

计算机

2025 年 05 月 28 日

联想集团 (00992)

——被低估的 ICT 全栈供应商 (GenAI 系列之 59)

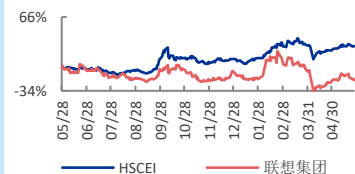
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 05 月 28 日

收盘价 (港币)	9.16
恒生中国企业指数	8443.87
52 周最高/最低 (港币)	13.60/6.57
H 股市值 (亿港元)	1,136.27
流通 H 股 (百万股)	12,404.66
汇率 (人民币/港币)	1.0903

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com
杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
李国盛 A0230521080003
ligs@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com

联系人

黄忠煌
(8621)23297818x
huangzh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **全球化 ICT 厂商，全球 PC 市占率第一、服务器市占率第四，实现多元化增长。**经历 40 余年经营，外源并购+内部整合提效不断成长，已形成以 PC 为基础，手机/平板/服务器和数字化解决方案为增长的产品矩阵，成为全球第一大 PC 厂商、第四大服务器厂商。
- **复盘：三次关键并购实现公司全球化。**公司收购国际知名品牌旗下的亏损业务，整合后形成全球化、多元化布局。1) 2004 年“蛇吞象”收购 IBM PC，拓展 ThinkPad 产品线，开启全球供应体系；2) 2014 年收购 IBM x86 服务器，进军数据中心市场，奠定云、AI 基础；3) 2014 年收购摩托罗拉，重塑移动业务线。
- **管理：规则与融合筑牢公司根基。**柳传志“管理三要素”搭建联想规则化治理框架。1) 建班子：多元共治与 CEO 决策，LEC 与 GLT 保证信任与充分表达；2) 定战略：务实、资源适配的动态战略；3) 带队伍：跨文化融合实现隐性价值增量与长期稳定发展。
- **展望：混合式 AI，硬件为 AI 生态重要端口。**公司已形成以擎天 3.0 为核心的 B 端体系和以天禧 AI 为核心的 C 端体系，软件生态+服务的差异化优势持续深化。
- **IDG：PC 回暖，手机快速增长。**FY24/25 收入占比 73%。**PC：**全球市占率维持首位，进入上行周期。1) AIPC 提升单价+加速迭代；2) Win10 25Q4 停更刺激换机需求；3) 2020-2022 年线上办公采购的 PC 已进入替换周期。**手机：**海外地位不可忽视。1) 2024 年北美市占第 3、拉美市占第 2，FY24/25 亚太、EMEA 同比增速 179%、32%；2) 已形成入门到高端全产品体系，Razr 折叠屏 24Q4 全球竖向折叠屏手机市场第一。
- **SSG：擎天 3.0 为预期差，公司已形成较强软件生态和平台能力。**主要业务为 IT 服务及解决方案，FY24/25 收入占比~6%。内生外化的擎天 3.0 PaaS 平台面向 B 端 AI 数智化。公司已具备 1) 成熟 PaaS 平台和 ISV/大模型伙伴；2) 全栈产品+实施方案；3) 全球服务网络。AI 数智化趋势下市场扩容+公司竞争力强化，收入+盈利能力双提升。
- **ISG：CSP 与 E/SMB 硬件需求同步增长。**ISG 包括服务器、存储等，FY24/25 收入占比 21%，主要客群为 **CSP：**1) 深度绑定大型 CSP，受益于大厂 AI 驱动的 Capex 增加；2) 全球产能+服务团队保障产品交付；3) 与国产 AI 芯片、信创厂商充分合作，把握国内机会。**E/SMB：**AI 应用深化，擎天 3.0+交付/服务形成显著优势，硬件需求提升。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**由 AI 驱动的新一轮增长周期逐步明确，公司 PC 业务回暖，手机、服务器及行业解决方案业务迎来加速增长。基于分板块收入毛利预测及费用率预测，预计 FY25/26-FY27/28 实现归母净利润 16.7、20.3、24.3 亿美元。可比公司 25 年 PE 均值为 16x，联想集团 25 年 PE 为 9x，对比可比公司 PE 均值，联想集团存在较大上涨空间，因此给予“买入”评级。
- **风险提示：**外部环境影响供应链稳定；AIPC 产品不及预期、PC 替换需求不及预期；AI 应用进展不及预期导致 AI 生态建设不足；行业竞争加剧导致毛利率下降。

财务数据及盈利预测

	FY23/24	FY24/25	FY25/26E	FY26/27E	FY27/28E
营业收入 (百万美元)	56,864	69,077	79,485	91,551	105,244
同比增长率 (%)	-8	21	15	15	15
归母净利润 (百万美元)	1,011	1,384	1,672	2,029	2,433
同比增长率 (%)	-37	37	21	21	20
每股收益 (美元/股)					
净资产收益率 (%)	18.1	22.0	24.9	25.8	26.3
市盈率	14.3	10.5	8.7	7.1	6.0
市净率	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，FY25/26 对应 2025/4/1-2026/3/31。

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。由 AI 驱动的新一轮增长周期逐步明确，公司 PC 业务回暖，手机、服务器及行业解决方案业务迎来加速增长。基于分板块收入毛利预测及费用率预测，预计 FY25/26-FY27/28 实现归母净利润 16.7、20.3、24.3 亿美元。可比公司 25 年 PE 均值为 16x，联想集团 25 年（对应 FY25/26）PE 为 9x，对比可比公司 PE 均值，联想集团存在较大上涨空间，因此给予“买入”评级。

关键假设点

IDG 板块 FY25/26-FY27/28 收入同比增速将为 7%/9%/9%；

ISG 板块 FY25/26-FY27/28 收入同比增速将为 40%/30%/25%；

SSG 板块 FY25/26-FY27/28 收入同比增速将为 19%/22%/26%；

IDG、SSG 板块 FY25/26-FY27/28 毛利率分别维持在 16%、30%水平；ISG 板块 FY25/26-FY27/28 毛利率分别为 6%/7%/7%。

有别于大众的认识

市场部分认为 PC 市场整体处于下行阶段，需求疲软。我们认为，联想作为中国最早的 PC 厂商之一，实现了从本土到全球第一的成长，已经建立了穿越周期、稳定的商业模式。当前，2020-2022 年线上办公 PC 采购高峰、Windows10 系统停更带来的存量替换，以及 AIPC 这一创新产品带来的需求刺激，将带领 PC 市场进入新一轮上行周期。同时，在 AIPC 的加持下，产品结构迎来高端化。

市场部分认为公司所处 ICT 行业整体壁垒低，导致盈利能力较差。我们认为，公司已经在全球建立起稳定的供应链布局、本地服务布局等“全球资源、本地交付”的商业模式为公司显性的竞争力，优势难以撼动。此外，公司具有 20 年全球并购整合经验，除显性的供应链协同外，员工的文化融合实际为公司带来极高隐性价值，证明公司具备实现全球并购整合的能力，为未来公司长远稳定发展及进一步并购拓展奠定基础。

市场部分认为公司为硬件提供商，不具备估值弹性。我们认为，在混合式 AI 时代，公司正在从硬件供应商向软件服务商转型，AI 为重要抓手。公司已形成擎天 3.0 和天禧两大 AI 生态，随着 AI 应用逐步成熟，AI 带来的溢价将重塑公司估值。

股价表现的催化剂

AIPC 出现爆款产品，公司相关产品出货量提升；AI 应用进展显著，CSP 客户算力需求提升带来 AI 服务器需求增加、E/SMB 客群 AI 解决方案需求增加。

核心假设风险

外部环境影响供应链稳定；AIPC 产品不及预期、PC 替换需求不及预期；AI 应用进展不及预期导致 AI 生态建设不足；行业竞争加剧导致毛利率下降。

目录

1. ICT 领军，全球化多元成长	5
1.1 复盘：并购+内化，成长为全球领军	5
1.2 管理：规则与融合，筑牢联想根基	7
1.3 结构：PC 基本盘，收入多元化	8
1.4 全球化：全球资源/本地交付，盈利能力提升	9
1.5 前瞻：联想创投，助力转型升级	11
2. IDG：构建以天禧为核心的 AI 产品矩阵	12
2.1 “一体多端”从 AIPC 走向个人 Agent	12
2.2 PC 回暖，手机快速增长	14
3. ISG & SSG：数智解决方案与 AI Infra 同步推进	17
3.1 “一擎三箭”推动政企数字化迈向 AI 化	17
3.2 SSG：IT 服务围绕 AI 转型升级	19
3.3 ISG：CSP 与 E/SMB 硬件需求同步增长	20
4. 盈利预测与估值	22
4.1 分板块收入预测	22
4.2 首次覆盖，给予“买入”评级	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：2020-2022 年线上办公需求驱动营收增长	9
图 2：服务器驱动 ISG 收入占比逐年提升	9
图 3：FY24/25 营收全球同比增速均较高	9
图 4：收入呈现全球化分布	9
图 5：SSG 为未来盈利增长点，预计经营利润逐步增厚	10
图 6：各板块利润率稳定，ISG 板块将逐步恢复	10
图 7：毛利率稳定，净利率稳中有升	10
图 8：费用率稳定，长期具备规模优势	10
图 9：联想创投基金管理人由联想集团及高管全资控股	11
图 10：联想创投贡献投资收益	11
图 11：联想创投投资规模稳步增长	11
图 12：联想“一体多端”战略	12
图 13：联想天禧 AI 生态实现跨设备、跨系统、跨应用破圈	13
图 14：联想在 PC 市场市占率保持稳定，25Q1 市占率为 24.1%	14
图 15：线上办公需求刺激 PC 出货增长目前已进入替换周期	15
图 16：近年来摩托罗拉全球市占率小幅提升	16
图 17：2020 年后摩托罗拉出货量整体保持上升趋势	16
图 18：擎天 3.0 智能引擎基于 GPaaS 和 VPaaS 打造	18
图 19：2024H1 联想在中国 IT 服务市场市占率排名第 2	20
图 20：国内大厂单季度 Capex 增速较高	20
图 21：国内大厂 Capex 规模较海外仍有较大差距	20
图 22：联想服务器全球市占率排名第 4，保持在 6%左右	21
表 1：联想已形成三大业务板块，产品涵盖各类硬件及软硬一体的解决方案	6
表 2：联想具有全球化产能布局	21
表 3：分板块收入及毛利假设（单位：亿美元）	22
表 4：可比公司估值表	23

