



人智共创，AI 普惠新时代领先者

——联想集团（0992）深度报告

买入(首次)

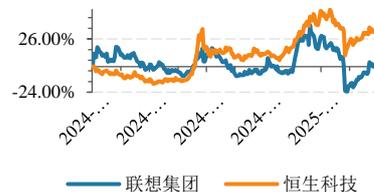
行业：通信
日期：2025年05月23日

分析师：应豪
E-mail: yinghao@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524050002
分析师：黄伯乐
E-mail: huangbole@yongxingsec.com
SAC编号: S1760520110001

基本数据

| | |
|------------------|------------|
| 收盘价(港元) | 10.12 |
| 12mthA 股价格区间(港元) | 6.57-13.60 |
| 总股本(百万股) | 12404.66 |
| 无限售 A 股/总股本 | 100% |
| 流通市值(亿港元) | 1255.35 |

最近一年股票与恒生科技比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

全球领先的 ICT 科技企业。根据联想控股官网，联想集团致力于持续研究、设计与制造全球最完备的端到端智能设备与智能基础架构产品组合，引领和赋能智能化新时代的转型变革，为全球数以亿计的消费者打造更好的体验和机遇，携手成就未来。

公司业绩保持稳健。公司营收从 2014 财年的 387.07 亿美元，增长到 2024 财年的 568.64 亿美元，10 年复合增速约为 3.92%。归母净利润由 2014 财年的 8.17 亿美元增长到 2024 财年的 10.11 亿美元，10 年复合增速达到了 2.15%。

IDG：“一体多端”打造智能终端。根据公司官网，AI 终端板块的策略是“一体多端”。“一体”指的是天禧个人超级智能体，“多端”则是内嵌了天禧的 AIPC、AI 手机、AI 平板和 AI 原生设备。2024 年 5 月 20 日，联想率先上市全球首台 AI PC，第三次引领 PC 产业代际升级。2025 年春节过后，联想发布了集成 DeepSeek 大模型的 AI 工作站，并在全球首发端侧部署 70 亿参数 DeepSeek 大模型的 AI PC。

ISG：“一横五纵”全面布局算力基建。根据中国发展改革报道，在 AI 浪潮驱动下，服务器等算力供给设备加速放量，公司作为主要的市场参与者，正以领先的优势在 AI 浪潮中获得一席之地。公司在 AI 服务器领域与英伟达、Intel、AMD 全球知名芯片厂商建立了紧密合作，是英伟达“金牌认证”合作伙伴之一。

SSG：“一擎三箭”打造全栈 AI。根据新浪财经报道，联想中国“一擎三箭”战略实现全面落地。“一擎”即擎天智能 IT 引擎，2025 年将升级至具备 Level3 能力、大模型和智能体驱动的擎天 4.0；“三箭”指面向大型政企客户、中小企业及消费客户打造的方案服务，分别对应此次在大会上正式亮相的擎天、百应、想帮帮三大 AI 服务品牌。

盈利预测与投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。公司升级“日出东方”战略，以“混合式 AI 加速中国智能化转型”为新使命，通过硅基与碳基战队协同作战，构建全栈 AI 能力，推动千行百业智能化转型。我们预计公司 2025-2027 财年归母净利润分别为 14.34 亿美元、16.56 亿美元、19.78 亿美元，同比增速分别为 42%、15%和 19%，EPS 分别为 0.12 美元/股、0.13 美元/股和 0.16 美元/股，对应 5 月 21 号收盘价 10.12 港元，PE 分别为 11.38 倍、9.85 倍和 8.25 倍。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

风险提示

国别风险；知识产权风险；技术发展不及预期的风险。

盈利预测与估值

| 单位：百万美元 | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 56,864 | 66,581 | 74,222 | 81,765 |
| 年增长率 (%) | -8% | 17% | 11% | 10% |
| 归属于母公司的净利润 | 1,011 | 1,434 | 1,656 | 1,978 |
| 年增长率 (%) | -37% | 42% | 15% | 19% |
| EPS | 0.08 | 0.12 | 0.13 | 0.16 |
| P/E | 14.02 | 11.38 | 9.85 | 8.25 |
| ROE | 18.10% | 20.78% | 19.61% | 19.19% |

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 05 月 21 日收盘价）

正文目录

| | |
|------------------------------|-----------|
| 1.全球领先 ICT 科技企业 | 4 |
| 1.1. 全球化科技公司发展之路 | 4 |
| 1.2. 公司业务划分为三大板块 | 4 |
| 1.2.1 IDG 智能设备集团 | 4 |
| 1.2.2 ISG 基础设施方案集团 | 5 |
| 1.2.3 SSG 方案服务业务集团 | 5 |
| 1.3. 公司业绩保持稳健 | 5 |
| 1.4. 公司股权结构清晰 | 8 |
| 2. IDG：“一体多端”打造智能终端 | 10 |
| 2.1. PC 市场回升态势初显，平板市场有望健康增长 | 10 |
| 2.2. 端侧模型有望迎来快速增长，智能终端受益 | 12 |
| 2.3. 前瞻布局人工智能，抢滩 AI PC 市场 | 13 |
| 3. ISG：“一横五纵”全面布局算力基建 | 15 |
| 3.1. 云厂商资本开支提升，算力基础设施支出增长 | 15 |
| 3.2. 算力需求推动服务器市场增长 | 16 |
| 3.3. “一横五纵”业务布局充分受益 AI 浪潮 | 17 |
| 4. SSG：“一擎三箭”打造全栈 AI | 19 |
| 4.1. 政企：联想擎天 | 19 |
| 4.2. 中小企业：联想百应 | 19 |
| 4.3. 消费：想帮帮 | 20 |
| 5. 盈利预测及投资建议 | 21 |
| 6. 风险提示 | 23 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司发展历史 | 4 |
| 图 2: FY2014-FY2025Q1-3 公司营业收入 | 5 |
| 图 3: FY2014-FY2025Q1-3 公司归母净利润 | 5 |
| 图 4: FY2022-FY2024 年公司营收业务构成 | 6 |
| 图 5: FY2017-FY2024 年 IDG 业务收入 | 6 |
| 图 6: FY2022-FY2024 年 ISG 业务收入 | 6 |
| 图 7: FY2022-FY2024 年 SSG 业务收入 | 7 |
| 图 8: FY2014-FY2025Q1-3 年公司营收地区构成 | 7 |
| 图 9: FY2014-FY2025Q1-3 公司整体毛利率 | 8 |
| 图 10: FY2014-FY2025Q1-3 公司费用率情况 | 8 |
| 图 11: 公司按最终控制人统计的股权结构 | 9 |
| 图 12: 2006-2024 年全球 PC 出货量 | 10 |
| 图 13: 2016-2024 年全球平板电脑出货量 | 11 |
| 图 14: 终端智能化分级定义 | 13 |
| 图 15: 联想天禧个人智能系统混合 AI 部署 | 14 |
| 图 16: 联想小天个人智能体发展路径 | 14 |
| 图 17: 北美四大云厂商分季度资本开支（亿美元） | 15 |
| 图 18: 2023-2028 年全球 AI 基础设施支出及预测（单位：百万美元，25-28 年为预测） | 16 |
| 图 19: 联想算力基础设施产品和方案 | 17 |
| 图 20: 联想拥有完整的服务器产品矩阵 | 18 |
| 图 21: 联想“一擎三箭”布局 | 19 |

表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 1: 公司管理层简介 | 9 |
| 表 2: 2025Q1 全球前五 PC 厂商出货量、市占率与同比增长情况 | 11 |

表 3: 全球平板电脑出货量、市场份额、年增长率.....12
表 4: 2024Q4 全球前五服务器厂商营收、市占率与同比增长情况.....16
表 5: 公司分业务收入、增速与综合毛利率预测 (单位: 百万美元)22

1.全球领先 ICT 科技企业

1.1. 全球化科技公司发展之路

根据联想控股官网，联想集团致力于持续研究、设计与制造全球最完备的端到端智能设备与智能基础架构产品组合，引领和赋能智能化新时代的转型变革，为全球数以亿计的消费者打造更好的体验和机遇，携手成就未来。

