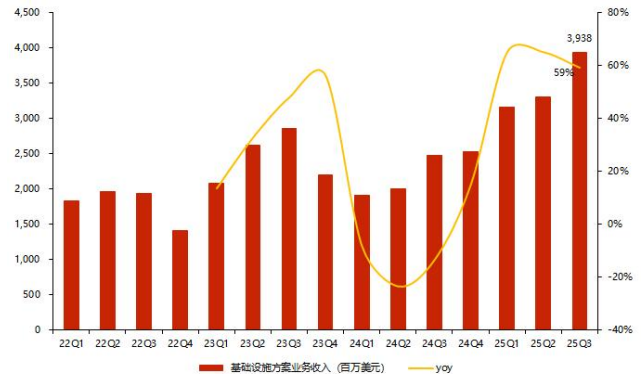
基础设施方案业务集团 (ISG) : 主要负责服务器、存储等数据中心产品的研发、制造和销售, 同时为企业级客户提供服务器、存储设备及一体化解决方案, 满足企业在 AI 模型训练等方面的高性能需求。根据公司 FY25Q3 公告, ISG 业务营收同比增长 59%, 达到 39.4 亿美元。

图表 4: FY2025 Q3 公司 IDG 业务收入同比+12%



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所。注: 以财年计

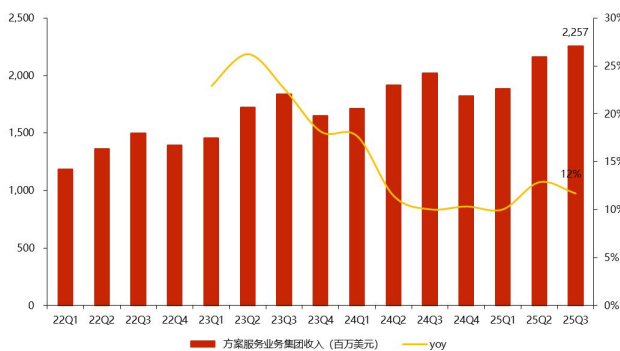
图表 5: FY2025 Q3 公司 ISG 业务收入同比+59%



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所。注: 以财年计

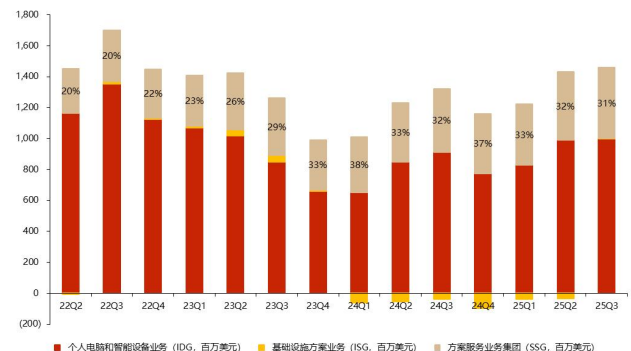
方案服务业务集团 (SSG) : 2021 年联想组建了 SSG 集团, 旨在从 PC 公司向智能化解决方案与服务提供商转型, 打造新的业务增长引擎。根据公司 FY2025 Q3 公告, SSG 业务营收同比增长 12%, 达到 22.6 亿美元。季度收入创历史新高, 连续 15 个季度保持同比增长, 经营溢利率达到 20%, 经营溢利占三大业务集团经营溢利总额的 31%。据 Gartner FY2025 Q2 报告, 全球前 30 大 GSI (全球系统集成商) 平均收入同比增长 4%, 而 SSG 业务当季同比增长 13%, 收入增速为行业平均水平的 3 倍。

图表 6: SSG 业务连续 yoy 正增



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 7: SSG 业务经营溢利占比 31%



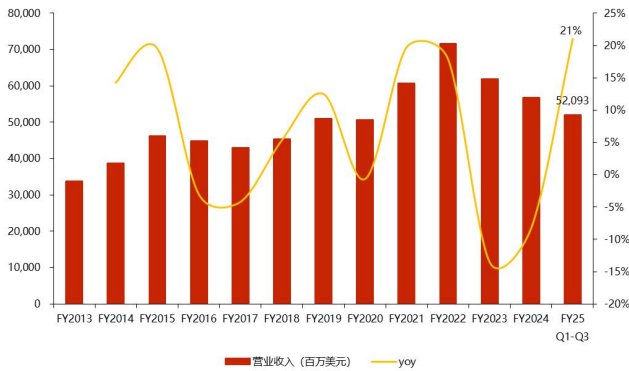
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

1.3. 财务分析: 营收利润回暖, ISG 实现扭亏

营收利润回暖, 盈利能力具备更强恢复力。 FY25 前三季度公司实现营业收入 520.9 亿美元, 同比增长 21%, 随着 PC 市场回暖, 营收连续 3 个季度实现双位数增长。公司营收恢复

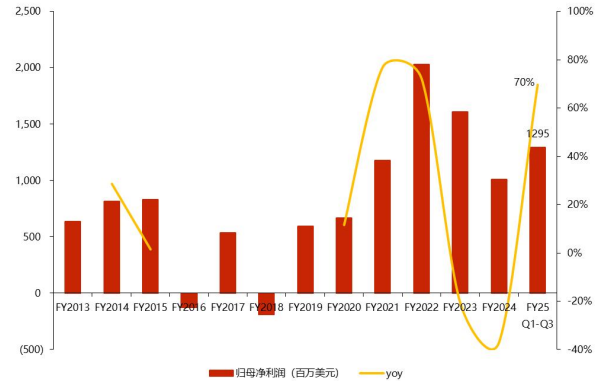
的同时盈利能力也得到修复, FY25 前三季度公司实现归母净利润 13.0 亿美元, 同比增长 70%, 增速超过收入同比增长速度。