1. ICT 领军，全球化多元成长

联想创立于 1984 年，作为经营 40 余年的全球化硬件设备厂商，**公司形成以 PC 为基础，手机、平板、服务器和数字化解决方案为增长点的产品布局**。通过外源并购+内部整合与降本增效不断成长，公司已成为全球第一大 PC 厂商、第四大服务器厂商。

1.1 复盘：并购+内化，成长为全球领军

复盘联想的发展历史，公司成长并实现全球化的关键路径为并购。公司三次重要收购国际知名品牌旗下的亏损业务部门，通过收购获得完整产品线、市场渠道以及专利技术；再与集团供应链、管理体系的整合实现成本优化与业务创新，形成全球化、多元化布局。

三大并购整合使公司形成完备业务体系。以 2014 年为分界点，前 10 年是对 IBM PC 业务的收购整合，聚焦传统主业发展；随着 PC 进入存量时代，后 10 年公司收购摩托罗拉、IBM x86 服务器进军移动端及数据中心业务。

并购一：2004 年“蛇吞象”收购 IBM PC，获得 ThinkPad 产品线。2003 年，联想放弃互联网等多元化布局，重新聚焦 PC 业务；当年 IBM PC 的营收约为 96 亿美元，联想约为 30 亿美元。2004 年，联想以 12.5 亿美元的对价收购 IBM PC 业务。收购 IBM PC 后，联想获得了 ThinkPad 产品线及大量核心 PC 专利，补齐公司笔记本电脑产品及高端商业客户群，构建了完整的 PC 业务矩阵。

并购 IBM PC 后构建全球供应链。并购 IBM PC 前，公司 PC 产品主要聚焦国内、家用市场，IBM PC 带来了差异较大的全球化、商用市场。公司搭建了一套全新的、适应全球化的供应链管理、营销体系，一方面，对内部的人员、IT 系统进行了充分融合与迭代；另一方面，确立“自有制造+OEM+ODM”的混合制造模式，以系统性的端到端成本作为核心，摒弃了财务视角下纯 OEM/ODM 的选择。

并购二：2014 年收购 IBM x86 服务器，奠定云、AI 基础。2014 年，联想以 21.2 亿美元的对价收购 IBM x86 服务器业务。对 IBM 服务器业务的收购实现了公司产品的高端化，在服务器国产替代趋势下保持竞争力。收购后，公司自身服务器品牌命名为 ThinkServer，面向中小企业；IBM 服务器命名为 ThinkSystem，面向高端客户。

收购 IBM x86 服务器后建立企业级大型客户服务能力。公司收购 IBM x86 服务器的目的在于拓展数据中心业务，下游客户包括互联网、运营商、全球 500 强企业等大型客户，在销售和服务上与原先的 C 端、政企客户存在区别。公司重新组建了面向大客户的销售团队、具备专业技术素养的售后团队等，建立起服务企业级大型客户的能力。

并购三：2014 年收购摩托罗拉，重塑移动业务线。2014 年，联想以 29 亿美元的对价从谷歌收购摩托罗拉手机业务。原先公司希望将 IBM PC 的收购整合经验复用于摩托罗拉，摩托罗拉在品牌力、知识产权、专利技术和互补市场覆盖等方面的价值毋庸置疑，但联想与摩托罗拉在商业模式及企业文化上存在着巨大差异导致并购初期的几年内两个品牌处于独立作战、冲突的状态，并未实现真正的整合。

手机业务艰难整合展现公司卓越管理能力。2016 年，联想在美国裁撤 2000 名员工，研发从美国芝加哥向巴西、印度、中国分散，通过北京研发+武汉制造加速产品迭代并保证质量稳定；同时停止 Lenovo、ZUK、乐檬等其他手机品牌运营，聚焦摩托罗拉。经历了业务收缩与产能、研发的重新布局，摩托罗拉在 FY18/19 下半年首次迎来除税前盈利。当前，摩托罗拉已经在北美等海外地区重回手机市场前三。

目前，联想已形成智能设备业务集团（IDG）、基础设施方案业务集团（ISG）、方案服务业务集团（SSG）三大业务板块，分别对应 PC/手机/平板、服务器与交换机、行业智能化解决方案。公司以 PC、服务器、移动设备为基础，向智能化整体解决方案延申，以硬件为基础和端口构建 B 端/C 端智能生态，促进硬件向服务商转型，提升盈利能力。

表 1：联想已形成三大业务板块，产品涵盖各类硬件及软硬一体的解决方案

业务板块	大类	细分	主要产品	定位/用途
IDG	PC	笔记本电脑	拯救者系列	电竞游戏
			小新系列	时尚新锐、轻薄
			YOGA 系列	商务、便携
			ThinkPad/ThinkBook	高端商务/年轻时尚职场
		台式机	昭阳系列	商用笔记本
			拯救者、小新、YOGA	面向 C 端，定位同上
			来酷系列	面向 C 端的性价比产品
			天逸、扬天、ThinkCentre、启天系列	商用办公台式机
	工作站		ThinkStation	图形设计、渲染、AI 等专业商用场景
	手机	摩托罗拉	Moto G/S 系列	入门级机型
			Edge 系列	中端机型
			Razr 折叠屏、Edge Pro、X 系列	高端旗舰机型
	平板		拯救者、小新、YOGA	面向 C 端，定位同上
			昭阳、启天系列	商用平板
	全屋智能		投影、家庭存储、智能安防、打印机等	-
	其它配件		键盘、鼠标、显示器、打印机等	-
ISG	服务器	机架式服务器	ThinkSystem/Think Server SR 系列	ThinkSystem: 面向企业级高性能、云计算/AI 场景，提供数据中心级支持服务； ThinkServer: 面向中小企业基础 IT 需求，侧重本地化响应支持； 问天: 为中国本地客户打造，支持适合本土的个性化定制需求。
			ThinkServer DN 系列（存储服务器）	
			问天 WR 系列	
		塔式服务器	ThinkSystem ST 系列	
			ThinkServer T 系列	
			ThinkSystem/ThinkServer SR 系列	
		关键业务服务器	ThinkSystem/ThinkServer SR 系列	
		高密度服务器	ThinkSystem SD 系列	
		边缘服务器	SE、ER 系列	
		AI 服务器	ThinkSystem SR/SD 系列	
			问天 WA 系列	
	存储	全闪/混合存储	ThinkSystem DG 系列	云计算、数据中心
			ThinkSystem DM 系列	企业级混合云
			ThinkSystem DE 系列	经济实惠的现代企业存储方案
		存储交换机	光纤交换机 DB 系列	入门级存储交换机
			以太网交换机	高性能存储交换机
	交换机	数据中心	NE 系列	云计算、数据中心

	智算中心	锐捷 RG 系列	面向 AI/机器学习
软件及超融合	软件定义存储、超融合、虚拟化、异构智算、灾备等		满足 B 端硬件产品管理等需求
SSG	制造行业	研发、生产、供应链、销售与服务、运营	通过自身硬件与软件生态伙伴共创，为行业用户提供一站式、可落地的智能化解决方案，推动转型
	教育行业	高等教育、职业教育、基础教育	
	政府行业	各类数字政府解决方案	
	医疗行业	医疗、管理、服务、区卫	
	金融行业	银行、保险、证券及其他	
	能源行业	电力、油气、矿产	
	交通行业	铁路、轨交、高速、航空	
	服务行业	智算中心、媒体、数字门店、物流	

资料来源：联想官网，申万宏源研究

1.2 管理：规则与融合，筑牢联想根基

在联想 40 多年的发展历史中，联想通过“管理三要素”确保战略连贯性与组织韧性，同时以全球化战略整合资源、拓展市场，驱动其从本土企业成长为国际科技巨头，管理是联想 40 年发展和全球化的根基。

“管理三要素”为联想核心治理框架。柳传志“建班子、定战略、带队伍”的管理思想为联想搭建了规则化的治理框架，核心是实现从传统的“人治”走向现代公司的“法治”，这一前瞻的框架贯穿联想从经销商走向全球 ICT 巨头的成长路径，特别是在重大海外并购后的全球化管理中，起到关键指引作用。

建班子：建设奠定组织治理根基。“建班子”为三要素之首，本质是对领导层和决策机制的深度重构。建立“珍珠项链”式的领导层，一方面，企业需要多元的人才共同治理；另一方面，强调领导人对领导层的聚合、管理以及暗含的拍板决策职能。2000 年后，联想领导班子包含战略规划、政府关系、业务执行等多元人才，形成了兼具决策高度与执行落地的集体领导机制。

LEC 与 GLT：科学民主决策与文化融合的具象化。2009 年，联想成立联想执行委员会（LEC）作为最高决策机构，所有重大决策均出自 LEC。LEC 不实行少数服从多数的表决模式，力求充分、透明的讨论，最终由 CEO 杨元庆对每个人的意见逐一拍板。成立初期，LEC 包含中外高管各 4 人；2024 年，LEC 成员为来自 5 个国家的 16 人，每年 8 次会议中 4 次为线下面对面形式。

GLT 为“全球领导团队”会议，可以理解为 LEC 的扩大会议，每年举办一次，参会人员由 LEC 每年筛选的 100 位左右管理者和董事会成员组成，议题包括公司战略、业务进展和文化等。LEC 和 GLT 充分提升了高管间的信任和意见表达的充分性，尤其是在多次并购中，是中外文化融合的重要机制，对于外部团队的整合起到了关键作用。

定战略：动态战略与资源适配。柳传志提出的“定战略”并非传统战略管理理论中的静态目标设定，而是一个与现实资源和组织能力深度绑定的动态过程。核心逻辑为“因人定策”——基于现有领导班子的能力边界、团队执行力和资源禀赋，而非追求理想化的“最