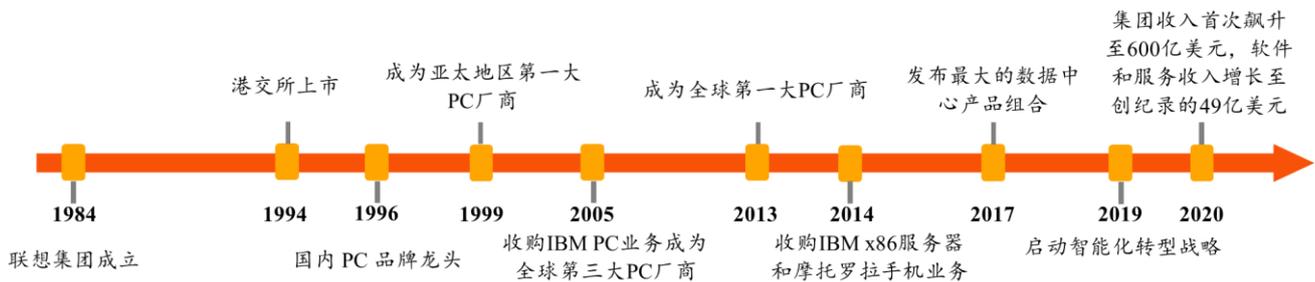
面向新一轮的智能化变革的产业升级契机，联想集团提出智能变革战略，围绕智能物联网（Smart IoT），智能基础架构(Smart Infrastructure)，行业智能(Smart Verticals)三个方向成为行业智能化变革的赋能者与引领者。

作为全球智能设备的领导厂商，联想集团每年为全球用户提供数以亿计的智能终端设备，包括电脑、平板、智能手机等。2022 年联想集团 PC 销售量全球第一。作为企业数字化和智能化解决方案的全球顶级供应商，联想集团积极推动全行业“设备+云”和“基础设施+云”的发展，以及智能化解决方案的落地。

目前，联想集团拥有三大核心业务集团，包括智能设备业务集团(IDG)、基础设施方案业务集团（ISG）和方案服务业务集团（SSG）。

联想集团拥有一流的世界级研发团队，目前，联想集团在全球积累专利及专利申请资产超过 3.3 万件，在全球拥有 18 个研发基地。

图1:公司发展历史



资料来源：联想集团官网，甬兴证券研究所

1.2. 公司业务划分为三大板块

1.2.1 IDG 智能设备集团

根据公司官网，智能设备集团(IDG)由个人电脑和智能设备(PCSD)业务部门以及移动业务集团(MBG)组成。公司在个人电脑领域拥有 30 多年的经验，在手机领域拥有近 40 年的经验。公司的产品、解决方案、软件和服务组合涵盖个人电脑、智能手机、智能协作以及增强现实和虚拟现实(AR/VR)解决方案。公司在 AI 终端板块的策略是“一体多端”。“一体”指的是天禧个人超级智能体，“多端”则是内嵌了天禧的 AI PC、AI 手机、AI 平板和 AI 原生设备。2024 年 5 月 20 日，公司率先上市全球首台 AI PC，第三次引领 PC 产业代际升级。2025 年春节过后，联想发布了集成 DeepSeek 大模型的 AI 工作站，并在全球首发端侧部署 70 亿参数 DeepSeek 大模型的 AI PC。

1.2.2 ISG 基础设施方案集团

根据公司官网，基础设施方案集团(ISG)是为各种规模的组织提供智能基础设施解决方案的供应商。ISG 的技术和洞察力为智慧零售、智慧制造、智慧城市、智慧医疗、智慧金融等以数据为中心的领域提供动力。通过边缘计算和云计算、分析和人工智能以及通过 TruScale 提供的基础设施即服务(IaaS)。公司拥有所有产品的整个供应链，从而在全球任何地方提供安全性和无缝连接。公司在 AI 基础设施板块的策略是“一横五纵”。“一横”是万全异构智算平台，“五纵”指服务器、存储、数据网络、软件及超融合、服务五条业务线。2024 年，联想服务器在中国市场的增速名列前茅。

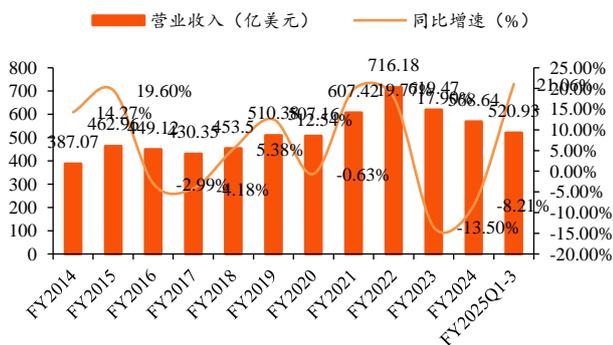
1.2.3 SSG 方案服务业务集团

根据公司官网，方案服务集团 (SSG) 将公司在个人电脑、基础设施和智能垂直领域的所有 IT 解决方案和服务(包括附加服务、托管服务和即服务)整合到一个专门的组织中，提供全球化解决方案。公司在 AI 解决方案及服务板块的策略是“一擎三箭”。“一擎”是指擎天智能 IT 引擎，“三箭”则是以擎天为基础，面向政企、中小企业和消费三个客群的解决方案与服务。2017 年起，联想从自身智能化转型出发，在传统 IT 系统上搭建了云原生、中台化的敏捷 IT 系统——“擎天 1.0”，两年后嵌入 AI 升级为“擎天 2.0”。2024 年年初，公司开始把擎天升级到以智能体为核心的“擎天 3.0”。

1.3. 公司业绩保持稳健

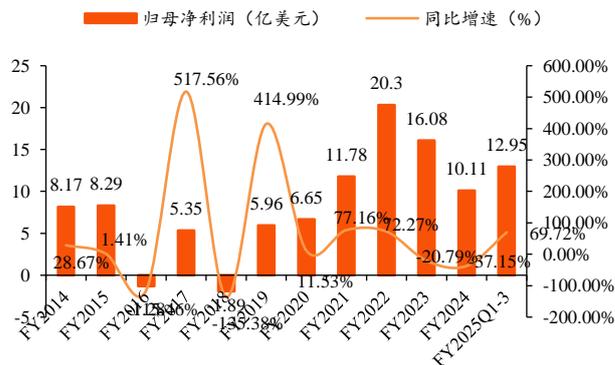
公司营收从 2014 财年的 387.07 亿美元，增长到 2024 财年的 568.64 亿美元，10 年复合增速约为 3.92%。归母净利润由 2014 财年的 8.17 亿美元增长到 2024 财年的 10.11 亿美元，10 年复合增速达到了 2.15%。

图2:FY2014-FY2025Q1-3 公司营业收入



资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

图3:FY2014-FY2025Q1-3 公司归母净利润



资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

从营收业务构成上来看, IDG 业务是公司营收主要构成, 2024 财年 IDG 业务占比 78.43%。ISG 业务营收占比由 2022 财年的 9.97% 提升到 2024 财年的 15.69%, SSG 业务营收占比由 2022 财年的 7.60% 提升到 2024 财年的 13.14%。2022-2024 财年, 分部间抵消占比分别为 -4.57%, -6.20%, -7.26%。