图表 8: PC 需求恢复带来营收同比增长



资料来源: iFinD, 华源证券研究所

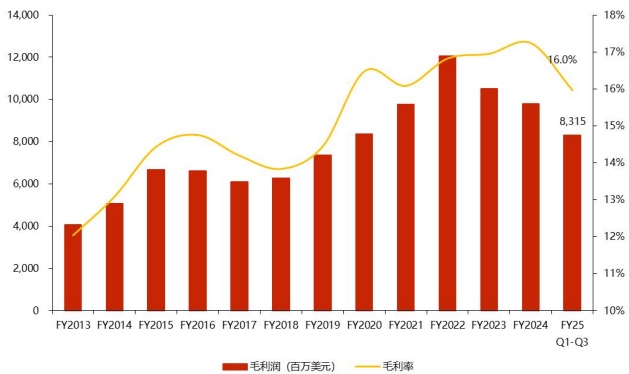
图表 9: 归母净利润增速超过营收增速



资料来源: iFinD, 华源证券研究所

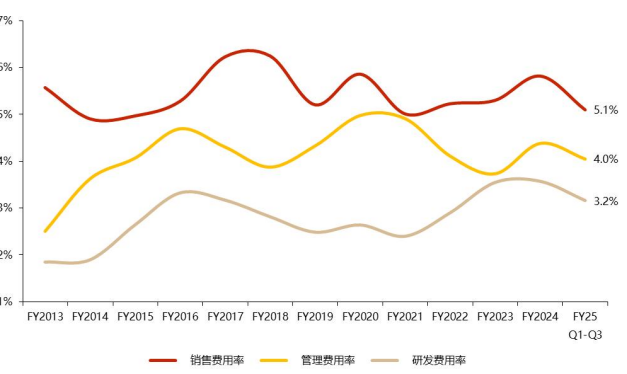
ISG 单季度扭亏为盈, 公司或具备利润可持续增长能力。FY25 Q1-Q3 公司实现毛利润 83.2 亿美元, 毛利率 16.0%, 同比-1.1pct, 主要由于 ISG 业务收入占比提升所致。随着 ISG 业务扭亏为盈, 未来随 ISG 业务持续提升, 毛利率有望持续修复。FY25 Q1-Q3 公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 5.1%、4.0%和 3.2%, 三费率同比-0.6pct、-0.2pct、-0.3pct, 公司降本增效效果显现。

图表 10: FY25 Q1-Q3 毛利率同比-1.1pct



资料来源: iFinD, 华源证券研究所

图表 11: FY25 Q1-Q3 销售/管理/研发费用率同比下降



资料来源: iFinD, 华源证券研究所

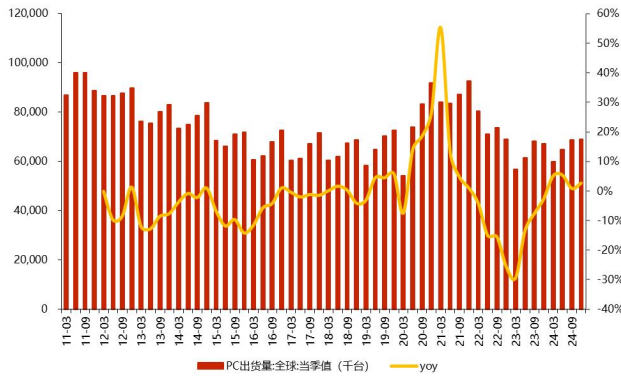
2. 周期性因素叠加技术变革, 核心业务放量可期

2.1. 周期性共识: PC 换机潮头正盛, Windows 系统份额交接进行时

2020 年受疫情影响全球 PC 需求骤增, 消费者和企业端换机周期已至。Gartner 数据显示, 2020 年和 2021 年两年间, 由于远程办公和居家学习带来全球 PC 出货量分别为 3.03 亿台和 3.48 亿台, 同比增长分别为 13.8%和 14.7%。通常情况下, B 端和 C 端用户的笔记本电脑更换周期为 3 年, 而台式电脑更换周期在 5 年, 2024 年和 2025 年恰逢疫情 PC 热潮后的新一轮换机周期。