优解”。同时，联想强调“预留战略冗余度”，在核心赛道之外保留资源窗口，用于捕捉突发机遇或抵御风险，“主航道+机会窗”的资源配比模式使联想平稳度过了 2008 年金融危机、为 2014 年多元化扩张提供了试错空间。

实施上遵循“远-中-近”三级分解模型：长期目标聚焦愿景牵引+中期目标明确关键战役（如收并购）+短期目标拆解为可量化的战术动作（如供应链建设、销售业绩）。各层级均设置里程碑节点，通过季度经营分析会进行滚动复盘。

带队伍：规则与文化协同。联想的“带队伍”并非传统人力资源管理范畴的简单延伸，而是以**组织韧性**为核心，通过制度刚性、文化柔性、激励弹性三力合一，实现员工与企业的深度绑定。

“带队伍”方面，跨文化融合保障长期稳定发展。经过重大并购与全球化扩张，联想包含来自联想内部、戴尔/IBM/摩托罗拉背景的多个团队、多个国家的人员体系，对于团队的融合在联想的全球化战略落地中形成不可替代的竞争优势。相较于显性资源要素整合（如供应链协同、渠道扩张、产品/专利等）带来的商业价值，其隐性价值体现在文化基因重组与团队动能聚合，这也决定了联想集团在长期、多元发展中的稳定性。具体地：

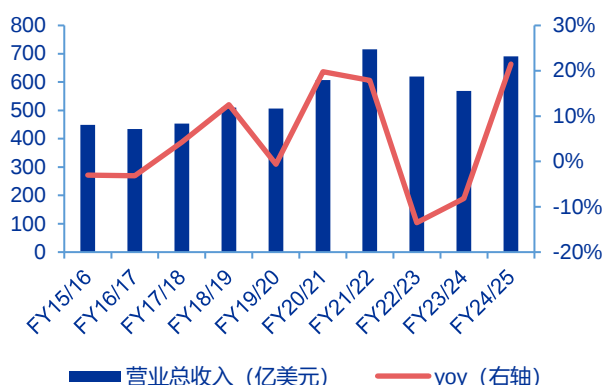
1) 在管理层，联想通过 LEC、GLT 机制使管理者充分沟通，增强互信和了解；2) 在海外市场推行“本地化顾问”将决策权下放至本土团队，建立“文化互鉴工作坊”将“企业利益优先”原则转化为跨文化共识；3) 提升英语重要性，将英语学习纳入员工日常序列。

1.3 结构：PC 基本盘，收入多元化

过去 PC 在公司收入中占比较高，公司营收与全球 PC 市场景气度关联紧密。2023 年，随着人工智能兴起，增长动能切换，手机、服务器、行业智能化解决方案成为营收增长的新驱动因素。

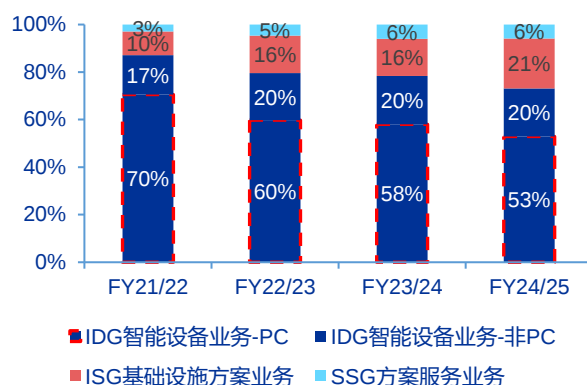
PC 为基本盘，服务器收入占比提升。过去 PC 的营收占比~7 成，由于 PC 市场规模增长相对稳健，因此公司营收总体呈现平缓增长趋势。2020-2022 年，全球线上办公、娱乐需求显著增加推动公司营收增长。随着 AI 的兴起，受益于全球 AI Capex，以服务器为主的 ISG 板块收入占比逐渐提升，成为新的增长驱动。此外，随着 AI 行业应用的深化，公司企业数智化转型（SSG 板块）也将快速成长。

图 1：2020-2022 年线上办公需求驱动营收增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

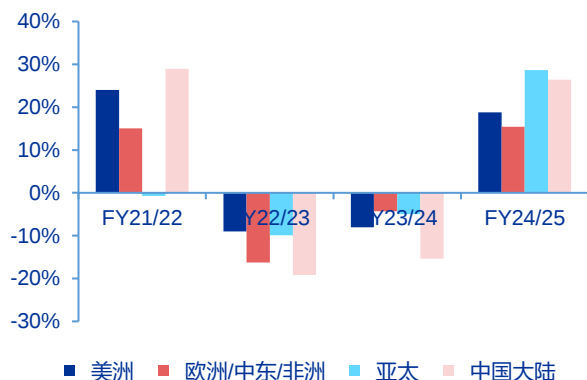
图 2：服务器驱动 ISG 收入占比逐年提升



资料来源：Wind，申万宏源研究；注：SSG 中扣除了分部间抵消的收入

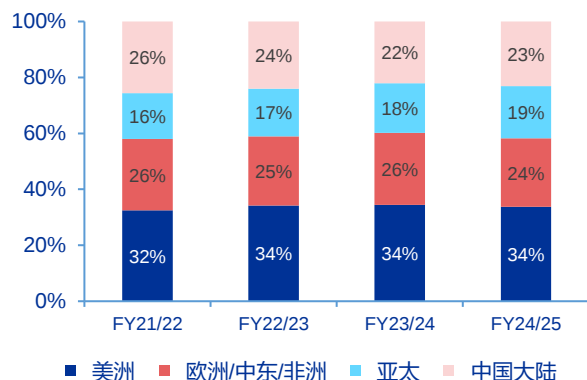
收入全球化，手机为海外市场增长亮点。公司收入呈现全球化分布，其中美洲、中国大陆为成熟市场；亚太、欧洲、中东、非洲等市场加速拓展。2023 年后，摩托罗拉手机业务成为驱动新兴市场增长的重要动力，随着产品矩阵的不断完善，摩托罗拉在欧洲、亚太及中东地区呈现加速增长态势。

图 3：FY24/25 营收全球同比增速均较高



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：收入呈现全球化分布



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.4 全球化：全球资源/本地交付，盈利能力提升

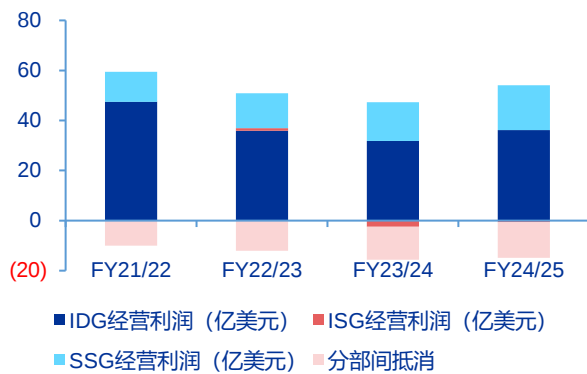
全球化布局提升经营韧性，供应链能力已外化。公司打造“全球资源、本地交付”的运营模式，在中国、美国、欧洲、南美洲等地区拥有超过 30 个自有和外包生产基地，全球产能布局有效提升公司制造交付速度、应对贸易摩擦和地缘政治的能力，提升供应链韧性。公司打造全球供应链智能控制塔，通过大数据+AI 实现全球供应链生态实时动态管理，公司供应链能力已外化，成为 SSG 板块全球化解决方案之一。

服务化转型，软件生态+服务为差异化优势。近年来，公司推动从硬件供应商向服务提供商转型。联想服务覆盖 个国家和地区，拥有 种语言、+ 认证的技术人员和

5000+个现场服务站，过去 C 端交付、维保及 B 端的现场实施经验为硬件产品带来服务溢价；软件生态方面，公司已形成以擎天 3.0 为核心的 B 端体系和以天禧 AI 为核心的 C 端体系。未来，软件生态+服务的差异化优势将持续深化，逐步提升盈利能力。

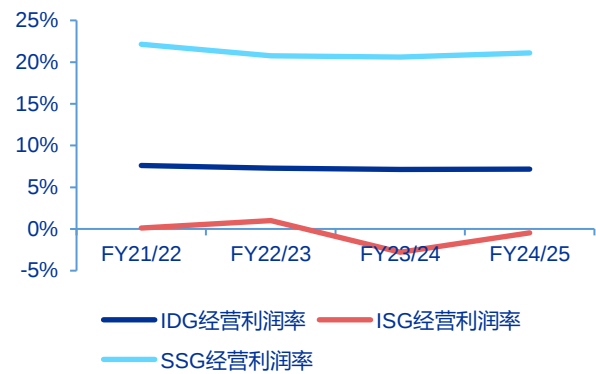
各板块利润率保持稳定，SSG 为未来亮点。公司各业务板块利润率基本保持稳定，ISG 受到 AI 服务器研发投入加大、互联网大客户占比提升等因素，FY23/24 至 FY24/25 前三季度利润为负，到 24/25 下半年，ISG 经营利润已回正，预计后续将逐步恢复至行业水平。SSG 板块为公司服务化转型的重要指标，随着 AI 战略深化，预计 SSG 经营利润将逐步增厚。

图 5：SSG 为未来盈利增长点，预计经营利润逐步增厚



资料来源：Wind，申万宏源研究

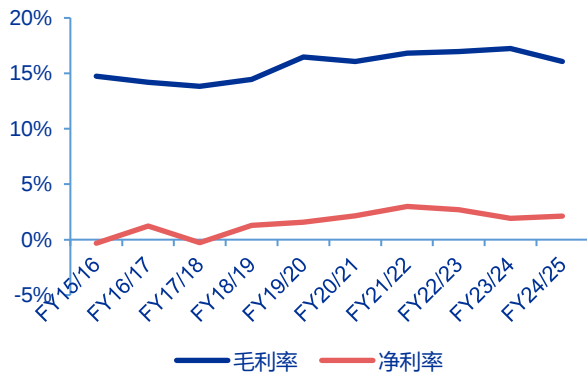
图 6：各板块利润率稳定，ISG 板块将逐步恢复



资料来源：Wind，申万宏源研究

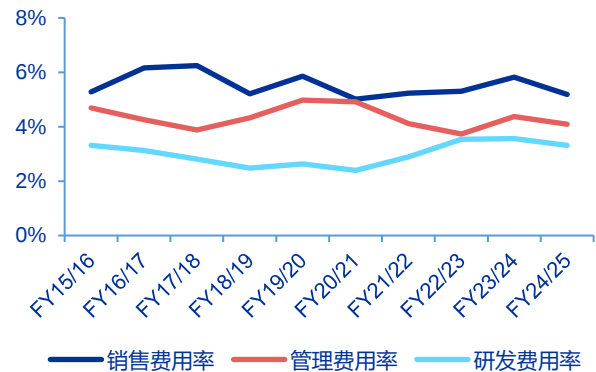
盈利能力稳步提升，后续空间来自 AI 扩圈和规模效应。FY24/25 公司整体毛利率受到服务器收入占比提升影响，小幅下降。基于全球化布局和软件生态+服务能力，公司净利率整体保持上升趋势。后续利润率仍有空间：1) AI 服务器出货约百亿元，AI 服务器标准化程度高，规模效应有待释放；2) AI 生态扩圈后，软件与服务提升盈利能力。