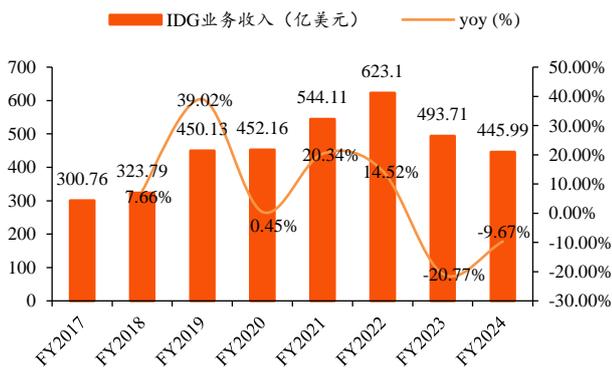
图4:FY2022-FY2024 年公司营收业务构成



资料来源: 同花顺, 甬兴证券研究所

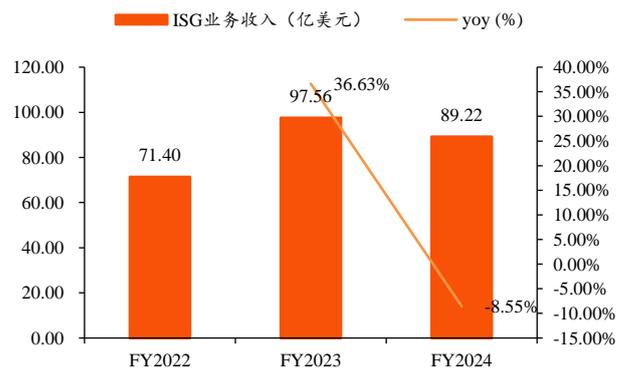
分业务营收看, 2024 财年, 公司 IDG 业务收入 445.99 亿美元, 同比减少 9.67%; ISG 业务收入 89.22 亿美元, 同比减少 8.55%; SSG 收入 74.72 亿美元, 同比增长 12.14%。

图5:FY2017-FY2024 年 IDG 业务收入

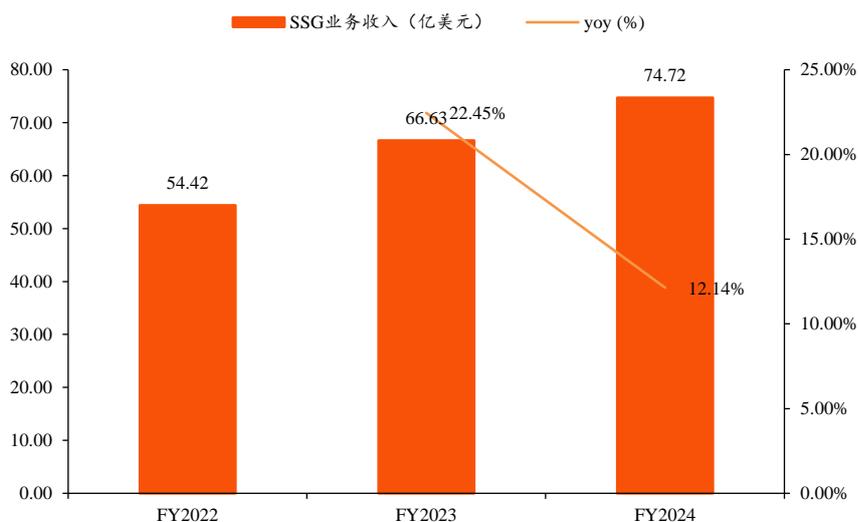


资料来源: 同花顺, 甬兴证券研究所

图6:FY2022-FY2024 年 ISG 业务收入

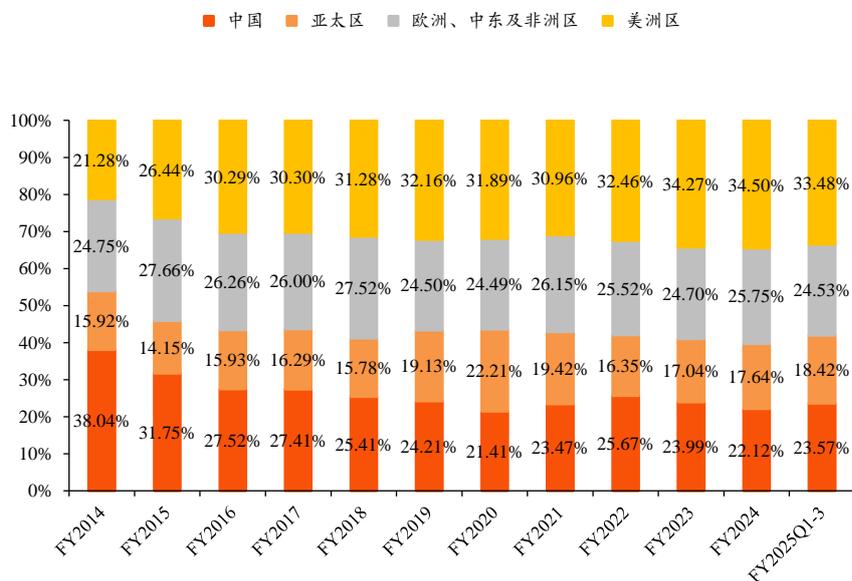


资料来源: 同花顺, 甬兴证券研究所

图7:FY2022-FY2024 年 SSG 业务收入


资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

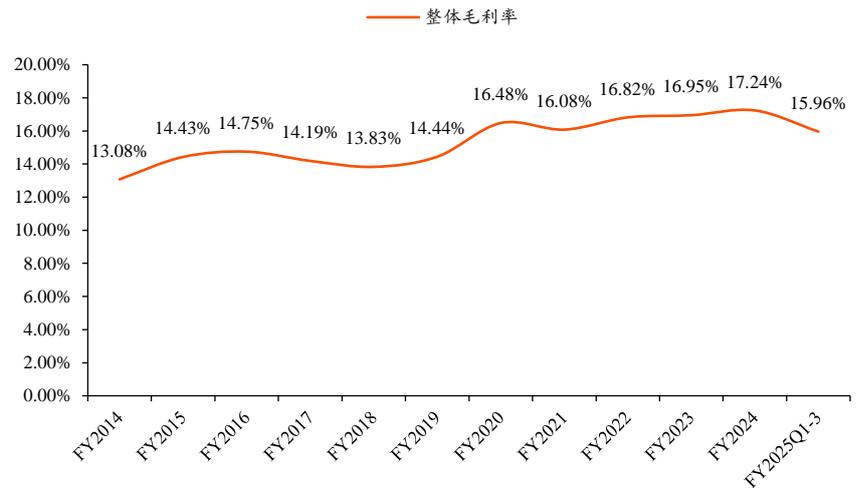
从营收地区来源构成来看，公司国际市场开拓成果显著。2014 财年至 2025 财年前三季度，中国市场营收占比从 38.04% 下降至 23.57%，亚太区营收占比从 15.92% 上升至 18.42%，欧洲、中东及非洲区营收占比稳定保持在 24% 左右，美洲区营收占比从 21.28% 提升至 33.48%，市场开拓成效显著。

图8:FY2014-FY2025Q1-3 年公司营收地区构成


资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

公司整体毛利率稳中有进。公司整体毛利率由 2014 财年的 13.08% 提升至 2025 财年前三季度的 15.96%。

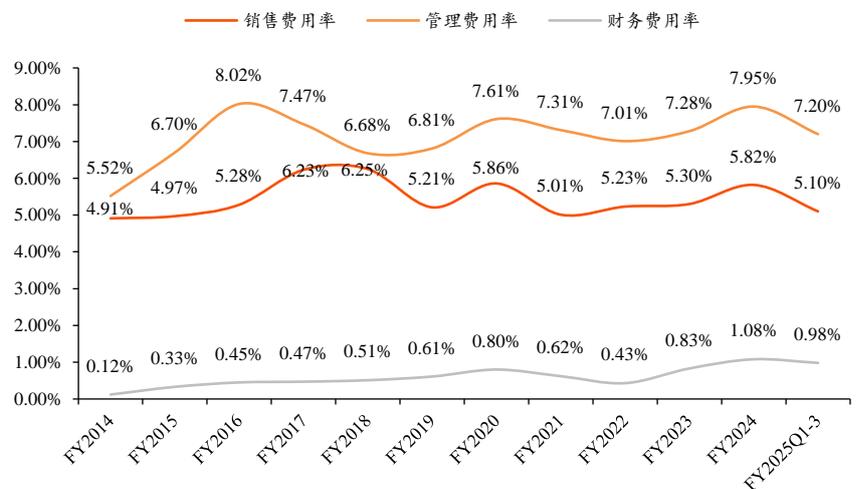
图9:FY2014-FY2025Q1-3 公司整体毛利率



资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

公司整体费用率相对稳定。2014 财年至 2025 财年前三季度，销售费用率由 4.91% 提升至 5.10%，管理费用率由 5.52% 提升至 7.20%，财务费用率由 0.12% 提升至 0.98%，整体费用率相对稳定。

