

2025 年 5 月 23 日
联想集团 (992.HK)

营收利润增长强势，AI 驱动多元业务突破

事件:联想集团公布了 2024/25 财政年度,2024/25 Q4 收入同比增长 23%至 169.8 亿美元,三大业务均实现双位数同比增长;经调整归母净利润同比增长 25%至 2.7 亿美元;2024/25 财年实现收入同比增长 21%至 690.7 亿美元,创历史第二高位;经调整归母净利润同比增长 36%至 14.4 亿美元。随着混合式人工智能战略落地加速,推动 AI PC、AI 服务器等业务爆发,叠加全球运营体系优势,公司多元化业务布局成效显著。

报告摘要

智能设备业务: PC 优势扩大, 智能手机高速增长 IDG 全年营业额 505.3 亿美元, 同比增长 13.3%, 运营利润率超 7%创历史新高。个人电脑领域与第二名差距扩大至 3.6 个百分点,AIPC 年内销量超预期,在 Windows AI PC 类别中位居全球第一。全年智能手机业务营业额同比增长 27%,创并购摩托罗拉移动业务以来历史新高,亚太区和欧洲-中东-非洲区增长强劲,与拉丁美洲、北美形成齐头并进格局。

基础设施方案业务: 云需求驱动, 扭亏为盈 ISG 业务全年营业额 145.2 亿美元, 同比大幅增长 62.8%, 下半年成功扭亏为盈。云基础设施业务 (CSP) 具备自主盈利能力,企业基础设施业务同比增长 20%。人工智能服务器业务因市场需求增长实现高速增长,联想的海神液冷解决方案成为关键推动力量,在 AI 算力领域竞争力凸显。

方案服务业务: 高增长持续, 潜力巨大 SSG 业务全年营业额 84.6 亿美元, 同比增长 13.2%, 运营利润率 21.1%创历史新高。解决方案和“即服务”业务占比近 60%,AI 驱动的解决方案和服务成为增长动能。

关税影响及应对 美国关税政策的不确定性对公司的业绩带来不利影响,但公司的供应链具有韧性和灵活性,具备差异化优势。联想采用 ODM+运营模式 and 全球资源加本地交付模式,在全球 11 个国家有三十多个生产制造基地,产能调整速度快,能较快适应关税变化。

投资建议 过去的财年公司业务表现强势增长,展望 2025/26 财年,公司三大业务板块均有较强的增长势能,我们预估公司整体的收入和利润将分别达到 742.2 亿美元 (yoy +7.4%) 和 15.9 亿美元 (yoy +14.7%)。考虑到公司在 AI 硬件智能化领域的地位及增长潜力,结合后续美国关税政策的不确定风险,我们按 2025/26E 的经调整利润市盈率 12.0x,给予公司 12.5 港元的目标价,相较于最近收市价有 30.6%的涨幅,维持“买入”评级。

风险提示: 产品销售不及预期; AI 需求不及预期; 竞争加剧。

财务及估值摘要

截止3月31日财政年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入 (千美元)	56,863,784	69,076,968	74,217,819	79,457,711	85,140,044
变动 (%)	-8.2%	21.5%	7.4%	7.1%	7.2%
毛利率	17.2%	16.1%	16.2%	16.6%	16.5%
归母净利润 (千美元)	1,010,506	1,384,445	1,588,000	1,796,887	1,893,328
变动 (%)	-37.1%	37.0%	14.7%	13.2%	5.4%
经调整净利润 (千美元)	1,060,177	1,441,291	1,647,137	1,856,024	1,952,466
变动 (%)	-43.6%	35.9%	14.3%	12.7%	5.2%
ROE	18.1%	22.8%	22.1%	21.3%	19.4%
市销率@9.57港元 (倍)	0.27	0.22	0.21	0.19	0.18
市盈率@9.57港元 (倍)	14.4	10.6	9.2	8.2	7.8

数据来源: 公司资料, 国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

电脑及周边器材

投资评级: 买入

维持 评级

6 个月目标价 12.5 港元

股价 2025-05-22 9.57 港元

总市值(百万港元)	118,712.6
流通市值(百万港元)	118,712.6
总股本(百万)	12,404.7
流通股本(百万)	12,404.7
12 个月低/高(港元)	7.5/13.6
平均成交(百万港元)	792.6