图 7：毛利率稳定，净利率稳中有升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：费用率稳定，长期具备规模优势

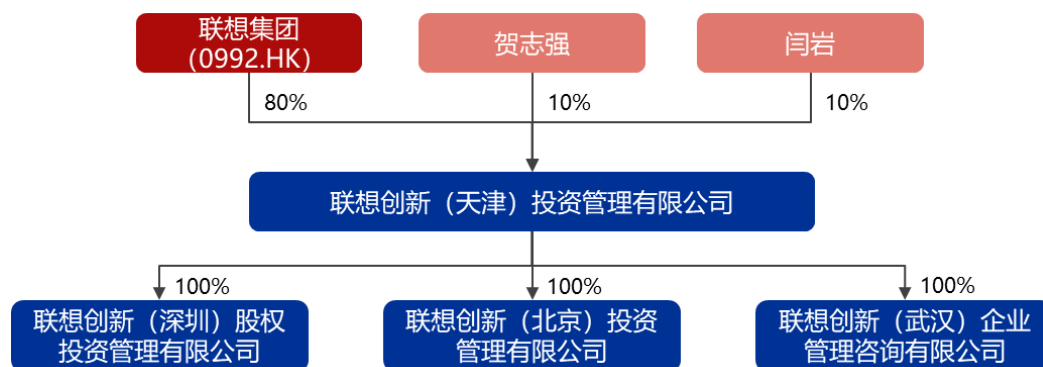


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.5 前瞻：联想创投，助力转型升级

通过 CVC 布局未来 5-10 年技术趋势。联想创投成立于 2016 年 5 月，合伙人均来自联想集团内部，管理资金规模为 60-125 亿人民币。根据 36 氪及企查查，联想创投基金管理人由联想集团及高管全资控股。

图 9：联想创投基金管理人由联想集团及高管全资控股



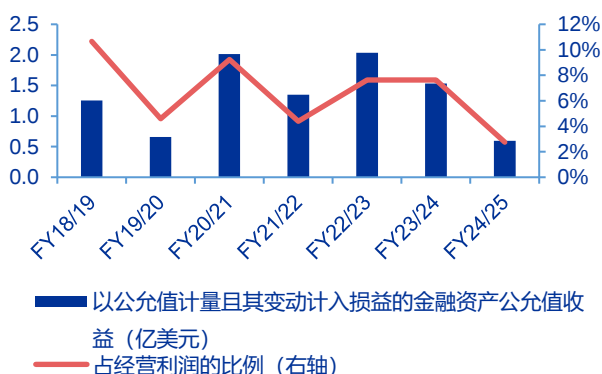
资料来源：企查查，申万宏源研究

联想创投助力公司从硬件制造商向智慧生态解决方案提供商转型。公司通过早期投资锁定 AI、机器人、半导体等关键领域。2016 年，在 AI 技术处于萌芽期时，联想创投就已布局寒武纪、旷视科技等企业，为 AI 储备技术资源；同时在智慧工业、智慧交通、智慧医疗等行业解决方案领域同样进行布局，助力公司业务服务化和智能化转型。

CVC 2.0：公司与被投企业的双向赋能。截至 2025 年 4 月，联想创投已投资超过 270 家优秀企业，包括宁德时代、美团、蔚来、思特威、中控等 20 家 IPO 企业；同时通过“风投+孵化+加速”的全链条模式，依托集团资源培育了 SHAREit、联想懂的通信、联想云科技、联想新视界、联晟智达等 10 余家子公司和创新业务，被投企业与公司实现双向赋能。

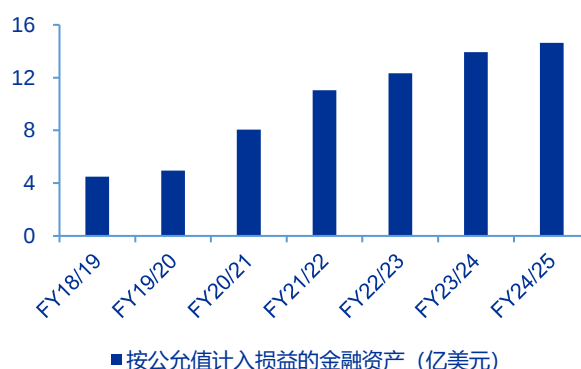
投资规模稳步增长，投资收益约占经营利润的 8%。根据公司财务报表，联想创投投资规模逐年增长，当前已投资且未退出的规模达到 14 亿美元，投资收益约占经营利润的 8%。

图 10：联想创投贡献投资收益



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：联想创投投资规模稳步增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. IDG：构建以天禧为核心的 AI 产品矩阵

2025 年，联想进入创业 5.0 时代，发展核心为混合式 AI。混合式 AI 指个人智能、企业智能与公共智能相结合，共存互补、混合并用。通俗理解就是构建“端-边-混合云-网”不同侧为载体的 AI 体系，通过多端部署实现 AI 的全面应用。

我们认为，混合式 AI 符合 AI 私有化的终局范式，公司为智能终端供应商+服务商，拥有全品类硬件+软件生态。硬件为 AI 载体，因此公司是建立 AI 生态的关键角色和重要端口，将与 AI 时代充分共振。

2.1 “一体多端”从 AIPC 走向个人 Agent

面向 C 端，公司打造“一体多端”战略。“一体多端”核心在于通过天禧智能体系统（天禧 AS）的超级互联（Smart Connect）打破 PC、手机、平板以及其他 AIoT 硬件和系统的限制，使应用和数据在多个 AI 载体间穿梭，形成无缝连接的 AI 应用与服务场景。

图 12：联想“一体多端”战略



资料来源：36 氪，申万宏源研究

短期：联想定义 AIPC，继续引领 PC 发展。PC 和智能手机是当前个人 AI 的重要载体，考虑到算力限制以及核心工作场景主要为 PC，PC 端侧模型能力、对非娱乐领域的提质增效效果更为显著。公司为 PC 领域领导者，在 2023 年首次提出 AIPC 概念，定义 AIPC 五大特征，引领个人智能的里程碑式产品。

AIPC 五大特征包括：1) 内置个人大模型与用户自然交互的智能体；2) 本地异构算力（CPU/GPU/NPU）；3) 个人知识库；4) 开放人工智能应用生态；5) 个人数据和隐私安全保护。

首批 AIPC 产品初具 AI Agent 能力。2024 年 4 月，公司在 Tech World 上发布了首批 AIPC 系列产品“AI 元启”，该系列产品基于原有 YOGA、ThinkPad 等产品线打造，软件上内置“联想小天”个人智能体；硬件上部分高端机型采用英特尔 Ultra 系列芯片，新增 NPU 单元，增强 AI 相关算力。根据测评，首批发布的 AIPC 产品已具有 AI Agent 雏形：

- **端云结合的联想小天：**联想小天由天禧大模型驱动（基于通义千问等模型打造），支持本地和云端模式切换。本地模式下，大模型常驻系统后台，消耗约 4G 左右的 CPU 内存；在进行推理时，对 CPU 资源的消耗较少；

- **调用系统级别的应用：**支持使用自然语言调用部分系统级别的应用，以及修改设置，比如硬件配置、开启护眼模式、通过应用商店下载 APP 等等；
- **本地知识库与文档处理：**支持将选定文件导入“本地知识库”中，通过端侧模型进行本地处理，如总结、翻译、生成 PPT 大纲等，目前最多支持 3 个文件；
- **本地文件搜索：**通过 AI 语义理解加持，可以实现模糊语义搜索（不用准确输入文件名当中包含的字符）、搜索特定日期的文件等功能。

“一体多端”战略持续推进，“小天”已内嵌主流 C 端产品。目前，个人智能体“小天”已内嵌于联想 AIPC、AI 手机、AI 平板中，培养用户对智能助手的使用习惯。

Smart Connect 实现软硬件“破圈”，搭建应用程序层级的协同平台。2025 年 3 月，联想推出全新版本的 Smart Connect，可实现 AI 加持下摩托罗拉、联想平板和 Windows PC 的跨设备协作，包括跨设备控制、内容投屏、文档查找、文件流转、设备管理面板等功能；Smart Connect 还在拓展第三方 Android 设备的兼容性。**通过 Smart Connect，联想实现不同操作系统、不同硬件之间的破圈，为后续跨设备 AI 协同打下基础。**

中期：个人超级智能体实现端-端、端-云协同。目前，个人智能的载体仍停留在 AIPC、手机/平板，但随着 AI 应用的深化，眼镜、指环、手表等 AIoT 终端将重构人机交互、数据生成。因此，个人智能的中期目标是打通各类端侧 AI 设备，实现数据安全传输、整合形成个人知识库，结合云端大模型能力，为用户提供全设备、跨生态的端云协同的 AI 应用。

天禧 AS 升级为天禧个人超级智能体，向端云协同的中期愿景过渡。2025 年 3 月 31 日，公司宣布天禧 AS 将升级为天禧个人超级智能体，具备多模态、强推理 Level 3（协作级）智能水平和伴随式交互的特点。目前，天禧已接入 1700+AI 应用，提供 AI 操控、AI 搜索、AI 翻译、AI 笔记、AI 服务五大应用板块提升场景应用体验。