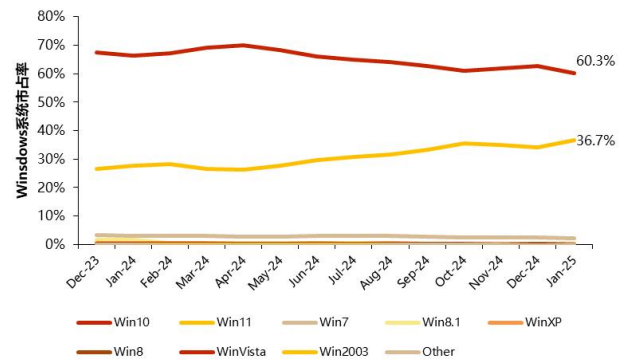
微软将于 2025 年 10 月正式终止 Windows10 操作系统的支持，部分 Windows 设备仍有替换空间。据 Statcounter 数据，截至 2025 年 1 月，Windows10 仍有 60.3% 的市场份额。Windows11 推出至今已有三年时间，尽管搭载 Copilot 和 AI 驱动的操作系统，其市场份额只有 36.7%。Windows10 系统停止服务后，微软将不再提供有关的错误修复、漏洞安全修复等技术支持，消费者可以选择付费获得拓展安全更新（ESU）、升级到 Windows11 或迁移至云端 Windows11。设备需要满足一定的硬件要求才能与 Windows11 兼容，此类设备具备一定的替换空间。

图表 12：2020 年和 2021 年为 PC 出货高峰期



资料来源：iFinD，华源证券研究所

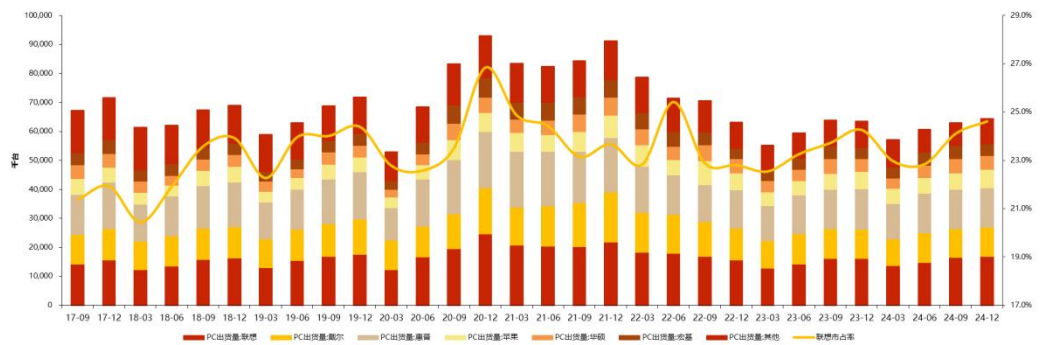
图表 13：Win10 系统用户正逐渐迁移至 Win11



资料来源：statcounter，华源证券研究所

从市占率角度看，联想 PC 市占率稳居前列，或最先受益于 PC 需求放量。自 2016 年以来，联想各季度 PC 市占率保持在 20% 以上。据 Canalys 数据，2024 年第四季度联想 PC 出货量达到 1690 万台，PC 市场份额达到 25%，创三年以来新高。

图表 14：联想 PC 出货量占全球 PC 总出货量 20% 以上



资料来源：Canalys，Gartner，iFinD，华源证券研究所

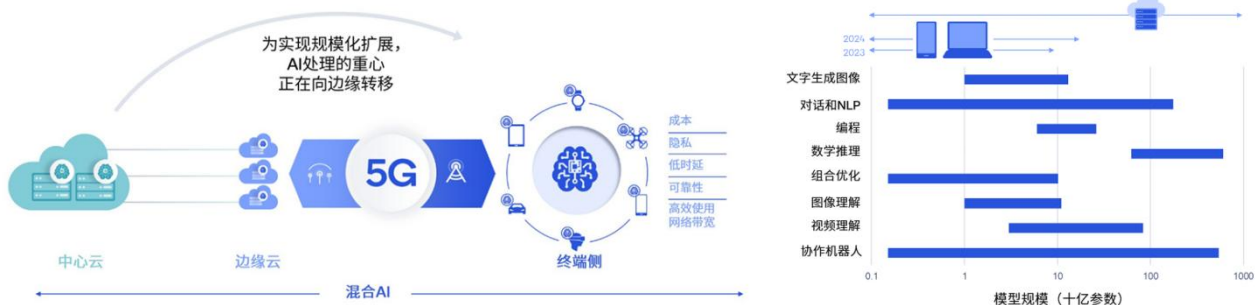
2.2. 以小博大：DeepSeek 解决制约 AIPC 渗透关键问题

2.2.1. 推理成本降低，AIPC 具备实现 AI 普惠核心驱动要素

成本节降是混合式 AI 架构的主要推动因素。混合式 AI 将支持生成式 AI 开发者和提供商利用边缘终端计算能力降低成本。混合式 AI 架构可根据模型和查询需求的复杂度等因素选择不同方式在云端和终端侧之间分配处理负载，简单任务推理可在终端进行，复杂任务可以跨云端和终端运行。

生成式 AI 模型缩小+端侧处理能力提升，AI 处理的中心正在向边缘转移。在生成式 AI 出现之前，AI 处理便持续向边缘转移，越来越多的 AI 推理工作负载在手机、笔记本电脑、XR 头显、汽车和其他边缘终端上运行。终端侧 AI 能力是赋能混合 AI 并让生成式 AI 实现全球规模化扩展的关键。据 DeepSeek 公众号，DeepSeek-R1 在后训练阶段大规模使用强化学习技术，在仅有极少标注数据的情况下，使得模型性能比肩 OpenAI o1 正式版，其 32B 和 70B 蒸馏模型在多项能力上实现对标 OpenAI o1-mini 的效果。DeepSeek 蒸馏模型的优秀推理能力或推动 AI 处理向边缘转移和生成式 AI 的全球规模化拓展。

