

2025 年 5 月 23 日 星期五

【公司评论】

黄佳杰

+ 852 25321950

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

行业 消费电子
股价 9.57 港元

港股市值 1183.4 亿港元

已发行股本 124.05 亿股

52 周高/低 13.60 港元/6.57 港元

每股净现值 3.46 港元

股价表现



联想集团 (992, 未评级): 季度收入和利润稳健增长, 全年业绩近历史高点

经营韧性彰显

24/25 财年第四季度收入 170 亿美元, 同/环比分别增长 23%/-10%, 收入表现好于预期, 毛利率 16.4%, 同/环比分别变化-1.5/+0.7pcts, 股东利润 0.9 亿美元, 去年同期为 2.48 亿美元, 差异较大主要因为本季认股权证产生了 1.18 亿美元以及计提利息 0.2 亿美元的非现金影响, 若剔除此影响下的非香港财务报告准则口径股东利润 2.78 亿美元, 同/环比分别增长 25%/-35%。主要市场收入均实现双位数增长, 其中中国区收入同比增长 26%, 主要受益于服务器及相关产品组合拓展, 实现了份额增长以及中小企业商用电脑强劲复苏, 美洲区收入同比增长 19%, 主要受益于 PC 份额持续扩大, 手机高端化渗透率提升, 以及混合云服务 (包括 IaaS) 实现高增长。

24/25 财年全年整体收入同比增长 21%至 690 亿美元, 为历史第二高水平。三大业务分部均实现双位数业绩增长, IDG 业务和 SSG 业务利润强劲增长, ISG 业务大幅减亏。整体毛利同比增长 13%, 毛利率 16.1%, 同比下降 1.1pcts, 主要由于较低毛利率的 ISG 业务收入占比提升, 经营利润同比增长 8%至 21.6 亿美元, 股东净利润同比增长 33%至 14.6 亿美元 (非香港财务准则下利润为 13.8 亿, 同比增长 37%)。

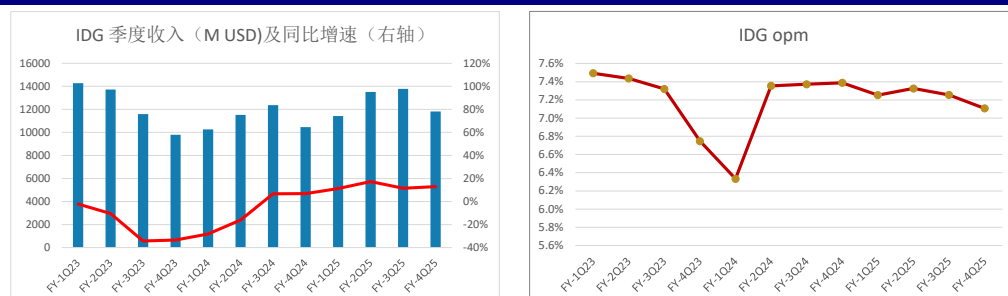
主营业务均实现强劲的增长

PC 业务保持领先, 非 PC 领域加速发展

IDG 业务单季度收入 118 亿美元, 同/环比分别增长 13%/-14%, 经营利润率 6.8%。分部利润同比增长 14%, 主要受益于全球 PC 份额增长, B 端需求复苏和 C 端高端产品渗透率提升, 其中商业分部销售同比增长 11%, 高端产品销售上升亦带动平均售价上升。消费个人计算机业务实现双位数增长, 其中游戏类个人计算机的收入增长超过 13%。

IDG 业务全年收入 510 亿美元, 同比增长 13%, 经营利润率 7.2%, 下半财年尽管有关税负面影响, 但盈利能力仍达到历史高位且行业领先。全年 PC 收入同比增长 11%, 市场份额 23.7% (IDC 数据) 保持持续领先, AIPC 渗透率持续提升; 非 PC 业务持续增长, 手机全年收入同比增长 27%, 创历史新高, 持续稳占亚太和欧洲关键市场份额, 高端机型带动了产品组合优化, 摩托罗拉海外市场份额已突破 6%, 市场份额和均价稳步提升。AI 驱动智能终端需求增长, 公司有望持续收益于以 PC 为核心的多终端设备增长。