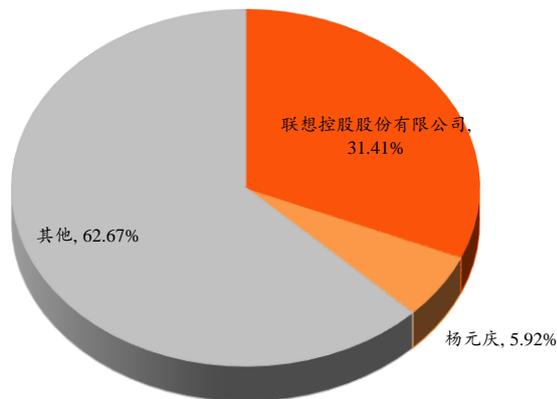
图10:FY2014-FY2025Q1-3 公司费用率情况



资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

1.4. 公司股权结构清晰

公司股权结构稳定，联想控股股份有限公司为实际控制人。截至 2024 年 9 月 30 日，按最终控制人统计，联想控股股份有限公司持有 31.41% 股份，为公司实际控制人；董事长兼 CEO 杨元庆持有 5.92% 股份。

图11:公司按最终控制人统计的股权结构


资料来源：同花顺，FY2024Q3，甬兴证券研究所

表1:公司管理层简介

| | 职务 | 简介 |
|-----------------------|--------------|---|
| 杨元庆 | 董事长兼 CEO | 杨元庆在信息和通信技术行业领域拥有超过 30 年的经验。在其领导下，联想不仅是全球个人计算机的领导厂商，而且打造了包括服务器、存储、智能手机以及数字化、智能化解决方案和服务在内的多元化增长引擎。杨元庆持有中国科学技术大学计算机系硕士学位和上海交通大学计算机科学与工程系学士学位。 |
| 刘军 | 执行副总裁兼中国区总裁 | 刘军于 1993 年加入联想，自 2017 年 5 月起担任联想集团执行副总裁兼联想集团中国区总裁。在担任现职之前，他曾在联想集团担任过多个领导职务，包括个人电脑业务研发总经理、台式电脑事业部负责人、消费 IT 事业部总裁、联想集团中国区首席运营官、消费业务集团总裁、产品集团总裁、联想集团执行副总裁以及移动业务集团总裁。 |
| Luca Rossi | 执行副总裁，IDG 总裁 | Luca Rossi 于 2015 年加入联想，现任联想集团执行副总裁兼 IDG 总裁。他负责联想在个人电脑、智能手机、平板电脑、工作站、软件以及企业元数据、网络安全和智能协作解决方案方面的全球业务。 |
| Ashley Gorakhpurwalla | 执行副总裁，ISG 总裁 | Ashley Gorakhpurwalla 于 2024 年加入联想，现任联想集团执行副总裁、基础设施解决方案集团 (ISG) 总裁和联想集团执行委员会成员。他负责联想的全球业务，专注于通过从边缘到云的数据中心以外的人工智能就绪基础设施推动智能转型。 |
| Ken Wong | 执行副总裁，SSG 总裁 | Ken Wong 现任联想解决方案与服务集团执行副总裁兼总裁，负责领导公司在全球范围内的智能垂直领域、附属服务、托管服务和 (asaS) 产品 (包括设备即服务和 TruScale™) 业务。他负责推动联想全球企业战略的制定和实施，直接向公司首席执行官兼董事长杨元庆汇报。 |

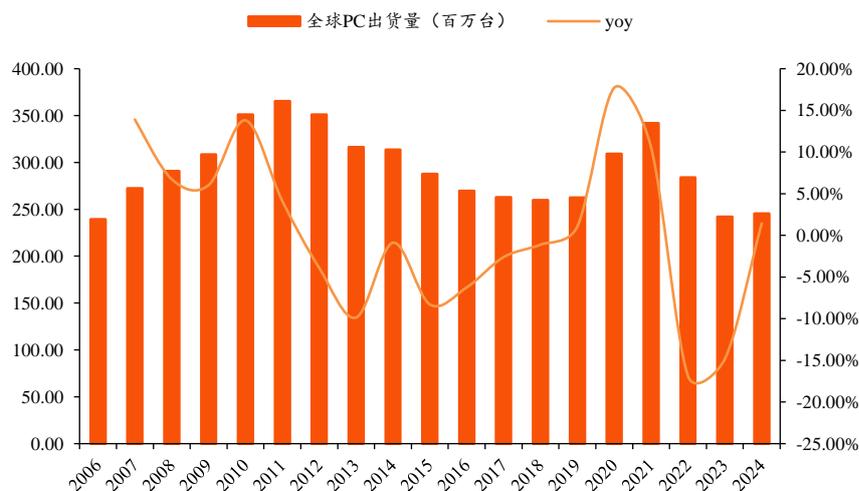
资料来源：联想集团官网，甬兴证券研究所

2. IDG：“一体多端”打造智能终端

2.1. PC 市场回升态势初显，平板市场有望健康增长

PC 市场出货量周期性变动明显。根据 Statista 与 Gartner 统计数据，2006-2024 年全球 PC 出货量波动明显。2006-2011 年为上升周期，出货量连年保持正增长；2012-2018 年为下行周期，出货量连续负增长；2019-2021 年为第二个上升周期，出货量再次实现正增长；2021 年之后，全球 PC 出货量经历新一轮去库存周期，2024 年回升态势初显，再次实现正增长。

图12:2006-2024 年全球 PC 出货量



资料来源: Statista, Gartner, 甬兴证券研究所

2025Q1 全球 PC 出货量同比增长。根据 IT 之家消息，市场调查机构 IDC 4 月 8 日发布博文，2025Q1 全球 PC 出货量同比增长 4.9%，出货量达到 6320 万台。IDC 认为 2025Q1 全球 PC 出货量增长主要有三方面的原因，第一是 Windows 10 系统将于 2025 年 10 月终止支持，推动消费者和企业升级其设备；其二是端侧 AI 应用的强劲需求；其三是虽然本季度未受关税影响，但供应商和终端用户已开始为即将到来的关税冲击做准备。在全球 PC 市场中，联想以 1520 万台的出货量位居第一，市场份额为 24.1%，同比增长 10.8%。惠普、戴尔、苹果和华硕分别以 1280 万台、960 万台、550 万台和 400 万台的出货量紧随其后。尽管市场整体增长，但其他厂商的出货量同比下降 3.6%。

表2:2025Q1 全球前五 PC 厂商出货量、市占率与同比增长情况

| 公司 | 25Q1 出货量 | 25Q1 市占率 | 24Q1 出货量 | 24Q1 市占率 | 25Q1 出货量 yoy |
|----|----------|----------|----------|----------|--------------|
| 联想 | 1520 万 | 24.1% | 1370 万 | 22.8% | 10.8% |
| 惠普 | 1280 万 | 20.2% | 1200 万 | 20.0% | 6.1% |
| 戴尔 | 960 万 | 15.1% | 930 万 | 15.4% | 3.0% |
| 苹果 | 550 万 | 8.7% | 480 万 | 8.0% | 14.1% |
| 华硕 | 400 万 | 6.3% | 360 万 | 6.0% | 11.1% |
| 其他 | 1620 万 | 25.6% | 1680 万 | 27.9% | -3.6% |
| 总计 | 6320 万 | 100% | 6020 万 | 100% | 4.9% |

资料来源: IDC, 甬兴证券研究所

2025 年平板市场将保持健康增长, 美国关税风险仍存。根据 C114 通信网援引市场研究机构 Canalys 报告, 2024 年第四季度, 全球平板电脑出货量同比增长 5.6%, 达 3990 万台, 全年总出货量同比增长 9.2%, 达 1.476 亿台, 相较 2023 年的惨淡市场呈现出稳健复苏态势, 除北美外, 所有地区均实现增长。