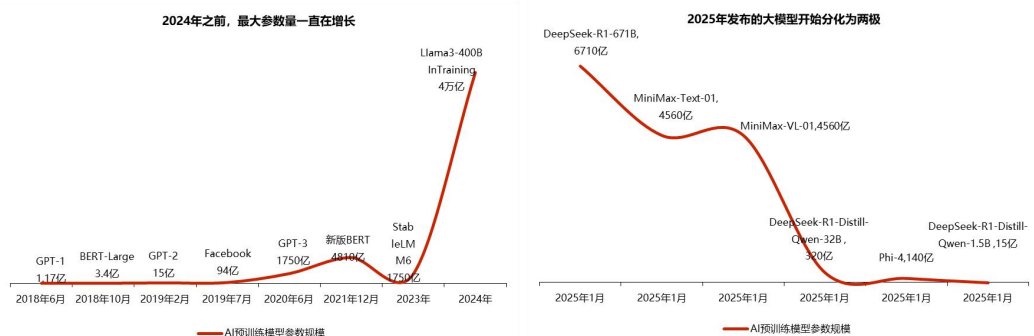
图表 15: AI 处理的中心正在向边缘转移



资料来源：高通《混合 AI 是 AI 的未来》，华源证券研究所

AI 三要素迎来拐点，低参数量特征为本地化部署到 AI 终端运行提供可能。DeepSeek-R1 以少量 SFT 数据+多轮强化学习的方法重构训练流程，实现了低内存占用、低计算开销和高模型准确性的特征，通过优化训练流程实现算力和性能的近似线性关系，模型推理能力每增加一张 GPU 即可稳定提升，无需依赖外部复杂监督机制。同时，2025 年后发布的大模型具备低参数量的特征，低参数量模型适合在资源有限的终端设备运行，DeepSeek 的性价比和效率优势有望实现端侧平台部署。此外，AI 技术创新围绕算力、数据、算法三因素循环，2025 年再次进入算法创新阶段。

图表 16: 2025 年后发布的大模型均具备低参数量的特征



资料来源：甲子光年，华源证券研究所

2025 年 2 月 25 日，联想宣布通过深度融合 DeepSeek 端侧大模型，联想天禧个人智能体系统（天禧 AS）迎来重大升级，**联想成为全球首家在 AIPC 端侧部署和运行 DeepSeek 大模型的 AI 终端品牌。**联想 YOGA AIPC 元启新品通过端侧部署与蒸馏技术创新，在消费级设备上实现 7B 参数端侧模型的流畅运行。

图表 17: 联想推出全球首款端侧部署 DeepSeek 的商用 AI PC 新品

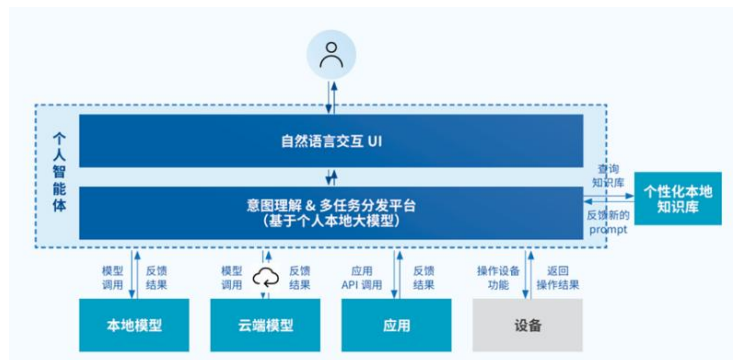


资料来源: 联想集团官方公众号, 华源证券研究所

2.2.2. 习惯培育用户需求: AI 办公场景生产力催生用户 AIPC 需求

自然语言取代传统 PC 界面成为新的输入和输出方式, AI 重新定义人机关系。传统的终端在交互模式上有着较大的限制。早期的终端设备需要依靠硬件外设才能实现人机信息的传递。图形化 OS 出现后, 交互效率实现提升, 但可视化程序交互也涉及到复杂的菜单和功能操作, 有较高的学习成本。而 AI PC 能够做到自然语言交互, 允许用户以口头或文字形式使用自然语言与 PC 进行沟通, 并通过自然语言的方式给予用户反馈。

图表 18: 自然语言取代传统 PC 界面成为新的输入和输出方式, AI 重新定义人机关系



资料来源: IDC, 《AIPC 产业 (中国) 白皮书》, 华源证券研究所

终端内嵌个人大模型, 覆盖用户个性化本地知识库。Office 使用者可通过后台运行大语言模型, 在 Outlook 中阅读或撰写电子邮件, 在 Word 中编写文档, 在 PowerPoint 中创建演示文稿, 在 Excel 中分析数据, 或在 Teams 会议中协作。在以终端为中心的混合 AI 架构中, 大部分处理能够在 PC 上进行。

商用 PC 需求或成为 2025 年 PC 主要增长引擎。根据 IDC 预测, 2025 年商用 (除教育) 领域 PC 出货量将达到 1.38 亿台, 同比增长 4.3%。相较消费领域 PC 出货量预测, 商用领

域 PC 表现更为乐观，该领域相关 PC 需求或将奠定全年 PC 出货量表现基础。AIPC 需求或将通过培育用户在办公及学习场景下的使用习惯实现需求向消费端的渗透，从而带来新一轮消费 PC 放量。

