

混合式 AI 战略推动业绩高增，多元化增长引擎显质地

核心观点

- 2024/2025 财年，集团实现营业收入约 691 亿美元，同比增长 21%，集团实现扣非归母净利润 13.8 亿美元，同比增长 37%。第四财季，集团收入为 170 亿美元，同比增长 23%；尽管受到关税的显著影响，非香港财务报告准则净利润为 2.78 亿美元，同比增长 25%，与经营无关的与认股权证相关的衍生金融负债公允价值亏损 1.18 亿美元，导致归母净利润有所下滑。
- **智能设备业务集团全球领导地位进一步稳固，打造个人超级智能体。**智能设备业务集团收入同增 13%至 505 亿美元，经营溢利率达 7.2%，领先行业。个人电脑持续全球排名第一，市场份额提升 1 pct 至 24%。智能手机销售额及市场份额录得新高，四季度收入在中国以外市场排名第四。此前，联想发布了天禧个人超级智能体，其具备感知与交互、认知与决策，自主与演进等三大核心功能，通过整合数据与云端 / 设备端资源，让 AI 服务无缝融入日常工作生活与娱乐场景。
- **基础设施方案业务集团下半财年扭亏为盈，多业务增长势头强劲。**基础设施方案业务收入创历史新高，同比增长 63%至 145 亿美元。云基础设施业务超高速增长，同增 92%突破 100 亿美元大关；企业基础设施业务营业额同增 20%至历史新高；人工智能服务器业务落地并高速增长，海神液冷解决方案实现同比 68%的高速增长。
- **方案服务业务集团营收利润创新高，成为高盈利高增长转型引擎。**方案服务业务集团实现营收 85 亿美元，同比增长 13%；经营溢利 18 亿美元，同比增长 15%。联想此前发布了业内第一个企业超级智能体“联想乐享超级智能体”，其与研发、供应链、营销、销售、服务和运营等在内的领域智能体组成“智能体矩阵”，推动“硅基生命”与实体业务的同频共振，大幅提升企业运营效率，联想乐享今年会实现 5-6 个 L3 级别的智能体能力。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25/26-27/28 财年每股收益为 0.13、0.15、0.18 美元（原 25/26-26/27 财年为 0.12/0.14 美元，主要上调了营业收入）。根据可比公司 25 年 15.44 倍 PE 估值，对应目标价为 15.97 港币（汇率采用 1：7.8292），维持买入评级。

风险提示

PC 行业景气度低于预期，行业竞争加剧，AI PC 进展不及预期。

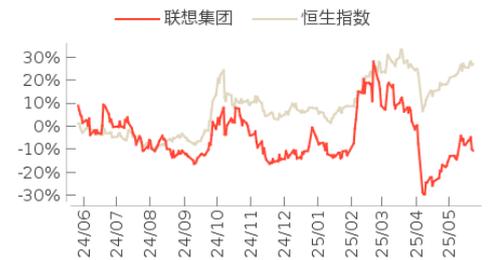
公司主要财务信息

	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY26E
营业收入(百万元)	56,895	69,108	75,786	81,315	87,427
同比增长(%)	-8%	21%	10%	7%	8%
营业利润(百万元)	2,037	2,195	2,828	3,192	3,566
同比增长(%)	-24%	8%	29%	13%	12%
归属母公司净利润(百万元)	1,041	1,415	1,639	1,896	2,192
同比增长(%)	-35%	36%	16%	16%	16%
每股收益(元)	0.08	0.11	0.13	0.15	0.18
毛利率(%)	17.3%	16.1%	16.3%	16.3%	16.4%
净利率(%)	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%
净资产收益率(%)	18.6%	24.3%	25.6%	26.4%	26.7%
市盈率(倍)	14.6	10.7	9.2	7.9	6.9
市净率(倍)	2.7	2.5	2.2	2.0	1.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2025年05月23日)	9.5 港元
目标价格	15.97 港元
52 周最高价/最低价	13.6/6.57 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	1,240,466/1,240,466
H 股市值 (百万港币)	117,844
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 05 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.76	10.72	-30.15	-12.67
相对表现%	-3.86	3.79	-30.68	-37.75
恒生指数%	1.1	6.93	0.53	25.08



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

个人电脑份额提升，ISG 创新高	2024-11-20
IDG 利润率高，ISG 营收创新高	2024-08-20
第四财季业绩同比高增，AI PC 将成新驱动力	2024-05-27

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25/26-27/28 财年每股收益为 0.13、0.15、0.18 美元（原 25/26-26/27 财年为 0.12/0.14 美元）。主要根据 24/25 财年财报情况，上调了主营业务收入。根据可比公司 25 年 15.44 倍 PE 估值，对应目标价为 15.97 港币（汇率采用 1: 7.8292），维持买入评级。

表 1: 可比公司估值

公司	代码	最新价格 2025/5/23	每股收益			市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
华硕	2357.TW	622.00	42.27	51.76	54.12	14.71	12.02	11.49
惠普	HPQ.N	27.98	3.38	3.49	3.65	8.28	8.01	7.66
戴尔	DELL.N	112.11	8.14	9.19	10.40	13.77	12.20	10.78
宏碁	2353.TW	35.15	1.84	1.95	2.14	19.10	18.05	16.39
新普	6121.TW	370.50	28.80	32.28	34.79	12.86	11.48	10.65
中科曙光	603019	61.90	1.31	1.68	2.03	47.39	36.81	30.45
浪潮信息	000977	48.67	1.56	2.07	2.58	31.26	23.46	18.85
	最大值					47.39	36.81	30.45
	最小值					8.28	8.01	7.66
	调整后平均					18.34	15.44	12.33