图表 1: IDG 业务收入增速及运营利润率



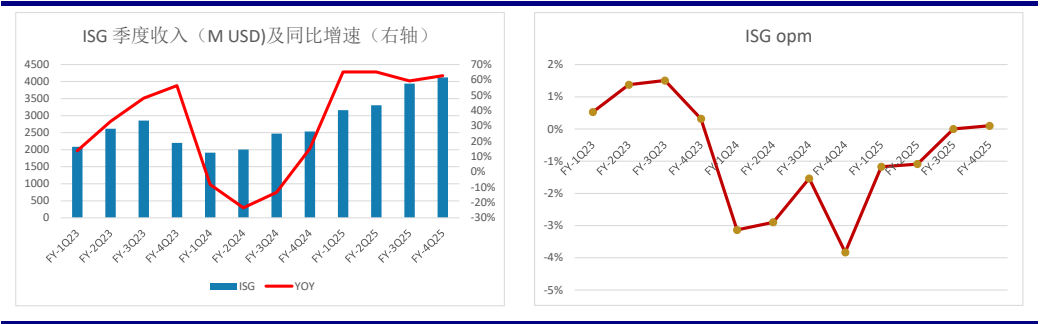
资料来源: 公司资料、第一上海整理

ISG 业务有望实现可持续的增长和盈利。

ISG 单季度收入 41 亿美元，同/环比分别增长 63%/5%，主要由于服务器收入贡献（企业需求回升以及新客户拓展），营业利润率率 0.1%，盈利持续转正。

ISG 全年收入 150 亿美元，同比增长 63%，收入创历史新高，其中云端业务 ODM+模式加持下实现了规模放量，收入突破 100 亿美元大关，过去五年收入增长 2 倍多，对集团销售额贡献达到双位数且实现盈利，企业端收入同比增长 20%，同样为历史新高，公司聚焦云服务商和中小企业的效果显著；全年分部利润亏损 0.69 亿元，实现大幅减亏（同比减亏 1.8 亿），其中下半财年实现盈利 0.04 亿元，环比上半财年亏损 0.73 亿。

图表 2：ISG 业务收入增速及经营利润率



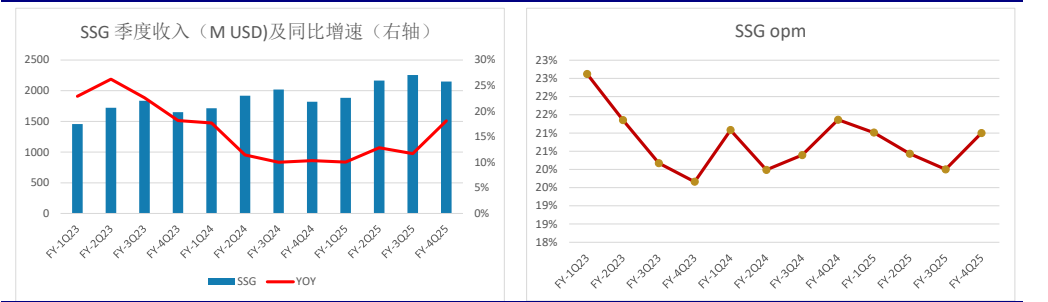
资料来源：公司资料、第一上海整理

SSG 规模稳步提升，高盈利率持续

SSG 单季度业务收入 22 亿元，同/环比分别增长 18%/5%，连续 16 个季度保持同比增长，运营利润率 22.7%保持稳定。

全年收入创历史新高至 85 亿元，同比增长 13%，规模增速优于整体 IT 服务市场表现（4.6%增速）。

图表 3：SSG 业务收入增速及运营利润率



资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 4：季度业绩表现（M USD）

	FY23/24 Q4	FY24/25 Q1	FY24/25 Q2	FY24/25 Q3	FY24/25 Q4
收入	13833	15447	17850	18796	16984
YOY	9%	20%	24%	20%	23%
QoQ	-12%	12%	16%	5%	-10%
毛利	2428	2560	2796	2959	2783
YOY	13%	14%	11%	14%	15%
QoQ	-7%	5%	9%	6%	-6%
经营利润	489	494	651	688	331
股东应占利润	248	243	359	693	90
YOY	118%	38%	44%	106%	-64%
非香港财务报告准则净利润	223	320	409	435	278

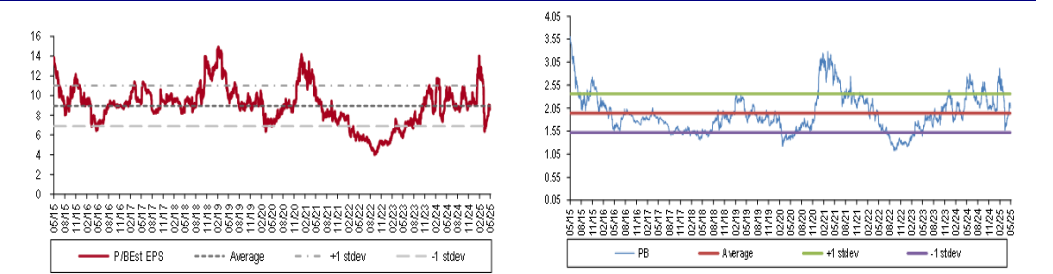
资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 5 盈利摘要（美元/港币=7.8）

	2024/25财年	2025/26财年预测	2026/27财年预测
收入(百万美元)	69077	74000	77400
YOY	21%	7%	5%
毛利率	16%	16%	17%
股东净利润(百万美元)	1384	1600	1800
YOY	37%	16%	13%
每股盈利 (美元)	0.11	0.129	0.137
市盈率@9.57港元	11.2	9.5	9.0
每股派息 (港元)	0.38	0.37	0.40
股息率	3%	4%	4%

资料来源：彭博，第一上海整理，

图表 6: PE-band 和 PB-band（20250522）



资料来源：彭博，第一上海整理

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)