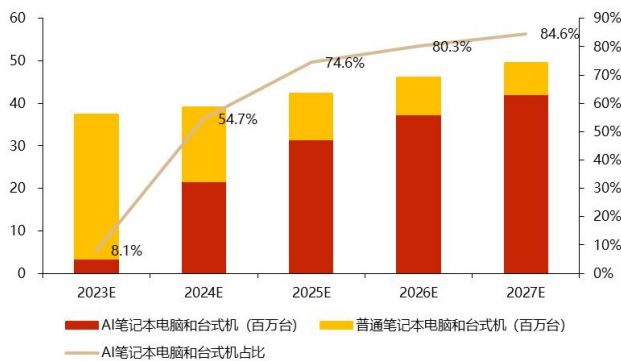
图表 19：商用 PC 需求或成为 2025 年 PC 主要增长引擎

应用种类	2025 年预计出货量 (百万台)	2025/2024 同比 增长率	2029 年预计出货量 (百万台)	2029/2028 同比 增长率	2025-2029CAGR
商用(除教育)	138.0	4.3%	142.6	1.4%	0.8%
教育	41.7	6.7%	38.2	-0.1%	-2.1%
消费	236.7	0.2%	241.8	0.1%	0.5%
总计	416.3	2.1%	422.6	0.5%	0.4%

资料来源：IDC Worldwide Personal Computing Device Tracker (2025/2/27)，华源证券研究所

AIPC 渗透率提升，带来 PC 市场进入新一轮增长。据 IDC 预测，AIPC 在中国 PC 市场中新机的装配比例将在未来几年中快速攀升，并将于 2027 年达到 85%，成为 PC 市场的主流。IDC 将具有 AI 处理功能的芯片终端设备定义为 AI 终端，在中国终端设备市场中，据 IDC 预测，至 2027 年将有 79% 的设备在硬件层面具备针对 AI 计算任务的算力基础。

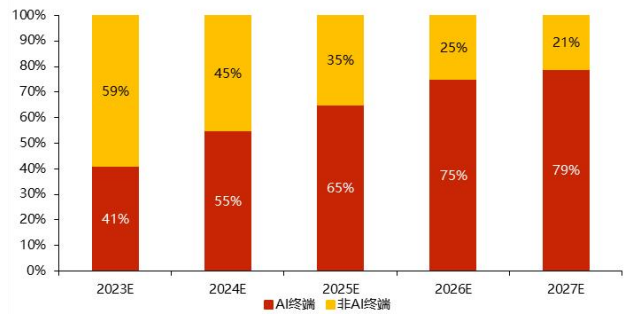
图表 20：2027 年国内 AIPC 新机装配比例或将接近 85%



资料来源：IDC、联想《AIPC 产业（中国）白皮书》，华源证券研究所

注：图中 AIPC 预测数据仅含 AI 笔记本电脑和 AI 台式电脑，不含 AI 平板电脑，2023 年 AIPC 均为 AI Ready 设备。

图表 21：中国 AI 终端占比预测



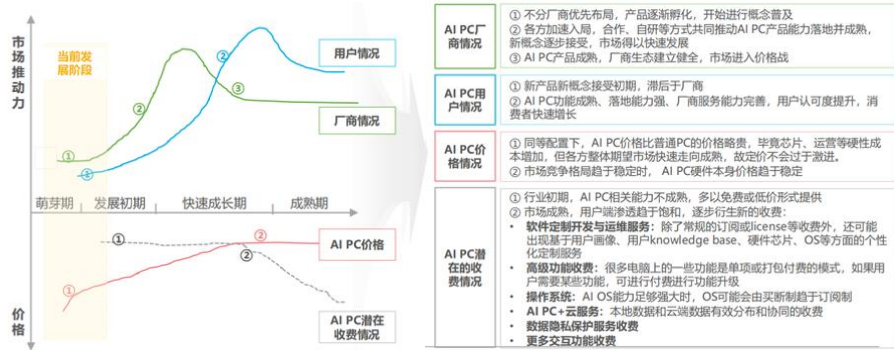
资料来源：IDC、联想《AIPC 产业（中国）白皮书》，华源证券研究所

2.3. 云程发轫：功能成熟后或将出现更多潜在服务收费场景

据艾瑞咨询，当前 AIPC 处于萌芽与初步发展阶段，各产业链环节如大模型、PC 和芯片等正积极布局并孵化产品。厂商间正在探索合作模式，致力于开发和完善 AIPC 产品及服务。随着 AIPC 功能逐渐成熟及厂商生态系统的发展，市场未来或不再仅限于硬件销售，而是涌现出更多基于软件服务的收费场景以适应用户需求及市场发展。

据艾瑞咨询，AI PC 未来的商业模式多样，其中有三点特别值得关注：首先，根据用户画像、认知水平、硬件能力和使用场景等因素进行软件的定制开发与运维服务收费；其次，除了基础的单项或打包付费模式外，满足用户实际需求的高级功能将成为主要收费点；最后，如果 AI 操作系统足够强大，其销售模式可能从买断制转向订阅制。