图13:2016-2024 年全球平板电脑出货量


资料来源: Canalys, 甬兴证券研究所

2024 年中国厂商平板市场成绩斐然。小米增长势头尤为强劲, 年增长率高达 73%, 超越亚马逊, 跃居全球第五; 华为同样实现 29% 的增长, 攀升至全球第三; 联想同比增长 12%, 位列第四, 出货量达 1000 万台。国际品牌方面, 苹果以 38.6% 的市场份额居于首位, 第四季度实现 14% 的增长, 全年增长 5.3%, 单季度 iPad 出货量达 1690 万台, 主要得益于新款 iPad Mini 和 iPad Air 的推出; 三星以 18.8% 的市场份额位居全球第二。

表3:全球平板电脑出货量、市场份额、年增长率

| 公司 | 2024 出货量 | 2024 市占率 | 2023 出货量 | 2023 市占率 | 2024 出货量 yoy |
|----|-----------|----------|-----------|----------|--------------|
| 苹果 | 5691.9 万 | 38.6% | 5405.8 万 | 40.0% | 5.3% |
| 三星 | 2779.1 万 | 18.8% | 2568.7 万 | 19.0% | 8.2% |
| 华为 | 1074.2 万 | 7.3% | 830.8 万 | 6.1% | 29.3% |
| 联想 | 1042.6 万 | 7.1% | 931.0 万 | 6.9% | 12.0% |
| 小米 | 921.8 万 | 6.2% | 532.5 万 | 3.9% | 73.1% |
| 其他 | 3253.1 万 | 22.0% | 3255.7 万 | 24.1% | -0.1% |
| 总计 | 14762.6 万 | 100% | 13524.5 万 | 100% | 9.2% |

资料来源: Canals, 甬兴证券研究所

根据 IT 之家援引 Canals 研究经理 Himani Mukka 消息:“随着 PC 市场转向商用市场换机周期, 平板电脑的需求也在逐步回暖。” Canals 分析师 Kieren Jessop 表示:“2025 年平板市场将保持健康增长, 但美国关税仍是一个潜在风险, 可能影响需求, 尤其是高端设备。”

2.2. 端侧模型有望迎来快速增长, 智能终端受益

端侧大模型的浪潮将至, 用户体验和生态格局将迎来革命性重塑。 根据腾讯研究院大模型研究小分队报告, 端侧大模型指在终端设备(如智能手机、平板、PC、智能穿戴设备、自动驾驶及具身智能等)上运行的大型预训练模型。相较于云端大模型, 端侧大模型需要在资源有限的设备上高效运行, 这对模型压缩、推理加速及能耗优化提出了更高的要求, 其核心技术特点在于轻量化。当前主要的轻量化技术包括模型剪枝、知识蒸馏和量化。

- **模型剪枝:** 即通过去除不重要的参数来降低模型复杂度, 其基本原理是评估各个参数对模型性能的影响, 并去除对最终结果影响较小的参数, 从而实现模型的稀疏化。例如, NVIDIA 的 APEX 库提供了剪枝工具, 可帮助开发者快速识别并删除低权重参数, 使得许多在手机上运行的大模型得以显著压缩。
- **知识蒸馏:** 一种将大型复杂模型(教师模型)知识传递给小型高效模型(学生模型)的技术。在保持模型性能的前提下, 这种方法可显著减少模型大小与计算需求。TinyBERT 是经典案例, 通过对 BERT 进行蒸馏, 将其参数量减少至原来的 1/7, 并在多项自然语言处理任务中保持良好性能。
- **量化技术:** 指将神经网络中的权重与激活值从高精度浮点数转换为低比特宽度整数(如 INT8、FP8 或 INT4 等), 以降低存储需求和计算成本, 同时尽量维持模型性能。例如, 智谱的 GLM-4-9B 采用 FP8 量化, 使得该模型能够在资源受限设备上高效运行, 并通过量化感知训练在

低精度计算中取得显著效果。

端侧大模型具有实时性、保密性、经济性。根据腾讯研究院大模型研究小分队报告，实时性主要体现在数据的本地计算，借助端侧大模型，用户大部分数据处理均在本地完成，只有少量高算力需求的场景会调用云端算力，从而减少对云端的依赖，大幅提高响应速度。同时，端侧大模型具有低时延的特点，非常适合对实时性要求较高的场景，如自动驾驶、智能机器人等，可以实时进行对环境的判断，并做出行动决策。这种方式下，也让用户数据的隐私保护更强，因为用户数据无需上传云端，从而降低数据泄露风险。此外，端侧大模型的计算均在用户本地的设备上进行，无需使用手机等厂商的云推理服务，也就不涉及到付费，从而减少用户使用成本，也节约了大模型厂商的成本压力。

图14:终端智能化分级定义



资料来源：中国信通院，腾讯研究院，荣耀，甬兴证券研究所

2.3. 前瞻布局人工智能，抢滩 AIPC 市场

AI 终端板块的策略是“一体多端”。根据公司官网，“一体”指的是天禧个人超级智能体，“多端”则是内嵌了天禧的 AIPC、AI 手机、AI 平板和 AI 原生设备。2024 年 5 月 20 日，联想率先上市全球首台 AIPC，第三次引领 PC 产业代际升级。2025 年春节过后，联想发布了集成 DeepSeek 大模型的 AI 工作站，并在全球首发端侧部署 70 亿参数 DeepSeek 大模型的 AIPC。

树立全球标准，参与端侧 AI 竞赛。根据封面新闻消息，3 月 31 日，联想集团 2025/26 财年誓师大会在北京钻石球场召开，联想集团执行副总裁兼智能设备业务集团（IDG）总裁 Luca Rossi 称，IDG 业务在 2024/25 财年创下了历史最佳业绩，其中，中国区 PC 业务再次稳居榜首——以近 35% 的市场份额领跑。同时，联想正掌握着一个机会，为整个行业塑造全新的未来。Luca Rossi 表示，联想将持续巩固在 AIPC 领域的领导地位，打造顶级的产品体验，例如 Aura 系列。与此同时，联想正在平板、智能手机、配件及更

多 IoT 设备领域进行创新，为消费者与企业创造价值，并带来有意义的用户体验。首先，联想在正确的时间点，拥有着得天独厚的核心优势。AI 的真正力量在于其生态系统，凭借联想多元设备、多元操作系统的优势，联想最具备实力，来打造强大安全的混合式 AI 生态系统，一体多端是必然趋势。结合卓越的运营能力、“全球资源+本地交付”的模式，以及“同一个联想”的协同效应，联想拥有巨大竞争优势。从时机来看，未来三年的市场潜力也十分巨大。其次，联想拥有正确的路线图，已经为 AI 设备奠定了坚实技术基础，包括 Think、Yoga、Motorola、Legion 等系列。Luca 在大会上透露，联想将加倍投入研发——以用户为中心，推动开发进程，并加强产品的 AI 差异化，包括组建一支专注 AI 生态的 IDG 团队。

联想成为全球首家在 AI PC 端侧部署和运行 DeepSeek 的 AI 终端品牌。根据联想官方网站新闻，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，联想就此成为全球首家在 AI PC 端侧部署和运行 DeepSeek 大模型的 AI 终端品牌。此次技术突破的成果也同步落地产品端，联想重磅推出全球首款部署 Deepseek 端侧大模型的 AI PC——联想 YOGA AI PC 元启新品，其中包括 YOGA Air 14 Aura AI 元启版、YOGA 360 14 Aura AI 元启版、YOGA 360 14 AI 元启版、YOGA Air X AI 元启版笔记本，及 YOGA Air 32、YOGA 27 一体电脑，共计六款新品，为用户带来隐私无忧的本地 AI 处理、全场景的创作支持，以及持续迭代的 AI 体验。个人智能体“小天”2025 年将达到 L3 级别的智能体水平。