股东结构

联想控股股份有限公司	31.4%
杨元庆	5.9%

其他股东 62.7%

总共 100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.9	-29.9	-38.9
绝对收益	16.1	-29.6	-16.2

数据来源: 彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

财务报表摘要

损益表

<千美元>, 财务年度截至<3月31日>

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	56,863,784	69,076,968	74,217,819	79,457,711	85,140,044
营业成本	-47,060,601	-57,979,358	-62,190,169	-66,296,428	-71,079,140
毛利	9,803,183	11,097,610	12,027,650	13,161,283	14,060,904
其他收入	30,861	-238,115	74,218	0	0
销售费用	-3,308,889	-3,584,534	-3,785,109	-4,052,343	-4,342,142
管理费用	-2,491,839	-2,822,604	-3,042,931	-3,257,766	-3,490,742
研发费用	-2,027,532	-2,288,204	-2,374,970	-2,542,647	-2,724,481
经营利润	2,005,784	2,164,153	2,898,858	3,308,527	3,503,538
财务费用-融资收入	148,134	109,964	74,218	79,458	85,140
财务费用-融资成本	-762,805	-773,269	-890,614	-1,032,950	-1,106,821
应占联营公司及合营公司业绩	-25,659	-19,978	-22,265	-23,837	-25,542
税前利润	1,365,454	1,480,870	2,060,197	2,331,197	2,456,316
所得税	-263,142	-18,918	-370,835	-419,615	-442,137
税后净利润	1,102,312	1,461,952	1,689,361	1,911,582	2,014,179
归属于母公司股东净利润	1,010,506	1,384,445	1,588,000	1,796,887	1,893,328
归属于非控制股东净利润	91,806	77,507	101,362	114,695	120,851
增长					
总收入 (%)	-8.2%	21.5%	7.4%	7.1%	7.2%
归母净利润	-37.1%	37.0%	14.7%	13.2%	5.4%

资产负债表

<千美元>, 财务年度截至<3月31日>

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金及现金等价物	3,559,831	4,728,124	6,503,612	7,278,040	8,221,340
应收账款及票据	8,147,695	10,506,610	8,906,138	9,534,925	10,216,805
存货	6,702,677	7,923,804	7,151,869	7,624,089	8,174,101
预付款项、按金及其他应收款	3,782,366	4,223,658	4,223,658	4,223,658	4,223,658
银行存款	65,555	88,607	88,607	88,607	88,607
衍生金融工具资产	69,568	53,690	53,690	53,690	53,690
可收回税项	359,491	379,590	379,590	379,590	379,590
流动资产	22,687,183	27,904,083	27,307,164	29,182,600	31,357,791
物业厂房及设备	2,010,178	2,026,280	2,469,470	2,830,670	3,125,048
在建工程	337,648	282,309	164,257	46,205	-71,847
无形资产	8,345,407	8,232,977	8,380,433	8,520,516	8,653,596
使用权资产	571,305	592,340	613,872	631,098	644,878
联营及共同控制体权益	318,803	315,704	315,704	315,704	315,704
递延所得税资产	2,633,302	3,055,905	3,055,905	3,055,905	3,055,905
其他非流动资产	1,847,128	1,821,214	1,821,214	1,821,214	1,821,214
非流动资产合计	16,063,771	16,326,729	16,820,855	17,221,312	17,544,498
总资产	38,750,954	44,230,812	44,128,020	46,403,912	48,902,289
应付账款及票据	10,505,427	11,978,933	13,681,837	14,585,214	15,637,411
其他应付款及应计费用	12,751,775	13,904,384	12,932,781	12,932,781	12,932,781
应付借款	50,431	1,030,352	271,616	271,616	271,616
其他短期负债项	2,751,530	3,080,464	3,080,464	3,080,464	3,080,464
短期负债合计	26,059,163	29,994,133	29,966,698	30,870,075	31,922,272
应付借款-非流动负债	3,569,229	4,337,806	4,337,806	4,337,806	4,337,806
递延所得税负债	447,523	270,268	270,268	270,268	270,268
递延收入	1,436,484	1,628,942	1,628,942	1,628,942	1,628,942
其他非流动负债	1,157,368	1,097,968	1,097,968	1,097,968	1,097,968
长期负债合计	6,610,604	7,334,984	7,334,984	7,334,984	7,334,984
总负债	32,669,767	37,570,895	37,543,460	38,446,837	39,499,034
归属于母公司股东权益	5,582,593	6,068,987	7,180,587	8,438,408	9,763,737
少数股东权益	498,594	590,930	692,292	806,987	927,837
总权益	6,081,187	6,659,917	7,872,879	9,245,394	10,691,575
总权益及总负债	38,750,954	44,230,812	45,416,339	47,692,231	50,190,608