图表 22: AIPC 商业化逐步显现



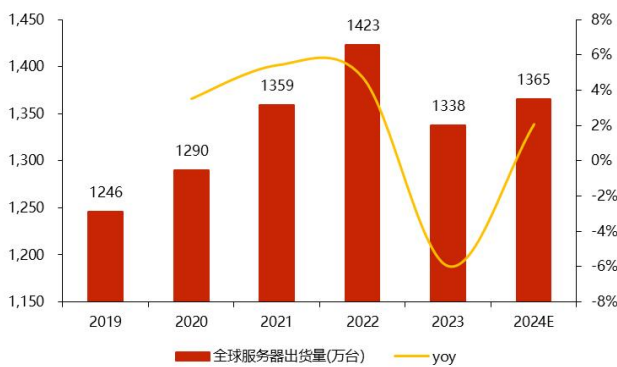
资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究所

3. ISG: 服务器需求强劲，订单持续转化为收入

公司 ISG 业务（基础设施方案业务集团）主要包括服务器、存储器、技术中台等基础设施产品，既能提供传统数据中心产品，也能提供公有云和私有云的基础设施服务，实现了边缘计算到云计算全覆盖，客户群体包括企业级客户和中小企业客户。

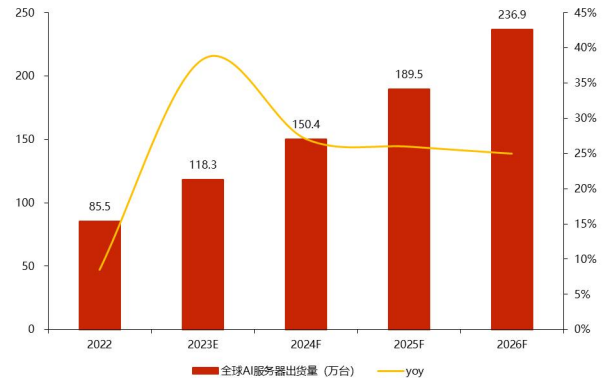
全球服务器需求随云计算和 AI 应用的蓬勃发展而持续增长。据 TrendForce 集邦咨询，2023 年，北美四大云端服务供应商受经济疲软及高通胀影响，下修全年服务器采购量。国内服务器需求受政策层面支撑，2023 年经济复苏带来的激励因子未显著持续，带来企业端采购计划延宕。2023 年全球服务器出货量同比下跌 6%。2024 年以来，AI 服务器出货强劲，主要系北美云端数据中心订单带动。展望未来，据 TrendForce 预测，2025 年在 CSP 及主权云高需求下，AI 服务器的出货量增速有望超过 28%。

图表 23: 预计 2024 年全球服务器出货量 1365 万台



资料来源：TrendForce，华源证券研究所

图表 24: 预计 2024 年全球 AI 服务器出货量 150.4 万台



资料来源：TrendForce，华源证券研究所

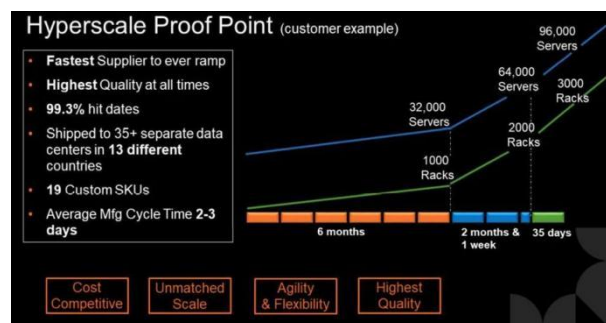
订单兑现持续转化为收入，ODM+模式抓住云增长机遇。2024 年 10 月 24 日，联想中标中国电信服务器（2024-2025）集采名单，通用型服务器（A 系列）标包排名第一、C86 服务器（G 系列）标包排名第三，共斩获超 12 亿订单，成为中国电信服务器主流供应商。24/25 财年第三季度，公司 ISG 业务实现收入 39.38 亿美元，同比增长 59%，盈利转亏为盈。公司 ISG 业务采取 ODM+ 模式，即利用公司产品设计能力、供应链规模以及全球服务支持体系，自主研发服务器主板设计和制造，成为服务全球的端到端自主研发企业。

图表 25: 联想入围中国电信服务器集采名单



资料来源: 公司官网, 华源证券研究所

图表 26: 超大规模数据中心领域案例



资料来源: 公司官网, 华源证券研究所

“一横五纵”战略框架助力企业构建稳固“数字底座”。2024 年年初, 联想首次公布了其面向 AI 的基础设施战略框架——“一横五纵”计划。“一横”指的是联想万全异构智算平台, “五纵”则涵盖了服务器、存储解决方案、数据网络、软件及超融合系统以及边缘计算基础设施产品和方案。万全异构智算平台集成了五大技术创新: 算力匹配魔方、GPU 内核态虚拟化、联想集合通信算法库、AI 高效断点续训技术以及 AI 与 HPC 集群超级调度器, 旨在为 AI 2.0 时代的大模型训练和推理提供坚实的基础设施支持。通过这些全面的产品组合, 联想致力于帮助企业构建稳固的“数字底座”, 为其智能化转型提供可靠的支持。

图表 27: “一横五纵”战略框架助力企业构建稳固“数字底座”