图 13：联想天禧 AI 生态实现跨设备、跨系统、跨应用破圈



资料来源：36 氪，申万宏源研究

远期：形成多 Agent 协作的 C 端生态。联想对于个人智能的远景为“个人智能双胞胎”，可以理解为跨设备、端云协同、多 Agent 协作的 AI Agent 远景，实现全场景 AI Agent 从认知/协作到自主行动的跃迁。

为什么联想是实现个人混合式 AI 图景的最佳载体？

1) **硬件是 AI 的最终载体，未来将形成“AI 全家桶”**。硬件是消费者使用 AI 的端口，消费者对于硬件品牌的感知度大于软件（如 AI 大模型），而操作系统通常和硬件品牌绑定，也属于硬件品牌感知中的一部分。参考现有苹果、华为、小米构成的“全家桶”生态，我们认为后续**联想有望打造以联想硬件为基础、搭载各类 AI 应用的联想“AI 全家桶”生态**。

2) **硬件厂商是实现 AI 应用整合的最佳环节**。AI 模型、应用种类较多，在单一应用场景中 AI 应用具有排他性；以硬件为依托，叠加模型定制、部署、协同等能力，联想能够充分将各类 AI 应用引入，搭建 AI 生态，将各自为战的 AI 应用整合为“大而全”的混合式 AI 体系。

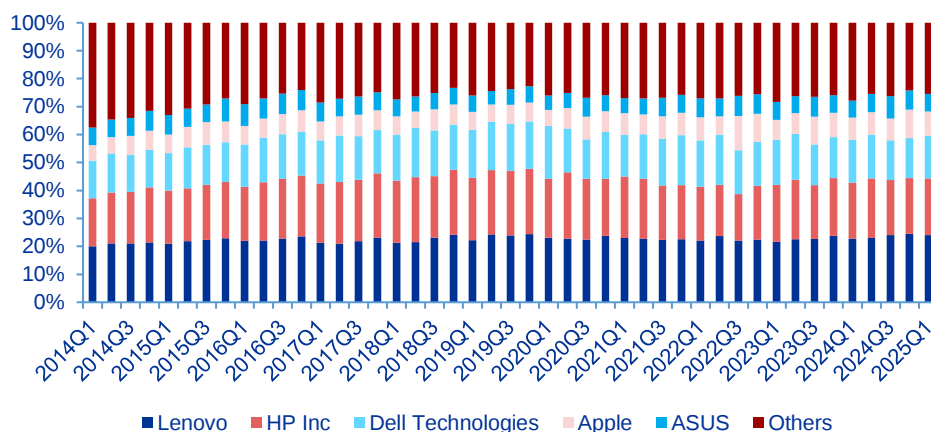
2.2 PC 回暖，手机快速增长

PC、平板电脑、智能手机等智能终端设备属于智能设备业务集团（IDG）。IDG 占公司总营收的 7-8 成，由于 ISG 中服务器业务高速增长，IDG 收入占比有所下降，但仍为公司主要业务。

PC 为 IDG 板块基石，收入占比约 7 成。FY24/25 公司 PC 业务占公司总收入的 53%，由于 SSG 收入体量较小，假设 PC 收入全部为 IDG 收入，计算得到 PC 业务在 IDG 中占比约为 72%，PC 构成 IDG 板块稳健的基本盘。

联想 PC 市占率全球第 1，市场份额继续上升。根据 IDC，2025 年第一季度，联想 PC 出货量约为 1520 万台，同比增长 10.8%，增速约为全球 PC 市场增速的 2 倍；全球市占率 24.1%，同比提升 1.3 个百分点，保持全球首位。CR5 中，联想市占率的提升幅度最大。

图 14：联想在 PC 市场市占率保持稳定，25Q1 市占率为 24.1%



资料来源：IDC（国际数据中心），申万宏源研究

全球 PC 出货趋于稳定，未来 3 年 AIPC 渗透率提升至 70%。根据 IDC，全球 PC 年出货量基本稳定，需求主要来自存量更新，底层为) 设备老化带来的自然替代；) PC

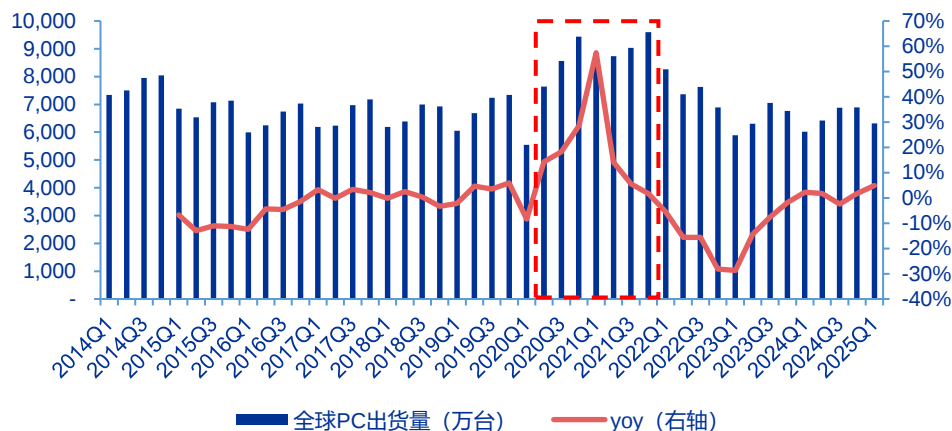
消费品属性带来用户对于新功能体验、追随科技潮流的迭代。根据联想预计，2027 年 AIPC 将占年出货的 70%；FY24/25 第四季度，AIPC 占联想在中国市场 PC 销量的 16%，未来 3 年将迎来 AIPC 加速渗透。

驱动一：AIPC 提升单价+加速存量替换。1) 根据京东，带有 AI 功能的 PC 产品较普通产品价格高出 4%-20%，随着 AIPC 渗透率的逐步提升，单价提升带来增量收入；2) 随着用户对 AI 的接受度和使用习惯逐步形成，以 PC 为入口使用混合式 AI 的理念将加速 PC 产品的存量替换；3) AI 生态将引入众多应用厂商，作为流量入口，联想可能向应用厂商收取费用，带量增量收入。

驱动二：Windows10 将在 2025Q4 停止更新，刺激换机需求。Windows 10 将于 2025 年 10 月 14 日起不再接收安全更新，若需要继续接收，则需要订阅 ESU（扩展安全汇报）计划，第 1-3 年的费用分别为 61/122/244 美元/设备。Win10 更新 Win11 的硬件要求之一为具有 TPM2.0 模块，市面上约有 20% 的存量 PC 未搭载该模块，对应约 2.4 亿台 PC，Windows10 停更将加速部分存量设备替换。

驱动三：2020-2022 年线上办公刺激 PC 采购，已进入替换周期。2020-2022 年，由于疫情原因线上办公需求增加，PC 采购量加大，按照 4-6 年的替换周期估算，25-27 年将进入新一轮替换高峰，叠加 AIPC 驱动，PC 出货量预计稳中有升。

图 15：线上办公需求刺激 PC 出货增长目前已进入替换周期



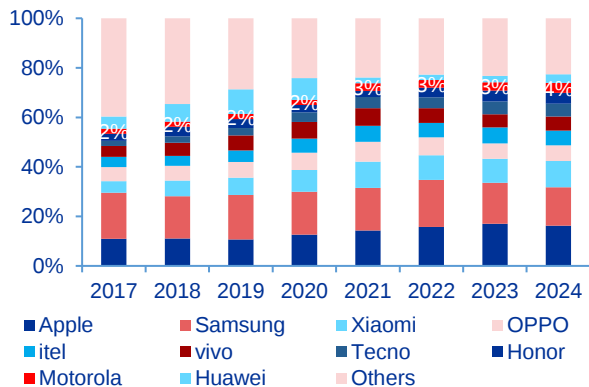
资料来源：IDC（国际数据中心），申万宏源研究

手机业务快速增长，收入占比约 3 成。根据 IDC，2024 年公司手机业务同比增速为 21%，远超过全球市场增速 4%。根据 IDC，摩托罗拉 2024 年出货金额为 134 亿美元，占同期 IDG 收入的 22%，随着海外市场的加速拓展，手机收入占比将进一步上升，成为 IDG 板块收入增量的重要贡献。

全球出货量第 9，摩托罗拉在海外市场具有优势。根据 IDC，摩托罗拉 2024 年全球手机出货量排名第 9，出货约 5629 万部，全球市占率 4%。摩托罗拉在海外市场具有优势，北美、拉丁美洲为传统优势区域，24Q4 北美市占率 10%、排名第 3，仅次于苹果、三星；

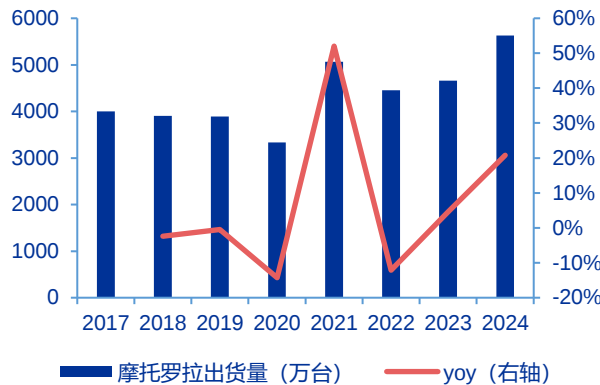
拉美市占率 21%、排名第 2，仅次于三星。当前，公司营销策略为海外重点国家重点突破，FY24/25 亚太、欧洲-中东-非洲市场同比增长 179%、32%。

图 16：近年来摩托罗拉全球市占率小幅提升



资料来源：IDC（国际数据中心），申万宏源研究

图 17：2020 年后摩托罗拉出货量整体保持上升趋势



资料来源：IDC（国际数据中心），申万宏源研究

摩托罗拉已经形成了从入门到高端的产品体系，AI、折叠屏形成高端差异化定位。

产品覆盖入门到高端。目前，摩托罗拉已推出入门机型 G/S 系列、中端机型 Edge 系列，以及高端旗舰 Razr 折叠屏系列、Edge Pro 系列和 X 系列，价格区间为 999 元-7499 元，形成完备产品体系。