图15:联想天禧个人智能系统混合 AI 部署



资料来源：联想集团官网，甬兴证券研究所

图16:联想小天个人智能体发展路径



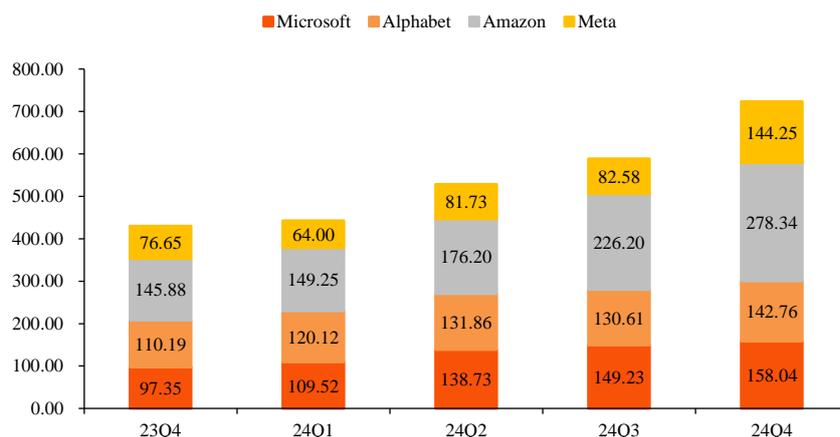
资料来源：联想集团官网，甬兴证券研究所

3. ISG：“一横五纵”全面布局算力基建

3.1. 云厂商资本开支提升，算力基础设施支出增长

资本开支持续增长，算力延续高景气。根据证券时报和 21 世纪经济报道消息，2024 年，微软、亚马逊、谷歌、Meta 等四家美国科技巨头的资本支出分别达到 756 亿美元、777 亿美元、525 亿美元和 373 亿美元，均创下各自的历史新高。2025 年，云厂商资本支出也将继续增长。微软预计投入 800 亿美元，亚马逊 1000 亿美元，谷歌 750 亿美元，Meta 超 600 亿美元，主要用于 AI 基础设施建设。国内方面，2024 年，阿里巴巴和腾讯的资本开支分别为 725.13 亿元、767.6 亿元，同比增长率分别为 197.04%和 221.27%。阿里巴巴计划未来三年将投入至少 3800 亿元用于建设云计算和 AI 基础设施。据吴泳铭透露，这笔投资在年度周期内的支出安排会相对平均，因此 2025 年，阿里巴巴的资本开支将超过 1200 亿元。腾讯也表示，2025 年会进一步增加资本支出，预计占收入的低两位数百分比。

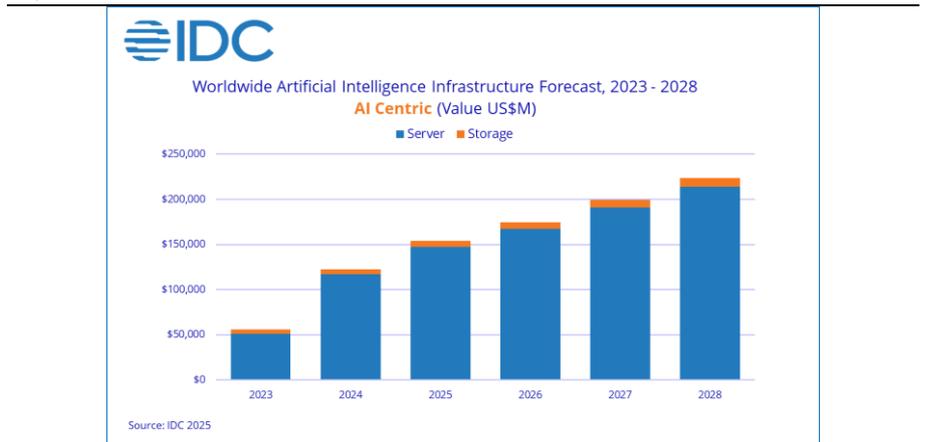
图17:北美四大云厂商分季度资本开支（亿美元）



资料来源: Yahoo Finance, 甬兴证券研究所

全球人工智能基础设施市场持续增长。根据 IDC 的调查结果，预计 2028 年，全球 AI 基础设施支出将超过 2000 亿美元。2024 年上半年，企业用于人工智能部署的计算和存储硬件基础设施上的支出同比增长 97%，达到 474 亿美元。受人工智能部署的服务器投资的推动，2019 年以来，人工智能基础设施市场连续保持两位数增长。2024 年上半年，服务器占总支出的 95%，同比增长 105%。

图18:2023-2028 年全球 AI 基础设施支出及预测 (单位: 百万美元, 25-28 年为预测)



资料来源: IDC, 甬兴证券研究所

3.2. 算力需求推动服务器市场增长

全球服务器市场规模快速增长。根据 IDC 报告,全球服务器市场 2024Q4 收入达到 773 亿美元,同比增长 91%。x86 服务器的收入增长 59.9%,达到 548 亿美元,而非 x86 服务器的收入同比增长 262.1%,达到 225 亿美元。2024Q4,戴尔和超微位于第一梯队,服务器营收分别增长 20.6%和 55.0%,市场份额分别为 7.2%和 6.5%。慧与科技、浪潮信息、联想位于第二梯队,市占率分别为 5.5%、5.0%、4.9%。ODM Direct 供应商占据 47.3%的市场份额,同比增长 155.5%,达到 365.7 亿美元。

表4:2024Q4 全球前五服务器厂商营收、市占率与同比增长情况

| 公司 | 24Q4 营收 | 24Q4 市占率 | 23Q4 营收 | 23Q4 市占率 | 24Q4 营收 YOY |
|------------|------------|----------|------------|----------|-------------|
| T1. 戴尔 | 55.4 亿美元 | 7.2% | 45.93 亿美元 | 11.3% | 20.6% |
| T1. 超微 | 50.05 亿美元 | 6.5% | 32.30 亿美元 | 8.0% | 55.0% |
| T2. 慧与科技 | 43.39 亿美元 | 5.5% | 27.49 亿美元 | 6.8% | 54.2% |
| T2. 浪潮信息 | 38.78 亿美元 | 5.0% | 23.34 亿美元 | 5.8% | 66.2% |
| T2. 联想 | 37.84 亿美元 | 4.9% | 22.26 亿美元 | 5.5% | 70.0% |
| ODM Direct | 365.70 亿美元 | 47.3% | 143.13 亿美元 | 35.4% | 155.5% |
| 其他 | 183.05 美元亿 | 23.7% | 110.36 亿美元 | 27.3% | 65.9% |
| 总计 | 773.21 亿美元 | 100% | 404.81 亿美元 | 100% | 91.0% |

资料来源: IDC, 甬兴证券研究所

3.3. “一横五纵”业务布局充分受益 AI 浪潮

“一横五纵”业务布局保持人工智能时代领先能力。根据新华网消息，3月31日，联想中国2025/26财年誓师大会明确提出，升级“日出东方”战略，以“混合式AI加速中国智能化转型”为新使命，通过硅基与碳基战队协同作战，构建全栈AI能力，推动千行百业智能化转型。在基础设施业务方面，联想集团副总裁、中国基础设施业务群总经理陈振宽表示：“我们坚持‘一横五纵’布局，‘一横’是指联想万全异构智算平台，‘五纵’指的是服务器、存储、数据网络、软件及超融合、支持运维服务。在这‘五纵’的业务板块、产品线里面，我们会非常聚焦领先的设计、领先的性能和可用性、差异化的服务能力这三个差异化的领先优势。通过万全异构智算平台，我们可以为‘五纵’进一步提升差异化优势，也可以说是给‘五纵’的产品线加上AI的赋能，让它可以在人工智能的时代里保持更大的领先的能力。”

在硬件基础设施层，联想服务器拥有联想问天和联想 ThinkSystem 两大产品线，坚持双品牌战略为客户锻造强劲的算力服务引擎。联想存储通过基于 ONTAP 统一数据管理构建边端云网智一体化解决方案，并发挥本地研发优势，提供满足企业未来可持续发展的高效、灵活、可靠的数据管理与服务，实现从数据资产到数据资本的跨越。联想软件业务以提供领先的智能基础设施核心标准软件产品、支撑“擎天”智能化转型架构为愿景，制定全球软件产品和自有（国内）软件产品“双路径”，实现“云边协同、智能泛在”为特点的新 IT 基础设施，支撑未来云原生、边缘原生和 AI 原生的业务应用。在边缘计算领域，联想打造了针对边缘计算场景优化的联想 ThinkEdge 及联想慧天产品线，包括云终端、工控机、智能网关、边缘服务器等算力产品，及联想智能边缘云、Edge AI 等基础设施软件平台，为千行百业提供边缘计算基础设施解决方案。最后，通过联想臻算服务，联想为客户提供订阅式灵活的交付模式。这些，就构成了联想全栈基础设施产品、服务和方案，联想将持续培养更多本地化的专家和服务团队，为客户提供端到端的支持和快速响应，更好的赋能客户智能化转型。