资料来源: 中国工业新闻网, 华源证券研究所

4. SSG: 业绩稳健, 聚焦本土需求

公司 SSG 业务 (方案服务业务集团) 主要包括硬件产品、IT 管理服务和基于“擎天”技术底层架构的解决方案服务。SSG 涵盖多个重要领域, 包括提供覆盖全品类、多品牌的硬件产品; 提供 IT 管理服务, 面对终端、数据中心、云, 以及新的边缘计算场景; 提供基于联想“擎天”技术底层架构的项目和解决方案服务。方案服务涵盖行业包括智能制造、数字政府、智慧金融、智慧教育、智慧医疗和智能基础设施。

图表 28：联想集团行业解决方案



资料来源：公司官网，华源证券研究所

在全球业务战略布局的框架下,联想 SSG 聚焦中国本土市场实际需求,以“一擎三箭”战略重构和升级了 AI 原生的方案服务。“一擎”即基于“端-边-云-网-智”新 IT 架构的擎天 3.0 平台,“三箭”即面向政企客户,联想提供量身定制的行业智能体解决方案,聚焦重点细分场景;针对中小企业,推出多模态交互和轻应用的联想百应,简化服务体验;对于消费客户,天禧 AS 系统内置主动式智能服务,提升用户体验的智能化和预见性。这一战略旨在通过技术创新和服务优化,助力各类型企业实现数字化转型。

图表 29：“一擎三箭”战略重构 AI 原生方案服务



资料来源：公司官网，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 收入预测

IDG 业务：考虑到 PC 换机周期和 AIPC 的需求催化因素，我们预计公司 PC 业务 FY2025-FY2027 收入分别为 366/386/416 亿美元，同比+11%/6%/8%，叠加手机及其他智能设备的稳定增长，我们预计公司 IDG 业务收入分别为 501/537/578 亿美元，同比增长+12%/7%/8%。

ISG 业务：我们预计公司 ISG 业务 FY2025-FY2027 收入分别为 136/170/194 亿美元，同比增长+52%/25%/15%。

SSG 业务：我们预计公司 SSG 业务 FY2025-FY2027 收入分别为 83/92/96 亿美元，同比增长+11%/10%/4%。

5.2. 成本与费用预测

成本：公司未披露具体业务集团毛利率，FY2022-FY2024 公司分别实现毛利率 16.8%、17.0%、17.2%，毛利率稳步提升。考虑到公司受到 AIPC 周期影响，规模效应或在 PC 放量后显现，高经营溢利率业务 SSG 占比提升，ISG 业务扭亏，我们预计 FY2025-FY2027 公司毛利率分别为 16.3%、16.8%、16.8%。

费用：考虑到逐步进入 PC 换机周期的过程中，公司或将加大营销费用投入提升业绩表现，我们预计 FY2025-FY2027 公司销售费用率分别为 5.2%、5.4%、5.4%；管理费用率波动幅度较大，我们预计 FY2025-FY2027 公司管理费用率分别为 4.2%、4.1%、4.1%；由于公司持续进行 AI 研发，持续在系统迭代和技术创新方面投入资金，我们预计 FY2025-FY2027 公司研发费用率分别为 3.3%、3.5%、3.5%。

5.3. 可比公司估值

由于美股公司与 A 股上市公司存在会计年度划分差异，为统一盈利预测基准，我们采用以下处理原则：选取各公司会计年度中与对应自然年重叠月份较高的财年数据作为预测基准。具体而言，惠普 2025 财年覆盖 2024 年 11 月至 2025 年 10 月，故采用 2025 财年 EPS 预测作为 2025 自然年预测值；戴尔 2025 财年对应 2024 年 2 月至 2025 年 1 月，采用其 2026 财年 EPS 预测数据以匹配 2025 自然年预测值；慧与 2025 财年（2024 年 11 月至 2025 年 10 月）与 IBM2025 财年（2025 年 1 月至 12 月）均直接采用对应财年 EPS 预测；超威电脑 2025 财年覆盖 2024 年 7 月至 2025 年 6 月，其与 2025 自然年重叠度为 50%，仍以该财年 EPS 作为基准值。联想集团 2026 财年对应自然年 2025 年 4 月至 2026 年 3 月，即 2026 财年预测值对应 2025 自然年预测值。通过上述方式，确保不同市场公司盈利预测的基准周期统一可比。

IDG 业务中，我们选取惠普、戴尔、超威电脑作为可比公司，以上公司 2025 自然年平均 PE 分别为 9X；ISG 业务中，考虑到公司此部分业务在 2025 财年第三季度实现扭亏，全年或尚未转正，保守假设本部分业务 2025 自然年将实现盈亏平衡，不会对当年盈利形成贡献，因此估值暂不考虑 ISG 业务；SSG 业务中，我们选取海康威视、大华股份、IBM 作为可比公司，以上公司 2025 自然年平均 PE 为 14X。2026 财年（对应 2025 自然年）公司对应 PE 为 7X，公司 PE 均低于两部分业务各自可比公司平均 PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 30：IDG 业务可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			EPS		PE	
		2025-04-08	2025E	2026E	2025E	2026E		
HPQ.N	惠普	21.88	3.57	3.74	6	6		
DELL.N	戴尔	72.59	9.45	10.58	8	7		
SMCI.O	超威电脑	31.71	2.59	3.66	12	9		
				平均	9	7		

资料来源：iFinD，华源证券研究所。注：A 股收盘价、EPS 单位为人民币，美股收盘价、EPS 单位为美元，美股收盘价截至 2025 年 4 月 8 日，A 股盈利预测来自 iFinD 一致预期，美股盈利预测来自 Capital IQ，预测年度对应自然年。