天禧生态赋能 AI 手机。2024 年 5 月，联想同步推出了 AIPC 与搭载联想小天的 AI 手机 X50 Ultra。随着天禧超级智能体的升级，更多搭载 motoAI 的高端机型推出，AI 机型销量将进一步提升。

Razr 折叠屏系列为全球竖向折叠屏手机第 1。2019 年 11 月，摩托罗拉发布了初代 Razr，为早期推出折叠屏手机的厂商之一，初代 Razr 首次采用水滴型铰链设计，后来成为折叠屏手机的标准设计。根据联想，摩托罗拉为 24Q4 全球竖向折叠屏市场第一，市占率达到 44.5%。

平板及其他智能设备均已布局，“AI 全家桶”不断拓圈。在平板电脑领域，YOGA Pad Pro 已推出 AI 版。公司已完成对 PC、手机、平板三大个人终端的 AI 产品布局，搭配智能手表、无线耳机等产品形成“AI 全家桶”。随着天禧生态能力不断增强，“AI 全家桶”将向智能家居、智能投影等智慧生活领域拓圈，智能设备有望开启 IDG 的全新增长点。

3. ISG & SSG：数智解决方案与 AI Infra 同步推进

B 端客户分为 CSP 大客和 E/SMB 中小企业两大客群。CSP 客户主要采购服务器、交换机等数据中心设备，量大且标准化程度高，收入主要计入 ISG 板块；E/SMB 除了采购服务器等硬件设备外，还需要数字化解决方案、工程、PaaS 等个性化、持续的服务，其中解决方案/服务类收入计入 SSG，纯硬件设备计入 ISG，分部间抵消重复计算的硬件收入。

3.1 “一擎三箭”推动政企数字化迈向 AI 化

为客户提供软硬一体的数智化方案。公司政企数智化业务包括战略咨询、技术实施、运维管理以及全栈/全周期的解决方案。通过与生态伙伴合作 SaaS 公司、服务交付商、设备商等伙伴合作，以 PC、工作站、一体机、服务器等硬件为基础为政企客户搭建软硬一体的数智化解决方案。目前，公司行业解决方案已涵盖政府、教育、制造、金融等七大行业。

面向 B 端，公司打造“一擎三箭”推动 AI 解决方案。“一擎”指基于云原生、中台化和 AI 技术的智能 IT 引擎“擎天 3.0”，“三箭”指面向政企方案服务、中小企业方案服务、消费服务三个不同客群。

初期，基于端-边-云-网建立混合式基础设施。通过混合式基础设施采集、存储与处理数据，数据传输至混合云用于 AI 模型训练，训练完成后在边缘侧或端侧进行部署。企业建立安全合规的私有知识库，通过模型工厂和智能体平台开发行业解决方案，构建 AI 应用库。远期，融合数字孪生、物理 AI、Agent 等技术，实现从宏观到微观的全方位 AI 应用。

公司 B 端业务预期差在于，已经形成了较强的软件生态和平台能力。1) “设计-实施-运维”全链条服务已绑定客户资源、积累行业数智化经验；2) 与软件合作伙伴达成深度合作，掌握行业痛点和 Know-How，垂类软件商行业 AI 应用的开发主体，合作促进应用与公司硬件的整合，提升公司解决方案的竞争力；3) 已形成擎天 PaaS 平台，汇集智能化、模块开发等能力。

目前，公司在企业智能领域公布三大 AI 服务品牌：联想擎天、联想百应、想帮帮。

联想擎天：内生外化的 B 端智能引擎

联想擎天 (Optimus) 是联想基于自身智能化转型实践与技术创新构建的**智能 IT 引擎**，旨在通过模块化、中台化的技术能力，赋能千行百业的智能化转型。从 2017 年内部 IT 转型推出擎天系统以来，擎天从内生到外化共经历 3 个阶段：

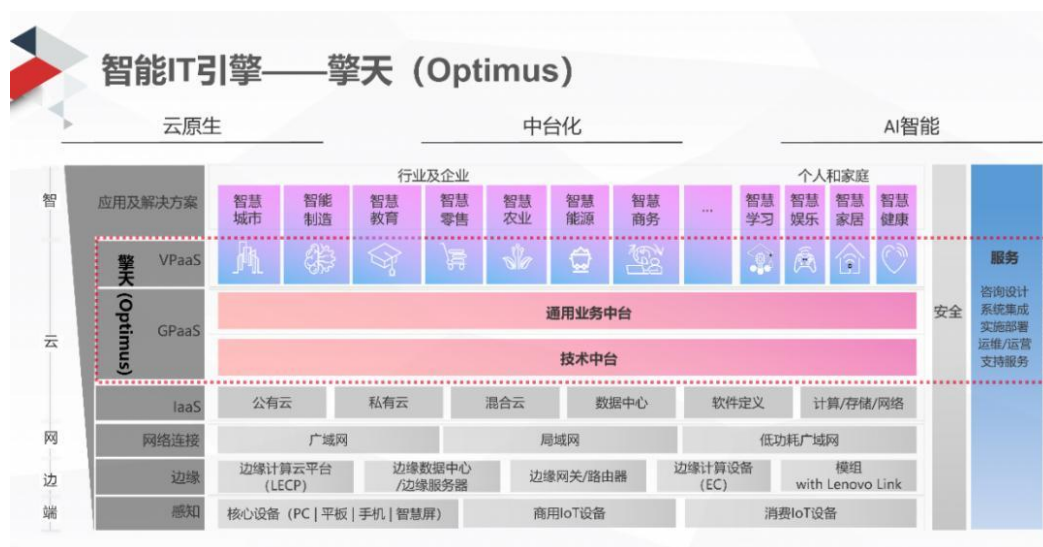
擎天 1.0 (2017-2020)：内部智能化转型与技术沉淀。2017 年，联想为进一步提升全球化、多产品的管理能力，推动智能化转型，公司开始开发模块化、更敏捷的新 IT 架构擎天 1.0，将 IT 改造周期从 18 个月缩短至几周。擎天 1.0 时代，公司打造了智慧客服“魔方”等产品，积累了一系列市场管理、销售管理、供应链管理、制造等核心中台模块。

擎天 2.0 (2021-2024)：技术模块化与解决方案外化。经过 4 年探索，公司正式组建方案服务业务集团 (SSG)，将擎天打造为可外化复用的中台模块产品，打造 TruScale 服

务品牌，推出智能客服“魔方”、混合云解决方案 xCloud、边缘计算平台 LECP 等业务模块，结合硬件形成全栈解决方案，推广至智慧制造、智慧教育、智慧交通等行业。

擎天 3.0 (2024 年-至今)：拥抱 AI 智能体。2024 年，企业智能化转型进入混合式 AI 时代。公司将方案服务产品升级为 AI 原生的 Portfolio2.0，基于原技术中台（GPaaS）和业务中台（VPaaS）打造了擎天 3.0，包含核心 AI 开发和运行层、混合大模型和知识库工具层、以及涉及“研产供销服”各环节的企业智能体应用层。依托擎天引擎，公司与 ISV、大模型厂商共同打造垂类行业全栈解决方案。

图 18：擎天 3.0 智能引擎基于 GPaaS 和 VPaaS 打造



资料来源：36 氪，申万宏源研究

联想百应：面向中小企业的一站式智能 IT 服务平台

2024 年 11 月 28 日，联想百应平台发布 2 款 AI 产品百应智能体、百创 Lab，

百应智能体：基于自然语言交互的多场景、个性化智能体，具备场景智能分发与调度能力。百应智能体具有多模态交互、可视化思维链、多方案博弈、多智能体协作、全链路安全五大核心能力；覆盖推出 AI 营销、AI 办公、AI 服务三大应用领域。

核心优势来自擎天引擎和 IT 服务的积累。百应智能体基于擎天 3.0 智能引擎打造，1) 擎天将过去企业数智化经验标准化、产品化，打造针对中小企业的智能体产品；2) 百应整合联想 30 年 IT 服务经验，相关训练数据超 200 万条，可解决 80% 的 IT 复杂问题，节省中小企业 IT 服务成本。

百创 Lab：构建中小企业专属智能体。百创 Lab 包含 Agent 构建平台和模型训练平台。

1) Agent 构建平台实现低代码、定制化智能体开发；2) 模型训推平台提供调优模板、开箱即用的模型及加速框架，实现高性价比开发和 AI 应用落地；3) 基于联想智能云，实现企业数据安全隔离与加密。

想帮帮：从 O2O 维保平台到智慧生活服务品牌。

想帮帮最初为公司 O2O (Online to Offline) 服务平台, 提供上门维修、调试等服务; 2019 年起, 想帮帮推出“智慧家庭”系列方案, 拓展 NAS 私有云、智能安防等场景, 通过“家庭情境实验室”定制个性化方案, 提供售前咨询、安装售后一体化服务。

现已升级为消费级 AI 服务品牌。2025 年 4 月, 想帮帮被正式纳入联想 AI 服务三大品牌之一, 定位面向个人与家庭的伴随式 AI 交互平台, 拓展智能家电联动、家庭场景自动化等订阅制的 AI 管家功能 (AaaS, Agent 即服务); 同时, 与高德、美团等合作, 拓展社区电商、本地生活等智能化支持。

B 端 AI 能力向消费端输出, 拓展 C 端混合式 AI 增长曲线。依托联想在企业级 AI 擎天与 AIoT 产品能力, 想帮帮整合企业级 AI 能力向 C 端输出。想帮帮已在全国建立 4400 个服务站、拥有 24000 名工程师资源, 支持 7×24 小时响应, 为 AI 生态拓展的坚实保障。

3.2 SSG: IT 服务围绕 AI 转型升级

方案服务业务集团 (SSG) 整合了集团内部各业务部门的服务团队与能力, 主要提供支持服务、智能运维、数智化解决方案。2021 年, 联想推出 TruScale 品牌, 推动从硬件向服务商的拓展, 打造订阅式 IT 服务。