注：各公司股价和每股收益的货币单位均为其所在股市使用货币；

数据来源：Wind、bloomberg、东方证券研究所

风险提示

PC 行业景气度低于预期，行业竞争加剧，AI PC 进展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万美元						单位:百万美元					
会计年度	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E	会计年度	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	3,560	4,728	5,338	6,283	7,384	营业总收入	56,895	69,108	75,786	81,315	87,427
应收款项合计	12,290	15,110	16,570	17,779	19,115	主营业务收入	56,864	69,077	75,755	81,284	87,397
存货	6,703	7,924	8,672	9,299	9,992	其他营业收入	31	31	31	31	31
其他流动资产	0	0	0	0	0	营业总支出	54,858	66,913	72,959	78,123	83,861
流动资产合计	22,687	27,904	30,731	33,527	36,665	营业成本	47,061	57,979	63,454	68,038	73,114
固定资产净值	2,348	2,309	2,073	1,834	1,641	营业开支	7,797	8,933	9,505	10,085	10,747
权益性投资	319	316	347	382	420	营业利润	2,037	2,195	2,828	3,192	3,566
其他长期投资	1,450	1,510	1,510	1,510	1,510	净利息支出	127	184	173	159	143
商誉及无形资产	8,917	8,825	8,370	7,964	7,603	权益性投资损益	-26	-20	-20	-20	-20
土地使用权	0	0	0	0	0	其他非经营性损益	-488	-480	-436	-468	-461
其他非流动资产	3,031	3,367	3,693	3,962	4,260	非经常项目前利润	1,396	1,512	2,199	2,544	2,942
非流动资产合计	16,064	16,327	15,993	15,652	15,434	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	38,751	44,231	46,724	49,178	52,099	除税前利润	1,396	1,512	2,199	2,544	2,942
应交税金	275	465	510	547	589	所得税	263	19	418	483	559
短期借贷及长期借贷到期部分	50	1,030	1,061	1,093	1,126	少数股东损益	92	78	142	165	191
其他流动负债	15,185	16,322	16,322	16,322	16,322	持续经营净利润	1,041	1,415	1,639	1,896	2,192
流动负债合计	26,059	29,994	31,228	32,256	33,390	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	3,569	4,338	4,468	4,602	4,740	净利润	1,041	1,415	1,639	1,896	2,192
其他非流动负债	3,041	3,239	3,552	3,811	4,098	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	6,611	7,577	8,020	8,413	8,838	归属普通股股东净利润	1,041	1,415	1,639	1,896	2,192
负债合计	32,670	37,571	39,248	40,669	42,228	EPS (摊薄)	0.08	0.11	0.13	0.15	0.18
归属母公司股东权益	5,583	6,069	6,743	7,611	8,783	主要财务比率					
少数股东权益	499	591	733	898	1,089	会计年度	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
所有者权益合计	6,081	6,660	7,476	8,509	9,872	成长能力					
负债和股东权益	38,751	44,231	46,724	49,178	52,099	营业收入增长率	-8%	21%	10%	7%	8%
现金流量表						营业利润增长率	-24%	8%	29%	13%	12%
会计年度	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E	归属普通股股东净利润增长率	-35%	36%	16%	16%	16%
经营活动现金流	2,011	1,100	2,491	2,788	2,957	获利能力					
净利润	1,011	1,384	1,639	1,896	2,192	毛利率	17.3%	16.1%	16.3%	16.3%	16.4%
折旧与摊销	1,413	1,419	1,402	1,307	1,217	净利率	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%
营运资本变动	552	-1,747	-692	-580	-642	ROE	18.6%	24.3%	25.6%	26.4%	26.7%
其他非现金调整	-964	43	142	165	191	ROA	2.7%	3.4%	3.6%	4.0%	4.3%
投资活动现金流	-1,283	-1,056	-1,077	-980	-1,006	偿债能力					
出售固定资产收到的现金	28	39	39	39	39	资产负债率	84.3%	84.9%	84.0%	82.7%	81.1%
资本性支出	1,286	1,151	750	700	702	流动比率	87.1%	93.0%	98.4%	103.9%	109.8%
投资净增加	61	46	40	50	45	速动比率	61.3%	66.6%	70.6%	75.1%	79.9%
其他投资活动现金流量净额	36	102	-326	-269	-298	每股指标 (美元)					
融资活动现金流	-1,336	1,190	-804	-862	-850	每股收益	0.08	0.11	0.13	0.15	0.18
债务净增	-273	1,852	161	166	171	每股经营现金流	0.16	0.09	0.20	0.22	0.24
股本净增	0	212	0	0	0	每股净资产	0.45	0.49	0.54	0.61	0.71
支付的股利合计	583	608	639	671	704	估值比率					
其他筹资活动现金流量净额	-480	-265	-326	-357	-316	P/E	14.5	10.6	9.2	7.9	6.9
汇率变动	-82	-65	0	0	0	P/B	2.7	2.5	2.2	2.0	1.7
现金净增加额	-690	1,168	610	945	1,101	P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。