图表 31：SSG 业务可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS		PE	
		2025-04-09	2025E	2026E	2025E	2026E	
002415.SZ	海康威视	28.17	1.71	1.99	16	14	
002236.SZ	大华股份	15.11	1.21	1.41	12	11	
IBM.N	IBM	221.03	10.72	11.40	21	19	
				平均	14	12	

资料来源：iFinD，华源证券研究所。注：A 股收盘价、EPS 单位为人民币，美股收盘价、EPS 单位为美元，美股收盘价截至 2025 年 4 月 8 日，A 股盈利预测来自 iFinD 一致预期，美股盈利预测来自 Capital IQ，预测年度对应自然年。

6. 风险提示

- 1) AIPC 出货量不及预期：Windows 替换需求走弱，AIPC 消费者持续观望；
- 2) 服务器需求不及预期：受海外关税风险影响和国内政策影响，服务器客户订单或不及预期；
- 3) 全球消费不及预期的风险：若消费倾向走弱，换机需求落地或受到影响；
- 4) 跨市场选择可比公司的风险：可比公司主要为美股和 A 股上市公司，由于不同交易市场在流动性、估值水平和业绩披露要求等方面存在一定差异，跨市场选择可比公司或造成估值偏差。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位: 美元(百万)					单位: 美元(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56,864	67,647	74,626	80,348	货币资金	3,560	4,904	7,297	9,835
增长率	-8.2%	19.0%	10.3%	7.7%	应收款项	12,290	14,642	16,152	17,391
营业成本	47,061	56,653	62,053	66,829	存货	6,703	7,711	8,446	9,282
%销售收入	82.8%	83.7%	83.2%	83.2%	其他流动资产	135	204	235	254
毛利	9,803	10,994	12,572	13,519	流动资产	22,687	27,461	32,130	36,762
%销售收入	17.2%	16.3%	16.8%	16.8%	权益性投资	319	403	487	571
其他收入	31	0	0	0	固定资产	2,348	2,354	2,359	2,364
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	8,917	8,689	8,482	8,296
销售费用	3,309	3,540	4,032	4,340	非流动资产	16,064	16,646	16,669	16,711
%销售收入	5.8%	5.2%	5.4%	5.4%	资产总计	38,751	44,107	48,799	53,473
管理费用	2,492	2,822	3,043	3,291	应付款项	10,505	11,960	13,100	14,108
%销售收入	4.4%	4.2%	4.1%	4.1%	短期借款	50	1,000	1,071	1,338
研发费用	2,028	2,248	2,643	2,839	其他流动负债	15,503	18,039	19,886	21,405
%销售收入	3.6%	3.3%	3.5%	3.5%	流动负债	26,059	30,999	34,058	36,851
财务费用	127	136	-30	-213	长期债务	3,569	2,469	2,415	2,360
%销售收入	0.2%	0.2%	0.0%	-0.3%	其他长期负债	3,041	3,056	3,056	3,056
息税前利润 (EBIT)	1,493	1,830	2,223	2,348	非流动负债	6,611	5,525	5,470	5,416
%销售收入	2.6%	2.7%	3.0%	2.9%	负债总计	32,670	36,524	39,528	42,267
投资收益	-26	-27	-23	-24	归属母公司股东权益	5,583	7,005	8,605	10,439
%税前利润	-1.9%	-1.6%	-1.0%	-1.0%	少数股东权益	499	578	666	767
除税前利润	1,365	1,695	2,253	2,561	负债股东权益合计	38,751	44,107	48,799	53,473
利润率	2.4%	2.5%	3.0%	3.2%					
所得税	263	79	451	512	比率分析				
所得税率	19.3%	4.7%	20.0%	20.0%		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	1,102	1,616	1,803	2,049	每股指标				
少数股东损益	92	79	89	101	每股收益	0.08	0.12	0.14	0.16
归属于母公司的净利润	1,011	1,536	1,714	1,948	每股净资产	0.45	0.56	0.69	0.84
增长率	-37.1%	52.1%	11.6%	13.6%	每股经营现金净流	0.16	0.35	0.38	0.38
净利率	1.8%	2.3%	2.3%	2.4%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					回报率				
					净资产收益率	18.10%	21.93%	19.92%	18.66%
					总资产收益率	2.61%	3.48%	3.51%	3.64%
					投入资本收益率	12.42%	15.79%	13.94%	12.60%
					增长率				
					营业收入增长率	-8.21%	18.96%	10.32%	7.67%
					EBIT增长率	-35.40%	22.64%	21.45%	5.60%
					净利润增长率	-37.15%	52.05%	11.57%	13.65%
					总资产增长率	-0.43%	13.82%	10.64%	9.58%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	50.9	47.7	49.6	50.1
					存货周转天数	50.0	45.8	46.9	47.7
					应付账款周转天数	77.6	71.4	72.7	73.3
					固定资产周转天数	15.8	12.5	11.4	10.6
					偿债能力				
					流动比率	0.87	0.89	0.94	1.00
					速动比率	0.61	0.63	0.69	0.74
					净负债/股东权益	0.98%	-18.92%	-41.10%	-54.77%
					EBIT利息保障倍数	5.4	7.4	9.9	10.3
					资产负债率	84.31%	82.81%	81.00%	79.04%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。