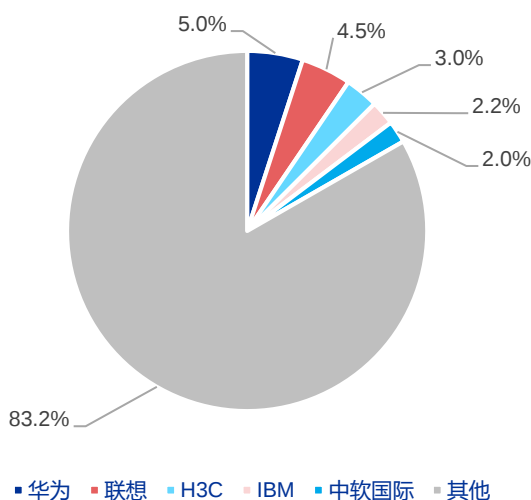
支持服务: 覆盖全品类多品牌的硬件服务, 为 SSG 基石业务。支持服务主要为联想及第三方 ICT 设备提供全生命周期管理, 包括部署、维保、数据恢复、物流及回收服务。支持服务为 SSG 板块业务基石, FY24/25 收入占比超过 40%。

智能运维: 涵盖云-边-端的 XaaS 的 IT 管理服务, 为 SSG 服务转型第一步。在硬件服务基础上提供 DaaS (设备及服务, 如设备租赁等)、IaaS/PaaS/SaaS 云服务等选项, 提高产品毛利率。

数智化解决方案: 面向垂类行业, AI 应用落地打开 SSG 全新增长。数智化解决方案是 SSG 板块未来的核心增长驱动。基于过去的客群积累及自身智能制造工厂的实践, 公司通过擎天 3.0+全栈 AI 基础设施方案+外部软件合作伙伴, 卡位 AI 时代企业数智化转型。

中国 IT 服务市场格局较为分散, 联想排名第 2。根据 IDC, 2024H1, 中国 IT 服务市场整体规模为 226.2 亿美元, 同比增长 4.1%。IT 服务市场整体格局分散, CR5 市占率不足 20%。我们认为, 在 AI 应用深化落地的背景下, 市场整体扩容; 公司与其他 ICT、云、软件厂商的差异化在于企业智能软硬件生态, 公司市占率将进一步提升。

图 19：2024H1 联想在中国 IT 服务市场市占率排名第 2



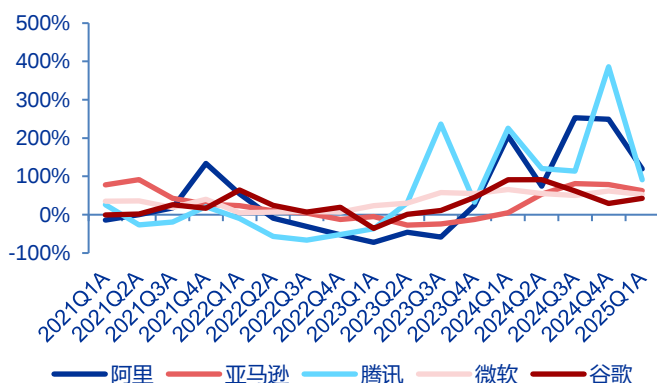
资料来源：IDC（国际数据中心），申万宏源研究

3.3 ISG：CSP 与 E/SMB 硬件需求同步增长

基础设施方案集团（ISG）主要包括服务器、存储及相关的软件/服务产品。ISG 占公司总营收的约 2 成，受益于公司在 AI 时代下云厂商客户的拓展，服务器收入高速增长带来 ISG 业绩高增。

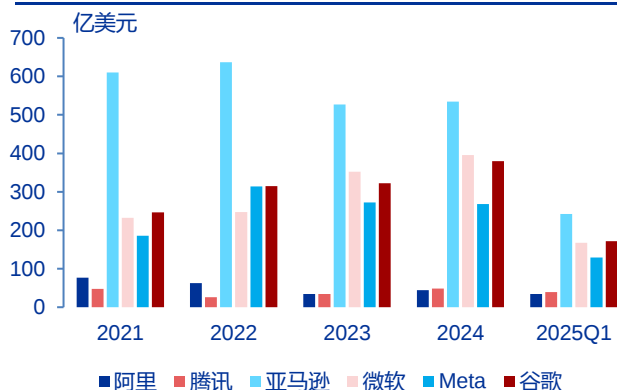
AI 服务器释放规模效应，ISG 恢复盈利。FY23/24 第一季度起，AI 兴起导致下游客户削减通用服务器开支用于购买 AI 服务器，由于芯片供应短缺，AI 服务器未及时体现于收入端；叠加公司加大 AI 服务器产品研发，ISG 板块收入下滑、利润转负。FY24/25 下半年，ISG 板块收入同比 +63%，AI 服务器开始体现规模效应，利润扭亏。通过与全球前十大 CSP 深度绑定，公司将继续受益于国内外 CSP 厂商 Capex 增长。

图 20：国内大厂单季度 Capex 增速较高



资料来源：各公司财报，申万宏源研究

图 21：国内大厂 Capex 规模较海外仍有较大差距



资料来源：各公司财报，申万宏源研究

全球化布局带来供应链优势，国产芯片同步适配。公司具有全球化服务器产能，在海外 AI 服务器和国内信创服务器领域均有布局。海外主体可有效规避美国对华芯片出口限制影响，为海外客户供给 AI 服务器产品，享受全球 AI 发展带来的服务器β；在国内，公司与天数智芯、燧原等厂商合作，推出 AI 服务器、一体机等产品，与飞腾、龙芯等信创厂商合作，推出开天、问天系列信创服务器。

表 2：联想具有全球化产能布局

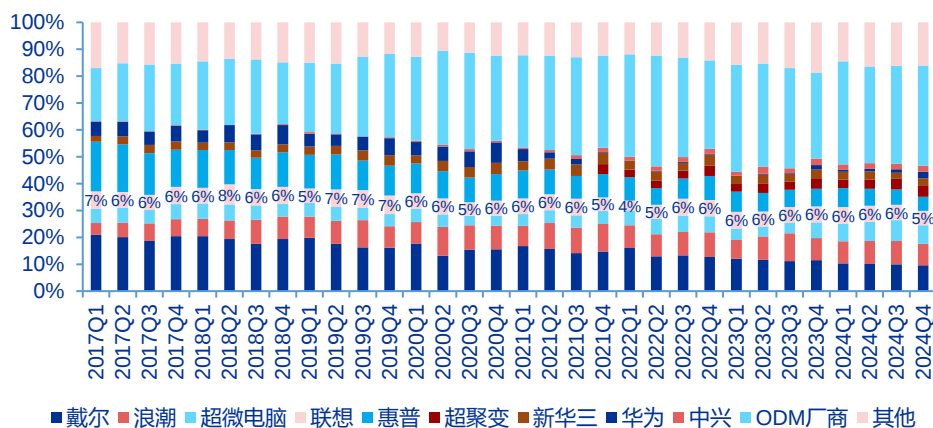
国家	名称	简介
中国	合肥联宝科技	联想全球最大 PC 生产基地，同时承担服务器生产任务，支持高度柔性化生产
	天津制造基地	重点布局服务器、存储设备及高端工作站，2022 年新工厂投产后产能进一步扩大
	深圳南方智能制造基地	以“零碳工厂”为目标，支持小批量定制化服务器生产，2023 年获评“标杆工厂”
匈牙利	利乌洛工厂	欧洲首个自有服务器生产基地，2022 年投产，日产能千台，覆盖欧洲-中东-非洲市场
美国	北卡罗莱纳州工厂	生产高端服务器及高性能计算设备，强化北美本地化服务能力
印度	普度谢里（Puducherry）工厂	年可生产 5 万台机架式 AI 服务器及 2400 台 GPU 服务器，60% 的 AI 服务器产能将用于出口，主要面向亚太市场
沙特	利雅得工厂	预计 2026 年投产，年产数百万台笔记本电脑、台式机及服务器
墨西哥	阿波达卡工厂	2009 年启用，年产 500 万台台式电脑、笔记本电脑、工作站和服务器
巴西	巴西圣保罗基地	自有因达亚图巴工厂、雅瓜里乌纳工厂和马瑙斯工厂三大工厂，负责生产 PC、服务器、摩托罗拉手机等产品

资料来源：网易新闻，观察者（新闻网站），搜狐新闻，投资界，申万宏源研究

AI 应用深化，政企智能化推动 E/SMB 客群需求增长。擎天 3.0 软件生态+全球线下布局是联想与其他硬件厂商最显著的差异。对于 E/SMB 客户而言，全栈解决方案简化了数智化部署和维护的复杂度；对于软件合作伙伴而言，公司负责硬件+交付实施提升自身产品标准化，降低实施成本。随着 AI 应用深化，公司在 E/SMB 客群 IT 服务地位将提升，ISG 及 SSG 板块收入将同步增长。

公司在全球服务器市场市占率第 4，考虑到 AI 服务器逐步成熟+政企数智化需求，市占率有望提升。根据 IDC，2024 年公司服务器出货量为 84 万台，占全球服务器市场出货量的 6%，自 2017 年后，公司市占率相对保持稳定。排除 ODM 厂商，公司在全球服务器市场中排名第 4，考虑到 AI 服务器逐步成熟+政企数智化需求，市占率有望提升。

图 22：联想服务器全球市占率排名第 4，保持在 6%左右



资料来源：IDC（国际数据中心），申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 分板块收入预测

上文对公司三大板块的格局及需求驱动因素进行了论述。基于公司 FY24/25 的业绩表现，我们认为，由 AI 驱动的新一轮增长周期逐步明确，公司 PC 业务回暖，手机、服务器及行业解决方案业务迎来加速增长。

IDG 板块: 1) **PC:** 公司 PC 业务同时受到 AIPC 创新、自然存量替代周期、Win10 到期等因素驱动，迎来出货量回暖和单价提升，预计 FY25/26-FY27/28 公司 PC 业务的收入同比增速为 6%/6%/6%；2) **手机及其他:** 摩托罗拉手机在海外地位较高，海外新兴市场拓展顺利，同时 Razr 折叠屏等高端产品提升 ASP，预计 FY25/26-FY27/28 公司手机及其他业务的收入同比增速为 10%/18%/18%。