图19:联想算力基础设施产品和方案



资料来源：联想集团官网，甬兴证券研究所

图20:联想拥有完整的服务器产品矩阵



资料来源：联想集团官网，甬兴证券研究所

AI 服务器打开联想集团增长空间。根据中国发展改革报道，在 AI 浪潮驱动下，服务器等算力供给设备加速放量，联想集团作为主要的市场参与者，正以领先的优势在 AI 浪潮中获得一席之地。联想集团作为一家算力产品与服务提供商，将边缘计算视为其技术研发的重点领域之一。目前，联想集团不仅在边缘计算基础设施领域构筑了丰富的产品矩阵，还针对不同场景需求打造了多种边缘计算解决方案。

具体来说，联想集团的万全异构智算平台可助力客户自动完成 AI 计算并发布模型或发布推理服务。据 IDC，服务器是联想集团算力基础设施布局的核心，近年来该业务通过深厚的技术积累和丰富的布局优势，实现了强劲增长。在 2025 年的 MWC（世界移动通信大会）上联想集团展示了其算力战略的几大核心支撑体系，涵盖服务器、边缘计算设备及 AI 基础设施服务。联想首款入门级 AI 推理服务器 ThinkEdge SE100 在 MWC 正式亮相，其兼具成本效益、可持续性和可扩展性。

另值得一提的是，联想集团在 AI 服务器领域与英伟达、Intel、AMD 全球知名芯片厂商建立了紧密合作，是英伟达“金牌认证”合作伙伴之一。业界认为，联想集团的 AI 服务器业务在英伟达 GB200 及 B 系列相关产品的催化下，有望持续放量增长。

当前，算力设施能耗问题日益突出，发展绿色算力已是行业必选项。联想集团的算力基础设施的优势还在于其绿色低碳的发展特征。具体来说，联想所推出的多款绿色算力产品，既能降低客户运营成本，又能为 AI 训练和数据处理提供强有力的算力支持。联想海神液冷方案的应用，可以将 PUE 值（数据中心总能耗/IT 设备能耗）降至 1.1062，一年满负荷运行情况下可以减少约 3179 吨碳排放。

4. SSG：“一擎三箭”打造全栈 AI

“一擎三箭”战略全面落地。根据新浪财经报道，联想中国 2024 年提出的“一擎三箭”战略在 2025 年实现了全面落地。“一擎”即擎天智能 IT 引擎，2025 年将升级至具备 Level 3 能力、大模型和智能体驱动的擎天 4.0；“三箭”指面向大型政企客户、中小企业及消费客户打造的方案服务，分别对应此次在大会上正式亮相的擎天、百应、想帮帮三大 AI 服务品牌。

图21:联想“一擎三箭”布局



资料来源：新浪财经，甬兴证券研究所

4.1. 政企：联想擎天

根据光明网报道，2月20日，联想集团发布2024/25财年第三财季业绩，并介绍了在混合式人工智能领域战略布局的新进展。联想集团执行副总裁兼中国区总裁刘军在当天的媒体沟通会上介绍说，聚焦混合式AI，联想正与DeepSeek在个人智能与企业智能两大领域，开展更全面、深入的合作。据介绍，在个人智能方面，联想将进一步升级天禧个人智能体系统（天禧AS），在端侧部署DeepSeek 70亿参数（7B）大模型。由此，联想将成为全球首家在端侧部署和运行这一大模型的AI PC品牌。在企业智能方面，联想正快速实现从训练到推理以及企业智能体的全链条覆盖。

当天，联想全栈自研的AI工作站和AI一体机系列产品正式推出。这一系列产品深度融合了“软硬服一体”协同的AI能力，预装DeepSeek模型。用户可根据业务场景灵活选择从70亿参数到6710亿参数满血版本的不同容量参数模型，快速完成部署，无需额外配置。

4.2. 中小企业：联想百应

根据联想百应官网，联想百应是专为中小企业打造的一站式智能化服

务平台，围绕中小企业数字化转型的六大核心场景（企业管理，高效办公，IT 运维，客户关系，供应链，产品开发），打造一站式 DaaS（设备即服务）、新 IT 服务和 SaaS 应用平台，为企业用户提供日常办公和管理所需的软件+硬件+服务的一体化解决方案。

凭借完善的 IT 服务网络、智能化的 IT 运维和数字化基础设施，有效提升用户体验。通过全场景覆盖的订阅模式，助力中小企业客户降本增效，快速实现数字化转型。

为积极拥抱 AI 时代浪潮，联想百应于 2024 年 11 月 28 日正式发布联想百应智能体，成为行业内首款面向企业的 IT 服务智能体，具备多模态交互、可视化思维链、多方案博弈、多智能体协作、全链路安全五大技术能力。作为百万企业的 AI 服务选择，联想百应智能体为企业客户在营销开源、办公增效和 IT 降本场景提供全智能、一站式服务。

4.3. 消费：想帮帮

根据新浪财经报道，3 月 31 日举办的联想中国区誓师大会上，通过全新升级“日出东方”战略，继续加码进化。全新 AI 服务品牌想帮帮则能够提供更具价值的客户服务。

5. 盈利预测及投资建议

核心假设与盈利预测：

1、核心假设：

2025/26 财年公司誓师大会明确提出，升级“日出东方”战略，以“混合式 AI 加速中国智能化转型”为新使命，通过硅基与碳基战队协同作战，构建全栈 AI 能力，推动千行百业智能化转型。面对 AI 普惠时代，公司提出“人智共创”的发展理念，计划通过在组织革新层面，构建硅基与碳基协同的“AI 原生组织”，实现研发、生产、销售全流程的硅基与碳基协同。总体来说，未来公司的营收有望保持稳定增长，毛利率稳中有升。

2、IDG 智能设备集团

公司在 AI 终端板块的策略是“一体多端”。根据贝哲斯咨询，2024 年全球嵌入式智能市场规模为 312.0 亿美元，预计到 2033 年其规模将增至 861.4 亿美元，9 年复合增长率为 11.95%。参考行业整体年均复合增长率，我们预计 2025-2027 财年 IDG 智能设备集团增速分别为 12.00%、10.00%和 8.00%。

3、ISG 基础设施方案集团

公司在 AI 基础设施板块的策略是“一横五纵”。2024 年，联想服务器在中国市场的增速名列前茅。根据中投产业研究院发布的《2025-2029 年中国 AI 服务器行业深度调研及投资前景预测报告》，近年来，全球 AI 服务器市场规模呈现出令人瞩目的增长态势。2024 年，这一市场规模已达到 1251 亿美元，预计 2025 年将攀升至 1587 亿美元，到 2028 年有望突破 2227 亿美元，4 年复合增长率为 15.51%。参考行业整体年均复合增长率，我们预计 2025-2027 财年 ISG 基础设施方案集团增速分别为 15.00%、16.00%和 17.00%。

4、SSG 方案服务业务集团

根据公司官网，方案服务集团 (SSG) 将公司在个人电脑、基础设施和智能垂直领域的所有 IT 解决方案和服务（包括附加服务、托管服务和即服务）整合到一个专门的组织中，提供全球化解决方案。考虑到 2024 财年此业务增速为 12.14%，该项业务未来有望保持稳定增长，我们预计 2025-2027 财年 SSG 方案服务业务集团增速分别为 12.00%、12.00%和 12.00%。

5、毛利率假设

2021-2024 财年，公司综合毛利率分别为 16.08%、16.82%、16.95%和 17.24%。我们认为公司主要业务毛利率基本保持稳定，预计 2025-2027 财年，公司综合毛利率为 17.00%、17.00%、18.00%。