财务分析

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	17.2%	16.1%	16.2%	16.6%	16.5%
销售费用率	-5.8%	-5.2%	-5.1%	-5.1%	-5.1%
管理费用率	-4.4%	-4.1%	-4.1%	-4.1%	-4.1%
研发费用率	-3.6%	-3.3%	-3.2%	-3.2%	-3.2%
有效税率	19.3%	1.3%	18.0%	18.0%	18.0%
净利率 (%)	1.9%	2.1%	2.3%	2.4%	2.4%
ROE	18.1%	22.8%	22.1%	21.3%	19.4%
ROA	2.6%	3.1%	3.6%	3.9%	3.9%
营运表现					
存货周转天数	50.0	45.4	43.6	40.1	40.0
应收账款周转天数	50.9	48.6	47.1	41.8	41.8
应付账款周转天数	77.6	69.8	74.3	76.7	76.5
财务状况					
流动比率	0.87	0.93	0.91	0.95	0.98
速动比例	0.61	0.67	0.67	0.70	0.73
总负债/总资产	0.84	0.85	0.85	0.83	0.81
经营性现金流/收入	0.04	0.04	0.08	0.05	0.05

现金流量表

<千美元>, 财务年度截至<3月31日>

	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
税前利润	1,365,454	1,480,870	2,060,197	2,331,197	2,456,316
物业、厂房及设备折旧	441,421	402,036	374,862	456,852	523,674
使用权资产折旧	131,872	114,261	118,468	122,774	126,220
无形资产摊销	578,698	417,270	411,649	419,022	426,026
财务费用-经营活动	762,805	773,269	890,614	1,032,950	1,106,821
财务收入-经营活动	-148,134	-109,964	-74,218	-79,458	-85,140
无形资产减值	895	895	895	895	895
存货减少/(增加)	-330,819	-1,221,127	771,935	-472,220	-550,012
应收账款、应收票据、	-44,530	-2,800,207	1,600,472	-628,787	-681,880
应付账款、应付票据、	330,302	3,606,036	-27,435	903,377	1,052,197
其他经营活动	280,975	0	0	0	0
营运所得现金	3,368,939	2,663,339	6,127,438	4,086,603	4,375,115
已付税项	-613,899	-18,918	-370,835	-419,615	-442,137
已付利息-经营活动	-744,049	0	0	0	0
经营活动现金流量净额	2,010,991	2,644,421	5,756,603	3,666,987	3,932,979
购买物业、厂房及设备	-275,096	-450,000	-420,000	-420,000	-420,000
购买在建工程	-454,681	-450,000	-420,000	-420,000	-420,000
购买无形资产	-556,120	-600,000	-560,000	-560,000	-560,000
其他投资活动	2,447	-663,305	-816,396	-953,493	-1,021,681
投资活动现金流	-1,283,450	-2,163,306	-2,216,396	-2,353,493	-2,421,681
派付股息-融资活动	-583,273	-601,141	-476,400	-539,066	-567,998
其他融资活动	-752,832	0	0	0	0
融资活动现金流净额	-1,336,105	-601,141	-476,400	-539,066	-567,998
现金变化	-608,564	-120,026	3,063,807	774,429	943,300
期末持有现金	3,559,831	3,439,805	6,503,612	7,278,040	8,221,340

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解读),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010