ISG 板块: ISG 板块收入主要来自服务器，23H2-24H2 互联网企业资本开支高速增长，且资本开支规模保持乐观，大客户需求旺盛，公司 AI 服务器逐步放量；随着行业智能化深入，B 端客户对通用/AI 服务器需求同样将迎来增长。我们预计，FY25/26-FY27/28 公司 ISG 板块的收入同比增速为 40%/30%/25%。

SSG 板块: SSG 板块收入与公司政企数字化建设关联度较高。随着公司以擎天 3.0 为核心的 B 端 AI 生态逐步成熟，及行业智能化的深入应用，将开启新一轮数智化升级建设。我们预计，FY25/26-FY27/28 公司 SSG 板块的收入同比增速为 19%/22%/26%。

综合三大板块的增速关键假设，预计 FY25/26-FY27/28 实现收入 795、916、1052 亿美元，综合前文提到的高端产品占比提升、服务商转型等因素，预计公司综合毛利率分别为 16%/16%/16%。

表 3：分板块收入及毛利假设（单位：亿美元）

	FY22/23	FY23/24	FY24/25	FY25/26E	FY26/27E	FY27/28E
总收入	619	569	691	795	916	1052
-yoy	-14%	-8%	21%	15%	15%	15%
分部间抵消	-38	-41	-44	-50	-61	-77
占 SSG 的比例	58%	55%	52%	50%	50%	50%
总成本	514	471	580	665	766	880
总毛利	105	98	111	130	150	173
毛利率 (%)	17%	17%	16%	16%	16%	16%
其中:						
IDG	494	446	505	541	590	645
-yoy	-21%	-10%	13%	7%	9%	9%
毛利率	-	-	-	16%	16%	16%
PC	372	330	366	388	410	432
-yoy	-26%	-11%	11%	6%	6%	6%
手机及其他	122	116	139	153	180	213
-yoy	3%	-5%	20%	10%	18%	18%
ISG						

-yoy	37%	-9%	63%	40%	30%	25%
毛利率	-	-	-	6%	7%	7%
SSG	67	75	85	100	122	154
-yoy	22%	12%	13%	19%	22%	26%
毛利率	-	-	-	30%	30%	30%

资料来源：Wind，申万宏源研究

期间费用率：公司已经建立成熟的全球布局和管理体系，在当前宏观环境下，公司“战略冗余”等顶层设计保证公司在变化的国际形势中保持业务和费用稳定。受益于 AI 等信息化技术和服务器业务的规模效应等因素，销售费用、管理费用稳中微降；此外，由于发展混合式 AI 将带来更多研发需求，预计研发费用率小幅提升。预计 FY25/26-FY27/28 销售费用率为 5.2%/5.1%/5.0%，管理费用率为 4.1%/4.1%/4.1%，研发费用率为 3.5%/3.6%/3.7%。

综上，我们预计 FY25/26-FY27/28 实现归母净利润 16.7、20.3、24.3 亿美元。

4.2 首次覆盖，给予“买入”评级

选取全球市场具有代表性的 ICT 供应商作为可比公司。

DELL：全球大型的 ICT 供应商，主营产品包括 PC、服务器/网络/存储、基础设施解决方案等，产品和业务与公司较为相似；**HP：**全球大型 C 端设备供应商，主营产品包括 PC、打印机、办公/游戏设备等等，产品与公司占比较大的 IDG 板块较为相似；**超微电脑：**海外服务器制造商，主要产品为服务器及存储解决方案，服务客群同样为大型 CSP 及 E/SMB，与公司 ISG 板块较为相似；**工业富联**主营业务为 ICT 设备制造，主营产品与公司相似；**神州数码**打造覆盖服务器、网络、终端、AI 一体机等系列自主品牌产品，相关自主品牌业务在 2024 年实现收入 45.81 亿元。

首次覆盖，给予“买入”评级。可比公司 25 年 PE 均值为 16x，联想集团 25 年（对应 FY25/26）PE 为 9x，对比可比公司 PE 均值，联想集团存在较大上涨空间，因此给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值（亿美元）	归母净利润（亿美元）				PE		
		2025/5/28	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
DELL.N	DELL	779	50	55	69	16	14	11	
HPQ.N	HP	267	28	29	28	9	9	9	
SMCI.O	超微电脑	248	11	16	22	23	16	11	
601138.SH	工业富联	513	40	49	58	13	10	9	
000034.SZ	神州数码	36	2	2	3	20	16	14	
		平均				16	13	11	
0992.HK	联想集团	145	17	20	24	9	7	6	

资料来源：Bloomberg，Wind，申万宏源研究；注：1) 货币单位统一换算为美元；2) 盈利预测美股选取 Bloomberg 一致预期，A 股选取 Wind 一致预期；3) DELL、联想会计年度时间点分别为 1/31、3/31，与自然年度偏差较小，近似选取相应会计年度；HP 会计年度时点为 10/31，2025E 实际对应 2024/11/1-2025/10/31；超微电脑会计年度时点为 6/30，2025E 实际对应 2024/7/1-2025/6/30，考虑到海外大厂 Capex 进度较为领先，超微业绩同步领先受益，误差较为可控。

5. 风险提示

1) 外部环境影响供应链稳定：

公司为深度全球化公司，采用全球资源/本地交付的运营模式，虽然全球化布局已经较为成熟，但仍存在因为地缘政治等外部环境变化导致环境的恶化风险。

2) AIPC 产品不及预期、PC 替换需求不及预期：

AIPC 是本轮 PC 需求的重要推动因素，存在 AIPC 产品不及消费者预期导致 AIPC 销量不及预期的风险；同时，PC 市场需求与宏观环境存在一定关联，由于宏观环境承压，可能推迟 PC 更新周期。

3) AI 应用进展不及预期导致 AI 生态建设不足：

公司当前发展核心为混合式 AI，AI 应用为其 AI 生态中重要组成部分。当前 AI 应用仍处于应用初期，从 Copilot 向 Agent 时代转型，尚未出现成熟范式，AI 应用进展不及预期将削弱公司的 AI 生态优势。

4) 行业竞争加剧导致毛利率承压：

存在竞争进一步加剧导致毛利率下滑利润不及预期的风险。

合并损益表

单位: 百万美元	FY22/23	FY23/24	FY24/25	FY25/26E	FY26/27E	FY27/28E
营业收入	61,947	56,864	69,077	79,485	91,551	105,244
营业成本	-51,446	-47,061	-57,979	-66,500	-76,565	-87,988
毛利润	10,501	9,803	11,098	12,985	14,986	17,256
销售费用	-3,285	-3,309	-3,585	-4,133	-4,669	-5,262
行政费用	-2,312	-2,492	-2,823	-3,248	-3,741	-4,300
研发费用	-2,195	-2,028	-2,288	-2,782	-3,296	-3,894
其他收入	-40	31	-238	-79	-92	-105
EBITDA	3,239	2,654	2,864	3,496	3,189	3,694
财务费用	-516	-615	-663	-707	-724	-743
对联营企业和合营企业的投资收益	-17	-26	-20	-79	-92	-105
税前利润	2,136	1,365	1,481	1,956	2,373	2,846
所得税	-455	-263	-19	-196	-237	-285
少数股东权益	-73	-92	-78	-88	-107	-128
归母净利润	1,608	1,011	1,384	1,672	2,029	2,433

资料来源: Wind, 申万宏源研究

合并资产负债表

单位: 百万美元	FY22/23	FY23/24	FY24/25	FY25/26E	FY26/27E	FY27/28E
流动资产	22,941	22,687	27,904	33,565	39,892	47,115
现金及等价物	4,250	3,560	4,728	7,090	9,005	11,533
应收款项	7,940	8,148	10,507	11,222	13,323	15,394
存货	6,372	6,703	7,924	9,088	10,464	12,025
其他流动资产	4,379	4,277	4,746	6,164	7,100	8,162
使用权资产	659	571	592	592	592	592
物业、厂房及设备	2,006	2,010	2,026	1,744	1,429	1,079
无形资产	8,267	8,345	8,233	8,221	8,250	8,320
其他非流动资产	5,046	5,137	5,475	5,619	5,786	5,975
资产总计	38,920	38,751	44,231	49,741	55,950	63,080
流动负债	26,093	26,059	29,994	34,413	39,297	44,840
短期借款	272	50	1,030	1,182	1,361	1,564
应付款项	9,773	10,505	11,979	13,300	15,313	17,598
其它流动负债	15,598	15,228	16,520	19,930	22,622	25,676
非流动负债	6,780	6,611	7,577	7,577	7,577	7,577
负债合计	32,873	32,670	37,571	41,990	46,874	52,417
少数股东权益	459	499	591	679	786	914
股东权益	6,047	6,081	6,660	7,072	8,290	9,750
股本	3,282	3,501	3,501	3,501	3,501	3,501
留存收益	2,305	2,082	2,568	3,571	4,789	6,249
负债与权益合计	38,920	38,751	44,231	49,741	55,950	63,080

资料来源: Wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

单位: 百万美元	FY22/23	FY23/24	FY24/25	FY25/26E	FY26/27E	FY27/28E
净利润	1,608	1,011	1,384	1,672	2,029	2,433
加: 折旧摊销减值	1,353	1,424	1,419	1,514	1,566	1,626
营运资本变动	2,892	182	-2,358	-2,363	-2,307	-2,306
其它经营现金流	-3,051	-605	654	2,751	2,565	2,918
经营活动现金流	2,801	2,011	1,100	3,574	3,853	4,671
资本开支	-2,085	-1,433	-1,162	-1,220	-1,281	-1,345
其它投资现金流	170	150	105	-144	-167	-189
投资活动现金流	-1,915	-1,283	-1,056	-1,364	-1,447	-1,534
股权融资	606	-77	2,191	0	0	0
其它融资现金流	-1,020	-1,259	-1,002	151	-490	-609
融资活动现金流	-414	-1,336	1,190	151	-490	-609
汇兑影响	-153	-82	-65	0	0	0
净现金流	320	-690	1,168	2,361	1,916	2,528

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读完整篇报告，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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。