表5:公司分业务收入、增速与综合毛利率预测 (单位:百万美元)

| 分业务收入测算 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| IDG 智能设备集团 | 44599.45 | 49951.38 | 54946.52 | 59342.24 |
| ISG 基础设施方案集团 | 8921.93 | 10260.22 | 11901.85 | 13925.17 |
| SSG 方案服务业务集团 | 7472.31 | 8368.99 | 9373.27 | 10498.06 |
| 分部间抵消 | -4129.91 | -2000.00 | -2000.00 | -2000.00 |
| 合计 | 56863.78 | 66580.59 | 74221.64 | 81765.47 |
| 分业务增速 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
| IDG 智能设备集团 | -9.67% | 12.00% | 10.00% | 8.00% |
| ISG 基础设施方案集团 | -8.55% | 15.00% | 16.00% | 17.00% |
| SSG 方案服务业务集团 | 12.14% | 12.00% | 12.00% | 12.00% |
| 分部间抵消 | -7.45% | -51.57% | 0.00% | 0.00% |
| 合计 | -8.21% | 17.09% | 11.48% | 10.16% |
| 综合毛利率 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
| | 17.24% | 17.00% | 17.00% | 18.00% |

资料来源: 同花顺, 甬兴证券研究所

投资建议:

首次覆盖, 给予“买入”评级。公司升级“日出东方”战略, 以“混合式 AI 加速中国智能化转型”为新使命, 通过硅基与碳基战队协同作战, 构建全栈 AI 能力, 推动千行百业智能化转型。我们预计公司 2025-2027 财年归母净利润分别为 14.34 亿美元、16.56 亿美元、19.78 亿美元, 同比增速分别为 42%、15%和 19%, EPS 分别为 0.12 美元/股、0.13 美元/股和 0.16 美元/股, 对应 5 月 21 号收盘价 10.12 港元, PE 分别为 11.38 倍、9.85 倍和 8.25 倍。首次覆盖, 我们给予“买入”评级。

6. 风险提示

1、国别风险

国际政治风险复杂，公司业务及分支机构运营覆盖多个国家和地区，业务开展所在国的宏观经济、政策法规、政治社会环境等各不相同，包括法律法规、税务、汇率、政局（如战争、内乱等）等各方面的风险都将继续存在，可能对公司的经营产生影响。

2、知识产权风险

公司着力于产品技术的研发和知识产权的保护与管理。即使公司已采取并实行了十分严格的知识产权保护措施，仍不能完全避免与其他电信设备厂商、专利许可公司以及与公司存在合作关系运营商之间产生知识产权纠纷，公司将继续秉承开放、合作、共赢的方式推进相关问题的解决。

3、技术发展不及预期的风险

研发难度高，存在研发进度延迟，部分产品研发失败的风险性。

资产负债表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 22,687 | 24,536 | 31,051 | 37,339 |
| 现金 | 3,560 | 3,966 | 8,092 | 12,133 |
| 应收账款及票据 | 8,148 | 9,247 | 10,309 | 11,356 |
| 存货 | 6,703 | 7,675 | 8,556 | 9,312 |
| 其他 | 4,277 | 3,647 | 4,095 | 4,537 |
| 非流动资产 | 16,064 | 14,250 | 12,668 | 11,651 |
| 固定资产 | 2,348 | 1,936 | 1,714 | 1,636 |
| 无形资产 | 8,917 | 6,705 | 5,055 | 3,826 |
| 其他 | 4,799 | 5,609 | 5,899 | 6,189 |
| 资产总计 | 38,751 | 38,785 | 43,719 | 48,990 |
| 流动负债 | 26,059 | 24,259 | 27,051 | 29,654 |
| 短期借款 | 50 | 60 | 80 | 110 |
| 应付账款及票据 | 10,505 | 11,106 | 12,381 | 13,475 |
| 其他 | 15,503 | 13,092 | 14,590 | 16,069 |
| 非流动负债 | 6,611 | 7,125 | 7,725 | 8,425 |
| 长期债务 | 3,569 | 4,069 | 4,669 | 5,369 |
| 其他 | 3,041 | 3,056 | 3,056 | 3,056 |
| 负债合计 | 32,670 | 31,384 | 34,776 | 38,079 |
| 普通股股本 | 3,501 | 3,501 | 3,501 | 3,501 |
| 储备 | 4,507 | 5,827 | 7,369 | 9,233 |
| 归属母公司股东权益 | 5,583 | 6,902 | 8,445 | 10,308 |
| 少数股东权益 | 499 | 499 | 499 | 603 |
| 股东权益合计 | 6,081 | 7,401 | 8,943 | 10,911 |
| 负债和股东权益 | 38,751 | 38,785 | 43,719 | 48,990 |

利润表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 56,864 | 66,581 | 74,222 | 81,765 |
| 其他收入 | 31 | 0 | 0 | 0 |
| 营业成本 | 47,061 | 55,262 | 61,604 | 67,048 |
| 销售费用 | 3,309 | 3,329 | 3,711 | 4,088 |
| 管理费用 | 2,492 | 1,997 | 2,227 | 3,271 |
| 研发费用 | 2,028 | 2,530 | 2,820 | 3,107 |
| 财务费用 | 127 | 1,349 | 1,359 | 1,263 |
| 除税前溢利 | 1,365 | 1,771 | 2,045 | 2,570 |
| 所得税 | 263 | 336 | 389 | 488 |
| 净利润 | 1,102 | 1,434 | 1,656 | 2,082 |
| 少数股东损益 | 92 | 0 | 0 | 104 |
| 归属母公司净利润 | 1,011 | 1,434 | 1,656 | 1,978 |

现金流量表

单位：百万元

| 至 12 月 31 日 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 2,011 | 2,873 | 6,224 | 6,130 |
| 净利润 | 1,011 | 1,434 | 1,656 | 1,978 |
| 少数股东权益 | 92 | 0 | 0 | 104 |
| 折旧摊销 | 7,479 | 2,844 | 2,201 | 1,747 |
| 营运资金变动及其他 | -6,570 | -1,404 | 2,366 | 2,301 |
| 投资活动现金流 | -1,283 | -1,408 | -1,125 | -1,199 |
| 资本支出 | 306 | -220 | -330 | -440 |
| 其他投资 | -1,590 | -1,188 | -795 | -759 |
| 筹资活动现金流 | -1,336 | -946 | -858 | -776 |
| 借款增加 | -18,756 | 510 | 620 | 730 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 已付股利 | -583 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 18,003 | -1,456 | -1,478 | -1,506 |
| 现金净增加额 | -690 | 406 | 4,126 | 4,041 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|--------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -8.21% | 17.09% | 11.48% | 10.16% |
| 归属母公司净利润 | -37.15% | 41.92% | 15.49% | 19.41% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 17.24% | 17.00% | 17.00% | 18.00% |
| 销售净利率 | 1.78% | 2.15% | 2.23% | 2.42% |
| ROE | 18.10% | 20.78% | 19.61% | 19.19% |
| ROIC | 12.42% | 21.91% | 20.14% | 18.94% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 84.31% | 80.92% | 79.54% | 77.73% |
| 净负债比率 | 0.98% | 2.22% | -37.37% | -60.98% |
| 流动比率 | 0.87 | 1.01 | 1.15 | 1.26 |
| 速动比率 | 0.61 | 0.70 | 0.83 | 0.95 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.46 | 1.72 | 1.80 | 1.76 |
| 应收账款周转率 | 7.07 | 7.66 | 7.59 | 7.55 |
| 应付账款周转率 | 4.64 | 5.11 | 5.25 | 5.19 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.08 | 0.12 | 0.13 | 0.16 |
| 每股经营现金流 | 0.16 | 0.23 | 0.50 | 0.49 |
| 每股净资产 | 0.45 | 0.56 | 0.68 | 0.83 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 14.02 | 11.38 | 9.85 | 8.25 |
| P/B | 2.62 | 2.36 | 1.93 | 1.58 |
| EV/EBITDA | 1.64 | 2.76 | 2.32 | 1.73 |

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

| | |
|----------------|---|
| 股票投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 买入 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 5-20% |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±5%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 5%以上 |
| 行业投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 增持 | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数 |
| 中性 | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平 |
| 减持 | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数 |

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，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许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。